

需求预期改善，锌价涨势未尽



走势评级：

锌：看涨

报告日期：

2020年8月1日

★调研结论

- 1) 基建逆周期调控发力后，4月起建筑板订单明显增长，带动上半年内需订单好于同比好于去年。考虑到下半年逆周期调控需求仍在，预计基建将在下半年继续托底锌下游消费。
- 2) 从总量来看，上半年涂镀出口量同比负增，但疫情对外需的影响存在结构性差异，其中东南亚地区的出口订单上半年受疫情影响较小，目前已恢复至较往年更好的水平。后续需要重点关注韩国、欧洲等地区的外需恢复情况。
- 3) 以博兴地区为代表的民营短流程涂镀生产商区别于国营长流程钢厂的一大特点即为其可定制化程度高，能更好迎合终端各类需求。疫情爆发后，口罩厂等的产能扩张带动了洁净板等高定制化板材的增量需求，从结构上来看更利好民营短流程涂镀生产商。
- 4) 当前涂镀生产商的利润水平同比好于去年，受此影响，博兴地区彩涂产线的开工率较去年提升了20%。而镀锌的供给相对刚性，高昂的停机成本使得企业不会轻易停机，这就使得使得锌锭表观需求的变化可能滞后于实际需求的走弱。

★投资建议

通过此次调研，我们对镀锌这一占锌锭需求50%的初端下游消费整体保持乐观。在宏观通胀预期的影响下，市场此前对锌下半年需求的悲观预期有所调整，是支撑此轮锌价上涨的核心驱动力。在预期被证伪前，预计锌价仍将易涨难跌，沪锌主力合约目标价19500元/吨，可以轻仓逢低试多。套利策略方面，建议投资者关注多沪锌2009、空沪锌2011的跨期正套。

★风险提示

逆周期调控力度不及预期；外需恢复不及预期。

曹洋 资深分析师（有色金属）

从业资格号：F3012297

投资咨询号：Z0013048

Tel: 8621-63325888-3904

Email: yang.cao@orientfutures.com

联系人

陈祎萱

从业资格号：F3074710

Tel: 8621-63325888-2722

Email: yixuan.chen@orientfutures.com

上期所锌主力合约走势



目录

1、调研对象：博兴地区的镀锌及彩涂板卷生产商	2
2、调研结论.....	2
2.1 基建带动建筑板需求，内需好于去年同期	2
2.2 外需分国别明显分化，出口东南亚地区受影响较小	2
2.3 抗疫带来细分领域增量需求，利好民营短流程涂镀厂	4
2.4 近期涂镀利润收窄但仍好于去年同期，彩涂供给弹性大于镀锌	4
3、投资建议.....	5
4、调研纪要.....	6
5、风险提示.....	8

1、调研对象：博兴地区的镀锌及彩涂板卷生产商

进入下半年，此前受疫情影响暂时关闭的矿山逐步恢复运营，此外，受利润驱动，预计还会有增量产能释放，尽管锌精矿主产国的疫情反复或对下半年锌精矿产能释放的节奏构成扰动，但整体而言矿紧的时期已经过去，后期加工费将重心上移。市场关注的重点也从矿端转移到冶炼端和消费端，因此，针对市场关注的重点，我们将进行系列调研，旨在通过实地考察的方式更准确地了解冶炼和消费端目前的情况。

本次调研的第一站是山东博兴。博兴地区是国内薄板产业集中地，该地区集中了大量的民营短流程企业，生产环节较为简单，即轧硬卷—镀锌板卷—彩涂板卷，其中部分企业只有镀锌生产线，则镀锌即为其最终产成品。据了解，博兴地区有镀锌产线和彩涂产线各 200 条左右，平均设计年产能 20 万吨/条。

本次我们共走访了 4 家涂镀生产商，其中 3 家企业同时拥有镀锌和彩涂生产线，1 家目前只生产镀锌板卷。4 家生产商镀锌产能合计 110 万吨，彩涂产能合计 115 万吨。尽管此次调研企业样本数量较为有限，但样本囊括了大中小型生产商，内需和外贸订单均有涉及，且对象的选择相对随机，所以此次调研能相对客观的反映涂镀板卷当前的生产和消费情况。

2、调研结论

2.1 基建带动建筑板需求，内需好于去年同期

由于下游客户的需求不尽相同，博兴地区涂镀厂的生产模式主要是接单生产，即生产商在收到下游客户的订单后，再生产符合要求的涂镀板卷。对于此类生产模式，接单情况能更准确的反应下游需求的变动。通过与各家工厂的管理人员交流，生产商普遍表示今年上半年内需订单情况好于去年同期，部分企业表示上半年订单同比增速达 20%。从具体的节奏来看，4 月起下游订单开始出现明显改善，就下游需求而言，主要是建筑板方面的需求，如厂房、瓦楞屋顶以及各类临时用房外板等。从接单情况开始好转的时间节点以及具体需求来看，内需的好转主要是由基建逆周期调控发力所致。

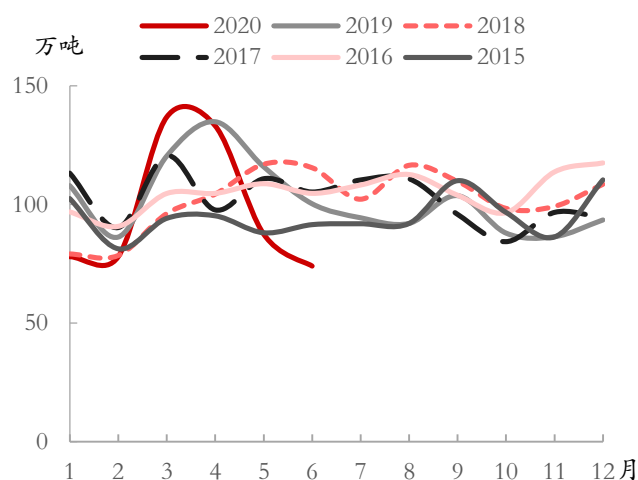
考虑到下半年逆周期调控需求仍在，我们认为基建将在下半年继续托底锌下游消费。目前企业的接单情况也支持这一观点。多家企业的管理人员表示，目前的接单情况仍不错，现有订单的排产基本排到了一个月以后，且他们对下半年的内需订单状况整体也持乐观态度，部分企业预计可以达到满产。

2.2 外需分国别明显分化，出口东南亚地区受影响较小

从海关总署公布的出口数据来看，今年上半年镀锌板累计出口 588 万吨，同比-11.8%，涂层板累计出口 311 万吨，同比-5.7%。上半年出口整体呈“倒 V”走势，其中，1-2 月主因国内疫情导致的生产暂停，而 5-6 月则是海外疫情爆发后的物流受阻。通过调研，上述宏观数据在微观层面得到了一定验证，外贸占一定比重的企业普遍表示今年 5 月受海外疫情蔓延带来的运输不畅影响严重，海外需求明显转差。

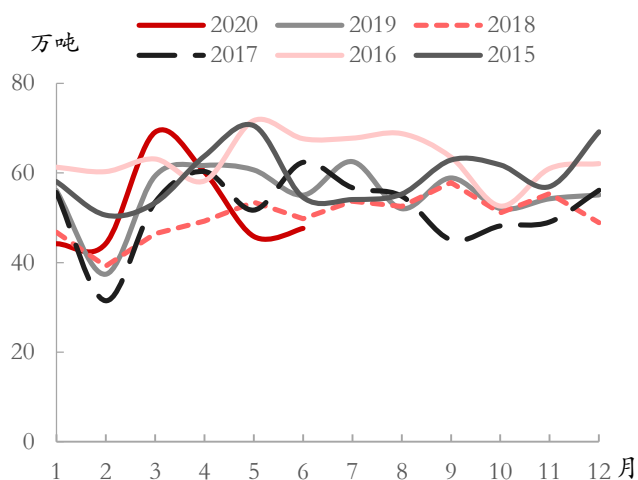
此外，微观调研还给了我们新的视角，即外需分国别存在明显分化。调研中，外贸成规模的企业普遍表示，东南亚地区的出口订单受疫情影响较小，仅5月由于物流不畅受到了一定影响，但整体而言今年对东南亚地区的出口好于往年同期。分地区的镀锌板出口数据证实了这一发现，可以看出，尽管对东南亚地区的出口走势仍呈“倒V型”，但即使是在年初和年中的低点，其出口量仍较往年同期持平，并未出现明显萎缩。也就是说，今年上半年拖累涂镀板卷外需的主要是对其余地区的出口，如除东南亚地区外的亚洲（主要是韩国）、欧洲等，接下来需要重点关注这些地区外需订单的恢复情况。

图表1：镀锌板出口数量



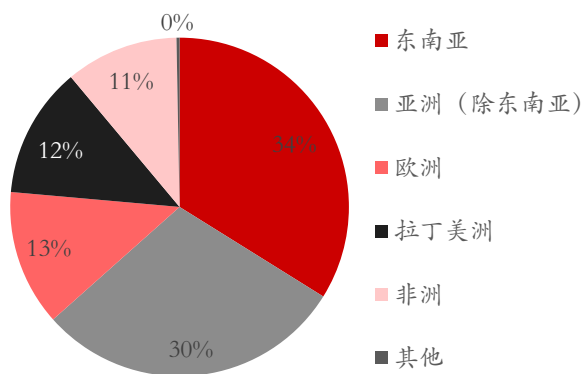
资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

图表2：涂层板出口数量



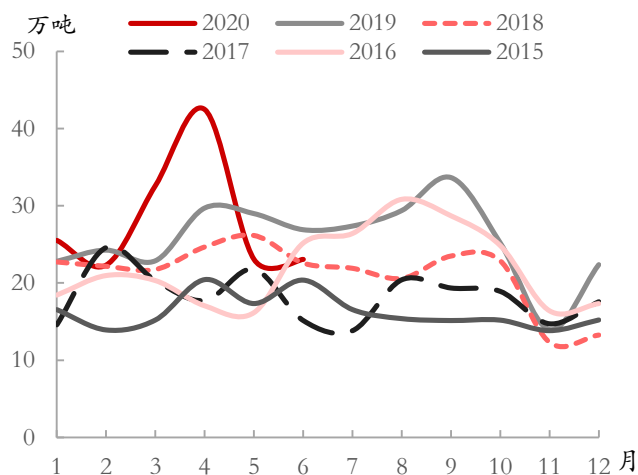
资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

图表3：中国镀锌板出口分地区占比（2019年）



资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

图表4：镀锌板出口数量：东南亚合计



资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

2.3 抗疫带来细分领域增量需求，利好民营短流程涂镀厂

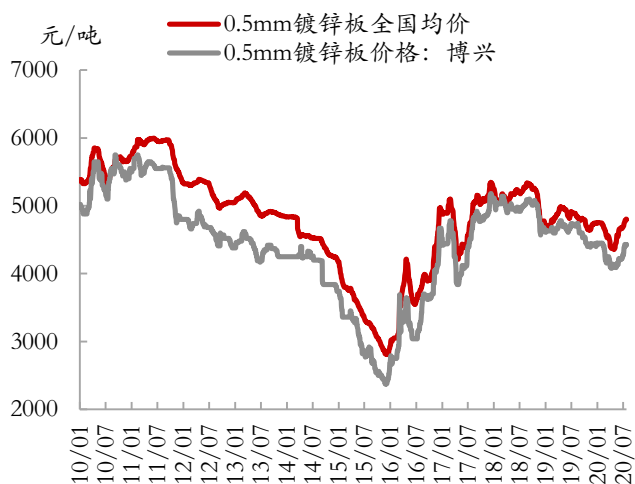
通过与生产商交流，我们发现疫情防控带动了下游细分领域的增量需求。如洁净板，多用于制药厂、口罩厂内壁，由于这些生产线内会频繁用双氧水等进行消杀工作，因此对内壁板材的防腐蚀性能提出了更高的要求。疫情爆发后，对口罩等防护物资的需求激增，带动上游产能扩张，进而增加了对耐腐蚀性能优异涂镀板的需求。此外还有用于食品厂的抗菌板，贴在内壁上可起到延缓蔬菜霉变的作用。

此类订单的定制化程度较高，需要生产商使用特定比例的合金进行热镀，对涂料也有特定要求，多由以博兴地区为代表的民营涂镀生产商承接。博兴地区的涂镀生产商多是短流程的民营企业，其生产的镀锌板镀层较薄，平均1平方米镀锌量40g以内，远低于国营钢厂的100g/m²以上的镀锌量，也正因此，博兴地区的镀锌板价格常年较全国均价低300元/吨左右。该地区生产的涂镀板卷较少用于汽车、家电领域，大多用作建筑材料。

从宏观层面来看，博兴地区的涂镀产能属于低端产能，但实际上其能更好迎合终端市场的定制化需求。因为对于国营大钢厂而言，长流程产线前端的利润远高于末端镀锌的利润，由于边际收益不高，企业很少愿意再根据订单生产定制化的产品。而对于民营短流程涂镀生产商而言，一方面其产线可灵活调整，另一方面，可定制程度高是其区别于国营大厂的竞争优势，在利润率不及国营的前提下，差异化经营是其继续发展的重要砝码。

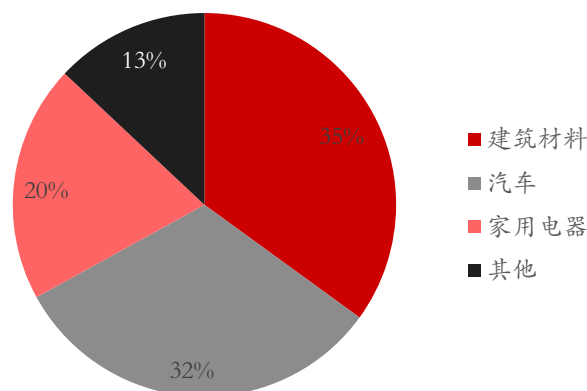
因此，此次疫情带动的下游需求，由于其订单的定制化程度较高，从结构上来看相对更利好博兴地区为代表的民营短流程涂镀生产商。

图表 5：0.5mm 镀锌板全国均价及博兴地区价格



资料来源：Mymetal，东证衍生品研究院

图表 6：镀锌下游消费结构



资料来源：Mymetal，东证衍生品研究院

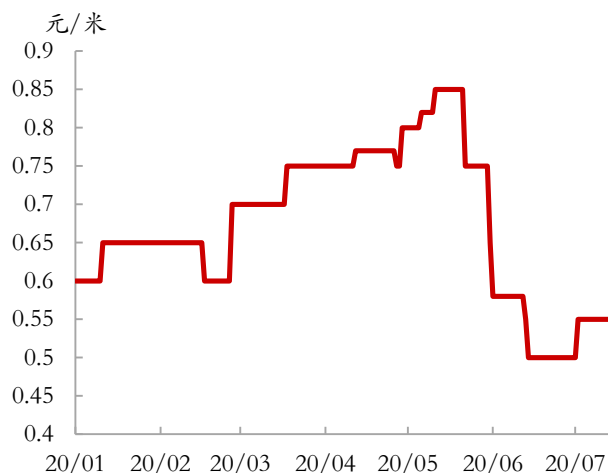
2.4 近期涂镀利润收窄但仍好于去年同期，彩涂供给弹性大于镀锌

今年以来，镀锌加工费波动幅度较大。节后复工初期，因为海外订单大量积压，交货压

力大而镀锌产能不足，叠加上游原材料供应相对充足，镀锌市场出现了短暂的供需错配，加工费一度涨至 0.85 元/米，镀锌生厂商利润丰厚。供需错配结束后，镀锌加工费快速回落至 0.5 元/米，近期由于博兴地区原料端价格坚挺，部分镀锌价格在倒挂边缘，厂家小幅上调加工费来弥补利润。

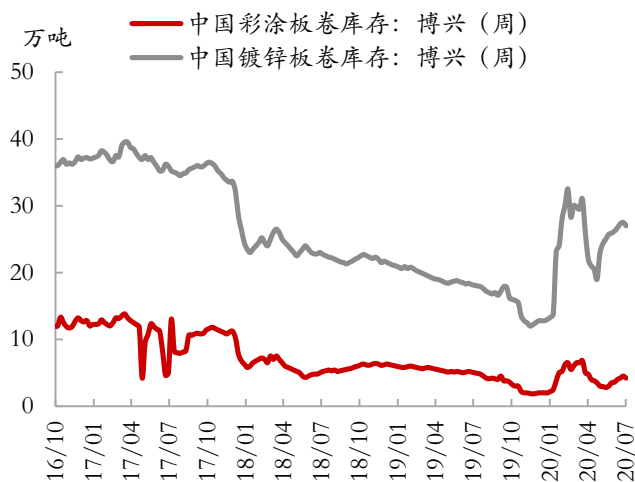
调研中，企业普遍表示，尽管当下加工费较前几个月已明显回落，但目前涂镀生产还是有利可图，且利润水平好于去年同期。在利润驱动下，今年博兴地区彩涂产线的开工率明显好于去年同期，据了解，去年 7 月博兴地区近 1/3 的彩涂产线处于停机状态，而今年的开工率较去年同期增加了 20%。而镀锌产线的情况则有所不同，其停工成本很高，停工期间锌锅保温需要消耗大量电力成本，长时间停工后重启产线则需要加热锌锅化锌，单次费用在数十万。因此，与彩涂相比，镀锌的供给相对刚性，即便下游订单转差或镀锌加工费降低，高昂的停机成本使得企业不会轻易停机。具体表现为，在终端需求边际转弱时，镀锌企业的生产会将部分锌锭库存转化为镀锌板卷库存囤积，使得锌锭表观需求的变化可能滞后于实际需求的走弱。

图表 7：山东民营企业镀锌加工费



资料来源：Mymetal，东证衍生品研究院

图表 8：博兴地区彩涂板及镀锌板库存



资料来源：Mymetal，东证衍生品研究院

3、投资建议

本次调研聚焦锌锭初端下游——建筑板类镀锌消费，从了解到的情况而言，今年上半年建筑板下游需求整体不错，订单情况同比好于去年。其中，内需主要是受基建拉动，4 月起订单开始明显增长；外需方面，虽然海关数据显示涂镀出口总量同比负增，但从结构来看，对不同地区出口受疫情影响程度有所分化，博兴地区的涂镀板主要出口东南亚地区，受疫情影响相对较小，仅 5 月因物流运输不畅外需有所萎缩，目前出口订单已逐渐恢复。此外，疫情爆发后由于对口罩等防护用品的需求激增，口罩厂等的产能扩张带动了洁净板的增量需求。此外，调研的大多数企业对下半年的内外贸订单预期也都比较

乐观。

此次调研在微观层面印证了基建拉动锌下游消费这一推论，与此同时，我们从宏观角度出发，认为下半年逆周期调控托底经济的需求仍在，基建将在下半年继续带动锌下游消费，这也与企业对下半年订单情况的预判相符。此外，尽管本次调研对汽车、家电领域镀锌板订单情况的了解相对较少，但从宏观层面来看，上半年汽车市场表现低迷，下半年随着经济复苏、政策刺激叠加股市带来的财富效应，汽车产销较上半年将明显修复，下半年同比增速也有望转正；二季度家电零售已实现同比正增，下半年有望进一步改善。简而言之，我们对镀锌这一占锌锭需求 50% 的初端下游消费整体保持乐观。

整体而言，近期锌锭社会库存持续去化，以及在宏观通胀预期的影响下，市场此前对锌下半年需求的悲观预期有所调整，是支撑此轮锌价上涨的核心驱动力。而通过微观调研，这一预期修正得到了一定微观层面的证实，且未来微观仍有望更多去验证宏观。在预期被证伪前，预计锌价仍将易涨难跌，沪锌主力合约目标价 19500 元/吨，可以轻仓逢低试多。套利策略方面，考虑到当前仓单量较低，库存进一步去化后，2009 合约逼仓风险上升，建议投资者关注多沪锌 2009、空沪锌 2011 的跨期正套。

4、调研纪要

4.1、涂镀生产商 A

1) 基本情况

该企业主要生产镀锌板和彩涂板，共有 2 条镀锌产线、3 条彩涂产线，镀锌和彩涂的年产能分别为 20 万吨和 25 万吨，生产的镀锌板全部用作彩基板，满产情况下每年输出产成品彩涂板 25 万吨。下游订单内需和外需都有，内需占比更高。

2) 调研情况

1. 今年镀锌和涂镀产线一直满产，目前有一条彩涂产线正在升级改造，后续也会投入满产。
2. 上半年内需订单同比增长 20% 左右，主要是建筑板订单增长明显；受疫情影响，外需同比降幅达 40%，外需占比由 2019 年的 40% 降至 25% 左右。
3. 公司的主要镀锌板规格为镀锌 100g/m² 和 40g/m²，其中 40g/m² 的占比约 60%。

4.2、涂镀生产商 B

1) 基本情况

该企业主要生产镀锌板和彩涂板，镀锌板和彩涂板的年产能各 50 万吨，生产的镀锌板

均自用，即满产情况下一年产成品共 50 万吨彩涂板。下游订单以外需为主。

2) 调研情况

1. 去年最终产量为 30 万吨彩涂板，今年目前来看预计较上年持平，具体要看下半年的需求。
2. 下游订单外需占比 90%以上，产品主要销往印尼、泰国、乌克兰等，上半年出口受疫情影响不大，仅 5 月运输收到了一定影响。
3. 接单情况不错，现有订单排到了两个月后，此外还有远期订单。

4.3、涂镀生产商 C

1) 基本情况

该企业主要生产镀锌板和彩涂板，目前有镀锌产线和彩涂产线各一条，另有一条在建彩涂产线，预计八月底投产，设计年产能均在 20 万吨，生产的镀锌板卷均。下游订单内需和外需都有。

2) 调研情况

1. 外需订单近期陆续好转，和去年同期相比，出口东南亚地区的订单已恢复到较以往更好的水平。
2. 内需订单比往年明显更好，主要用于厂房车间，今年彩涂加工费为近五年最高。
3. 公司的镀锌板锌层厚度平均为 $12\text{g}/\text{m}^2$ ，一条镀锌线（设计产能 20 万吨）一个月耗锌 100 吨左右。

4.3、镀锌生产商 D

1) 基本情况

该企业目前只有一条镀锌产线，设计年产能 20 万吨。产成品主要供给博兴当地市场。

2) 调研情况

1. 镀锌产线常年持续运转，除非设备故障不得不停机维修，今年疫情期间也没有停机。
2. 镀锌用的是锌铝合金（70%锌-30%铝），直接从合金厂采购，在锌价较低的时候会通过先付定金的方式提前备货。
3. 只要客户没有特定要求，生产的镀锌板锌层厚度即为 $14\text{g}/\text{m}^2$ ，一个月耗锌 120 吨左右。

5、风险提示

逆周期调控力度不及预期；外需恢复不及预期。

图表：期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司，注册资本金 23 亿元人民币，员工近 600 人。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所和上海国际能源交易中心会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

东证期货以上海为总部所在地，在大连、长沙、北京、上海、郑州、太原、常州、广州、青岛、宁波、深圳、杭州、西安、厦门、成都、东营、天津、哈尔滨、南宁、重庆、苏州、南通、泉州、汕头、沈阳、无锡、济南等地共设有 33 家营业部，并在北京、上海、广州、深圳多个经济发达地区拥有 134 个证券 IB 分支网点，未来东证期货将形成立足上海、辐射全国的经营网络。

自 2008 年成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持市场化、国际化、集团化的发展道路，打造以衍生品风险管理为核心，具有研究和技术两大核心竞争力，为客户提供综合财富管理平台的一流衍生品服务商。

分析师承诺

曹洋 陈祎莹

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com