

调研报告—锌

镀锌需求疲软，转好预期尚存

走势评级： 锌：看涨
报告日期： 2024 年 6 月 11 日

★调研结论

1) 企业普遍反映上半年订单不佳，许多小厂难以保本经营。上半年大部分厂商都难以满产，部分厂商处于半停产状态。主要原因包括地产、交运、管网等领域需求疲弱，带来订单量严重下滑，以及行业竞争加剧导致价格战愈演愈烈，镀锌行业加工费已从 1700 元/吨大幅下降至 1200 元/吨左右。

2) 对于下半年订单情况，厂商普遍表示有边际转好的预期。企业普遍认为铁塔、特高压和交运订单或边际转强，对海外出口业务态度乐观。但同时也提出，专项债发行提速后，体感传导到下游开工仍需 2-3 个月的时间，目前仍未出现有项目快速落地或订单边际转强的信号，据此，我们将此前认为社库出现加速去化的时点延后至 7 月份。

3) 企业经营掣肘主要在于现金流紧张、环保压力和招工难。大小厂的现金流情况两极分化严重，大企业现金流往往相对充裕，而小企业现金流非常紧张。环保问题依然严峻，近期环保督察频率增加，部分老旧产能和存在问题的高耗能企业受检查影响较大。招工难或导致工人青黄不接，人员断档问题正在发生。

★投资建议

就锌价而言，目前锌价依然处于宏观力量主导的阶段，供应偏紧仅能在底部对其形成支撑，若要上涨则需要进一步刺激。短期来看，沪锌在市场情绪回落和资金离场下依旧继续有走弱可能，但由于矿紧和低加工费支撑，回调空间正在逐步减小，短期可能会步入震荡市。长期来看，我们依然认为锌价的行情会持续到三季度，中期继续推荐在低位买入；套利角度，此前在策略月报中推荐的内外反套走势良好，且仍有盈利空间，建议继续持有。

★风险提示

调研样本代表性有限，不足以全面反映市场情况。



东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

孙伟东 首席分析师（有色金属）
从业资格号：F3035243
投资咨询号：Z0024605
Tel: 63325888-3904
Email: weidong.sun@orientfutures.com

联系人：
魏林峻 有色金属分析师
从业资格号：F03111542
Email: linjun.wei@orientfutures.com

上期所锌主力合约走势



重要事项：本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

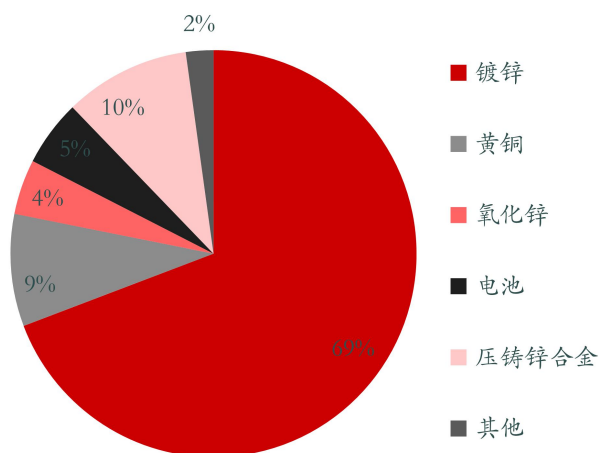
有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

1、调研对象：安徽省的热镀锌和铁塔生产商

4月以来锌价表现强劲，在宏观预期驱动和供应端的支撑下，一度创下2023年以来的新高。近期宏观情绪有所走弱，锌价由于美国非农不及预期而出现回调，下游对高锌价的承接力度、以及基本面支撑是否能够带动锌价进一步上涨成为市场的关注焦点。从专项债来看，5月专项债发行环比大幅增加，但其落地仍需一段时间；而近期铁塔订单落地，镀锌开工超预期回升，下游需求转好预期正逐渐增加。为此，我们在上周走访了安徽省的下游镀锌生产商，实地考察镀锌终端需求情况。

镀锌在我国锌锭初端下游中占比约为70%，是锌锭下游需求最大组成部分。此次实地走访的镀锌企业年产量在1~20万吨不等，涵盖小中大各种规模的生产企业，能够较为全面地反映产业链运行情况；企业产品主要销往安徽和江浙沪地区、河北和天津等东北地区、以及东南亚和欧洲等海外市场，能较为全面地反映镀锌侧下游需求。

图表1：中国精炼锌初端消费占比



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

2、调研结论

2.1 需求疲弱而成本承压，中小厂商难以保本经营

企业普遍反映上半年订单不佳，许多小厂甚至难以保本经营。企业反映，国内几乎所有领域的订单均有下滑，其中下滑较为显著的领域有镀锌管棒、脚手架、光伏、以及交运相关的标牌、灯杆等。受制于订单疲弱，上半年大部分厂商都难以满产，部分厂商处于半停产状态。造成该现象的主要原因有：

1) 下游需求疲弱，订单量下滑严重，尤其在地产、交运、管网等领域。

①镀锌管棒：走访过程中，我们发现多数企业堆积镀锌管棒库存，另有企业声称抗洪排涝相关项目落地速度很慢，且水管翻新等项目需要考虑到沥青翻新等因素，因而镀锌管棒成品库存大量堆积。从专项债角度来看，1~4月专项债发行不及预期，4月实际发行量更是不到计划发行额度的40%，叠加此前叫停12个债务高风险省市基础项目建设，基建项目增量较少。从实物开工来看，今年以来镀锌管棒成交量一直表现不佳，且固定资产投资增速显著下滑，管网侧项目几乎无增量，与实地走访结论一致。

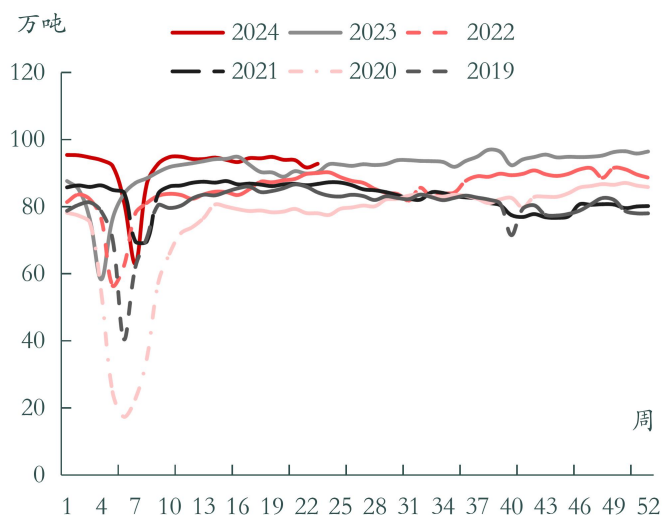
②脚手架：据了解，脚手架市场产能已经接近饱和，且考虑到其可循环利用的属性，目前市场竞争十分激烈。由于产品同质化严重，而河北等制钢地区具有成本和规模优势，叠加考虑到运输半径问题，安徽地区的脚手架厂商竞争力较弱。

③镀锌板卷：受地产周期走弱影响，镀锌板卷相关订单同样走弱，但大厂依然有长单兜底，小厂镀锌板卷存在滞销情况。

2) 行业竞争加剧，价格战愈演愈烈，部分厂商即便亏损也要抢占市场份额。

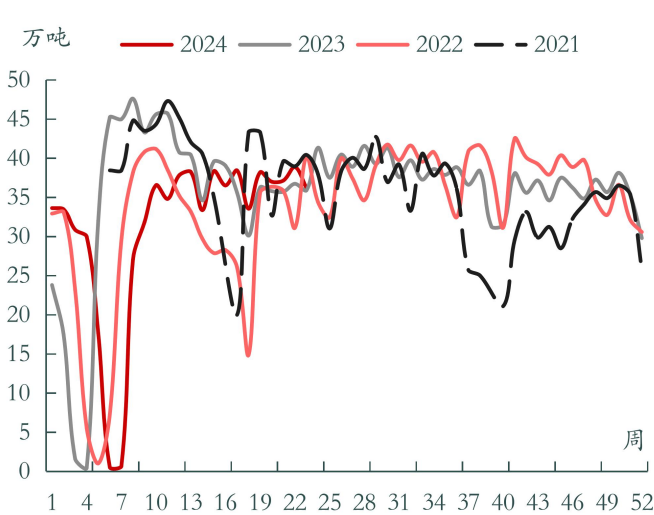
市场竞争愈演愈烈，镀锌行业加工费已经从1700元/吨大幅下降至1200元/吨左右。目前行业运行方差极大，大厂资金实力相对强劲，在大环境较差的背景下，通过压低成本来抢占市场份额，通常能够实现半产及以上的开工；而多数小厂受制于生产同质化，大部分厂商又难以在成本比拼上取得优势，还会因为运输费多几十元而丢失项目，单靠自身已经较难获取能够盈利的订单。因此部分小厂转向本地央国企进行投标，尝试接收余量项目开展业务。据了解，不仅是安徽地区，天津和浙江等地同样存在央企带动地方小企业的现象。

图表2：钢联镀锌板卷产量



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

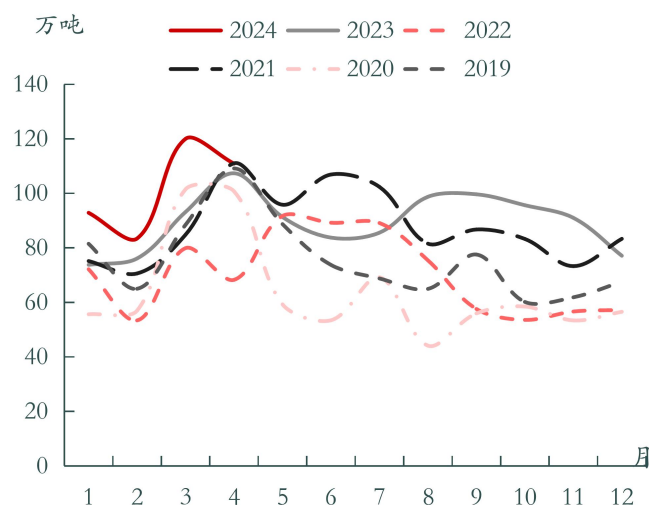
图表3：SMM镀锌棒、管、结构件产量



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

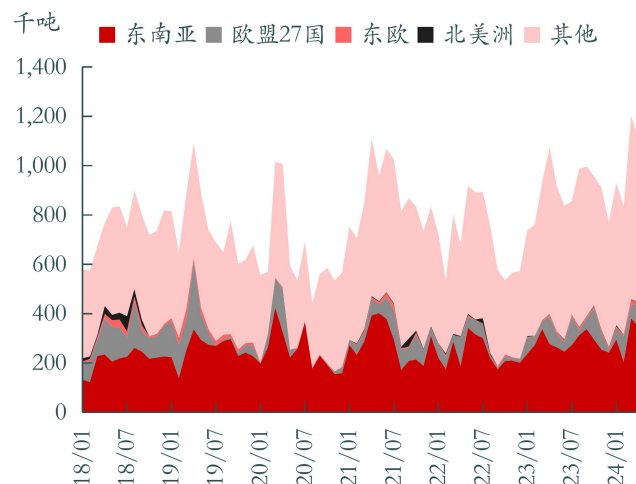
然而，也有部分厂商另辟蹊径，提前布局海外出口业务。今年镀锌板卷产量处在历史较高水平，其主要的增量来自出口。2024 年 1-4 月累计镀锌板出口量为 407.3 万吨，累计同比增加 13.46%。分国别来看，泰国、韩国、越南等国位居前列，今年东南亚地区出口增量较为显著。厂商能进行出口业务的凭依是过硬的资质审核和长久以来的口碑，在今年大环境走弱的背景下，出口业务开展良好，同时后续仍有增量。

图表 4：镀锌板卷出口量



资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

图表 5：镀锌板卷出口分地区



资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

2.2 下半年需求转好预期尚存

对于下半年订单情况，部分大厂和依附于大厂生存的中小厂商表示有边际转好的预期，而部分小厂则态度悲观，信心明显不足。大小厂商达成共识的是，**专项债发行提速后，体感传导到下游开工仍需 2-3 个月的时间**，且从当前时点来看，仍未出现有项目快速落地或订单边际转强的信号，依据于此，我们将此前认为社库出现加速去化的时点延后至 7 月份。

铁塔需求将继续走强，交运和特高压需求边际回升，海外出口预期较强。铁塔方面，铁塔订单表现持续较好，上半年铁塔相关订单生产情况稳健，企业目前普遍存有 3 个月~1 年不等的排产情况，三季度国网招标情况存在乐观预期，特高压和铁塔相关的后续订单环比上半年将有提升。镀锌板卷、镀锌管棒方面，市场期待管网侧项目能够落地，而交运侧能够有更多新增项目出现，但就目前来看，边际转好趋势仍然未现。脚手架方面，调研企业普遍认为增量无多。总体来看，市场仍然在等待专项债和万亿国债发行带来的项目增量，但距离预期落地依然需要一段时间。此外，走访企业中，部分企业开展出口

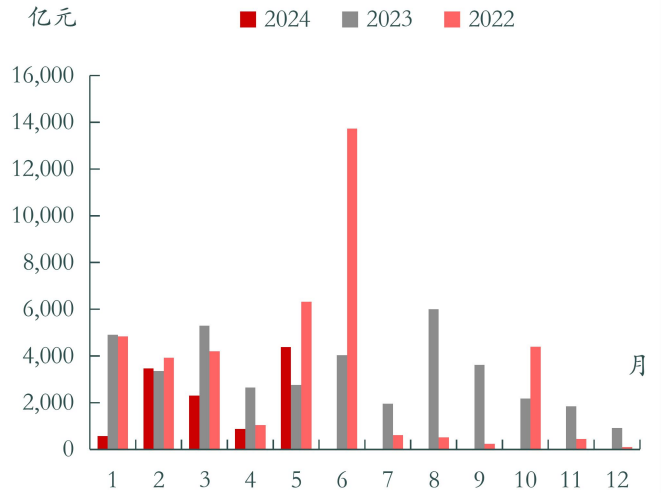
业务，对下半年海外出口业务态度乐观，东南亚和欧洲订单依然有增长趋势，或也将提供一部分增量。

图表 6：三大广义基建投资累计同比增速



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 7：近三年专项债当月发行进度



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 8：镀锌脚手架成品



资料来源：东证衍生品研究院

图表 9：镀锌角钢成品



资料来源：东证衍生品研究院

2.2 企业经营的掣肘主要在于现金流、环保和人工

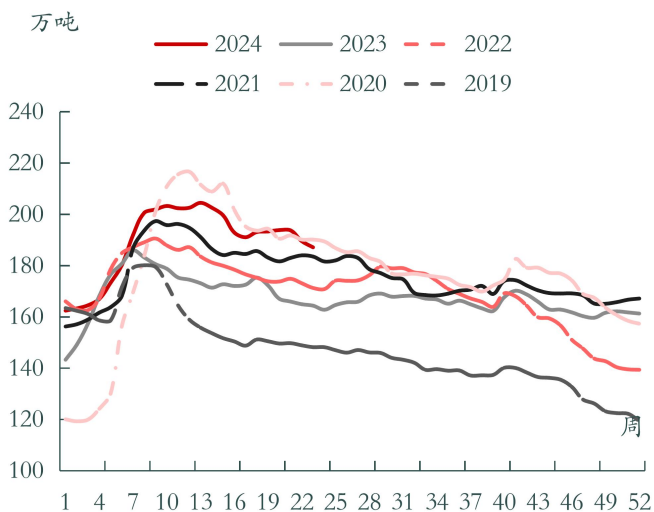
走访企业普遍都面临现金流紧张、环保压力和招工难三个问题。

大小厂的现金流情况两极分化严重，小厂原料库存多为刚需。对于体量较大的企业来说，资金情况表现良好，而中小型企业则普遍出现回款速度慢、资金流紧张的情况。对于中小型企业来说，现金流回笼速度是运营至关重要的因素，受制于部分项目回款速度偏慢，小厂对于原料库存的态度普遍为用完为止，即等待原料库存接近耗尽时再进行补充，原料库存普遍以3天左右刚需为主，这也能够在一定程度上解释下游厂商原料库存持续走低的现状。但从另一方面来说，这么做即是将企业作为市场价的接受方，且在调研过程中，我们发现多数企业并没有套期保值的概念，这可能是由于锌锭在原料成本端占比较小所致。

环保问题依然严峻。环保是产业链面临的持续性问题，近期环保督察频率增加，部分地区甚至面临一个月四次的检查频率。本次调研正值安徽当地进行环保督察，虽然本次调研企业普遍反映受环保督察影响较小，但其他老旧产能和存在问题的高耗能企业受检查影响较大，仍然面临关停风险。

招工难可能导致工人青黄不接。招工难同样是目前镀锌行业面临的普遍性问题，老员工熟练程度高，能够显著提升部分人工机器的操作效率，而年轻人不愿介入劳动密集型行业，同时部分员工因为工作繁重而存在干到标准、干到时间就走的现象。基于以上因素，镀锌产业招工较为困难，人员断档问题正在发生。

图表 10：钢联镀锌板卷社会库存



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 11：SMM 镀锌原料和成品库存



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

3、投资建议

在远超预期的非农数据的作用下，近期锌价出现明显回调，但我们认为锌价下方依然有着供应偏紧的刚性支撑，锌价回到 23000 元/吨以下的可能性依然较小。供应端来看，矿紧格局将持续到四季度，而下半年冶炼厂投产较多，同时近期锌价回落，会进一步压制炼厂利润。虽然副产品利润依旧较为坚挺，但矿紧的情况难以缓解，在进口窗口没有持续打开的背景下，炼厂减产依然是时间问题。

需求端来看，本次调研中企业普遍反映专项债发行后，从发行—项目—订单—开工的流程需要 2-3 个月，由于 4 月专项债发行显著不及预期，而 5~6 月专项债发行加速，我们认为需求显性回升的时点或将延后到 7 月份。此外，我们对当前社库的拐点仍然抱有一定疑虑，这两周社库的去化主要原因均为到厂较慢，而下游开工也没有显著提升，对于库存来说，我们依然持谨慎态度。

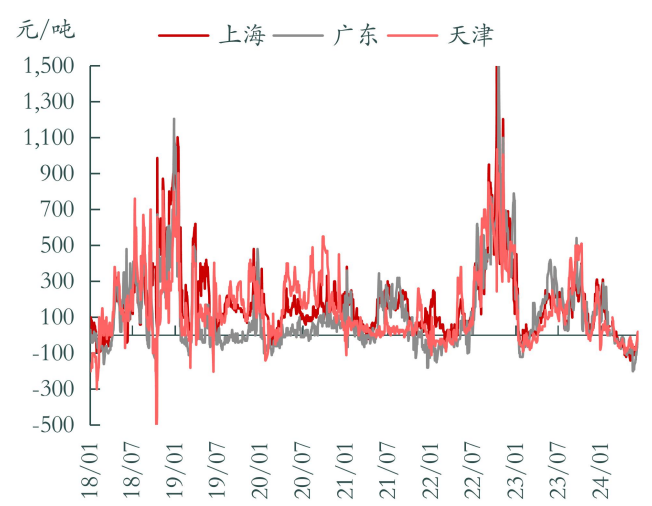
就锌价而言，目前锌价依然处于宏观力量主导的阶段，供应偏紧仅能在底部对其形成支撑，若要上涨则需要进一步刺激。短期来看，沪锌在市场情绪回落和资金离场下依旧继续有走弱可能，但由于矿紧和低加工费支撑，回调空间正在逐步减小，短期可能会步入震荡市。长期来看，我们依然认为锌价的行情会持续到三季度，中期继续推荐在低位买入；套利角度，此前在策略月报中推荐的内外反套走势良好，且仍有盈利空间，建议继续持有。

图表 12：国内七地锌锭社库



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 13：三地锌锭升贴水



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

4、调研纪要

4.1、铁塔供应商 A

1) 基本情况

该企业是国内规模领先的输电线路铁塔供应商，为电网企业直接提供设备与零配件。企业主要生产输变电工程铁塔、通信铁塔、变电站构支架、光伏支架、热镀锌等，年产能 20 万吨，热镀锌产能约 20 万吨。

2) 调研情况

1. 经营情况：公司上半年招标批量不大，6 月集采量较小，考虑到今年特高压项目落地与复工，叠加 6~7 月铁塔招标季节性高峰期，后续订单或有增量。目前铁塔镀锌加工费在 1200~1400 元/吨左右。
2. 新增订单预期：今年批的特高压于 6 月开始发布，公司对下半年订单有转好预期，但同时也认为即便转好也难以达到满产；由于公司直接与电网企业对接获取订单，项目主要根据国家特高压的建设周期来进行增补，近期专项债发行提速对企业下半年订单情况影响不大。
3. 库存情况：企业表观原料库存较少，而成品库存普遍堆放。
4. 环保相关：生产中的环保问题主要出在焊接上。焊接在每个车间都或多或少有分布，同时处理方式相对单一，处理效果较不明显。据了解，环保督察大约会持续到 7 月份。
5. 招工相关：熟练工能够明显提升生产效率，但新人招工较难，人员断档情况愈渐明显。

4.2、热镀锌加工企业 B

1) 基本情况

该企业主要服务于电力铁塔、通信铁塔、交运船舶、钢结构件、光伏支架、脚手架、智能停车设备等。年产热镀锌 8 万吨，净水材料 3 万吨，预计明年新上一条 10 万吨产线，拥有卧式热镀锌锅，配套设施有多个酸洗槽、清水槽等，下游客户主要集中在合肥地区。

3) 调研情况

1. 经营情况：地产周期结束后，企业体感镀锌市场大幅萎缩，周边部分镀锌小厂处于半停产状态。该企业铁塔、交运相关、光伏、脚手架和停车设备相关订单均不及预期，其中交运高铁侧新增项目较少，标牌、灯杆等项目大幅缩水，停车场设备受到运输距离限制影响，脚手架为循环利用品，市场竞争激烈且接近饱和。由于竞价激烈，镀锌行业加工费已从 1700 元/吨下降至 1200~1400 元/吨，但依然不具有竞争优势。

2. 新增订单预期：下半年订单预期增量不多，电力铁塔方面可能有增量，该领域预计仍有 2-3 年的发展期。上半年光伏订单较少，多数企业以观望为主，三季度订单有边际释放可能。
3. 库存情况：企业几乎没有原料库存，而成品库存普遍堆放。
4. 环保相关：今年已经多次开展环保检查，对生产条线有影响但不大。
5. 降本增效相关：考虑加入半自动化产线，由于客户需求定制化服务较多，较难实现全自动化。人员成本难以降低，同样面临招工难问题。

4.3、热镀锌加工企业 C

1) 基本情况

该企业主开展热浸镀锌加工业务，满产在 8 万吨左右，目前年产量约 3 万吨。公司拥有 1 栋轻钢结构热镀锌生产车间，另设有镀锌生产线和酸洗生产线。

4) 调研情况

1. 经营情况：公司主要依靠接受附近其他企业订单开展业务，今年订单情况较差，同时市场竞争加剧，加工费大幅下滑，利润难有明显增量；地域方面，除本地原有客户外，今年云贵川客户量增多。
2. 新增订单预期：公司预期下半年订单会有增加，至少能够增加 5000 吨，相比往年更高。目前订单排至 9 月，若中标则下半年产量还将增加。主要增量来自客户 1：镀锌厂进行改造，订单分配给其他厂；客户 2：附近央企招投标项目的增量。
3. 库存情况：企业几乎没有原料库存，而成品库存大批量堆放，主要现金流掣肘与部分客户回款速度较慢，公司维持刚性原料库存天数。
4. 环保相关：公司表示今年环保压力与往年相比较小，检查频率有所减少，正常来说一个月开展 1~2 次检查。
5. 招工相关：工厂同样面临缺人现象，年轻人不愿意干，也有干到工资预期就请假的情况发生。

4.4、热镀锌加工企业 D

1) 基本情况

该企业主要开展钢件镀锌业务，设有镀锌车间，生产加工车间厂房，新建一条锌锅热镀锌环保型生产线。设计镀锌年生产能力 5 万吨，其中电力业务 2 万吨，交运 1 万吨，光伏支架 6000 吨，海外定单约 3000 吨；目前年产量总计在 2~3 万吨左右。公司产品中，镀锌管销往全国各地，镀锌板主要销往河北等钢厂密集地区。

5) 调研情况

1. 经营情况：订单不佳是公司面临的最主要问题，交运侧订单增速下滑严重，国网新增订单同比也有下降。目前铁塔加工费在 1000~1400 元/吨左右。
2. 镀锌管：订单情况显著不及预期，主要是由于从去年下半年起，管网相关项目落地速度较慢，同时管网侧施工还需考虑沥青翻新因素，从实物开工来看两者均表现不佳。
3. 光伏支架：上半年产量在 3000 吨左右，支架镀层厚度相对特高压和铁塔更高，沙漠地带可能达到单吨 50 千克以上。
4. 新增订单预期：下半年有订单转好预期，但公司仍然面临增长的行业竞争压力。三季度光伏支架订单或有增长，光伏相关产品主要销往新疆和宁夏等地。
5. 库存情况：公司原料和成品库存表观量均较多，公司现金流相对平稳，但仍面临部分大企业拖欠回款的情况，同时依靠银行贷款回笼资金。公司表观运营相对稳健，但实则已在全力生存。
6. 行业竞争加剧：普遍面临大厂经营良好，而小厂开工难的情况，两级分化较为严重。由于行业生产的同质化严重，小厂无成本优势，难以与内地企业竞争。此外，大厂分配给小厂订单后，存在回款慢等问题，导致小厂现金流愈发紧张。

4.5、镀锌配件加工企业 E

1) 基本情况

该企业是从事各类金属构件热浸镀锌加工和起重机械设备配件及零部件的加工企业。公司实际满产能力约 3 万吨，目前预估年产量为 1.5 万吨。镀锌品种有各种钢构件、铁塔、灯塔、标杆、锚链、公路护栏、船舶配件、管材等。

6) 调研情况

1. 经营情况：上半年订单表现较差，公司自行寻找业务而非依靠大厂，但能盈利的项目较少。目前产量在 1000 吨/月左右，加工费为 900~1000 元/吨，产量与加工费均受到较强压制。基于此前招投标情况，部分企业即便亏损也要竞标项目。由于大环境较差，公司对扩张业务积极性不高。
2. 新增订单预期：对下半年订单毫无信心，目前看不到任何边际转好迹象。专项债发行效应还未落实到项目上，按往年情况估算，专项债落实到生产至少还需约 3 个月。
3. 出口情况：公司也经营部分出口业务，产品主要为汽车零部件，年耗锌量在 2600~2800 吨左右，但因其可循环利用，预计未来 2~3 年会存在出口瓶颈期。
4. 库存情况：企业几乎没有原料库存，而成品库存高企，销路不佳。
5. 环保相关：公司受环保督察影响较小。



6. 降本增效相关：企业并未遇到招工难问题，工人相对稳定。

4.6、镀锌配件加工企业 F

1) 基本情况

该企业主要生产螺栓螺母等紧固件和标准件，公司年产能合计约 1.7 万吨，以出口业务为主，目前为半产状态；出口产能约 800 吨/月，国内订单约 600 吨/月，其中有 700~800 吨为吊镀生产，耗锌锭量约在 300 吨/月，产能仍在持续提高。

7) 调研情况

1. 出口业务：公司同样不依附大厂，进而开拓海外业务，主要出口产品至东南亚和欧洲国家，目前大约为半产状态，主要原因是现金流紧缺。出口方面，越南地区订单较多，主要增量来自于铁塔项目；欧洲地区也有部分需求，包括铁塔和飞机螺丝等，两地均偏好大型螺母。大小螺母单吨耗锌目前分别在 20~24 千克/吨和 18~20 千克/吨。

2. 光伏业务：放弃光伏领域，主要是由于利润太低。

3. 新增订单预期：欧洲和东南亚订单仍在持续增加，下半年至少有 1 万吨订单等待开工，公司开拓海外市场得益于其资质过硬和口碑累积。

4. 库存情况：公司成品库存普遍堆放，但存货周转率较高，每天都在出货。

5. 环保相关：近年来环保要求持续提高，本地工厂受影响不大，但部分地区高频开展环保督察，达到一个月四次审查的频率，对外地生产条线影响较大。

5、风险提示

调研样本代表性有限，不足以全面反映市场情况。

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。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、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、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，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。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

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。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

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