

山东锌下游调研报告

华泰期货研究所 基本金属部

李苏横

锌、铝研究员

☎ 0755-23614607

✉ lisuheng@htfc.com

从业资格号: F3027812

徐闻宇

宏观贵金属研究员

☎ 021-68757985

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号: F0299877

投资咨询号: Z0011454

报告摘要

调研目的: 环保“回头看”以及中美贸易摩擦加深对锌下游企业需求走弱隐忧仍存, 今年下游企业开工率受到限制, 消费不及预期, 而低库存且存在冶炼瓶颈的市场背景下, 市场焦点或重新聚焦于下游企业的实际生产情况以及订单情况。环保督查仍在持续发酵, 锌下游企业开工率是否会因此产生较大影响也是本次调研重点想要了解的问题。

调研对象: 山东省镀锌及氧化锌企业

核心逻辑: 随着国内外矿山逐渐复产, 锌矿加工费企稳回升, 锌锭短缺现状有望扭转, 锌价中期或易跌难涨。远期锌矿供给恢复预期不变, 港口矿库存的回升亦与此验证, 建议中线维持空头配置, 并关注宏观气氛的配合。

18年3月以来锌锭库存下滑不单是因为供应瓶颈导致供应量不及预期, 实质上需求端, 镀锌以及氧化锌市场需求并非市场想象的悲观。此外近期成本端价格下移, 镀锌亏损收窄, 镀锌产能利用率回升至5年均值水平, 叠加镀锌企业或有节前备库动作, 短期锌锭库存或将继续下滑。我们预计18年底甚至到2019年一季度库存仍然难以累积起来, 逼仓行情仍可能仍将继续上演。因此19年一季度之前仍然建议择机把握正套的机会。

策略: 单边: 建议维持空头配置, 注意把握节奏。跨期: 跨期正套(买1902空1904), 如果春节后库存大量累积, 价差回归迹象, 正套组合止盈平仓。

风险点: 宏观波动。

风险点: 政策去产能预期增强, 下游消费明显好转。

相关研究:

供应恢复性增长, 锌下行压力不减
2019-01-02

山东锌下游调研概况

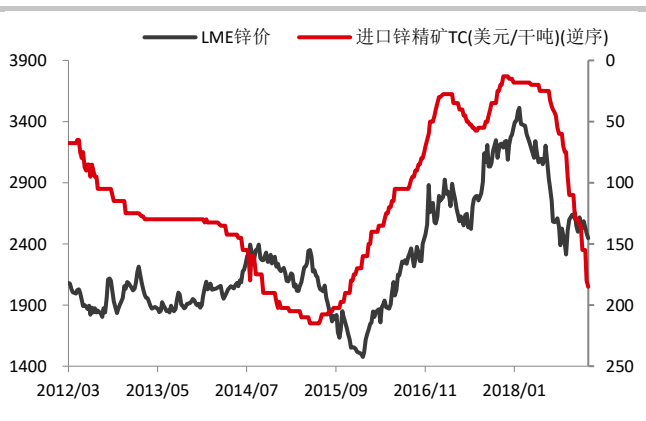
一、调研背景

近两年锌价往往反映的是远期矿市场供应变动情况，当锌价大幅远离矿山成本，精矿供给预期转变，锌价将重新定位。因此随着国内外矿山逐渐复产，锌矿加工费企稳回升，冶炼厂利润回暖，锌锭短缺现状有望扭转，锌价中期或仍易跌难涨。

但我们发现锌价下跌过程并不顺畅，下跌过程中总伴随着波段性反弹行情，尤其是近3个月锌价并没有跟着锌矿加工费TC的迅速上行而下跌，说明加工费虽然仍在上行，但短期它不是市场关注的核心变量。

由于环保问题和搬厂因素，冶炼厂仍处于产能不足状态冶炼厂增产幅度远不及预期，国内冶炼有至少50万吨的非利润性产能规模缩减，而这些产能在2019 Q1后或将陆续释放。由于锌锭产量缩减量大于市场预期，国内库存亦持续下滑至历史低位，因此市场的逻辑再度转移至当前的低库存以及未来库存变动情况。

图 1：进口锌精矿 TC vs 锌价 单位：美元/吨



数据来源：SMM Wind 华泰期货研究院

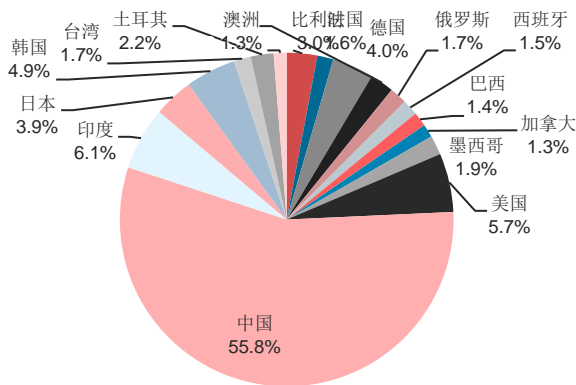
图 2：锌锭社会库存 单位：万吨



数据来源：我的有色 Wind 华泰期货研究院

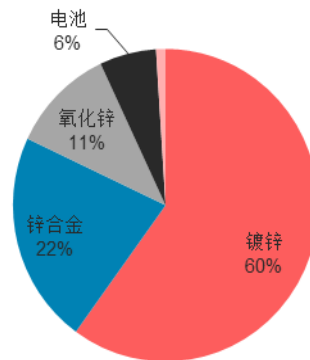
而决定库存的因素除了供给因素，需求是决定库存变动的另一个重要变量，因此需求端变量也是市场关注的焦点之一。中美贸易战以及结构性去杠杆在今年对中国宏观经济走弱隐忧或持续发酵，环保督查对于镀锌以及氧化锌的下游消费的压力也是去年锌价下跌的主导因素之一。考虑到环保对于锌消费将在明年持续发酵，以及2018年国家房地产行业调控政策的滞后效应，因而中国作为锌消费主力的增速有可能因此而继续受限。出于保守估计，我们将未来锌消费增速调低至1-2%。预计2019年中国全年精炼锌消费量为623万吨。

图 3：全球锌消费分布



数据来源：Wind ILZSG 华泰期货研究院

图 4：中国锌下游需求占比

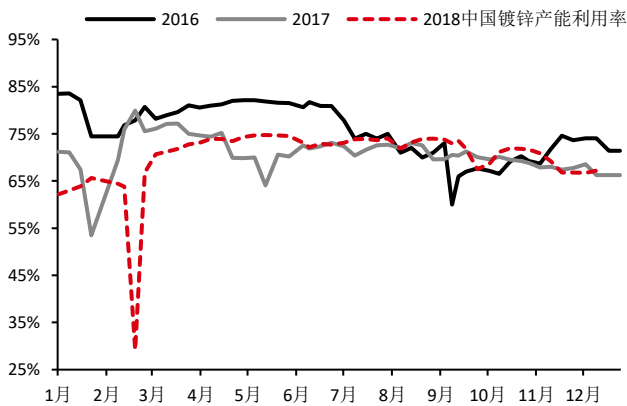


数据来源：安泰科 华泰期货研究院

目前大型镀锌企业环保基本上改造完成，环保“回头看”政策对下游影响相对较为有限，由于镀锌与基板价格同步上涨，但镀锌价格上行幅度小于成本端，18年10月份初开始镀锌行业亏损持续扩大，镀锌产能利用率维持5年均值水平，但终端需求的持续走弱导致钢厂以及镀锌社会库存在春节后出现累积。中美贸易战以及结构性去杠杆对中国宏观经济走弱隐忧或持续发酵，镀锌的下游消费仍有隐忧，预计未来镀锌库存仍将持续累积。

图 5：镀锌产能利用率

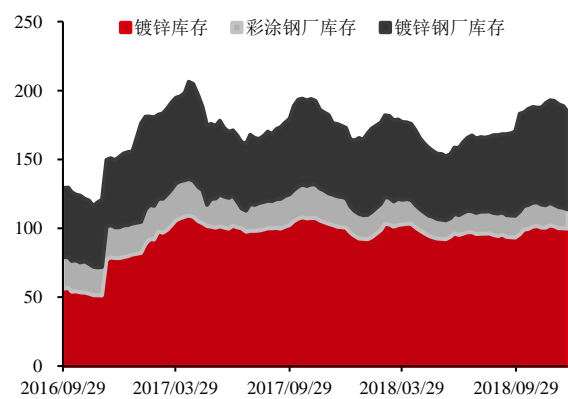
单位：%



数据来源：SMM Wind 华泰期货研究院

图 6：镀锌库存

单位：万吨



数据来源：我的有色 Wind 华泰期货研究院

山东作为镀锌及氧化锌生产大省，消费究竟如何，环境督查对下游需求产生着怎样的影响，因此我们本次对山东地区镀锌下游企业原料供给，企业开工率以及销售订单及环保等实际情况。

二、调研目的

环保“回头看”以及中美贸易摩擦加深对锌下游企业需求走弱隐忧仍存，今年下游企业开工率受到限制，消费不及预期，而低库存且存在冶炼瓶颈的市场背景下，市场焦点或重新聚焦于下游企业的实际生产情况以及订单情况。环保督查仍在持续发酵，锌下游企业开工率是否会因此产生较大影响也是本次调研重点想要了解的问题。

三、调研时间

2018年12月26日~27日

四、调研对象

山东省镀锌及氧化锌企业

调研企业具体情况

一、镀锌企业

1、镀锌企业 A

产能产量：年产200万吨冷轧板、70万吨退火板、160万吨镀锌板和130万吨彩涂板的生产规模。镀锌板设计产能160万，往年实际运行产能120~130万吨，今年预计在130-140万吨左右。生产线分别为2条酸洗，7条镀锌，7条彩涂。每条线控制在1周左右时间的常规原料库存。

产品结构：是国内拥有热电厂和天然气等能源项目配套建设的“三板一体化”生产厂家之一。主要做结构件，一部分做彩涂，彩涂70000吨/月，镀层厚度可达到6mm，镀层重量600g，而一般民企平均仅可以做到3.5-4mm。彩涂终端产品主要针对家电企业，产品销售地辐射全国大部分地区。

购销情况：每月采购量2000余吨，一般跟冶炼厂签长单，牌子以株冶，赤峰，云龙为主。常规库存每月1000吨左右，今年由于价格波动较剧烈，企业将库存降至每月500吨。销售主要走定制化模式，90%以上产品直接运往终端。比天津一吨多卖300-400元/吨。由于有自备电厂，考虑到资源充分利用（假期厂区供暖不停），春节4~5条生产线不放假。

贸易模式：出口占比20%，即每年出口量在20万吨，出口地区以俄罗斯、澳大利亚、加拿大、印度及东南亚地区为主，由于产品不出口至美国，因此中美贸易摩擦对该企业影响甚微。

成本构成：除了热板（原料占比80%~90%），剩下百分之70~80的成本在锌锭，除此之外还有电费，由于企业有自备电厂，因此相比网电有一定电价优势，电价在4毛多。

环保影响：建厂时已考虑到环保问题，有天然气，有电厂，设备齐全，因此环保督查对该厂生产成本和产量影响不大。全省按照天气情况，在重污染天气预警下将按照生产线关停。

2、镀锌企业 B

产能产量：目前建成并投入生产的有七条生产线，其中酸洗钢板生产线一条、冷轧钢板生产线二条、热镀铝锌硅钢板生产线一条、热镀锌钢板生产线一条、彩涂钢板生产线二条；3#冷轧钢板生产线目前正在建设当中。镀锌产能每月 1.3 万吨，自用彩涂 9000 吨，镀铝锌 1.5 万吨，自用 9000~1 万吨，今年 1 月新投了条镀铝锌，设计产能每个月 1 万吨。明年将上一条 1.3 万吨的轧硬产线，

产品结构：冷轧钢板、镀铝锌硅钢板、镀锌钢板、彩涂钢板、耐指纹钢板等。

购销情况：锌锭每月 250-260 吨的锌锭用量。下游以贸易商为主。企业今年订单大于需求，供不应求，目前的订单已经排到了明年 2 月。终端全部都是建材，地区主要分布在山东和河南。一般每月 100 多吨锌锭库存，成品库存彩涂留 4000 多吨库存，彩涂有固定销售规格。一般腊月 23 开始备库。

贸易模式：该企业出口量占比 50%，出口到各个国家及地区，包括韩国，泰国，印尼，马来，菲律宾，斯里兰卡，太平洋，智利，东欧等地。企业今年出口量翻番，出口利润约 100 元/吨。差一点的内贸订单利润也比出口订单多，2018 年内贸订单平均利润 200 元/吨，外贸订单平均利润 100 元/吨。内贸订单比其他民企品牌高 300-400 元/吨。

环保影响：环保检查弱化，今年最长停机 8 天。去年每周环保部来四五次。当地中频炉及地条钢都关了，而涂镀企业没有因为环保关闭，大多因为资金问题关闭。

二、氧化锌企业

1、氧化锌企业 A

产能产量：氧化锌设计产能 2 万吨，锌粉 3 万吨，每年氧化锌实际产能 1 万吨，比去年多 30%，锌粉产能比去年少 20%。总共有三条生产线，1 条锌粉，两条氧化锌。检修频率 3 个月左右，检修一次 3-5 天。关停付出代价很小。

产品结构：主要做氧化锌和锌粉。主要原料是锌渣和锌锭。0#锌锭主要用于生产高端产品，类似医药，化妆品，以及客户需求产品；锌渣或锌块作为原料产的氧化锌主要用于橡胶行业，陶瓷行业。原料端锌渣用量占比 60%，锌锭用量占比 40%。锌粉下游主要是医药行业。

购销情况：氧化锌企业报价基本上只认可上海有色网。以销定产，每月合理成品库存 300-400 吨。也会买进口锌锭，1#进口锌锭品质和国内 1#锌锭品质差不多，进口锌锭供货渠道很多。0#锌锭国内大企业质量更有保证，由于价格波动较大，今年没签长单。虽然社会库存极低，但企业从来没遇到买不到锌锭的时候。今年氧化锌销售情况糟糕，轮胎行业占氧化锌 55%的需求量，今年轮胎需求不好，资金压力大，好多大型轮胎企业倒闭。陶瓷行业占比存在变数。往年偶尔不停产，正常腊月 25 放假，初六上班，正常休息 10 来天。氧化锌的生产淡旺季。

贸易模式：主要以内贸为主。今年出口量下滑，出口量占比少于 1%。氧化锌出口到东南亚，南非，一般通过中间商出口。

成本构成：锌锭成本占比 90%，政府从俄罗斯等国大量采购天然气，今年不缺天然气。天然气 360 元/m²。

环保影响：氧化锌用天然气，低污染，环保影响不大。

2、氧化锌企业 B

产能&产量：氧化锌设计产能 2.5 万吨，实际产能每年 1.8 万吨，跟去年比略有上升，有三条生产线（2 条工业级氧化锌生产线，1 条在建食品级氧化锌生产线）。

产品构成：主营氧化锌、锌粉、硫酸锌、碳酸锌、硼酸锌。产品广泛用于橡胶、橡塑、陶瓷、搪瓷、电子、染料、油漆、制药、磁性材料、饲料、玻璃等行业。

购销情况：一般采购“秦锌”或者“红烨”品牌作为原料。主要跟贸易商采购，不与冶炼厂签长单。氧化锌淡季一般是春节，春节放假按照国家统一时间，初八开始点炉出货，7 月份也淡一点。一般是春节备一周库存，今年氧化锌销量还不错，下游轮胎行业为主，大多销往华东。考虑到成本及便捷性，大部分采用汽运，一般不铁运。80%款到发货，20%固定长期合作客户货到付款。

环保影响：氧化锌用天然气，低污染，环保影响不大。

调研总结

一、镀锌企业

- 1、今年镀锌企业订单跟往年比不差，并不像我们此前想象中那么悲观，大厂订单甚至往年水平。
- 2、厂家认为由于今年热卷价格较高，整个生产成本提升，钢厂热板利润较高，镀锌板成品利润收到挤压，在部分国企的挤压下，镀锌企业利润有所收缩，但产品的销售问题不大，订单尚可，甚至好于往年同期。
- 3、今年环保检查弱化，环保部检查没有去年频繁。当地中频炉及地条钢都关了，而涂镀企业没有因为环保关闭，大多因为资金问题关闭。我们调研的企业在建厂时已考虑到环保问题，有天然气，有电厂，设备齐全，因此环保督查对该厂生产成本和产量影响不大。
- 4、内贸订单平均利润比外贸订单利润高，企业更倾向挖掘国内市场需求。镀锌有品牌效应，大厂的内贸订单利润比小的民企品牌高出较多。
- 5、出口地区以俄罗斯、澳大利亚、加拿大、印度及东南亚地区为主，由于产品不出口至美国，因此中美贸易摩擦对企业影响甚微。

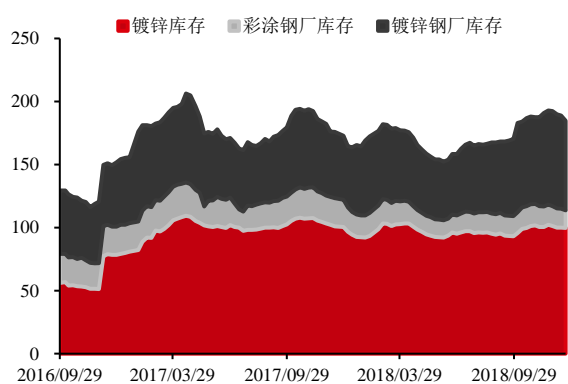
二、氧化锌方面

- 1、行业市场化竞争激烈，因此整体利润相对平均和稳定，利润受锌价波动影响不大，氧化锌价格和利润主要取决于市场供需。
- 2、今年氧化锌销量还不错，下游轮胎行业为主，轮胎需求在其需求结构中占比55%以上。
- 3、天然气已全面取代传统煤炭生产氧化锌，另外今年政府从俄罗斯等国大量采购天然气，今年不缺天然气。因此环保督查对氧化锌企业生产及成本端影响不大。

根据我们调研情况来看，18年3月以来锌锭库存下滑不单是因为供应瓶颈导致供应量不及预期，实质上需求端，镀锌以及氧化锌市场需求并非市场想象的悲观。此外近期成本端价格下移，镀锌亏损收窄，镀锌产能利用率回升至5年均值水平，叠加镀锌企业或有节前备库动作，短期锌锭库存或将继续下滑。我们

预计 18 年底甚至到 2019 年一季度库存仍然难以累积起来，逼仓行情仍可能仍将继续上演。因此 19 年一季度之前仍然建议择机把握正套的机会。

图 7: 国内镀锌库存 单位: 万吨



数据来源: 我的有色 华泰期货研究院

图 8: 国内镀锌加工费利润 单位: 元/吨



数据来源: SMM 华泰期货研究院

● 免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使华泰期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使华泰期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属华泰期货有限公司。未经华泰期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰期货有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而华泰期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被华泰期货有限公司认为可靠，但华泰期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而华泰期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。华泰期货有限公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表华泰期货有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

华泰期货有限公司2019版权所有。保留一切权利。

● 公司总部

地址：广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20，29层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com