

2024 年 3 月 4 日



需求渐回暖

铅价重心上抬

核心观点及策略

- 宏观面看，美国通胀回落受阻且经济保有韧性，市场进一步下调美联储年内首次降息节点，美元偏强压制金属走势，国内政策定调积极，市场等待更多刺激政策。
- 基本面来看，北方矿山尚未完全恢复且铅矿进口窗口关闭，国内铅矿延续偏紧，加工费维持低位。废旧电瓶延续供不应求，叠加国内极端天气影响运输，价格止跌企稳，后期易涨难跌。原生铅及再生铅检修企业逐步复产，而利润不佳影响再生铅复产节奏，供应缓慢恢复。
- 需求端来看，LME 库存攀升至近八年高位，凸显海外需求仍弱。国内下游铅蓄电池企业恢复偏慢，且优先消化厂库，关注后期开学季带动的需求回暖情况，终端消费喜忧参半，汽车及电动车高保有量托底，储能需求提供边际支撑。
- 总的来看，宏观较稳健，未有新增风险点。内外库存均处较高水平，对铅价形成压力。不过铅矿及废旧电瓶供应紧张格局难扭转，成本端支撑仍能托底铅价。后期伴随着消费改善，有望转去库，铅价重心或上抬，预计沪铅主要运行区间在 15800-16500 元/吨。
- 策略建：逢低做多
- 风险因素：海外挤仓，国内供应扰动超预期

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84 号

李婷

☎ 021-68556855

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

☎ 021-68556855

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

☎ 021-68556855

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

☎ 021-68556855

✉ wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号：F3084165

投资咨询号：Z0016301

目录

一、铅市行情回顾.....	4
二、铅基本面分析	4
2.1 铅矿供应情况	4
2.1.1 全球铅矿供应温和增长，原料维持紧张格局	4
2.1.2 内外铅矿加工费弱稳，仍需进口货源补充.....	5
2.2 精炼铅供应情况	6
2.2.1 海外炼厂复产，供应边际改善.....	6
2.2.2 春节长假影响，原生铅产量延续环比回落.....	7
2.2.3 废旧电瓶价格企稳，再生铅产量环比减少.....	8
2.3 精炼铅需求情况.....	9
2.3.1 全球精炼铅需求情况.....	9
2.3.2 铅蓄电池开工率季节性回落，后期关注开学季消费提振.....	10
2.3.2.1 精炼铅及铅蓄电池出口环比均增加	10
2.3.2.2 终端消费有韧性	11
2.4 内外库存同步增加.....	13
三、总结与后市展望	13

图表目录

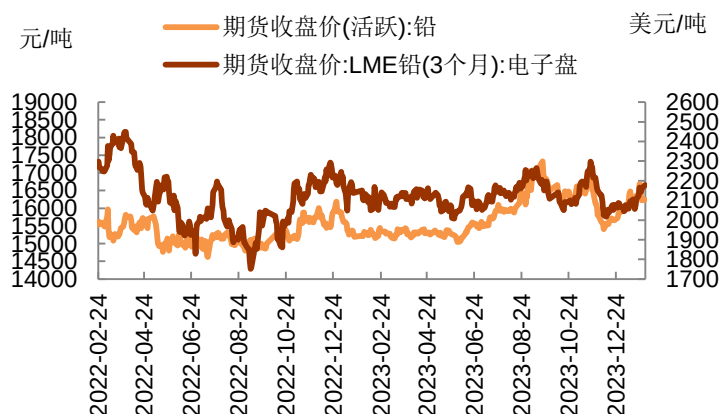
图表 1 沪铅主连及 LME 三月期铅走势	4
图表 2 全球铅矿月度产量情况.....	5
图表 3 国内铅矿产量情况.....	5
图表 4 内外铅矿加工费情况.....	5
图表 5 铅矿进口盈亏情况.....	5
图表 6 铅矿进口情况.....	6
图表 7 银精矿进口情况.....	6
图表 8 全球精炼铅月度产量.....	6
图表 9 2024 年海外炼厂产量变化情况（万吨）	7
图表 10 原生铅产量情况.....	7
图表 11 原生铅炼厂开工率	7
图表 12 2024 年国内原生铅新扩建产能（万吨）	8
图表 13 再生铅产量情况.....	8
图表 14 再生铅企业开工率.....	8
图表 15 废电池价格企稳回升	9
图表 16 再生铅企业利润情况.....	9
图表 17 全球精炼铅月度需求情况.....	9
图表 18 全球精炼铅月度供需缺口情况.....	9
图表 19 美国汽车销量情况.....	10
图表 20 欧元区汽车销量情况.....	10
图表 21 铅蓄电池周度开工率情况.....	11
图表 22 铅蓄电池出口情况.....	11
图表 23 精炼铅出口情况.....	11
图表 24 精炼铅出口盈亏情况.....	11
图表 25 铅酸蓄电池终端消费占比.....	12
图表 26 汽车产量情况.....	12
图表 27 汽车保有量.....	12
图表 28 电动自行车保有量.....	12
图表 29 电动车产量情况.....	13
图表 30 5G 基站建设情况.....	13
图表 31 LME 铅再度走高	13
图表 32 社会库存累库兑现.....	13

一、铅市行情回顾

2月沪铅主力呈现探底回升的走势，月上旬，宏观面海外降息预期进一步下调，美元偏强运行，拖累商品市场走势。同时，国内临近春节长假，产业链上下游陆续放假，市场交投转淡且节前偏谨慎，资金避险离场，铅价震荡偏弱。春节长假期间，海外库存大增，节后国内累库兑现，内外库存同步回升令铅价大幅下挫，跌至15800元/吨附近。随着海外库存涨势放缓，及国内成本支撑显现，铅价止跌窄幅震荡修整，截止至2月29日，期价收至15970元/吨，月度跌幅达2.02%。

伦铅呈现V型走势，上半月受美元上涨及库存增加打压，伦铅延续震荡下跌，月中短暂跌破2000美元/吨一线，随后美元涨势放缓及库存高位回落，技术面支撑也有所显现，伦铅低位反弹，截止至月底，期价反弹至2065美元/吨，月度跌幅达4.49%。

图表 1 沪铅主连及 LME 三月期铅走势



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

二、铅基本面分析

2.1 铅矿供应情况

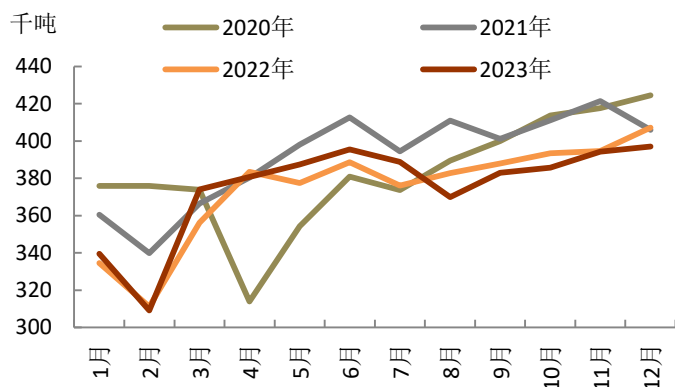
2.1.1 全球铅矿供应温和增长，原料维持紧张格局

ILZSG数据显示，2023年全年全球铅矿产量449.9万吨，较2022年增加5.1万吨。

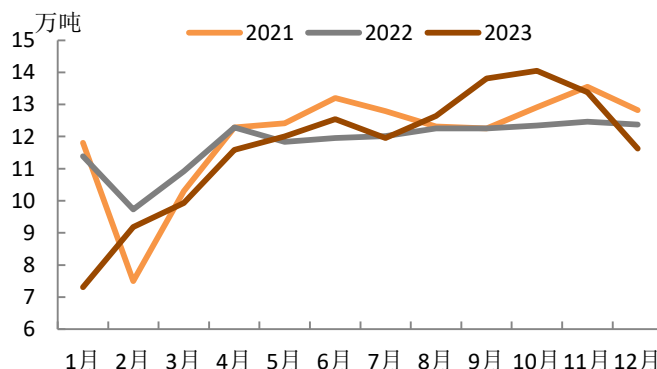
对于2024年，预计海外铅矿供应增量在13万吨左右，较前期预估量略有下调，主要源于俄罗斯Ozernoye矿产出的延期。近期消息显示，俄罗斯Ozernoye锌矿的所有者2月5日称，该矿已将锌精矿投产时间至少推迟至今年第三季度，并计划在2025年实现该锌矿产能的满负荷运行，该矿铅矿年产量在8万吨左右。后期看，仍需关注今年海外主要新增项目如澳大利亚Bowdens Silver和Polymetals、波斯尼亚Vares银矿、墨西哥Peñasquito等的进展。

国内来看，SMM数据显示，2023年全年铅矿产量累计140.01万吨，累计同比在呢个价8.2%，国内供应稳步恢复。对于2024年，预计铅矿增量在2-4万吨，主要由新疆火烧云项目、贵州猪拱塘铅锌矿及江西银珠山项目贡献。

图表 2 全球铅矿月度产量情况



图表 3 国内铅矿产量情况



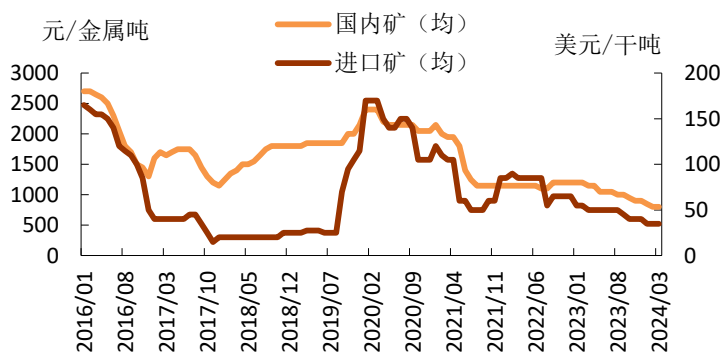
数据来源：ILZSG，iFinD，铜冠金源期货

2.1.2 内外铅矿加工费弱稳，仍需进口货源补充

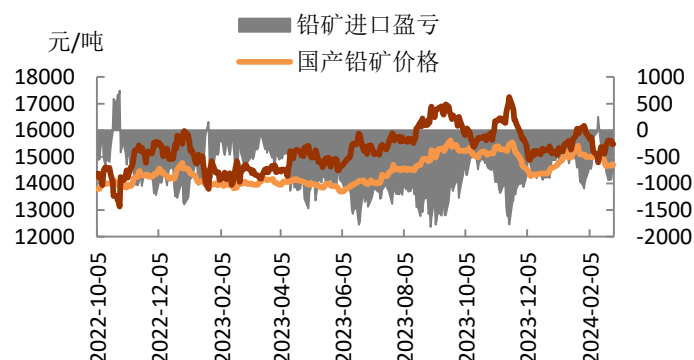
当前国内北方矿山尚未恢复生产，部分矿山要到3-4月份才恢复生产，同时铅矿进口窗口维持关闭，铅矿供应延续偏紧逻辑，3月内外铅矿加工费环比均维稳，维持在同期低位，分别报700-900元/金属吨和30-40美元/干吨。在全球铅矿供需缺口未改的背景下，内外加工费难改低位格局。

受国内铅矿恢复速度远不及炼厂需求速度，除了铅矿长单外，仍需进口散单补充原料。海关数据显示，2023年12月铅矿进口8.81万吨，环比减8.61%，同比增9.76%。全年进口118.61万吨，同比增15.12%。当前沪伦比值及汇率仍不利于铅矿进口，炼厂对零单进口兴趣寥寥，多为长单进口货源。2023年12月银精矿进口14.08万吨，同比增加21.8%，环比增加21.6%。全年银精矿累计进口量159.31万吨，累计同比增加11.27%。

图表 4 内外铅矿加工费情况

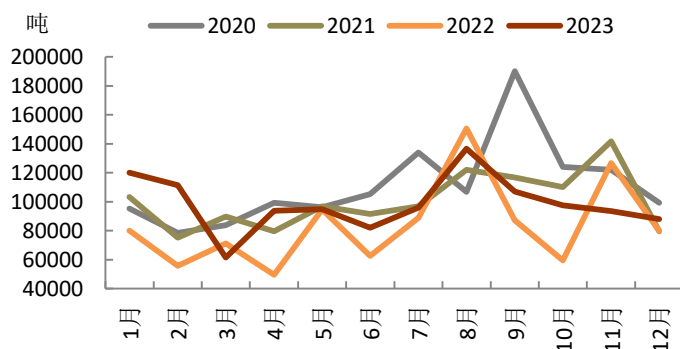


图表 5 铅矿进口盈亏情况

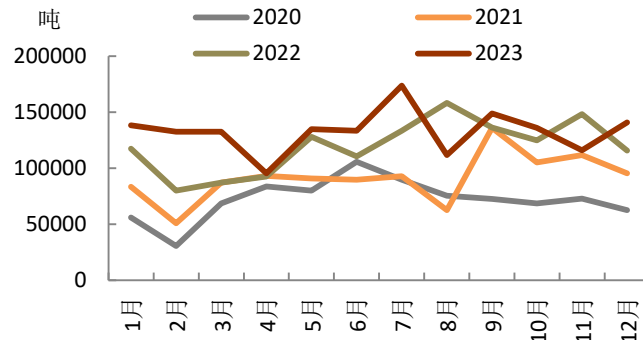


数据来源：iFinD，SMM，铜冠金源期货

图表 6 铅矿进口情况



图表 7 银精矿进口情况



数据来源：iFinD，SMM，铜冠金源期货

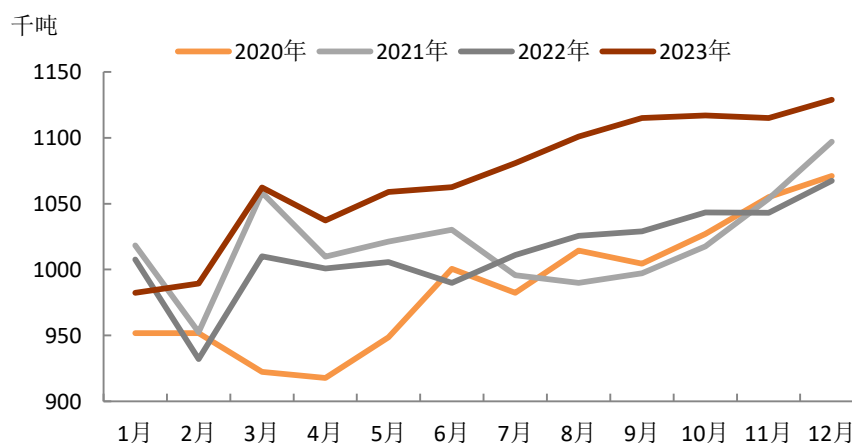
2.2 精炼铅供应情况

2.2.1 海外炼厂复产，供应边际改善

ILZSG数据显示，2023年全年全球精炼铅产量1285.3万吨，较2022年增加34.7万吨。其中海外恢复性增长为主，产量累计同比增加3.95%，增量来源于德国Stolberg炼厂的重启，台湾和阿联酋产量回升，抵消了韩国、英国及意大利产量的疲态。中国产量累计同比增加1.87%，源于原生铅及再生铅产量的不断释放。

对于2024年，海外主要关注Ecobat位于意大利的两个再生铅炼厂的重启情况，保加利亚的Plovdiv产量的恢复及Stolberg炼厂产量持续释放情况，预计海外精炼铅产量预计维持小幅增加。

图表 8 全球精炼铅月度产量



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 9 2024 年海外炼厂产量变化情况（万吨）

冶炼厂	企业	厂址	产量变化	备注
Stolberg	Nyrstar	德国	3	2023 年 4 月达产
Trail Operations	Teck	加拿大	-1	锅炉检修更换
Pademo 和 Marcianise	Ecobat	意大利	4	两家再生铅 2022 年 10 月关闭，闲置至 2023Q2，目前已逐步开始废旧电池回收处置

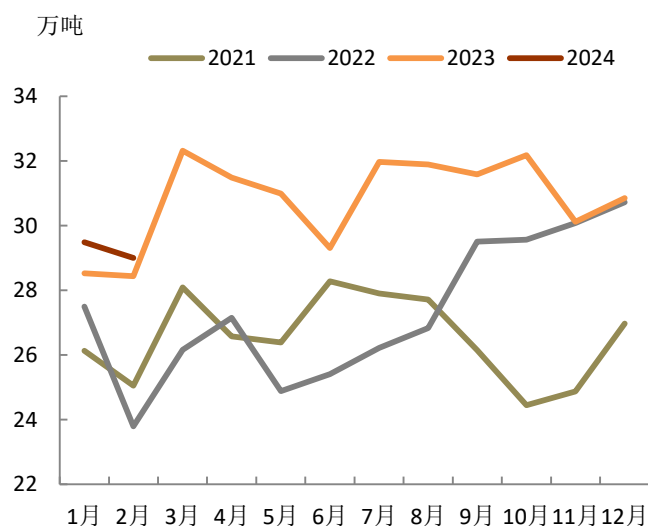
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

2.2.2 春节长假影响，原生铅产量延续环比回落

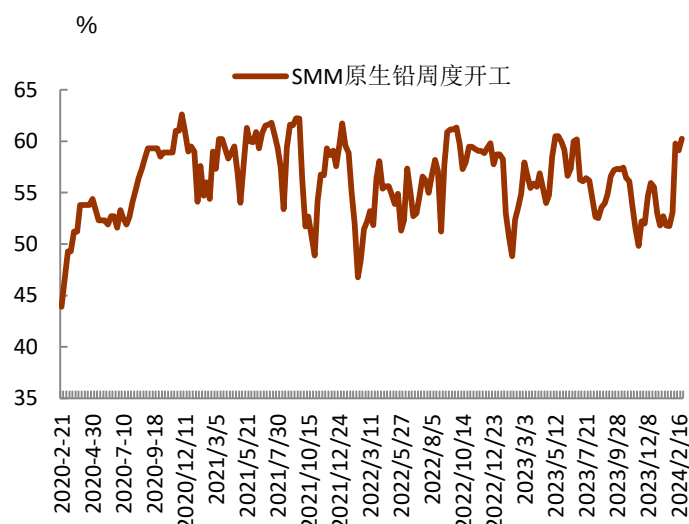
SMM：1月原生铅产量为29.49万吨，环比下滑4.41%，同比上升3.36%。1月原生铅冶炼企业检修较为集中，且多为中大型企业，当月产量如期下降。其中，河南、云南、江西和广东等地区铅冶炼企业均有检修，较多企业的检修是分布在1月上旬到中旬的时段，故1月上旬铅锭供应尤为紧张。期间，即使部分河南、云南和湖南地区冶炼企业在检修结束后恢复产量贡献，对当月产量的弥补空间亦是有限，环比降幅超万吨。

对于2月，小部分电解铅冶炼企业计划于春节期间放假，顺势进行设备检修，原生铅产量将延续降势。而大多数的冶炼企业春节期间照常生产，故预计产量环比降幅不大，预计2月产量降至29万吨。

图表 10 原生铅产量情况



图表 11 原生铅炼厂开工率



数据来源：iFinD，SMM，铜冠金源期货

图表 12 2024 年国内原生铅新建产能（万吨）

企业名称	产能	投产时间	备注
河南灵宝新凌铅业有限公司	10	2024 年	2023 年 10 月搬迁后升级到 20 万吨，2024 年正式运行
个旧创源-云南源正再生资源回收有限公司	6	2024 年	2023 年四季度投产，2024 年放量
西部矿业-青海西豫有色金属有限公司	10	2024 年 8 月	计划 2024 年 7 月开始单机试车，联动试车，8 月 1 日正式投料试生产
河南金利-济源市聚鑫资源综合利用有限公司	10	2024 年 11 月	项目在建中
	36		

数据来源：iFinD，SMM，铜冠金源期货

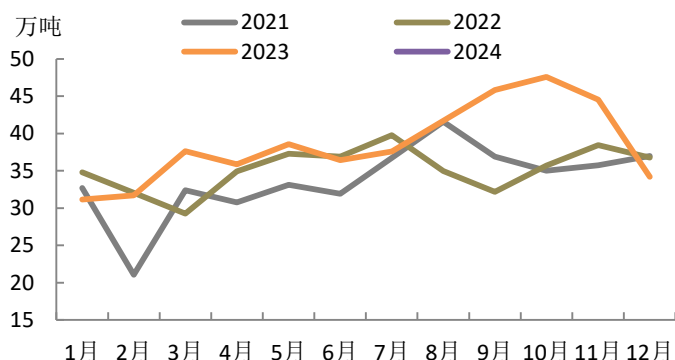
2.2.3 废旧电瓶价格企稳，再生铅产量环比减少

2 月原料废旧电瓶价格高位小幅回落，截止至 2 月 29 日，废电瓶均价报收 9775 元/吨，较月初下跌 125 元/吨。进入 2 月，部分电瓶回收商春节放假，节前低价甩货去库存，价格由 1 月底万元/吨上方回落。春节后，再生铅炼厂逐步复工，对原料需求增加，但市场货源相对有限，且北方地区仍有雨雪天气影响运输，各地到货并不太理想，废电瓶价格逐步企稳。后期来看，随着运输影响减弱，废旧电瓶到货有望增加，不过炼厂原料需求亦同步回升，废旧电瓶仍然易涨难跌。

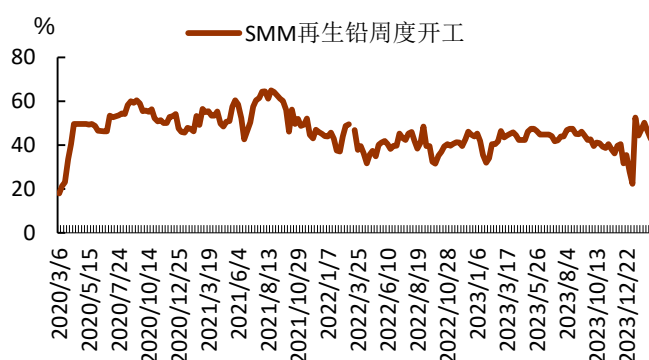
SMM：1 月再生铅产量 31.91 万吨，环比下降 6.7%，同比增加 2.41%。1 月初部分地区再生铅炼厂依然受环保问题影响，安徽地区个别再生铅炼厂减量明显。中下旬，受再生铅炼厂节前原料备货及下游节前备货逐步进入尾声的影响，再生铅企业面临成本高企、成品价低的行情，炼厂亏损走扩，1 月下旬再度出现企业大面积停产放假或检修现象。不过因 12 月已有超 9 万吨的减量，故相对而言 1 月产量下滑有限。

对于 2 月，春节长假期间，部分停产企业选择 2 月底烘炉，3 月初正式出产量；同时，自然月天数减少，预计再生铅产量延续环比下滑。

图表 13 再生铅产量情况



图表 14 再生铅企业开工率

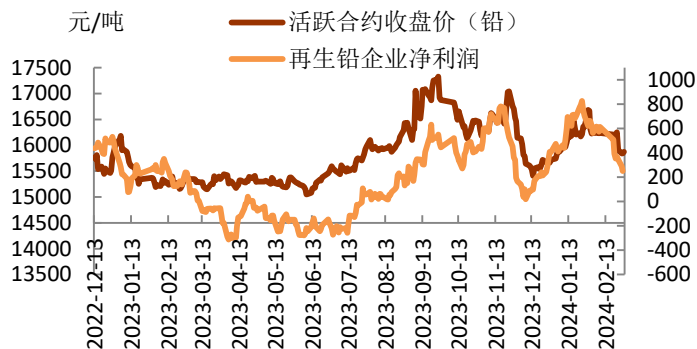


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 15 废电池价格企稳回升



图表 16 再生铅企业利润情况



数据来源: SMM, iFinD, 铜冠金源期货

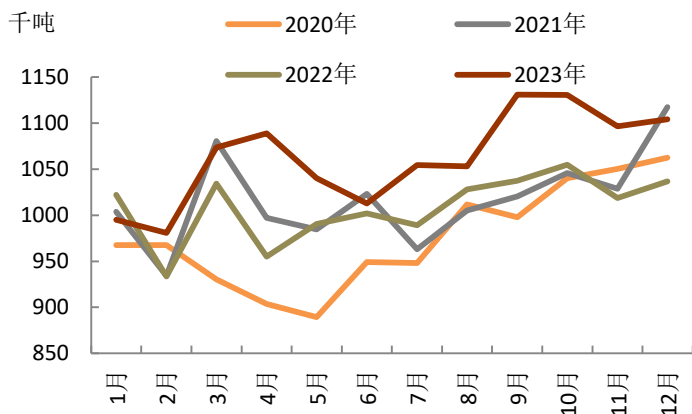
2.3 精炼铅需求情况

2.3.1 全球精炼铅需求情况

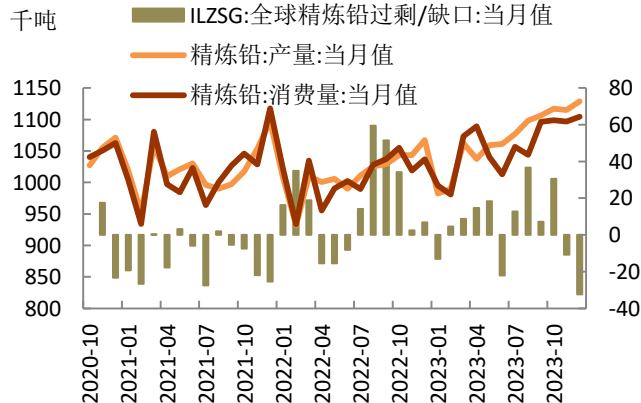
ILZSG 数据显示, 2023 年全年全球精炼铅产量 1276.1 万吨, 较 2022 年增加 12.1 万吨。2023 年全年全球铅市场供应过剩 92,000 吨, 2022 年则为供应短缺 134,000 吨。

海外铅消费直接挂钩汽车产业, 美国方面, 随着 2023 年年底汽车工人罢工影响解除后, 12 月汽车产销出现同比环比大幅提升, 但随着消费集中释放后, 2024 年年初汽车产销量环比回落幅度较大。欧洲方面, 2024 年初汽车销量同比均有 14-15% 的表现, 但呈现环比下滑的态势, 显示当前欧元区经济疲软及利率较高, 及部分国家取消汽车补贴后, 汽车购买需求回落, 消费并不算强劲。欧美汽车表现疲软, 导致铅蓄电池需求有所下滑。

图表 17 全球精炼铅月度需求情况

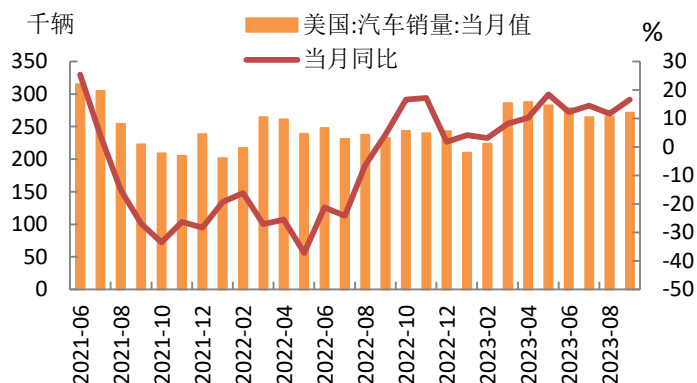


图表 18 全球精炼铅月度供需缺口情况

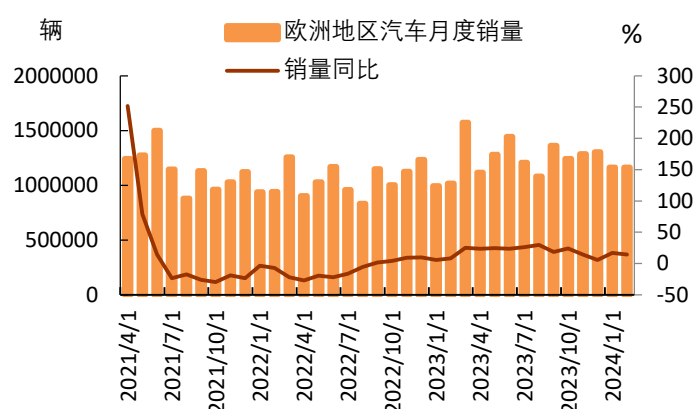


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 19 美国汽车销量情况



图表 20 欧元区汽车销量情况



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

2.3.2 铅蓄电池开工率季节性回落，后期关注开学季消费提振

从国内铅消费结构来看，铅市初级消费主要集中在铅酸蓄电池行业，占到了铅总需求量75%-80%。

2月恰逢国内春节小长假，多数铅蓄电池企业放假，2月2日至6日放假较集中，2月15日至19日集中复产，多数企业放假10天以上，时长增加2天；部分大型企业超预期放假，较2023年增加5天，中小型企业同比变化不大。从铅蓄电池企业开工率情况看，比较符合季节性回落规律，元宵节后企业复产增多，截止至2月23日企业开工率回升至49.7%。后期看，主要关注各地开学季对需求增量的提振作用。

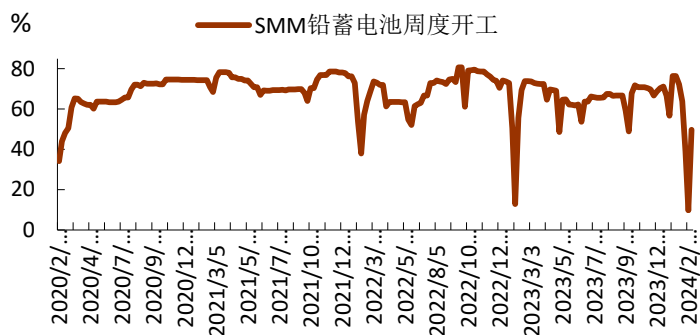
2.3.2.1 精炼铅及铅蓄电池出口环比均增加

2023年无论是精炼铅还是铅蓄电池出口，都表现不错，大幅缓解了国内过剩的压力。

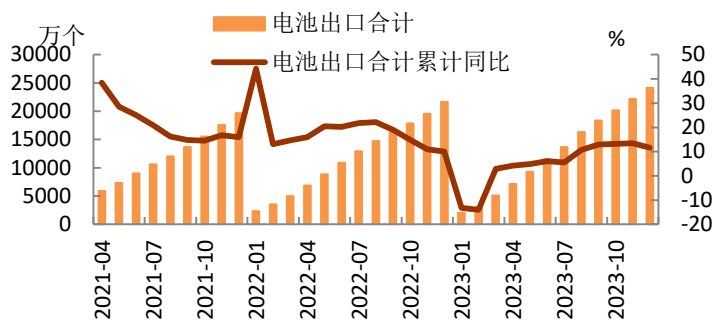
从2021年8月精炼铅出口窗口开启以来，精炼铅出口量明显增加。海关数据显示，2023年12月精炼铅出口15411.44吨，环比增6.36%。全年累计出口量18.83万吨，较2022年出口增加9.14万吨，增幅达61.63%。2023年沪伦比价及人民币汇率走势多利于精炼铅出口，叠加海外汽车板块消费恢复，国内精炼铅出口量创近年新高，有效化解国内过剩的压力。后期看，1月底至2月初，沪伦比价快速上修，铅锭出口窗口短暂开启，预计后期出口量将有所显现。

铅蓄电池出口情况看，2023年12月铅酸蓄电池出口量2000.9万只，同比减少4.8%，环比增加2.4%。12月处于海外圣诞、元旦节假期间，海外需求增加，同时国内年初春节假期，海外企业按惯例提前备货，也是12月铅蓄电池出口环比增加的一方面原因。从出口国看，印度、印尼及马来西亚为主要出口国。全年累计出口量2415.43万只，累计同比增加11.7%。

图表 21 铅蓄电池周度开工率情况

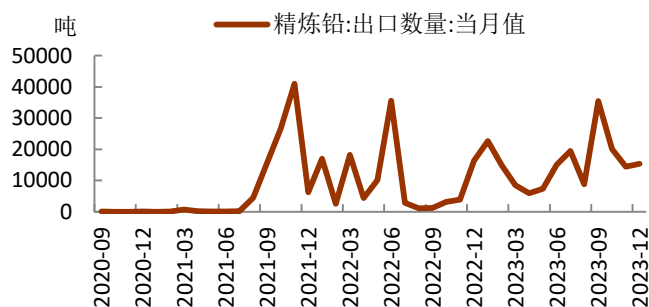


图表 22 铅蓄电池出口情况

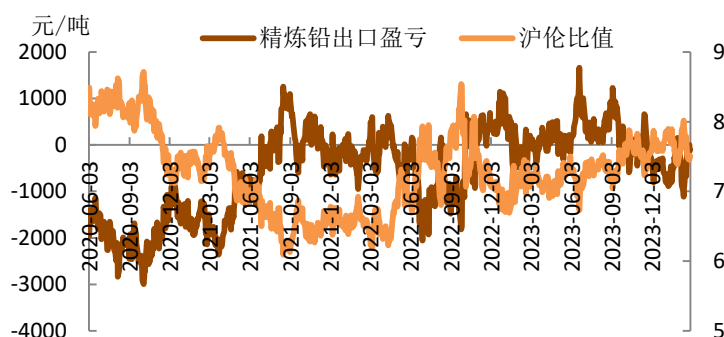


数据来源：iFinD，SMM，铜冠金源期货

图表 23 精炼铅出口情况



图表 24 精炼铅出口盈亏情况



数据来源：iFinD，SMM，铜冠金源期货

2.3.2.2 终端消费有韧性

从终端需求来看，铅蓄电池细分市场占比结构中：汽车起动（起动电池）占比达 44%、电动车动力（动力电池）占比 27%、通信领域占比 9%、电力（风力、太阳能发电）占比 7%。汽车及电动自称车电池需求仍占据半壁江山。

汽车板块看，中汽协数据显示，2024 年 1 月乘用车产销分别完成 208.3 万辆和 211.5 万辆，环比分别下降 23.2%和 24.2%，同比分别增长 49.1%和 44%。1 月，商用车产销分别完成 32.7 万辆和 32.4 万辆，环比分别下降 10.7%和 11.1%，同比分别增长 66.2%和 79.6%。乘用车及商用车同比均大幅增加得益于，节前购车需求释放及同期低基数等因素共同作用。中长期看，受汽车板块刺激政策延续的支撑，汽车产销保持向好态势，利多整车电池的需求，有望跟随保持正增速。

此外，近年汽车保有量呈现同比正增长，据公安部最新统计，2023 年全国机动车保有量达 4.35 亿辆，其中汽车 3.36 亿辆，新能源汽车保有量达 2041 万辆。一般汽车起动型电池使用寿命约 2.8 年，受汽车高保有量托底，电池维护替换市场的需求也呈现逐年增加态势。

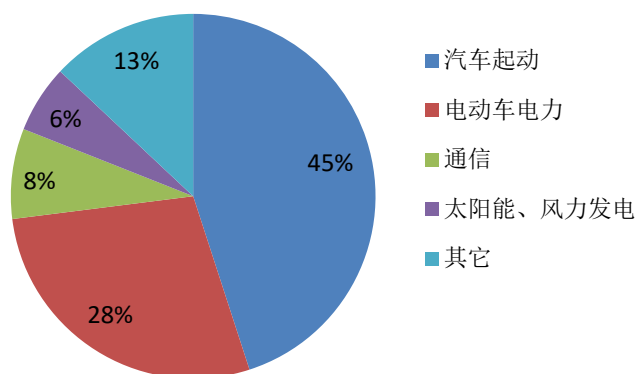
电动车板块看，随着 2023 年疫情放开，电动车行业呈现强劲的动力。具不完全统计，2023 年电动车销量 7500 万辆顺利收官，其中电动两轮车 5600 万辆左右，电动三轮车 1400 万辆左

右，低速四轮 250 万台左右。电动自行车销量同比略有下滑，二季度拖累较明显；电动三轮车销量有所增长，受益于休闲三轮车需求的持续增长；低速四轮车销量再度下滑，受当前政策及管理方面的制约。据中国自行车协会行业统计显示，2022 年电动自行车社会保有量已经达到 3.5 亿辆，而电动自行车动力电池使用寿命在 1.5-3 年，电池更换需求呈现逐年增加态势。

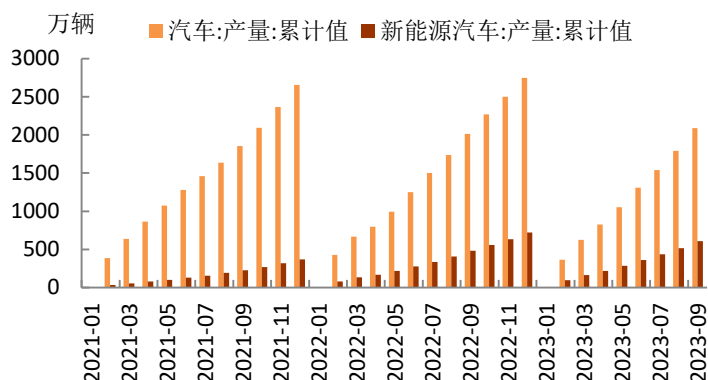
通信板块看，蓄电池是保障通信设备不间断供电的核心设备。随着 5G 网络建设的不断发展，稳步带动铅酸蓄电池需求的增加。

整体来看，铅传统需求保持相对稳定，其中汽车及电动车电池更换需求托底铅蓄电池消费，整车配套电池的需求保持正增长，且 5G 基地的快速建设，将继续为铅蓄电池需求带来一定增量。不过，2023 年锂价大幅回落，铅蓄电池性价比优势回落，锂电替代增加预期下将不利于铅消费。

图表 25 铅酸蓄电池终端消费占比

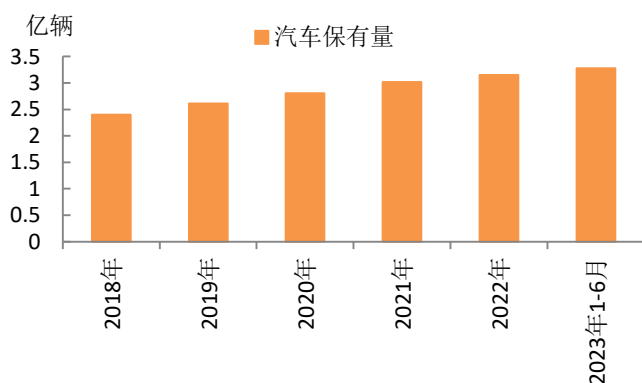


图表 26 汽车产量情况

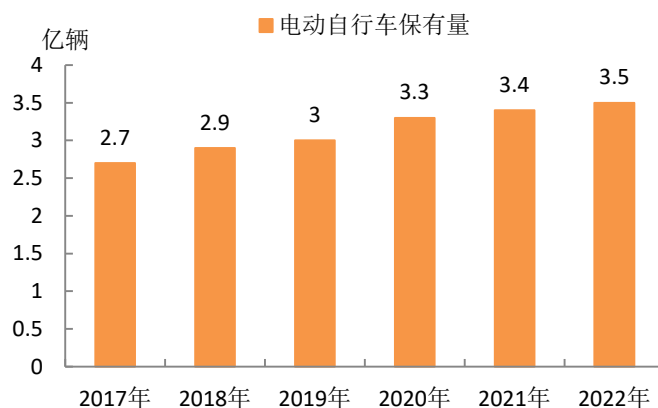


数据来源：iFinD，SMM，铜冠金源期货

图表 27 汽车保有量

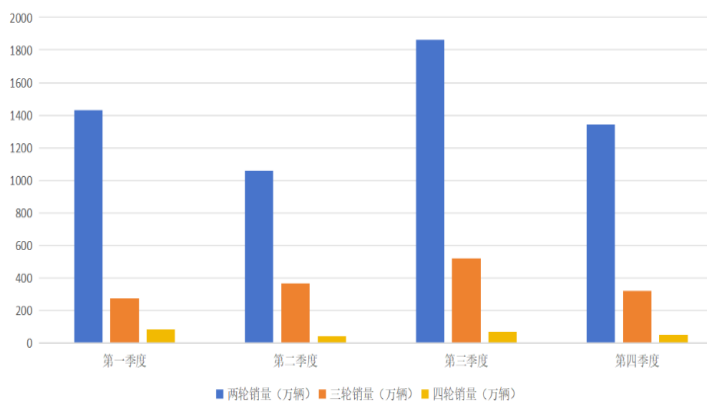


图表 28 电动自行车保有量

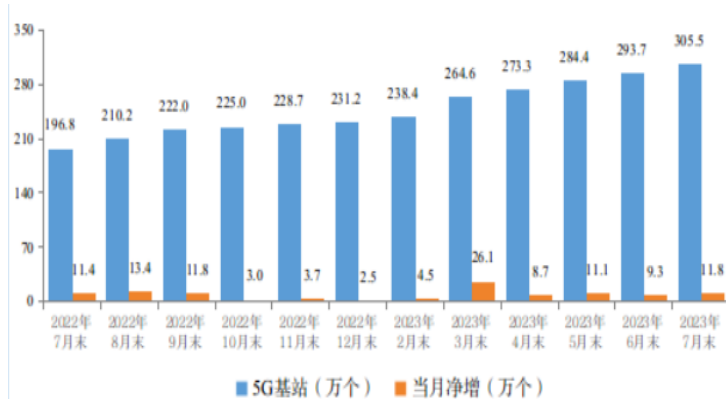


数据来源：iFinD，公安部，自行车协会，铜冠金源期货

图表 29 电动车产量情况



图表 30 5G 基站建设情况



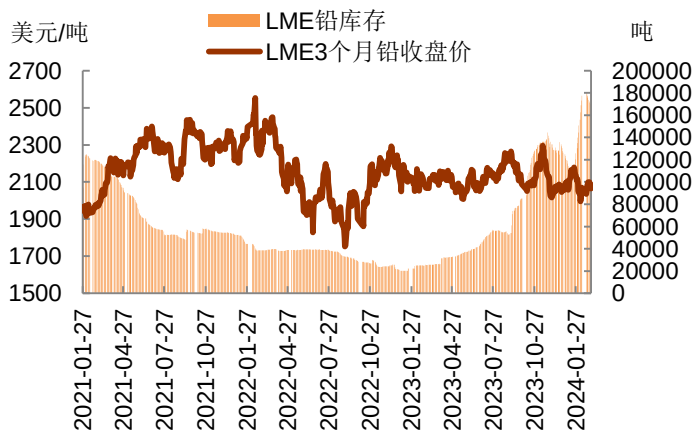
数据来源：iFinD，智研咨询，伊维经济研究院，铜冠金源期货

2.4 内外库存同步增加

2 月 LME 库存延续了 1 月底以来增加的态势，截止至 2 月 29 日，库存达 181225 吨，月度增加 41550 吨，绝对量级已处于 2017 年年初以来的高位。LME0-3 现货转为小幅贴水，凸显海外需求较弱。

2 月国内季节性累库兑现，节后随着物流恢复及天气影响逐步解除，炼厂货源转移至仓库的货源增多，而下游仍消化节前备货为主，尚未开启全面补库，截止至月底库存累增至 5.96 万吨，春节前后六周累库量 1.61 万吨，处于近年高位，压制铅价。

图表 31 LME 铅再度走高



图表 32 社会库存累库兑现



数据来源：iFinD，SMM，铜冠金源期货

三、总结与后市展望

宏观面看，美国通胀回落受阻且经济保有韧性，市场进一步下调美联储年内首次降息节点，美元偏强压制金属走势，国内政策定调积极，市场等待更多刺激政策。

基本面来看，北方矿山尚未完全恢复且铅矿进口窗口关闭，国内铅矿延续偏紧，加工费

维持低位。废旧电瓶延续供不应求，叠加国内极端天气影响运输，价格止跌企稳，后期易涨难跌。原生铅及再生铅检修企业逐步复产，而利润不佳影响再生铅复产节奏，供应缓慢恢复。

需求端来看，LME 库存攀升至近八年高位，凸显海外需求仍弱。国内下游铅蓄电池企业恢复偏慢，且优先消化厂库，关注后期开学季带动的需求回暖情况，终端消费喜忧参半，汽车及电动车高保有量托底，储能需求提供边际支撑。

总的来看，宏观较稳健，未有新增风险点。内外库存均处较高水平，对铅价形成压力。不过铅矿及废旧电瓶供应紧张格局难扭转，成本端支撑仍能托底铅价。后期伴随着消费改善，有望转去库，铅价重心或上抬，预计沪铅主要运行区间在 15800-16500 元/吨。

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号

电话：021-68559999（总机）

传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、307 室

电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方广场 2104A、2105 室

电话：0755-82874655

江苏分公司

地址：江苏省南京市江北新区华创路 68 号景枫乐创中心 B2 栋 1302 室

电话：025-57910813

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财富广场 A906 室

电话：0562-5819717

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号伟星时代金融中心 1002 室

电话：0553-5111762

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来公寓 1201 室

电话：0371-65613449

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号期货大厦 2506B

电话：0411-84803386

杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区九堡街道九源路 9 号 1 幢 12 楼 1205 室

电话：0571-89700168



免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。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。

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。