

2019 年 2 月 15 日

星期五



宏观存变数&节后库存积压

锌价或高位回落后震荡

联系人：黄蕾、刘亚威

电子邮箱：huang.lei@jyqh.com.cn

电话：021-68555105

要点

●美国制造业及就业数据均表现向好，但美联储1月会议纪要释放了鸽派信号，预计2019年美联储可能只会加息1次或者0次。欧元区经济数据出人意外疲软，政治不确定性、贸易争端以及趋弱的汽车需求均对欧洲经济施压。国内经济稳中有降，国际形势不确定性依旧。重点关注2月中旬这次的高级别会谈，其结果可能给商品市场带来的影响。

●锌基本面来看，节后锌锭库存增加明显，而下游消费恢复较晚，现货升水回落，对锌价支撑力度降低，同时，保税区库存也有小幅回升，也是对国内市场构成隐形冲击点，关注锌锭进出口窗口变化。因节前锌价涨幅较大，节后未有更多利好支撑，多头获利离场，空头入场。不过，锌锭市场供给缺口仍存，锌锭冶炼产能释放或继续推迟，这将限制锌价回落空间。整体来看，2月锌价或呈现回落后震荡走势，随着元宵节后下游逐渐复工，预计锌价走势将有所修正，运行区间预计在22200-21000。

●18年矿端供应整体表现回落，新增产量将在19年逐步体现。全球铅市供需缺口同比表现收窄，伴随矿端供应的恢复，以及在全球消费增长乏力的背景下，预计铅市缺口有望由负转正。国内供应端来看，由于二次物料消耗的提升，矛盾主要聚焦于精铅的供应，2月部分原生铅炼厂逐步开始有检修计划，开工或将受到一定影响，再生铅方面，因冶炼利润偏低，春节过后中小型炼厂整体复产较为缓慢，原再价差短期有所倒挂，但消费来看，目前市场交投整体尚不活跃，下游多看淡后市，且升贴水方面表现上行乏力，库存亦累积的较高，因此综合预计短期铅市或将继续偏弱运行，在中期炼厂检修以及下游补库动作出现后，供过于求的局面有望逐步得到缓和，由此来看铅价仍存一定反弹空间，盘面预计2月份沪铅主力或在16300-17300元/吨的范围内震荡。

风险提示：贸易谈判不及预期，库存大幅攀升

目录

一、 铅锌市场行情回顾	5
1、1 月锌行情评述	5
2、1 月铅行情评述	5
二、宏观经济概况	6
三、锌基本面分析	7
1、2019 年精炼锌缺口将继续收窄	7
2、国内外锌矿加工费加速上涨，精炼锌产量同比回落	10
3、春节假期影响，下游消费停滞时间较长	12
4、上期所库存低位回升，保税区库存小幅增加	15
5、伦锌升水高位回落，沪锌升水转为平水附近	16
四、铅基本面分析	17
1、全球矿端供应下滑，精铅缺口收窄	17
2、铅矿供应偏紧，再生铅复产缓慢	19
3、下游补库预期尚未兑现，消费整体偏弱	22
4、铅库存情况	23
5、升贴水情况	24
五、总结与后市展望	24
1、锌价展望	24
2、铅价展望	24

图表目录

图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势.....	5
图表 2 沪铅主连及 LME 三月期铅走势.....	6
图表 3 2018-2019 年国外主要锌矿企矿产情况（万吨）	8
图表 4 2018-2019 国内锌矿企矿产情况（万吨）	8
图表 5 2018-2019 国外锌冶炼增产情况（万吨）	9
图表 6 2018-2019 国内锌冶炼增产情况（万吨）	9
图表 7 全球锌精矿市场供需平衡表（万吨）	9
图表 8 ILZSG 全球锌矿月度产量情况.....	10
图表 9 ILZSG 全球精炼锌供需情况.....	10
图表 10 锌矿加工费情况.....	11
图表 12 精炼锌进口盈亏.....	11
图表 11 国内炼厂利润情况	11
图表 13 SMM 精炼锌产量情况.....	11
图表 14 锌矿进口情况.....	12
图表 15 精炼锌进口情况.....	12
图表 16 锌初级端消费占比.....	13
图表 18 镀锌企业开工情况.....	13
图表 17 重点企业镀锌板销量情况.....	13
图表 19 镀锌板库存情况.....	13
图表 20 基础设施建设投资数据	14
图表 21 房地产开发投资数据	14
图表 22 汽车当月产量及销量数据.....	14
图表 23 家电累计产量数据.....	14
图表 24 上期所锌库存.....	16
图表 26 社会锌锭库存.....	16
图表 25 LME 锌库存与注销仓单占比.....	16
图表 27 保税区库存	16
图表 28 0#锌升贴水.....	17
图表 29 LME 锌升贴水	17
图表 30 2019 年国外铅矿山产能增量情况（万吨）	18
图表 31 全球铅市供需平衡表（万吨）	18
图表 32 ILZSG 全球铅矿月度产量情况.....	19
图表 33 ILZSG 全球精炼铅供需情况.....	19
图表 34 国内炼厂检修计划.....	19
图表 35 国内铅矿及精炼铅供需平衡表（万吨）	20
图表 36 铅精矿进口情况.....	21
图表 37 精炼铅产量情况.....	21
图表 38 铅精矿加工费情况.....	21
图表 39 铅精矿产量情况.....	21
图表 40 再生铅产量情况.....	22

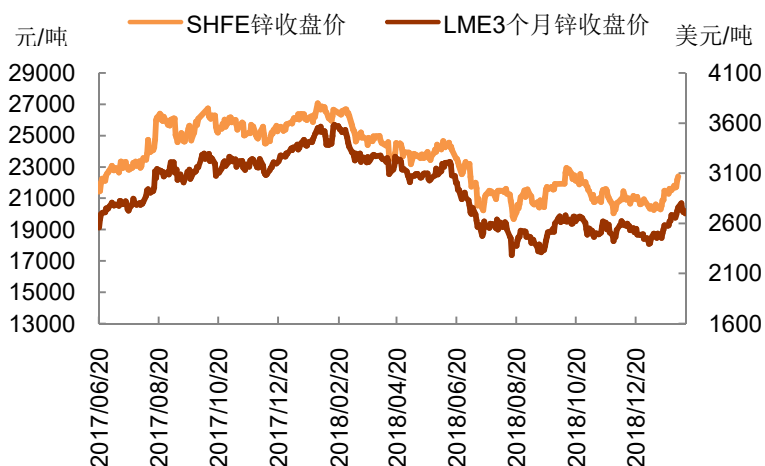
图表 41 铅酸蓄电池消费领域占比.....	23
图表 42 铅酸蓄电池出口情况	23
图表 43 上期所铅库存.....	23
图表 44 LME 铅库存与注销仓单占比.....	23
图表 45 1#铅升贴水.....	24
图表 46 LME 铅升贴水	24

一、铅锌市场行情回顾

1、1 月锌行情评述

1 月份，沪锌主力 1903 合约呈现探低回升走势。月初，受中国制造业数据疲弱打压，锌价延续 12 月跌势，录得月内低位；随后，中国释放了一系列利好政策，央行降准及一季度及增加市场流动性，同时，中美贸易谈判开启，防止了贸易战的升级，在宏观各方面利好的支撑下，锌价探底回升，一路反弹至 22000 上方，截至月末报收 22180 美元/吨，月度涨幅达 7.7%，持仓量报收 199862 手。月内伦锌库存持续走跌，且美元指数维持低位震荡，伦锌走势强于沪锌，月度涨幅达 10.98%，期价收至 2723.5 美元/吨，持仓量报收 229973 手。

图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势



数据来源：Wind，铜冠金源期货

2、1 月铅行情评述

1 月沪铅主力由 1902 换至 1903，主力连续合约整体表现震荡，且重心下移，月初期价由万八一线最低跌至 17275 元/吨，随后在市场整体氛围好转，资金面宽松及伦铅大幅反弹的背景支撑下，期价展开上行并录得 17860 元/吨高点。由于年前基本面供过于求格局较为明朗，大型炼厂年末多维持正常开工，而蓄企多逐步进入放假状态，下游消费持续疲软，上期所库存及社会库存亦逐步累积，使得期价重拾跌势，截止月末报收于 17410 元/吨，由于临近假日成交量持仓量均表现下滑。伦铅一月受低库存交易逻辑的支撑，期价探底回升，最高点录得 2129 美元/吨，报收于 2110.5 美元/吨，成交量较上月有所扩大。

图表 2 沪铅主连及 LME 三月期铅走势



数据来源：Wind，铜冠金源期货

二、宏观经济概况

美国方面，1月美国三大股票指数在政府关门状态下持续强劲反弹，非农数据表现亮眼。虽失业率有所上升，但新增非农就业人口达 30.4 万人，远超预期。强劲的就业对美国未来的需求提供支撑。近期，美国制造业数据有所回暖，但仍有潜在压力。美国1月Markit制造业 PMI 上涨至54.9。12月美联储工业产出数据也大超预期，基本各个行业的产出都有所上涨。1月核心CPI同比增长2.2%，与前值持平。但是1月消费者信心有所下滑或反映了未来需求下滑的可能。另外，美联储1月会议纪要释放了鸽派信号，也反应了美联储在外部不确定性等因素下，对经济前景判断的谨慎态度，美国经济未来增速预计有所放缓。美联储下调经济描述，从“强劲”（strong）变成“稳健”（solid）。综合来看，通胀压力减轻以及通胀预期较为稳定，会使美联储对加息保持更大的耐心，预计2019年美联储可能只会加息1次或者0次。

欧洲方面，欧元区经济数据出人意外疲软，公布的意大利制造业1月份 PMI 仅达47.8，这意味着该行业已经连续收缩了四个月。数据还显示，意大利已经陷入经济衰退GDP连续两个季度收缩。同时德国作为欧洲最大经济体，制造业四年来首次收缩，新订单数同样以六年来最快速度下跌。1月份欧元区PMI由去年12月份的51.4跌至50.5，也逼近衰退边缘。欧洲央行在利率决策会议上调整了口径，德拉吉表示增长前景的风险状况“已经转为下行”。综合来看，政治不确定性、贸易争端以及趋弱的汽车需求均对欧洲经济施压。加上全球需求的停滞，尤其是美国、英国、意大利、土耳其和中国需求的降低均对欧洲制造业造成打击。

国内方面，1月国内制造业PMI为49.5，虽然高于预期，且相较前值有小幅回涨，但仍处

于50荣枯线以下。1月非制造业PMI为54.7，大幅高于预期以及前值，受春节前消费上涨，服务业上行，非制造业总体发展有所加快。1月综合PMI为53.2，前值为52.6，景气度有所回升。国家统计局公布我国2018年四季度GDP同比6.4%，回落至近10年低点。2018年整年四个季度的GDP同比增速呈阶梯式下降。投资方面，房地产投资完成额持续回落；规模以上工业增加值数据虽不错，但仅受采矿业支撑，其余工业生产分项增速下滑；基建低位回稳，成为投资以打支柱。出口方面，贸易战带来的抢出口效应消失，中国12月进出口（按美元计）双双出现负增长，不及预期。消费方面，从社零数据可以看出，其在房地产拖累下预计表现疲软。总体预计一季度经济增速延续稳中有降趋势，且国际形势仍然面临较大不确定性，1月末刘鹤代表团与美国贸易代表莱特希泽带领的美方团队在华盛顿举行高级别经贸磋商。磋商后特朗普称不会在3月1日前和习近平会晤，这为中美谈判带来了一丝担忧。目前需重点关注2月中旬这次的高级别会谈，其结果及可能给经济与商品市场带来的影响。

三、锌基本面分析

1、2019 年精炼锌缺口将继续收窄

国际铅锌小组数据显示，11月全球锌精矿产量117.7万吨，同比减少4.8%，环比增长1%。1-11月全球锌矿产量1176.1万吨，同比减少3.6%。

我们预计2019年，全球锌矿产量将继续增加，或增长85万吨左右。国内方面，锌矿产量增量约15万吨。不过，预计国内严厉的环保政策将延续，中小型矿山仍具不确定性，合规矿山的产量或将得以释放。

精炼锌方面，国际铅锌小组数据显示，2018年11月全球精炼锌产量为115.53万吨，消费量为125.19万吨，当月短缺量达9.66万吨。1-11月，全球锌市供应短缺32.6万吨，去年同期短缺43.5万吨。总体来看，锌市供应仍然处于短缺局面。

此前，国际铅锌研究小组预计今明两年，全球锌矿山产量料分别增加2%和6.4%，至1303万吨和1387万吨。其称，澳洲锌矿山产出增加将被中国产量下滑所抵消，且预计加拿大、印度和墨西哥的锌矿山供应也会下降。预计2019年，全球精炼锌需求料增加1.1%至1388万吨，而今年需求料为1374万吨。预计2018年全球精炼锌缺口322,000吨，2019年供应缺口将收窄至72,000吨。

图表 3 2018-2019 年国外主要锌矿企矿产情况（万吨）

公司	矿山	2018 年增减量	2019 年增减量
嘉能可	Mount Isa（含 Lady Loretta 矿）	5.3	8
	McArthur River	2.6	0
印度斯坦锌	Rampura Agucha	-6.1	19.6
	Zawar		
	Sindesar Khurd		
韦丹塔	Gamsberg	7.5	16
新星	Myra Falls	1	3
	Middle Tennessee	2	-0.2
加拿大黄金	Peñasquito	-2.7	5.7
nevsun	BISHA MINE	2	0.4
titan	Empire State Mines	1.3	3.5
telson	campo morado	2.3	1
新世纪尾矿	新世纪尾矿	3.4	22.6
托克	Castellanos	2	3
五矿	Dugald River	13	2.6
	合计	34	85

数据来源：公司财报，铜冠金源期货

图表 4 2018-2019 国内锌矿企矿产情况（万吨）

地区	企业	2018 年增减量	2019 年增减量
内蒙	国森二道河	0	1
	银漫矿业	2	1.5
	高尔奇	0.2	1
	国金八岔沟	0.7	2.2
	盛达金都	0.2	0.6
	盛达光大	0.6	0.5
	利比亚矿业	0	1
西部地区	新疆火烧云铅锌矿	0	1
	郭家沟	1	2
黑龙江	尹春翠宏山	2	0.5
其他地区		0.3	4.2
	合计	7	15.5

数据来源：SMM，铜冠金源期货

图表 5 2018-2019 国外锌冶炼增产情况（万吨）

国家	冶炼厂	2018 年增减量	2019 年增减量
印度	Hindustan Zinc	-6	6
韩国/澳大利亚	Korea Zinc	-1	3
泰国	Padaeng	0	0
加拿大	CEZ	8	0
秘鲁	Nexa	2	0
美国	Mooresboro	0	5
墨西哥	Penoles	3	5
法国/比利时	Nyrstar	2	0
合计		8	19

数据来源：安泰科，铜冠金源期货

图表 6 2018-2019 国内锌冶炼增产情况（万吨）

企业	2018 年增减量	投产时间	备注
白银有色	10	2018 年 6 月替换原有产能	湿法工艺，9 月已达产
文山锌铟	10	2018 年 8 月投产	已点火试生产
四环锌锗	5	2018 年一期项目建设，升级完成后总产能 20 万吨	6 月初已投产
马关云铜	-6	置换到文山锌铟后，永久关闭	
驰宏永昌	3	2019 年	
四川俊磊	3	2019 年	规划中
株冶集团	-7	2019 年	搬迁后，55 万吨产能退出
五矿（水口山铜铅锌产业基地）	1	2018 年 12 月 26 日正式投产，2019 年 1-3 月调试	一期产能达 30 万吨
新疆乌恰	10	2019 年	尚处环评中

数据来源：安泰科，铜冠金源期货

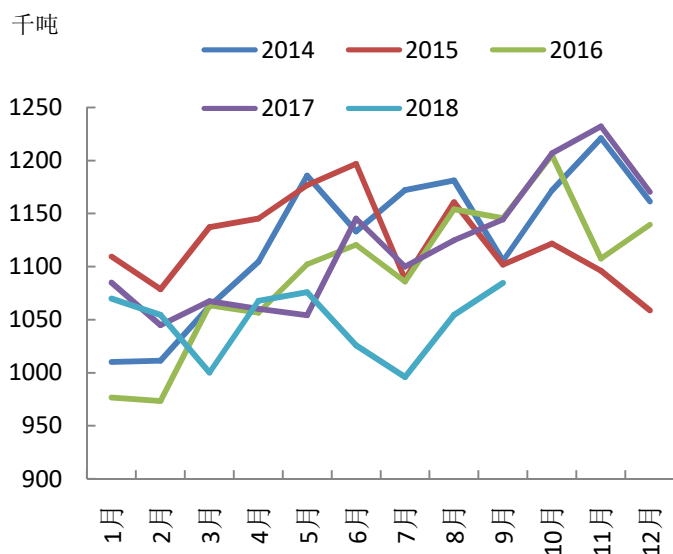
图表 7 全球锌精矿市场供需平衡表（万吨）

	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年*
锌矿供应	1303.6	1347.1	1368.1	1280.2	1277.5	1303	1387
增速		3.34%	1.56%	-6.4%	-0.2%	2%	6%
精锌产量	1298	1339.8	1381.2	1354.7	1321.9	1342	1381
增速		3.22%	3.09%	-1.92%	-2.42%	1.40%	3.00%
精锌需求	1315.1	1367.5	1364.3	1367.5	1368.7	1374	1388
增速		3.98%	-0.23%	0.23%	0.09%	0.40%	1.10%
精锌平衡表	-17.1	-27.7	16.9	-12.8	-46.8	-32.2	7.2

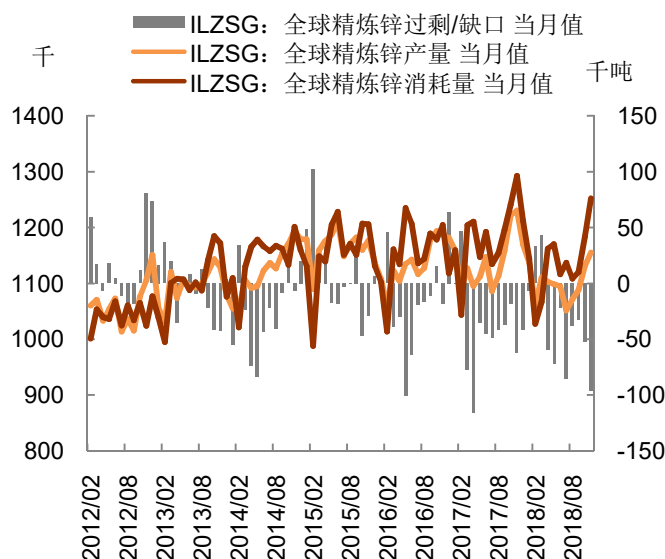
数据来源：ILZSG

注：*表示为预估值

图表 8 ILZSG 全球锌矿月度产量情况



图表 9 ILZSG 全球精炼锌供需情况



数据来源：Wind，铜冠金源期货

2、国内外锌矿加工费加速上涨，精炼锌产量同比回落

国家统计局公布的数据显示, 2018 年 12 月锌产量为 50.9 万吨, 同比下滑 1.7%, 全年总产量为 568.1 万吨, 同比减少 3.2%。据 SMM 调研数据, 12 月精炼锌产量 44.84 万吨, 环比减少 1.74%, 同比减少 7.29%。1-12 月份累计产量 533.1 万吨, 累计同比减少 2.43%。1 月份, 大部分炼厂回归并保持月度正常计划产量。但减量上, 株洲冶炼搬迁影响, 1 月份进一步减少自有产量; 且河池南方因电力等问题, 计划 1 月将有一定减产检修。预计 1 月精炼锌产量较 12 月环比减少 1.73 万吨至 43.12 万吨, 环比减少 3.86%。

加工费来看, 2 月国产锌矿加工费报 5600-6200 元/金属吨, 均值环比增加 500 元/金属吨; 进口锌矿加工费报 200-220 美元/干吨, 均值环比增加 30 美元/干吨, 加工费大幅上扬, 炼厂利润可观, 估算利润维持在千元上方。

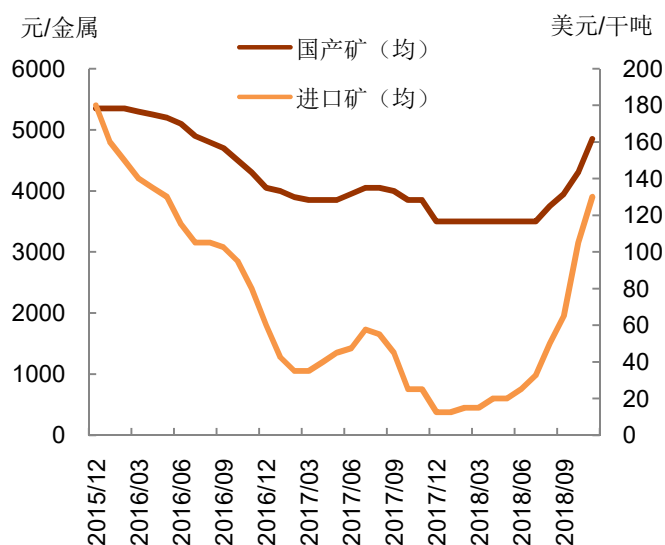
进出口方面, 海关数据显示, 2018 年 12 月进口锌精矿为 24.56 万吨, 环比减少了 5.83 万吨。1-12 月累计进口量 296.94 万吨, 累计同比增加了 21.5%。其中澳大利亚进口累计共 85.28 万实物吨, 占进口总量的 28.7%。考虑到船期因素, 12 月份到港货船大多应于 10 月份左右从进口来源国装船。而 10 月份锌精矿进口呈现亏损, 10 月份进口积极性相对走弱, 从而导致了 12 月份进口货量相对减少。不过冬储月份, 国内矿量缩减较为明显, 冶炼厂对于锌精矿的依赖程度有所增加, 对进口锌精矿的需求仍旧较多。

12 月锌锭进口量 9.38 万吨, 环比下降 17.4%, 同比下降 7.02%, 2018 年全年累计进口 71.54 万吨, 同比上升 5.8%。

根据我们对进出口利润的测算, 1 月份国内进口窗口打开, 锌锭进口盈利高达 1000 元/

吨，但月末进口盈利收窄，转为小幅亏损，进口窗口关闭。

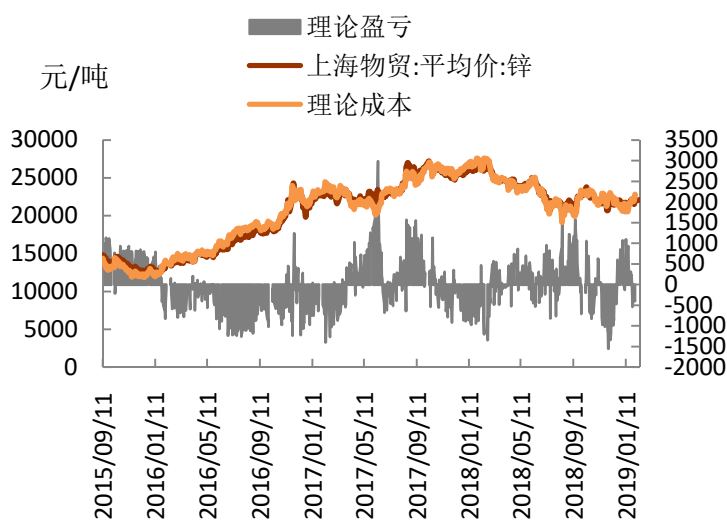
图表 10 锌矿加工费情况



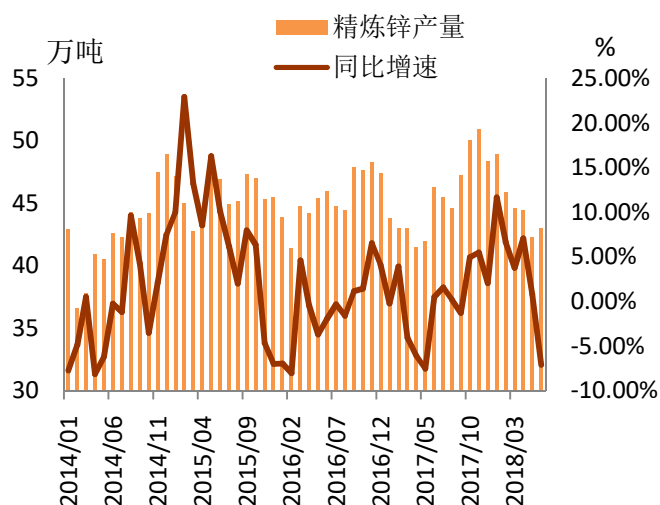
图表 11 国内炼厂利润情况



图表 12 精炼锌进口盈亏

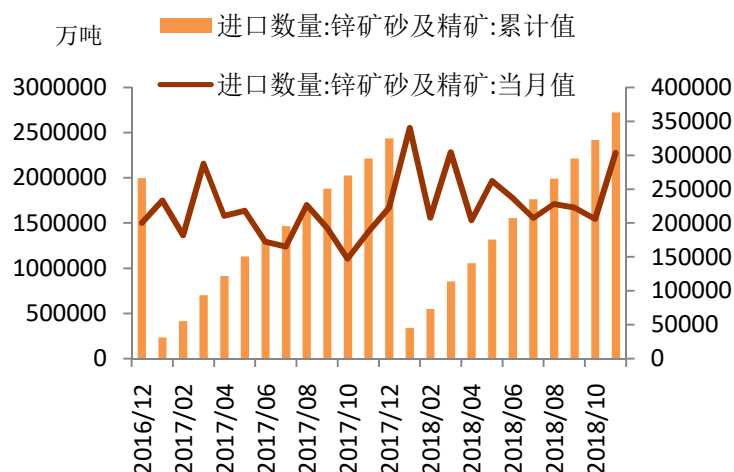


图表 13 SMM 精炼锌产量情况

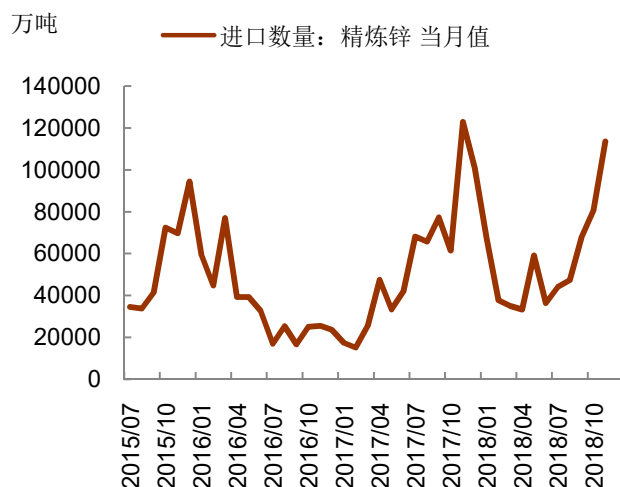


数据来源：SMM，Wind，铜冠金源期货

图表 14 锌矿进口情况



图表 15 精炼锌进口情况



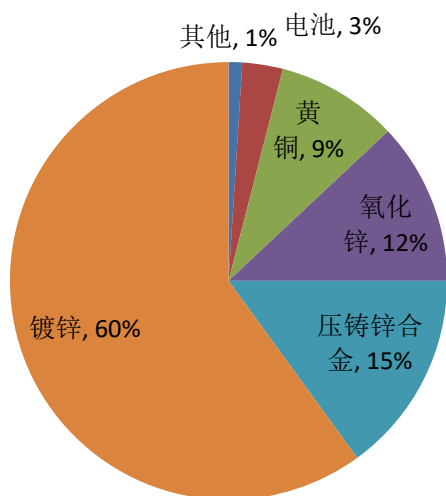
数据来源: 海关总署, 铜冠金源期货

3、春节假期影响，下游消费停滞时间较长

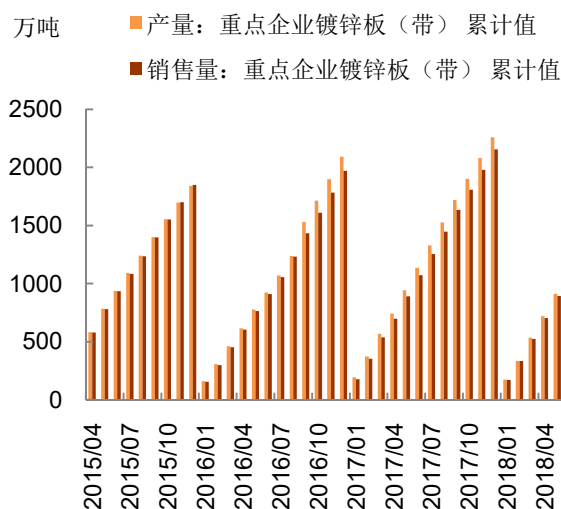
锌的初级消费主要包括镀锌（60%）、黄铜（11%）、压铸锌合金（22%）、氧化锌（9%）、原电池五类（8%）。

进入 1 月份，下游消费季节性回落较为明显，据 SMM 调研，因今年终端订单较差，压铸锌合金企业放假稍有提前，自 1 月 10 日起，部分企业已开始停产放假，放假高峰在 15-20 日；氧化锌企业因生产设备及工艺要求，放假相对较晚甚至部分企业的生产部分春节不放假；镀锌方面，北方部分小型镀锌企业因近来订单相对不佳，以及环保影响，提前放假，而大型企业多按国家法定节假日做出放假安排，不过镀锌厂复工在正月初十左右，多数压铸锌合金企业复工在正月十五之后，消费停滞时间较长。预计社会锌锭库存将进入积压状态，锌价上行动能或趋缓。

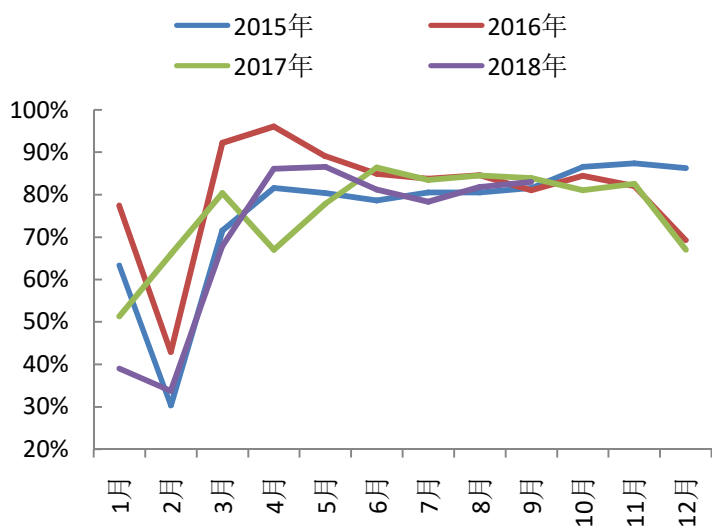
图表 16 锌初级端消费占比



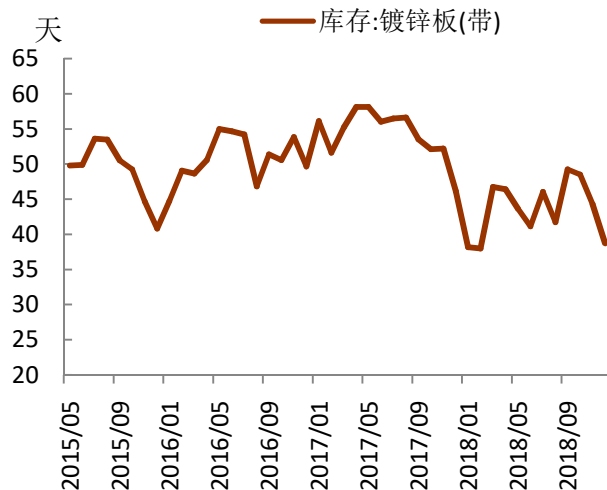
图表 17 重点企业镀锌板销量情况



图表 18 镀锌企业开工情况

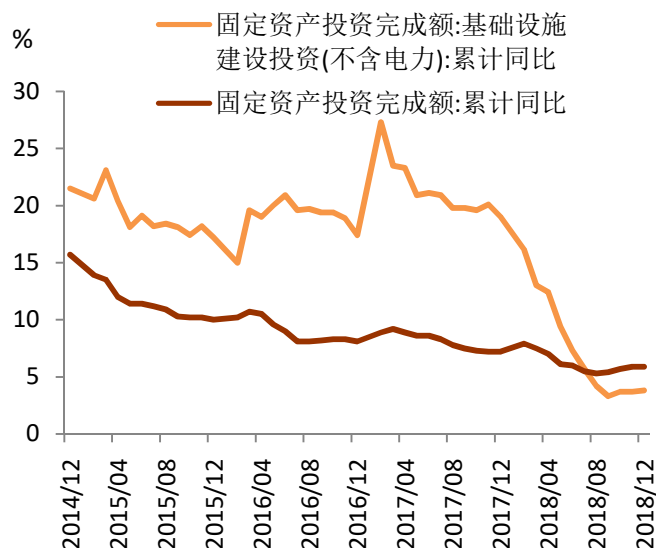


图表 19 镀锌板库存情况

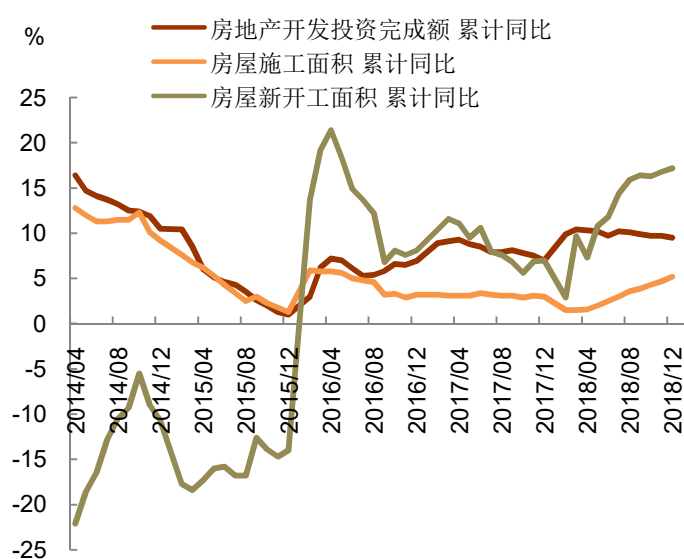


数据来源：Wind，SMM，铜冠金源期货

图表 20 基础设施建设投资数据

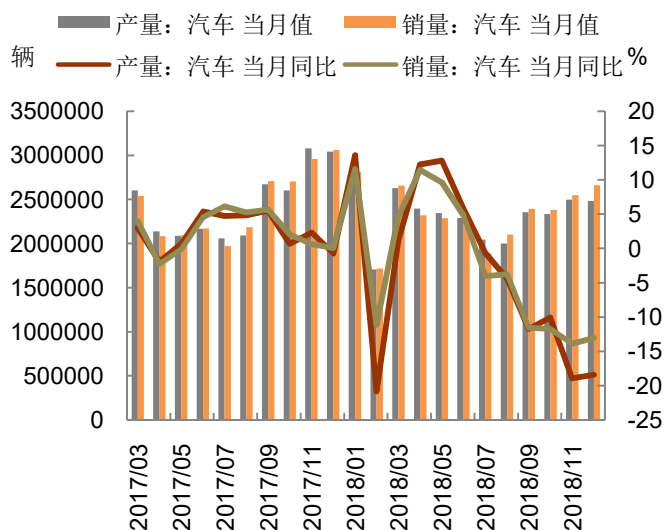


图表 21 房地产开发投资数据

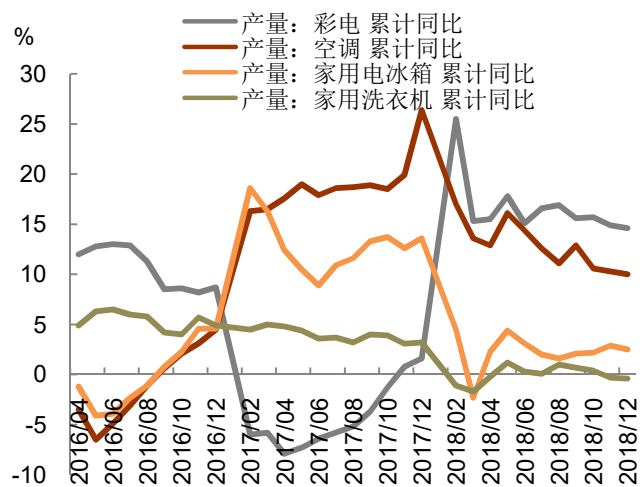


数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 22 汽车当月产量及销量数据



图表 23 家电累计产量数据



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

锌终端需求主要包括基建房地产、汽车、家电等。

镀锌板主要应用于基建、厂房等,从终端消费领域来看,基建房地产仍是锌的消费大头,此外汽车也是锌下游消费的一大支撑。

从基建投资及房地产方面:投资低位平稳。12 月投资累计增速较 11 月持平,当月增速则回落至 5.9%。2018 年全国固定资产投资同比增速 5.9%,创下 00 年以来的新低,主要受前三季度基建投资增速大幅下滑的拖累。而 12 月基建投资增速稳中略升至 3.8%,2018 年基础

设施投资同比增速 3.8%，较 1-11 月微幅回升。2018 年 12 月的中央经济工作会议提出要加大基础设施补短板力度，并为基建投资提出了三个主要方向，分别是加快 5G 商用步伐，加强人工智能、工业互联网、物联网等新型基础设施建设，加大城际交通、物流、市政基础设施等投资力度，补齐农村基础设施和公共服务设施建设短板等。后期来看，补短板发力有望继续带动 19 年基建投资增速回升，但在地方隐性负债增长受限的背景下，回升幅度或较有限，对经济的作用或更多表现为“托而不举”。

房地产投资增速继续回落，12 月房地产投资同比增速 9.5%，较 1-11 月微幅回落。18 年房地产投资增速稳定在 10% 左右。12 月土地购置、新开工增速一升一降，1-12 月全国房企土地购置面积同比增长 14.20%，增速环比收窄 0.1 个百分点；1-12 月全国新开工面积同比增长 17.20%，增速环比扩大 0.4 个百分点，但受库存去化放缓影响，两者均处在下行通道，累计增速缓中趋降。我们认为，在楼市调控整体未松、棚改货币化退潮的背景下，19 年上半年地产销售或仍将缓慢寻底。

汽车方面，据中国汽车工业协会统计，12 月汽车产量略降，销量小幅增长；数据显示，12 月汽车生产 248.22 万辆，环比下降 0.65%，同比下降 18.39%；销售 266.15 万辆，环比增长 4.46%，同比下降 13.03%。1-12 月，汽车产销同比均呈小幅下降，降幅比 1-11 月略有扩大。1-12 月汽车产销 2780.92 万辆和 2808.06 万辆，同比下降 4.16% 和 2.76%。对于 2019 年，汽车板块仍不乐观。中汽协发布报告，预测 2019 年全年汽车销量为 2800 万辆，与 2018 年持平，即零增长。

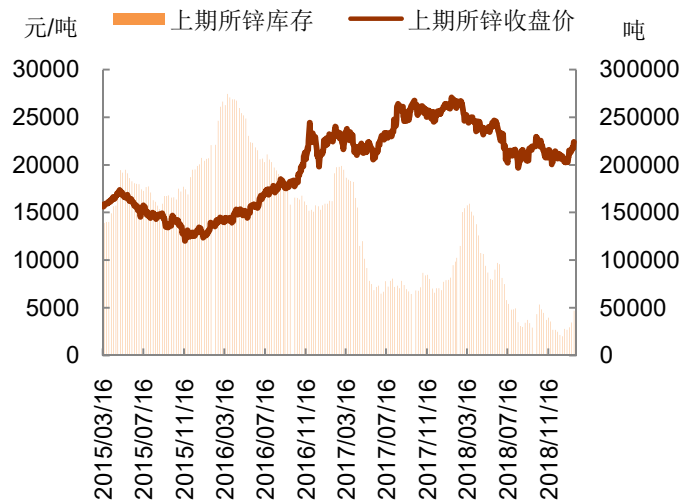
白色家电方面，12 月家电终端零售增速回暖，其中洗衣机销量增速转正至 3.6%，冰箱销量增速降至 0.9%。但需求回暖主要来自内需的贡献，12 月空调、冰箱出口增速均大幅下滑，分别降至 7.1%、2.6%；洗衣机出口增速归零，虽略回升，但主要受基数走低影响，并且仍处 18 年内低位。需求释放带动生产恢复，12 月三大白电产量增速涨多跌少，空调、洗衣机产量增速分别升至 10.6%、-2.9%，冰箱产量增速降至 5.8%。不过，目前空调社会库存高达 4200 万台，积压显著。

目前来看，终端暂无亮点，国内经济仍在寻底，外围环境不确定性较大，难言提振锌需求。

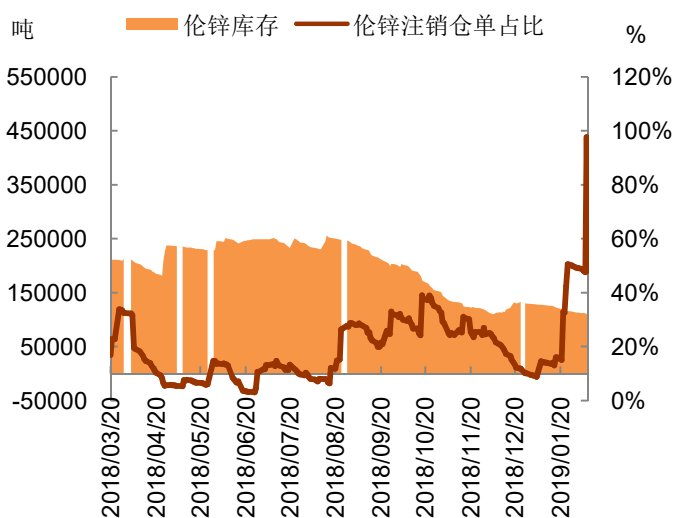
4、上期所库存低位回升，保税区库存小幅增加

1 月份，上期所库存低位回升，截止至 2 月初，库存增加至 46931 吨，月度环比增加 190333 吨。LME 库存延续小幅下跌之势，截至 1 月底，库存降至 113425 吨，月度环比减少 15900 吨。受春节长假影响，社会锌锭库存有所积压，截止至 2 月 1 日，库存报收 13.87 万吨，较 1 月初增加 3.77 万吨。1 月锌锭进口窗口开启，加之受春节长假影响，保税区库存回升，截至 2 月 1 日，保税区库存回升至 8.12 万吨，较 1 月初增加 0.37 万吨。整体来看，随着下游逐渐返工，预计库存将有所回落。

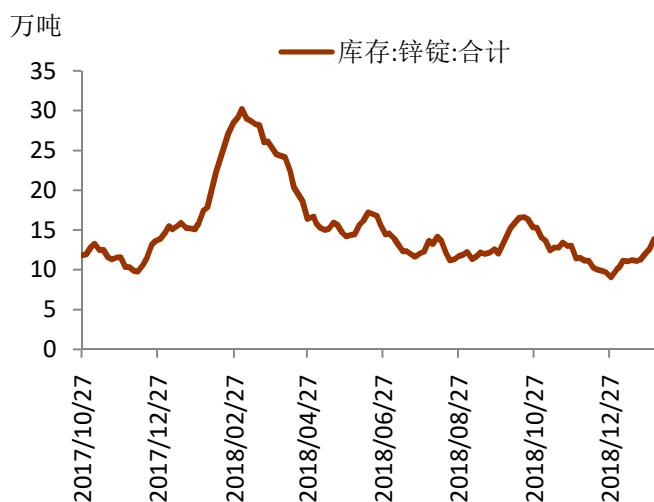
图表 24 上期所锌库存



图表 25 LME 锌库存与注销仓单占比



图表 26 社会锌锭库存



图表 27 保税区库存



数据来源: Bloomberg, Wind, 铜冠金源期货

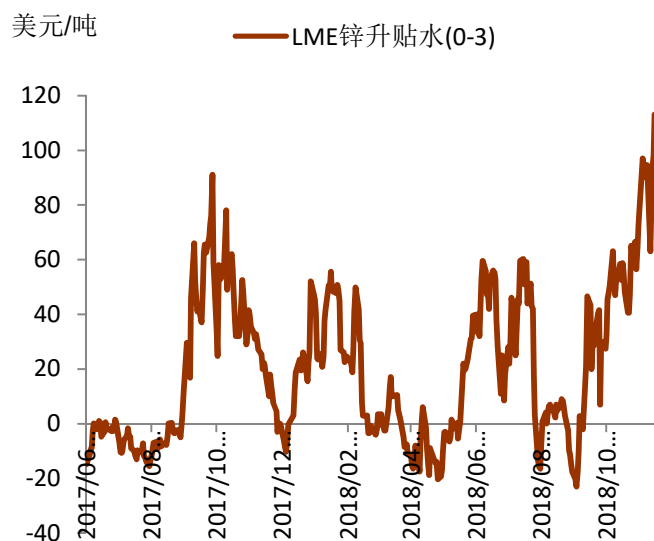
5、伦锌升水高位回落，沪锌升水转为平水附近

1 月沪锌大幅上扬，现货跟涨乏力，加之下游逐渐进入放假模式，需求减弱，导致现货升水回落，截至月末，部分地区现货出现贴水的情况。LME 锌升水呈现先增后降，月中一度高达 77 美元/吨，随后不断回落至平水附近。

图表 28 0#锌升贴水



图表 29 LME 锌升贴水



数据来源：Wind，铜冠金源期货

四、铅基本面分析

1、全球矿端供应下滑，精铅缺口收窄

铅矿方面，国际铅锌小组公布数据显示，1-11 月全球铅矿累计产量为 421.96 万吨，累计同比下滑 7.51%。总体来看 2018 年矿端供应略显下滑。

根据国际铅锌小组预测，2018 年全球铅矿供应量将下降 0.4%至 458 万吨。其分析指出主要是因为澳洲、中国、哈萨克和美国的铅产量下滑抵消了古巴和印度产出增加导致 2018 年产量下滑。认为尽管有新的铅矿项目投产，但多数将在晚期才会实现，所以这些新增产出在 2019 年才会真正进入市场。

国际铅锌小组预计 2019 年铅精矿供应量将进一步增加 4.1%，至 477 万吨，主要是阿根廷、澳洲、加拿大、中国、印度、哈萨克和南非的产出将增加。

行业方面，秘鲁能矿部的统计数据显示，2018 年受到矿山老化、开采品位下降和矿工罢工等因素影响，铅产量为 28.92 万吨，下降 5.73%。

精炼铅方面，国际铅锌小组公布数据显示，1-11 月全球精炼铅累计产量为 1075.63 万吨，1-11 月全球精炼铅累计消耗量为 1090.72 万吨，累计同比分别下滑 1.27%和 0.6%。11 月全球精炼铅短缺 3.49 万吨，环比缺口扩大，而总体来看，2018 年精铅短缺情况有所好转，累计同比显示缺口收窄，1-11 月累计短缺量为 15.09 万吨，2017 年同期短缺量为 22.07 万吨。

国际铅锌小组报告预计，2018 年全球精炼铅将短缺 12.3 万吨，2019 年精炼铅料转为过剩 5 万吨。报告指出 2019 年铅产量增加，主要得益于欧美产出的增加，预计分别增加 3.9%

和 2.4%。其预计，中国精炼铅表观消费量料减少 0.6%，主要因为锂电池使用量增加，且汽车行业增幅放缓，预计中国明年的精炼铅表观需求量将进一步下滑 1.3%。

图表 30 2019 年国外铅矿山产能增量情况（万吨）

公司	矿山	国家	2018 年	2019 年
Trevali	Halfmile Lake ,Restigouche	加拿大	0	0.9
South 32	Cannington	澳大利亚	0	1.5
Glencore	Lady Loretta 等	澳大利亚	0.9	2
Heron Resources	Woodlawn	澳大利亚	1	1.2
Tau-Ken Samruk	Shalkiya	哈萨克斯坦	0	0.4
Tau-Ken Samruk, Radington Industrial Consulting	Alaigyr	哈萨克斯坦	0.3	1.5
HZL	Sindesar Khurd 等	印度	0.2	4
Industraís Penoles	Rey de Plata	墨西哥	0.1	0.9
Mineco Group	Olovo	玻利维亚	0.2	0.4
合计			2.7	12.8

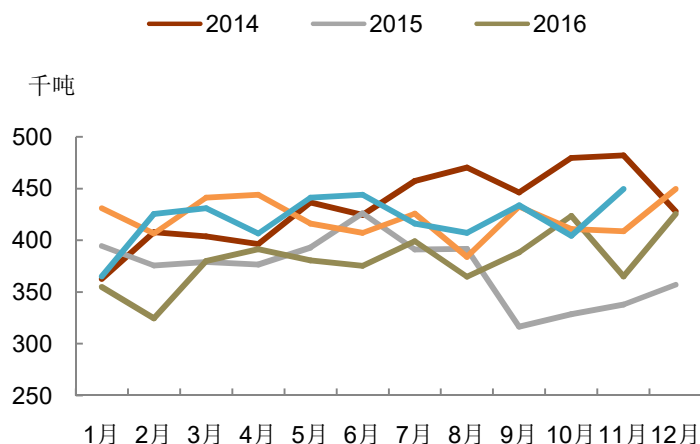
数据来源：安泰科，铜冠金源期货

图表 31 全球铅市供需平衡表（万吨）

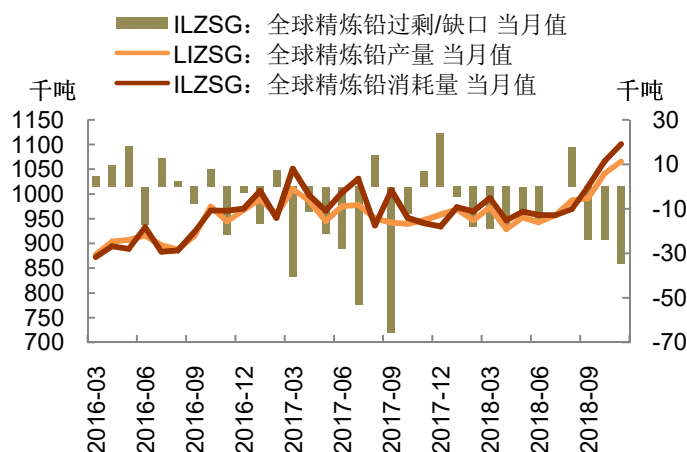
	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
铅矿产量	494.6	485	466.5	459.7	458	477
铅矿增速	-3%	-1.9%	-3.8%	-1.5%	-0.4%	4.1%
精炼铅产量	1102.1	1095.7	1158.8	1156.5	1159	1184
精炼铅消费量	1099.3	1093.9	1112.3	1171.2	1171	1179
供需平衡	2.8	1.8	3.5	-14.7	-12	5

数据来源：ILZSG，铜冠金源期货

图表 32 ILZSG 全球铅矿月度产量情况



图表 33 ILZSG 全球精炼铅供需情况



数据来源：Wind，铜冠金源期货

2、铅矿供应偏紧，再生铅复产缓慢

铅矿方面，国家统计局公布数据显示，12 月铅矿产量为 13.56 万吨，环比同比分别下滑 2.46% 和 6.14%，2018 年铅精矿累计产量为 133.1 万吨，累计同比下滑 5.88%。加工费来看，整体表现上涨较为艰难，上海有色网数据显示 2 月国内矿加工费均价为 1800 元/金属吨，环比连续 6 个月持平，处于历史偏低水平，后市高寒地区矿企复产较慢，加工费上行阻力较大。铅矿进口方面，进口量增加，海关数据显示，11 月进口铅矿砂及精矿数量为 12.1 万吨，同比增长 0.71%，环比增长 19.36%。

精炼铅方面，国家统计局公布数据显示，12 月精炼铅为 56.1 万吨，同比上涨 30.5%，1-12 月精炼铅累计产量为 511.3 万吨，累计同比上涨 9.8%。12 月原生铅产量为 37.43 万吨，同比增长 39.88%，年末大型企业多维持开工冲销量，使得产量呈现较大增长，据悉 2-3 月部分企业有检修计划，或对产量有一定影响。再生铅方面，国家统计局数据显示，12 月再生铅产量为 18.67 万吨，同比增长 19.36%，大型企业多增产冲销量，然而部分中小企业受利润维持低位影响产量并未提升。目前春节过后，原生铅大型企业多维持正常开工，而再生铅中小炼厂受利润因素制约，开工可能出现一定程度延迟，原再价差短期表现倒挂，印证再生铅供应偏紧，但考虑到下游需求疲软，预计 2 月短期将继续维持供过于求格局，中期伴随原生铅炼厂检修，开工可能出现一定程度下滑，为铅价带来支撑。进口方面，海关数据显示，11 月精炼铅进口量为 27220.88 吨，受进口盈利窗口开启影响，环比同比数据均录得增长。

图表 34 国内炼厂检修计划

省份	企业	2018 年检修时间	2019 年 1 月开工状态及年内检修计划
----	----	------------	-----------------------

河南	柿槟实业	6 月	正常, 计划 2 月初检修半个月
河南	金利金铅	5-6 月, 8-9 月	正常, 一般二季度计划检修
河南	济源万洋	3 月	正常
河南	新凌铝业	1-2 月	正常, 计划 3 月初检修
河南	安阳峨山	2-3 月	正产, 计划 1 月底检修
河南	永宁金铅	2 月	正常, 计划春节后检修
河南	豫北金铅	8 月-至今	计划 3 月复工
湖南	银星有色	2-3 月	正常, 计划 3-4 月检修
湖南	宇腾有色	2-3 月	正常, 计划 2-3 月检修
湖南	湖南展泰	停产	停产
湖南	水口山	12 月减产	正常, 2019 系统升级
湖南	福嘉综环	2 月	正常
云南	驰宏锌锗	8-9 月	正常, 暂无计划
内蒙古	兴安银铅	5-6 月	正常, 常规计划二季度检修
内蒙古	山金银铅	6-7 月	正常, 常规计划二季度检修
安徽	华鑫铝业	5-7 月	正常, 未确定检修时间
安徽	华铂铝业	5-6 月	正常, 暂无计划
广东	中金岭南	1 月	正常
广西	南方有色	3-4 月	正常
江西	金德铝业	6-7 月	正常
辽宁	海城诚信	9-10 月	正常, 常规计划 9-10 月检修
山东	山东恒邦	正常	正常, 暂无计划

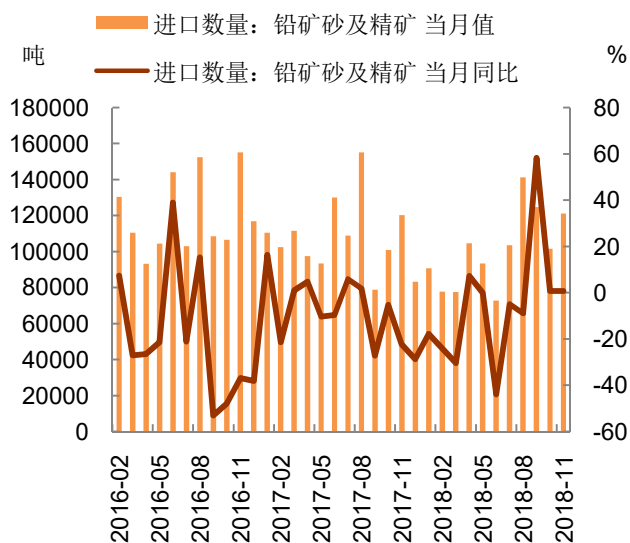
数据来源: 百川, 铜冠金源期货

图表 35 国内铅矿及精炼铅供需平衡表 (万吨)

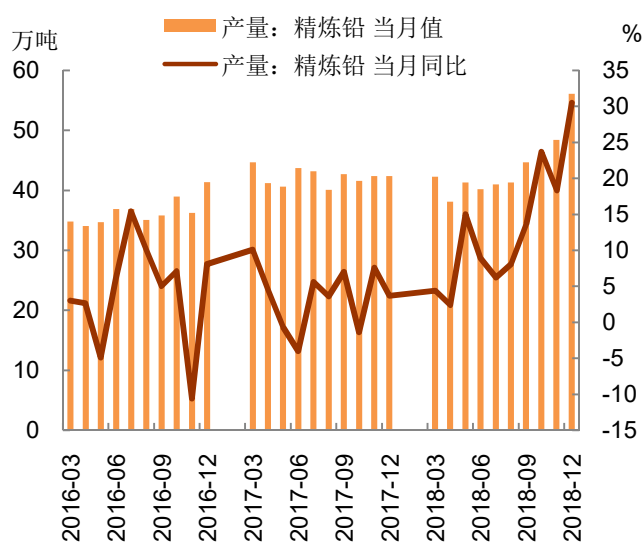
	2015年	2016年	2017年	2018年*
铅精矿产量	233.5	223	208	215
铅精矿需求量	321	318.5	296.9	298
铅精矿净进口量	94.9	70.5	64	63
铅精矿供需平衡	7.4	-25	-24.9	-20
精炼铅产量	470	466.5	487	480
精炼铅需求量	470.2	475	483	490
精炼铅净进口量	-6	-1.1	7.1	1.5
精炼铅供需平衡	-6.2	-9.6	11.1	-8.5

数据来源: 安泰科, 铜冠金源期货

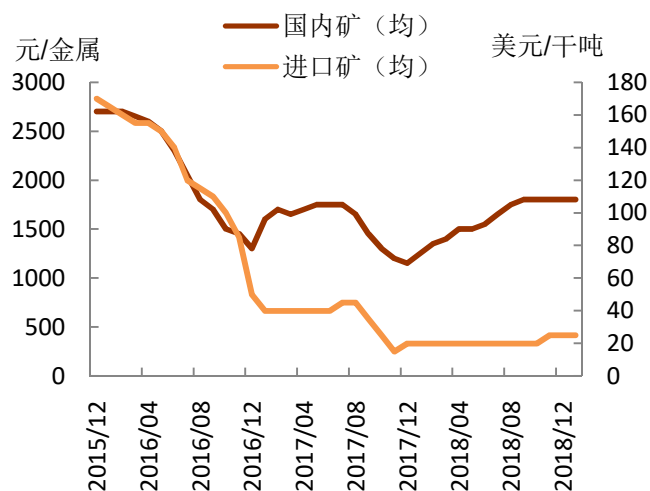
图表 36 铅精矿进口情况



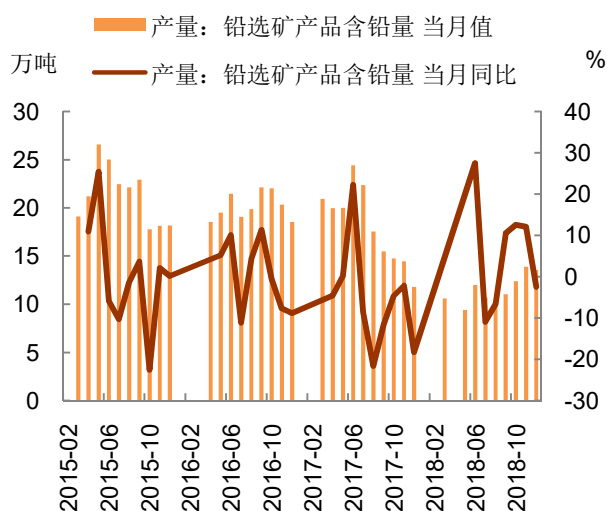
图表 37 精炼铅产量情况



图表 38 铅精矿加工费情况

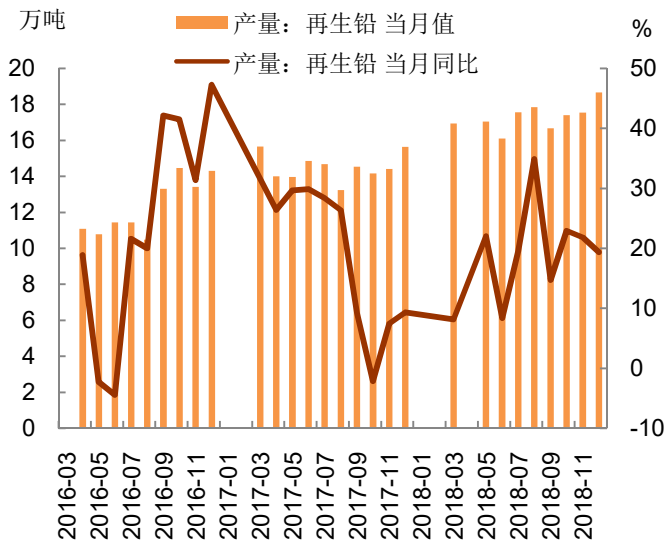


图表 39 铅精矿产量情况



数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 40 再生铅产量情况



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

3、下游补库预期尚未兑现，消费整体偏弱

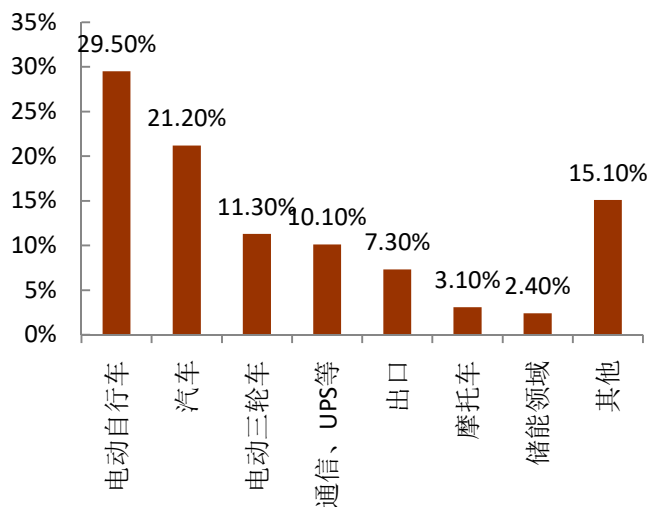
铅市初级消费主要集中在铅酸蓄电池行业，占到了铅总需求量 75%-80%。铅酸蓄电池按用途可以分为动力型、启动型、固定型和储能型等。动力型主要用于电动自行车、电动三轮车、低速电动车等，此为铅酸蓄电池最大应用领域，占整个精炼铅消费市场的 40%。启动型电池主要用于汽车领域。

初级端来看，海关公布数据显示，12 月铅酸蓄电池出口量为 263.7408 万个，同比下滑 22.17%，1-12 月累计出口量为 2707.5759 万个，累计同比下滑 13.57%。年末蓄企多处于放假状态，下游消费表现不佳，2 月市场依旧清淡蓄企多看淡后市，整体复工较慢，且补库预期尚未兑现，因此需求支撑力度依旧不足。预计 2 月开工率或维持低位。

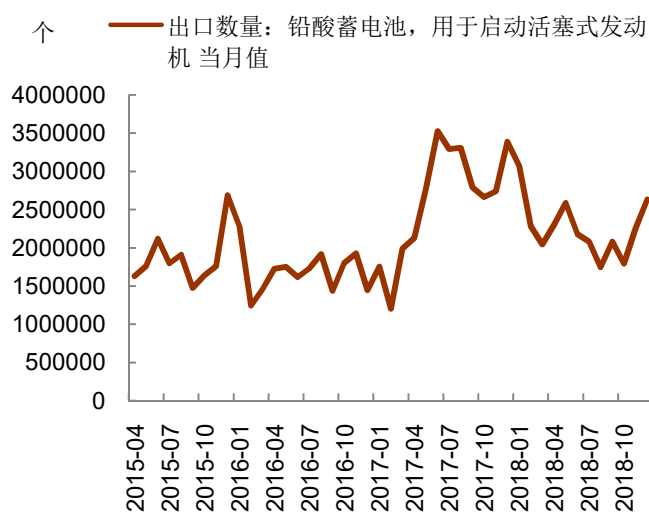
终端来看，汽车工业协会数据显示，12 月汽车产销量分别为 248.2 万辆和 266.1 万辆，同比下滑 18.39 和 13.03%。1-12 月累计产销为 2780.92 万辆和 2808.06 万辆，累计同比分别下滑 4.16%和 2.76%。汽车数据表现不佳，主因中国经济增速放缓、外部局势仍未明朗等内外因素削弱了消费者对汽车等大件消费品的需求。电动自行车方面，受新国标影响，耗铅量小幅下降，且市场趋于饱和，增长较为乏力。通信基站方面，国家统计局数据显示。1-12 月累计产量为 43225.2 万信道，累计同比增幅 59%，随着运营商逐步开展 5G 试点运行，基站数据表现亮眼，但由于中国铁塔公司文件表示，将在 3 年之内逐渐停止铅酸蓄电池采购，考虑利用锂电替代，短期对铅的需求或表现平稳，但长期来看将对铅需求构成打压。

综合来看，2 月消费仍将延续偏弱格局，但下游补库预期尚未兑现，尚存一定支撑因素，中长期消费则较为黯淡，对铅价构成压制。

图表 41 铅酸蓄电池消费领域占比



图表 42 铅酸蓄电池出口情况

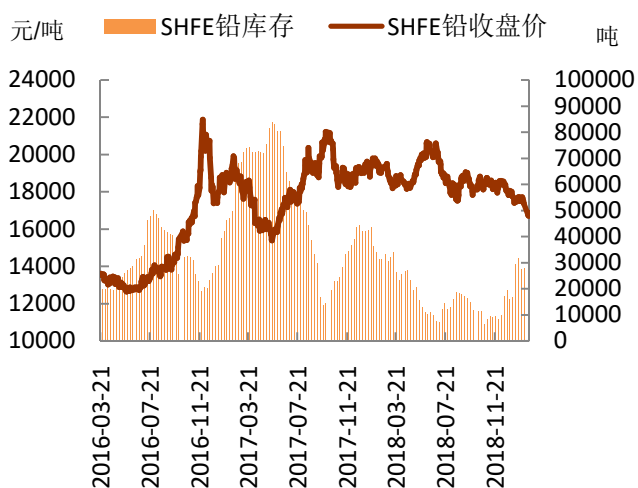


数据来源：安泰科，Wind，铜冠金源期货

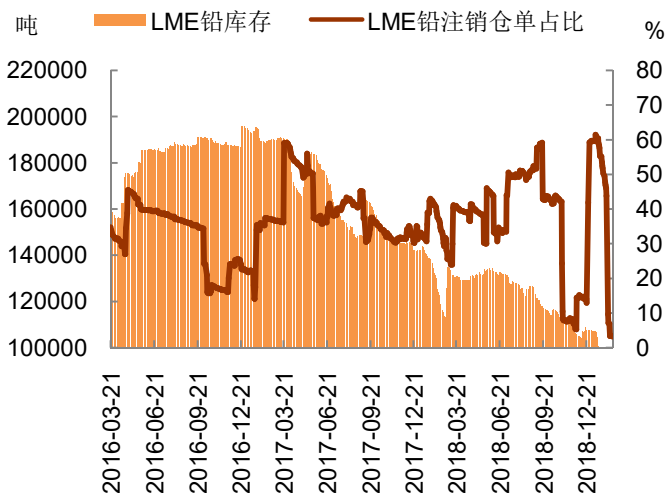
4、铅库存情况

库存方面，1 月炼厂多维持正常生产，加之年末冲销量，产量有所上调，另外下游消费整体偏淡，上期所库存表现持续累库，由月初的 16599 吨增加至月末的 27360 吨，春节期间 SMM 沪粤两地铅锭社会库存亦大增 171.8%，预计 2 月铅价仍将受到来自库存端的压制。伦铅库存则表现下滑，最低触及 66925 吨，然而伴随注销仓单的大幅回落，伦铅未能延续前期反弹格局。

图表 43 上期所铅库存



图表 44 LME 铅库存与注销仓单占比



数据来源：Bloomberg，Wind，铜冠金源期货

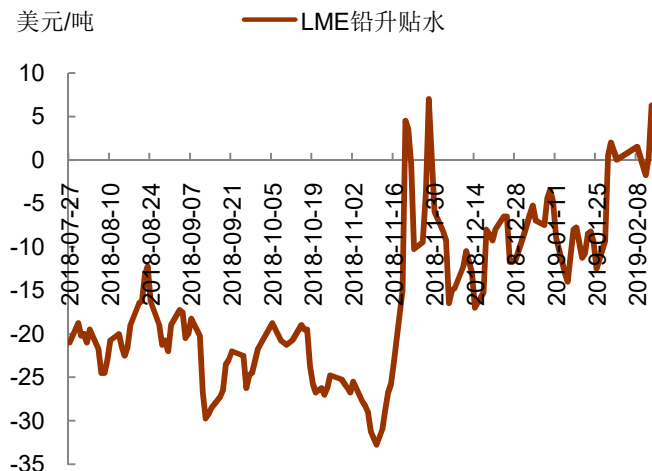
5、升贴水情况

从升贴水来看，1 月现货升水总体呈现下滑走势，截止月末 1#铅小幅升水 85 元/吨，市场整体货源较为充足，且下游多看淡后市，炼厂多以长单出货为主，报价表现上调较为困难，短期现货对期价支撑力度较弱。伦铅现货维持贴水格局，截止月末贴 12.5 美元/吨。

图表 45 1#铅升贴水



图表 46 LME 铅升贴水



数据来源：Wind，铜冠金源期货

五、总结与后市展望

1、锌价展望

锌基本面来看，节后锌锭库存增加明显，而下游消费恢复较晚，现货升水回落，对锌价支撑力度降低，同时，保税区库存也有小幅回升，也是对国内市场构成隐形冲击点，关注锌锭进出口窗口变化。因节前锌价涨幅较大，节后未有更多利好支撑，多头获利离场，空头入场。不过，锌锭市场供给缺口仍存，锌锭冶炼产能释放或继续推迟，这将限制锌价回落空间。整体来看，2月锌价或呈现回落后震荡走势，随着元宵节后下游逐渐复工，预计锌价走势将有所修正，运行区间预计在22200-21000。

2、铅价展望

18年矿端供应整体表现回落，新增产量将在19年逐步体现。全球铅市供需缺口同比表现收窄，伴随矿端供应的恢复，以及在全球消费增长乏力的背景下，预计铅市缺口有望由负转正。国内供应端来看，由于二次物料消耗的提升，矛盾主要聚焦于精铅的供应，2月部分原生

铅炼厂逐步开始有检修计划，开工或将受到一定影响，再生铅方面，因冶炼利润偏低，春节过后中小型炼厂整体复产较为缓慢，原再价差短期有所倒挂，但消费来看，目前市场交投整体尚不活跃，下游多看淡后市，且升贴水方面表现上行乏力，库存亦累积的较高，因此综合预计短期铅市或将继续偏弱运行，在中期炼厂检修以及下游补库动作出现后，供过于求的局面有望逐步得到缓和，由此来看铅价仍存一定反弹空间，盘面预计2月份沪铅主力或在16300-17300元/吨的范围内震荡。

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

上海期货大厦营业部

上海市浦东新区松林路 300 号
1803 室、2104B 室
电话：021-68400688



深圳营业部

深圳市福田区彩田路 3069 号星河
湾世纪大厦 A 栋 2908 室
电话：0755-82874655

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来
公寓 1201
电话：0371-65613449

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号大
连期货大厦 2506B 室
电话：0411-84803386

铜陵营业部

铜陵市义安大道 1287 号财富广场
A2506 室
电话：0562-5819717

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。