

2019 年 3 月 8 日

星期五



增值税下调&存消费旺季预期

锌价或高位震荡

联系人：黄蕾、刘亚威

电子邮箱：huang.lei@jyqh.com.cn

电话：021-68555105

要点

●美国方面，经济数据喜忧参半。2月ISM制造业创2016年11月以来新低，制造业增速放缓。美联储方面，继续释放鸽派言论。欧洲方面，经济状况不容乐观。2月制造业PMI初值为2013年6月以来首次跌破荣枯线，创68个月新低。3月7日，欧洲央行公布政策利率决议，预计至少在2019年底前将保持利率不变，明显鸽派转向。国内2月官方制造业PMI连续第三个月位于枯荣线下方，财新制造业PMI较前值大幅反弹，但仍略低于荣枯线。今年政府工作报告降低2019年经济增长目标为6-6.5%，将工业企业增值税由16%下调至13%，降税幅度给人惊喜，有助于企业成本下降，有助于稳定经济增长，且再度强化降息预期，货币政策宽松可能超市场预期。

●锌基本面来看，进入3月，下游存消费旺季的预期。从目前企业开工来看，镀锌及压铸锌合金企业开工逐渐恢复，社会锌锭累库放缓，但天津、邯郸等地因环保问题或影响当地需求端的跟进。国内外锌矿加工费维持增长态势，炼厂利润可观，部分企业相应调高月度生产量，供应端存宽松的预期。供应端和消费端的博弈仍存。3月初的政府工作报告上，将企业增值税由16%下调至13%，市场普遍预计将于5月份开始执行。从长远角度看，有助于企业减负，利好企业长远发展，但因成本下降短期对锌价有所打压，特别是远期合约。此外，因LME锌库存降至近11年低位，伦锌或延续高位运行。整体来看，锌价将维持外强内弱的格局，沪锌维持近强远弱的走势。预计3月Zn1905运行区间在22500-21150元/吨。

●从供需平衡来看，2018年12月全球精炼铅供需缺口环比持续收窄，1-12月累计缺口亦较2017年表现收窄，ILZSG预测2019年铅市将呈小幅过剩之势。中期国内需求端来看，面临传统消费淡季以及电动车新国标的制约，铅酸蓄电池消费前景较为悲观，暂缺乏大幅好转可能，但在下游库存水平不高的背景下，短期铅

价的拉升仍可能激发其阶段性买涨情绪。供应端来看，前期下跌到万七附近再生铅成本支撑明显，近期随着利润水平的改善期价回落，原生再生价差有所修复，但实际上价格仍未大幅摆脱成本区间。综上，我们预计三月铅价上下波动空间都将受到基本面的限制，总体宽幅震荡的可能性偏大，需重点关注外盘伦铅走势，预计3月沪铅波动区间或为17000-18000元/吨。

风险提示：库存大幅攀升

目录

一、铅锌市场行情回顾.....	6
1、2 月锌行情评述.....	6
2、2 月铅行情评述.....	6
二、宏观经济概况	7
三、锌基本面分析	8
1、2019 年精炼锌缺口将继续收窄	8
2、国内外锌矿加工费加速上涨，精炼锌产量同比回落	11
3、3 月下游初段陆续复工，终端仍难现亮点	13
4、LME 库存大幅走跌，而国内库存有所积压	16
5、现货升贴水呈现外强内弱的情况.....	17
四、铅基本面分析	18
1、全球矿端供应上升，精铅缺口收窄.....	18
2、再生铅利润改善，但价格仍未大幅脱离成本区间.....	20
3、中期消费整体偏弱，补库存阶段性支撑.....	23
4、铅库存情况.....	24
5、升贴水情况.....	25
五、总结与后市展望	25
1、锌价展望.....	25
2、铅价展望.....	25

图表目录

图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势	6
图表 2 沪铅主连及 LME 三月期铅走势	7
图表 3 2018-2019 年国外主要锌矿企矿产情况（万吨）	9
图表 4 2018-2019 国内锌矿企矿产情况（万吨）	9
图表 5 2018-2019 国外锌冶炼增产情况（万吨）	10
图表 6 2018-2019 国内锌冶炼增产情况（万吨）	10
图表 7 全球锌精矿市场供需平衡表（万吨）	10
图表 8 ILZSG 全球锌矿月度产量情况	11
图表 9 ILZSG 全球精炼锌供需情况	11
图表 10 锌矿加工费情况	12
图表 12 精炼锌进口盈亏	12
图表 11 国内炼厂利润情况	12
图表 13 SMM 精炼锌产量情况	12
图表 14 锌矿进口情况	13
图表 15 精炼锌进口情况	13
图表 16 锌初级端消费占比	14
图表 18 镀锌企业开工情况	14
图表 17 重点企业镀锌板销量情况	14
图表 19 镀锌板库存情况	14
图表 20 基础设施建设投资数据	15
图表 21 房地产开发投资数据	15
图表 22 汽车当月产量及销量数据	15
图表 23 家电累计产量数据	15
图表 24 上期所锌库存	17
图表 25 社会锌锭库存	17
图表 26 LME 锌库存与注销仓单占比	17
图表 27 保税区库存	17
图表 28 0#锌升贴水	18
图表 29 LME 锌升贴水	18
图表 30 2019 年国外铅矿山产能增量情况（万吨）	19
图表 31 全球铅市供需平衡表（万吨）	19
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	20
图表 35 国内铅矿及精炼铅供需平衡表（万吨）	21
图表 36 铅精矿进口情况	22
图表 37 精炼铅产量情况	22
图表 38 铅精矿加工费情况	22
图表 39 铅精矿产量情况	22
图表 40 再生铅产量情况	23
图表 41 铅酸蓄电池消费领域占比	24

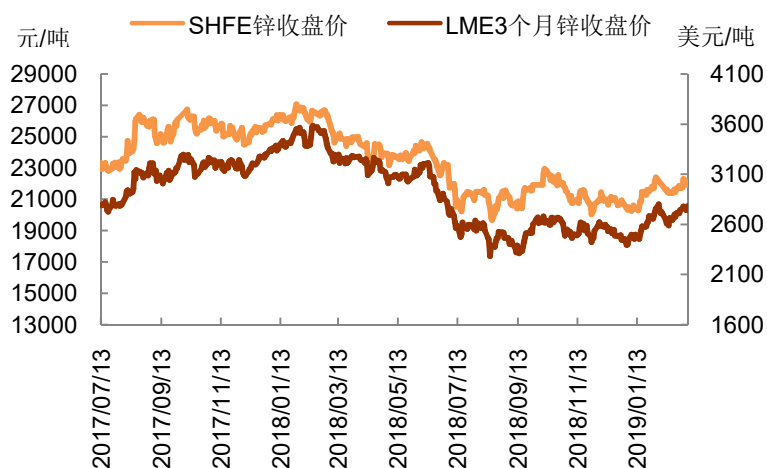
图表 42 铅酸蓄电池出口情况.....	24
图表 43 上期所铅库存.....	24
图表 44 LME 铅库存与注销仓单占比	24
图表 45 1#铅升贴水.....	25
图表 46 LME 铅升贴水	25

一、铅锌市场行情回顾

1、2 月锌行情评述

2 月份,主力 Zn1904 呈现探低回升反弹上行的走势。春节假期归来,沪锌出现补跌行情,期价收至大阴线,随州受中国创记录社融增量推动,以及中美贸易谈判达成协议预期扶助,期价开启反弹走势,此外,美元走跌及 LME 锌库存不断下滑,也助推锌价走强。至月末,锌价再度触及 22000 元/吨一线的高位,上涨动能趋缓,呈现高位震荡,市场等待下游消费的更进。截至月末,Zn1904 收至 21745 元/吨,月度跌幅达 0.78%,持仓量报收 228662 手。外盘呈现先抑后扬走势,月初各国公布的经济数据较为疲软,市场担忧全球经济出现衰退,加之中美贸易谈判存不确定性,市场走势较为谨慎,锌价回落。随后宏观氛围改善,加之 LME 库存走跌,伦锌低位反弹至 2800 美元/吨一线附近,最终收至 2759.5 美元/吨,月度涨幅达 1.32%,持仓量报收 253569 手。

图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势

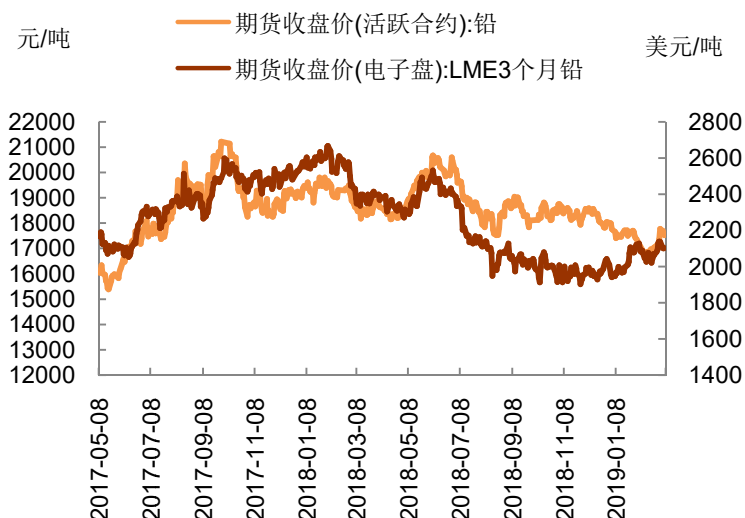


数据来源: Wind, 铜冠金源期货

2、2 月铅行情评述

2 月沪铅主力合约由 1903 合约换月至 1904 合约,沪铅主力连续总体呈现 V 型反转走势,月初受弱消费以及宽供应的影响,期价由 17500 元/吨一线最低跌至 16510 元/吨,后受到再生铅成本支撑以及伦铅反弹的提振,铅价开始企稳返升,途中伴随着宏观情绪利好,以及内蒙矿难事故的发酵,期价于 3 月初最高录得 17850 元/吨高位,2 月持仓量增 0.64 万手至 4.8 万手。伦铅方面,2 月整体先降后升,探底后主要受库存低位,以及注销仓单攀升的支撑,一举突破前期高点,创下 2179.5 美元/吨新高,月持仓量增 0.64 万手至 10.7 万手。

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，经济数据喜忧参半。2月底，美国商务部发布数据显示，美国四季度实际GDP年化季环比初值2.6%，由于消费者和企业支出强劲，美国经济第四季度放缓幅度低于预期，全年增速跌破3%但创三年来新高。随后公布的美国2月ISM制造业数据显示，2月ISM制造业指数54.2，低于预期的 55.8，创2016年11月以来新低，美国制造业增速放缓。不过，2月ISM非制造业指数59.7，好于预期的57.4，较前值的56.7上升3个百分点，意味着美国非制造业扩张速度加快，也是连续第109个月呈增长态势。美国2月ADP就业人数变动 18.3万人，略不及预期19万人，前值 21.3万人。2月数据下降可能表明美国就业市场已经见顶。此外，在政府关门、极端天气、消费萎缩等因素的拖累下，最近高盛和纽约联储GDP模型对美国一季度GDP的预测，都下调到了不到1%。美联储方面，继续释放鸽派言论。3月5日，四位地区联储主席齐发声，列举了通胀、劳动力闲置问题、企业债和外部因素等种种“担忧”，为现阶段暂停加息正名。其中今年票委、一直是鹰派的波士顿联储主席意外“转鸽”，不确定今年是否再加息一次，两个月前还支持加息两次。

欧洲方面，经济状况不容乐观。2月制造业PMI初值49.2，为2013年6月以来首次跌破荣枯线，创68个月新低，对整体经济表现产生压力。作为欧元区“火车头”德国制造业PMI也在进一步下滑。由于亚洲、尤其是中国需求的下滑，汽车业订单出现下降，德国制造业需求持续疲软，2月制造业PMI初值47.6，为74个月新低。经济已经陷入技术性衰退的意大利2月制造业PMI创下69个月的低点，降至47.7。不过，法国2月制造业PMI意外反弹，初值51.4，创5个月

新高。3月7日，欧洲央行公布政策利率决议，预计至少在2019年底前将保持利率不变。明显鸽派转向，不仅保持现有的超低政策利率不变，还将加息时间至少推迟了半年，大幅下调今年经济增长（由1.7%至1.1%）和通胀预期（由1.6%下调至1.2%），并宣布了第三轮定向长期再融资操作TLTRO。

国内方面，中国2月官方制造业PMI 49.2，低于预期的49.4，连续第三个月位于枯荣线下方，续创2016年2月以来的新低，前值49.5。随后公布的2月财新制造业PMI 49.9，高于预期的48.5，较前值大幅反弹1.6个百分点，但仍略低于荣枯线。3月5日，李克强总理政府工作报告宣布2019年经济增长目标为6-6.5%，略低于18年水平，工业企业增值税由16%下调至13%，全年总降税减费计划2万亿，加大对小微企业金融支持力度，国有大行对小微企业贷款要求增长30%。同时，显示货币政策仍有放松空间，指出“适时运用利率等价格手段”，为降息打开了政策空间。总体来看，经济增长目标符合预期，但降税幅度给人惊喜，有助于企业成本下降，刺激消费上升，有助于稳定经济增长，且再度强化降息预期，货币政策宽松可能超市场预期。

整体来看，全球经济不容乐观。3月7日，经合组织OECD在最新公布的全球经济展望报告中称，2019年全球经济增速预测值下调至3.3%，较去年11月下调0.2个百分点，2020年同样下调0.1个百分点。新兴经济体整体趋稳，而欧洲经济增长存在巨大隐患。

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，2018年12月锌矿产116.68万吨，2018年全年锌矿产1286.6万吨，同比增加2%。

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12月全球锌市供应短缺缩窄至61,800吨，11月修正后为短缺80,900吨。2018年全年，全球锌市供应短缺384,000吨，2017年全年为短缺442,000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。

据S&P Global报道，2019 年锌精矿加工费长单谈判价集中于200美元/吨以上，较2018 年的147美元/吨将大幅上涨。

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

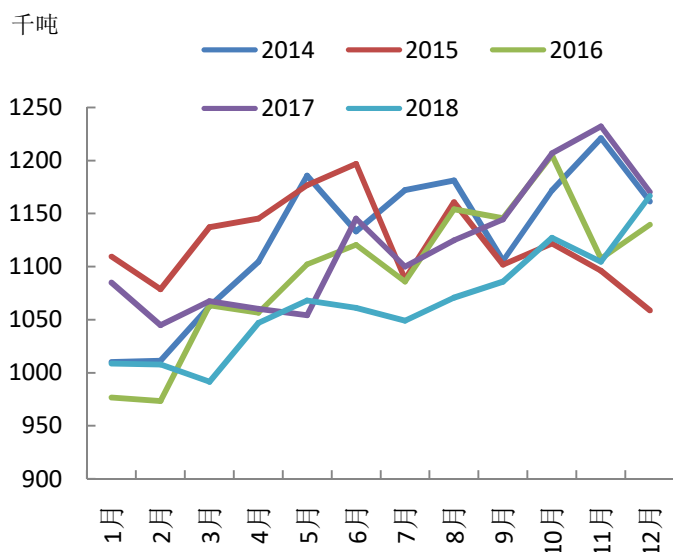
图表 7 全球锌精矿市场供需平衡表（万吨）

	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

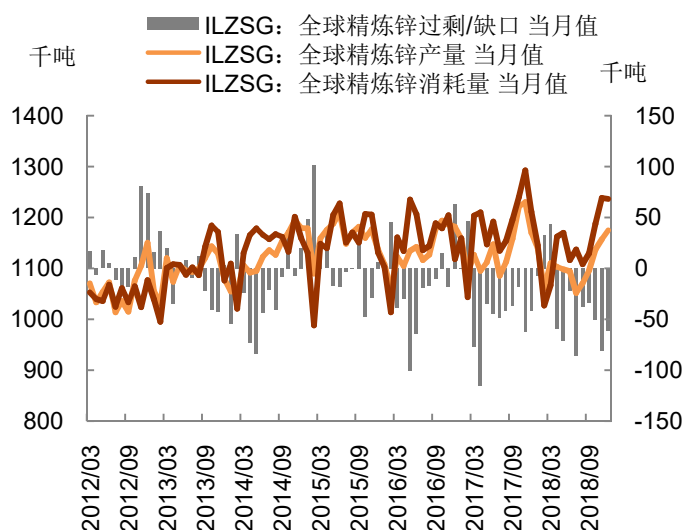
数据来源：ILZSG

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

SMM 调研数据，1 月精炼锌产量 43.36 万吨，环比减少 3.31%，同比减少 11.46%。1 月份株洲冶炼集团老厂关停拆解，新厂产能释放缓慢，产量继续下降，且 1 月份新增河池南方因电力等因素减产检修，汉中锌业产量持稳上月暂未恢复，整体大厂上贡献较多减量。2 月份，适逢春节，除湖南湘西部分炼企放假一个月停减产外，其他多保持正常生产状态。预计 2 月精炼锌产量 43.16 万吨，同比减少 6%，环比继续微降 0.47%。

加工费来看，3 月国产锌矿加工费报 5900-6400 元/金属吨，均值环比上涨 250 元/金属吨；进口锌矿加工费报 225-245 美元/干吨，均值环比上涨 25 美元/干吨。

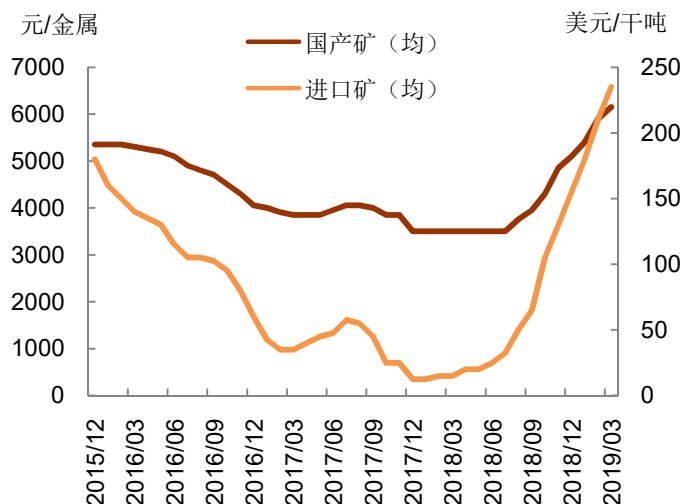
2 月 23 日，内蒙古锡林郭勒盟矿发生重大事故，据悉涉事矿山 2018 年锌产量可达近 20000 金属吨；铅产量可达近 6000 金属吨；2019 年以及 2020 年，预计锌年产量可达近 40000 金属吨，铅年产量可达近 10000 金属吨。银漫矿业锌产量约占整体内蒙古产量的 3.5% 左右，其月度矿量可为规模以上冶炼厂提供 3-5 天左右的原料储备。涉事矿产已停业整顿。2 月 25 日上午，内蒙古自治区安委会召开全区安全生产大检查紧急电视电话会议宣布，即日起至 3 月底在全区范围内组织开展为期 1 个月的安全生产大检查，预计对内蒙地区锌矿供应产生一定影响。

进出口方面，海关数据显示，1 月进口锌精矿为 30.14 万吨，环比增加 22.7%，同比减少 11.5%。其中，澳大利亚进口累计共 12.30 万实物吨，占 1 月锌精矿进口总量的 41%，位居第一位，秘鲁进口累计为 4.2 万实物吨，占 1 月锌精矿进口总量的 14%，位居第二位，西班牙超越俄罗斯，成为第三大锌精矿进口来源国，进口累计共 2.39 万实物吨，占 1 月锌精矿进口

总量的 8%。目前进口锌精矿利润仍 然相对可观，从海运周期来看，国内 2、3 月进口锌精矿数量有望维持高位。

1 月锌锭进口量 6.92 万吨，环比下降 26.2%，同比增加 3.1%。根据我们对进出口利润的测算，2 月进口盈利窗口长时间关闭，预计 2 月进口锌锭量将继续下滑。

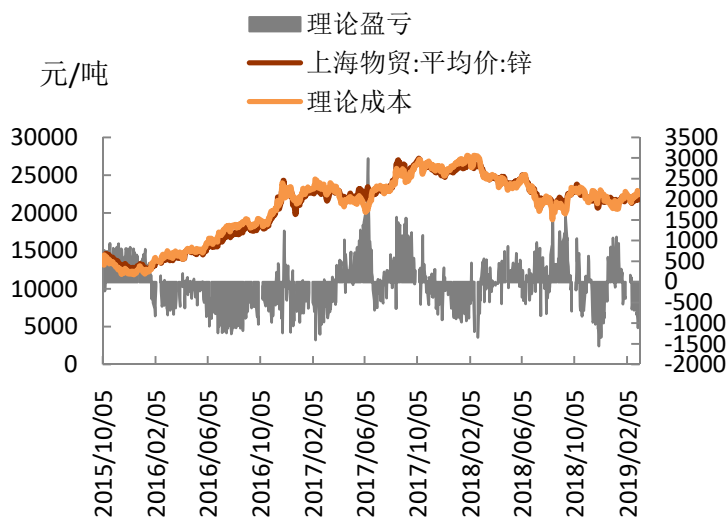
图表 10 锌矿加工费情况



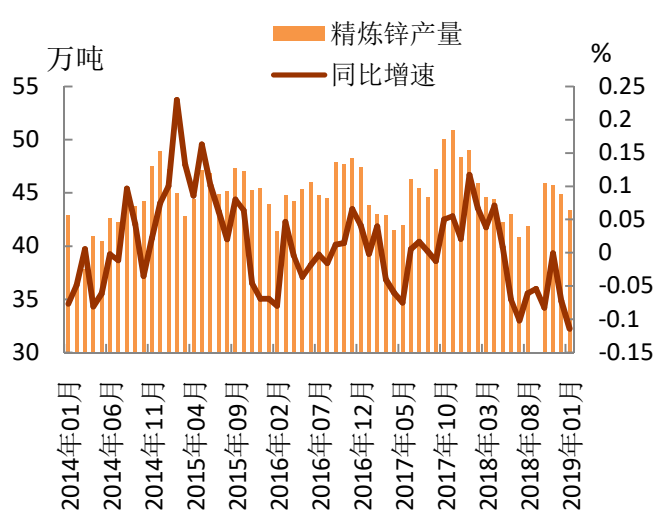
图表 11 国内炼厂利润情况



图表 12 精炼锌进口盈亏

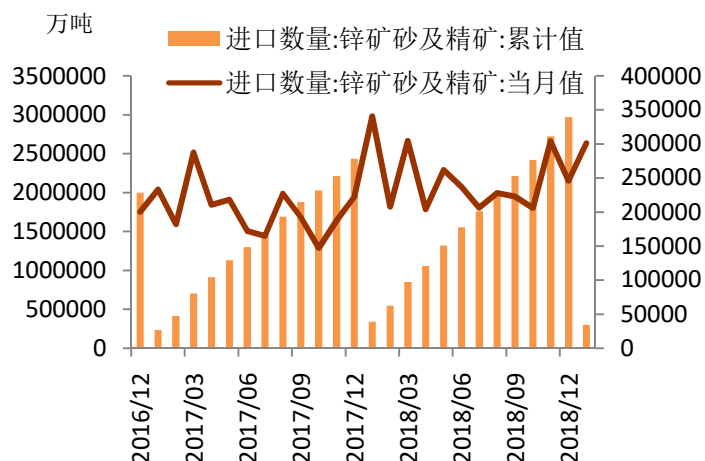


图表 13 SMM 精炼锌产量情况

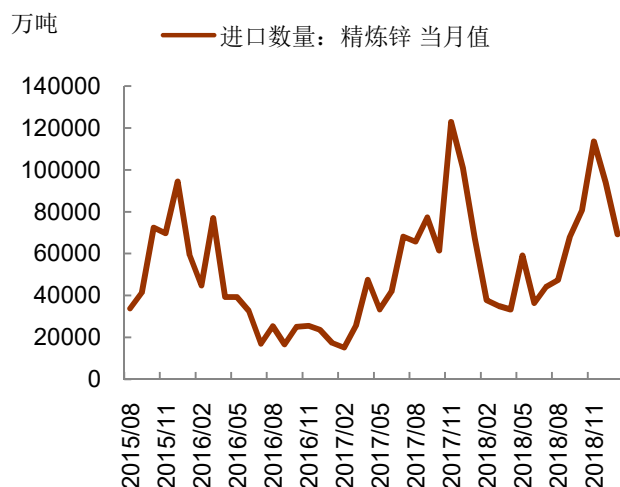


数据来源：SMM，Wind，铜冠金源期货

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、3 月下游初段陆续复工，终端仍难现亮点

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%）。

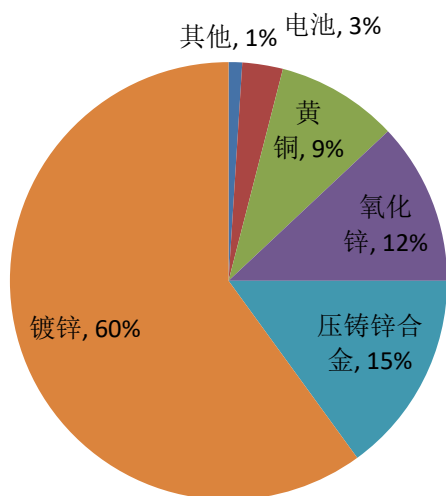
2018 年 1-12 月份全国重点企业镀锌板累计产量 2234.52 万吨，同比减少 1.11%，同比跌幅小幅收窄。1-12 月镀锌板累计销量为 2186.42 万吨，同比增加 1.47%。截止 2 月 28 日 mysteel 监测数据显示国内主要市场镀锌仓库库存为 112.57 吨，2 月以来延续累库趋势。

据 SMM 调研，1 月镀锌企业开工率为 52.99%，环比下降 25.41 个百分点，同比上升 14.1 个百分点。主因 1 月，企业陆续进入春节假期，开工率环比出现明显季节性回落。预计 2 月镀锌开工率继续大幅下滑，主因春节放假效应集中体现，属于传统季节性回落，但随着初八之后下游企业将逐渐回归，预计后市消费或将走强。

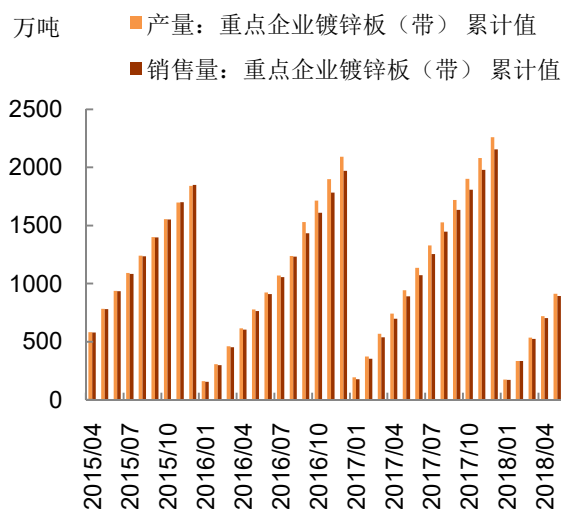
不过，近日部分地镀锌企业受环保影响，出现减限产的情况。天津市 2 月 28 日起将出现连续重污染天气，经市政府批准，发布重污染天气橙色预警，部分镀锌企业存在 50%左右的限产情况，而叠加锌价上涨以及新接纳订单仍未有明显回暖的情况，津市消费呈现进一步走弱趋势。此外，为响应两会叠加天气因素，邯郸部分镀锌管企业 4 日开始出现停限产情况，据了解，邯郸地区镀锌管企业主流日产能可在 1.5 万吨上下。后续恢复生产日期暂未明确。

压铸锌合金方面，据了解，虽然合金企业已经全面复工生产，但是遭受了成品库存高、销售不畅的压力。此外，合金行业开工却较去年同期逊色许多。

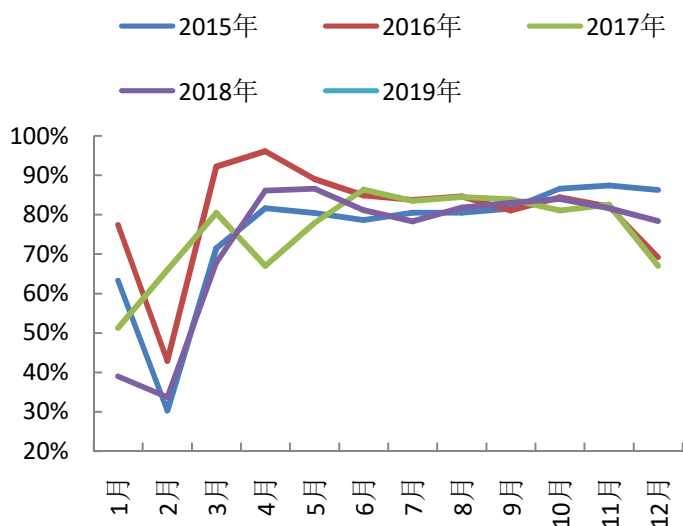
图表 16 锌初级端消费占比



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

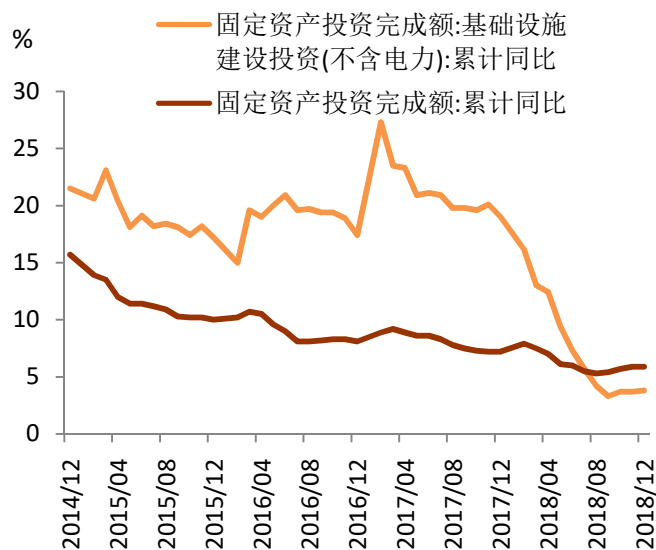


图表 19 镀锌板库存情况

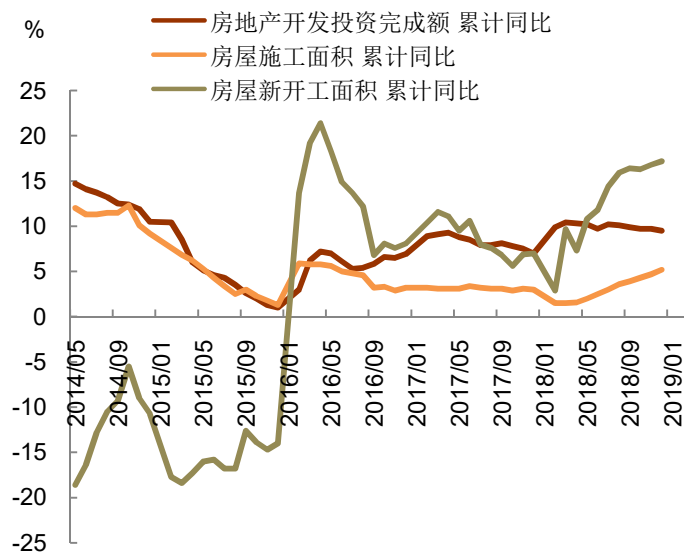


数据来源：Wind，SMM，铜冠金源期货

图表 20 基础设施建设投资数据

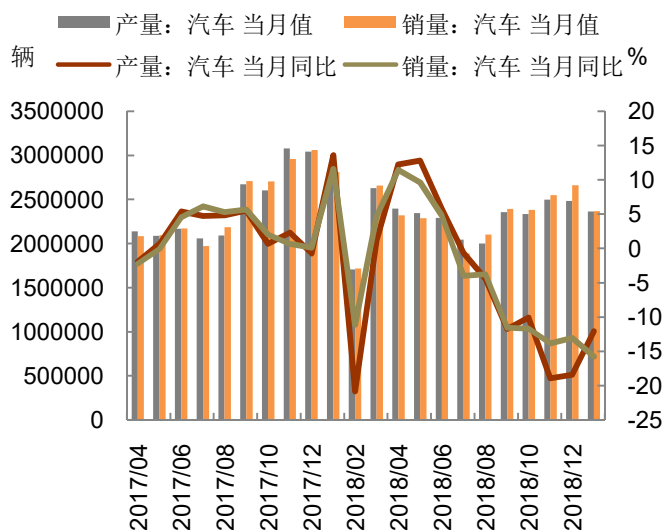


图表 21 房地产开发投资数据

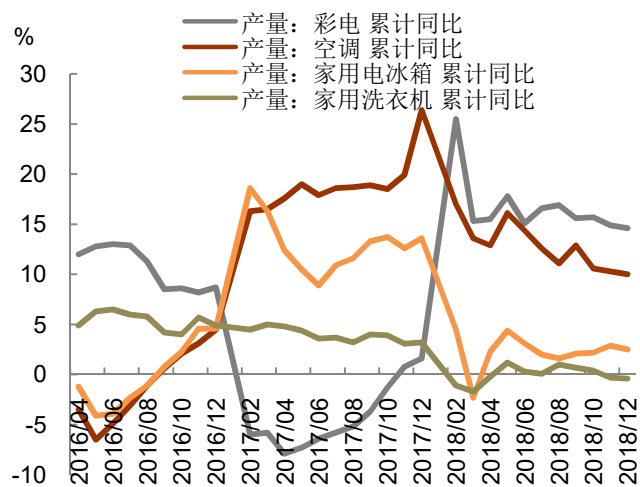


数据来源: Wind, 铜冠金源期货

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，2019 年 1 月，我国汽车产销分别完成 236.5 万辆和 236.7 万辆，同比分别下降 12.1% 和 15.8%。产销量延续下滑之势。对于 2019 年全年来看，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。

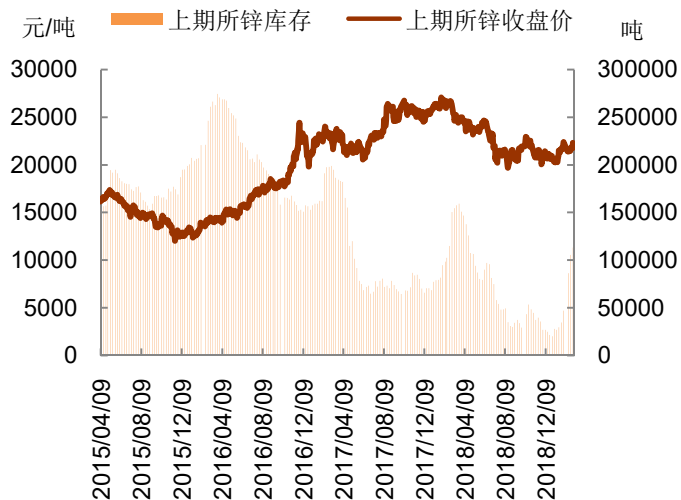
白色家电方面，12 月家电终端零售增速回暖，其中洗衣机销量增速转正至 3.6%，冰箱销量增速降至 0.9%。但需求回暖主要来自内需的贡献，12 月空调、冰箱出口增速均大幅下滑，分别降至 7.1%、2.6%；洗衣机出口增速归零，虽略回升，但主要受基数走低影响，并且仍处 18 年内低位。需求释放带动生产恢复，12 月三大白电产量增速涨多跌少，空调、洗衣机产量增速分别升至 10.6%、-2.9%，冰箱产量增速降至 5.8%。不过，目前空调社会库存高达 4200 万台，积压显著。

目前来看，终端暂无亮点，国内经济仍在寻底，难言提振锌需求。

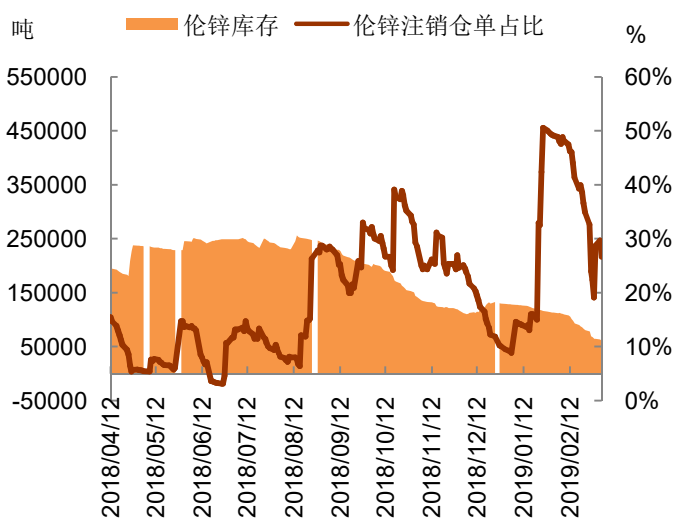
4、LME 库存大幅走跌，而国内库存有所积压

2 月份，LME 进入加速去库存阶段，截止至 2 月 28 日，库存降至 65100 吨，月度环比减少 48325 吨，降幅达 42.6%，引发市场对外盘出现逼仓的担忧。春节后，上期所库存出现大幅攀升，一方面受季节性累库影响，另一方面因锌价高企，套保盘大量流入，库存攀升，截止至 3 月 1 日，库存增至 113175 吨，月度环比增加 141%。此外，社会库存及保税区库存均出现回升，截止至 2 月底，社会库存增至 22.92 万吨，较往年偏低。因 2 月份进口锌锭处于库存状态，且下游处于放假周期，保税区库存仅小幅增加，目前维持在 8.3 万吨左右。

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

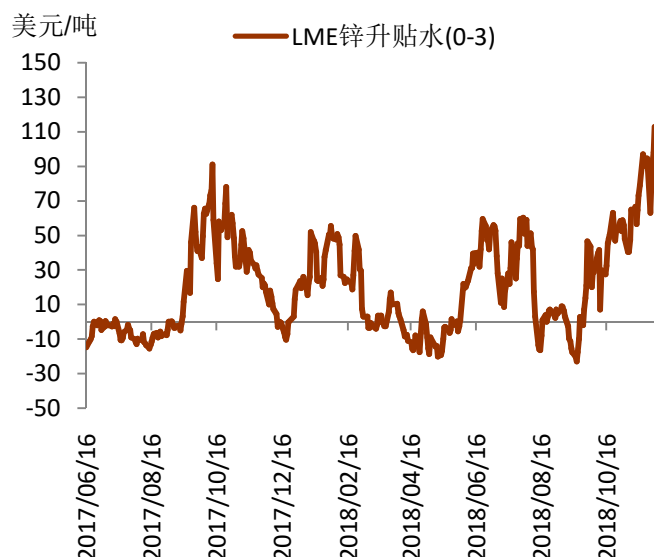
5、现货升贴水呈现外强内弱的情况

2 月随着 LME 库存达快速大幅走跌, 现货由小幅贴水转为大幅升水结构, 截止至 2 月 28 日, 升水报收 35.3 美元/吨。国内因下游多元宵节后复工, 且随着 1902 合约的顺利交割, 市场货源增加, 现货升水收窄, 部分地区现货出现小幅贴水。

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、全球矿端供应上升，精铅缺口收窄

铅矿方面，国际铅锌小组（ILZSG）公布数据显示，2018 年 12 月全球铅矿产量为 47.71 万吨，环比增 5.48%，同比增 6.81%。2018 年 1-12 月全球铅矿累计产量为 473.55 万吨，累计同比下滑 5.45%。

国际铅锌小组（ILZSG）认为，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。

精炼铅方面，国际铅锌小组（ILZSG）公布数据显示，2018 年 12 月全球精炼铅的产量为 108.12 万吨，同比增 12.81%，2018 年 12 月全球精炼铅消耗量为 109.56 万吨，同比增 17.23%，缺口 1.44 万吨，环比缺口表现收窄。2018 年 1-12 月，全球精炼铅累计产量和消耗量分别为 1181.7 万吨，1197.21 万吨。2018 年全年短缺 15.51 万吨，2017 年短缺 19.69 万吨，年度缺口有所收窄。

国际铅锌小组（ILZSG）报告预计，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

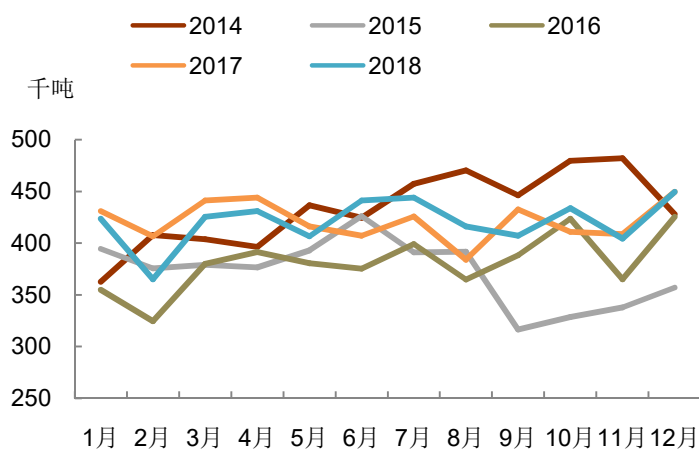
数据来源：安泰科，铜冠金源期货

图表 31 全球铅市供需平衡表（万吨）

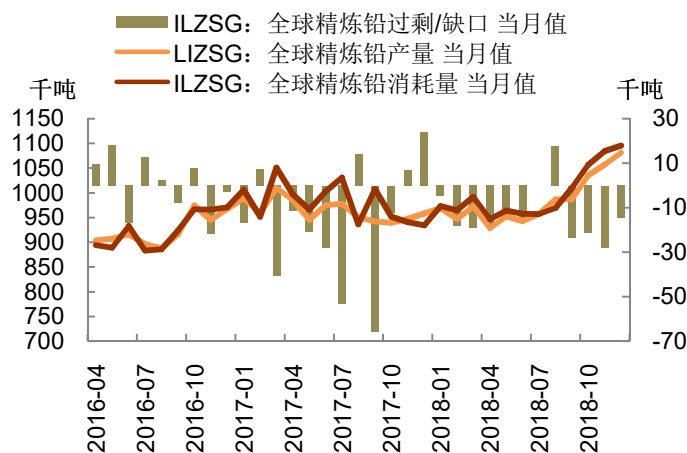
	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
铅矿产量	494.6	485	466.5	459.7	458	477
铅矿增速	-3%	-1.9%	-3.8%	-1.5%	-0.4%	4.1%
精炼铅产量	1102.1	1095.7	1158.8	1156.5	1159	1184
精炼铅消费量	1099.3	1093.9	1112.3	1171.2	1171	1179
供需平衡	2.8	1.8	3.5	-14.7	-12	5

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、再生铅利润改善，但价格仍未大幅脱离成本区间

铅矿方面，国家统计局公布数据显示，2018 年 12 月铅矿产量为 13.56 万吨，环比下滑 2.46%，同比增 14.86%，2018 年 1-12 月铅矿累计产量为 133.1 万吨，累计同比下滑 5.88%。伴随天气逐步转暖，高寒地区产量逐步释放，3 月 SMM 国产 TC 均价上调至 1850 元/吨。进口矿方面，海关数据显示，1 月国内铅矿砂及精矿进口量为 12.2725 万吨，环比增长 3.58%，同比增 35.25%，进口呈增长态势，3 月 SMM 进口 TC 均价上调至 27.5 美元/干吨。总体来看，近期内蒙银漫矿业事故短期内对整体铅矿释放构成一定阻力，但由于炼厂对二次物料利用率的提升，以及再生铅产能占比的提升，铅矿中期或将维持宽松格局。

精炼铅方面，国家统计局公布数据显示，2018 年 12 月精炼铅产量为 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%。SMM 调研数据，2019 年 1 月全国原生铅产量为 27.4 万吨，环比下降 1.2%，同比上升 8.44%。据 SMM 调研，1 月原生铅产量环比小幅下降，主因：2018 年底，原生铅炼厂为冲刺全年产销量，中大型企业普遍以满负荷生产，甚至部分企业达到超负荷生产；进入 1 月后，多数企业恢复到常态生产状态。此外，由于部分炼厂使用进口粗铅生产，缩短电解铅生产周期，1 月份继续保持较高的开工率水平。另 2 月份，由于中国传统春节假期因素，原生铅冶炼企业中，大型炼厂于节日期间多如常生产，但如湖南、云南、河南等中小型冶炼则停工放假；同时，湖南宇腾、银星、河南秦岭、云南振兴等企业进行检修，且这类在检修的企业又属于中大型企业，产量降幅较大，SMM 预计 2 月原生铅产量将下降 4 万余吨至 23.3 万吨。

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%。前期再生铅中小炼厂受利润因素制约，开工整体偏低，原再价差短期表现倒挂，印证再生铅供应偏紧，据 SMM 初步调研了解，2 月国内再生铅冶炼调研总产量或为 10.22 万吨，较 1 月大幅减少超 4 万余吨，2 月开工率约 35.36%，环比下降近 15%，因此期价自 2 月中旬之后盘面开始表现企稳走强。目前来看由于期价走高再生铅生产利润显著改善，炼厂出货意愿大大增强，短期对期价构成了一定程度的打压，但中期来看价格仍未大幅脱离成本附近，预计铅价仍难摆脱下方成本支撑。

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	栾川实业	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

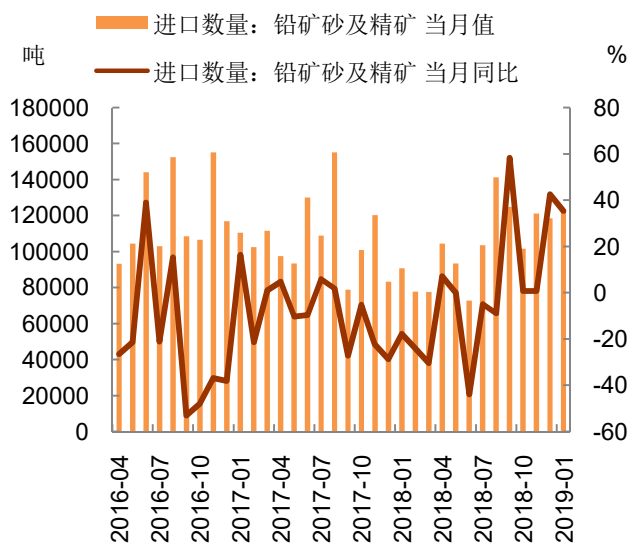
数据来源：百川，铜冠金源期货

图表 35 国内铅矿及精炼铅供需平衡表（万吨）

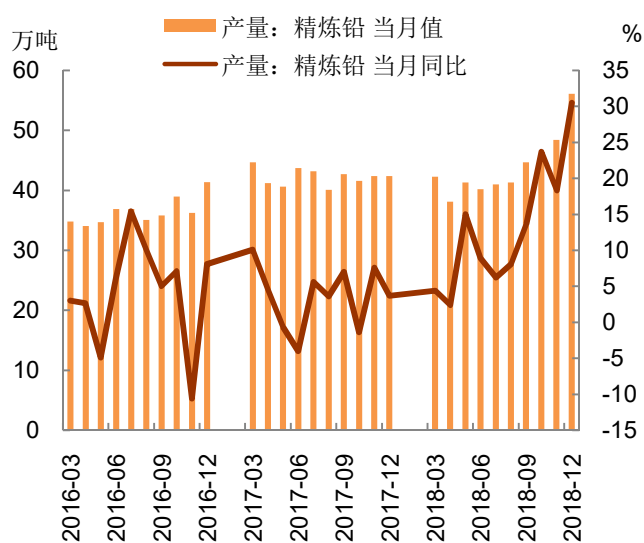
	2015年	2016年	2017年	2018年*
铅精矿产量	233.5	223	208	215
铅精矿需求量	321	318.5	296.9	298
铅精矿净进口量	94.9	70.5	64	63
铅精矿供需平衡	7.4	-25	-24.9	-20
精炼铅产量	470	466.5	487	480
精炼铅需求量	470.2	475	483	490
精炼铅净进口量	-6	-1.1	7.1	1.5
精炼铅供需平衡	-6.2	-9.6	11.1	-8.5

数据来源：安泰科，铜冠金源期货

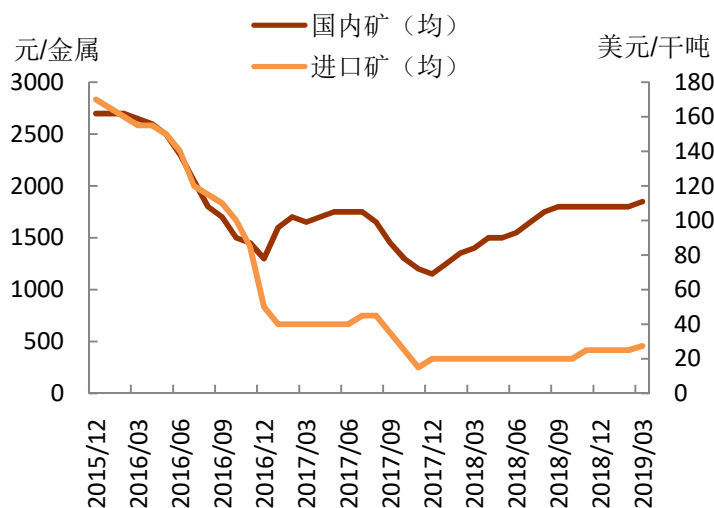
图表 36 铅精矿进口情况



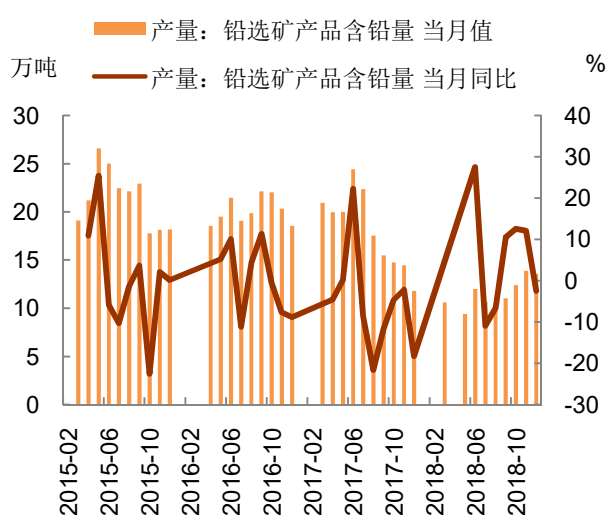
图表 37 精炼铅产量情况



图表 38 铅精矿加工费情况

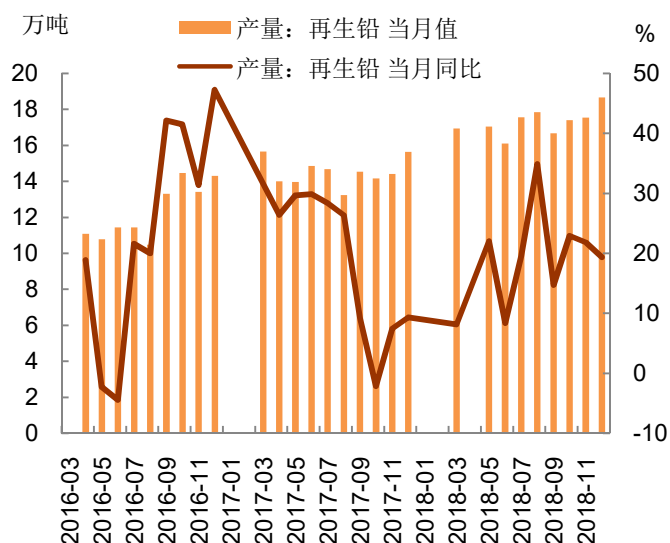


图表 39 铅精矿产量情况



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、中期消费整体偏弱，补库存阶段性支撑

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，1 月铅酸蓄电池出口量为 299.5157 万个，同比下滑 0.78%，2018 年累计出口量为 2707.5759 万个，累计同比下滑 13.57%。2 月假期归来后，从 SMM 蓄企周度开工率来看，整体呈现恢复状态，由年后的 38.56% 升至 3 月初的 56.55%，短期由于铅价的快速拉涨，蓄企在低库存背景下，出现一定程度的追涨情绪，但客观来看鉴于后市淡季来临，预计中期需求仍难出现较大改观。

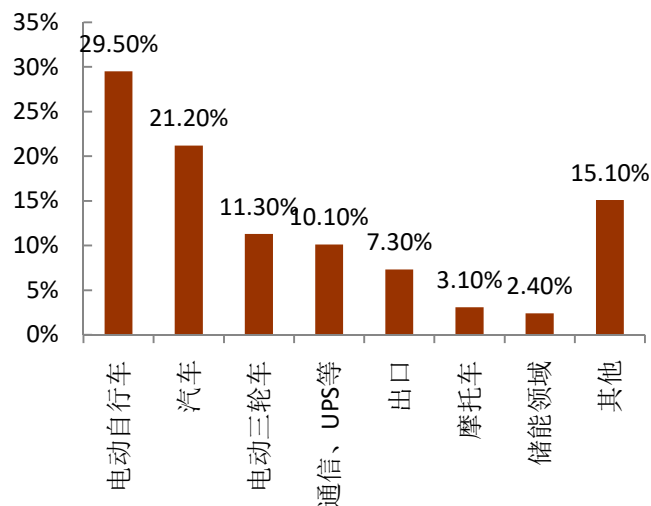
终端来看，汽车工业协会数据显示，1 月汽车产销量分别为 236.5 万辆和 236.7 万辆，同比下滑 12.05% 和 15.76%。2018 年 1-12 月累计产消为 2780.92 万辆和 2808.06 万辆，累计同比分别下滑 4.16% 和 2.76%。汽车数据表现不佳，主因中国经济增速放缓、外部局势仍未明朗等内外因素削弱了消费者对汽车等大件消费品的需求，预计中期车市难见复苏。

电动自行车方面，新国标将于 4 月 15 日正式实施，电池耗铅量的下滑已经成为事实。

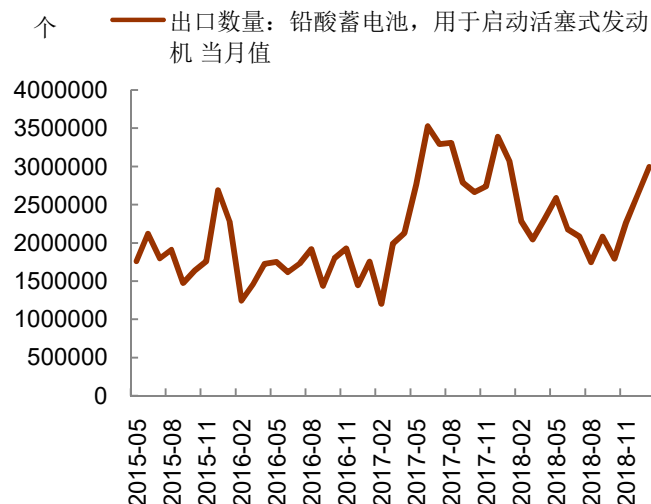
通信基站方面，国家统计局数据显示。1-12 月累计产量为 43225.2 万信道，累计同比增幅 59%，随着运营商逐步开展 5G 试点运行，基站数据表现亮眼，但由于中国铁塔公司文件表示，将在 3 年之内逐渐停止铅酸蓄电池采购，考虑利用锂电替代，短期对铅的需求或表现平稳，但长期来看将对铅需求构成打压。

综合来看，短期下游补库尚存一定支撑因素，中期来看仍面临着消费淡季的压力，且增长前景较为黯淡，预计消费难以给予铅价大幅度的支撑力度。

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

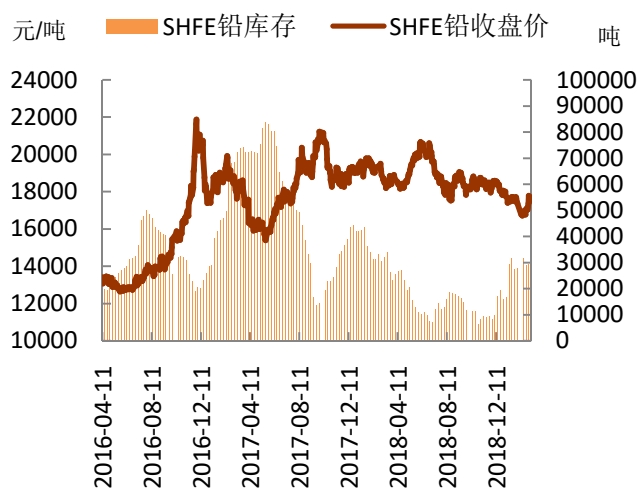


数据来源：安泰科，Wind，铜冠金源期货

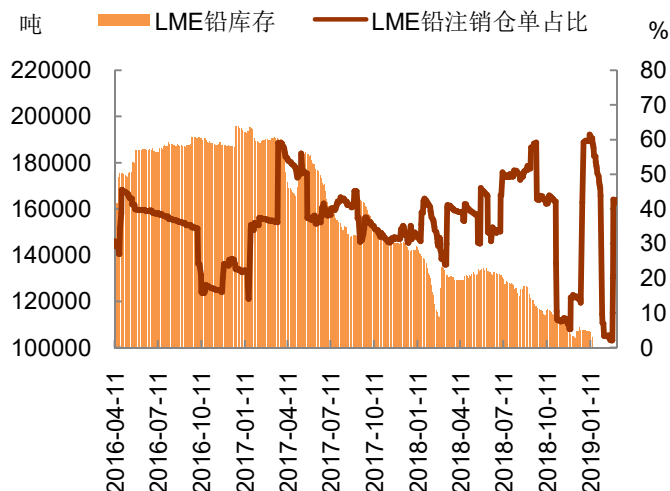
4、铅库存情况

库存方面，2 月上旬库存变化不大，累库速度有所放缓，整体呈现盘整走势，截止 3 月初库存为 29355 吨，预计后市综合原生铅炼厂检修，以及弱消费的背景，库存或将维持平稳。伦铅方面，2 月库存小幅走高，截止 3 月 7 日库存为 76675 吨，当总体来看依旧处于低位，中期来看，伦铅仍存软逼仓可能，从而可能对内盘构成一定提振。

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，2 月现货总体维持小幅贴水格局，近期伴随着再生铅供应的释放，贴水小幅走扩。2 月 LME 铅现货基本维持贴水格局，现货对期价支撑力度较弱。

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，进入3月，下游消费旺季的预期。从目前企业开工来看，镀锌及压铸锌合金企业开工逐渐恢复，社会锌锭累库放缓，但天津、邯郸等地因环保问题或影响当地需求端的跟进。国内外锌矿加工费维持增长态势，炼厂利润可观，部分企业相应调高月度生产量，供应端存宽松的预期。供应端和消费端的博弈仍存。3月初的政府工作报告上，将企业增值税由16%下调至13%，市场普遍预计将于5月份开始执行。从长远角度看，有助于企业减负，利好企业长远发展，但因成本下降短期对锌价有所打压，特别是远期合约。此外，因LME锌库存降至近11年低位，伦锌或延续高位运行。整体来看，锌价将维持外强内弱的格局，沪锌维持近强远弱的走势。预计3月Zn1905运行区间在22500-21150元/吨。

2、铅价展望

从供需平衡来看，2018年12月全球精炼铅供需缺口环比持续收窄，1-12月累计缺口亦较2017年表现收窄，ILZSG预测2019年铅市将呈小幅过剩之势。中期国内需求端来看，面临传统消费淡季以及电动车新国标的制约，铅酸蓄电池消费前景较为悲观，暂缺乏大幅好转可能，

但在下游库存水平不高的背景下，短期铅价的拉升仍可能激发其阶段性买涨情绪。供应端来看，前期下跌到万七附近再生铅成本支撑明显，近期随着利润水平的改善期价回落，原生再生价差有所修复，但实际上价格仍未大幅摆脱成本区间。综上，我们预计三月铅价上下波动空间都将受到基本面的限制，总体宽幅震荡的可能性偏大，需重点关注外盘伦铅走势，预计3月沪铅波动区间或为17000-18000元/吨。

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。