

2019 年 8 月 9 日 星期五



## 国内库存预计增加

## 锌价走势震荡下跌

联系人：徐舟、刘亚威

电子邮箱：xu.z @jyqh.com.cn

电话：021-68555105

### 要点

●7月份美联储做出近10年来的首次降息，但从实际全球经济基本面来看，无论是美国、日本和欧洲的发达经济体，还是中国、印度的新兴经济体整体增速都出现了明显下降，制造业PMI持续回落。同时中美贸易战进一步升级，美国对3000亿中国商品加征关税，中国给予回应，停止采购美国农产品。贸易战形势的恶化也拖累了全球经济增速。

●锌：基本面看，供应方面，国外锌矿库存产量继续回升，预计未来供应将进一步宽松，国内锌矿产量虽然累计同比为负，但是新增产能逐渐释放，预计今年锌矿产量能持平于去年水平。锌锭方面，随着国内检修以及环保等因素消退，锌锭产量回升至历史高位。7月份北方部分炼厂夏季常规检修陆续开始，但是随着株冶的达产，产量仍将处于高位。整体来看，虽然未来产能进一步提升空间有限，但是居高不下的锌锭产量在下半年较上半年大幅增加。而下游消费方面，压铸合金和氧化锌领域开工继续回落，镀锌开工基本持平，目前消费淡季之下，锌的消费没有明显亮点。此外，当前全球宏观面变数较多，随着全球经济体相继出现疲态，中美贸易战进一步升级，或对商品价格继续施压。盘面看，锌价走势较其他金属偏弱势，随着锌价跌破前期低点，打开了未来下跌空间。整体来看，8月份随着供需格局的继续弱化，锌价易跌难涨。

●铅：全球铅矿保持增长，铅矿向铅锭传导仍在继续，全年供需平衡有望由负转正。国内来看，海外矿山产量恢复背景下进口矿将持续补充国内，铅矿供需维持宽松。冶炼端，铅价走高再生铅利润水平好转存释放预期，另8月原生铅炼厂检修恢复，供应增量依旧限制着铅价上行空间，而反观下游行业库存及蓄企开工表现并未好转，旺季需求难言乐观，或将面临旺季不旺格局。整体来看，需求

复苏不及供应恢复压力，库存已攀升至新高，短期技术面表现偏强，在资金推动下铅价跟随伦铅上行，但中期在基本面疲软以及宏观面恶化背景下，还需谨慎看多，重点关注伦铅走势及国内消费回暖情况，消费边际好转将为铅价带来支撑。

风险提示：中美贸易极度恶化、铅消费超预期回暖

## 目录

一、铅锌市场行情回顾 .....	6
1、7 月锌行情评述.....	6
2、7 月铅行情评述.....	6
二、宏观经济概况 .....	7
三、锌基本面分析 .....	8
1、锌精矿过剩逐渐向锌锭过剩传导.....	8
2、锌锭产量居高不下，未来供应压力较大.....	12
3、下游消费淡季，终端受政策刺激效果仍需观察.....	15
4、内外库存同时回落，等待国内累库预期兑现.....	18
5、LME 升水转为贴水，国内升水大幅回落 .....	19
四、铅基本面分析 .....	20
1、全球铅矿产量增长，精铅转为小幅过剩.....	20
2、矿端整体宽松，精炼铅释放预期增加.....	22
3、下游消费暂无起色，消费亮点不足.....	25
4、铅库存情况.....	26
五、总结与后市展望 .....	27
1、锌价展望.....	27
2、铅价展望.....	28

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

---

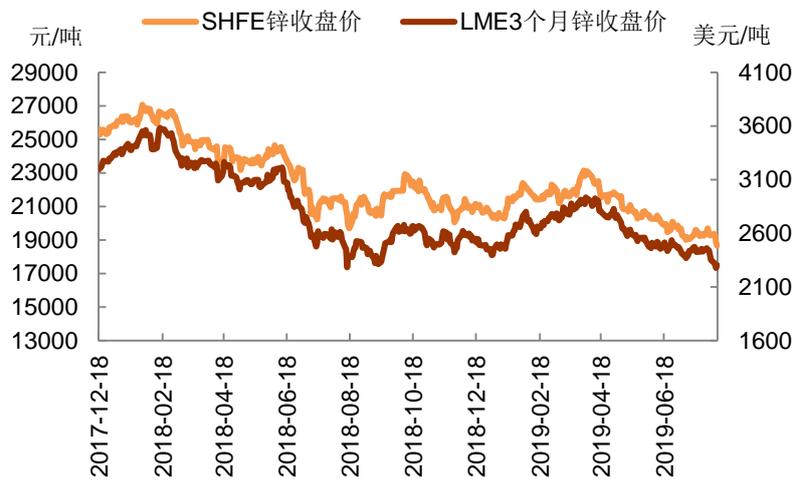
图表 41 铅精矿产量情况.....	25
图表 42 再生铅产量情况.....	25
图表 43 铅酸蓄电池消费领域占比.....	26
图表 44 铅酸蓄电池出口情况.....	26
图表 45 上期所铅库存.....	27
图表 46 LME 铅库存与注销仓单占比.....	27
图表 47 1#铅升贴水.....	27
图表 48 LME 铅升贴水.....	27

## 一、铅锌市场行情回顾

### 1、7 月锌行情评述

7 月份，主力 Zn1909 呈现先跌后涨的走势。7 月上旬，受中美贸易摩擦反复、国内外宏观经济数据欠佳及 LME 锌库存延续增加打压，锌价持续回落，并创出新低；进入 7 月中下旬，锌价在 19000 元/吨的整数关口得到支撑，同时由于国内库存持续回落，下游逢低买入意愿增加，锌价开始逐步回升，最高至 19785 元/吨，直至月底才有所回落。最终 Zn1909 合约月底收盘价为 19385 元/吨，较上个月下跌 1.47%；持仓量报收 50.2 万，下降 12 万手；成交量报 1293.8 万，下降 31.2 万手。伦锌表现弱于沪锌，月度跌幅 2.19%，报收 2438.5 美元/吨，持仓量 24.8 万手，下降 1.8 万手。

图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势

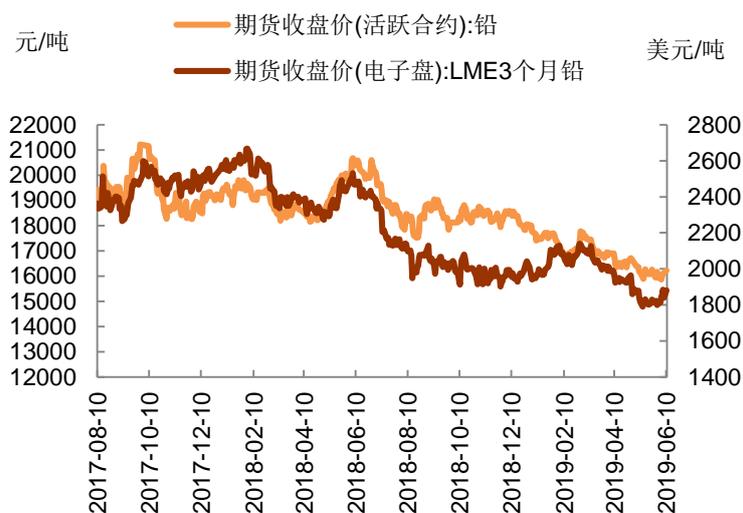


数据来源：Wind，铜冠金源期货

### 2、7 月铅行情评述

7 月沪铅主力有 1908 合约换月至 1909 合约，期价在基本面疲软背景下，在月初突破前期盘整区间下沿，最低触及 15655 元/吨，后外盘对韩国高丽亚铅 50 万吨年产能的铅冶炼厂检修反应剧烈，且伦铅库存尚处于历史低位，软逼仓行情一触即发，沪铅在资金推动下亦 V 反跟随伦铅上行，但涨幅整体弱于外盘，此轮涨势最高触及 16930 元/吨，在外盘期价触及高位后，因交仓伦铅库存一度暴增，这也宣告此轮炒作逻辑的终结，内外盘铅价随即展开下跌，截止月末沪铅报收 16505 元/吨，7 月成交量环比增 54.1 万吨至 118.6 万吨，持仓量增 0.72 万手至 6.37 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

从全球主要的发达经济体的PMI数据来看，目前经济形势依然延续弱势，美国制造业PMI数据虽然依然处在50之上，但整体下滑趋势明显；而欧洲和日本的形势则更加让人担忧，已经多月处于50荣枯线之下，而且未来没有出现好转迹象。

7月底美联储10年来首次降息25bps，符合市场预期。并在8月1日停止缩表，缩表结束时点较3月末指引提前2个月。虽然联储实际进行了符合市场预期的鸽派措施，但美联储主席鲍威尔的表态却偏鹰派。鲍威尔表示本次降息是“周期中期调整”，并不意味着开启长期降息周期，可能会再降息，也可能会再加息。但是在如此差的基本面之下，很难让人相信未来会有加息机会，市场已经预期9月份继续降息的概率达到100%，但对于降息25个基点还是50个基点仍有分歧。

国内6月份经济出现好转迹象，但这主要是得益于6月份较好的汽车产销情况。而6月份单月的汽车产销数据能够环比大幅好抓，是因为处于环保标准转换期的政策推动，并透支了未来的消费能力。从实际情况来看，随着地产调控趋严，按揭利率上调叠加额度收紧，使得地产销售同比跌幅扩大；乘用车日均零售销售量同比跌幅有所扩大，销售重回负增长。因此未来国内经济压力依然较大。

7月底中美贸易谈判进行了新一轮的高级别磋商，但是从磋商结果来看，并没有取得明显进展。美国总统特朗普更是再度抛出对中国3000亿美元向美出口商品加10%关税的决定，中国也给予了回应，停止了采购美国农产品，人民币汇率也终于击穿“7”的整数关口。

和此前几次谈判相比，目前中美贸易关系来到了一个新的低点，从这次人民币破7也可以看出，目前国内对于中美贸易谈判能否达成协议的悲观，并不像此前几次谈判那样还存在短期达成协议的预期，预计这也将对全球经济增长蒙上一层阴影。

### 三、锌基本面分析

#### 1、锌精矿过剩逐渐向锌锭过剩传导

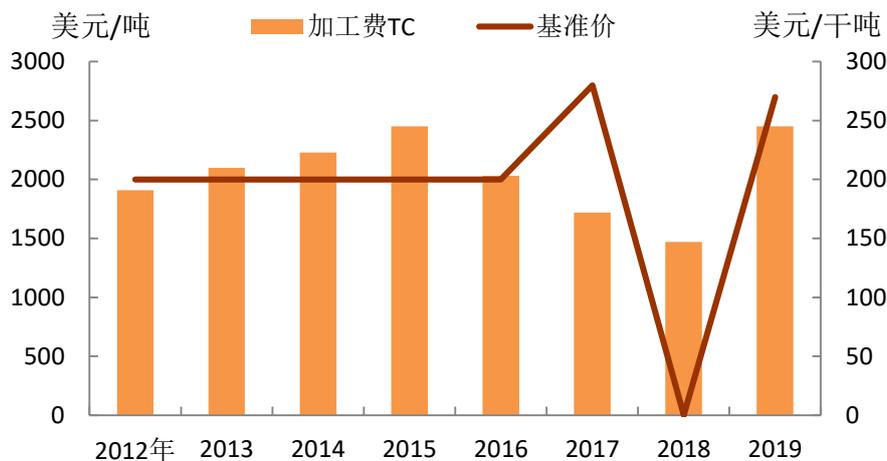
国际铅锌小组数据显示，2019年5月份全球锌矿产量112.08万吨，1-5月累计产量527.3万吨，累计同比增加1.38%。我们预计2019年，全球锌矿产量将继续增加，或增长85万吨左右。国内方面，2019年6月份国内锌矿产量27.98万吨，1-6月锌矿累计产量122.85万吨，累计同比下降2.59%，但降速在不断收窄。年初我们预计国内锌矿产量增量约15万吨，不过，国内严厉的环保政策将延续，中小型矿山仍具不确定性，我们预计年内国内锌矿产量将基本持平于去年产量。

精炼锌方面，国际铅锌小组数据显示，5月全球精炼锌产量小幅增加至112万吨，略低于去年同期的115万吨。所以5月全球精炼锌的供应缺口较4月和3月有所收窄。5月全球锌市供应缺口缩窄至27,200吨，4月修正后为短缺87,500吨。今年前五个月全球锌市供应短缺量增加至123,000吨，去年同期短缺103,000吨。1-5月精炼锌累计产量538.76万吨，1-5月累计消耗量550.91万吨。

墨西哥和秘鲁精炼锌产量的提高，与加拿大、中国、印度和俄罗斯联邦产量的下降相抵消，导致全球产量总体下降1%。全球精炼锌使用量下降0.6%，主要是因为中国和欧洲的减少，抵消了巴西、印度、韩国、南非和美国的生长。全球精炼锌消费量下降，主要是由于中国需求显著减少。欧洲、印度、日本和美国的消费量水平与2018年同期持平。

世界金属统计局（WBMS）公布的数据同样显示，2019年1-5月全球锌市供应缺口为4.7万吨，2018年全年则为过剩6.7万吨。1-5月期间报告库存增加2.7万吨，上海仓库净增加3.9万吨。全球精炼锌产量同比下滑2.8%，消费量则同比增加3.5%。日本表观需求量为21.74万吨，较去年同期下滑2.9%。全球需求量较2018年1-5月增加18.6万吨。中国表观需求量为255.2万吨，占全球总量的47%。消费量统计中未包含未报告库存变动。

图表 3 锌矿加工费长协价



数据来源：铜冠金源期货整理

图表 4 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 5 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 6 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 Znic	-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 7 国内锌冶炼增产情况（万吨）**

企业名称	原产能	锌产能	实际投产时间	备注
白银有色	29	10	2016Q3	已达产
安阳岷山	0	3	2016Q2	已达产
四环锌锗	17	5	2018Q3	达产中
文山锌铟	2	8	2018.11	达产中
汉源俊磊锌业	5	4	2019.06	在建
汉源源富锌业	2	2	2019.06	在建
凉山索玛	5	5	2019.04	在建
会理铅锌（鑫沙）	0	10	2020	在建
葫芦岛	39	10	2020	产能置换
祥云飞龙	18	15	2021	规划
贵定盛源（河池）	0	10	2021	规划

数据来源：SMM，铜冠金源期货

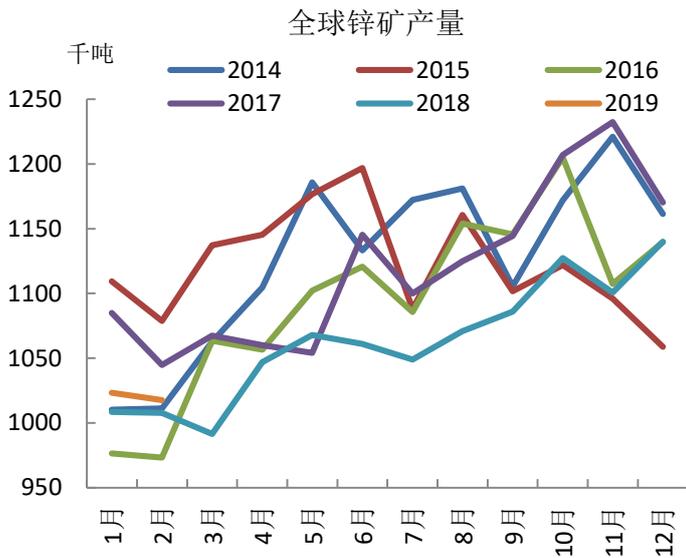
**图表 8 全球锌精矿市场供需平衡表（万吨）**

	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

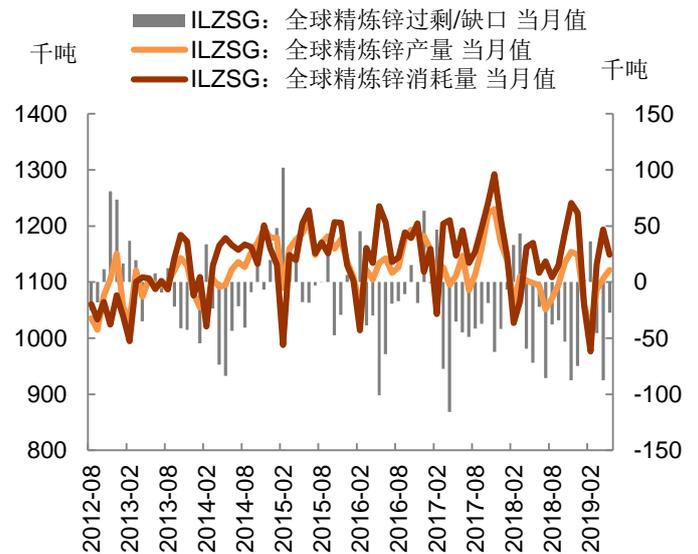
数据来源：ILZSG

注：\*表示为预估值

图表 9 ILZSG 全球锌矿月度产量情况



图表 10 ILZSG 全球精炼锌供需情况



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

## 2、锌锭产量居高不下，未来供应压力较大

根据国家统计局的数据，6月精炼锌产量达51.3万吨，同比增加10.3%。1-6月累计产量达281.5万吨，累计同比增加2.3%。

SMM调研数据，中国精炼锌产量49.62万吨，环比增加3.34%，同比增加15.37%。1-6月精炼锌累计产量为274.4万吨，累计同比增速为1.9%。进入6月份，炼厂在环保、搬迁等逐步结束后，高利润刺激生产积极性下，叠加部分存在入炉品味提高增加产量等多重因素下，产量环比继续出现增加。

7月份，北方部分炼厂夏季常规检修陆续开始，河南豫光、中色锌业进入检修状态；另成州矿冶或仍难恢复，存在部分减量。但株洲冶炼预计达产、驰宏锌锗生产恢复、安徽铜冠检修结束以及四环锌锗产量进一步提高，预计7月增量仍较多，环比或增加2.41%至50.82万吨。

加工费来看，7月国产锌矿加工费报6050-6600元/金属吨，均值环比三个月持平；进口锌矿加工费报230-250美元/干吨，均值环比三个月持平。随着冶炼端供应增加，预计加工费维稳或小幅下滑，目前来看冶炼企业利润较为丰厚。

根据统计局数据，2019年1-5月铅锌行业实现利润62.4亿元，同比下降17.6%，其中，铅锌矿采选业实现利润39.9亿元，同比下降40.4%，铅锌冶炼行业实现利润22.5亿元，同比增长158.6%。也可以看出产业链利润分配方式正在改变。

整体来看，国内锌锭产量正在逼近历史高位，尽管由于国内产能空间有限，目前随着开工率回升，未来产量难以继续大幅提升，但是单月产量稳定在目前的高位，下半年国内锌锭的供应压力将非常大。

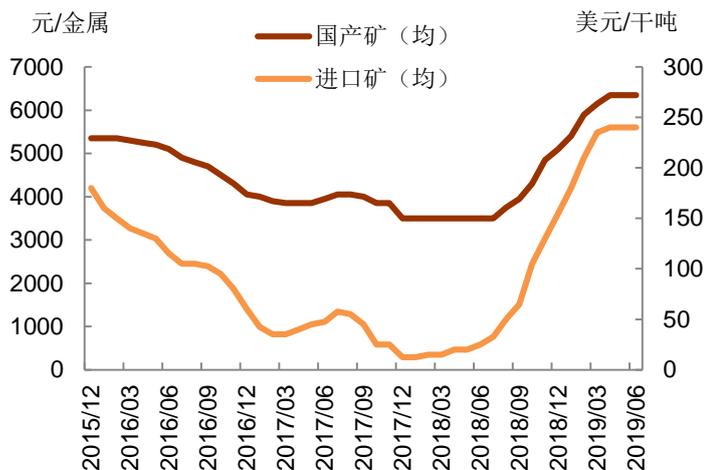
进出口方面，海关数据显示，6月进口锌精矿为14.72万吨，同比增加了0.86万吨，环比减少了4.5万吨。6月精炼锌进口量5.69万吨，环比下降了4.1%，同比上升56.76%，1-6月累计进口33.44万吨，同比上升24.68%。1-6月份整体情况来看，无论是锌精矿还是锌锭进口同比都出现了明显增加，但是下半年随着国内锌锭产量上升，预计对于锌锭进口需求将下降。

**图表 11 国内重点冶炼厂检修情况**

地域	企业名称	企业动态	检修时长
东北	葫芦岛锌业	正常生产	暂无检修
西北	汉中锌业	减产	减产
华南	中金岭南	正常生产	1月
华中	株冶火炬	减产	3月
西南	驰宏锌锗	正常生产	7月；8-10月；11-12月
华中	豫光锌业	正常生产	5月；10-11月
西南	河池南方	正常生产	1月
西北	陕西东岭	减产	减产
华北	赤峰中色锌业	正常生产	5月下旬-8月
华北	巴彦淖尔紫金	正常生产	8-9月初
西南	四川宏达	正常生产	2月；6-9月
西北	陕西锌业	正常生产	5-6月；7-9月
西南	祥云飞龙	正常生产	暂无检修
西南	云铜锌业	正常生产	3月
西南	四环锌锗	检修	3-4月
西北	白银有色	正常生产	4-6月初；7-9月

数据来源：SMM

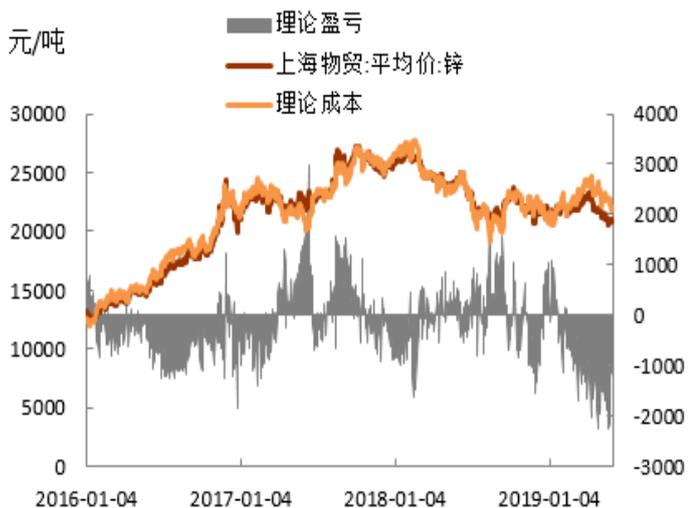
图表 12 锌矿加工费情况



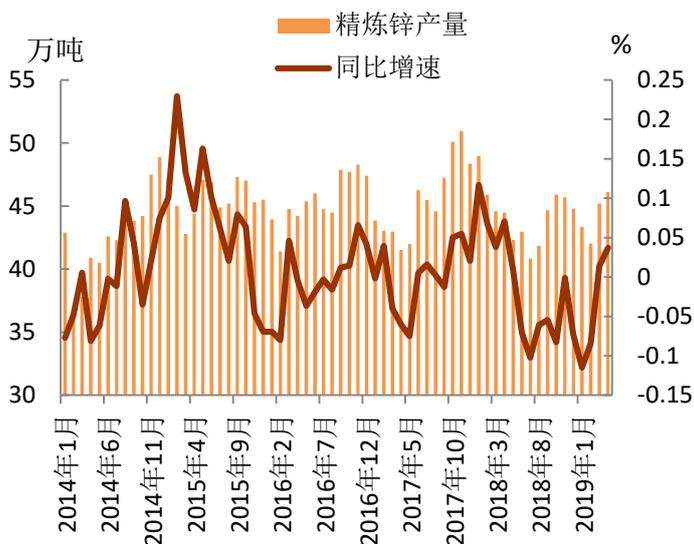
图表 13 国内炼厂利润情况



图表 14 精炼锌进口盈亏

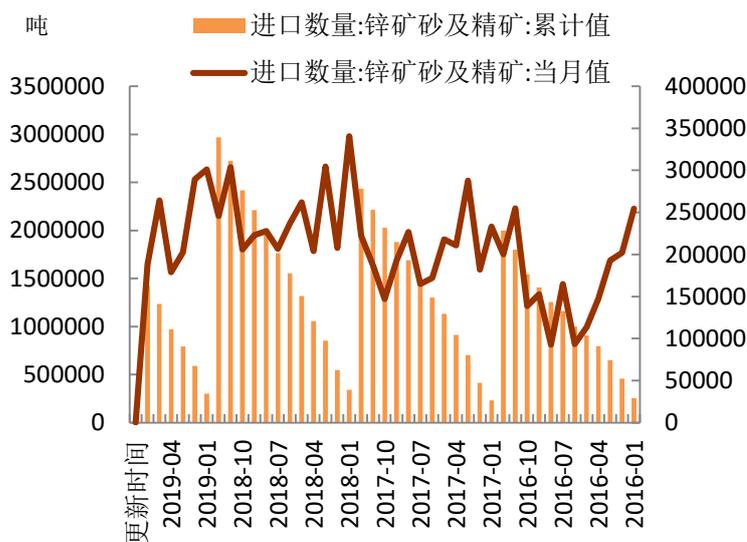


图表 15 SMM 精炼锌产量情况



数据来源: SMM, Wind, 铜冠金源期货

图表 16 锌矿进口情况



图表 17 精炼锌进口情况



数据来源：海关总署，铜冠金源期货

### 3、下游消费淡季，终端受政策刺激效果仍需观察

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%）。

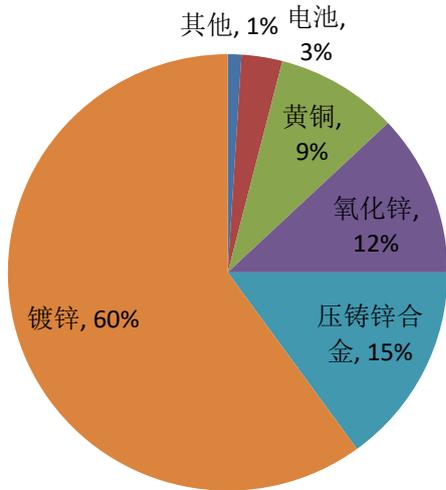
2019 年 1-6 月全国重点企业镀锌板累计产量 1059.03 万吨，累计同比减少 4.06%；1-6 月镀锌板累计销量为 1038.78 万吨，同比减少 3.92%。钢联数据显示，6 月全国镀锌企业库存为 31.38 万吨，较去年减少 23.8%。

根据 SMM 调研，按企业排产计划，7 月镀锌开工率为 76.9%，环比上升 0.5 个百分点，同比下降 1.4 个百分点。

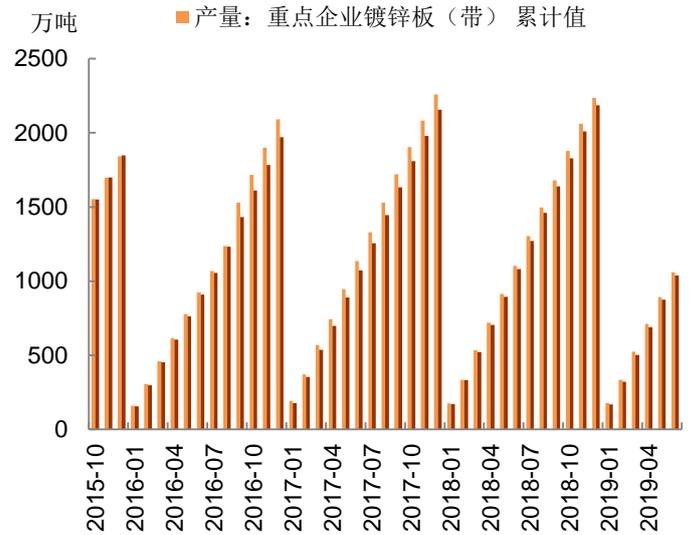
7 月压铸锌合金企业开工率为 43.4%，环比下降 2.9 个百分点，同比下降 5 个百分点；7 月氧化锌开工率为 49.9%，环比下降 0.1 个百分点，同比下降 1.5 个百分点。

目前来看，锌消费季节性转弱特征已显现。由于中美贸易摩擦的后续影响，拉链出口订单受到影响较大，叠加拉链板块 6-7 月属于传统消费淡季，产量录得进一步下滑；汽车与机动车配件板块因汽车行业持续收缩，以及产销量较去年同期持续下滑等因素，订单情况也有小幅转差。进入 7 月，压铸锌合金企业终端订单预计仍延续较弱，其中拉链类板块或更有转差趋势，叠加夏季部分压铸锌合金存在检修计划，预计整体开工率将进一步走弱。镀锌方面，由于镀锌板整体库存较低，以及不锈钢的需求回升，预计镀锌行业的开工率仍将可以维持。

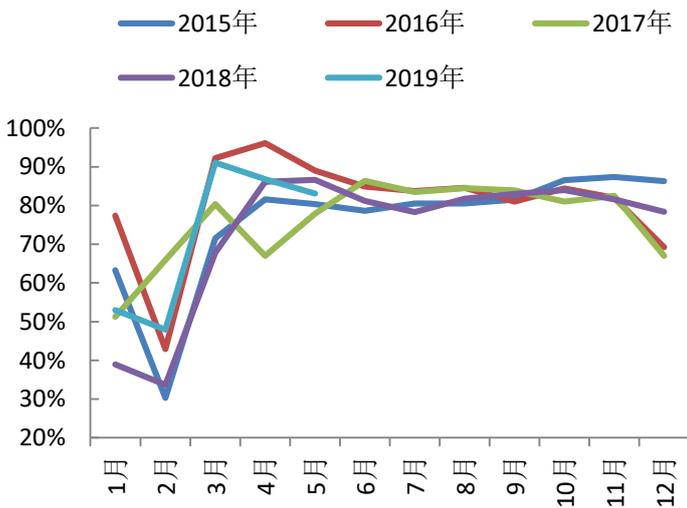
图表 18 锌初级端消费占比



图表 19 重点企业镀锌板销量情况



图表 20 镀锌企业开工情况

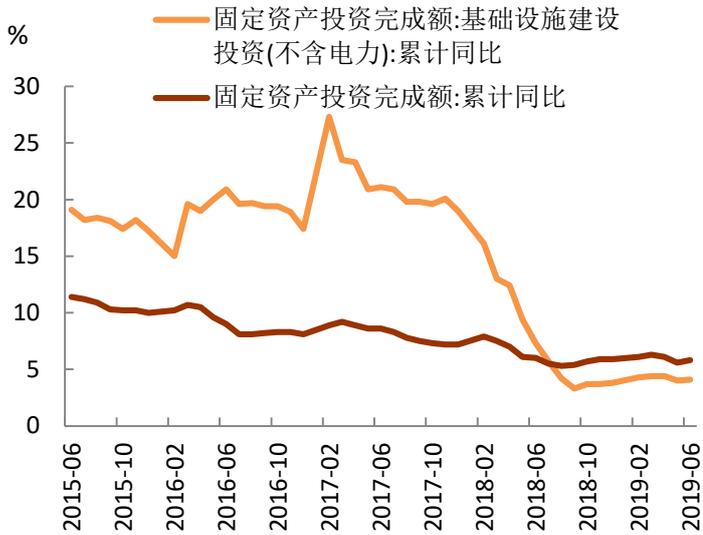


图表 21 镀锌板库存情况

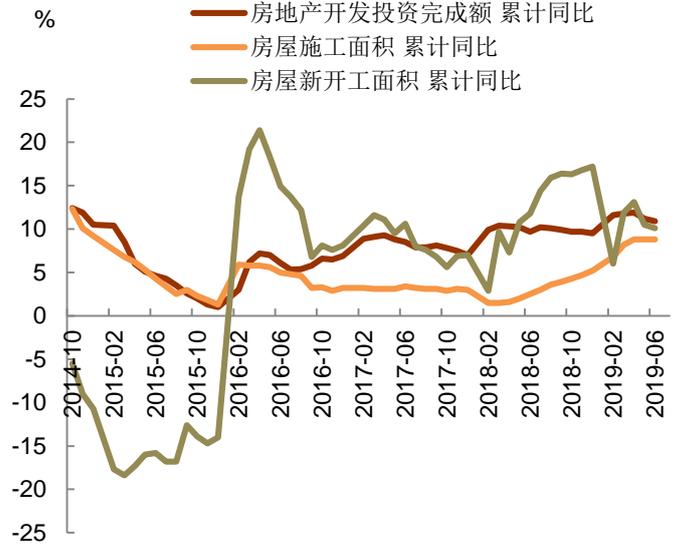


数据来源：Wind, SMM, 铜冠金源期货

图表 22 基础设施建设投资数据

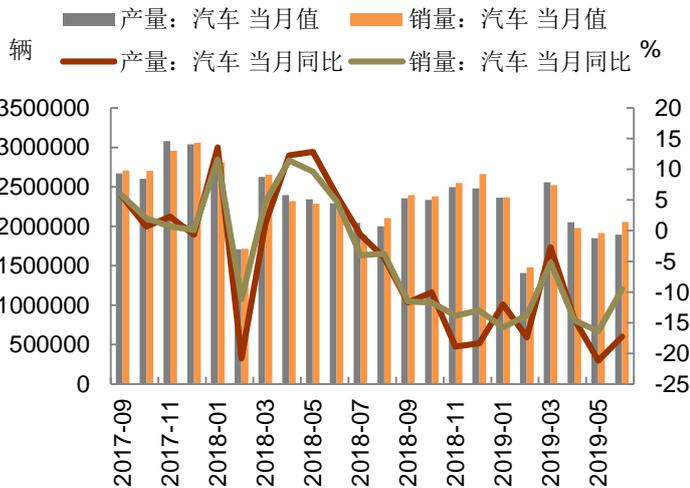


图表 23 房地产开发投资数据

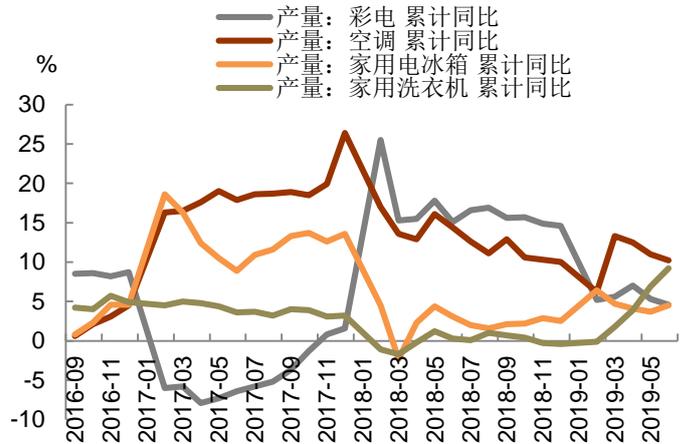


数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 24 汽车当月产量及销量数据



图表 25 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。

**基建投资方面:** 统计局数据显示,1-6 月固定资产投资累计同比名义增长 5.8%,较 1-5 月累计增速小幅增加 0.2 个百分点,但仍低于上年末 0.1 个百分点。从三大类投资看,基建投资增速出现回落,房地产投资增速继续回落,制造业投资增速则进一步小幅回升,成为投资增速整体环比回升的主要原因。具体数据来看,1-4 月基建投资(不含电力)同比增长

4.1%，与 1-5 月累计增速上升 0.1 个百分点。今年，基建投资增速不尽如人意，基建增速滞后，主要原因还在于资金到位和运用存在时滞。整体来看，尽管今年市场对于基建投资寄予厚望，但是目前来看国家也并未通过大量基建投资来维稳经济增速。

**房地产方面：**房地产投资增速走势出现转弱。6 月房地产开发新增固定资产增速累计同比下降 1.2%，比 5 月下降 0.2 个百分点。同时地产投资的其它指标也均出现回落，2019 年 1-6 月份国内房屋新开工面积 105508.6 万平方米，同比增加 10.1%，增速连续两个月下滑；房屋竣工面积 32425.77 万平方米，同比下降 12.7%，下降幅度继续扩大；商品房销售面积 75785.59 万平方米，同比下降 1.8%，下降幅度继续扩大。从 6 月份的房地产数据来看，延续了 5 月份的弱势，无论是新开工还是施工、竣工面积累计增速全面走弱，上半年房地产的韧性预计在进入下半年之后将出现拐点。

**汽车方面：**市场仍在持续下行趋势。中国汽车工业协会统计，6 月我国汽车产销量分别完成 189.5 万辆和 205.6 万辆，同比分别下降 17.26%和 9.55%，产销单月降幅均有所收窄。1-6 月，汽车产销分别完成 1213.2 万辆和 1232.3 万辆，产销量比上年同期分别下降 13.7%和 12.4%，产量降幅比 1-5 月分别扩大 0.69 个百分点，销量降幅比 1-5 月缩小 0.55 个百分点。6 月份受到国五国六标准的切换影响，汽车销量降速出现收窄，但这在一定程度上透支了未来消费能力，预计未来汽车仍将继续维持下行趋势。

**白色家电方面：**1-6 月家电生产表现有所分化，空调彩电增速出现回落，冰箱和洗衣机增速继续回升。彩电累计产量同比增 4.6%，较 1-5 月下降 0.7 个百分点；空调累计同比增 10.2%，较 1-5 月回落 0.8 个百分点；冰箱累计同比增 4.5%，较 1-5 月上升 0.8 个百分点；洗衣机累计同比增加 9.2%，较 1-5 月增加 2.3 个百分点。考虑到房地产销售面积累计同比的回落，未来空调和彩电预计仍将维持弱势。

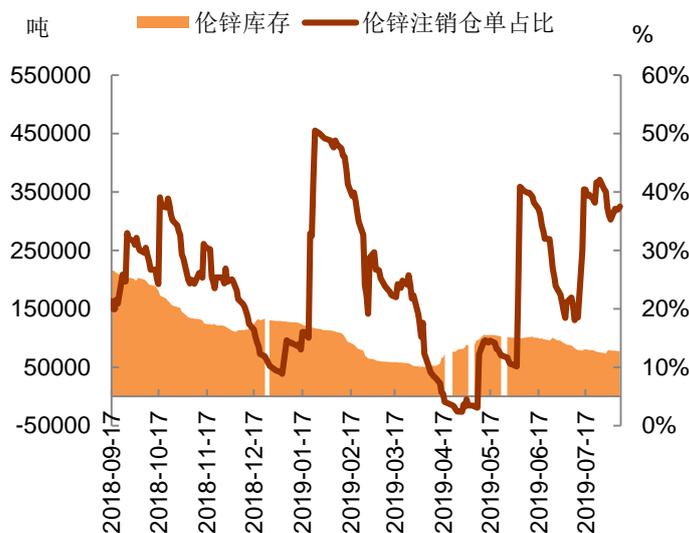
#### 4、内外库存同时回落，等待国内累库预期兑现

7 月 LME 锌库存逐渐下降，月初库存保持在 9.5 万吨之上，随后库存缓慢减少，截至 7 月底降至 7.8 万吨，但较上月底下降 19000 吨。上期所库存同样延续下滑走势，7 月最后一周报收 74984 吨，月度减少 4912 吨。社会库存延续下滑走势，7 月份库存单边持续回落，市场预期的累库未能兑现，库存报收 14.52 万吨，较上个月下降 1.49 万吨。保税区库存同样持续回落，7 月底保税区库存报收 8.95 万吨，较上个月下降 0.44 万吨。保税区库存下降主要和 6 月份国内进口数据大幅回落有关。

图表 26 上期所锌库存



图表 27 LME 锌库存与注销仓单占比



图表 28 社会锌锭库存



图表 29 保税区库存

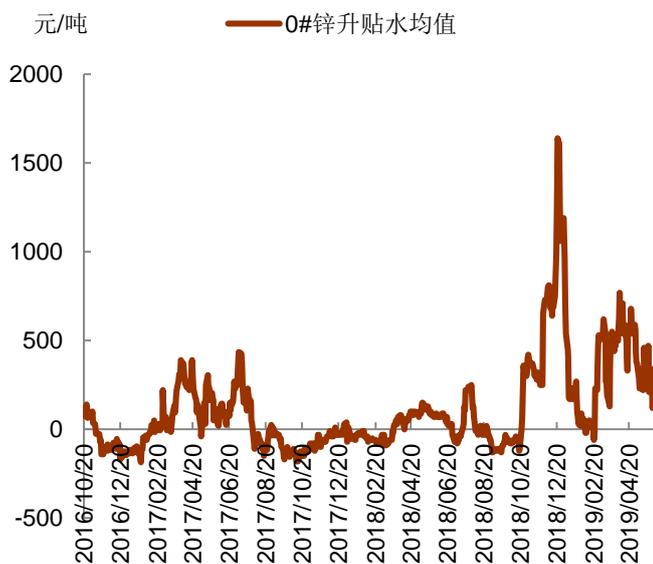


数据来源: Bloomberg, Wind, 铜冠金源期货

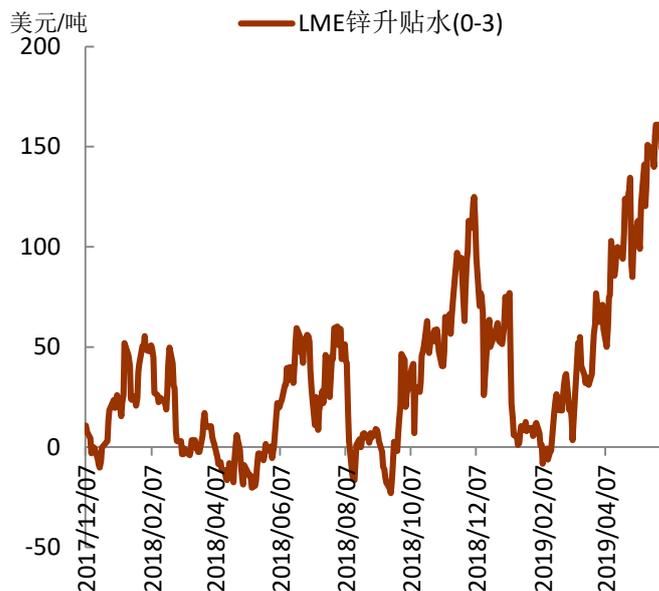
## 5、LME 升水转为贴水，国内升水大幅回落

7 月 LME 锌现货升水大幅回落，7 月初 LME 锌现货升水延续了 6 月底的回落走势，迅速下跌至贴水 8.5 美金/吨，此后 LME 锌的现货升贴水走势围绕 0 附近上下盘整，月底报收至贴水 2.5 美金/吨。7 月份国内现货升水走势同样以回落为主，在 6 月份软逼仓不成之后，仓单流入市场，现货升水逐渐走低，从最高 680 元/吨回落至月中的 200 元/吨附近，此后由于国内库存的持续下降，未能出现累库，国内锌的现货升水再度走高，月底报收在 470 元/吨一线。进入 8 月，随着供应宽松逐渐兑现，加之需求转淡，预计现货升水仍有进一步下降的空间。

图表 30 0#锌升贴水



图表 31 LME 锌升贴水



数据来源：Wind，铜冠金源期货

## 四、铅基本面分析

### 1、全球铅矿产量增长，精铅转为小幅过剩

铅矿方面，国际铅锌小组最新数据，5月全球铅矿产量391.5万吨，同比增3.9%，增速维持上行走势，前5个月累计产量193.06万吨，累计同比由负转正，增速1.55%，2018年年底新项目产出效应正逐步显现，但目前来看受制于品味下滑及铅市低迷成本上升等因素影响，矿山产出意愿有所下滑，全年铅矿产出或低于年初预期，预计增速在2-3%，国际铅锌小组方面铅矿产量预测由年初的477万吨下调至475万吨水平。

精炼铅方面，国际铅锌小组数据显示，1-5月全球精炼铅累计产量和消耗量分别为483.74万吨和487.71万吨，累计同比增速分别为1.42%和0.75%。供需平衡来看，国际铅锌研究小组报告显示，5月全球铅市供应转为过剩13,400吨，4月供应短缺30,800吨，1-5月全球精炼铅短缺3.97万吨，去年同期短缺7.11万吨，缺口表现收窄，2018年全年短缺13.7万吨，国际铅锌研究组织(ILZSG)最新预测，2019年铅的过剩量将达到7.1万吨，较年初过剩5万吨水平上调。

总体来看，全球铅矿产出增加，铅矿向铅锭的传导正在延续，由于再生铅产能占比提升，以及需求受全球经济增长放缓拖累，中期精炼铅仍将维持小幅过剩格局。

行业方面，金属和矿业公司Nyrstar表示，将澳大利亚Port Pirie铅锌冶炼厂遭遇不可抗力时间推迟至7月最后一周。这家比利时矿企目前预计，鼓风机和高炉将在7月底重启。6

月底公司曾将项目停产时间延长至本月第二周,因为在今年 5 月项目内的高炉意外停止运转。

印度斯坦锌业公布 4 月-6 月业绩 金属总产量为 21.9 万吨,较上年同期增长 3%。铅产量为 4.8 万吨,同比增长 13%。

嘉能可 (Glencore) 发布了今年上半年的财报,报告显示今年上半年铅产量为 14.75 万吨,同比增加 27%。

韩国锌业公司 (Korea Zinc Inc) 消息人士表示,公司旗下产能 50 万吨的 Onsan 铅冶炼厂进行为期一个月的计划维护。该消息人士表示,该炼厂位于韩国蔚山,将于 8 月底完成维护工作。据 SMM 调研了解,高丽亚铅公司本次为年度常规检修,预计影响量约在 1.8 万吨。该公司发言人称,由于提前锁定了库存,不会出现供应中断的情况。并称,该公司锌冶炼厂无检修计划。

**图表 32 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
Industrais 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

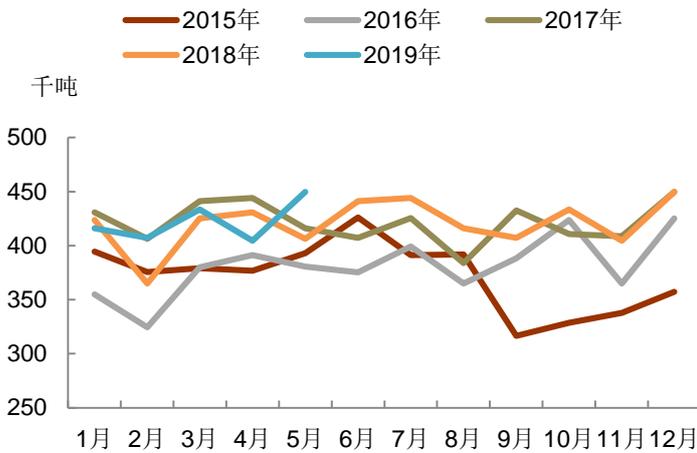
数据来源: 安泰科, 铜冠金源期货

**图表 33 全球铅市供需平衡表 (万吨)**

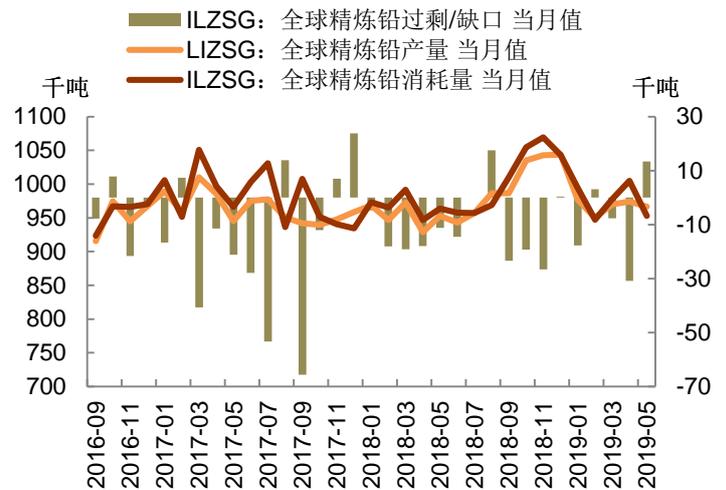
	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
铅矿产量	494.6	485	466.5	459.7	458	477
铅矿增速	-3%	-1.9%	-3.8%	-1.5%	-0.4%	4.1%
精炼铅产量	1102.1	1095.7	1158.8	1156.5	1159	1184
精炼铅消费量	1099.3	1093.9	1112.3	1171.2	1171	1179
供需平衡	2.8	1.8	3.5	-14.7	-15.13	5

数据来源: ILZSG, 铜冠金源期货

图表 34 ILZSG 全球铅矿月度产量情况



图表 35 ILZSG 全球精炼铅供需情况



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

## 2、矿端整体宽松，精炼铅释放预期增加

国内矿端来看，国家统计局公布数据显示：6月铅精矿产量10.84万吨，同比增1.45%，6月西北高寒地区产量相继恢复，1-6月份铅精矿产量52.39万吨，累计同比减少6.28%，受环保、安全检查整顿及品味下滑等因素影响，整体表现偏紧。铅矿进口方面，出现一定弥补，海关数据显示6月铅矿进口量16.17万吨同比大增122.43%。SMM加工费来看，上半年加工费维持较低位置，围绕1800元/吨波动，虽矿端偏紧但加工费走平并未出现显著下滑，主要是由于国内再生铅产能占比的提升及原生铅炼厂提升铅膏掺入率等因素影响，导致炼厂对铅精矿的需求下滑。总体预计，海外矿山产量恢复背景下进口矿将持续补充国内，铅矿供需维持宽松。

精炼铅方面，1-6月精炼铅累计产量286.7万吨，累计同比增16.6%，其中原生铅和再生铅产量分别为175.65和111.05万吨，累计同比增速分别为20.03%和17.51%。上半年精炼铅增速整体呈现下滑走势，具体来看，原生铅因铅市低迷，检修操作一直较为频繁，开工率表现明显下滑，但整体依旧保持偏高水平，再生铅企业利润低位背景下生产意愿较差，开工率一直维持偏低水平。

SMM调研，7月全国原生铅产量为22.1万吨，环比上升0.24%，同比下降14.78%。2019年1-7月原生铅产量在170.9万吨，同比上升0.93%，累计增速较6月继续放缓。据SMM调研，7月份，原生铅冶炼企业中，河南豫光、岷山等进入检修，而如湖南金贵、赤峰山金银铅、西部矿业，山东恒邦等检修虽基本结束，但铅价持续低迷，且一度跌破万六关口，冶炼企业复工积极性较差，部分企业达产情况较预期更差，以致7月原生铅产量低于上期报告预期。展望8月，原生铅冶炼企业基本处于检修后恢复的状态，且几无新增检修的企业。据SMM了解，随铅价逐步回升，以及8月的传统消费旺季预期，7月检修后恢复冶炼企业于8月计

划全面达产；同时，河南豫光、岷山等检修结束，由于本次恢复的均为中大型企业，8 月原生铅产量预计增幅较大，SMM 预计原生铅产量至 25.6 万吨。

原生铅检修潮结束叠加铅价走高再生铅利润改善，供应释放预期增加，8 月冶炼端缓解对铅价上行压力仍不容忽视。

**图表 36 国内炼厂检修计划**

省份	企业	2018 年检修时间	2019 年内检修计划
河南	柿槟实业	6 月	计划 2 月初检修半个月
河南	金利金铅	5-6 月, 8-9 月	一般二季度计划检修
河南	济源万洋	3 月	正常
河南	新凌铅业	1-2 月	计划 3 月初检修
河南	安阳岷山	2-3 月	计划 1 月底检修
河南	永宁金铅	2 月	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	计划 3-4 月检修
湖南	宇腾有色	2-3 月	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	2019 系统升级
湖南	福嘉综环	2 月	正常
云南	驰宏锌锗	8-9 月	暂无计划
内蒙古	兴安银铅	5-6 月	常规计划二季度检修
内蒙古	山金银铅	6-7 月	常规计划二季度检修
安徽	华鑫铅业	5-7 月	未确定检修时间
安徽	华铂铅业	5-6 月	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	金德铅业	6-7 月	正常
辽宁	海城诚信	9-10 月	常规计划 9-10 月检修
山东	山东恒邦	正常	暂无计划

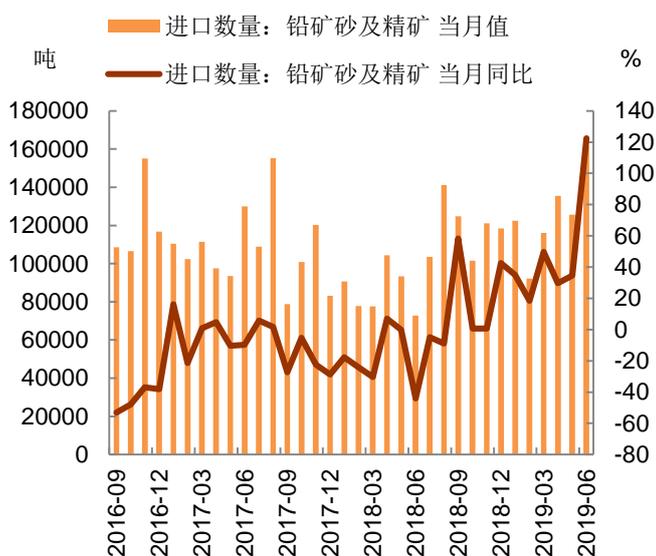
数据来源：百川，铜冠金源期货

图表 37 国内铅矿及精炼铅供需平衡表（万吨）

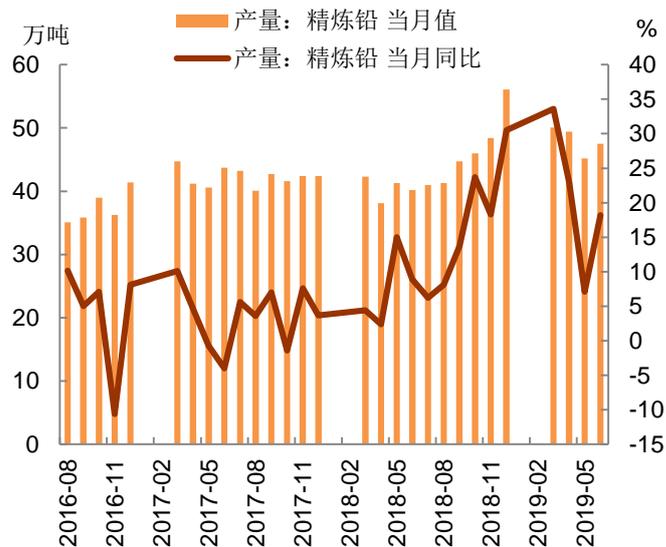
	2015年	2016年	2017年	2018年
铅精矿产量	233.5	223	208	215
铅精矿需求量	321	318.5	296.9	298
铅精矿净进口量	94.9	70.5	64	63
铅精矿供需平衡	7.4	-25	-24.9	-20
精炼铅产量	470	466.5	487	480
精炼铅需求量	470.2	475	483	490
精炼铅净进口量	-6	-1.1	7.1	1.5
精炼铅供需平衡	-6.2	-9.6	11.1	-8.5

数据来源：安泰科，铜冠金源期货

图表 38 铅精矿进口情况

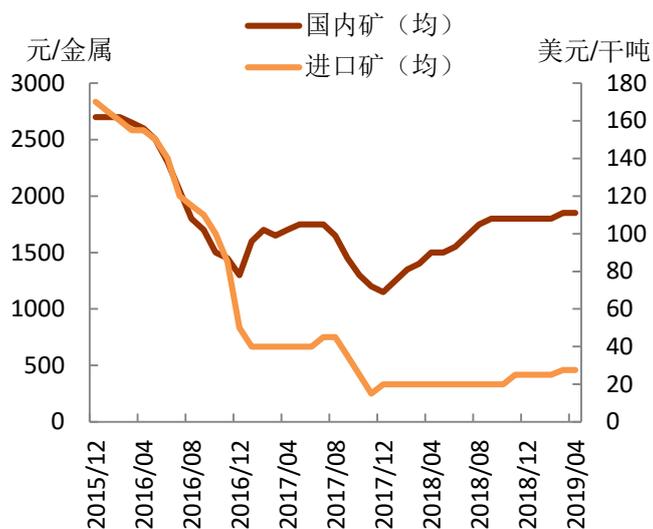


图表 39 精炼铅产量情况

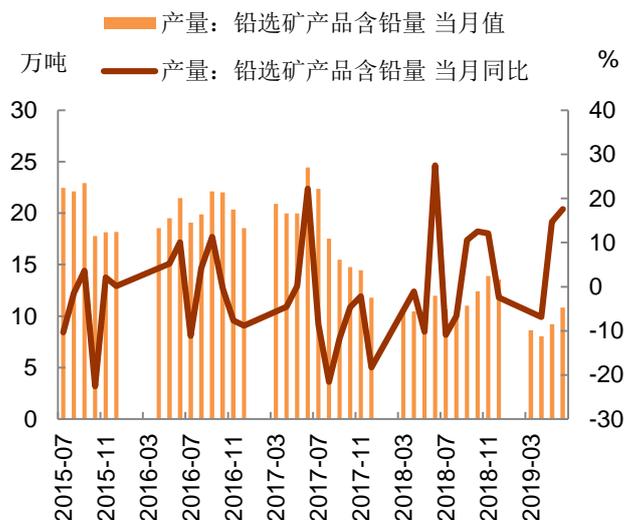


数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 40 铅精矿加工费情况

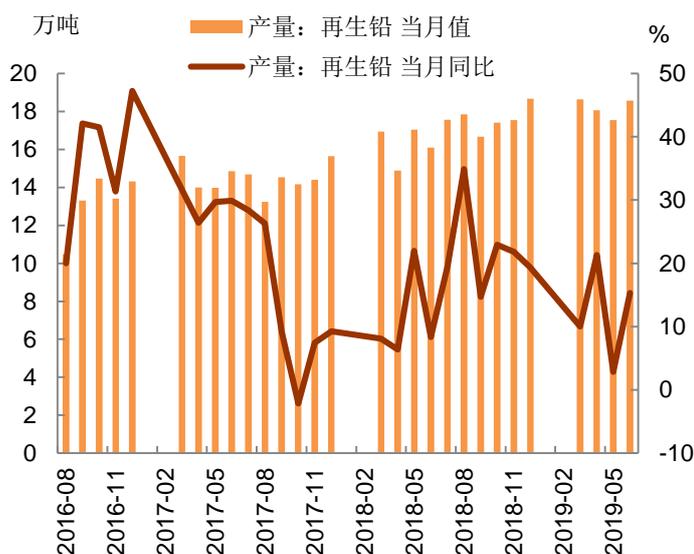


图表 41 铅精矿产量情况



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 42 再生铅产量情况



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

### 3、下游消费暂无起色，消费亮点不足

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，6 月铅酸蓄电池出口 218.37 万个，环比下滑 21.12%，同比增 0.18%，1-6 月累计出口量 1393.89 万个，累计同比下滑 3.68%，铅酸蓄电池方面我国为出口大国，受贸易战影响，蓄电池出口受到一定打击，产业链逐步像东南亚转移。短期从 SMM 蓄企周度开工率来看，整体并未大幅走高情况，下游蓄企行业库存普遍处于较高水平，由此来看消费旺季暂未体现。

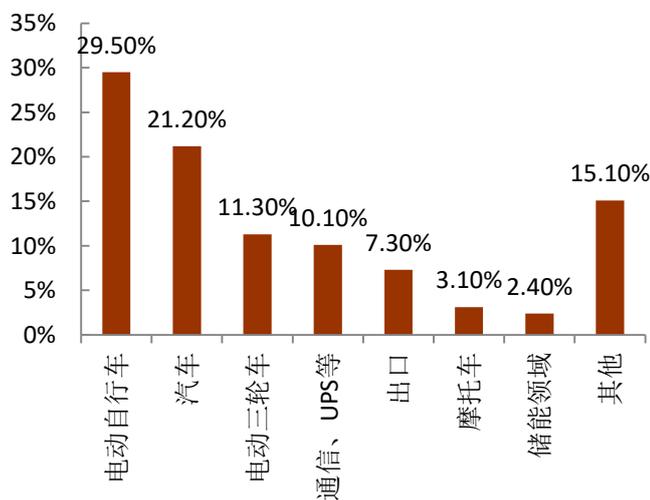
终端来看，汽车工业协会数据：1-6 月汽车累计产销量分别为 1213.2 和 1232.3 万辆，累计同比增速分别下滑 13.7 和 12.4%，车市仍处于负增长状态之中，长期来看伴随经济增长放缓，预计车市颓势下半年难有较大改观。

电动自行车方面，国家统计局数据显示：2018 年电动自行车累计产量为 2589.92 万辆，较 2017 年的 3686 万辆下滑近 30%，显示电动自行车已经趋于饱和，增速整体放缓，另外电动车新国标已经于 4 月 15 日正式实施，在其减重的要求下，电池耗铅量的下滑已经成为事实。但短期由于各地设立过渡期，其影响正在逐步体现，长期对铅价构成打压。

通信基站方面，国家统计局数据显示：1-6 月累计产量为 28846.7 万信道，累计同比增涨 128%，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，考虑梯级利用锂电替代，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，目前铅酸蓄电池消费旺季暂未体现，行业库存普遍高位，今年或面临旺季不旺尴尬局面，全年来看消费端暂无亮点，消费预期不佳。

图表 43 铅酸蓄电池消费领域占比



图表 44 铅酸蓄电池出口情况



数据来源：安泰科，Wind，铜冠金源期货

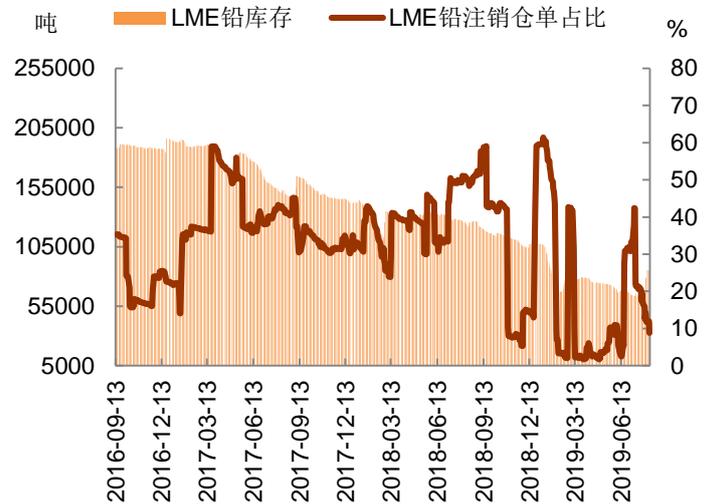
#### 4、铅库存情况

库存方面，供过于求矛盾突出，7 月上期所库存整体表现上行，由月初的 3 万吨水平增

至 4 万吨，并刷新新高。市场聚焦伦铅库存波动，7 月伦铅库存先降后升高，在国外冶炼厂检修炒作下，伦铅一度开启飞涨模式，后库存低位暴增 150%，涨势宣告终结。伦铅走势对内带动效应明显，资金被动跟随，8 月仍需重点关注伦铅走势。

图表 45 上期所铅库存

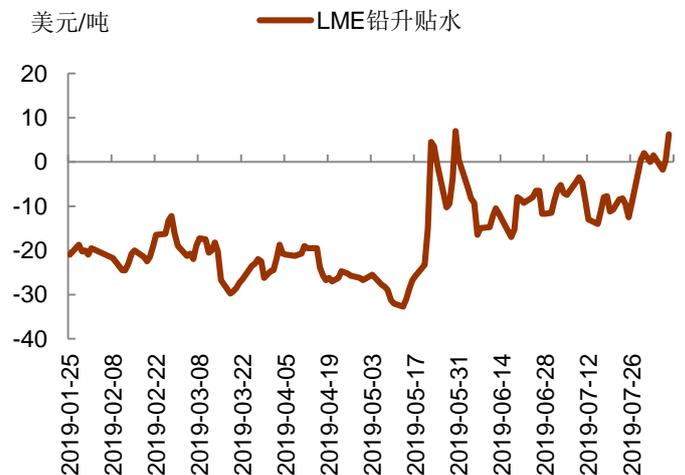
图表 46 LME 铅库存与注销仓单占比



数据来源: Bloomberg, Wind, 铜冠金源期货

图表 47 1#铅升贴水

图表 48 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

基本面看，供应方面，国外锌矿库存产量继续回升，预计未来供应将进一步宽松，国内

锌矿产量虽然累计同比为负,但是新增产能逐渐释放,预计今年锌矿产量能持平于去年水平。锌锭方面,随着国内检修以及环保等因素消退,锌锭产量回升至历史高位。7 月份北方部分炼厂夏季常规检修陆续开始,但是随着株冶的达产,产量仍将处于高位。整体来看,虽然未来产能进一步提升空间有限,但是居高不下的锌锭产量在下半年较上半年大幅增加。而下游消费方面,压铸合金和氧化锌领域开工继续回落,镀锌开工基本持平,目前消费淡季之下,锌的消费没有明显亮点。此外,当前全球宏观面变数较多,随着全球经济体相继出现疲态,中美贸易战进一步升级,或对商品价格继续施压。盘面看,锌价走势较其他金属偏弱,随着锌价跌破前期低点,打开了未来了下跌空间。整体来看,8 月份随着供需格局的继续弱化,锌价易跌难涨。

## 2、铅价展望

全球铅矿保持增长,铅矿向铅锭传导仍在继续,全年供需平衡有望由负转正。国内来看,海外矿山产量恢复背景下进口矿将持续补充国内,铅矿供需维持宽松。冶炼端,铅价走高再生铅利润水平好转存释放预期,另8月原生铅炼厂检修恢复,供应增量依旧限制着铅价上行空间,而反观下游行业库存及蓄企开工表现并未好转,旺季需求难言乐观,或将面临旺季不旺格局。整体来看,需求复苏不及供应恢复压力,库存已攀升至新高,短期技术面表现偏强,在资金推动下铅价跟随伦铅上行,但中期在基本面疲软以及宏观面恶化背景下,还需谨慎看多,重点关注伦铅走势及国内消费回暖情况,消费边际好转将为铅价带来支撑。

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

### 上海期货大厦营业部

上海市浦东新区松林路 300 号  
1803、2104B 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

### 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

### 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

### 铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 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。