



2018 年 12 月 28 日

星期五

## 宏观扰动&锌矿供应增速提升

### 锌价重心大概率下移

联系人 黄蕾、刘亚威

电子邮箱 huang.lei@jyqh.com.cn

电话 021-68555105

#### 要点

##### ● 锌

1、展望 2019 年，我们认为锌价重心大概率将继续下移。预计沪锌运行区间在 23000-18000 元/吨，伦锌运行区间在 2800-2000 美元/吨。

2、随着锌矿的增加，冶炼端将走向定价中轴，但国内冶炼端受环保扰动较大，且短期冶炼产能提升空间有限，锌矿转化为锌锭的过程或不顺畅，库存积累的步伐较难把握。

3、下游方面，受外围市场不确定性的影响，市场多对 2019 年国内宏观预期不乐观，终端行业需求无亮点将制约耗锌量。

操作建议：把握买近卖远的结构性交易机会

风险点：宏观好于预期；国内环保政策升级

##### ● 铅

1、展望 2019 年，我们认为在铅市转为紧平衡背景下，由于再生铅产量的释放不确定性较大，沪铅大概率将呈现宽幅震荡格局。预计 2019 年沪铅运行区间在 16000-20000 元/吨，伦铅运行区间在 1800-2100 美元/吨。

2、全球铅矿维持平衡，精炼铅小幅过剩。

3、国内矿端增量较小，关注再生铅释放进度

4、国内铅下游消费难现亮点，增长乏力。

操作建议：把握阶段性供应收紧带来的交易机会

风险点：再生铅大幅增量

## 目录

一、铅锌市场行情回顾 .....	5
1、2018 年锌行情回顾.....	5
2、2018 年铅行情回顾.....	5
二、锌基本面分析 .....	6
1、2019 年境内外锌矿维持增长.....	6
2、2019 年境内外精炼锌产能释放有限.....	9
3、进出口情况.....	14
4、全球显性库存处于历史低位，支撑锌价.....	15
4、现货维持升水，明年或延续.....	16
5、宏观经济低迷，锌消费难言乐观.....	17
三、铅基本面分析 .....	21
1、全球铅矿维持平衡，精炼铅小幅过剩.....	21
2、国内铅矿增量有限，但焦点逐步转向精铅供应.....	23
3、铅去库存化显著.....	26
4、升贴水阶段性拉涨.....	27
5、需求无亮点，消费增长乏力.....	27
四、总结与后市展望 .....	31
1、锌市展望.....	31
2、铅价展望.....	31

## 图表目录

图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势 .....	5
图表 2 锌沪伦比价图.....	5
图表 3 沪铅主连及 LME 三月期铅走势 .....	6
图表 4 铅沪伦比价图.....	6
图表 5 全球锌矿下半年集中释放，增速扩大 .....	8
图表 6 国内锌矿产量远低于去年同期.....	8
图表 7 2018-2019 年国外主要锌矿企矿产情况（万吨） .....	8
图表 8 2018-2019 国内锌矿企矿产情况（万吨） .....	9
图表 9 全球精炼锌短缺缺口收窄 .....	10
图表 10 国内锌冶炼企业利润情况.....	10
图表 11 国内精炼锌产量增速有限 .....	10
图表 12 2018-2019 国外锌冶炼增产情况（万吨） .....	11
图表 13 国内重点冶炼厂检修情况.....	12
图表 14 2018-2019 国内锌冶炼增产情况（万吨） .....	13
图表 15 全球锌市场供需平衡表（万吨） .....	13
图表 16 下半年锌矿加工费大幅上扬.....	15
图表 17 去年基数较低，锌矿累计进口同比大增 .....	15
图表 18 进口锌矿同比大幅增加.....	15
图表 19 精炼锌进口盈亏情况.....	15
图表 20 交易所库存创近十年新低.....	16
图表 21 社会锌锭库存降至低位.....	16
图表 22 LME 库存维持低水平 .....	16
图表 23 保税区库存高位回落.....	16
图表 24 0#锌多维持升水结构.....	17
图表 25 LME 锌升水一度攀升至 100 上方 .....	17
图表 26 国内锌初级消费占比分布图.....	18
图表 27 批量镀锌（钢管、结构件等）消费占比分布图 .....	18
图表 28 连续镀锌（板带）消费占比分布图.....	18
图表 29 氧化锌消费占比分布图.....	18
图表 30 镀锌板产量同比小幅下滑 .....	19
图表 31 镀锌板出口大幅放缓.....	19
图表 32 重点企业镀锌板库存维持偏低水平 .....	19
图表 33 主要镀锌企业开工低于去年同期.....	19
图表 34 基建止跌，投资回升 .....	21
图表 35 汽车销量同比下滑.....	21
图表 36 房地产投资增速回落.....	21
图表 37 白色家电无亮点.....	21
图表 38 2019 年国外铅矿山产能增量情况（万吨） .....	22
图表 39 全球铅矿产量回升.....	23

图表 40 全球精炼铅缺口扩大.....	23
图表 41 全球铅市供需平衡表（万吨）.....	23
图表 42 2018-2019 国内新增铅矿增量（万吨）.....	24
图表 43 加工费低位回升.....	25
图表 44 国内铅矿产量减少.....	25
图表 45 铅精矿进口情况.....	26
图表 46 精炼铅产量增加.....	26
图表 47 “三无”再生铅企业受限，合规再生铅企业产量增加.....	26
图表 48 2017-2019 年国内再生铅新增产能（万吨）.....	26
图表 49 国内外去库存化.....	27
图表 50 仓单降至历史低位，出现阶段挤仓行情.....	27
图表 51 1#铅升贴水.....	27
图表 52 LME 铅升贴水.....	27
图表 53 铅下游消费占比情况.....	29
图表 54 铅酸蓄电池出口下滑.....	29
图表 55 新国标电动自行车耗铅量下滑.....	30
图表 56 基建拉动，通信基站增长显著.....	30
图表 57 车市负增长.....	30
图表 58 铅酸蓄电池消费领域占比.....	30
图表 59 国内铅矿及精炼铅供需平衡表（万吨）.....	31

## 一、铅锌市场行情回顾

### 1、2018 年锌行情回顾

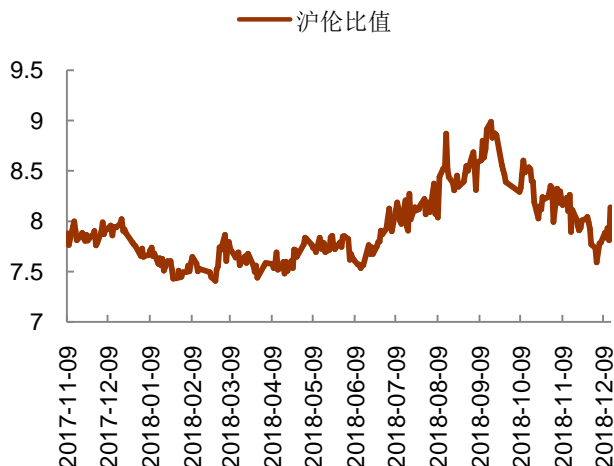
2018 年锌价整体呈现弱势下行走势。年初，内外盘均创出近十年新高点 27235 元/吨和 3595.5 美元/吨。随后高位震荡，3 月 LME 出现几波集中交仓事件，锌价掉头，承压下行。随着消费启动带动去库存，锌价企稳。但因中美贸易冲突不断发酵，市场悲观情绪升温，有色金属基体走跌，伴随着美元指数的不断攀升，锌价跌至年内低点 19525 元/吨和 2283 美元/吨。锌价大跌，炼厂利润压缩至亏损，开工意愿不强，现货维持升水结构，且国内外库存降至十年低点，支撑锌价止跌企稳。8 月中旬后，市场在低库存、现货升水的基本面支撑和宏观不确定性中，呈现宽幅震荡走势。截止至 12 月 21 日，沪锌主力收至 21095 元/吨，LME 锌收至 2489 美元/吨。

2 月份以来，人民币出现大幅贬值，内盘走势强于外盘，沪伦比价上涨，进口窗口开启；8 月中旬后，人民币贬值步伐放缓，沪伦比价高位小幅回调，整体来看，全年维持在区间 7.5-9 波动。

图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势



图表 2 锌沪伦比价图



数据来源: Bloomberg

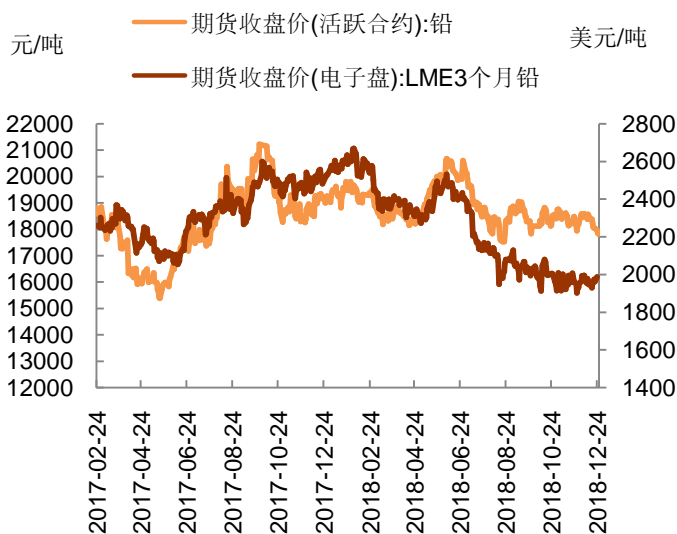
### 2、2018 年铅行情回顾

2018 年沪铅全年呈宽幅震荡格局，期价相对表现偏强势，主要受国内供应端环保限产的影响，阶段性的出现较大幅的单向波动，截止 12 月底，沪铅年跌幅为 6%，期价收于位于 17900 元/吨附近。伦铅全年呈震荡下跌走势，录得 20%左右的跌幅。具体分阶段来看，一季度受下游消费拖累铅价整体走跌，二季度期价站稳万八关口，因消费旺季的提前启动，加之再生铅

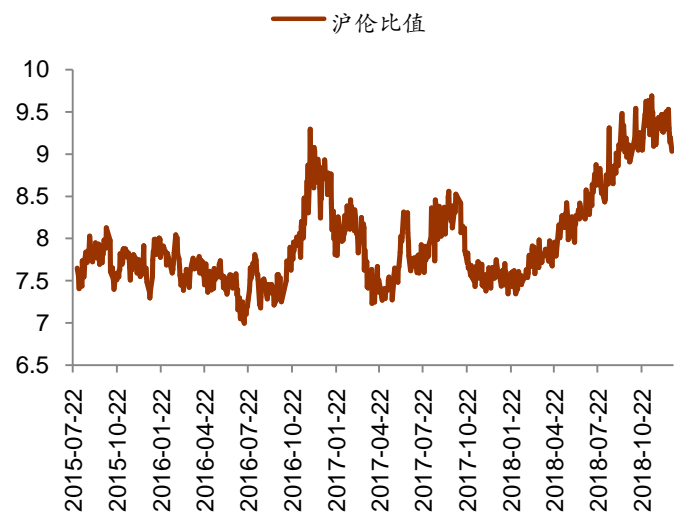
受安徽环保整治超预期，原生铅炼厂检修等影响供应偏紧俏，加之库存持续维持历史地位，从而形成一波软逼仓行情，将铅价推至 20810 元/吨的年内高位。三季度期价因前期环保炒作退却，再生铅因高利润迅速复产填充市场，使得货源紧张情况大幅缓解，加之消费旺季已于二季度提前体现，使得铅价迅速跌至 17280 元/吨的年内低位。四季度波动明显收窄，一方面因市场充满对宏观层面使的担忧，资金多趋于谨慎，另一方面则由于环保限产避免一刀切，限产对期价的支撑大不如前，因而市场矛盾焦点弱化，从而使期价表现震荡。

由于人民币贬值，内外盘走势分化，内强外弱格局明显，沪伦比持续上扬，由年初 7.5 的低位最高涨至 9.5 附近。

图表 3 沪铅主连及 LME 三月期铅走势



图表 4 铅沪伦比价图



数据来源：Bloomberg，Wind

## 二、锌基本面分析

### 1、2019 年境内外锌矿维持增长

2017年锌价的大幅上涨带动矿企利润恢复，2018年全球锌矿企业陆续开始增产复产。根据ILZSG数据显示，2018年1-9月份全球锌矿累计产出938.5万吨，较2017年同期减少37.3万吨，同比下滑3.8%左右。由于受中国以及秘鲁锌矿产量下滑拖累，2018年大型矿企产量释放量不及预期，产量的集中释放主要还是在2019-2020年。

根据我们梳理，2018年全球锌矿增量在34万吨左右，低于年初预期，主要增量来源于MMG、New century、Vedanta、Glencore等公司。

MMG公司旗下位于澳大利亚的Dugald River矿，生产的首批约10500湿公吨锌精矿已于

2017年12月16日离开澳洲港口，运往中国黄浦。随后在2018年5月1日投入商业化生产，全年产量达14万吨，与计划相符。

全球最大的锌生产商之一新世纪资源公司，在9月重启世纪锌矿后，于11月初从昆士兰Karumba港装载到MV Wunma号矿船上运往中国的首批11000吨锌精矿，比预期的10000吨多10%。世纪锌矿正在筹备12月的第二批10,000吨锌精矿，此前预计第二批10,000吨调试级精矿将于2019年1月运往中国。

Vedanta集团位于南非的Gamsberg锌矿首批矿9月正式产出。公司项目资料显示，一期精矿含锌产量25万吨/年，矿山从出矿到一期达产预计需要9至12个月。二期工程将耗资3.5-4亿美元，每年出产800万吨锌矿石，精矿含锌量料增至450,000吨/年；三期工程计划自2025年启动，精矿含锌量料增至600,000吨/年。

嘉能可方面，根据公司三季度产量报告，剔除出售的锌矿资产，得益于McArthur River的增加和Lady Loretta矿的复产，三季度锌矿产量增幅7%。其中，Lady矿产量增加了约3万吨。

新星的Myra Falls矿山于2018年6月公布复产计划，产量增量约2万吨。

印度斯坦锌方面，Rampura Agucha的矿因为矿区作业从地面转向地下而影响了产量，不过从二季度开始，其地下作业采出量已不断提高。

展望2019年，全球锌矿产量将继续增加，或增长85万吨左右。

其中，MMG的Dugald River矿因2018年提高采矿能力，若项目进展顺利，预计2019年能够新增约3万吨

世纪锌矿的尾矿项目预计至2019年四季度达到26.4万吨/年的满产目标，新增量约23万吨。

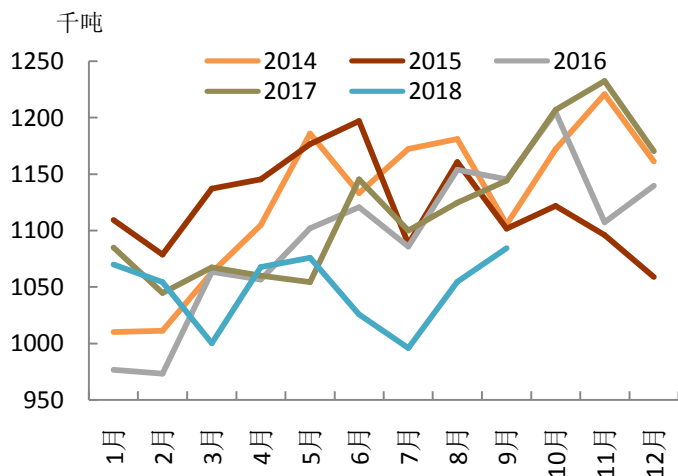
Vedanta位于南非开普的Gamsberg锌矿一期项目于2018年9月投产后，预计在之后的9-12个月内达到锌精矿25万吨的满产状态。同时，预计将在未来3至6个月内获得董事会批准，在Gamsberg进行第二阶段的生产，年产量将达到45万吨，预计2019年新增约16万吨。

印度斯坦锌方面，其Sindesar Khurd 和Zaward项目计划于2018年四季度和2019年一季度扩产，考虑到2018年产量缩减，故预计2019年产量增长约19.6万吨。

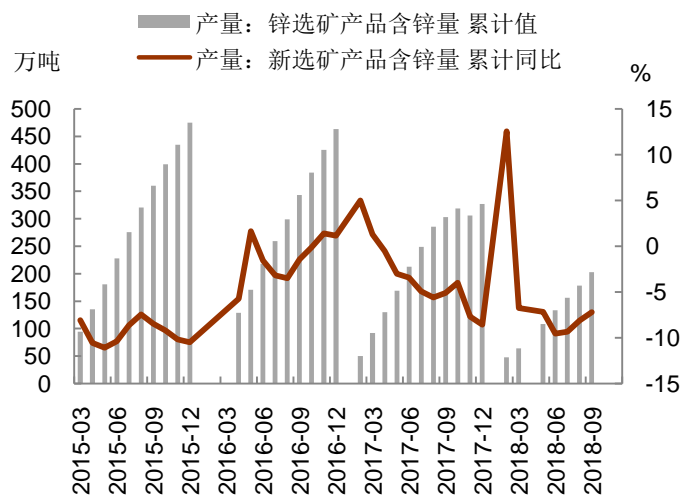
新星的Myra Falls矿山2018年年底有望提升至3万吨/年的满产目标。

嘉能可方面，旗下Lady Loretta矿尽管继续存在不确定性，但新增是大概率事件，预估增量约8万吨。

图表 5 全球锌矿下半年集中释放，增速扩大



图表 6 国内锌矿产量远低于去年同期



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 7 2018-2019 年国外主要锌矿企业矿产情况 (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		
	Zawar	-6.1	19.6
	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

国内矿山情况, 2018 年新增产量约 7 万吨, 远低于年初预期, 主要因为锌矿品位下滑及环保制约。国家统计局数据显示, 9 月锌选矿产品含锌量为 24.685 万吨, 同比减少 27.03%, 1-9 月累计产量达 202.53 万吨, 累计同比减少 7.2%。

其中, 备受关注的火烧云项目, 尚未获得采矿权, 投产日期尚未确定, 预计 2019 年也难



有增量；郭家沟铅锌矿已投产，但产出不稳定，且锌矿品位偏低，月产量仅2000金属吨，达成后约6万吨；利比亚矿业2018年9月开始试生产；高尔奇项目和翠宏山项目尽管2018年中投产，但贡献量极低。

展望2019年，我们预计锌矿产量约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。

**图表 8 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

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。不过，随着南非Gamsberg矿、Lady Loretta矿的达产将给明年全球锌产量带来明显的影响。预计明年，加拿大、印度、哈萨克和墨西哥的锌产量将增加，主要受部分新矿投产和现有项目的产能扩张工程完工投产等推动。

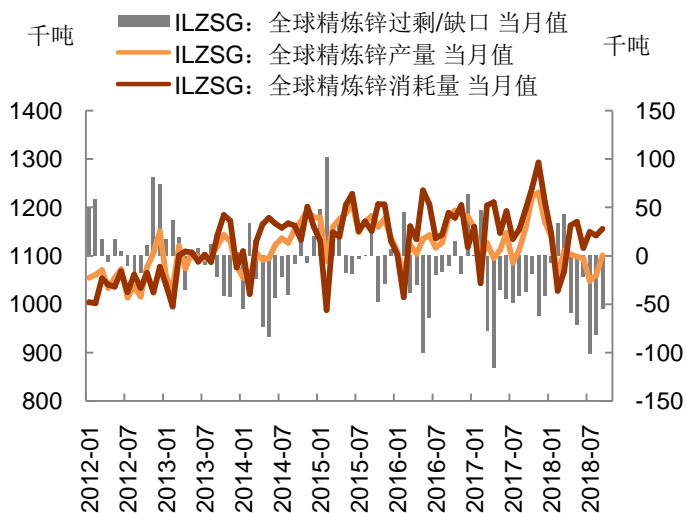
## 2、2019 年境内外精炼锌产能释放有限

国际铅锌研究小组的数据显示，2018年1-10月全球锌市供应短缺30.1万吨，去年同期短缺40万吨，上个月为短缺30.5万吨。今年前10个月，锌产量为1090.3万吨，锌使用量为1120.4万吨。2018年全球精炼锌增长缓慢主要受到中国产量下滑的拖累，而国外整体出现小幅增加，我们估算增加约8万吨增量。其中，加拿大Noranda旗下位于加拿大魁北克省的一家锌冶炼厂的工人于2017年2月12日起开始罢工，2017年12月重启，2018年其产量目标从26-26.5万吨提高至27万吨，较2017年的18.0375万吨将增加9万吨左右；韩国高丽亚铅于2017年减产后，2018年开始恢复产能生产；墨西哥Penoles的Torreón冶炼厂2018年复产后预期有3-4万吨产量释放，

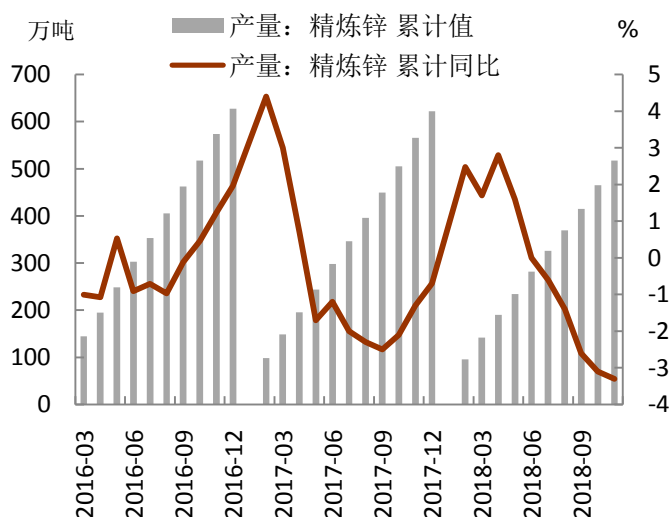
总产能为10万吨；印度斯坦锌受原料矿减少而导致锌锭产量下滑。

展望2019年，国外冶炼产能维持小幅增加，预估增加约20万吨。其中，印度斯坦锌的精炼锌产出预计随着原料矿产量的增加而回升；据美国锌再生股份公司，计划于2019年3月底或4月初重启位于北卡罗来纳州的Mooresboro冶炼厂；墨西哥Penoles的Torreón冶炼厂的产量将继续释放。

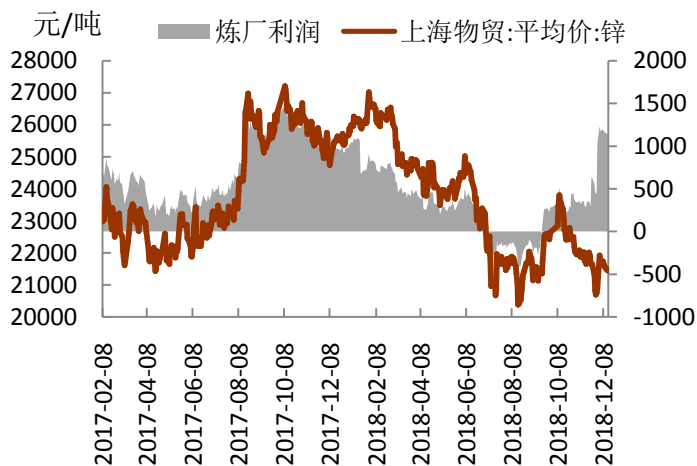
图表 9 全球精炼锌短缺缺口收窄



图表 10 国内精炼锌产量增速有限



图表 11 国内冶炼企业利润情况



数据来源：Wind，铜冠金源期货

**图表 12 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

国内方面，国家统计局数据显示，11月精炼锌产量较上月反弹3.8%至52万吨，同比却下滑7%；1-11月总产量为517.7万吨，同比减少3.3%。

2018年精炼锌产出均出现单月同比下滑的情况。上半年锌价大幅回落，锌冶炼企业利润压缩直至出现亏损，冶炼企业出现大面积检修的情况；同时，原料矿低品位、杂质化的原因，对冶炼系统适应性要求大幅提高，也导致了今年部分冶炼企业出现事故性的检修，精炼锌产量逐渐下滑。下半年，随着国内外锌矿加工的低位回升，冶炼企业利润得以修复，开工积极性增加，精炼锌产量逐渐恢复。但受制于企业搬迁、环保等因素，产量增速有限。其中，株冶和云铜由于搬迁和产能关闭导致产量下降；豫光锌业、驰宏锌锗和安徽铜冠检修，未达到正常产量水平；湖南花垣地区和陕西地区矿山再次出现环保整顿，拖累了当地冶炼企业的生产；因强制要求企业处理浸出渣，不允许渣料跨省转移，使得汉中锌业、罗平锌电等企业均进行了限产。12月起，文山锌铟及湖南轩华的产出量逐步提升。此外，今年西部矿业、甘肃白银和四川四环锌锗均有一定的产能扩建，但其释放进度缓慢。

**图表 13 国内重点锌冶炼厂检修情况**

企业名称	企业动态	检修情况
葫芦岛锌业	减产	3月20日至7月初
汉中锌业	检修结束	3月24日至4月末；7月初至8月中旬
中金岭南	检修结束	10月；12月5日至25日
株冶集团	减产	减产
驰宏锌锗	检修	7月中旬至8月初
豫光锌业	检修结束	9月初至中旬
河池南方	正常生产	3月、4月、5月初及9月
陕西东岭	检修结束	4月20日至5月中旬，5月20日至6月中旬，8月底至9月中上旬
赤峰中色锌业	正常生产	6月23日至7月中下旬，8月
巴彦淖尔紫金	检修	7月27日至9月初
四川宏达	正常生产	暂无检修
陕西锌业	正常生产	3月29日至5月初
祥云飞龙	正常生产	暂无检修
云铜锌业	正常生产	4月初至月底
四环锌锗	正常生产	4月-5月
白银有色	正常生产	4月-6月初，7-9月

数据来源：SMM

新增方面，包括白银公司10万吨湿法炼锌产能于2017年底试产后，今年6月份正式投产，于9月底基本达产；马关云铜产能（5万吨/年）置换到文山锌铟产能（10万吨/年），前者已于5月份关停；屯矿业控股四环锌锗后，对周边小型冶炼企业整合，并将产能从之前的15万吨/年提高至20万吨/年，于6月份顺利投产，年内达产。

展望2019年，国内冶炼产能增量有限。主要为驰宏永昌（3万吨/年）、四川俊磊（3万吨/年）、新疆乌恰（10万吨/年），而新疆乌恰还尚在环评中。此外，五矿旗下水口山铜铅锌产业基地项目12月26日正式投产，一期新建的30万吨锌冶炼项目，但同时株冶搬迁，原55万吨产能将退出，整体产能有所减少。

**图表 14 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

国际铅锌研究小组 (ILZSG) 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。报告中称, 2019 年全球精炼铅和精炼锌需求料仅微幅增加。2018 年全球精炼锌需求料增加 0.4% 至 1374 万吨, 2019 年需求或将攀升 1.1% 至 1388 万吨。中国精炼锌产量下滑不能完全抵消净进口量增加的影响, 因此预计中国今年的精炼锌表观消费量将减少 0.5%。镀锌行业, 主要是那些小型工厂的日子越发煎熬, 因政府环保执法更为严格。预计 2019 年, 中国精炼锌需求料增加 0.8%。预计美国明年精炼锌需求料增加 0.9%, 增幅明显低于今年的 2.1%。

整体来看, 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 15 全球锌市场供需平衡表 (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

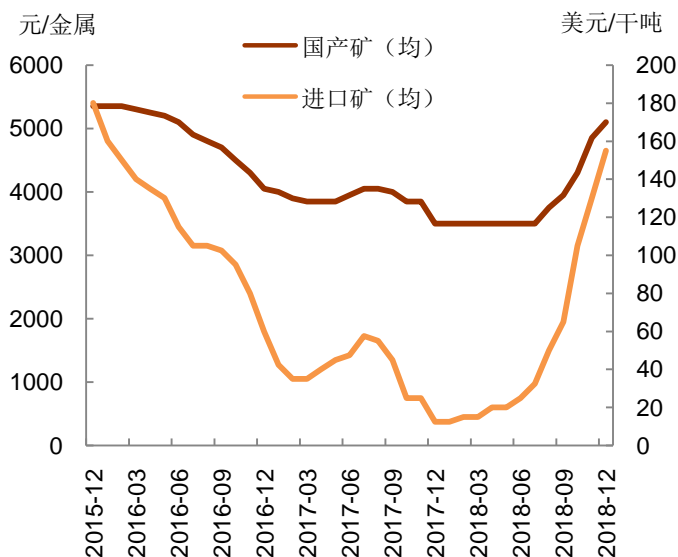
### 3、进出口情况

而从加工费情况来看,上半年国内外锌矿加工费均维持在低位,下半年加工费逐渐上扬,截止至12月份,国产锌矿加工费均值报收5100元/金属吨,较年初上涨46%,进口锌矿加工费均值报收155美元/干吨,较年初上涨11.4倍。下半年锌矿加工费的上扬,也佐证了全球锌矿供应的逐渐恢复。

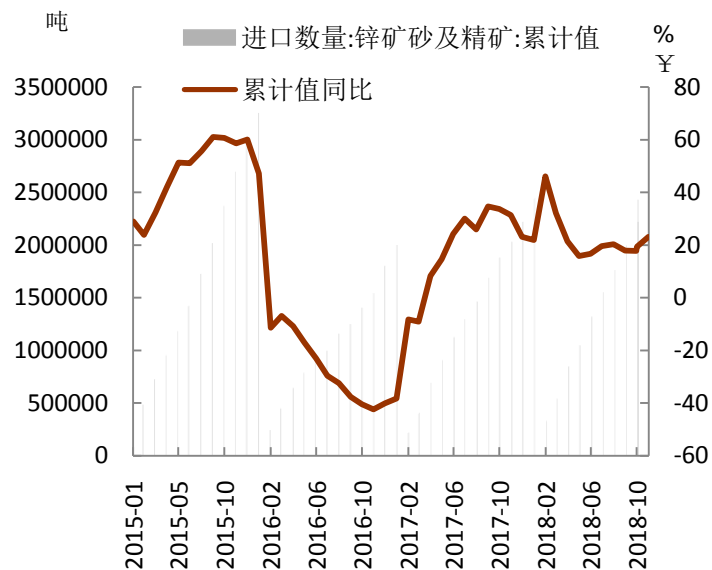
海关数据显示,11月进口锌精矿为30.39万吨,同比增加了11.7万吨。1-11月累计进口量272.35万吨,累计同比增加了23%。海外锌矿的补给,缓解了国内原料端紧张的情况。冬季国内冶炼企业有冬储需求,进口量有所增加。

从沪伦比价来看,受人民币贬值影响,沪锌走势整体强于伦锌,沪伦比价走高。年中进口窗口阶段性开启,其中8-9月份开启时间较长,进口锌锭快速流入。海关数据显示,11月锌锭进口量11.35万吨,环比上升40.9%,同比下降7.6%,1-11月累计进口62.16万吨,同比上升8.0%。虽然进口锌锭得以补充,但国内精炼锌产量处于偏低水平,库存未出现积压的现象。后期来看,人民币贬值速度放缓,LME现货升水高企且库存维持偏低水平,预计锌锭进口步伐将减速。

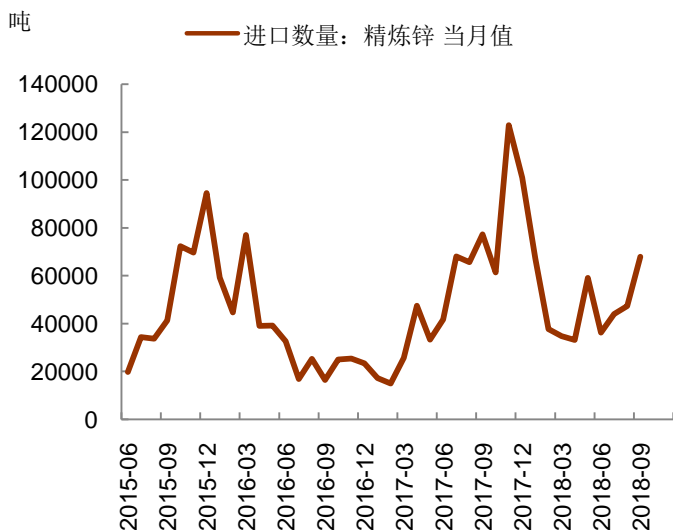
图表 16 下半年锌矿加工费大幅上扬



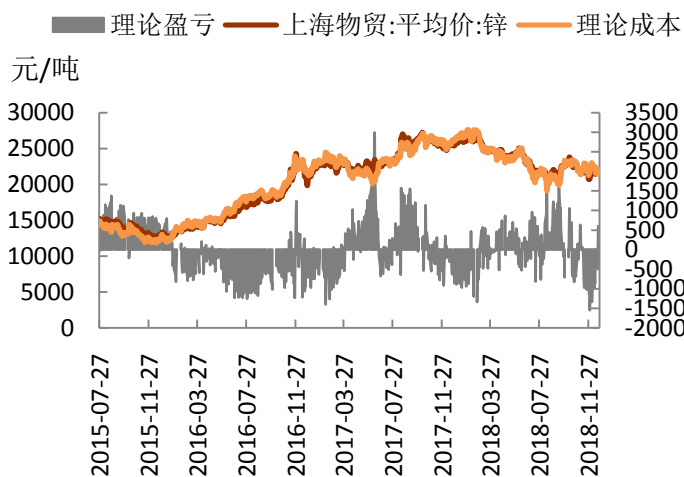
图表 17 进口锌矿同比大幅增加



图表 18 去年基数较低，锌矿累计进口同比大增



图表 19 精炼锌进口盈亏情况



数据来源：SMM，Wind，铜冠金源期货

#### 4、全球显性库存处于历史低位，支撑锌价

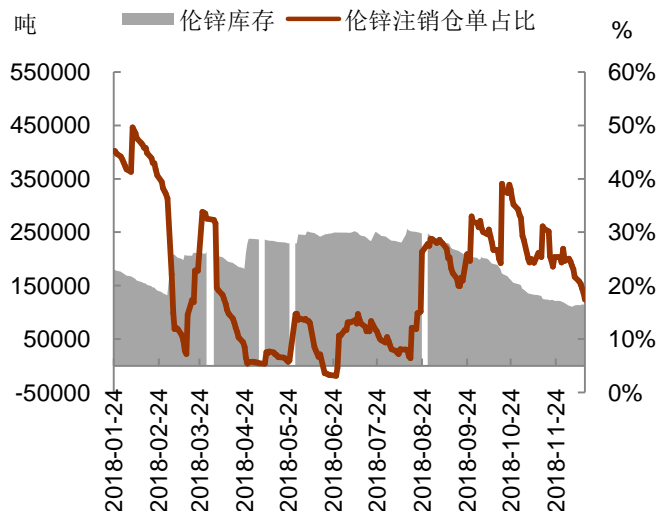
2018 年全球锌锭显性库存较 2017 年再下一个台阶，交易所库存降至近十年来的低位，给到锌价强支撑。截止至 12 月 21 日，上期所库存降至 21520 吨，较年初减少 17.89 万吨；LME 库存降至 130375 吨，较年初减少 5.06 万吨。受交易所库存处于偏低水平的影响，盘面表现为近强远弱的格局，且年中出现阶段性近月挤仓的行情。社会库存呈现先增后减的走势，年后至 3 月中旬，受春节效应影响，库存出现小幅积压，随后随着下游复工的进行，库存快速下滑。9-10 月份，随着进口锌锭的补充，社会库存小幅积压，随后进口窗口关闭，库存延

续小幅下滑，截止至 12 月 21 日，社会库存降至 10 万吨下方。保税区方面，4 月份高点高达 23 万吨，随着进口锌锭的流入及进口窗口的关闭，库存快速下滑，进入 10 月份，库存降至 3 万吨下方，随后企稳回升，截至 12 月 21 日报收 5.6 万吨。2019 年，库存大概率会回升，但目前来看，库存拐点出现的节奏较难把握。

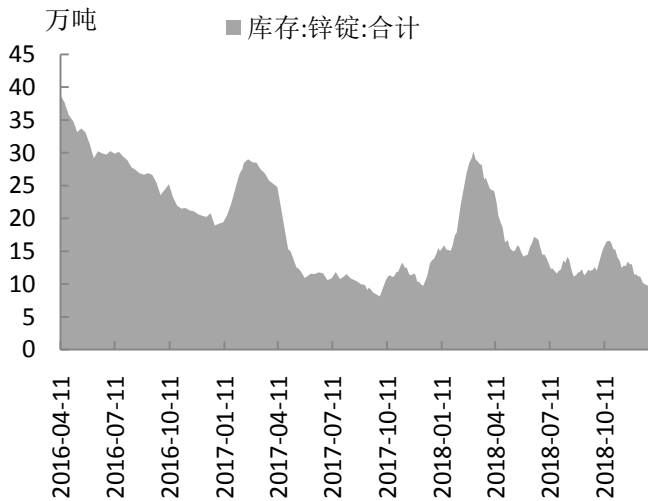
图表 20 交易所库存创近十年新低



图表 21 LME 库存维持低水平



图表 22 社会锌锭库存降至低位



图表 23 保税区库存高位回落



数据来源: Bloomberg, SMM, 铜冠金源期货

#### 4、现货维持升水，明年或延续

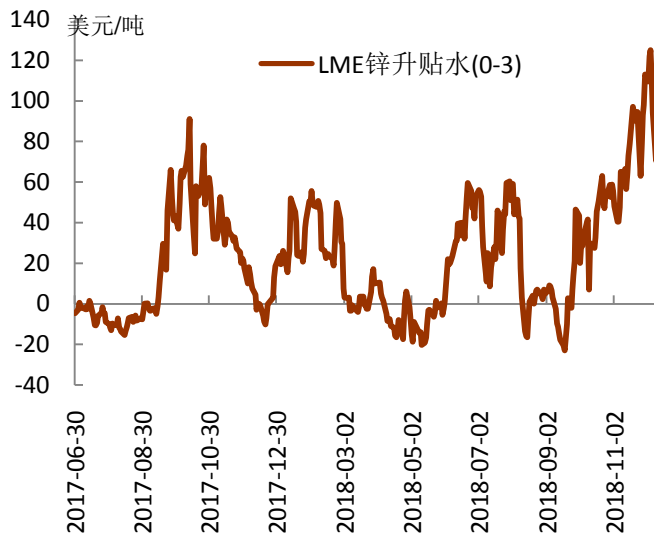
2018 年因国内货源偏紧，现货基本处于升水状态。其中 7 月份，现货升水一度高达千元上方，对应盘面出现挤仓行情。随后升水回落，但基本维持在 200-500 元/吨，截止至 12 月 21 日，现货升水报收 310 元/吨。而 LME 现货升水相对来说，波动较大。1-11 月份，基本维



持在升水 60-贴水 20 美元/吨的区间波动，然进入 12 月份，随着 LME 库存的快速下滑，现货出现短暂急速攀升，高点达 125 美元/吨，随着挤仓告一段落，升水回落至正常范围。展望 2019 年，在全球库存出现拐点前，现货大概率维持升水结构，但或难出现类似今年的极高升水。

图表 24 0#锌多维持升水结构

图表 25 LME 锌升水一度攀升至 100 上方



数据来源：Wind，铜冠金源期货

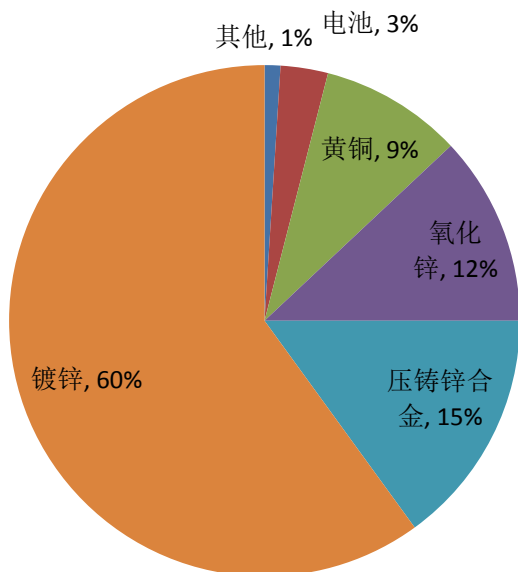
### 5、宏观经济低迷，锌消费难言乐观

2018 年下游生产一方面受环保的限制及终端行业走弱的制约，另一方面受中美贸易战引发终端需求下行的担忧，整体表现偏弱。SMM 数据显示，1-10 月份镀锌企业平均开工率 72.3%，较去年同期下降 3.9 个百分点；氧化锌企业平均开工率 52.3%，同比去年同期减少 5.5 个百分点；压铸锌合金平均开工率 50%，同比去年同期减少 3.2 个百分点。

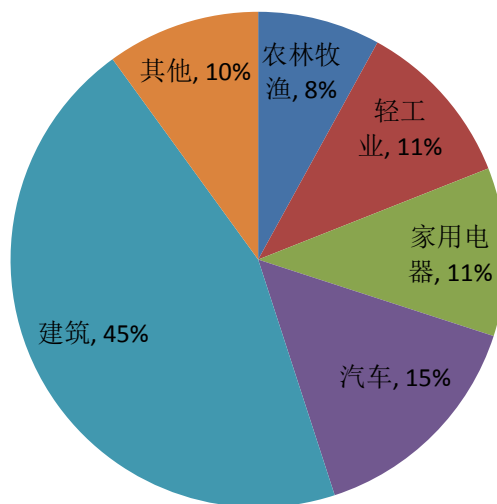
其中大型镀锌企业环保基本上改造完成，环保“回头看”政策对下游影响相对较为有限。镀锌与基板价格同步上涨，但镀锌涨幅较小，10 月份镀锌企业开始出现亏损。而压铸锌合金企业受环保影响最大，出现旺季开工低于往年淡季的水平。

数据方面，根据中国钢铁工业协会数据，2018 年 1-10 月份全国镀锌板累计产量为 1877 万吨，累计同比下滑 1.3%，累计产量距近两年同期相比存在有较大差距。1-10 月全国镀锌板累计销量为 1828 万吨，累计同比上升 1.1%，累计增速较去年同期明显放缓。出口方面，海关数据显示，1-9 月镀锌板累计出口量达 672.36 万吨，累计同比下滑 7.31%。出口增速大幅放缓。

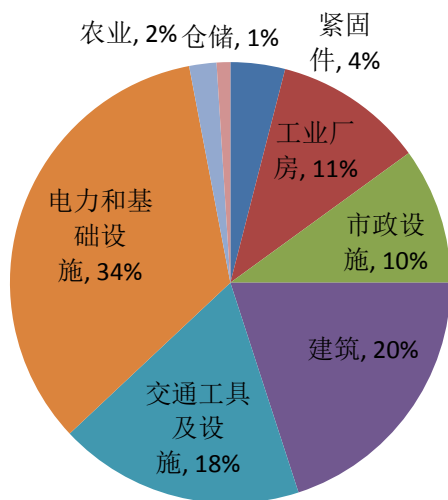
图表 26 国内锌初级消费占比分布图



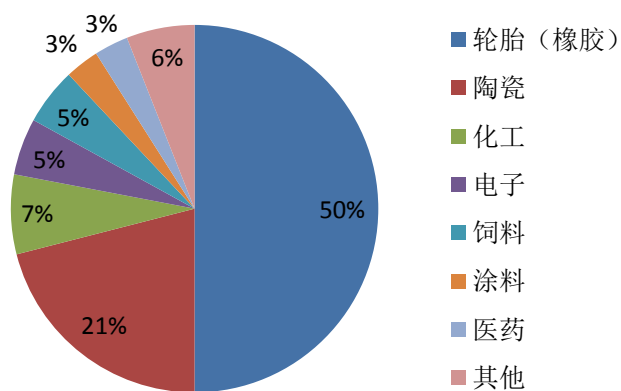
图表 27 连续镀锌（板带）消费占比分布图



图表 28 批量镀锌（钢管、结构件等）消费占比分布图

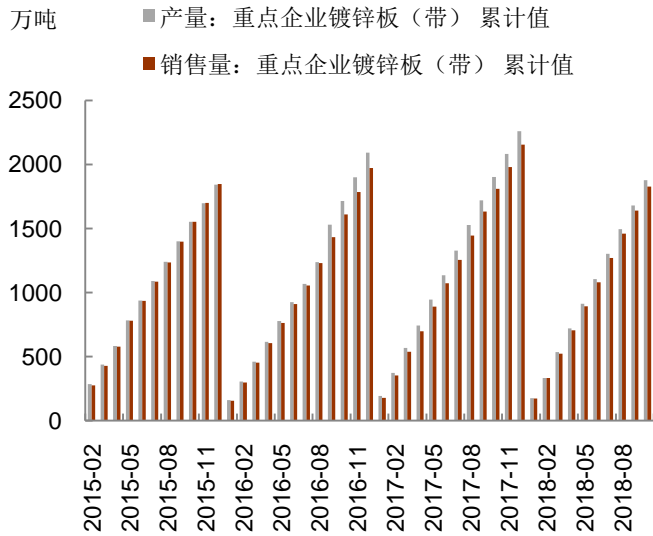


图表 29 氧化锌消费占比分布图

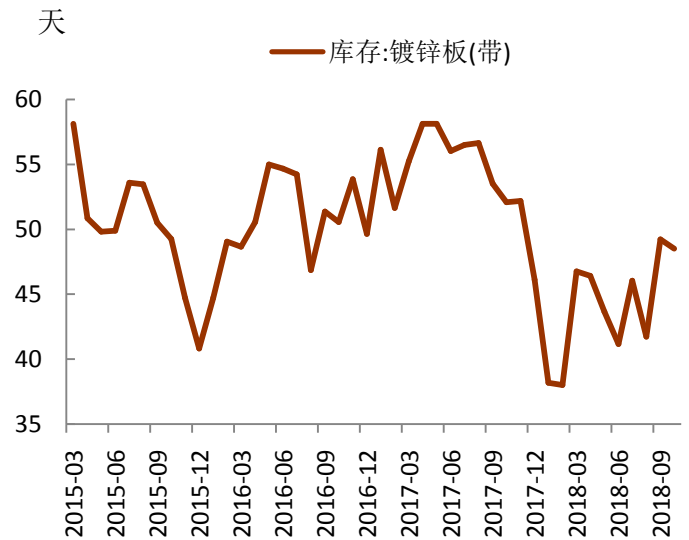


数据来源：安泰科，SMM，铜冠金源期货

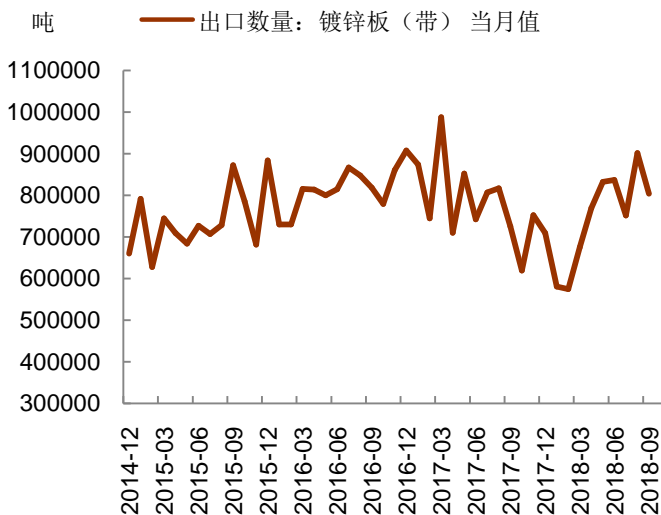
图表 30 镀锌板产量同比小幅下滑



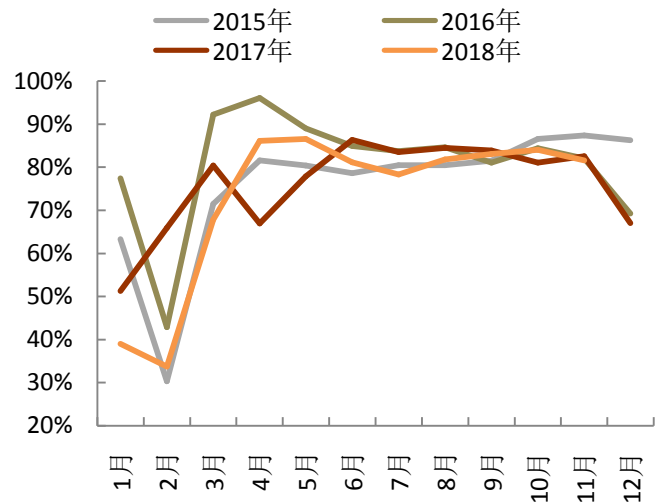
图表 31 重点企业镀锌板库存维持偏低水平



图表 32 镀锌板出口大幅放缓



图表 33 主要镀锌企业开工低于去年同期



数据来源：Wind，SMM，铜冠金源期货

终端消费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**数据来看，因基建投资止跌企稳和制造业投资增速上升，使得投资缓慢回升。国家统计局数据显示，1-11月全国固定资产投资同比增速继续回升至5.9%，增速环比上升0.2个百分点，新口径下的基础设施建设投资累计同比增速为3.7%，持平于10月份。下半年，政策宽松效果显现，基建补短板政策发力，基建投资增速也逐渐止跌企稳。从12月下旬召开的中央经济工作会议上可以预判，明年基建投资有望继续托底经济，但在地方

隐性负债增长受限的背景下，预计基建投资回升幅度或较有限。

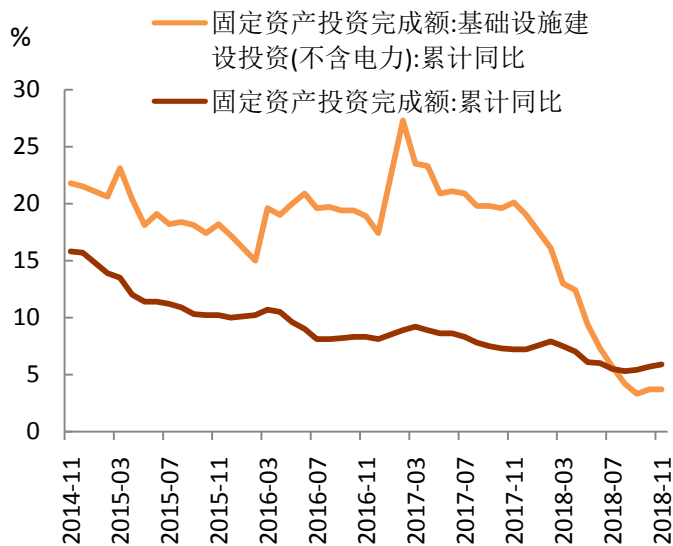
房地产投资小幅回落。1-11 月房地产投资同比增速持平在 9.7%，与前值持平。土地购置继续回落，新开工温和回升。1-11 月全国房企土地购置面积累计 2.53 亿平米，同比增长 14.30%，增速环比继续收窄 1 个百分点。1-11 月房屋新开工面积累计 18.89 亿平方米，同比增长 16.8%。因地产销售低迷、库存去化放缓，令土地购置面积增速继续下滑。随着销售进一步下行，销售回款约束加大，地产新开工被动下行概率在进一步上升。目前房地产行业仍处于严格宏观调控中，中央经济工作会议上也明确表示，要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系。整体来看，房地产行业始终会以“稳”为主。

**汽车方面**，2018 年汽车板块表现偏弱，产销增速低于年初的预计。一方面今年 1.6L 以下汽车购置税优惠政策退出，对汽车整体销量构成一定压力；另一方面，居民加杠杆购房透支消费能力、中美贸易摩擦及关税调整令乘用车市场观望情绪浓厚。据中国汽车工业协会统计，2018 年 1-11 月，汽车产销分别为 2532.52 万辆和 2541.97 万辆，累计同比下降 2.59% 和 1.65%。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。

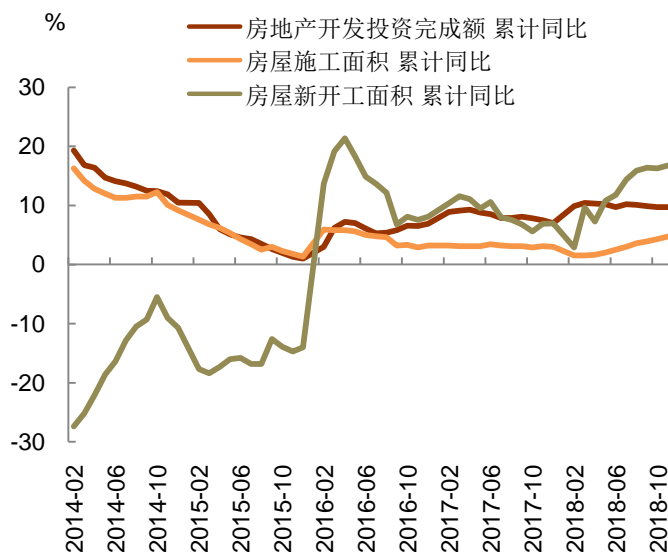
**家电方面**，2018 年白色家电除了彩电板块累计同比回升外，空调、冰箱及洗衣机增速均出现下滑，尤其是空调增速下滑幅度较大，此外目前空调社会库存高达 4200 万台，积压显著。2019 年，因房地产行业难有较好表现，预计家电行业也将受一定抑制。

整体来看，我们预计 2019 年终端消费难有亮点，同时，外围环境不确定较强，或拖累整体经济表现，锌需求或继续出现小幅下滑。

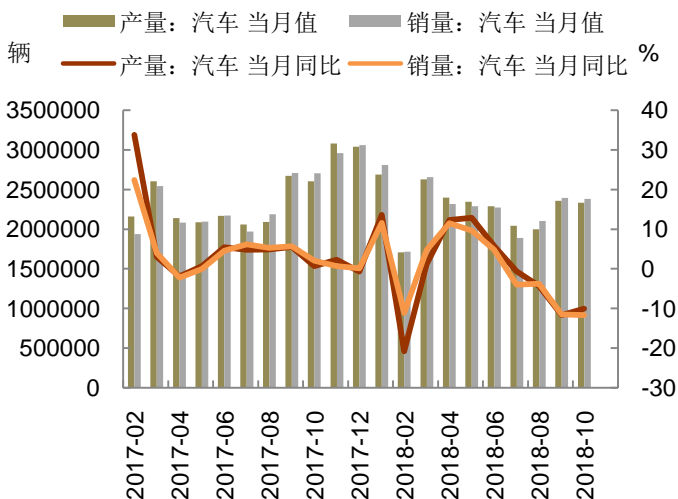
图表 34 基建止跌，投资回升



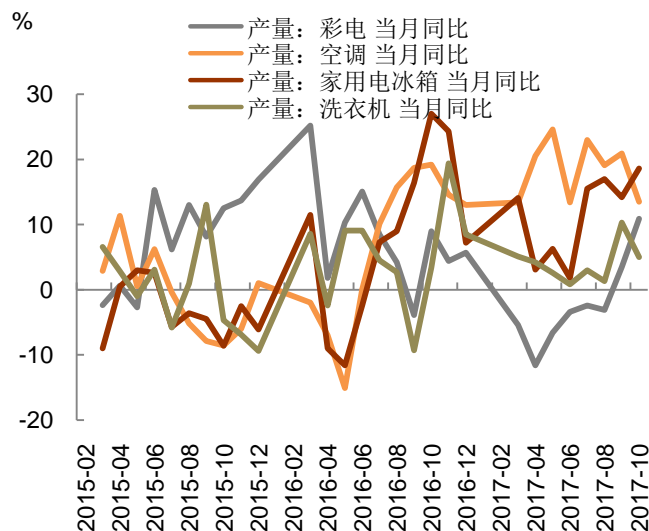
图表 35 房地产投资增速回落



图表 36 汽车销量同比下滑



图表 37 白色家电无亮点



数据来源：Wind，铜冠金源期货

### 三、铅基本面分析

#### 1、全球铅矿维持平衡，精炼铅小幅过剩

2018 年全球铅矿产量呈现偏紧格局，ILZSG 公布数据：10 月全球铅矿产量为 40.37 万吨，同比增长 1.76%，逆转年内同比持续负增长的格局，1-10 月全球铅矿累计产量为 375.49 万吨，累计同比下滑 9.76%。根据 ILZSG 预测，2018 年全球铅矿供应量将下降 0.4%至 458 万吨，到

2019 年将增加 4.1%至 477 万吨。

2018 年，澳大利亚、中国、哈萨克斯坦和美国的铅精矿产量下降，具体来看美国和澳大利亚铅矿产量同比下滑较为明显，降幅分别约为 16%和 7%。美国的减量主要来自于泰克公司旗下的红狗矿，而澳大利亚则来自于上半年的 Mount Isa 和 Cannington 矿山的减产。增量主要来自于一些即将实施的新矿业项目，包括 CoeurMining 在加拿大的 Silvertip 矿和 Vedanta 在南非的 Gamsberg 矿，这些矿将在 2018 年第三季度和第四季度才开始投产，因此将对 2019 年的产量产生更大的影响。另外，古巴和印度也有一定的增长。欧洲，2018 的铅矿石产量增长 2.8%，预计 2019 年产量将进一步增长 3.7%。

矿山新增产能方面，安泰科预估数据，2019 年矿山新增产能约为 12.8 万吨，较 2018 年的 2.7 万吨水平增长约 10 万吨左右，其中增量较大的有澳大利亚 Glencore 公司的 Lady Loretta 等矿山，增量为 2 万吨。印度 HZL 公司的 Sindesar Khurd 等矿山增量约为 4 万吨。虽然 2019 年铅精矿的供应相较 2018 年将会有小幅增长，但是迫于矿品下滑以及还原铅利润空间较小，矿企更倾向于开发铜锌矿，因此 2019 年供应相较 2018 年基本维持平衡。

**图表 382019 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
<b>合计</b>			2.7	12.8

数据来源：安泰科，铜冠金源期货

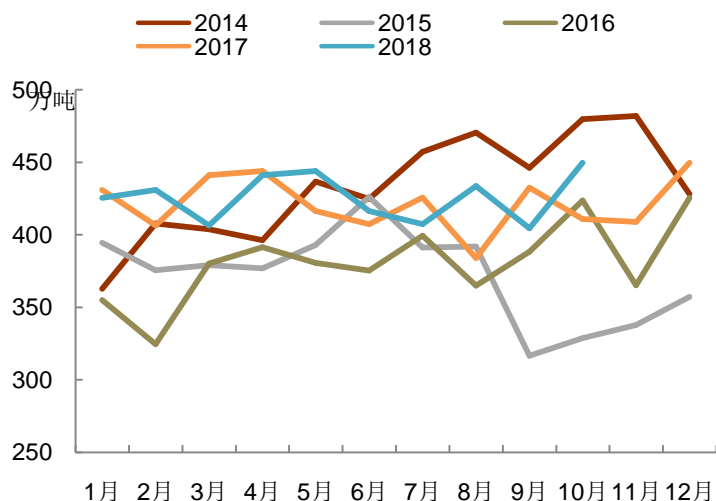
精炼铅方面来看，ILZSG 公布数据显示：1-10 月全球精炼铅产量为 967.1 万吨，精炼铅消耗量为 981.61 万吨，累计同比分别下滑 0.03%和 0.86%。1-10 月铅市供应缺口为 14.5 万吨，较去年有所收窄。其预估 2018 年全球精炼铅需求料超过供应 12.3 万吨，2019 年精炼铅市场料转为过剩 5 万吨。

ILZSG 预计 2018 年和 2019 年世界精炼铅金属产量分别增长 0.4%至 1159 万吨和 2.2%至 1184 万吨。2018 年精炼铅金属产量略有上升，主要是由于澳大利亚、印度、哈萨克斯坦和美国的产量增加，预计将抵消加拿大和德国产出的下降和中国 1.4%的下降。2019 年的产量将受益于欧洲和美国的产量增加，预计欧洲和美国的产量将分别增长 3.9%和 2.4%。

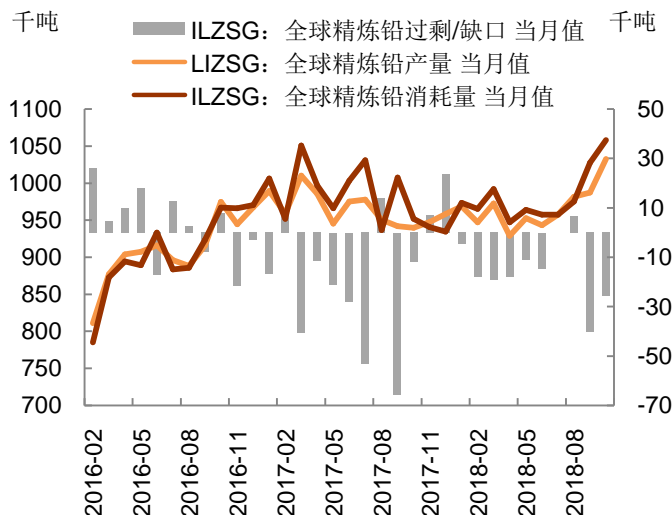
ILZSG 预计 2019 年全球精炼铅需求料增加 0.7%至 1179 万吨，而今年铅需求料为 1171

万吨。其分析“在 2018 年，中国精炼铅表观消费量减少 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%。”报告还称，预计今明两年，欧盟铅需求料分别成长 1.4%和 1.8%，而美国铅需求将减少 0.6%，但明年需求将增加 2.5%。

图表 39 全球铅矿产量回升



图表 40 全球精炼铅缺口扩大



数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 41 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

## 2、国内铅矿增量有限，但焦点逐步转向精铅供应

国内矿端来看，受环保整顿及品味下滑等因素，整体表现偏紧。国家统计局公布数据显示：，中国 2018 年 1-10 月份铅精矿产量 107 万吨，累计同比减少 39%。据安泰科调研，内蒙、湖南铅精矿产量同比分别减少 2.2%和 4%，广西和云南同比分别增加 44.5%和 13.8%。

而今年 SMM 加工费来看，2018 年由 1200 涨至 1800 元/吨，虽因矿端偏紧加工费维持低位，但全年仍然呈现走高趋势，主要是由于原生铅炼厂减产及铅膏掺入率提高等因素影响，导致对铅精矿的需求有所下降。

对于明年国内的矿山产能，安泰科预估增量约为 5.1 万吨，增量有限。

进出口方面，由于内强外弱，年内沪伦比持续维持高位，进口保持高利润，但由于国内的需求下滑，加之海外矿端供应总量的下滑，进口量依旧保持下降趋势，海关数据数据显示，2018 年 1-10 月份中国铅精矿进口量为 98.6 万吨，累计同比减少 7.8%。

总体预计 2019 年，国内铅精矿受品味及环保的制约，偏紧格局依旧不改，但在再生铅的蓬勃发展下，矿端对 2019 年精铅供应影响趋弱。

**图表 42 2018-2019 国内新增铅矿增量（万吨）**

省份	矿山	新增处理能力（万吨/年）	投产进度	2018 年增量	2019 年增量
内蒙古	光大矿业大地矿区	30	2017.09	0.2	0.3
	赤峰金都十地矿区	30	2017.10	0.2	0.2
	赤峰金都白音查干矿	9	2017.10	0.3	0.3
	荣邦矿业	30	推迟	0.3	0.1
	库宏矿业阿旗敖包吐矿区	60	2017.08	0.5	0
	国金矿业八岔沟	120	2017 年年底	0.2	0
	比利亚谷铅锌矿	120	2018 年年中	0.2	0
	阿巴嘎族高尔旗银铅锌矿	90	2017.10	0.9	0
	超凡矿业阿拉胜铅锌银矿	120	2017 年年底	1	1.3
	诚诚矿业	40		0.6	0.1
	银漫矿业	60		0.3	0.2
	国森二道河铅锌矿	60		1	0
青海	宏鑫矿业牛苦头铅锌矿	75	2018.05	0.5	0.5
吉林	吉林伊春翠宏山铁锌矿	160	2018 三季度	0.4	1.2
甘肃	郭家沟铅锌矿	150	再度推迟	0.4	0.9
<b>总计</b>		<b>1109</b>		<b>7</b>	<b>5.1</b>

数据来源：安泰科，铜冠金源期货

国内精炼铅方面，据国家统计局公布数据显示：1-11 月精炼铅产量为 445 万吨，累计同比上涨 6.5%。数据来看，近几年精铅产量持续增长，得益于再生铅在供应中占比的稳步提升。

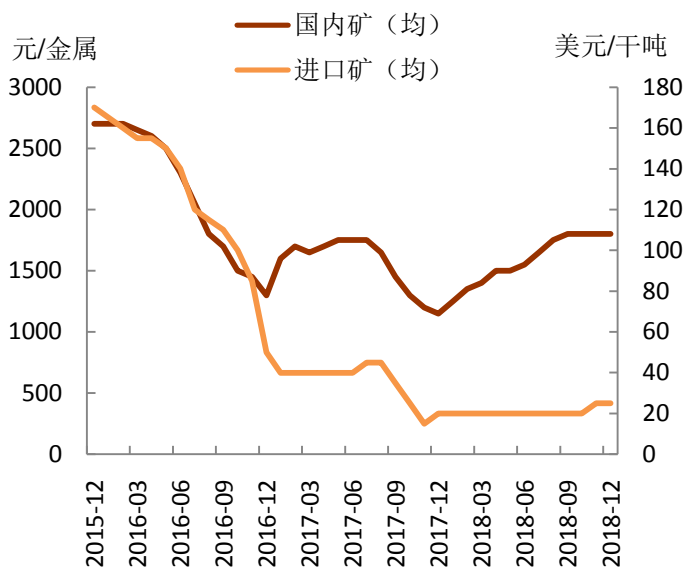
国内供应端波动主要在再生铅，近两年再生铅新上项目较多，2018 年已建成投产的 75 万吨/年拆解能力，具体江西九江汇金（15 万吨/年）、安徽华铂二期（60 万吨/年）。后期还有近百万吨项目等待建成投产，但其供应依旧不稳，2018 年在接连的环保督查的压力下，废电瓶回收价格居高不下维持在 10000 元/吨左右，而沪铅价格在宏观环境及消费疲软的拖累下走弱，再生铅企业利润从接近 3000 元/吨压缩至 1000 元/吨，最低到 700 元/吨，长期低利润以及废电瓶供应紧张的情况下，再生精铅产量投放速度受到抑制，虽然新上再生铅项目配套环保设施齐全，但废旧电瓶的供应及价格将会是 2019 年的主要关注点。

废旧电瓶的回收依旧依赖于政策以及回收渠道的建立。相对欧美“回收-冶炼-再生产”再生铅占比接近 90%的成熟产业链模式，我国仍有大幅增长空间，据再生金属分会分析，2017



年我国持有危险废物经营许可证的再生铅 38 个，目前已经增至 52 个，同比增长 36.8%；2017 年危废证核准废铅蓄电池处理能力 517 万吨，目前已增至 680 万吨，同比增长 31.5%。2017 年我国废铅蓄电池理论报废量约 611 万吨（含铅量接近 400 万吨），规范回收利用量约 315 万吨（折合再生铅 205 万吨），规范处置比例约 52%。预计 18 年将继续上升。《有色金属工业发展规划》（2016-2020 年）提出到 2020 年再生铅占铅供应的比重达到 45%，预计到 2025 年上述比例还将进一步提高。

图表 43 加工费低位回升

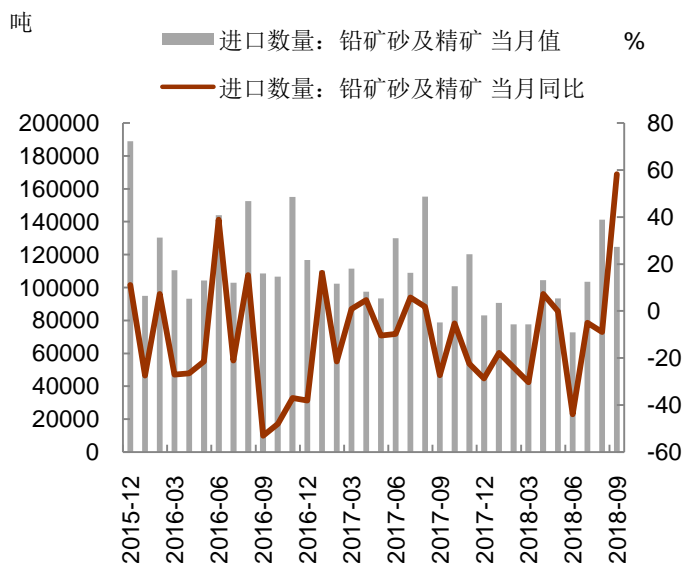


图表 44 国内铅矿产量减少

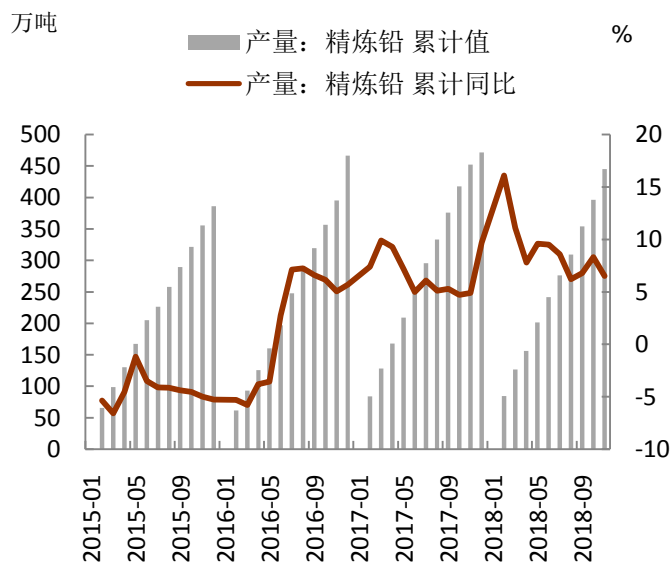


数据来源: SMM, Wind, 铜冠金源期货

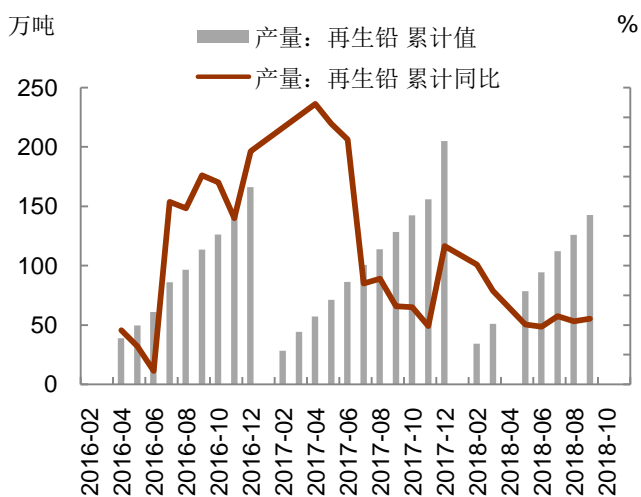
图表 45 铅精矿进口情况



图表 46 精炼铅产量增加



图表 47 “三无”再生铅企业受限，合规再生铅企业产量增加



图表 48 2017-2019 年国内再生铅新增产能 (万吨)

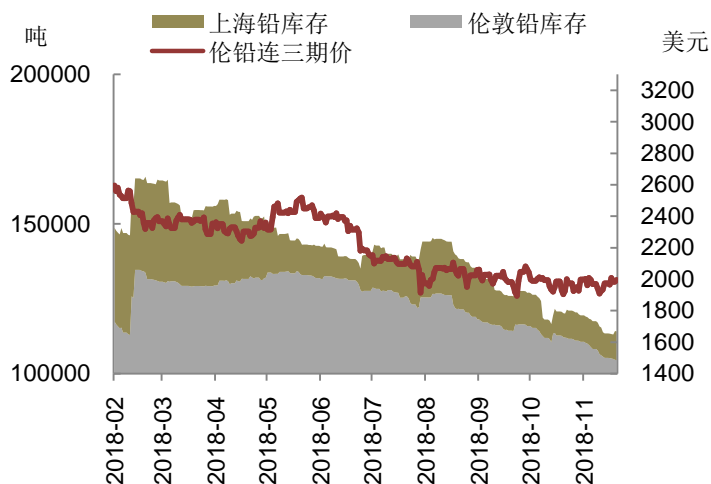
企业	年份	产能
云南振业	2017	10
浙江天能	2017	10
江西金洋	2017	10
江西震宇	2017	10
安阳岷山	2017	15
中庆环保	2017	30
九江汇金	2018	15
华铂二期	2018	60
兴安银铅	2019	15
金利聚鑫	2019	30
安徽大华	2019	45
天津东邦	2019	18

数据来源：SMM，Wind，铜冠金源期货

### 3、铅去库存化显著

库存方面，2018年两大交易所表现库存去化，上期所库存为下跌走势，最低跌至6139吨，截止目前有所回升，约为19347吨。库存的下跌主要是受环保及利润因素影响整体开工，导致库存持续走低。伦铅库存由年初的14万吨左右跌至目前的10.7万吨水平。当前，上期所库存处于历史极值，明年大致来看，因需求的走弱，库存整体下跌空间不大，但库存低位仍将是博弈重点。

图表 49 国内外去库存化



图表 50 仓单降至历史低位，出现阶段挤仓行情

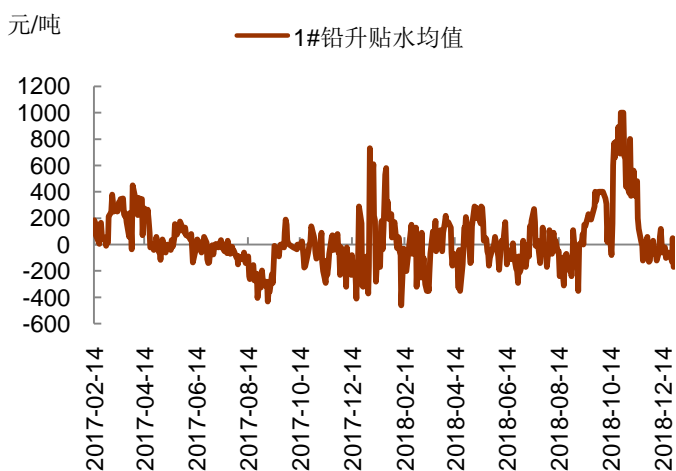


数据来源：Bloomberg，Wind，铜冠金源期货

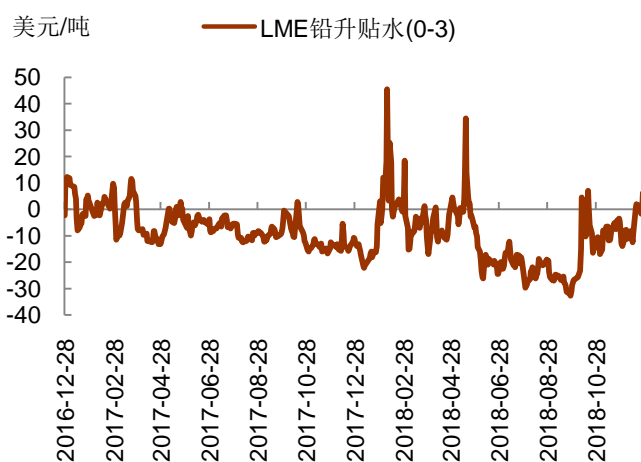
#### 4、升贴水阶段性拉涨

2018年现货升贴水波动较大，波动区间约在-400到1000元/吨，伦铅现货大部分时间基本维持在贴水状态，国内供应端的阶段性紧张特征在升贴水上表现明显。2019年来看，因再生铅存增量预期，市场整体转向宽松，升贴水波动范围或有所收窄，但受产业链不完善影响，预计升贴水阶段性的大幅波动仍将存在。

图表 51 1#铅升贴水



图表 52 LME 铅升贴水



数据来源：Wind，铜冠金源期货

#### 5、需求无亮点，消费增长乏力

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。

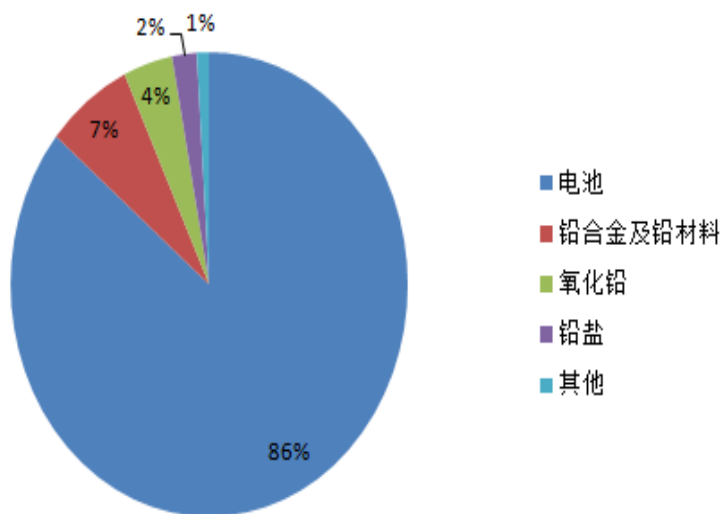
初级端，**铅酸蓄电池**来看，国家统计局公布数据显示，1-9 月中国铅酸蓄电池产量为 11823 万千瓦安时，较去年同期下降 0.76%，预计今年消费总体维持负增长。海关数据显示，1-10 月累计进口铅蓄电池 919 万个，同比增长 6.0%，1-10 月累计铅蓄电池出口量累计约为 15894 万个，同比下跌 3.4%。蓄电池国内消费呈现旺季不旺格局，若 2019 年铅蓄电池行业能维持较好利润，总体或将表现平稳，但受贸易壁垒影响，出口方面仍存较大不确定性。

终端方面，**汽车**来看，据中汽协数据显示，2018 年 1-11 月，汽车产销分别为 2532.52 万辆和 2541.97 万辆，累计同比下降 2.59% 和 1.65%。由于中国经济增速放缓、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 2019 年汽整体产销或将继续维持小幅负增长趋势。但后期存在出台刺激性政策引导车市回暖的可能。

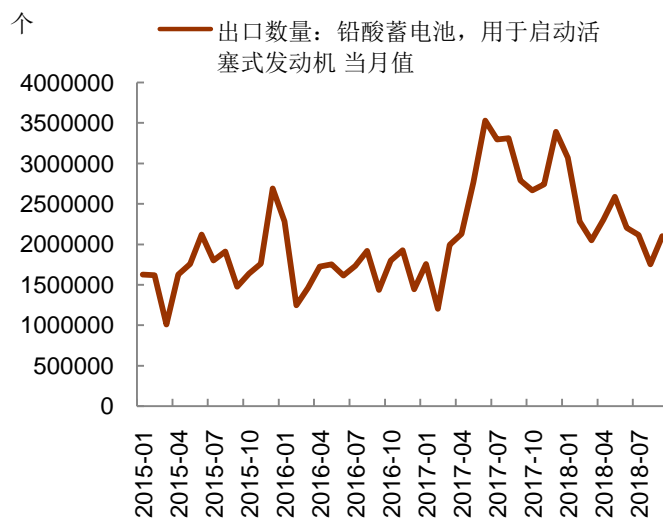
**电动自行车**方面，新国标对整车重量和外观的约束，新国标规定被划为非机动车的电动自行车其整车重量必须小于 55kg，必须安装脚踏板。（2019 年 4 月 15 日正式开始实施）因此对于电动自行车生产企业而言，为了满足新国标之要求，将会被迫选用质量相对较轻的锂电池作为动力电池。而这对于电动自行车行业对于铅酸蓄电池的需求而言，几乎已然造成了一个不可逆的打击。以新国标的最终版本，单只电池重量将下降 5-7%，相应的用铅量也将下降。预计 2018 年电动自行车产量 3100 万辆左右，如果新车锂电保有率在 9% 左右，则直接造成约 15-18 万吨的需求萎缩。低速电动车方面，此前工信部提出了对低速四轮电动车的驱动形式建议使用锂电池的指导纲领。而原本低速四轮电动车被视为是铅酸蓄电池需求相当大的潜力增长点。因此在工信部做出建议使用锂电池的指示之后，这一潜力增长点在将来也同样较难兑现。

**通信基站**方面，国家统计局公布数据显示，今年 1-11 月移动通信基站设备累计产量为 38019.9 万信道，累计同比增加 49.5%，6 月以来，国内三大运营商逐步试点 5G。往后来看，一方面，4g 网络布局基本完成，基站用电池用铅量下降；另一方面，中国铁塔开展动力电池梯级利用示范工程建设，从 18 年起，中国铁塔已不再新采购铅酸电池，将逐步通过梯级电池替代完成需求。但考虑到未来 5G 网络建设（技术仍存难度），需求仍有增量预期，或体现在 19-20 年，且 5G 建设仍需警惕中美乃至全球地缘政治紧张局势，此外还需关注国家并网补贴政策。

图表 53 铅下游消费占比情况



图表 54 铅酸蓄电池出口下滑



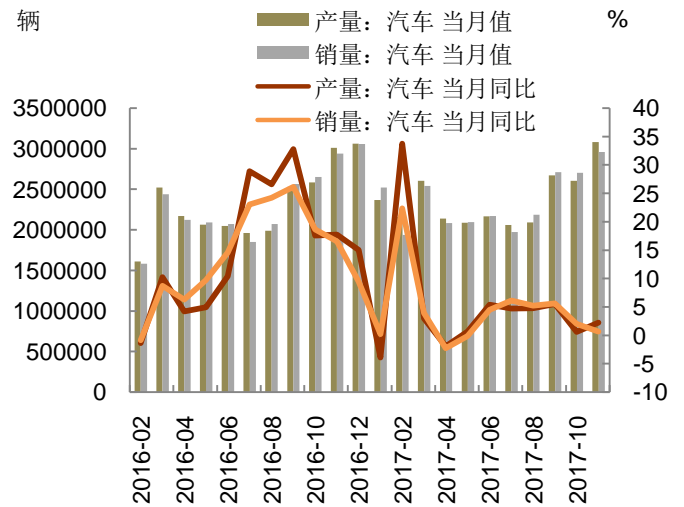
数据来源：安泰科，Wind，铜冠金源期货

图表 55 新国标电动自行车耗铅量下滑

电动自行车	旧版	新版
最高车速	不超过20公里/小时	不超过25公里/小时
最大电机功率	240瓦	400瓦
续航里程	25	-
最大整车质量(含电池)	不超过40KG	不超过55KG

48V20Ah	改版前	改版后	用铅量降幅
电池重量(只)	6.8KG	6.3KG	约0.35KG

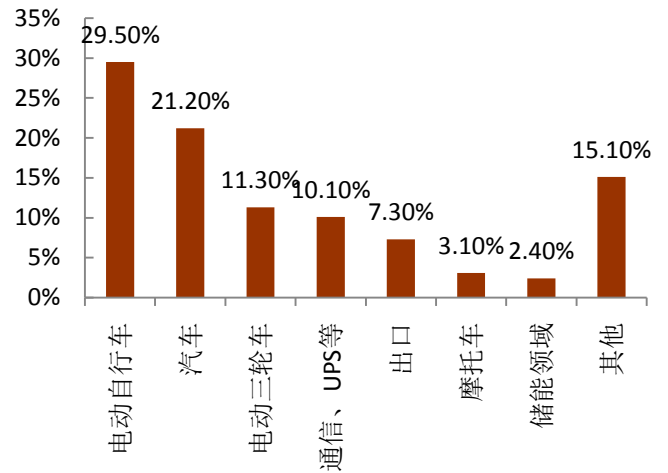
图表 56 车市负增长



图表 57 基建拉动, 通信基站增长显著



图表 58 铅酸蓄电池消费领域占比



数据来源: SMM, Wind, 铜冠金源期货

**图表 59 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

## 四、总结与后市展望

### 1、锌市展望

展望 2019 年，我们认为锌价重心大概率将继续下移。从供应端来看，国外锌矿新增产量将在 2019 年进一步释放，我们预估新增产量在 85 万吨左右，而国内锌矿受环保及采矿权等因素增量或达 15 万吨。随着原料的增加，冶炼端将走向定价中轴，随着企业盈利能力的改善，将难现因利润问题出现的大面积减停产。但国内冶炼端受环保扰动较大，且短期冶炼产能提升空间有限，锌矿转化为锌锭的过程或不顺畅，库存积累的步伐较难把握。下游方面，受外围市场不确定性的影响，市场多对 2019 年国内宏观预期不乐观，预计基建投资仍将“托底”经济、房地产延续以“稳”为主，而汽车或呈现零增速，终端行业需求无亮点将制约耗锌量。同时，也要关注环保对锌初级端的制约。综合来看，我们预计 2019 年沪锌运行区间在 23000-18000 元/吨，伦锌运行区间在 2800-2000 美元/吨。

操作建议：把握买进卖远的结构性交易机会

风险点：宏观好于风险；国内环保政策升级

### 2、铅价展望

宏观来看，2019 年全球贸易形势仍不容乐观，经济下行压力逐步显现，金属价格波动将受宏观整体偏空压制。基本面来看，虽铅矿增量有限，但由于企业铅膏掺入率的提升使得矛盾转向精炼铅的供应，其中再生铅供应成为最大不确定点，相较于发达国家较高的再生铅占比，我国再生铅产能增长成为必然趋势，然而由于产业链的不完善使得再生铅在释放过程中易受环保干扰，因此环保政策仍为新年的关注焦点。下游则受电动车新国标要求减少电池

耗铅量及中国铁塔梯级电池替代影响，增长乏力。综合预计，2019 年在铅市转为紧平衡背景下，由于再生铅产量的释放不确定性较大，沪铅大概率将呈现宽幅震荡格局。我们预计 2019 年沪铅运行区间在 16000-20000 元/吨，伦铅运行区间在 1800-2100 美元/吨。

操作建议：把握阶段性供应收紧带来的交易机会

风险点：再生铅大幅增量



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  
2603、2904 室  
电话：021-68400688

### 深圳营业部

深圳市福田区彩田路 3069 号星河  
世纪大厦 A 栋 2908 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



### 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。