

2019 年 4 月 10 日

星期三



## 供应瓶颈仍存&下游消费恢复

### 锌价维持偏强走势

联系人：黄蕾、刘亚威

电子邮箱：huang.lei@jyqh.com.cn

电话：021-68555105

#### 要点

●美国经济数据有所好转，ISM制造业超预期回暖。美联储继续释放鸽派言论，货币维持宽松。欧洲经济状况不容乐观，制造业PMI持续位于荣枯线下方，受政治风险上升、英国脱欧不确定性、贸易下滑、欧美关税争端等因素困扰，整体经济前景黯淡。国内持续实施减税降费措施的政策使得制造业显著回暖，3月份官方制造业PMI重返荣枯线以上，创6个月新高。同时中美多轮贸易谈判不断取得重大的进展，A股表现也牛冠全球。总体来看，短期各项刺激使得制造业边际上转暖，对商品将以支撑为主，但中长期的驱动力仍需消费端的配合。

●锌基本面来看，自3月中下旬起，下游消费逐渐复苏，但整体需求偏弱，关注后期去库存进展。供应方面，目前国内冶炼厂由于搬迁及环保等客观因素，即使高利润刺激下也无法产能释放，据悉株冶水口山新厂真正投产要延后至5月份，汉中锌业也预计5月份才恢复生产，短期供应端因客观原因依旧无法突破产出瓶颈。但随着冶炼厂生产的逐渐恢复，供应瓶颈有望年中突破。此外，自春节后伦锌库存加速走跌，但4月初止跌小幅回升，或出现集中交仓，对锌价支撑力度减弱。整体来看，预计4月锌价整体偏强运行，但因前期对供应端炒作使得锌价涨势过快，且进入4月后现货较远月升水大幅收窄，不建议追涨操作，可逢低试多，预计Zn1906运行区间在22000-24000元/吨，伦锌在2800-3050美元/吨。中长期锌价仍不乐观，今年锌矿加工费长协价大幅高于去年，显示锌矿供应将进一步宽松。不过今年以来，国家宏观刺激不断，关注能否带动下游终端的需求从而提振锌价。

●年内铅矿端尚存一定释放预期，加之今年消费增长放缓，预计全球铅市短缺状态有望进一步缓解。国内供应端来看，由于环保禁止一刀切，且伴随着大型合规化再生铅炼厂产量占比的不断提升，供应端矛盾逐渐趋于弱化，但相较于原生铅而言，再生铅供应量仍容易受利润因素干扰，弹性较大，这主要受制于原料端废电池回收难的困境。目前虽现货价格低位，但炼厂仍有一定利润空间，短期

不影响再生铅生产，而原生再生价差来看则处于偏低水平，若价格进一步下挫，再生铅企业开工意愿恐将下滑，成本支撑或将有所显现。消费端来看，中期淡季偏弱格局不改，累库压力下铅价上行空间有限，长期来看下游消费增长乏力，重心仍以下降为主。另外，欧洲汽车业关税争端阴云持续挥散不去，伦铅继续下挫也将压制内盘。综上，4月沪铅仍以震荡偏弱为主，但再生铅冶炼成本或阶段性给予铅价支撑，需重点关注原生再生价差及伦铅走势，预计沪铅主连波动区间或为16000-17000元/吨。

风险提示：锌冶炼端瓶颈提前突破、铅库存超预期下滑、原生铅再生铅价差倒挂

## 目录

一、铅锌市场行情回顾 .....	6
1、3 月锌行情评述.....	6
2、3 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，冶炼瓶颈仍存.....	12
3、下游消费恢复但偏弱，终端受政策刺激或有改观.....	15
4、LME 库存降至历史低位，而国内库存先增后减 .....	19
5、受增值税下调影响，国内现货升水大幅攀升.....	20
四、铅基本面分析 .....	20
1、铅矿存增长预期，精铅缺口环比小幅扩大.....	20
2、原生铅产量输出稳定，再生铅利润较为微薄.....	22
3、中期消费整体偏弱，长期缺乏增长亮点.....	25
4、铅库存情况.....	27
5、升贴水情况.....	27
五、总结与后市展望 .....	28
1、锌价展望.....	28
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） .....	10
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） .....	11
图表 7 2018-2019 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 14 精炼锌进口盈亏 .....	14
图表 13 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

---

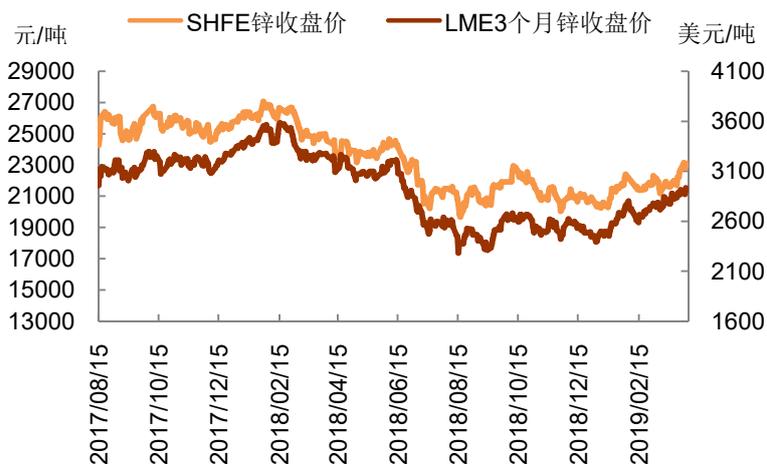
图表 42 再生铅产量情况.....	25
图表 43 铅酸蓄电池消费领域占比.....	26
图表 44 铅酸蓄电池出口情况.....	26
图表 45 上期所铅库存.....	27
图表 46 LME 铅库存与注销仓单占比 .....	27
图表 47 1#铅升贴水.....	28
图表 48 LME 铅升贴水 .....	28

## 一、铅锌市场行情回顾

### 1、3 月锌行情评述

3 月份，主力 Zn1905 呈现宽幅震荡后反弹上行。月初，因春节假期后社会锌锭库存及上期所库存均呈现增加，且下游消费尚未跟进，锌价走势偏弱。随后因 4 月 1 日起增值税由 16% 减至 13%，引发贸易商囤货热情，纷纷买入现货获得 16% 的进项发票，受资金带动作用期价也大幅跟涨。同时中下旬，下游消费逐渐复苏，社会库存及上期所止跌且伦敦库存不断刷新低点，多头增仓，推动锌价拉涨。宏观方面，美联储息会议偏鸽，政策温和转变利好金属市场价格，且中美贸易谈判协议有望达成预期亦刺激锌价走高。截至月末，Zn1905 收至 22730 元/吨，月度涨幅达 5.82%，持仓量报收 301104 手。外盘方面，伦锌依托于不断刷新历史最低的低库存呈现震荡上扬态势，一度触及 2900 美元/吨的整数关口，最终收至 2913 美元/吨，月度涨幅达 5.56%，持仓量报收 276526 手。

图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势



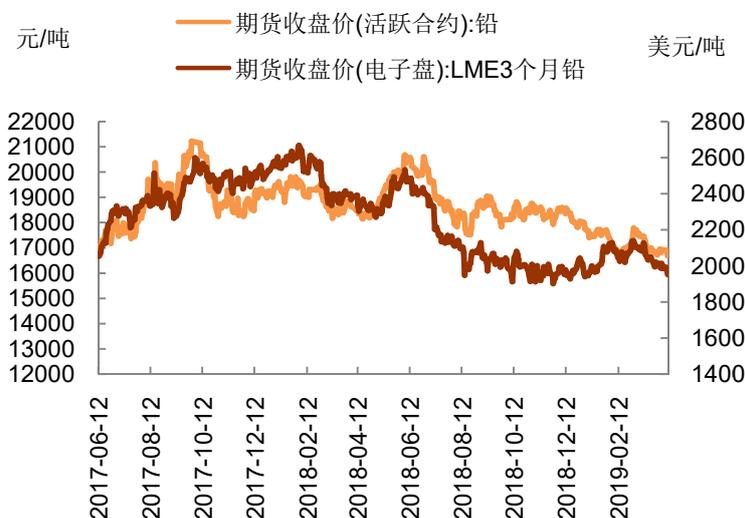
数据来源：Wind，铜冠金源期货

### 2、3 月铅行情评述

3 月沪铅 1904 合约换月至 1905 合约，二月下旬春节归来，社会库存的大幅下滑给予期价支撑，价格的不断上扬使得再生铅企业利润快速修复，产量不断释放，受此影响市场一改此前短缺状态，供需格局快速反转，加之二季度淡季消费乏力，使得期价在 3 月 V 型反转录得下跌，最低跌至 16700 元/吨，月末最终报收于 16730 元/吨，成交量有所放大，持仓量小幅减少 0.4 万手。3 月外盘伦铅受欧洲制造业下滑，美欧贸易争端等因素影响，期价忽视库存低位事实继续走出单边下跌走势，临近月末期价徘徊于 2000 美元/吨关口，最终报收于 2015

美元/吨，成交量持仓量均小幅攀升。

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，3月虽美债收益率短期的倒挂引起市场恐慌，但总体来看在市场整体流动性宽松的背景下，三大股指均震荡上行，美元指数站稳96关口。美联储议息会议宣布保持联邦基金利率目标在2.25%-2.5%的区间不变，预计今年全年不加息，明年加息一次，9月末停止缩表，对经济下行的预期仍是美联储偏鸽的主要原因。数据方面，美国3月ISM制造业PMI高于预期，录得55.3，继续维持强势。就业方面，3月非农就业人数增加19.6万，相较跌破眼镜的2月数据大幅反弹，也高于预期值的17.7万人，剔除2月数据异常波动影响，就业数据也表现向好。总体来看，流动性的宽松以及制造业数据的回暖，对市场信心的支撑仍将持续，短期经济大幅衰退可能性减弱，长期来看仍有待观察，IMF下调2019年美国经济增长至2.3%，上调2020年美国经济增长至1.9%，此前预期为1.8%。

欧洲方面，3月欧元区经济整体表现放缓，PMI继续萎缩，下滑至47.5，已经连续9个月下滑，创下多年来的最低值。汽车产业作为其经济支柱产销亦表现下滑，显示制造业收缩情况仍难迅速改善。另外提出油价对通胀的抬升外，欧元区整体CPI表现不及预期，但汇率反应不大，显示市场对经济放缓早有预期。总体来看，受政治风险上升、英国脱欧不确定性、贸易下滑、欧美关税争端等因素困扰，整体经济前景黯淡。欧洲央行大幅下调 2019-2021 年的通胀及经济增长预期，并维持三大关键利率不变。IMF将2019年欧元区经济增长由1.6%下调至

1.3%。预计2019年意大利经济增速为0.1%，2020年为0.9%。预计2019年法国经济增速为1.3%，2020年为1.4%。预计2019年德国经济增速为0.8%，2020年为1.4%。

国内方面，持续实施减税降费措施的政策使得制造业显著回暖，国家统计局最新公布数据显示，中国3月份官方制造业PMI从2月份的49.2%升至50.5%，重返荣枯线以上，创6个月新高。年内政策仍将持续发力，在去年全年为企业和个人减税降费约1.3万亿元基础上，今年的政府工作报告明确提出，实施更大规模的减税，并提出全年减税降费规模2.2万亿元的目标。总体来看，有针对性地减税降费等积极财政政策逐步落地和显效，配合国内货币政策稳健宽松，国企改革持续深化，对外开放力度不断加大，市场预期稳定向好。同时中美多轮贸易谈判不断取得重大的进展，A股表现也牛冠全球，宏观短期的转好仍将给予市场信心支撑，但受全球贸易形势整体性的衰退，可能仍难独善其身，预计出口方面或存一定压力。IMF将中国2019年经济增速预期由6.2%上调至6.3%，将2020年增速从6.2%下调至6.1%。

整体来看，全球经济不容乐观。国际货币基金组织(IMF)今日公布最新一期《世界经济展望》，预测2019年70%的全球经济体增速将会下降。下调2019年全球经济增速至金融危机以来新低。短期各项刺激使得制造业边际上转暖，对商品将以支撑为主，但中长期的驱动力仍需消费端的配合。

### 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，2019年1月锌矿产106.91万吨，同比增加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。

2月中旬，澳大利亚昆士兰州受到洪灾损害，用于芒特艾萨地区锌矿出口的铁路线受损，该铁路主要用于嘉能可、五矿资源有限公司、South32公司在该地区的锌矿出口。据悉，从昆士兰州汤斯维尔港向外运送的锌产量占澳大利亚锌产量比重在40%左右，约70万吨，占全球供应比重约5%。预计影响为期1个月，部分公司改用开车运送。

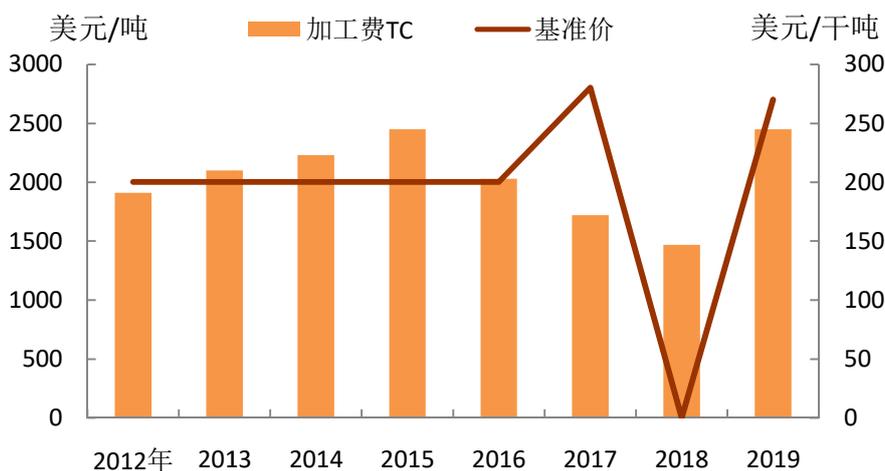
精炼锌方面，国际铅锌小组数据显示，全球1月精炼锌产量达112.5万吨，消费量达115.3万吨，供应缺口缩窄至2.8万吨，去年12月修正后缺口为6.24万吨。

3月中旬，韦丹塔将关闭位于纳米比亚的锌冶炼厂五周，因此前该矿承包商的罢工耗尽了库存，据悉该炼厂产能在9-10万吨。此外，因新星公司股价大跌，市场对该公司债务的担忧再度浮现，而新星为全球第三大锌冶炼企业，2018年财报预计全年锌锭产出约107-109万吨。受矿产收购财务运营失败的拖累，公司债务忧患巨大，且该公司在澳大利亚的铅冶炼也因环保问题面临一定关停的风险。

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。

4月初，泰克资源（Teck）与高丽亚铅旗下韩国锌业（KZ）达成了2019年的锌精矿供应长协加工费，这项协议中的锌精矿供应方为位于美国阿拉斯加的红狗矿，敲定的锌精矿年度长协加工费为245美元/干吨，以2700美元/吨的直接现金价格作为分水岭：当锌价低于2700美元/吨时，做出2%的加工费扣减；当锌价位于2700-3000美元/吨区间内则直接执行；当锌价高于3000美元/吨时，加工费将上调5%。相较于2018年的锌精矿147美元/干吨的长协加工费，2019年的锌加工费上涨了接近100美元/干吨，更是达到了自2015年以来的高位，充分凸显了自2018年以来锌精矿供应端的宽松态势，且2019年矿端的供应宽松较2018年将进一步扩大。

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 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

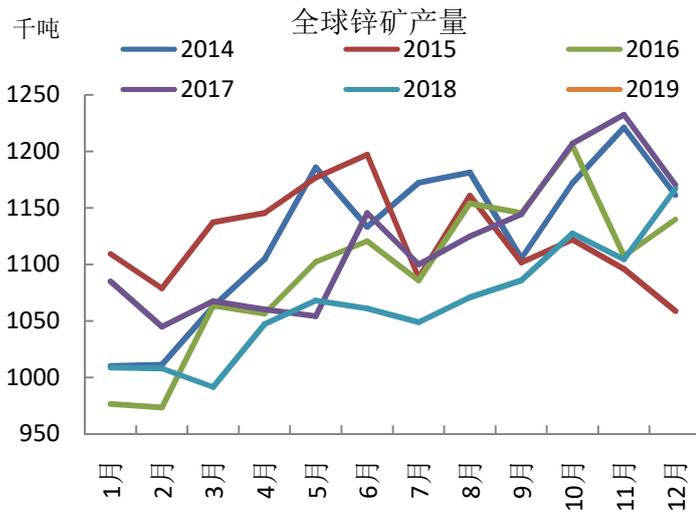
**图表 8 全球锌精矿市场供需平衡表 (万吨)**

	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

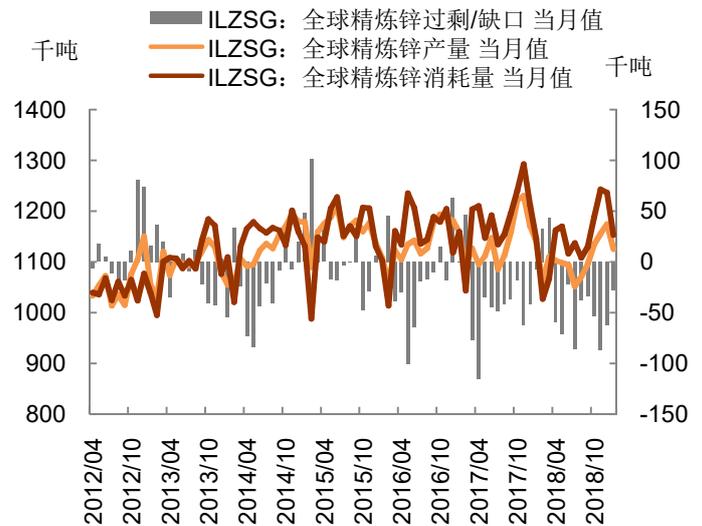
数据来源：ILZSG

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、国内外锌矿加工费加速上涨，冶炼瓶颈仍存

SMM 调研数据，3 月精炼锌产量 45.21 万吨，环比增加 7.55%，同比增加 1.39%。3 月份，锌精矿加工费仍有小幅提升，炼厂利润进一步增加，刺激生产积极性。同时，湖南湘西部分企业节后恢复生产，产量亦有增加。虽部分企业小规模检修，但影响整体不大，产量上环比增加明显。4 月份，虽株洲冶炼新产能进一步小幅释放，四环锌锗检修结束产量提高，但驰宏锌锗、白银有色等进入检修状态，抵消产量增幅。预计 4 月国内精炼锌产量至 45.02 万吨，同比增加 1.26%，环比减少 0.41%。

根据钢联调研了解，株冶水口山新厂建设逐步完成，合金产能已于近期开始投入生产，一号线因建设周期短，真正投产要延后至 5 月份，而满产会继续延后。3 月底传言汉中锌业暂停产能于 4 月份也将进行复产，但经证实后预计 5 月份才恢复生产。短期供应端因客观原因依旧无法突破产出瓶颈。

加工费来看，4 月国产锌矿加工费报 6050-6650 元/金属吨，均值环比上涨 200 元/金属吨；进口锌矿加工费报 230-260 美元/干吨，均值环比上涨 5 美元/干吨。目前来看，锌矿供应仍处于偏紧的状态，预计加工费将维持走强，冶炼企业利润丰厚。

进出口方面，海关数据显示，2 月进口锌精矿为 28.93 万吨，同比增加了 8.16 万吨，环比减少了 1.21 万吨。其中澳大利亚进口 11.64 万实物吨，占 2 月锌精矿进口总量的 40%，位居第一位，秘鲁进口 5.15 万实物吨，占 2 月锌精矿进口总量的 18%，位居第二位。前期 12 月底到 1 月初，锌精矿进口窗口打开半月有余，按正常船期计算，该部分船货大多于 2 月份到港，使得 2 月份锌精矿进口量较去年同期录得增加。进入 3 月，海关清关速度回复正常，但

考虑到 1 月底后进口窗口长期出现明显亏损，一定程度打压进口积极性，预计 3 月锌矿进口维持高位。

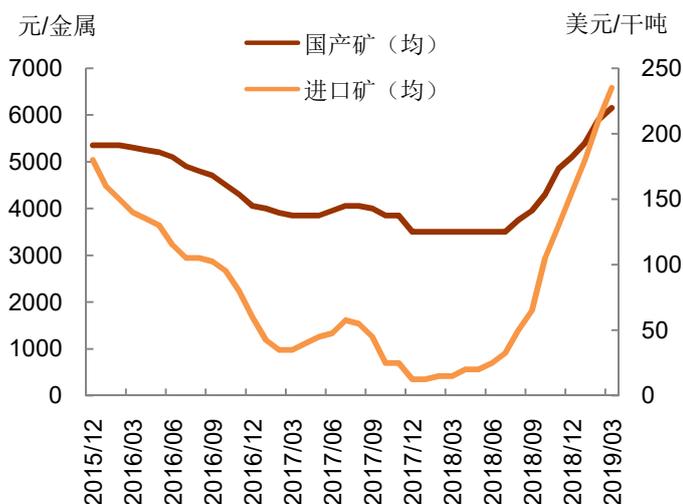
2 月精炼锌进口量 2.035 万吨，环比下降 70.59%，同比下降 46.04%。其中澳大利亚（42.27%），哈萨克斯坦（19.13%），韩国（17.83%），比利时（14.63%）占进口总量逾九成。根据我们对进出口利润的测算，3 月进口盈利窗口维持关闭，预计 3 月进口锌锭量将继续下滑。进入 4 月份，增值税由 16% 下调至 13%，进口费用将减少 600 元/吨左右，但从目前的测算来看，仍处于亏损状态。

**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	6-10 月；2019 年 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	4 月 20 至 5 月 10 日；9、12 月；2019 年 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	4-5 月；2019 年 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

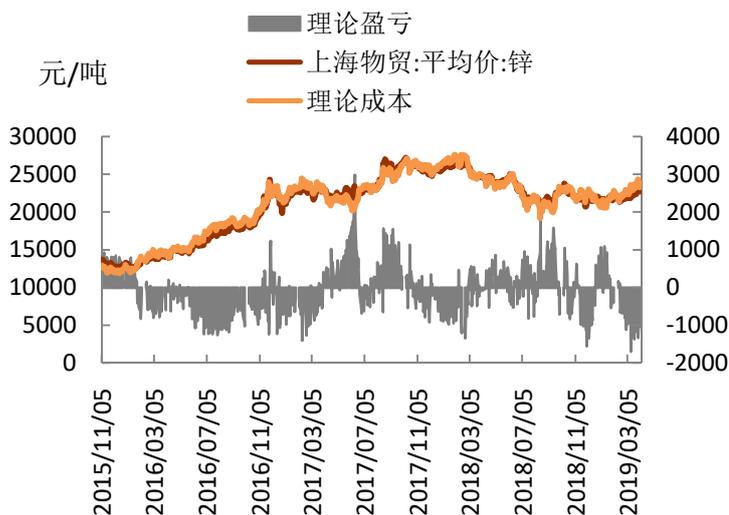
图表 12 锌矿加工费情况



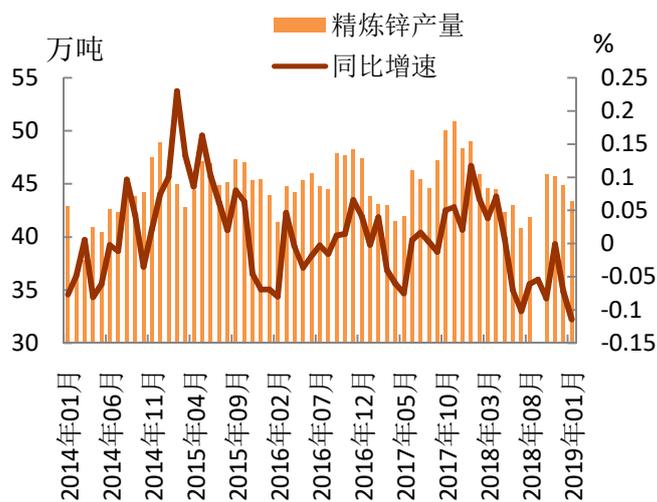
图表 13 国内炼厂利润情况



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、下游消费恢复但偏弱，终端受政策刺激或有改观

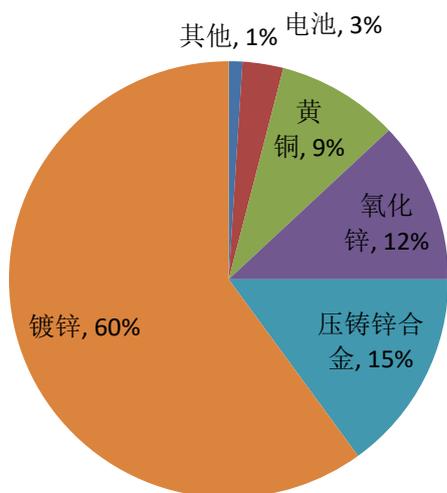
锌的初级消费主要包括镀锌（60%）、黄铜（11%）、压铸锌合金（22%）、氧化锌（9%）、原电池五类（8%）。

2019 年 1-2 月全国重点企业镀锌板累计产量 334.17 万吨，同比增加 0.3%；1-2 月镀锌板累计销量为 321.36 万吨，同比减少 3.49%。钢联数据显示，2 月全国镀锌企业库存为 43.81 万吨，较去年高出 14.72%。

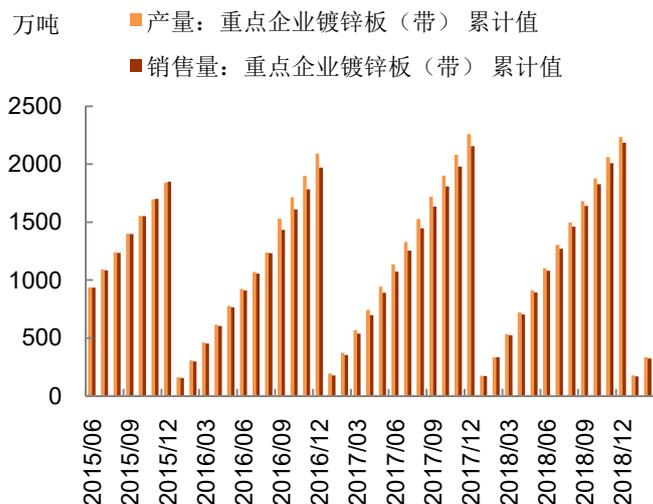
今年消费回归姗姗来迟，镀锌企业开工率因两会和京津冀地区环保限产而被拖累，3 月中下旬起，镀锌企业消费逐渐恢复。SMM 数据显示，今年 1-3 月镀锌企业平均开工率在 60.6%，较去年同期增加约 13.8 个百分点。一方面因 18 年下半年开始的基建补短板政策开始发力；另一方面，由于今年环保检查趋弱，镀锌企业在采暖季减产力度远不及去年同期，叠加降税下游为赚进项而提前存原料。

1-3 月氧化锌及压铸锌合金平均开工率分别为 46.9%和 34.5%，较去年均减少 2 个百分点以上。目前，华北地区的氧化锌企业已基本恢复正常生产，压铸锌合金订单已有好转，以五金、卫浴、拉链板块为主要终端的压铸锌合金企业订单表现最佳。

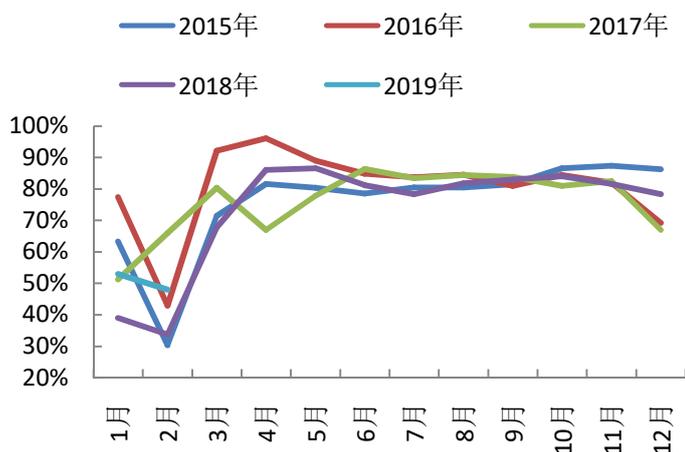
图表 18 锌初级端消费占比



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

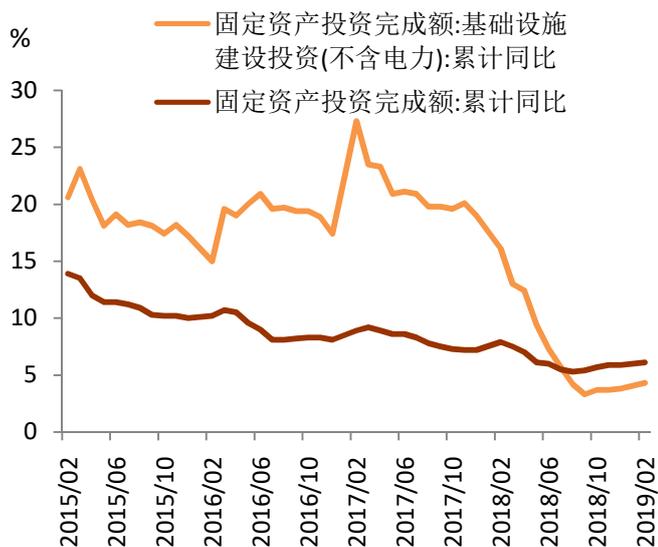


图表 21 镀锌板库存情况



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

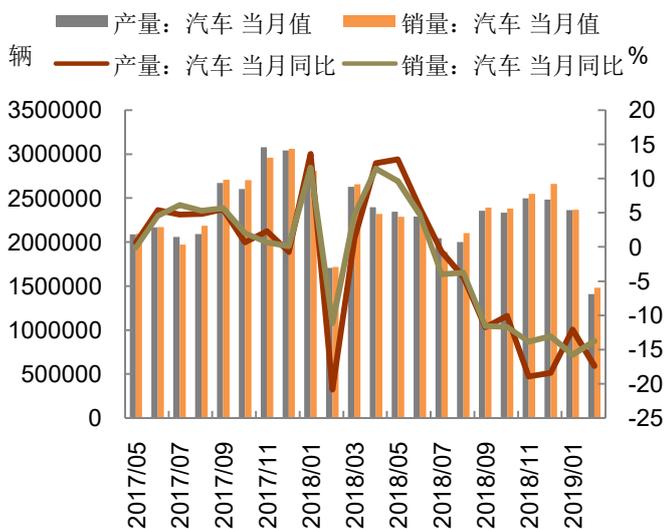


图表 23 房地产开发投资数据

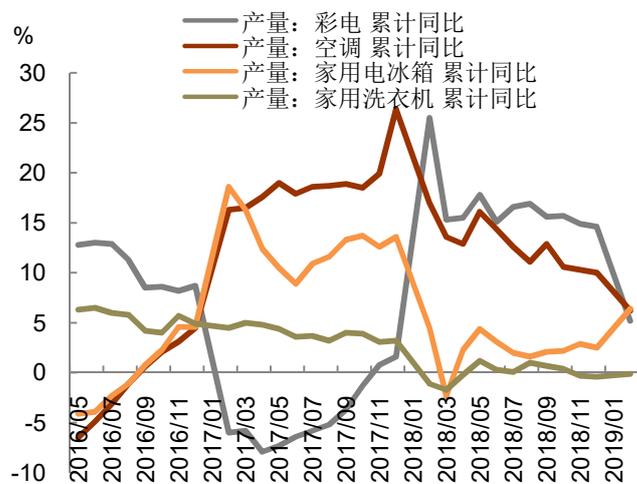


数据来源: Wind, 铜冠金源期货

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。

**从基建投资方面看:** 1-2 月全国固定资产投资增速 6.1%, 较 18 年 12 月小幅回升。基建投资增速继续回升, 1-2 月不含电力基础设施建设投资累计同比增长 4.3%, 前值 3.8%。2019 年 1-2 月, 地方政府债券净融资额 1.76 万亿, 较去年同期的 4970 亿元大幅提升, 融资环境

改善有利于基建投资增速继续提升。整体来看，在房地产新开工下滑、制造业投资处于下行趋势的背景下，基建投资仍是“稳增长”的重要力量。

**房地产方面：**房地产投资小幅上升，前 2 月，全国房地产开发投资完成额累计达 1.2 万亿元，累计同比增速为 11.6%，开发投资增速较 2018 年年末上升 2.1 个百分点，达到近 4 年来增速最高水平。不过，2 月末，全国房地产开发资金来源合计 2.45 万亿，同比上升 2.1%，增幅较上年末下降 4.3 个百分点，开发资金来源增幅持续下降，为近年来低位。作为房地产投资最重要的领先指标之一，这意味着未来房地产投资增速或面临较大下行压力。

地产销量增速再度下滑转负，前 2 月销售面积 1.41 亿平，同比减少 3.63%；土地购置、新开工增速双双下滑，1-2 月份新开工面积 1.88 亿平，同增 6%，增速环比明显下滑；竣工增速 1.25 亿平，同减 11.88%，2018 年底短暂改善后竣工面积增速重新回落；1-2 月土地购置面积增速在基数不高的背景下，仍大跌转负至-34.1%。

整体来看，地产需求再度走弱，但两会上，中央高层对于房地产行业的表述也为“促进房地产市场平稳健康发展”；稳经济背景下，后续更多地方政府出台楼市微调政策预期较高。

**汽车方面：**据中国汽车工业协会统计，2 月汽车产销分别完成 141 万辆和 148.2 万辆，比上月分别下降 40.4%和 37.4%，比上年同期分别下降 17.4%和 13.8%。1-2 月，汽车产销分别完成 377.6 万辆和 385.2 万辆，产销量比上年同期分别下降 14.1%和 14.9%。受市场低迷和春节假期的影响，汽车产销量总体水平较低。一方面行业企业谨慎应对经济运行压力，另一方面降低生产节奏减轻终端压力。不过，4 月 1 日起，制造业增值税下调，或许对汽车产销带来一定利好刺激。

**白色家电方面：**1-2 月家电生产表现尚可，除了洗衣机以外，其他三大白电产量同比均实现增长。但从绝对量数据来看，仅有彩电产量要高于去年同期，或许更符合现在的实际情况。而彩电的增速也有所放缓，降至个位数以下。

1-2 月空调累计产量为 2788.5 万台，增速由 2018 年的 10.0%降至 6.2%，而从绝对量来看，产量比去年同期少 13.8 万台。进入 3 月后，空调生产迎来旺季，现阶段库存量居于高位，同比看预计将有小幅下滑，但旺季产量仍要高于其他时间段。

1-2 月彩电累计产量为 2826.4 万台，同比增长 5.2%，增速环比下降 9.4 个百分点。预计 3 月起产量仍将保持高位，但今年没有大型比赛的需求刺激，销量或在 5 月以后出现乏力的状况。

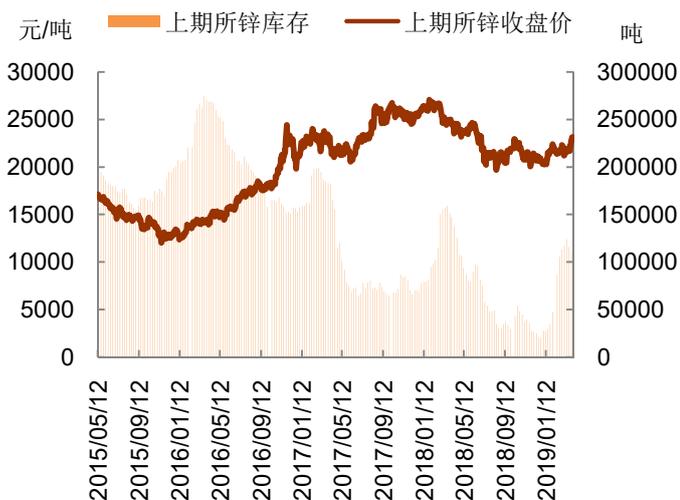
1-2 月，洗衣机累计产量为 1085.9 万台，同比下降 0.1%，增速环比提升 0.3 个百分点；冰箱累计产量为 1099.0 万台，同比增长 6.4%，增速环比增加 3.9 个百分点。据 MRI 了解，洗衣机是由于未受到中美关系影响，出口一直稳步增长；而冰箱在去年年底提前出口，需求理应被透支，但今年出口价格大幅下跌，除了美国以外其他地区的需求填补空缺，出口略超预期，但是内销市场仍然不乐观。

值得注意的是，增值税降低有利于产品价格的下降，或提振消费者对家电产品的需求。同时，随着政府出台补贴政策刺激家电消费的时间越来越近，也将利好行业发展。

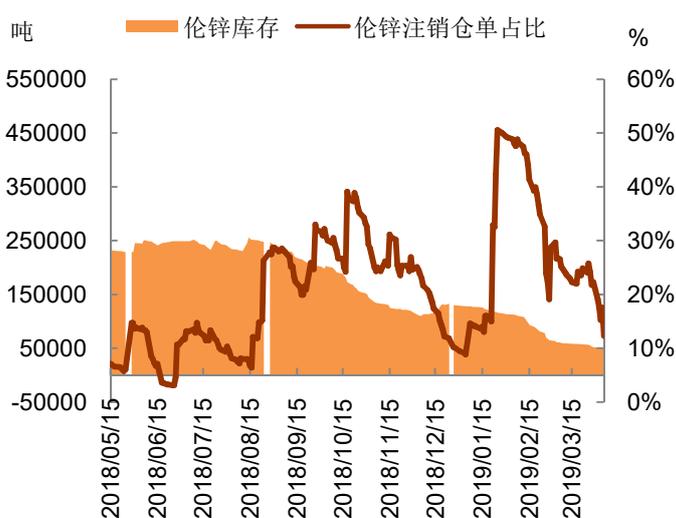
4、LME 库存降至历史低位，而国内库存先增后减

春节后，LME 锌库存走跌的幅度及速度超出市场预期，截至 3 月底，库存仅 5.5 万吨左右，环比春节前降幅达 50%。国内方面，受春节效应及下游恢复缓慢的影响，节后上期所库存大幅增加，且社会库存和保税区库存均有小幅积累，但 3 月中旬起，随着下游需求的逐渐恢复，交易所库存及社会库存均呈现下行走势，截至 3 月底，交易所及社会库存分别减少至 10.98 万吨和 21.72 万吨。3 月保税区库存小幅增加，总量变化不大，截至月底报收 8.85 万吨。

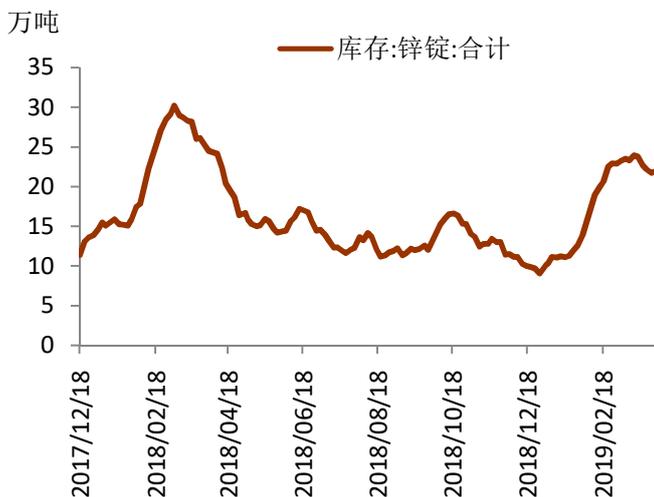
图表 26 上期所锌库存



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

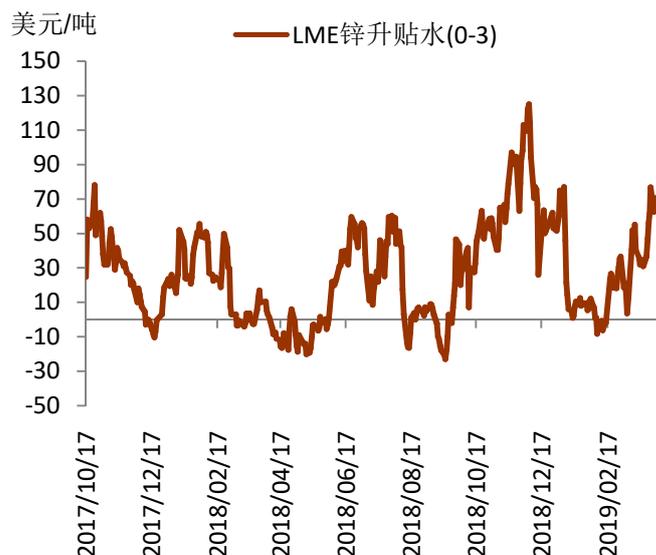
## 5、受增值税下调影响，国内现货升水大幅攀升

3 月，LME 锌库存不断减少，现货升水攀升至高位，引发市场对外盘挤仓的担忧，截至月底，升水达 76.75 美元/吨。3 月 5 日李克强总理做政府报告时，明确将制造业等行业原有 16% 增值税税率降 13%，且与 3 月 15 日明确降税时间落地于 4 月 1 日。随着降税时间的落地，沪锌期货盘面的税差也逐渐转移至现货升水报价上，由升水 140-150 元/吨一度增加至 470-500 元/吨。随着 4 月 1 日降税政策的正式实施，现货升水回落。

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、铅矿存增长预期，精铅缺口环比小幅扩大

铅矿方面，国际铅锌小组（ILZSG）公布数据显示：1 月全球铅矿产量为 38.27 万吨，同比下降 4.62%，2018 年全球铅矿累计产量为 473.11 万吨，同比 2017 年的 500.87 万吨下滑 5.54%。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。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：1 月全球精炼铅产量为 97.31 万吨，1 月全球精炼铅消耗量为 99.86 万吨，同比分别上涨 0.46% 和 2.6%，1 月全球精炼铅缺口录的

2.55 万吨。2018 年全球精铅缺口较 2017 年的 19.69 万吨收窄至 15.13 万吨，供应短缺情况有所好转。

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 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
<b>合计</b>			2.7	12.8

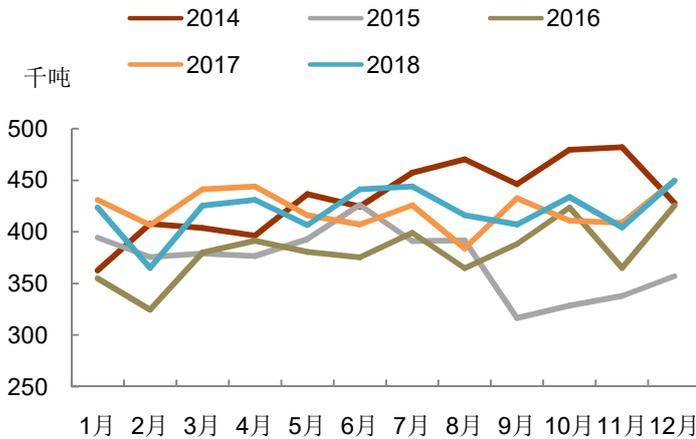
数据来源：安泰科，铜冠金源期货

**图表 33 全球铅市供需平衡表（万吨）**

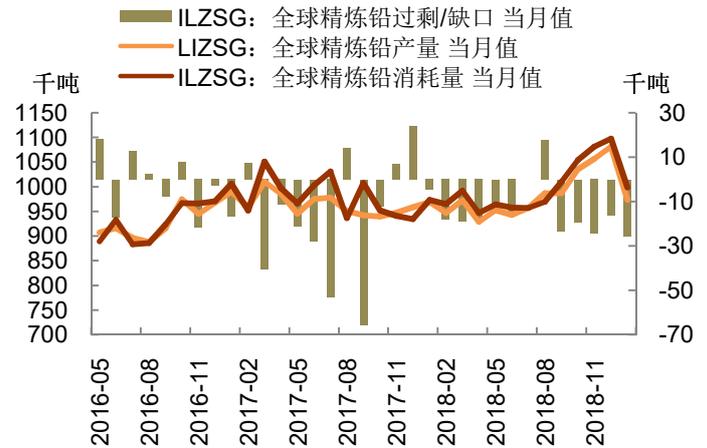
	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
铅矿产量	494.6	485	466.5	459.7	458	477
铅矿增速	-3%	-1.9%	-3.8%	-1.5%	-0.4%	4.1%
精炼铅产量	1102.1	1095.7	1158.8	1156.5	1159	1184
精炼铅消费量	1099.3	1093.9	1112.3	1171.2	1171	1179
供需平衡	2.8	1.8	3.5	-14.7	-15.13	5

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、原生铅产量输出稳定，再生铅利润较为微薄

国家统计局公布数据显示：1-2 月铅矿累计产量为 16.17 万吨，累计同比下滑 7.1%。SMM 加工费方面，4 月国产矿 TC 均价环比上行 50 元/吨至 1850 元/吨。矿端整体稍显宽松，高寒地区多正常生产，内蒙银曼事故影响有所消退，且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。

铅矿进口方面，据海关总署公布数据显示：2 月铅矿砂及精矿进口量为 9.186 万吨，同比增长 18.2%，前两个月累计进口量为 21.457 万吨，累计同比增长 27.38%，由于铅矿进口关税下调政策，总体进口量出现一定增长，SMM4 月进口矿 TC 均价环比持平为 27.5 美元/吨。值得注意的是俄罗斯海关在线网站 3 月 13 日报道，俄罗斯工业和贸易部计划于 5 月 1 日至 10 月 31 日禁止从俄罗斯出口有色金属矿石和精矿，但是暂无进一步动作。2 月数据来看，我国俄罗斯进口量的占比约为 10%左右，若其停止出口对铅矿供应量将出现一定程度扰动。

精炼铅方面，国家统计局公布数据显示：1-2 月精炼铅累计产量为 92.3 万吨，累计同比增长 9.23%，其中原生铅和再生铅产量分别为 54.81 万吨、37.49 万吨。3 月 SMM 原生铅周度开工来看基本呈现小幅攀升趋势，三地炼厂开工率由月初的 53.9%攀升至月末的 58.7%，分地区来看，湖南云南两地开工变化不大，河南地区炼厂开工总体上升。SMM 公布数据，3 月全国原生铅产量为 25.77 万吨，环比上升 14.48%，同比上升 5.83%。1-3 月原生铅产量在 75.68 万吨，同比上升 7.34%。展望 4 月，多数原生铅冶炼企业保持正常生产，预计产量与 3 月基本持平；而期间，安徽铜冠、云南驰宏，赤峰山金银铅等陆续进入检修，河南新凌检修结束，故 SMM 预计 4 月原生铅产量小幅下降至 25.6 万吨。再生铅方面，月初期价大幅攀升再生铅冶炼利润水平大幅改善，企业开工意愿较强，虽月末期价不断回落，但仍存一定利润空间，预

计 3 月再生产量将有所攀升，SMM 初步预计 3 月再生铅企业开工率由前月的 32.8%增长至 56.12%，4 月来看，若期价大幅下挫仍不排除再生铅铅炼厂受利润制约开工下滑。

进口方面，海关总署公布数据显示 1-2 月精炼铅累计进口量为 3.7128 万吨，受去年进口基数低，以及过年期间供应紧张影响，前两个月累计进口同比录得较高增长。

展望 4 月，预计原生铅方面变化不大，产量输出较为稳定。再生铅方面，目前虽现货价格低位，但炼厂仍有一定利润空间，短期不影响再生铅生产。而原生再生价差来看仍处于偏低水平，若价格进一步下挫，再生铅企业开工意愿恐将下滑，成本支撑或将有所显现。

**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	栾实实业	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	新凌铝业	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	华鑫铝业	5-7 月	未确定检修时间
安徽	华铂铝业	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	金德铝业	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

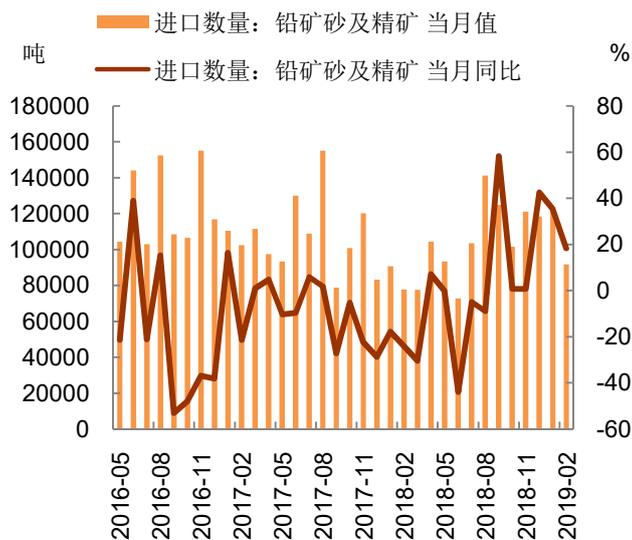
数据来源：百川，铜冠金源期货

图表 37 国内铅矿及精炼铅供需平衡表（万吨）

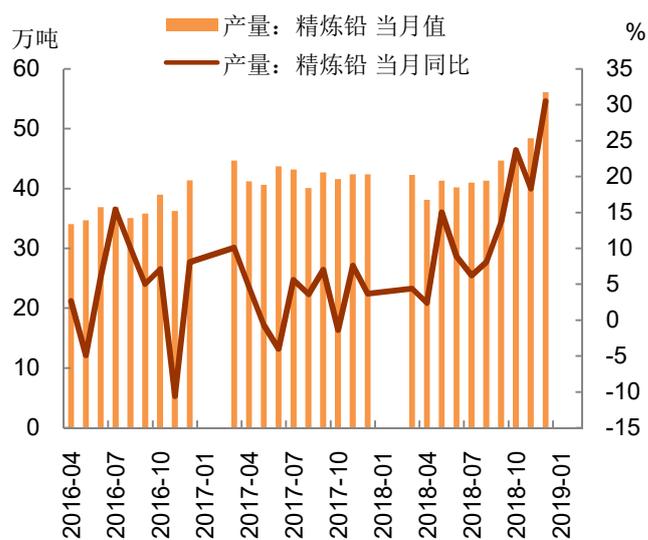
	2015年	2016年	2017年	2018年
铅精矿产量	233.5	223	208	215
铅精矿需求量	321	318.5	296.9	298
铅精矿净进口量	94.9	70.5	64	63
铅精矿供需平衡	7.4	-25	-24.9	-20
精炼铅产量	470	466.5	487	480
精炼铅需求量	470.2	475	483	490
精炼铅净进口量	-6	-1.1	7.1	1.5
精炼铅供需平衡	-6.2	-9.6	11.1	-8.5

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

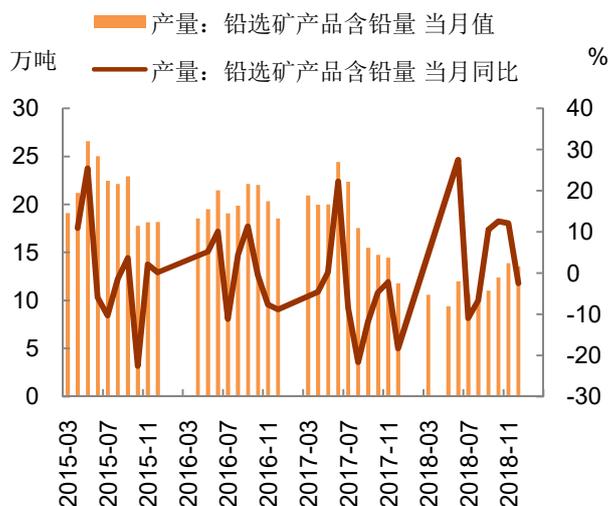


数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 40 铅精矿加工费情况

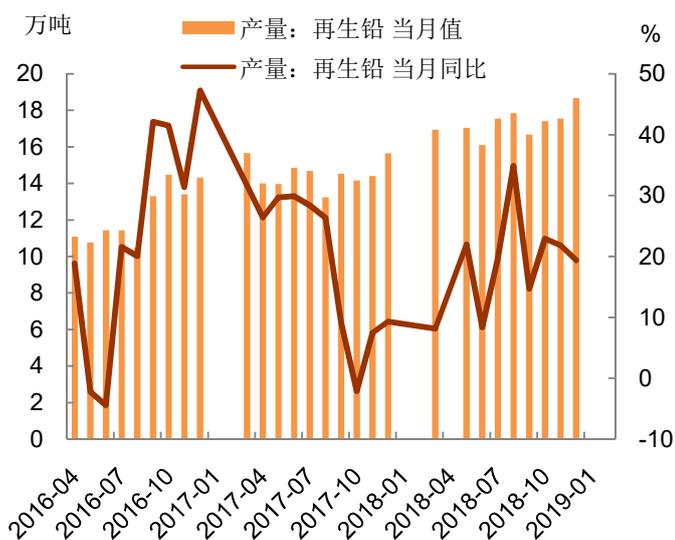


图表 41 铅精矿产量情况



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、中期消费整体偏弱，长期缺乏增长亮点

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%,3月份基本维持在56%-57%的水平,整体来看消费淡季格局下蓄企开工率并不高,维持正常生产,4月淡季压力仍将延续。

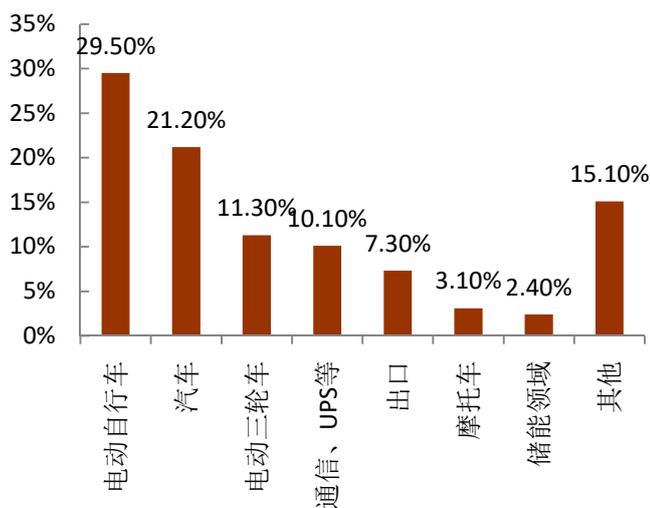
终端来看,汽车工业协会数据显示:2月汽车产销量环比均表现下滑,分别为140.97万辆和148.16万辆,同比下滑17.37%和13.77%。1-2月累计产销量分别为377.65万辆和385.15万辆,累计同比分别下滑14.08%和14.94%。汽车数据持续表现不佳,主因中国经济增速放缓、外部局势仍未明朗等内外因素削弱了消费者对汽车等大件消费品的需求,预计中期车市仍难见复苏。

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,另外电动车新国标将于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,短期影响或不太明显。

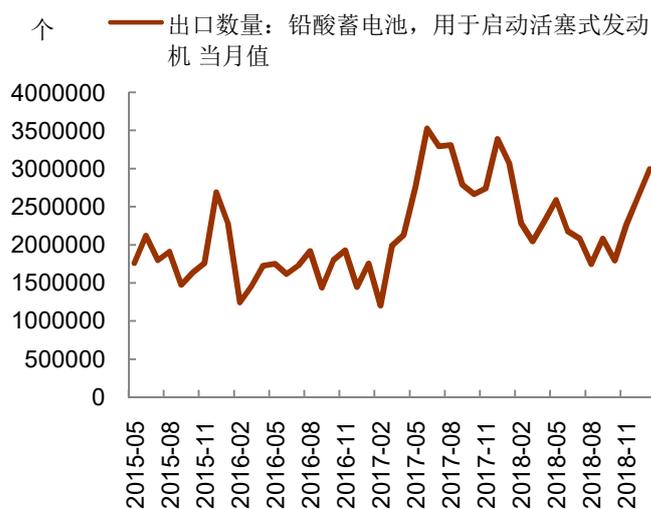
通信基站方面,国家统计局数据显示:1-2月累计产量为8556万信道,累计同比增涨112.8%,随着运营商逐步开展5G试点运行,基站数据表现亮眼,但由于中国铁塔公司文件表示,将在3年之内逐渐停止铅酸蓄电池采购,考虑梯级利用锂电替代,短期对铅的需求或表现平稳,但长期来看将对铅需求构成打压。

综合来看,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的支撑力度。

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

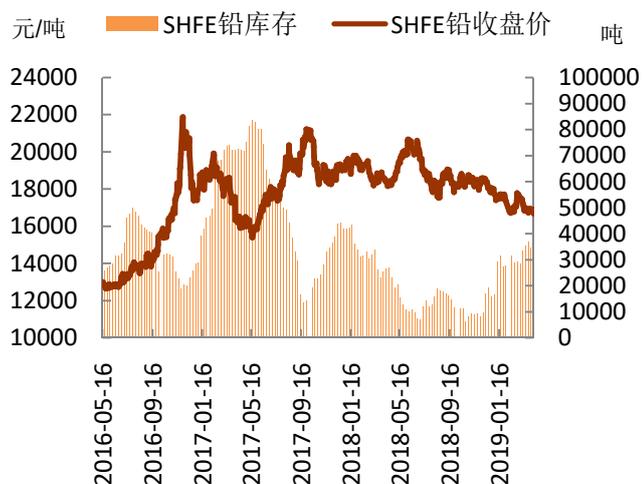


数据来源: 安泰科, Wind, 铜冠金源期货

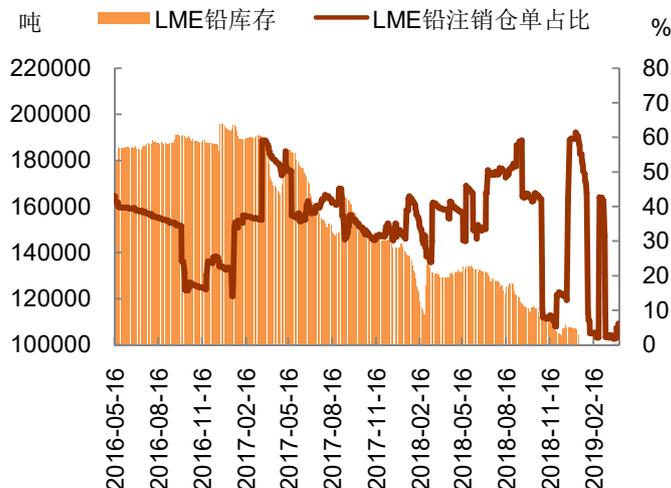
#### 4、铅库存情况

库存方面，3 月初由于期价上行再生铅利润改善，库存累积较快，整个月来看供大于求态势不改，上期所库存由月初的 29355 吨增加至月末的 36902 吨，截止 4 月 4 日库存为 34630 吨。伦铅 3 月库存整体小幅攀升，由月初的 76875 吨增至月末的 78750 吨，截止 4 月 10 日库存为 78650 吨。整体来看，内盘库存处于淡季累库状态，对铅价构成压制。而外盘库存相对处于历史低位，但受欧洲汽车消费及出口的疲软，难以给予伦铅支撑，需重点关注注销仓单的变化，若走高或对铅价构成阶段性支撑。

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

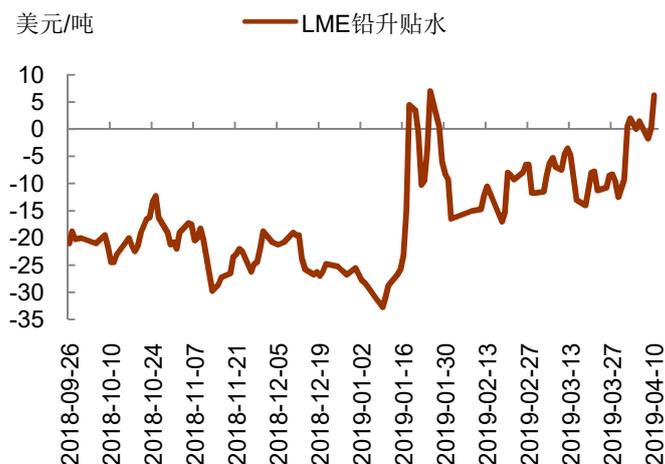
#### 5、升贴水情况

从升贴水来看，由于增值税下调的影响，中上游持货商出现一定程度的惜售，3 月现货由小幅贴水转为升水格局，税改落地后现货升水下降幅度较为明显，截止 4 月 9 日 1#铅升水已经收窄至 65 元/吨，总体来看税改落地前，现货升水对期价构成一定支撑力度，盘面表现跌幅放缓，后市来看供过于求格局暂难缓解，预计现货升水恐将继续收窄，对期价支撑力度减弱。

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

锌基本面来看，自3月中下旬起，下游消费逐渐复苏，镀锌及压铸锌合金企业开工逐渐恢复，但整体需求偏弱，关注后期去库存进展。供应方面，目前国内冶炼厂由于搬迁及环保等客观因素，即使高利润刺激下也无法产能释放，据悉株冶水口山新厂真正投产要延后至5月份，汉中锌业也预计5月份才恢复生产，短期供应端因客观原因依旧无法突破产出瓶颈。但随着冶炼厂生产的逐渐恢复，供应瓶颈有望年中突破。此外，需关注伦锌库存变化，自春节后伦锌库存加速走跌，但4月初止跌小幅回升，或出现集中交仓，对锌价支撑力度减弱。整体来看，预计4月锌价整体偏强运行，但因前期对供应端炒作使得锌价涨势过快，且进入4月后现货较远月升水大幅收窄，不建议追涨操作，可逢低试多，预计Zn1906运行区间在22000-24000元/吨，伦锌在2800-3050美元/吨。中长期锌价仍不乐观，今年锌矿加工费长协价大幅高于去年，显示锌矿供应将进一步宽松。不过今年以来，国家宏观刺激不断，关注能否带动下游终端的需求从而提振锌价。

### 2、铅价展望

年内铅矿端尚存一定释放预期，加之今年消费增长放缓，预计全球铅市短缺状态有望进一步缓解。国内供应端来看，由于环保禁止一刀切，且伴随着大型合规化再生铅炼厂产量占比的不断提升，供应端矛盾逐渐趋于弱化，但相较于原生铅而言，再生铅供应量仍容易受利润因素干扰，弹性较大，这主要受制于原料端废电池回收难的困境。目前虽现货价格低位，

但炼厂仍有一定利润空间，短期不影响再生铅生产，而原生再生价差来看仍处于偏低水平，若价格进一步下挫，再生铅企业开工意愿恐将下滑，成本支撑或将有所显现。消费端来看，中期淡季偏弱格局不改，累库压力下铅价上行空间有限，长期来看下游消费增长乏力，重心仍以下降为主。另外，欧洲汽车业关税争端乌云持续挥散不去，伦铅继续下挫也将压制内盘。综上，4月沪铅仍以震荡偏弱为主，但再生铅冶炼成本或阶段性给予铅价支撑，需重点关注原生再生价差及伦铅走势，预计沪铅主连波动区间或为16000-17000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。