

2019 年 5 月 10 日 星期五



供应增加&消费转淡

预计锌价走势偏弱

联系人：黄蕾、刘亚威

电子邮箱：huang.lei@jyqh.com.cn

电话：021-68555105

要点

● 美国经济数据喜忧参半，制造业扩张放缓，但非农新增就业人数大超预期。鲍威尔在讲话中对美国经济前景予以力挺，美联储维持基准利率不变，且强调，近期不考虑降息。欧元区制造业仍然低迷，4月制造业PMI连续第三个月位于枯荣线下方。欧盟将几乎所有欧元区主流经济体的今明两年增长预期都被下调。国内制造业PMI仍处扩张区间，4月官方PMI低于预期。CPI连续两月处于“2时代”，4月PPI环比涨0.3%，受猪肉、水果价格上涨及企业减税的影响。4月信贷增长虽略低于预期，但增速与历史平均水平持平。整体来看，货币政策保持松紧适度的稳健中性基调并没有改变。近日中美贸易局势再生波澜，市场交投情绪较为谨慎，关注5月9、10日两日中美经贸问题第十一轮磋商。

● 锌基本面看，供应方面，今年国内冶炼端产能集中释放的时间窗口集中在4-6月份，与市场预期的二季度冶炼瓶颈突破时间基本一致。4月，湖南地区如轩华、太丰、三立等均已复产，进入5月，株冶第一条生产线预计达产、且汉中锌业、白银有色等产量也将增加，5月锌锭产量将明显回升，冶炼厂高利润的情况或难以持续。需求方面，进入5月份，下游消费将逐渐转淡，对锌价支撑亦将转淡。从库存情况来看，4月LME锌几波集中交仓，且后期仍有交仓的可能，低位库存的支撑逻辑已发生变化。国内目前社会库存及交易所库存处于低位，但随着消费淡季来临，预计去库存步伐将减弱，且供应端存增加预期，料国内库存将回升。此外，当前宏观变数较多，对锌价支撑减弱。整体来看，预计5月锌价走势偏弱，建议投资者逢高沽空操作，预计运行区间在20000-21500元/吨。

● 全球铅矿累计同比表现增长，中期伴随新项目的投产，矿端存释放预期，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，目前低利润水平下，再生铅炼厂忍耐度较高，尚未给铅价带来实质性支撑，但 5 月原生铅炼厂存检修动作，加之库存表现下滑，短期下跌或受到一定支撑。下游来看，消费淡季需求表现不佳仍制约着铅价上行空间，因此综合来看基本面维持供需两弱格局。5 月重点需防范来自宏观方面的风险，中美贸易谈判的扰动给市场带来不确定性较大。综上，预计 5 月铅价或以震荡格局为主，主力合约波动区间或为 15700-16900 元/吨。

风险提示：中美贸易极度恶化、锌冶炼端复产生变数、再生铅大幅减产

目录

一、铅锌市场行情回顾	6
1、4 月锌行情评述.....	6
2、4 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、国内外锌矿加工费高企，冶炼瓶颈加速打破.....	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 集中交仓，库存大增	18
5、LME 升水创新高，国内维持小幅升水	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，原生铅炼厂存检修操作.....	22
3、中期消费淡季格局，长期缺乏增长亮点.....	25
4、铅库存情况.....	26
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）	23
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	24
图表 41 铅精矿产量情况	24

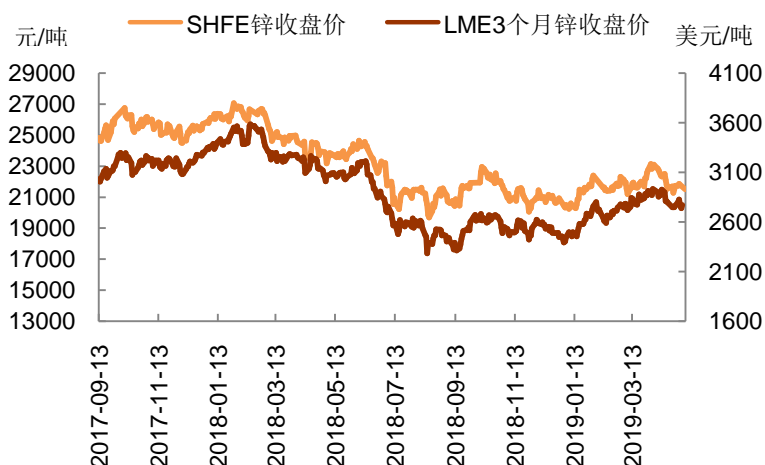
图表 42 再生铅产量情况.....	25
图表 43 铅酸蓄电池消费领域占比.....	26
图表 44 铅酸蓄电池出口情况.....	26
图表 45 上期所铅库存.....	27
图表 46 LME 铅库存与注销仓单占比	27
图表 47 1#铅升贴水.....	27
图表 48 LME 铅升贴水	27

一、铅锌市场行情回顾

1、4 月锌行情评述

4 月份，主力 Zn1906 呈现冲高回落走势。月初延续 3 月份的强劲走势，随后受中国制造业 PMI 及美国 ISM 制造业指数表现优异，中美经贸谈判继续有序进行，及伦敦库存维持低位的支撑，锌价高位震荡。随后因 Teck 与韩国锌业达成了今年锌精矿长协加工费，远高于去年，再度提醒精矿供应充足的事实，锌价高位调整。4 月 16 日，随着伦锌库存的大幅增加，锌价跌破震荡箱体下沿下挫。不过，受国内冶炼瓶颈制约及下游消费旺季提振，锌价下跌幅度有限。月底，随着 LME 库存短暂下降，市场看空情绪略缓，锌价止跌小幅反弹。最终收至 21845 元/吨，月度跌幅达 2.54%，持仓量报收 258882 手。伦锌走势弱于国内，月度下跌 3.02%，回吐 3 月涨幅，收至 2825 美元/吨，持仓量报收 266581 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、4 月铅行情评述

4 月沪铅主力合约从 1905 换至 1906 合约，沪铅主力连续整体呈现震荡下行走势。月初欧洲 PMI 数据表现持续收缩，加之市场担忧美欧关于飞机补贴的关税争端扩散到汽车制造业，伦铅从而忽视库存低位事实，率先开启破位下行走势，内盘在供需两弱的背景下亦大幅跟跌，沪铅主连由月初的 16970 元/吨附近最低跌至 16235 元/吨，随后供应端传出检修预期，月末期价反弹，最终报收于 16685 元/吨。4 月伦铅盘面弱勢格局不改，月末反弹力度弱于内盘，最终报收于 1927.5 美元/吨，成交量持仓量环比均小幅收缩。

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。美国制造业扩张放缓,4月ISM制造业指数为52.8,创2016年10月以来的30个月新低,低于预期的55和3月前值55.3。虽然ISM制造业指数下滑,但美联储主席鲍威尔在讲话中却对美国经济前景予以力挺,美联储维持基准利率不变,与市场预期一致;然而,美联储强调,由于就业和经济不断增长,它认为近期没有令人信服的理由考虑降。美元走强,打压金属。随后,美国劳工部数据显示,美国4月份非农部门新增就业岗位26.3万个,失业率降至3.6%,创近50年来新低。整体来看,美国经济韧性较强。

欧洲方面,欧元区制造业仍然低迷,4月制造业PMI终值47.9,高于预期及初值的47.8。这一数字虽然打败了3月创下的六年低点47.5,但也已是连续第三个月位于枯荣线下方。其中,4月德、法和意大利制造业PMI有所回升,其中法国重回荣枯线,意大利回升明显,德国虽然小幅回升,但仍大幅低于荣枯线。通胀方面,欧元区4月调和CPI同比增长1.7%,高于市场预期的1.6%和前值1.4%,创5个月新高。因欧元区经济放缓的担忧犹在,欧洲央行仍无法实现其提高通胀的目标。其在3月份会议上其降低了经济增长和通胀预测,没有出台任何重大的新的宽松措施。

此外,欧盟经济展望报告显示,几乎所有欧元区主流经济体的今明两年增长预期都被下调。欧盟委员会还将欧元区2019年GDP增速由1.3%下调至1.2%;预算欧元区今年通胀率为1.4%,2020年为1.4%;预计今年欧元区失业率为7.7%,2020年将降至7.3%。

国内方面,制造业PMI仍处扩张区间,数据显示,4月官方PMI降至50.1,低于调查预估中

值50.5，比上月回落0.4个百分点；4月财新PMI降至50.2，调查预估中值和上月分别为51.0和50.8。通胀方面，4月CPI同比上涨2.5%，环比上涨0.1%，CPI连续两月处于“2时代”。4月PPI同比上涨0.9%，涨幅较上月增加0.5个百分点，环比涨0.3%。主要受猪肉、水果价格上涨及企业减税的影响。考虑到今年货币增速不会太高，通胀仍将处于温和区间。金融数据方面，在一季度社会融资规模、人民币信贷“放量”增长后，4月信贷增长虽略低于预期，但增速与历史平均水平持平。其中，社会融资规模增量为1.36万亿元，比上年同期少4080亿元。人民币贷款增加1.02万亿元，同比少增1615亿元。整体来看，货币政策保持松紧适度的稳健中性基调并没有改变，但若是外部冲击过大，不排除加大定向偏松调节力度的可能。

此外，近日中美贸易局势再生波澜，市场交投情绪较为谨慎，关注5月9、10日两日中美经贸问题第十一轮磋商。

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2月锌矿产101.77万吨，同比增加0.98%。1-2月锌矿累加产量为204.1万吨，累计同比增加1.2%。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。

据外网报道，New Century一季度锌产量较2018年第四季度增长50.4%，达到18170吨。增产主要来自澳大利亚昆士兰州的Century锌矿，自2018年8月开始。一季度锌精矿产量为3.75万吨，品位为48.3%。相比之下，2018年四季度的锌精矿产量为2.55万吨，品位为47%。不仅锌精矿品位有所提升，锌精矿的质量也得到改善。公司的可行性报告预计，在Century锌矿的前6.3年内，锌精矿年产量将达到50.7万吨。

五矿资源有限公司（MMG）发布2019年一季度生产报告，报告显示，该公司在截至3月31日的三个月内共生产锌5.7151万吨，预期2019年生产锌25-27万吨。

秘鲁3月锌产量与去年同期持平，为11.8万吨。

精炼锌方面，国际铅锌小组数据显示，全球2月精炼锌产量达103.82万吨，消费量达100.94万吨，供应缺口缩窄至2.88万吨，1月修正后缺口为3.42万吨。

4月中旬，据彭博社报道，为了帮助Nyrstar冶炼厂摆脱濒临破产的境地，托克集团作为最大股东，将收购Nyrstar。Nyrstar在去年第三季度亏损，利润下滑74%，使公司面临巨大的债务压力，不得不进行债务重组。Nyrstar去年的锌精矿产量约为13.9万吨，较2017年增长14%，但低于14万至15万吨的全年目标。

昆士兰4月16日消息，昆士兰铁路预计将从4月29日起重新开放Mount Isa铁路线全线

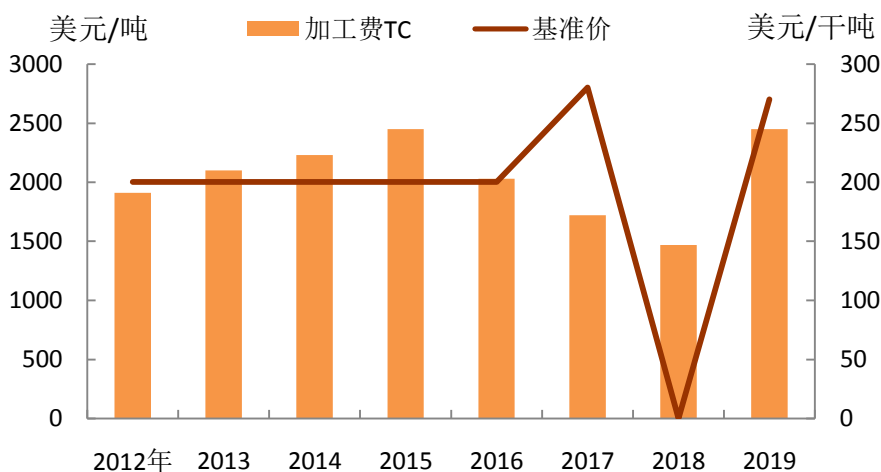
1,000公里输送。嘉能可、MMG Ltd及South 32等矿商使用该铁路线从Mt Isa地区向唐斯维尔的一座港口运送锌和铅精矿。据悉，该铁路2月份曾遭到洪水破坏。

孟买5月1日消息，印度最大的锌生产商—印度锌业公司(Hindustan Zinc Ltd)的一位高层人士称，2019/20财年产量料回升，这可能意味着全球锌价将面临压力。印度锌业目前是全球第二大锌产商。该公司2018/19年度的精炼锌产量下滑12%，因旗下一座露天开采锌矿关闭并转为井下开采模式。

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。

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 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
安阳峨山	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）

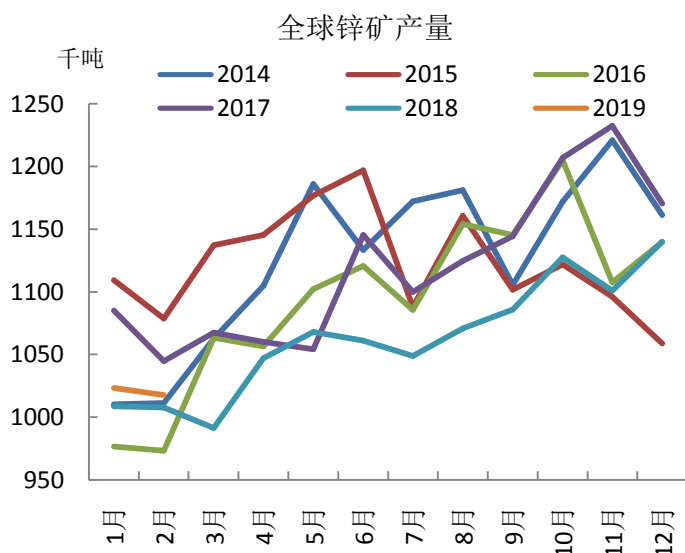
	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年*
锌矿供应	1303.6	1347.1	1368.1	1280.2	1277.5	1303	1387
增速		3.34%	1.56%	-6.4%	-0.2%	2%	6%
精锌产量	1298	1339.8	1381.2	1354.7	1321.9	1342	1381
增速		3.22%	3.09%	-1.92%	-2.42%	1.40%	3.00%
精锌需求	1315.1	1367.5	1364.3	1367.5	1368.7	1374	1388
增速		3.98%	-0.23%	0.23%	0.09%	0.40%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

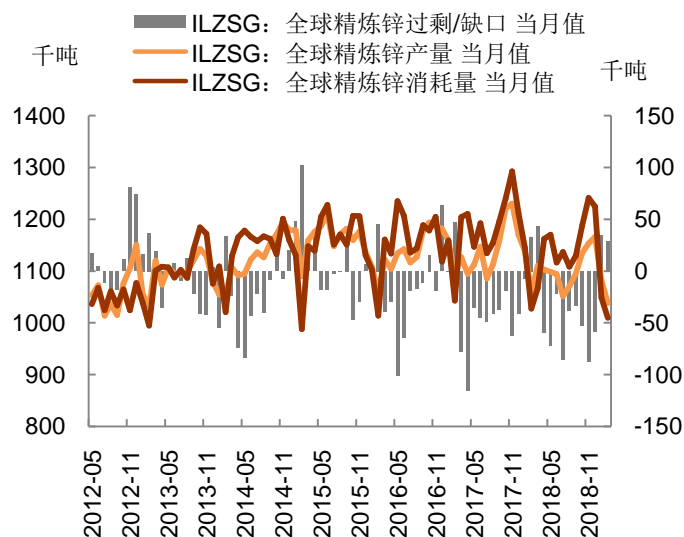
注: *表示为预估值

图表 9 ILZSG 全球锌矿月度产量情况



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 10 ILZSG 全球精炼锌供需情况



2、国内外锌矿加工费高企，冶炼瓶颈加速打破

根据国家统计局的数据，3月精炼锌产量同比增长0.4%至45.3万吨；1~3月产量为130.6万吨，同比下降8.02%，累计同比降幅比1~2月减少了3.06个百分点，表明国内精炼锌产量增速有所提高。

SMM调研数据，4月精炼锌产量46.11万吨，环比增加1.99%，同比增加3.71%。产量的增加主要是来自于湖南地区：其中株冶第一条系统产量提升明显至万吨；三立集团生产全数恢复，产量录得增加；轩华亦近期着手恢复工作，湖南地区贡献主要增量。其他地区，如甘肃、辽宁等部分炼厂进入常规检修状态，减少全国产量增幅。5月，虽仍有青海、云南等地企业新增部分检修，但汉中锌业产量增加、白银有色检修恢复，预计5月国内精炼锌产量为48.56万吨，同比增加14.75%，环比增加5.3%。

加工费来看，5月国产锌矿加工费报6050-6650元/金属吨，均值环比持平；进口锌矿加工费报230-260美元/干吨，均值环比持平。随着冶炼端供应增加，预计加工费涨幅较前期放缓，但目前来看冶炼企业利润仍丰厚。

进出口方面，海关数据显示，3月进口锌精矿为20.23万吨，同比减少了10.21万吨，环比减少了8.7万吨。3月精炼锌进口量5.11万吨，环比上升151.16%，同比上升46.75%，1-3月累计进口14.07万吨，同比上升0.72%。3月精炼锌进口前五个国家为：哈萨克斯坦（42%），澳

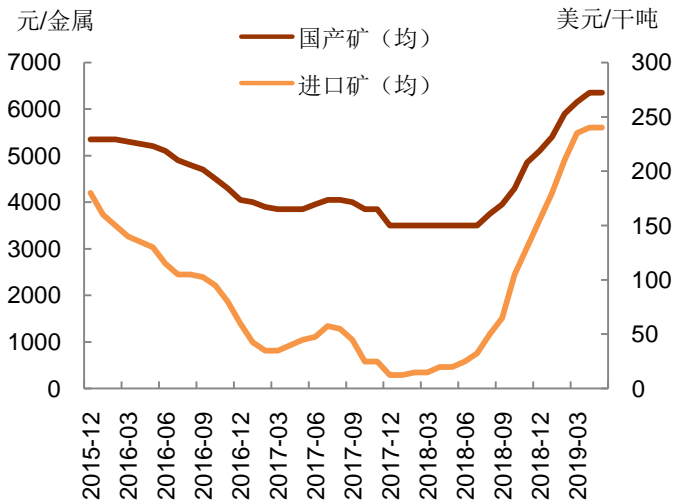
大利亚（29%），比利时（14%），韩国（6%），西班牙（5%），占进口总量95%，其中哈萨克斯坦近60%为1#锌。进入4月份，增值税由16%下调至13%，进口费用将减少600元/吨左右，但根据我们对进出口利润的测算，目前进口锌锭仍处于亏损状态，进口货源部分流入保税区，少量流入现货市场。

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

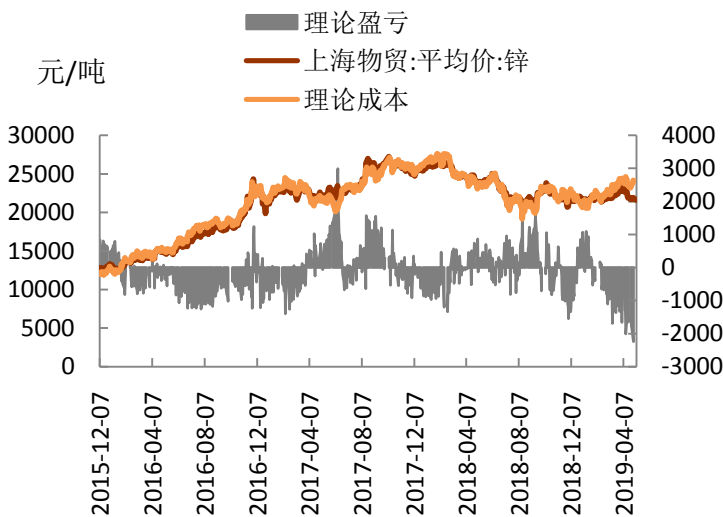
图表 12 锌矿加工费情况



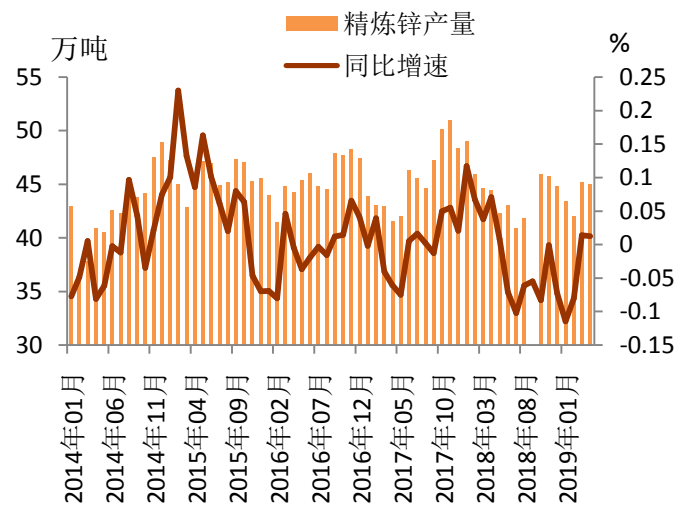
图表 13 国内炼厂利润情况



图表 14 精炼锌进口盈亏

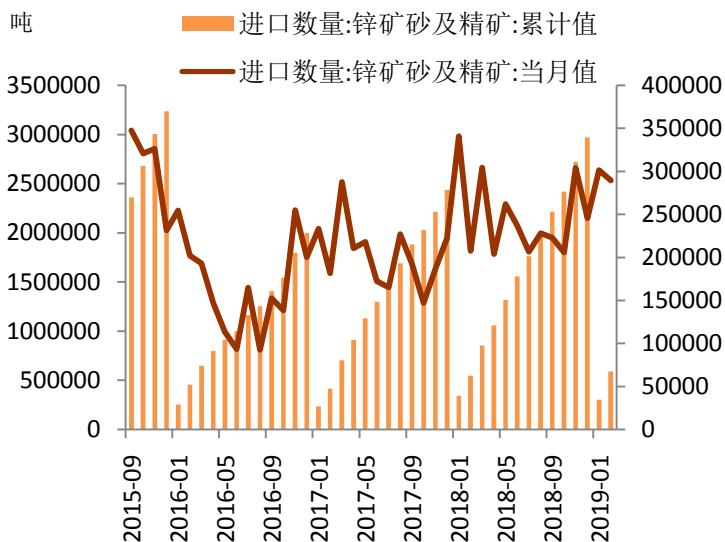


图表 15 SMM 精炼锌产量情况

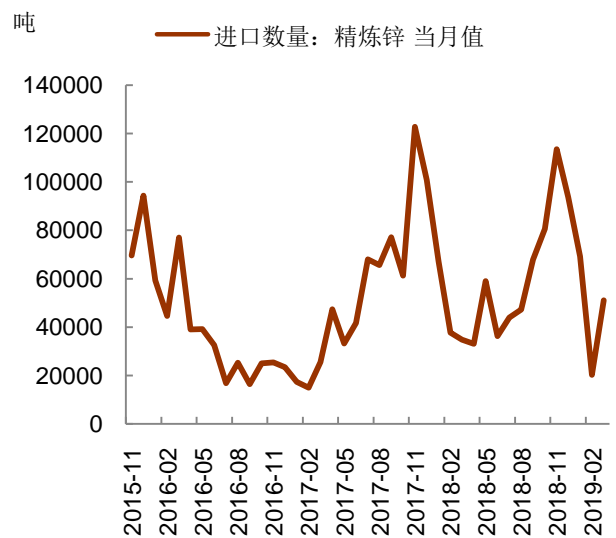


数据来源: SMM, Wind, 铜冠金源期货

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

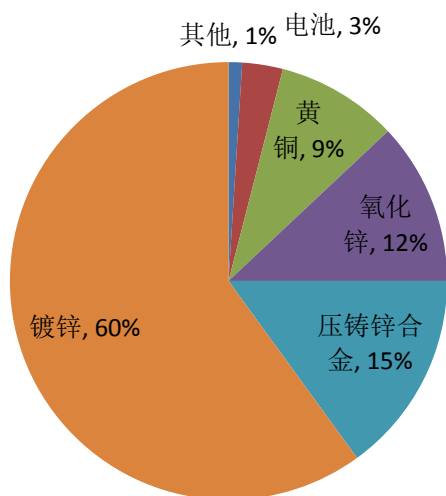
3、下游消费恢复但偏弱，终端受政策刺激或有改观

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%）。

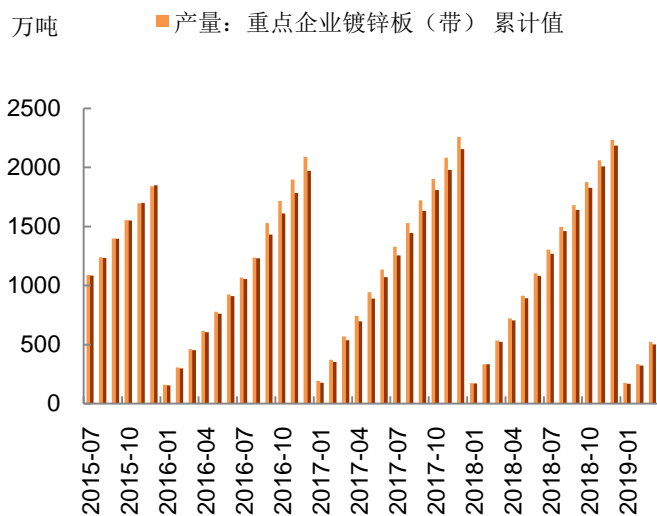
2019 年 1-3 月全国重点企业镀锌板累计产量 522.71 万吨，同比减少 2.4%；1-3 月镀锌板累计销量为 502.18 万吨，同比减少 3.9%。钢联数据显示，3 月全国镀锌企业库存为 45.9 万吨，较去年减少 1.9%。

根据 SMM 调研，3 月镀锌企业开工率为 91.05%，环比上升 43.08 个百分点，同比上升 23.21 个百分点。3 月压铸锌合金企业开工率为 51.89%，环比上升 26.74%，同比下降 3.33%；3 月氧化锌开工率为 53.57%，环比增加 14.58%，同比微增 0.12%。3 月镀锌因税差因素已经透支了部分的 4 月消费，而基建补短板带来的订单提振仍需耐心等待；压铸、氧化锌的终端扩张空间已较为有限，表现较为平稳。另外，即将进入 5 月份的传统消费淡季，需求端表现或降温。

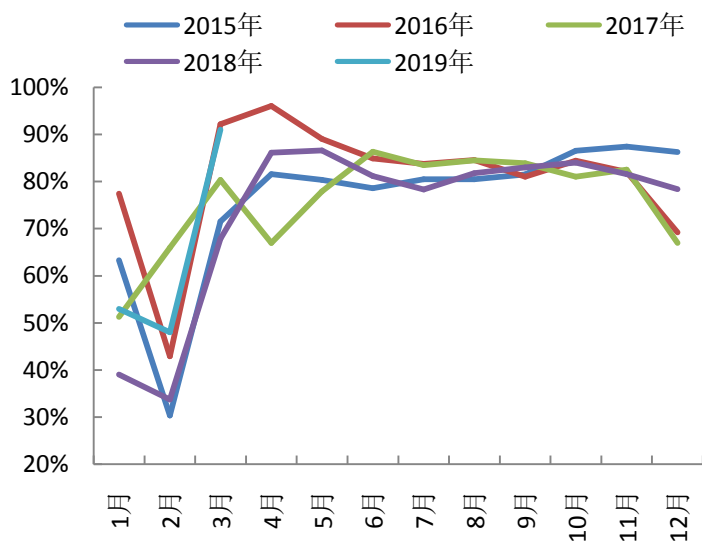
图表 18 锌初级端消费占比



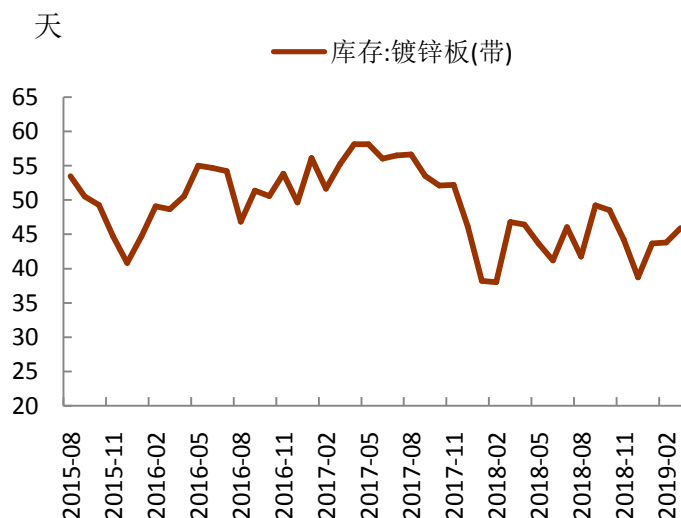
图表 19 重点企业镀锌板销量情况



图表 20 镀锌企业开工情况

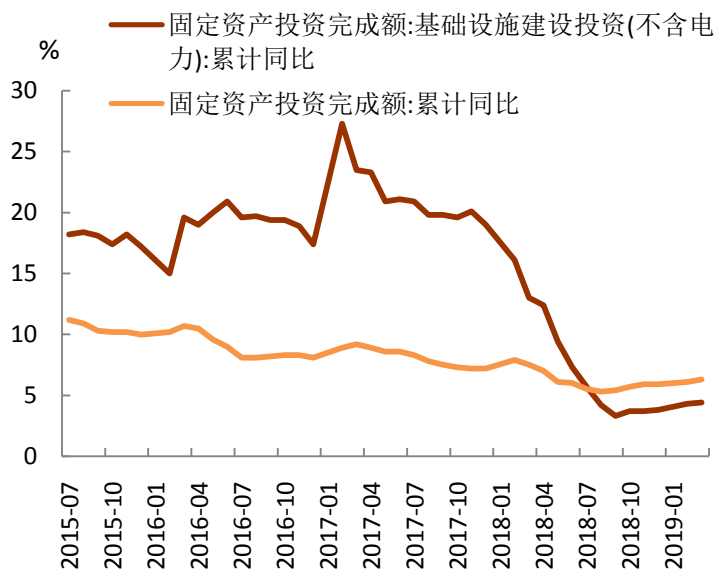


图表 21 镀锌板库存情况

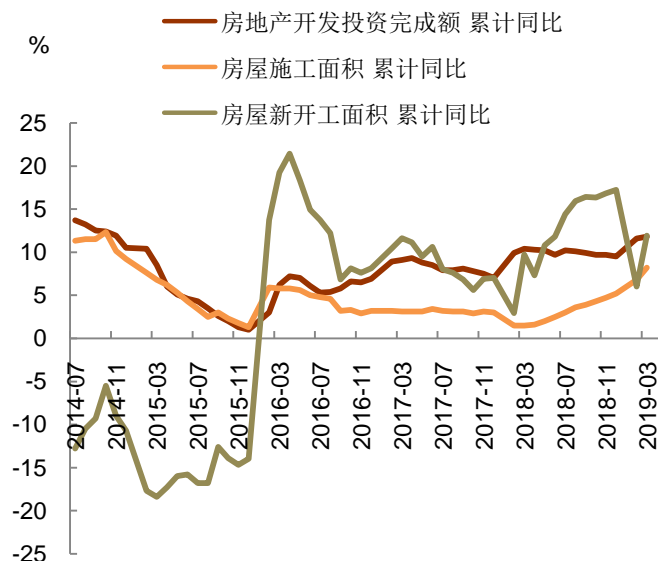


数据来源：Wind，SMM，铜冠金源期货

图表 22 基础设施建设投资数据

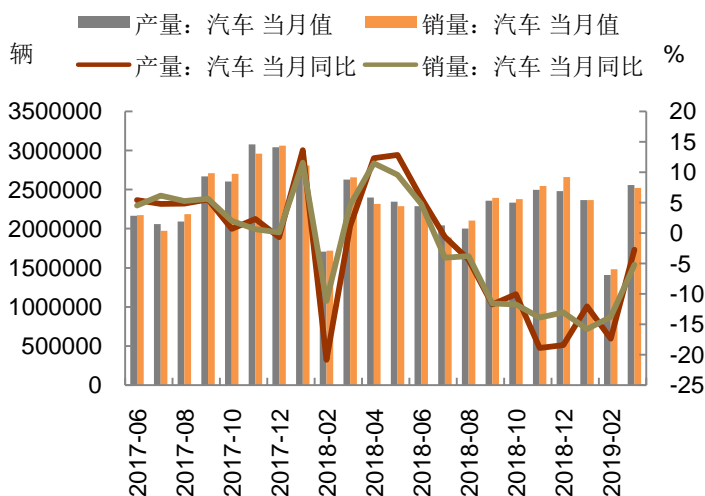


图表 23 房地产开发投资数据

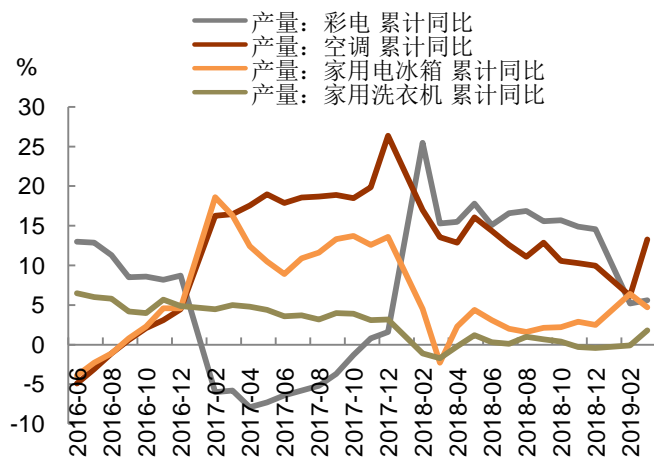


数据来源: Wind, 铜冠金源期货

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,2019 年 Q1 我国固定资产投资累计增速为 6.3%,较前两个月提升 0.2 个百分点。其中,基建投资保持回升态势,基建投资(不含电力)增速 4.4%、回升 0.1 个百分点。专项债提前发放以及财政支出加大力度,支撑基建投资缓慢改善。一季度地方政府共发行债券 6653.16 亿元,远高于往年同期水平,专项债发行前置为基建项目提

供资金支持。同时，一季度公共财政支出增长 15%，远高于财政收入 6.2% 的增速。但考虑到今年来财政收入受到名义 GDP 回落以及减税降费的约束，财政支出继续扩张的空间有限，基建投资难以大幅提升。整体来看，基建更多受政策目标影响，当经济下行压力加大时强化对冲效果。

房地产方面：地产投资小幅回升，销售有所改善。一季度地产投资增长 11.8%，较 1-2 月提高 0.2 个百分点。其中，施工面积增长 9.7%，新开工面积增长 11.9%，增速提高 5.9 个百分点；商品房销售面积同比下滑 0.9%，降幅较 1-2 月提高 2.7 个百分点。不过 4 月 19 日政治局会议重提“结构性去杠杆”和“房住不炒”，显示货币和行业政策都难以像首季度那样宽松，预计今年春节后强于预期的销售反弹较难持续。

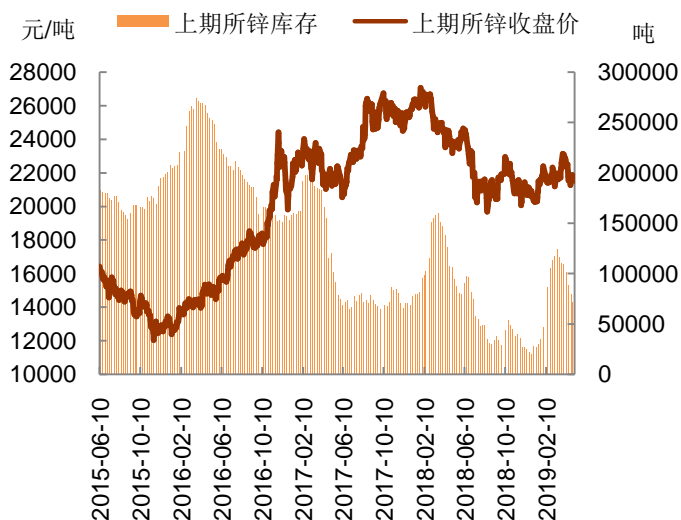
汽车方面：据中国汽车工业协会统计，3 月份生产汽车约 255.80 万辆，环比增长 81.45%，同比下降 2.73%；汽车销量约 252 万辆，环比增长 70.09%，同比下降 5.18%。1-3 月，汽车累计产销 633.57 万辆和 637.24 万辆，分别同比下降 9.81% 和 11.32%。从环比数据来看，目前车市呈现季节性回暖，但从同比来看，车市表现依然不及去年，需求端难以对锌价形成明显的提振。

白色家电方面：1-3 月家电生产表现尚可，除了冰箱以外，其他三大白电产量同比均实现增长。彩电累计产量同比增 5.6%，较 1-2 月增加 0.4 个百分点；空调累计同比增 13.3%，较 1-2 月增加 5.1 个百分点；冰箱累计同比增 4.7%，较 1-2 月回落 1.7 个百分点；洗衣机累计同比增加 1.8%，较 1-2 月增加 1.9 个百分点。考虑到一线城市二手房成交数据持续回暖，有望对后周期家电行业估值中枢形成拉动，且考虑到年内政府出台补贴政策刺激家电消费、需求有望环比逐步改善。

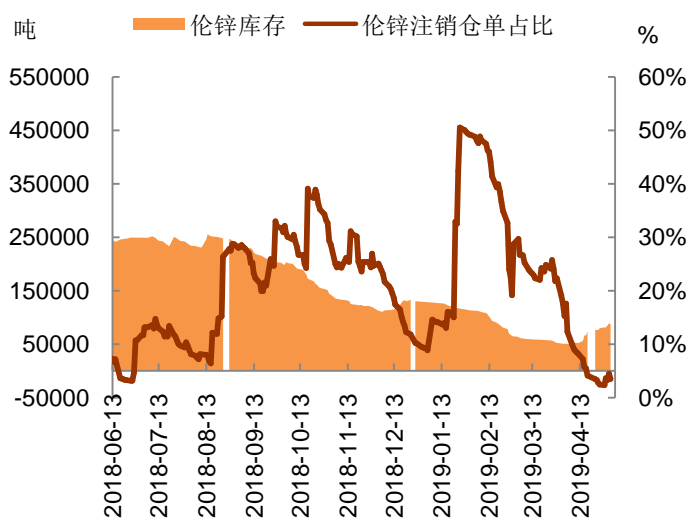
4、LME 集中交仓，库存大增

4 月 LME 出现几波集中交仓的情况，其中 16 日库存大增 1.035 万吨，截至月末库存增至 81325 吨，环比增加 300050 吨，增幅达 58.6%。虽然从绝对水平来看，库存依然处于低位，但是增幅明显。受消费旺季影响，国内库存回落。上期所库存则出现快速回落态势，月底库存报 72090 吨，环比减少 37714 吨。社会锌锭库存环比减少 4.94 万吨至 16.78 万吨。保税区库存快速流入，截至月底库存报收 9.92 万吨，环比增 1.07 万吨，考虑到进口窗口仍关闭，短期保税区库存对国内冲击不大。

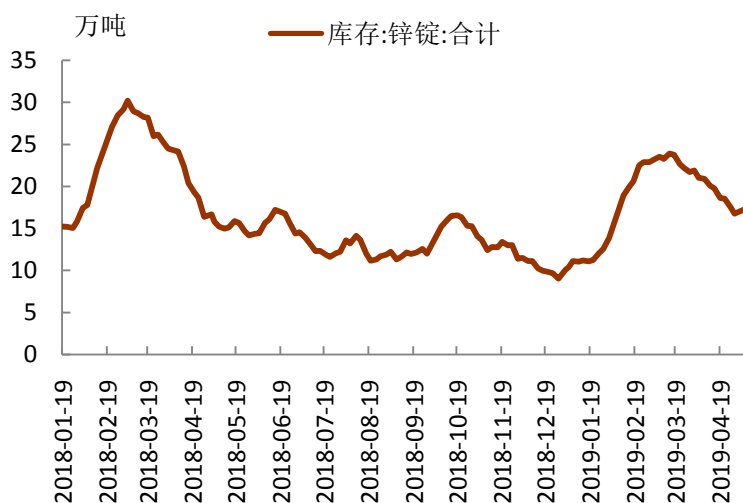
图表 26 上期所锌库存



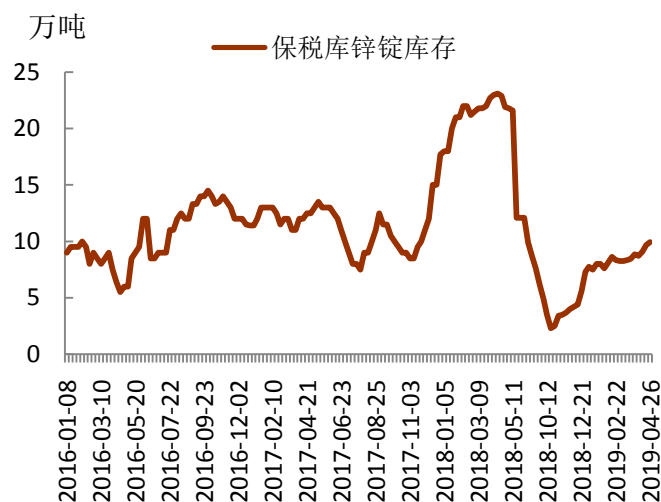
图表 27 LME 锌库存与注销仓单占比



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

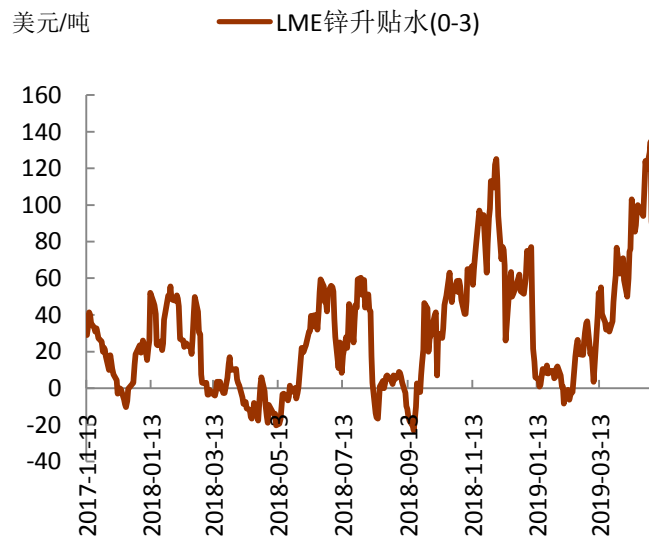
5、LME 升水创新高，国内维持小幅升水

随着月中 LME 的集中交仓，LME 现货升水不断拉涨至 100 美元/吨，随后短暂回落后再度攀升，创 1997 年 9 月份以来新高至 134 美元/吨。国内，进入 4 月，增值税下调正式实施，现货升水收窄，逐渐恢复正常水平，维持在 50-250 元/吨。

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（ILZSG）公布数据：2月全球铅矿产量为42.38万吨，环比上升2.32%，同比上升12.8%，1-2月全球累计铅矿产量为83.8万吨，累计同比增长7.85%。2018年全年累计铅矿产量为469.55万吨，同比下降6.25%，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。

行业方面，纳米比亚将有三座老矿山重新投入生产。其中北河资源 Namib 铅锌矿是一个地下矿，该项目目前 JORC 资源量为 1120000 吨，其中地下原岩金属含量为 25900 吨铅。从历史上看，该矿生产了约 70 万吨矿石，生产了超过 10 万吨吨铅锌精矿。

El Mochito 锌铅银矿扩建最新进展，Ascendant 资源已从美国政府机构获得融资。与海外私人投资公司 (OPIC) 签订的无约束力条款清单要求提供 3500 万美元的项目贷款。Ascendant 表示，这将足以满足扩建项目的总融资要求，包括矿山开发扩建、新的地下竖井、地下水抽水升级和磨机升级。

精炼铅方面，国际铅锌小组（ILZSG）公布数据：2月全球精炼铅产量为101.54万吨，

全球精炼铅消耗量为 101.39 万吨，同比分别上涨 7.23% 和 5.07%，2 月全球铅市总体过剩 1.5 万吨。2018 年全球精铅缺口较 2017 年的 19.69 万吨收窄至 13.78 万吨，显示供应短缺情况有所好转。

国际铅锌小组 (ILZSG) 最新预计：2019 年全球精炼铅供应料超于需求 71,000 吨。ILZSG 表示，今年精炼铅需求料增加 1.2% 至 1,187 万吨。2018 年精炼铅需求微幅下滑 0.2%。

伊朗最大的铅、铜和其他非铁合金生产综合体在东北部塞姆南省投产。该综合体由私人投资，年产能 10 万吨。它由 10 个工厂组成，其中包括一个汽车电池回收工厂，该工厂可以按最高环保标准处理 500 万个汽车回收电池，生产 6 万吨铅。它还具备冶炼 1.2 万吨优质阴极铜产能。工厂经理称，该工厂可满足伊朗对铅和铜的需求，其产量的 30% 将出口到亚洲和欧洲国家。

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

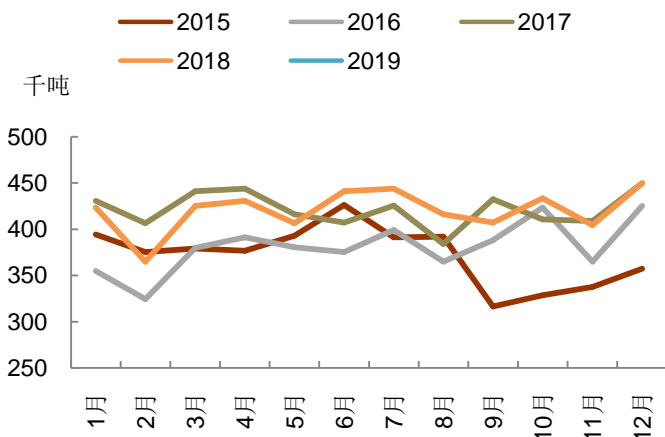
数据来源：安泰科，铜冠金源期货

图表 33 全球铅市供需平衡表 (万吨)

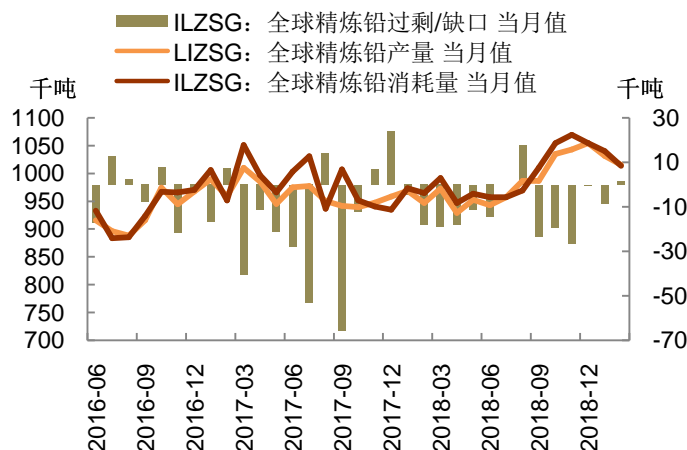
	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
铅矿产量	494.6	485	466.5	459.7	458	477
铅矿增速	-3%	-1.9%	-3.8%	-1.5%	-0.4%	4.1%
精炼铅产量	1102.1	1095.7	1158.8	1156.5	1159	1184
精炼铅消费量	1099.3	1093.9	1112.3	1171.2	1171	1179
供需平衡	2.8	1.8	3.5	-14.7	-15.13	5

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，原生铅炼厂存检修操作

国内方面，国家统计局公布最新数据：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，5 月国产矿 TC 均价环比不变，为 1850 元/吨。目前矿端整体稍显宽松，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，加工费仍有上行空间。

铅矿进口方面，据海关总署公布数据：3 月中国进口铅精矿 11.61 万吨，环比增加 2.43 万吨，增幅 26.40%；同比增加 3.86 万吨，增幅 49.74%。1-3 月累计进口 33.07 万吨，较去年同期增加 8.47 万吨，增幅 34.43%。由于铅矿进口关税下调政策，总体进口量出现一定增长，SMM 4 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，但是目前暂无进一步动作。我国俄罗斯进口量的占比约为 10%左右，若停止出口对国内铅矿供应将出现一定程度扰动。

精炼铅方面，国家统计局公布数据：3 月中国精炼铅产量为 50.1 万吨，同比增长 33.6%，1-3 月精炼铅累计产量为 142.9 万吨，累计同比增长 12.69%。4 月 SMM 全国原生铅产量为 25.72 万吨，环比下降 0.2%，同比上升 6.44%。1-4 月原生铅产量在 101.4 万吨，同比上升 7.11%。展望 5 月，据 SMM 了解，安徽铜冠、江西铜业于 4 月检修后，5 月尚未完全恢复满产；同时河南豫光、湖南金贵，河池南方等陆续进入检修；期间云南驰宏检修结束，对 5 月产量影响有所修复，故 SMM 预计 5 月原生铅产量下降万余吨至 24.6 万吨。综上，在供应端检修，配合库存低位的背景下，期价仍存一定支撑。

再生铅方面，4 月处于低利润状态的再生铅炼厂开工并未受到太大影响，生产维持正常，原生再生价差收窄程度不显著。期价的实际支撑仍依赖于再生铅的大幅减产，短期此支撑力

度尚表现不足。

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

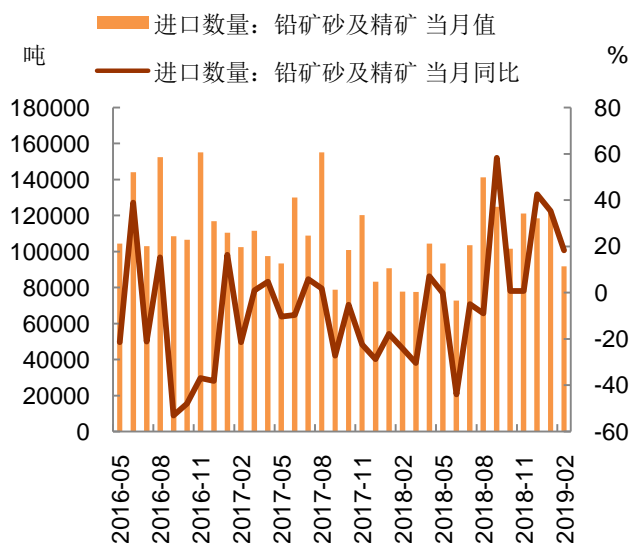
数据来源：百川，铜冠金源期货

图表 37 国内铅矿及精炼铅供需平衡表（万吨）

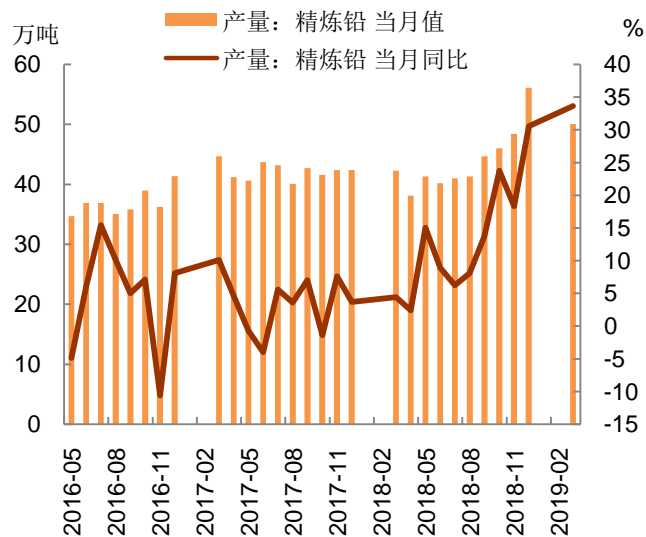
	2015年	2016年	2017年	2018年
铅精矿产量	233.5	223	208	215
铅精矿需求量	321	318.5	296.9	298
铅精矿净进口量	94.9	70.5	64	63
铅精矿供需平衡	7.4	-25	-24.9	-20
精炼铅产量	470	466.5	487	480
精炼铅需求量	470.2	475	483	490
精炼铅净进口量	-6	-1.1	7.1	1.5
精炼铅供需平衡	-6.2	-9.6	11.1	-8.5

数据来源：安泰科，铜冠金源期货

图表 38 铅精矿进口情况

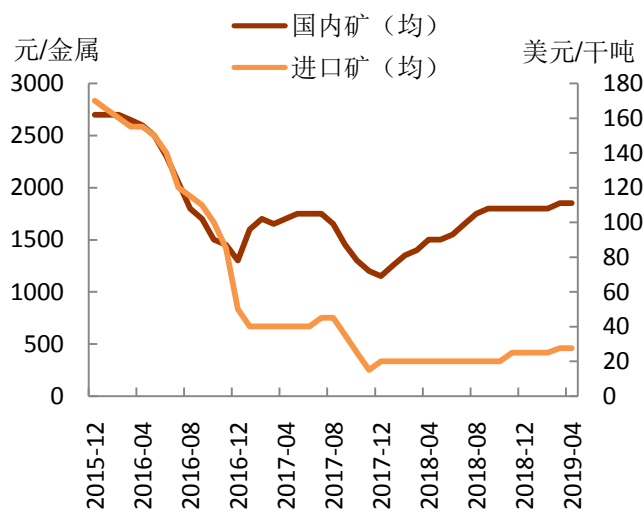


图表 39 精炼铅产量情况

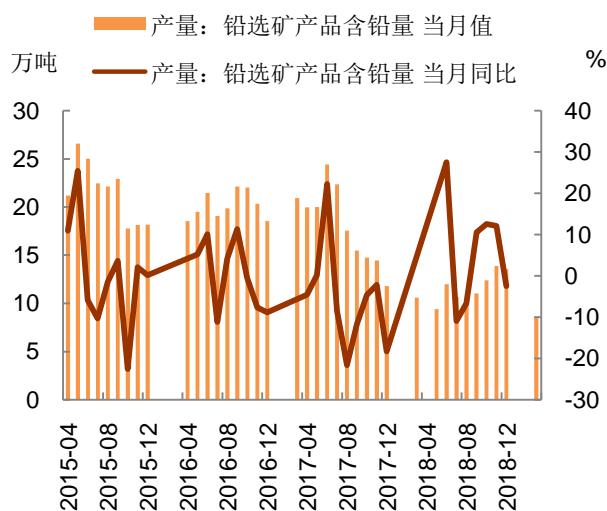


数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 40 铅精矿加工费情况

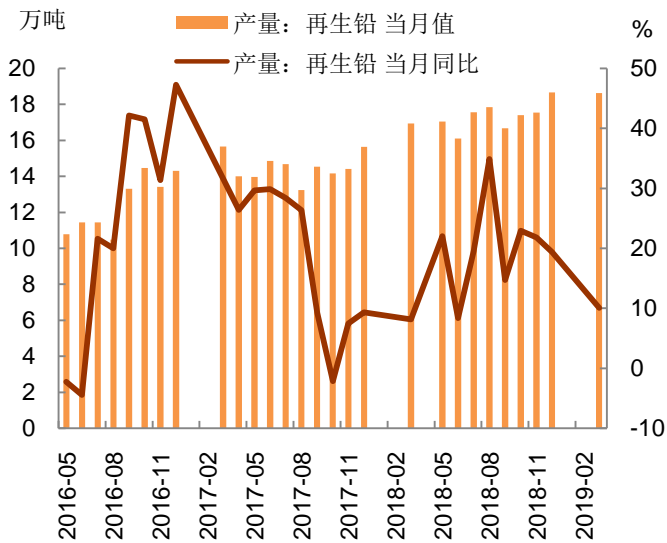


图表 41 铅精矿产量情况



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、中期消费淡季格局，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：2 月铅酸蓄电池出口量为 117.7269 万个，同比下滑 48%，出口数据表现不佳。4 月从 SMM 蓄企周度开工率来看，整体呈现下滑走势，淡季效应显著，蓄企开空率由 54.85% 跌至 49.69%，市场多降价抛售，经销商买涨不买跌情绪较浓，蓄企成品库存出现一定程度累积，预计后市蓄企仍以收紧开工为主，但由于逐渐临近三季度消费旺季，市场情绪或提前出现一定程度改观。

终端来看，汽车工业协会数据：3 月汽车产销同比继续下降，但降幅比前两个月明显收窄，市场有所回暖。3 月，汽车产销量分别完成 255.8 万辆和 252 万辆，比上月分别增长 81.5% 和 70.1%，比上年同期分别下降 2.7% 和 5.2%，同比降幅比上月分别缩小 14.7 和 8.6 个百分点。第一季度汽车产销分别完成 633.6 万辆和 637.2 万辆，产销量比上年同期分别下降 9.8% 和 11.3%。总体来看车市数据仍难见复苏迹象。

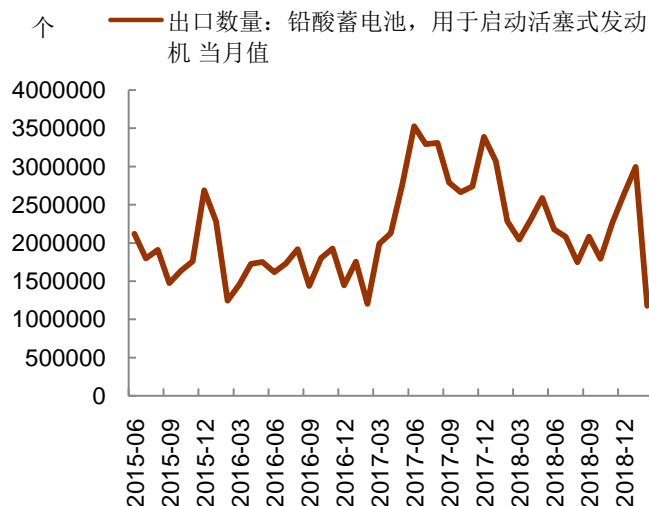
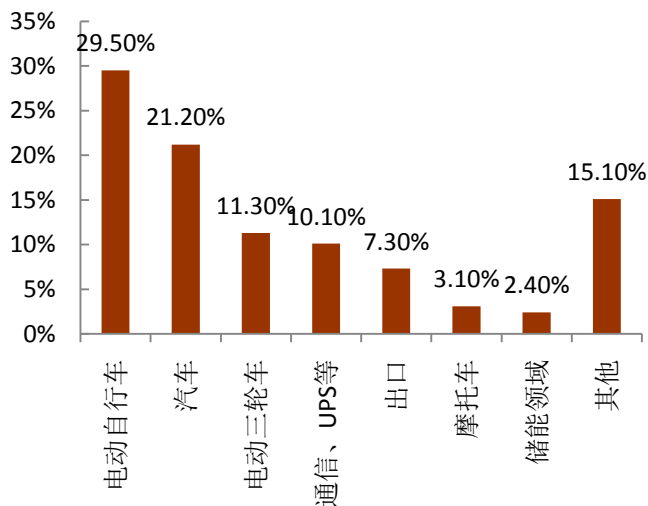
电动自行车方面，国家统计局数据显示 2018 年电动自行车累计产量为 2589.92 万辆，较 2017 年的 3686 万辆下滑近 30%，显示电动自行车已经趋于饱和，增速整体放缓，另外电动车新国标将于 4 月 15 日正式实施，在其减重的要求下，电池耗铅量的下滑已经成为事实。但短期由于各地设立过渡期，其影响正在逐步体现，长期对铅价构成打压。

通信基站方面，国家统计局数据显示，1-3 月累计产量为 12966.4 万信道，累计同比增涨 153.7%，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度的支撑力度，但随着 3 季度的逐步来临，消费旺季预期或逐步显现。

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

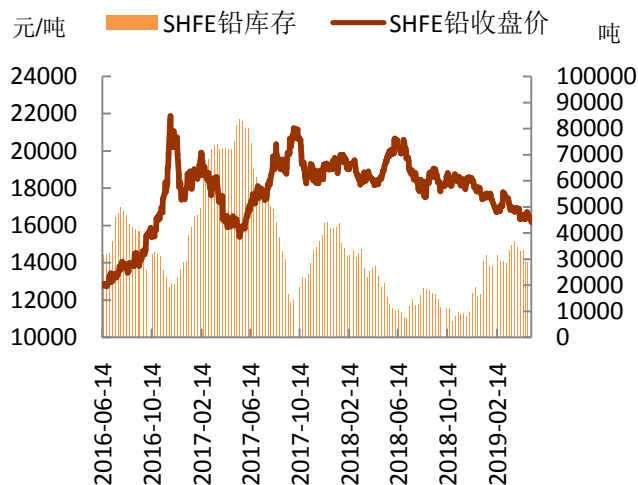


数据来源：安泰科，Wind，铜冠金源期货

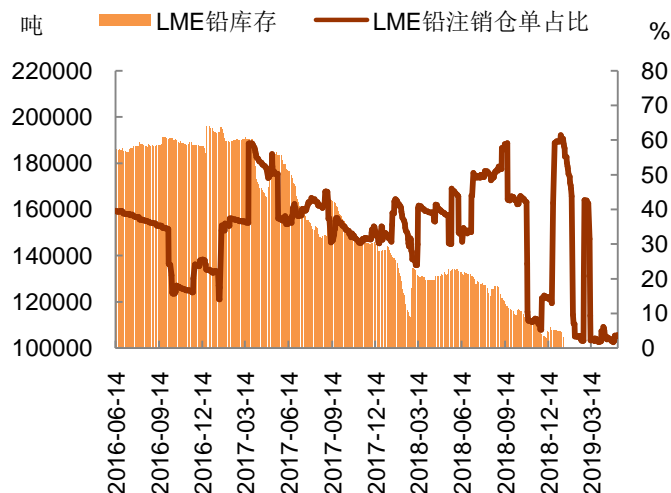
4、铅库存情况

库存方面，4 月上旬上期所库存一改此前升势转为下降，由月初的 36900 吨跌至月末的 28987 吨。伦铅 4 月库存整体继续下滑，由月初的 78750 吨减少至月末的 74450 吨。库存方面整体来看，内盘库存淡季累库节奏被打断，5 月炼厂检修以及消费旺季预期，在库存上有所显现，配合高持仓需注意沪铅软逼仓的可能性。而外盘库存相对处于历史低位，但受制于欧洲汽车消费及出口的疲软，仍难以给予伦铅大幅支撑，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

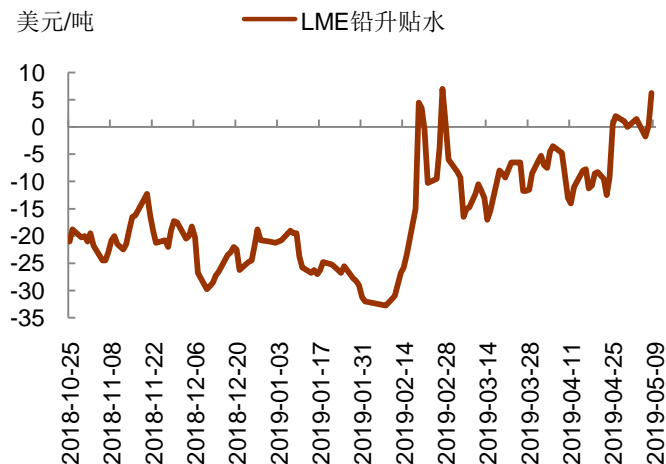
5、升贴水情况

从升贴水来看，4 月现货升水端受制于供需两弱，现货由月初升水 85 元/吨附近月末转为贴水 20 元/吨。伦铅 4 月现货贴水表现收窄，截止 5 月 8 日现货贴水 7.75 美元/吨。

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，今年国内冶炼端产能集中释放的时间窗口集中在4-6月份，与市场预期的二季度冶炼瓶颈突破时间基本一致。4月，湖南地区如轩华、太丰、三立等均已复产，进入5月，株冶第一条生产线预计达产、且汉中锌业、白银有色等产量也将增加，5月锌锭产量将明显回升，冶炼厂高利润的情况或难以持续。需求方面，进入5月份，下游消费将逐渐转淡，对锌价支撑亦将转淡。从库存情况来看，4月LME锌几波集中交仓，且后期仍有交仓的可能，低位库存的支撑逻辑已发生变化。国内目前社会库存及交易所库存处于低位，但随着消费淡季来临，预计去库存步伐将减弱，且供应端存增加预期，料国内库存将回升。此外，当前宏观变数较多，对锌价支撑减弱。整体来看，预计5月锌价走势偏弱，建议投资者逢高沽空操作，预计运行区间在20000-21500元/吨。

2、铅价展望

全球铅矿累计同比表现增长，中期伴随新项目的投产，矿端存释放预期，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，目前低利润水平下，再生铅炼厂忍耐度较高，尚未给铅价带来实质性支撑，但5月原生铅炼厂检修动作，加之库存表现下滑，短期下跌或受到一定支撑。下游来看，消费淡季需求表现不佳仍制约着铅价上行空间，因此综合来看基本面维持供需两弱格局。5月重点需防范来自宏观方面的风险，中美贸易谈判的扰动给市场带来不确定性较大。综上，预计5月铅价或以震荡格局为主，主力合约波动区间或为15700-16900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。