

2019 年 9 月 5 日 星期四



环保因素拖累消费

9 月锌价先扬后抑

联系人：徐舟、刘亚威

电子邮箱：xu.z@jyqh.com.cn

电话：021-68555105

要点

●宏观上，全球发达经济体的经济数据依然延续了此前弱势，也没有出现明显好转的迹象；国内方面，中国经济有短期回温迹象，但下行压力具有长期性。关于中美贸易战，目前中美贸易关系来到了一个全新的低点，随着中美互相加征关税范围全面扩大，预计将对中美贸易以及全球经济增速蒙上阴影。

●锌：基本面看，锌矿方面，国外锌矿库存产量维持增产，增产幅度进一步扩大，预计未来供应将进一步宽松，锌矿过剩的格局仍将持续。锌锭方面，6 月份以来，国内锌锭产量处于历史高位，国内精炼锌供应量也因此大幅增加。后期来看，尽管由于国内产能空间有限，但是随着开工率回升，未来单月产量 2-3 万吨的提升空间。因此，年内国内锌锭的供应压力将非常大。而下游消费方面，目前随着下游行业逐渐进入消费旺季，我们看到市场的预期也在逐渐转向乐观。但是，我们对此仍有疑虑。首先是镀锌开工好于预期，其中部分原因在于下游订单前置生产，因此可能会透支部分未来需求。其次是马上迎来国庆假日，国内特别是华北地区的环保政策有望再次趋严，这也将影响到镀锌主要生产区域的生产，从而影响精炼锌需求。因此我们对于旺季需求并不抱有太大期待。整体来看，9 月份随着库存的变化，锌价呈现先扬后抑的走势。

●铅：8 月伦铅库存扰动结束，盘面陷入宽幅震荡，对内指引力度减弱，沪铅在传统旺季背景下，多头发力期价震荡上行，中期供应端来看，一方面原生铅炼厂检修结束恢复生产，另一方面再生铅利润大幅好转，总体供应压力不减，目前市场对于环保预期较为充足，变量仍需关注环保限产实际影响。下游消费边际好转短期利多铅价，消费发力持续力度需关注终端库存去化情况。综上，我们认为沪铅受基本面边际好转及技术面的配合，盘面偏强格局有望延续，但强力支撑

因素尚未出现，中期建议谨慎看多。操作上建议顺势依托20日均线波段操作为主。

风险提示：环保限产力度超预期

目录

一、铅锌市场行情回顾	6
1、8 月锌行情评述.....	6
2、8 月铅行情评述.....	6
二、锌基本面分析	7
1、锌精矿持续增产，延续过剩格局.....	7
2、锌锭产量维持高位，未来供应无忧.....	11
3、下游消费迎来旺季，终端受政策刺激效果仍需观察.....	14
4、内外库存继续回落，国内累库待到月底.....	17
5、LME 升水走高，国内升水依然坚挺.....	18
三、铅基本面分析	19
1、全球铅矿产量增长，精铅缺口同比扩大.....	19
2、进口矿持续补充，中期精炼铅释放压力不减.....	21
3、下游消费环比改善，支撑力度仍较为薄弱.....	24
4、铅库存情况.....	25
5、升贴水情况.....	26
四、总结与后市展望	27
1、锌价展望.....	27
2、铅价展望.....	27

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

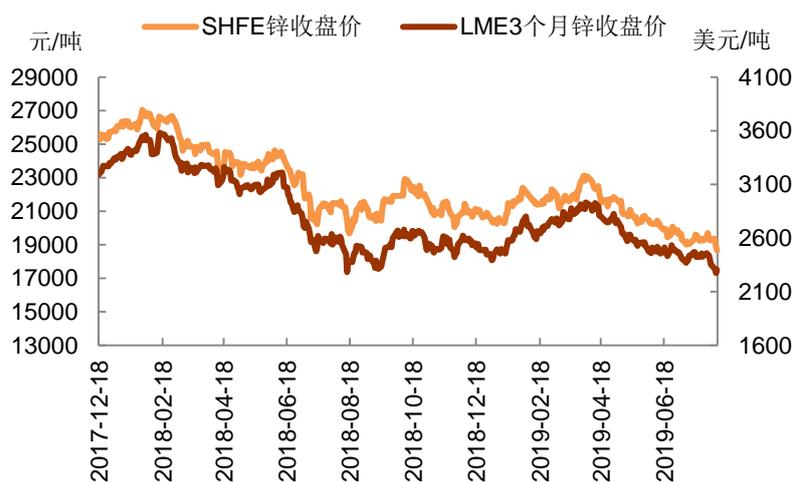
图表 41 铅精矿产量情况.....	24
图表 42 再生铅产量情况.....	24
图表 43 铅酸蓄电池消费领域占比.....	25
图表 44 铅酸蓄电池出口情况.....	25
图表 45 上期所铅库存.....	26
图表 46 LME 铅库存与注销仓单占比.....	26
图表 47 1#铅升贴水.....	26
图表 48 LME 铅升贴水.....	26

一、铅锌市场行情回顾

1、8 月锌行情评述

8 月份，主力 Zn1910 合约整体呈现持续回落的走势。进入 8 月份之后，锌价没有延续 7 月份中下旬震荡上行的走势，而是直接回落下跌，也不断创出了新低，最低至 18375 元/吨；此后 8 月中下旬锌价开启了震荡走势，主要震荡区间围绕在 18300-18900 元/吨之间。尽管在此期间，宏观市场发生包括中美贸易摩擦升级等事件，以及海外泰克锌冶炼厂故障等，但锌价反映程度有限，价格走势不温不火，持续震荡。最终 Zn1910 合约月底收盘价为 18745 元/吨，较上个月下跌 3.0%；沪锌指数持仓量报收 38.9 万，下降 11.3 万手；成交量报 1007.6 万，下降 286.2 万手。伦锌表现弱于沪锌，月度跌幅 8.96%，报收 2220 美元/吨，持仓量 24.0 万手，下降 0.86 万手。

图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势

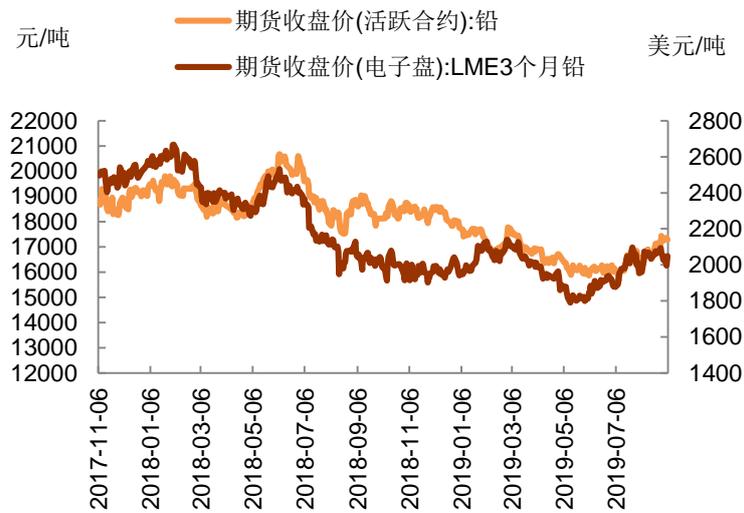


数据来源：Wind，铜冠金源期货

2、8 月铅行情评述

8 月行情走势沪铅涨势明显强于外盘，截止月末沪铅主力连续报收 17245 元/吨，涨幅 4.48%，伦铅报收 2028.5 美元/吨，涨幅 0.65%。月初沪铅走势表现稍弱，整体被动跟随外盘走强，后半月因传统汽车蓄电池消费旺季，下游成交环比表现好转，挺价情绪高涨，盘面技术形态也表现完好，多重因素共同推动下沪铅领涨有色，其走势也开始强于外盘，最高创下 17460 元/吨新高，同期伦铅则陷入区间盘整。8 月沪铅成交共减少 7.8 万手至 110.7 万手，持仓增 3 千手至 6.6 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、锌基本面分析

1、锌精矿持续增产，延续过剩格局

国际铅锌小组数据显示，2019年6月份全球锌矿产量110.92万吨，环比增加0.28%，同比增加4.53%；1-6月累计产量635.5万吨，累计同比增加1.86%，增幅较上个月进一步扩大。此前我们预计由于大型矿山新建扩建项目投产，2019年全球锌矿产量将大幅增加，目前来看这已经得到印证。

惠誉最新发布的一份报告显示，全球矿产锌产量将继续上升，因为强劲的锌价促使矿商重启闲置产能，并投资新项目。报告称，对全球锌产量的展望显示，尽管2015-2016年期间部分产能停产是由于永久性关闭矿山，但一些停滞产能的恢复和一些关键国家新项目的投产，将在未来几个季度推动产出增加。该报告称，预计今年全球锌矿产量同比增长2.1%，至1,330万吨，到2028年增至1,580万吨，期间的平均产出增速为2%。

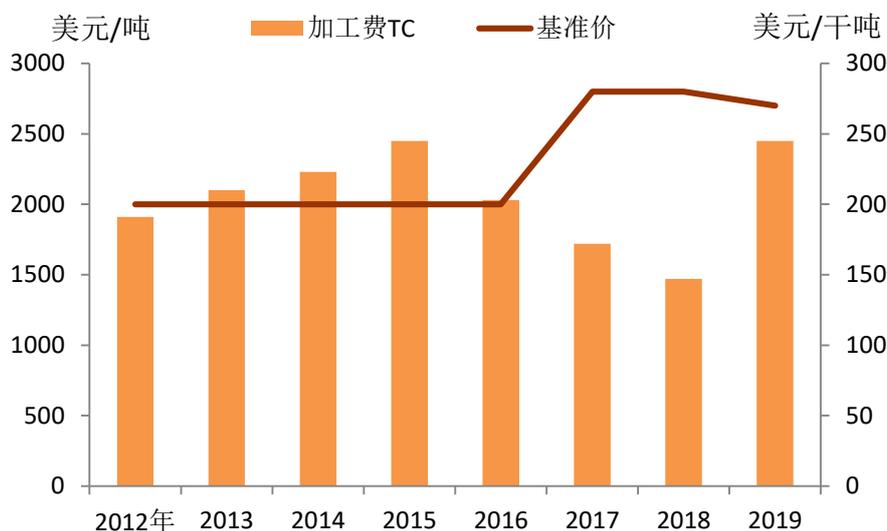
其中，中国的锌矿产量将基本持平，主要是因为矿石品位下滑，和政府执行更为严格的环保标准。自2017年8月以来，四川省约60%的铅锌矿产能因受环保检查等因素影响已经被关停。预计中国的锌产量将从2018年的430万吨上升到2028年的440万吨，年均增长0.2%。尽管增长率很低，但中国仍将是全球最大的锌生产国。

精炼锌方面，国际铅锌小组数据显示，6月全球精炼锌产量小幅增加至113.61万吨，高于去年同期的109.43万吨。所以6月全球精炼锌的供应转为过剩10,900吨，而5月全球锌市供应

缺口为38200吨。今年前6个月，全球锌市供应缺口为134,000万吨，上年同期为短缺103,000吨。目前全球精炼锌市场还是处于偏紧格局，但是边际出现较大变化，已经迅速从短缺转为过剩状态。

世界金属统计局（WBMS）公布的数据同样显示，2019年1-6月全球锌市供应缺口为7.8万吨，2018年全年则为过剩6.4万吨。全球精炼锌产量同比下滑1.7%，消费量则同比增加4.3%。日本表观需求量为25.85万吨，较去年同期下滑3%。全球需求量较2018年1-6月增加27.6万吨。中国表观需求量为312.6万吨，占全球总量的47%。1-6月期间报告库存增加4.1万吨，上海仓库净增加1.5万吨。

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）

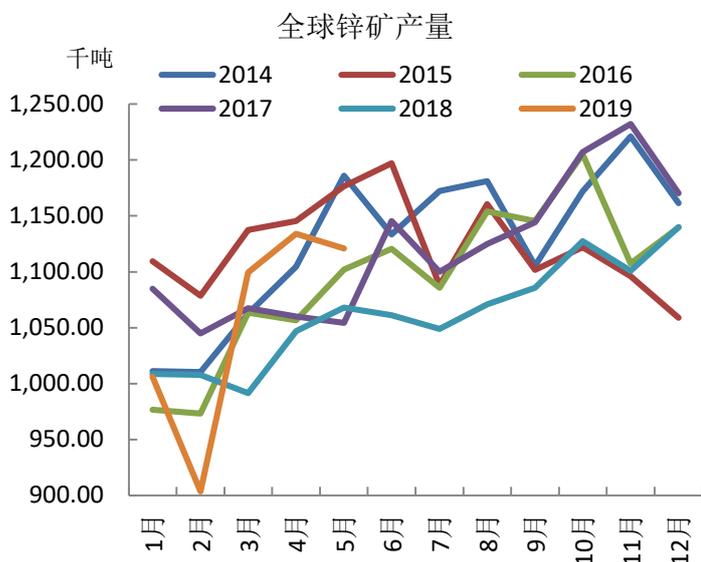
	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年*
锌矿供应	1303.6	1347.1	1368.1	1280.2	1277.5	1303	1387
增速		3.34%	1.56%	-6.4%	-0.2%	2%	6%
精锌产量	1298	1339.8	1381.2	1354.7	1321.9	1342	1381
增速		3.22%	3.09%	-1.92%	-2.42%	1.40%	3.00%
精锌需求	1315.1	1367.5	1364.3	1367.5	1368.7	1374	1388
增速		3.98%	-0.23%	0.23%	0.09%	0.40%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

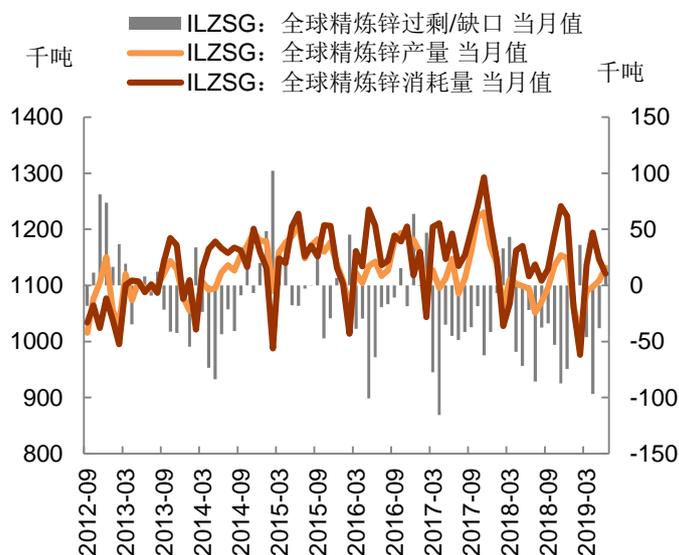
注：*表示为预估值

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、锌锭产量维持高位，未来供应无忧

根据国家统计局的数据，7月份精炼锌产量达51.2万吨，同比增加17.4%。1-7月累计产量达343.8万吨，累计同比增加6.1%。无论是7月单月产量同比还是1-7月份累计产量增速都继续大幅扩大。

SMM调研数据，7月份中国精炼锌产量49.07万吨，环比减少0.64%，同比增加20.15%。1-7月精炼锌累计产量为323.4万吨，累计同比增速为4.30%。进入7月份，冶炼厂产量同比继续呈现明显增加。但环比来看不及月初预期，较6月不增反降。主要是因为北方炼厂常规检修陆续开始，检修较为集中。同时存在部分炼企因高温天气等因素，产量上有所下降。

8月，豫光锌业、陕西锌业等检修结束，但兴安铜锌及赤峰中色持续检修，西部矿业亦存在部分产量减少，炼企产量增加亦有限。根据炼企排产计划来看，预计8月产量环比7月微增1500吨至49.22万吨，同比增加17.56%，环比增加0.31%。预计1-8月炼厂产量累计同比增加5.82%。

加工费来看，9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270-290美元/干吨，均值环比上涨40美金。进口锌矿加工费继续上调也可以看出目前海外锌精矿增产压力较大，供应宽松。加工费处于高位，目前来看冶炼企业利润较为丰厚，目前产业链利润依然集中在冶炼环节，后期利润重新分配以及加工费回落还需要等到

锌精矿产量变化或国内冶炼厂产能增加。

整体来看,6月份以来,国内锌锭产量处于历史高位,国内精炼锌供应量也因此大幅增加。后期来看,尽管由于国内产能空间有限,但是随着开工率回升,未来单月产量2-3万吨的提升空间。因此,年内国内锌锭的供应压力将非常大。

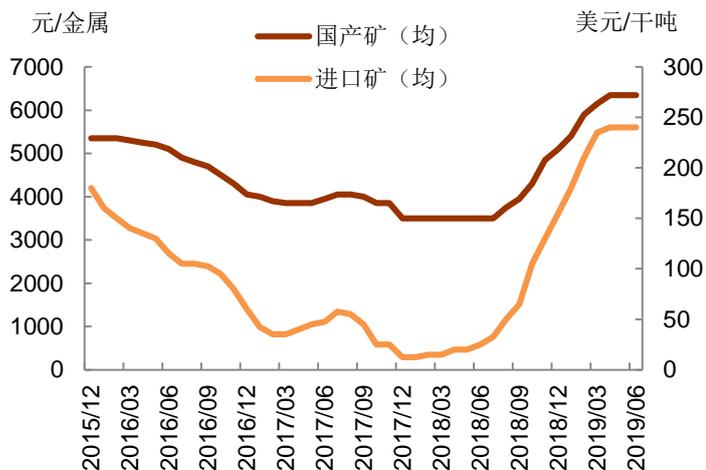
进出口方面,海关数据显示,7月进口锌精矿为28.97万吨,同比增加了40.3%,1-7月份累计进口锌精矿171.43万吨,同比下降2.7%。7月精炼锌进口量4.02万吨,环比下降了29.4%,同比下降了8.79%,1-7月累计进口37.46万吨,同比上升19.96%。7月份情况来看,国内锌精矿进口大幅增加,拜托了上半年由于冶炼厂开工率受限的影响,也印证了目前国内冶炼厂开工率回升,对于锌精矿需求的增加。同时,精炼锌的进口则出现了下降,这主要和精炼锌的进口亏损有关。预计未来几个月这一趋势还将持续。

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

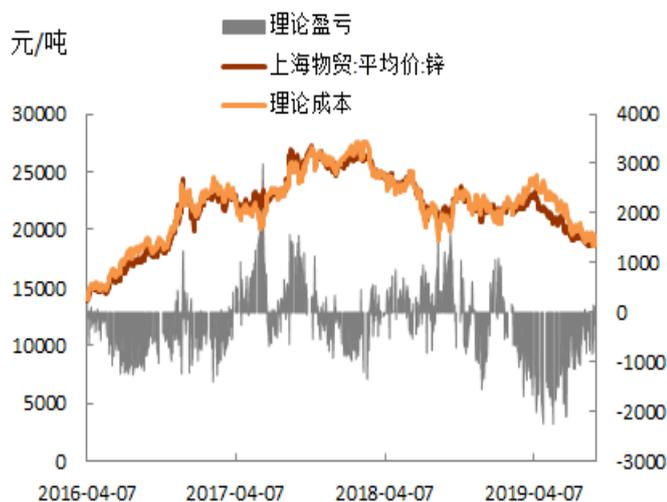
图表 12 锌矿加工费情况



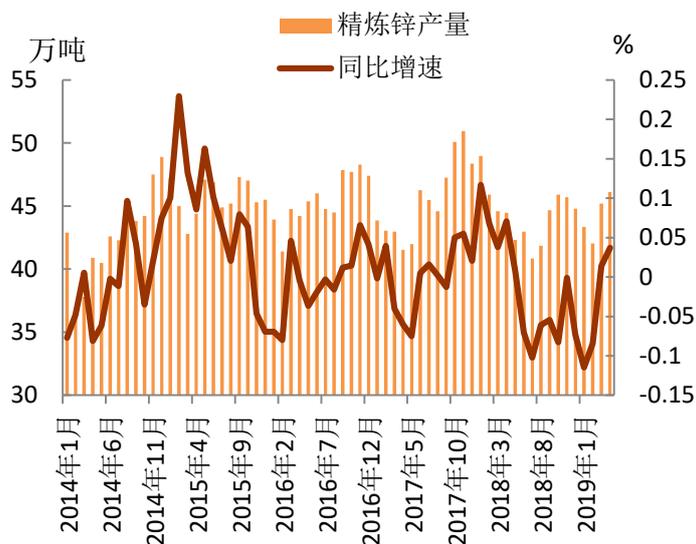
图表 13 国内炼厂利润情况



图表 14 精炼锌进口盈亏

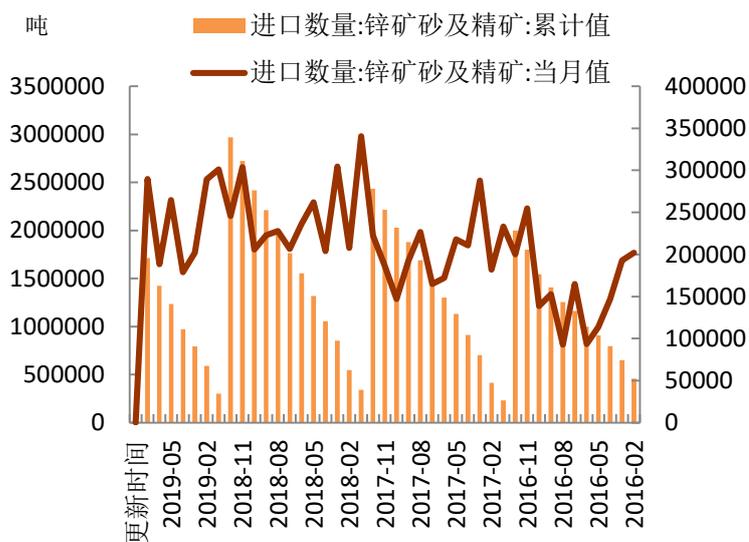


图表 15 SMM 精炼锌产量情况



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、下游消费迎来旺季，终端受政策刺激效果仍需观察

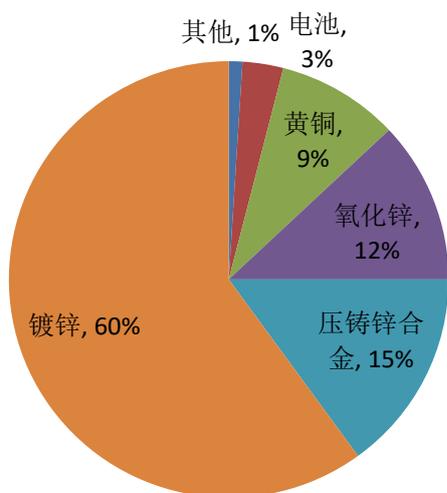
锌的初级消费主要包括镀锌（60%）、黄铜（11%）、压铸锌合金（22%）、氧化锌（9%）、原电池五类（8%）。

2019 年 1-7 月全国重点企业镀锌板累计产量 1229.19 万吨，累计同比减少 5.69%；1-7 月镀锌板累计销量为 1204.32 万吨，累计同比减少 5.19%。钢联数据显示，7 月全国镀锌企业库存为 31.29 万吨，较去年减少 32%。

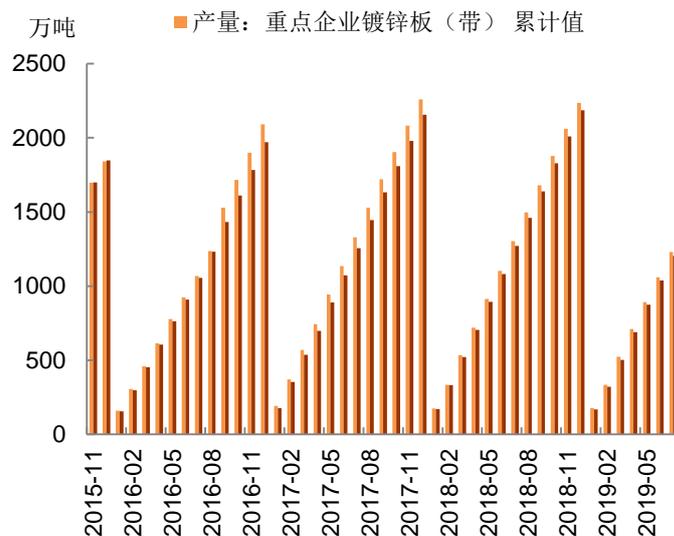
据 SMM 调研数据显示，国内 7 月镀锌企业开工率为 81.03%，环比增加 4.59%，部分钢厂因担忧环保力度进一步加强及预期 10 月消费偏乐观，将部分订单前置 7 月生产，同时部分镀锌企业下游订单转好，使得 7 月开工好于预期；7 月压铸锌合金企业开工率为 47.7%，环比下滑 2.71%，主因传统消费淡季需求走弱，同时高温天气对生产也有所影响；7 月氧化锌企业开工率 48.01%，环比下滑 1.97%，主因消费季节性转淡。

在 7 月消费淡季，国内精炼锌需求主力镀锌开工好于预期，精炼锌整体需求出现明显回升，因此在精炼锌产量大幅增加的背景之下，国内锌锭库存仍然持续下滑。目前随着下游行业逐渐进入消费旺季，我们看到市场的预期也在逐渐转向乐观。但是，我们对此仍有疑虑。首先是镀锌开工好于预期，其中部分原因在于下游订单前置生产，因此可能会透支部分未来需求。其次是马上迎来国庆假日，国内特别是华北地区的环保政策有望再次趋严，这也将影响到镀锌主要生产区域的生产，从而影响精炼锌需求。因此我们对于旺季需求并不抱有太大期待。

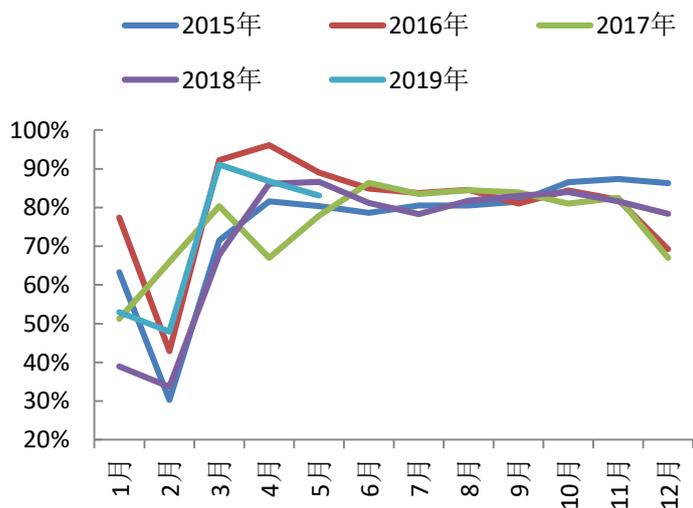
图表 18 锌初级端消费占比



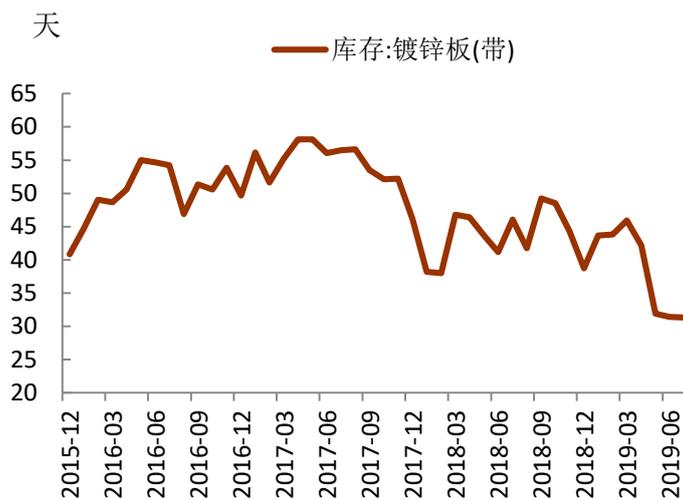
图表 19 重点企业镀锌板销量情况



图表 20 镀锌企业开工情况

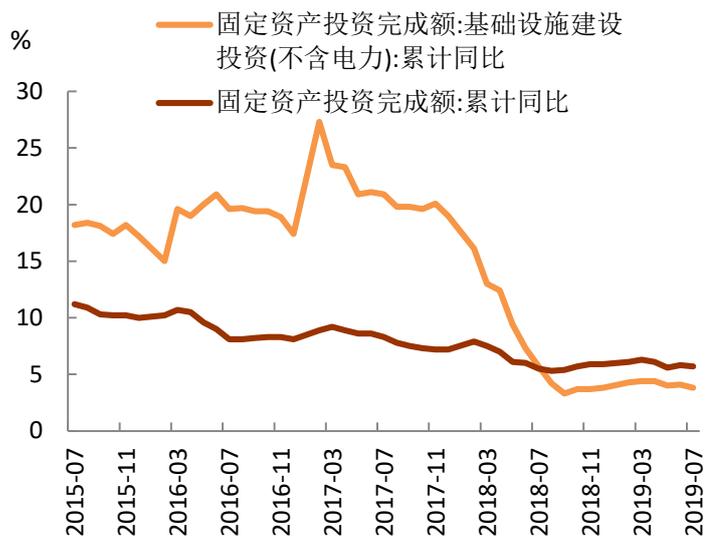


图表 21 镀锌板库存情况



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

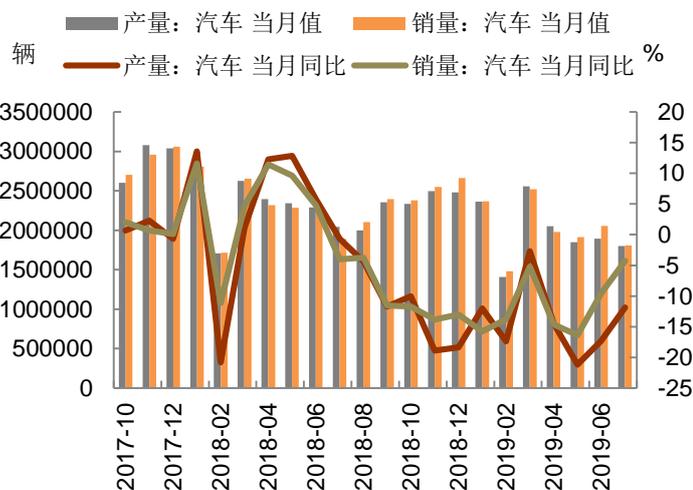


图表 23 房地产开发投资数据

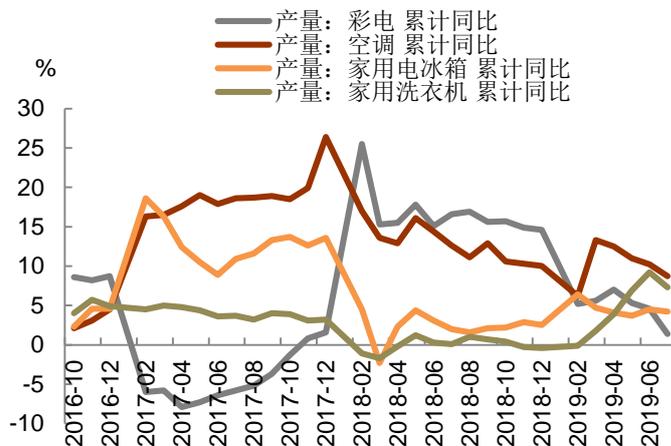


数据来源: Wind, 铜冠金源期货

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,1-7 月固定资产投资累计同比名义增长 5.7%,较 1-6 月累计增速小幅下降 0.1 个百分点,也仍低于上年末 0.2 个百分点。从三大类投资看,基建投资增速出现回落,房地产投资增速持稳,制造业投资增速则进一步小幅回升,基建投资趋弱成为投资增速整体环比回落的主要原因。具体数据来看,1-7 月基建投资(不含电力)同

比增长 3.8%，与 1-6 月累计增速下降 0.3 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。7 月房地产开发新增固定资产增速累计同比下降 0.1%，比 6 月上升 1.1 个百分点。同时地产投资的其它指标也均出现回暖，2019 年 1-7 月份国内房屋新开工面积 125715.88 万平方米，同比增加 9.5%，增速连续三个月下滑；房屋竣工面积 37330.75 万平方米，同比下降 11.3%，下降幅度出现收窄；商品房销售面积 88783 万平方米，同比下降 1.3%，下降幅度也出现收窄。从 7 月份的房地产数据来看，没有延续 6 月份的弱势，虽然新开工面积累计增速连续三个月下滑，但是竣工面积和房产销售面积累计增速下降幅度都有所收窄，同时房地产新增投资下降幅度也大幅收窄。整体而言，虽然房地产市场受到国家政策调控，但在整体回落过程中还是比较坚挺。

汽车方面：市场仍在持续下行趋势。中国汽车工业协会统计，7 月我国汽车产销量分别完成 180.0 万辆和 180.8 万辆，同比分别下降 11.89%和 4.27%，产销单月降幅均大幅收窄。1-7 月，汽车产销分别完成 1393.3 万辆和 1413.2 万辆，产销量比上年同期分别下降 13.5%和 11.4%，产量降幅比 1-6 月收窄 0.2 个百分点，销量降幅比 1-6 月缩小 1 个百分点。7 月份汽车产销数据降幅能够收窄并不是因为单月汽车产销出现明显好转，更多是因为去年基数较低的缘故。本轮汽车市场产销下降正是从去年下半年开始，因此尽管目前汽车产销依然处于弱势，但是未来几个月降幅仍将继续收窄。

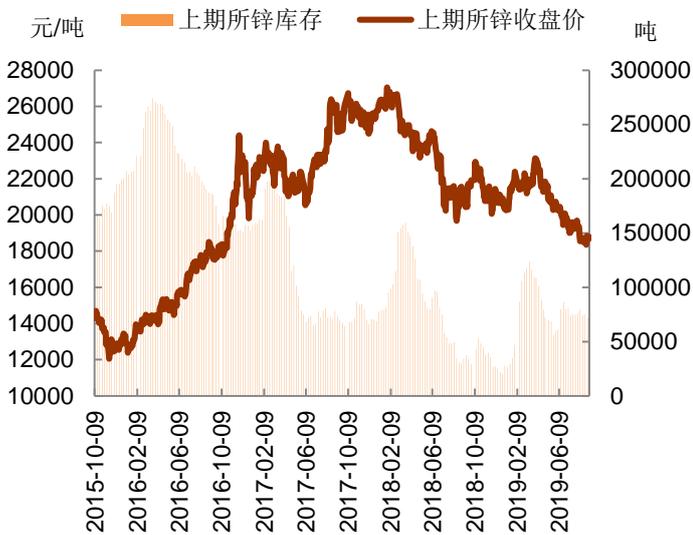
白色家电方面：1-7 月家电生产表现全面转弱，无论是空调彩电还是冰箱和洗衣机增速都出现了明显回落，这主要和国内此前地产销售低迷的影响有关。彩电累计产量同比增 1.4%，较 1-6 月下降 3.2 个百分点；空调累计同比增 8.7%，较 1-6 月回落 1.5 个百分点；冰箱累计同比增 4.2%，较 1-6 月回落 0.3 个百分点；洗衣机累计同比增加 7.3%，较 1-6 月增加 1.9 个百分点。考虑到房地产销售面积累计同比的回落，未来空调和彩电预计仍将维持弱势。

4、内外库存继续回落，国内累库待到月底

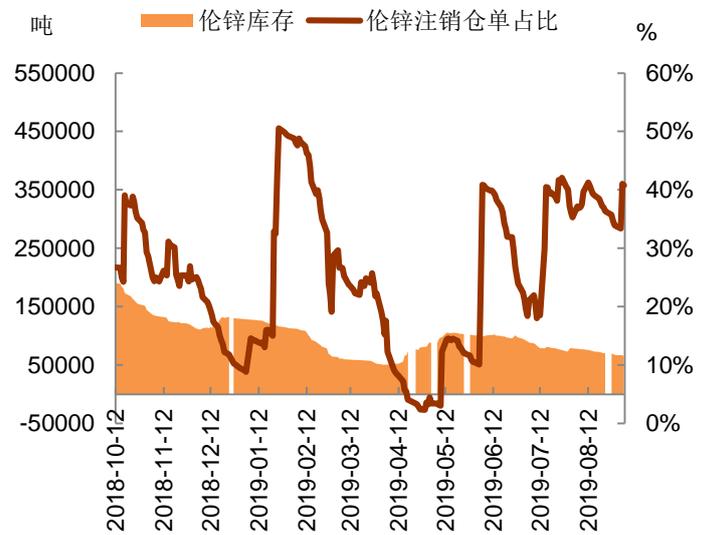
8 月 LME 锌库存延续回落格局，月初库存保持在 7.9 万吨之上，随后库存缓慢减少，截至 8 月底降至 6.7 万吨，但较上月底下降 10650 吨。上期所库存同样延续下滑走势，8 月最后一周报收 72062 吨，月度减少 2922 吨。社会库存延续下滑走势，8 月份库存单边持续回落，市场预期的累库未能兑现，库存报收 14.08 万吨，较上个月下降 0.44 万吨。保税区库存同样持续回落，8 月底保税区库存报收 8.85 万吨，较上个月下降 0.1 万吨。保税区库存下降主要和 6 和 7 月份国内进口数据大幅回落有关。

国内锌锭库存一直未能兑现市场的累库预期，主要是和国内淡季的消费超出预期有关。根据我们推算，随着国内供应再度增加，以及国内旺季消费有限，预计国内锌锭库存将在 9 月中下旬开始逐步增加。

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

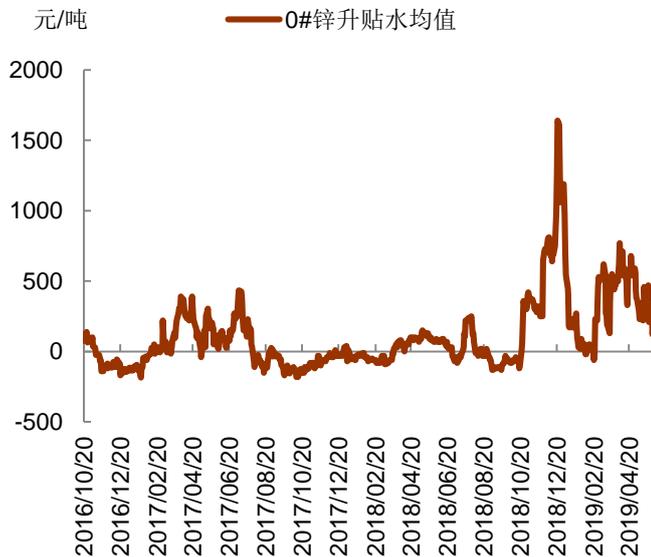
5、LME 升水走高，国内升水依然坚挺

8 月 LME 锌现货升水逐步走高,8 月初 LME 锌现货升水延续了此前的弱势,贴水逐步扩大,最大至 10 美金/吨,进入 8 月中旬, LME 锌的现货依然维持贴水格局,8 月下旬 LME 现货升水开始逐步走高,特别是泰克冶炼厂发生故障后,月底已经回升至升水 7 美金/吨。

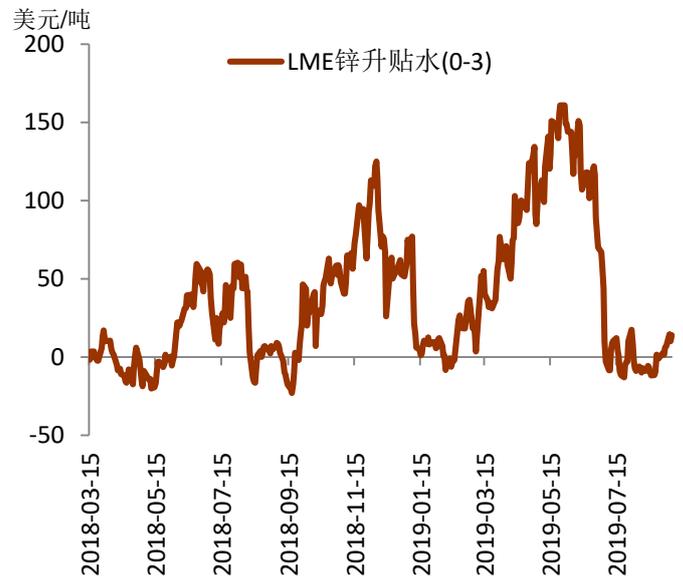
8 月份国内现货升水走势呈现先跌后涨的状态,在 8 月初现货升水由于需求不振,下游接货意愿有限,升水逐步回落,但是此后国内库存持续回落的背景之下,现货升水再度走高,月底收报 150 元/吨。进入 9 月之后,预计随着旺季需求复苏,以及库存回落,国内沪锌仍将

维持升水格局，但是指望软逼仓引发高升水难度较大。

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

三、铅基本面分析

1、全球铅矿产量增长，精铅缺口同比扩大

铅矿方面，国际铅锌小组最新数据，6 全球铅矿产量 37.35 万吨，同比增 6.41%，增速维持上行，前 6 个月累计产量 229.6 万吨，累计同比增 0.9%，2018 年年底新项目产出效应正逐步显现。ILZSG：全球铅矿产量增长 0.9%的主要原因是欧洲、印度和秘鲁的增长。而中国的减产在一定程度上平衡了这一点。

精炼铅方面，国际铅锌小组数据显示，6 月精炼铅产量环比将 3.02%至 92.89 万吨，消耗量环比降 1.59%至 93.51 万吨，1-6 月全球精炼铅累计产量和消耗量分别为 574 万吨和 580.5 万吨，累计同比增速分别为 1.8%和 2.3%。ILZSG：全球铅金属产量增长 1.8%，主要是由于中国、印度和韩国的产量增加。意大利、墨西哥和美国的产量也有所增长。在阿根廷，嘉能可帕尔帕拉初级冶炼厂于 2018 年底停产，哈萨克斯坦和日本的产量低于 2018 年同期。全球精炼铅金属使用量增长了 2.3%，主要受中国和印度增长的影响。在欧洲和韩国，使用率与 2018 年上半年持平。然而，日本和美国的需求分别下降了 2.7%和 5.6%。

供需平衡来看，6 月全球铅市供应缺口为 6,200 吨，5 月为供应过剩 7,600 吨。今年前 6 个月，全球铅市供应缺口扩大至 65,000 吨，上年同期为短缺 37,000 吨，同期报告的总库存

量减少了 2.4 万吨。

总体来看，全球铅矿产出增加，铅矿向铅锭的传导正在延续，但新兴经济体需求仍维持较强韧性，前 6 个月供应短缺同比扩大。

行业方面，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%。

Trevali Mining 公布今年第二季度的财报，报告显示公司第二季度的铅产量达到 1140 万磅，同比上涨了 9%，但较今年第一季度下降了 1%。今年上半年总产量与去年同期基本保持一致。

Nyrstar 因事故再次关停澳 Port Pirie 铅冶炼厂，该公司在一份声明中称，维修工作将导致该熔炉关闭数周，公司正在考虑很多选项，包括重启烧结厂以维持生产。这是该铅冶炼厂今年第二次停工，此前曾在 6 月和 7 月停工，当时规模为 1,200 万吨的铅市场减少了 3 万吨铅供应。

世界金属统计局（WBMS）公布的数据显示，2019 年 1-6 月全球铅市场供应缺口为 19.1 万吨，2018 年全年缺口为 28.1 万吨。截至 6 月末总库存量较 2018 年末减少 2.4 万吨。消费量统计中未包含未报告库存变动。2019 年 1-6 月全球精炼铅产量（原生和再生）为 620.1 万吨，较去年同期增加 9.3%。中国表观需求量预估为 295.4 万吨，同比增加 58.2 万吨，占全球总量的 46%左右。2019 年 1-6 月美国表观需求同比增加 0.7 万吨。2019 年 6 月，精炼铅产量为 102.51 万吨，消费量为 105.46 万吨。

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

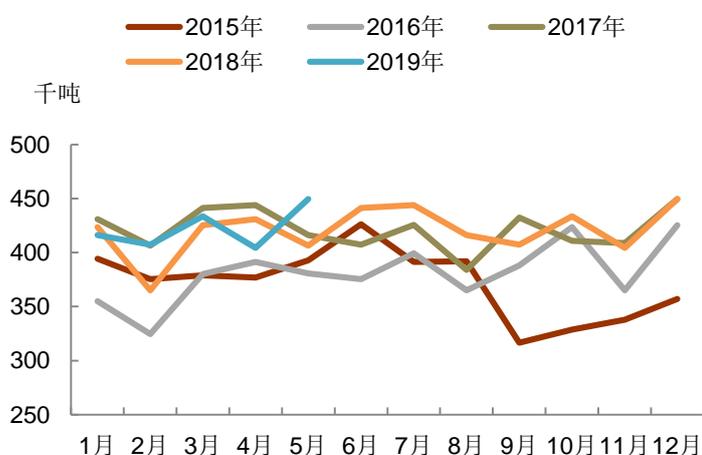
数据来源：安泰科，铜冠金源期货

图表 33 全球铅市供需平衡表（万吨）

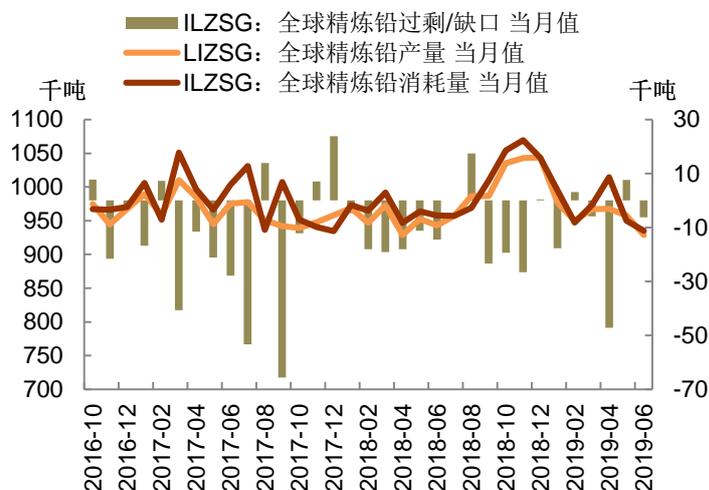
	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
铅矿产量	494.6	485	466.5	459.7	458	477
铅矿增速	-3%	-1.9%	-3.8%	-1.5%	-0.4%	4.1%
精炼铅产量	1102.1	1095.7	1158.8	1156.5	1159	1184
精炼铅消费量	1099.3	1093.9	1112.3	1171.2	1171	1179
供需平衡	2.8	1.8	3.5	-14.7	-15.13	5

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、进口矿持续补充，中期精炼铅释放压力不减

国内矿端来看，国家统计局公布数据显示：7 月铅精矿产量 10.27 万吨，高寒地区矿山复产近几个月产量环比好转，同比增 3.04%，1-7 月份铅精矿累计产量为 63.79 万吨，累计同比减少 5.67%，受环保、安全检查整顿及品味下滑等因素影响，整体表现仍偏紧。铅矿进口方面出现一定弥补，海关数据显示 7 月铅矿进口量 14.56 万吨同比增 40.66%，环比下滑 10%。SMM 加工费来看，9 月国产矿加工费均价 1850 元/吨环比持平，进口矿加工费均价环比上涨 45 至 75 美元/干吨。总体来看，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。

精炼铅方面，国家统计局数据显示，7 月精炼铅产量 47.2 万吨，环比降 0.63%，同比增 13.2%。1-7 月精炼铅累计产量达 348 万吨，累计同比增 17.1%。海关数据显示 7 月精炼铅进口量 0.65 万吨环比增 65%，1-7 月累计进口 7.5 万吨，同比增 117.3%。分项来看，7 月原生铅产量环比减少 1.92%至 28.38 万吨，再生铅产量环比增加 1.37%至 18.82 万吨，原生铅受大型炼厂检修影响，产量下滑符合预期，主因 8 月大型炼厂多处于恢复状态，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。目前 9 月来看部分炼厂存在检修操作，但供应压力依旧偏大。而再生铅方面，因铅价走高，炼厂利润改善较为明显，促使其产量环比录得增长，目前来看铅价仍居高位，中期再生铅释放压力不减，但需关注环保变量。

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

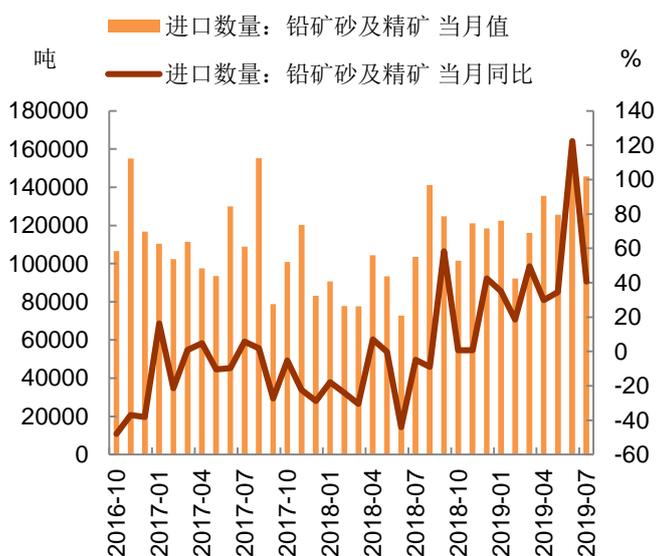
数据来源：百川，铜冠金源期货

图表 37 国内铅矿及精炼铅供需平衡表（万吨）

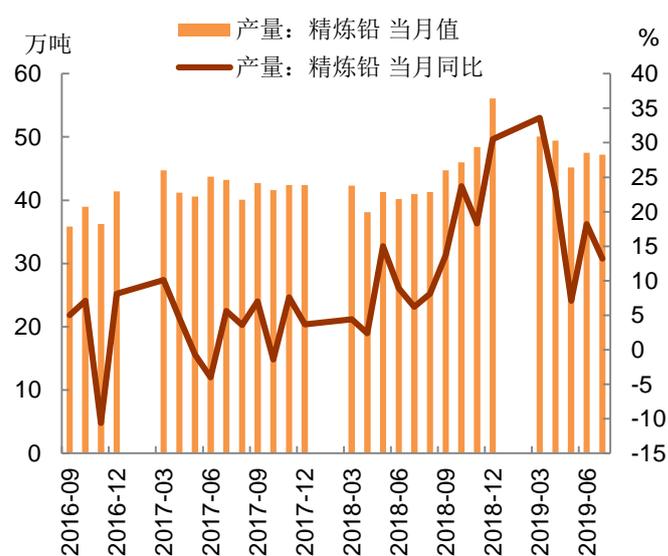
	2015年	2016年	2017年	2018年
铅精矿产量	233.5	223	208	215
铅精矿需求量	321	318.5	296.9	298
铅精矿净进口量	94.9	70.5	64	63
铅精矿供需平衡	7.4	-25	-24.9	-20
精炼铅产量	470	466.5	487	480
精炼铅需求量	470.2	475	483	490
精炼铅净进口量	-6	-1.1	7.1	1.5
精炼铅供需平衡	-6.2	-9.6	11.1	-8.5

数据来源：安泰科，铜冠金源期货

图表 38 铅精矿进口情况

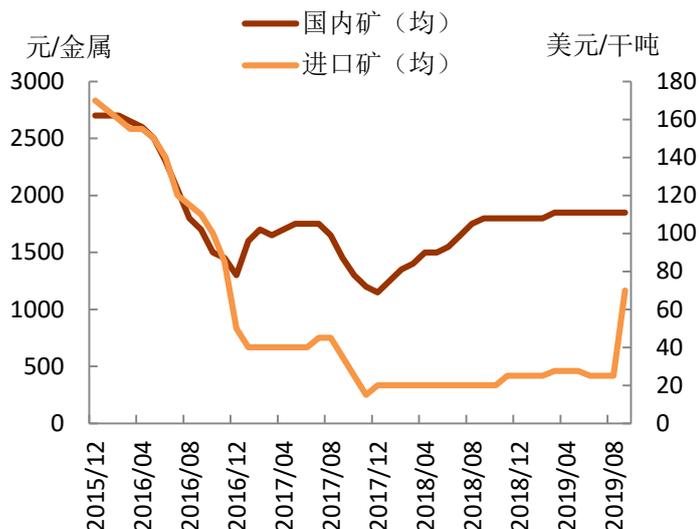


图表 39 精炼铅产量情况

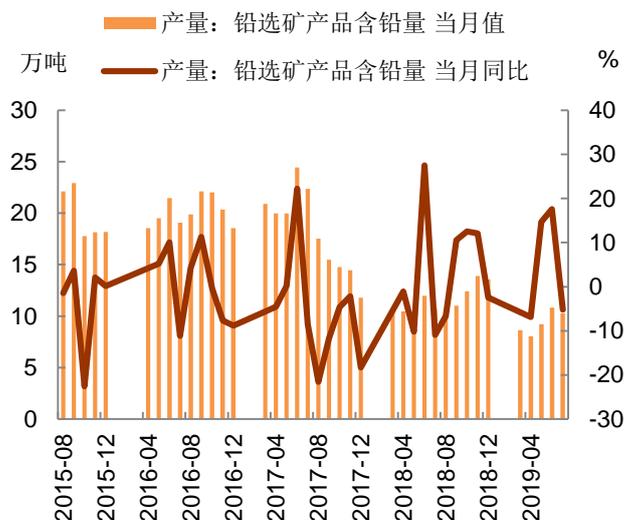


数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 40 铅精矿加工费情况

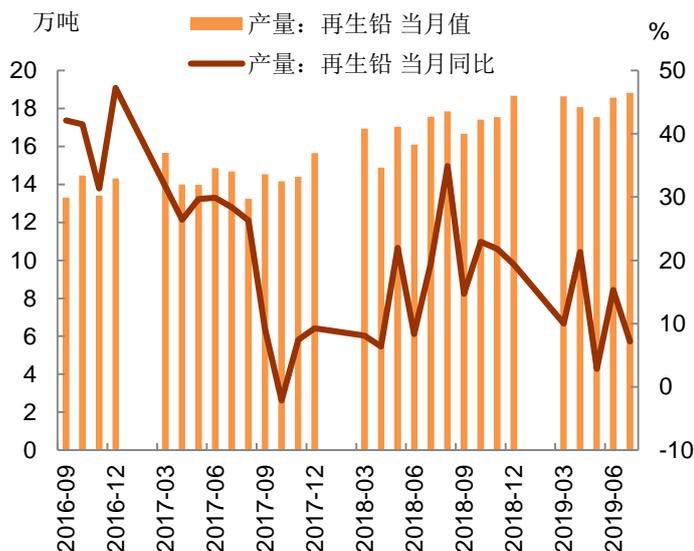


图表 41 铅精矿产量情况



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、下游消费环比改善，支撑力度仍较为薄弱

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，7 月铅酸蓄电池出口 240.44 万个，环比增 10.11%，同比增 15.42%，1-7 月累计出口量 1634.34 万个，累计同比下滑 1.01%。7 月电池出口数据表现较好，同比环比均走扩，但受关税影响，出口量累计同比仍处于负增长状态，出口增长前景不甚乐观。9 月国内下游进入汽车电池消费旺季，下游成交较此前冷淡局面大幅好转，经销商出现一定挺价情绪，但受到行业库存偏高制约，消费仍难言大幅好转，对于铅价支撑力度有限。

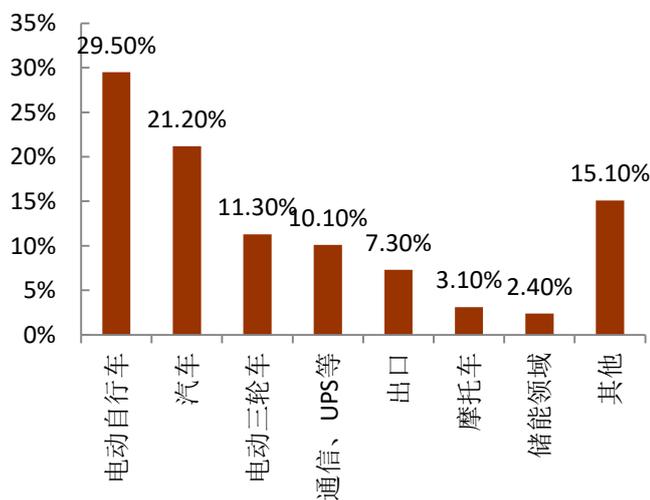
终端来看，汽车工业协会数据显示，7 月汽车产销量分别为 1799.9 万辆和 1808.5 万辆，同比分别下滑 11.89%、4.27%，目前虽产销持续负增长，但同比数据连续表现收窄，伴随国家及地方消费刺激政策的出台，中期消费仍有望回暖。

电动自行车方面，国家统计局数据显示，6 月电动自行车产量 242.9 万辆，环比增 11.32%，同比下滑 9%。电动自行车产量环比好转，而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。

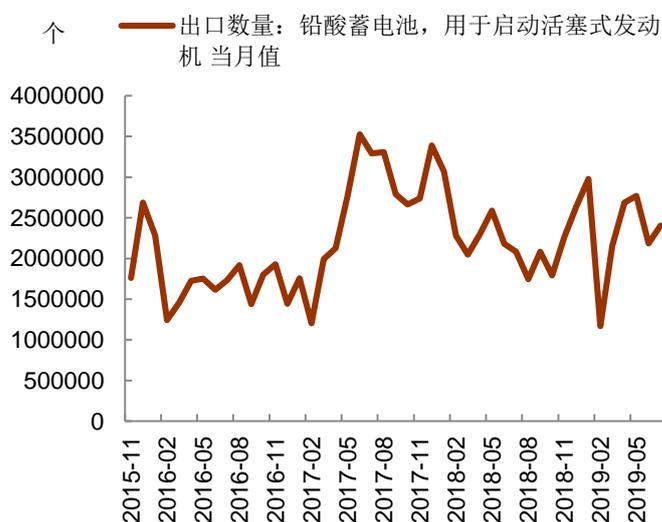
通信基站方面，国家统计局数据显示：1-6 月累计产量为 28846.7 万信道，累计同比增涨 128%，随着运营商逐步开展 5G 试点运行，基站数据表现亮眼，但由于中国铁塔公司文件表示，将在 3 年之内逐渐停止铅酸蓄电池采购，考虑梯级利用锂电替代，短期对铅的需求或表现平稳，但长期来看将对铅需求构成打压。

综合来看，目前下游季节性消费边际好转将继续给予铅价支撑，但长期来看消费支撑力度仍较为有限。

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

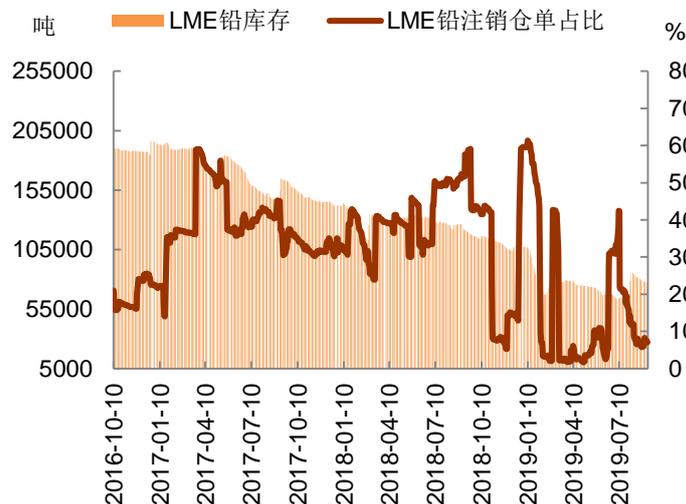
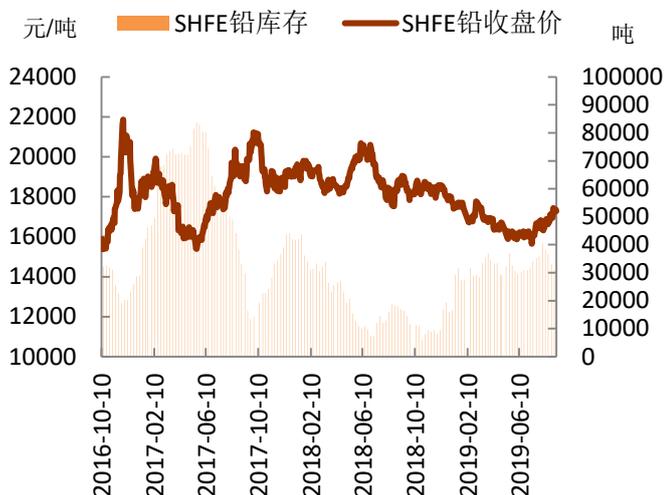
4、铅库存情况

库存方面，8 月上旬所铅锭库存高位去化，由 40497 吨降至 31079 吨，降幅达 23%，这也

为这一段时间铅价的上行打下基础，消费端来看季节性库存下降有望持续到十月，但需密切关注供应端产量变动。伦铅库存由 8 月初的 85375 吨降至月底的 77100 万吨，降幅 9.6%，幅度不及内盘，而伦铅库存也已摆脱 7 月底 55475 吨的历史极值水平，因此伦铅库存矛盾弱化，9 月对内带动作用将进一步减弱。

图表 45 上期所铅库存

图表 46 LME 铅库存与注销仓单占比



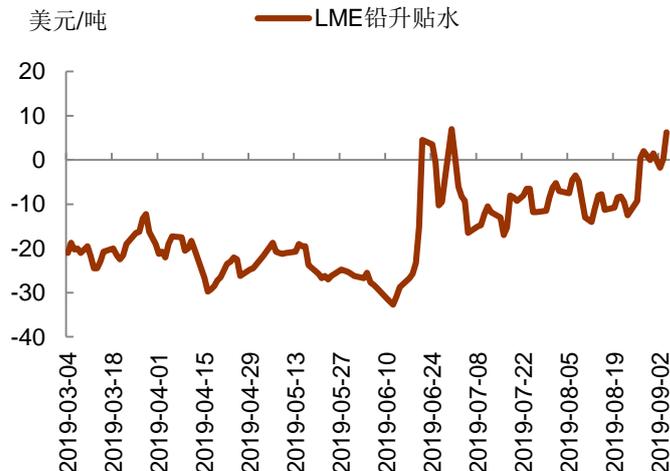
数据来源：Bloomberg，Wind，铜冠金源期货

5、升贴水情况

8 月现货升贴水表现弱于往年同期，1#铅多数时间维持贴水状态，月中最低贴水 115 元/吨，下旬后成交好转，下游挺价情绪使得贴水逐渐收窄，截止目前小幅贴水 5 元/吨，中期来看上贴水上行难度较大。伦铅近月升贴水宽幅波动，截止月末贴 4 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

四、总结与后市展望

1、锌价展望

基本面看，锌矿方面，国外锌矿库存产量维持增产，增产幅度进一步扩大，预计未来供应将进一步宽松，锌矿过剩的格局仍将持续。锌锭方面，6 月份以来，国内锌锭产量处于历史高位，国内精炼锌供应量也因此大幅增加。后期来看，尽管由于国内产能空间有限，但是随着开工率回升，未来单月产量 2-3 万吨的提升空间。因此，年内国内锌锭的供应压力将非常大。而下游消费方面，目前随着下游行业逐渐进入消费旺季，我们看到市场的预期也在逐渐转向乐观。但是，我们对此仍有疑虑。首先是镀锌开工好于预期，其中部分原因在于下游订单前置生产，因此可能会透支部分未来需求。其次是马上迎来国庆假日，国内特别是华北地区的环保政策有望再次趋严，这也将影响到镀锌主要生产区域的生产，从而影响精炼锌需求。因此我们对于旺季需求并不抱有太大期待。整体来看，9 月份随着库存的变化，锌价呈现先扬后抑的走势。

2、铅价展望

8月伦铅库存扰动结束，盘面陷入宽幅震荡，对内指引力度减弱，沪铅在传统旺季背景下，多头发力期价震荡上行，中期供应端来看，一方面原生铅炼厂检修结束恢复生产，另一方面再生铅利润大幅好转，总体供应压力不减，目前市场对于环保预期较为充足，变量仍需关注环保限产实际影响。下游消费边际好转短期利多铅价，消费发力持续力度需关注终端库存去化情况。综上，我们认为沪铅受基本面边际好转及技术面的配合，盘面偏强格局有望延续，但强力支撑因素尚未出现，中期建议谨慎看多。操作上建议顺势依托20日均线波段操作为主。

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。