

2019 年 7 月 11 日 星期四



## 冶炼产能瓶颈打破

## 锌价跌势暂难言底

联系人：徐舟、刘亚威

电子邮箱：huang.lei@jyqh.com.cn

电话：021-68555105

### 要点

●2019年上半年全球宏观经济表现不佳，从反映制造业景气程度的PMI数据来看，中美欧日等大型经济体都以下滑为主。世界银行预计，2019年全经济增长将放慢至2.6%，2020年略微回升至2.7%。伴随全球经济表现不佳，全球流动性扩张周期有望再度开启。无论是中国、美国还是欧洲的央行官员都纷纷暗示降息的可能性。此外，中美贸易摩擦对全球宏观经济的负面影响将长期存在，后续或将影响中美各自内部的政策选择，也增加了市场的不确定性。

●锌：基本面看，随着过去两年新投产的几个大型锌矿项目产能的进一步释放，锌矿供应稳步增加；精炼锌方面，由于加工费居高不下，国内锌冶炼厂开工动力十足，随着环保政策影响减弱，以及部门炼厂搬迁结束，整体开工率有望进一步上升，国内精炼锌供应预计宽松。在下半年国内供应回升的确定性增加同时，国内锌的下游消费继续转淡，无论是初级消费镀锌和压铸合金，还是终端消费房地产以及汽车需求都难以令人满意。预计下半年国内库存将逐步升高，供需整体仍以过剩为主。预计2019年下半年，国内锌价重心将大概率继续下移，后续行情或将在加工费的博弈当中展开。

●铅：基本面，全球铅矿保持增长，铅矿向铅锭传导仍在继续，全年供需平衡有望由负转正。国内来看，铅矿整体受安全环保检查制约，偏紧格局不改，但进口矿可给予一定弥补，且随着再生铅产量占比的不断提升，加工费整体走平，炼厂对于铅矿需求有所下滑，供应端矛盾正逐步转向精炼铅，在当前产业链发展不均衡的背景下，废电池价格坚挺使得铅价仍易受到再生铅成本支撑，而下游消费来看，暂无较大亮点，尤其电动车新国标的实施耗铅量下滑已经成为事实，全年铅市仍以小幅过剩为主。总体预计，下半年铅价中枢仍以下行为主，产业链转

型过程中，波动或较为剧烈，沪铅指数运行区间约在15000-16500元/吨。伦铅在1770-2000美元/吨。

风险提示：宏观经济好于预期；国内环保政策升级

## 目录

一、铅锌市场行情回顾.....	6
1、上半年锌行情评述.....	6
2、上半年铅行情评述.....	6
二、宏观经济概况 .....	7
三、锌基本面分析 .....	8
1、锌矿维持增长，加工费处于高位.....	8
2、国内冶炼瓶颈加速打破，精炼锌供应继续增加.....	11
3、进出口情况.....	13
4、上半年库存低位引发挤仓，下半年库存增加升水回落.....	14
5、宏观经济低迷，锌消费难言乐观.....	17
四、锌市总结与后市展望 .....	19
五、铅基本面分析 .....	20
1、全球铅矿产量增长，铅矿向铅锭传导正在延续.....	20
2、矿端整体偏紧，再生铅供应易受干扰.....	22
3、下游消费暂无起色，新国标实施下旺季预期较为悲观.....	25
4、铅库存情况.....	26
六、铅市总结与后市展望 .....	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 .....	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 WBMS 全球锌供需平衡 .....	11
图表 7 ILZSG 全球精炼锌供需情况 .....	11
图表 8 2018-2019 国外锌冶炼增产情况（万吨） .....	12
图表 9 国内锌冶炼增产情况（万吨） .....	12
图表 10 全球锌精矿市场供需平衡表（万吨） .....	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 .....	15
图表 13 精炼锌进口盈亏 .....	15
图表 14 国内炼厂利润情况 .....	15
图表 15 SMM 精炼锌产量情况 .....	15
图表 16 锌矿进口情况 .....	15
图表 17 精炼锌进口情况 .....	15
图表 18 上期所锌库存 .....	16
图表 19 社会锌锭库存 .....	16
图表 20 0#锌升贴水 .....	16
图表 21 LME 锌库存与注销仓单占比 .....	16
图表 22 保税区库存 .....	16
图表 23 LME 锌升贴水 .....	16
图表 24 锌初级端消费占比 .....	18
图表 25 镀锌企业开工情况 .....	18
图表 26 重点企业镀锌板销量情况 .....	18
图表 27 镀锌板库存情况 .....	18
图表 28 基础设施建设投资数据 .....	19
图表 29 房地产开发投资数据 .....	19
图表 30 汽车当月产量及销量数据 .....	19
图表 31 家电累计产量数据 .....	19
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

---

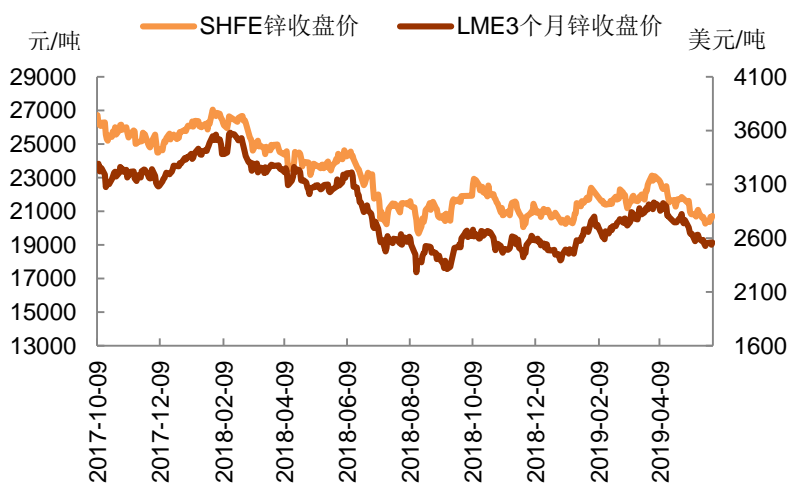
图表 41 铅精矿产量情况.....	24
图表 42 再生铅产量情况.....	25
图表 43 铅酸蓄电池消费领域占比.....	26
图表 44 铅酸蓄电池出口情况.....	26
图表 45 上期所铅库存.....	27
图表 46 LME 铅库存与注销仓单占比 .....	27
图表 47 1#铅升贴水.....	27
图表 48 LME 铅升贴水 .....	27

## 一、铅锌市场行情回顾

### 1、上半年锌行情评述

2019 年上半年，锌价先涨后跌，整体走势可以划分为两个阶段。2019 年第一周，沪锌指数延续了 2018 年年底的跌势，小幅下探至 19730 元/吨的低点。此后在国内采取了包括降准在内的一系列宽松政策，以及美联储释放降息预期之后，锌价开始企稳回升，一路上行，在 4 月初达到年内高点 23025 元/吨，也是 10 个月来的新高。此后，随着国内锌冶炼厂开工逐渐回升，新产能的陆续投放，锌价开启单边下行走势，在 6 月底创下 19305 元/吨的低点，也是 2 年半多来的新低。沪锌指数在创下低点之后，价格有所回升，月底最终收在 19895 元/吨。整体来看，沪锌指数较去年底价格相比，下跌 4.54%，波动区间在 19305-23025 元/吨，波动幅度为 19.3%；LME 锌较去年底价格相比，上涨 1.59%，波动区间在 2357-2958 美元/吨，波动幅度为 25.5%。

图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势



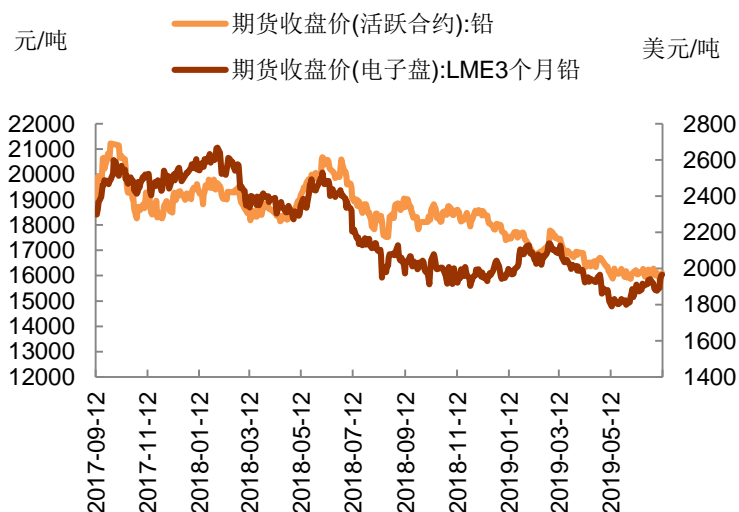
数据来源：Wind，铜冠金源期货

### 2、上半年铅行情评述

上半年铅价走势更多受自身基本面影响，维持震荡偏弱格局。分月度来看，1、2月铅价先跌后涨呈现V型反转走势，沪铅指数由最低16525元/吨反弹到17805元/吨，此轮走势主受前期基本面疲软库存累积，铅价不断下跌触及再生铅冶炼成本线，再生铅企业开工迅速收缩使得铅价触底反弹。3月，期价再度转入下行，跌势延续到5月中旬，并于15795元/吨触底，主因市场交易预期逐步由供应端转向需求端，由于铅下游消费单一，电动车新国标的实施对铅需求形成实际拖累。5月到7月初，受检修潮以及再生铅利润收缩，供应收紧，铅价跌势暂停，

延续横向盘整格局，沪铅指数上下波动15800-16300元/吨。目前沪铅指数仍围绕万六一线上下波动。伦铅方面，上半年走势整体偏强，目前期价再度接近2000美元/吨关口，几乎收复自一季度至二季度初以来的跌幅。

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

2019 年上半年全球宏观经济表现不佳，从反映制造业景气程度的 PMI 数据来看，美国制造业 PMI 在上半年持续滑落，尽管目前仍处 50 荣枯线之上，但整体处于下滑趋势当中。欧元区制造业 PMI 除了 1 月份为 50.5, 2-6 月份均处于 50 荣枯线之下；同样日本上半年的制造业 PMI 也大部分时间处于 50 下方，并有进一步下滑趋势。国内制造业 PMI 数据也不容乐观，基本围绕在 50 上下窄幅震荡，且处于 50 下方时间要更多。全球主要经济体的表现不佳，对全球经济构成明显拖累。世界银行也在最新 6 月期《全球经济展望》中预计，2019 年全经济增长将放慢至 2.6%，2020 年略微回升至 2.7%。

伴随全球经济表现不佳，全球流动性扩张周期有望再度开启。进入 2019 年之后，印度、埃及、新西兰、澳大利亚等国央行均已开始降息，其中印度更是上半年已经连续 3 次下调 25 个基点。主要经济体方面，无论是中国、美国还是欧洲的央行官员都纷纷暗示降息的可能性。中国央行行长在接受彭博访问时表示，如果中美贸易摩擦恶化，中国有足够的政策空间来应对，包括基准利率、存款准备金率。欧洲央行行长德拉吉也在近期明确表示降息是欧央行的一项工具。美联储主席鲍威尔也在 6 月依稀会议之后释放降息预期，对货币政策表态上删除了“耐心”这一措辞，而是改为“将采取适当措施”。

此外，中美贸易摩擦也是全球宏观经济的不稳定因素。在2019年上半年，中美贸易摩擦预期从乐观转向悲观。从目前来看，其影响将从短期转变为中长期的影响。因此，短期来看，中美冲突进一步加剧，对于全球资产价格影响有靴子落地的效果，但中长期来看，这对于全球经济增长来说也并不是一件好事，后续或将影响中美各自内部的政策选择，也增加了市场的不确定性。

### 三、锌基本面分析

#### 1、锌矿维持增长，加工费处于高位

国外方面，自2017年锌价的大幅上涨带动矿企利润恢复，国外锌矿山产量开始出现增长，全球锌矿供应进入增产周期。由于2018年受到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。

这其中主要包括MMG的Dugald River矿因2018年提高采矿能力，预计2019年能够新增约3万吨；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；同时二期项目也进入准备阶段，年产量将达到45万吨，预计2019年新增约16万吨；嘉能可旗下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。

从2019年上半年运行情况来看，根据我们对海外上市公司矿山数据的跟踪，2019年一季度海外大型锌矿企业产量同比增长3%，其中增量主要来自于过去两年新投产的几个大型锌矿项目产能的进一步释放。

国际铅锌小组数据也显示，2019年3月份全球锌矿产量109.33万吨，1-3月累计产量307.3万吨，累计同比增加2.17%。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，根据国家统计局数据，2019年5月份国内产锌矿21.98万吨，1-5月份累计产量94.88万吨，同比下降4.43%，跌幅有所收窄。尽管锌价处于高位会刺激锌矿生产，但是受制于国内环保政策影响，国内锌矿山特别是中小型矿山大量被迫关停，因此产量还未能完全恢复此前高位。

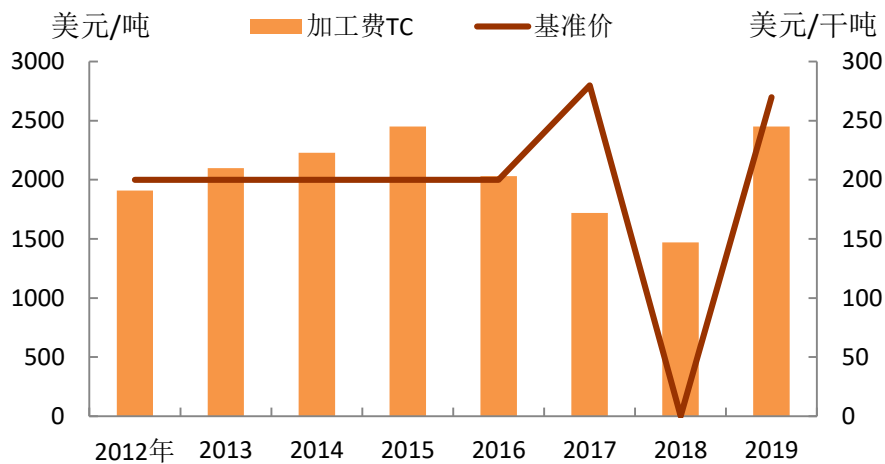
年初我们预计2019年国内锌矿产量增量约15万吨。不过从目前情况来看，备受关注的火烧云项目，尚未获得采矿权，投产日期尚未确定；郭家沟铅锌矿已投产，但产出不稳定，且锌矿品位偏低，预计2019年全年锌矿产量应该和2018年基本持平。

锌矿整体过剩的情况也反映在了加工费的表现之上。2019年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，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，凸显了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

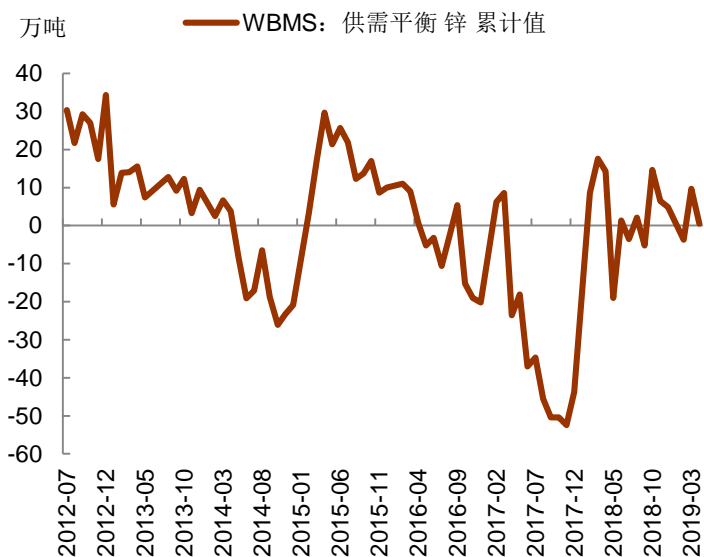
数据来源: 公司财报, 铜冠金源期货

图表 5 2018-2019 国内锌矿企矿产情况 (万吨)

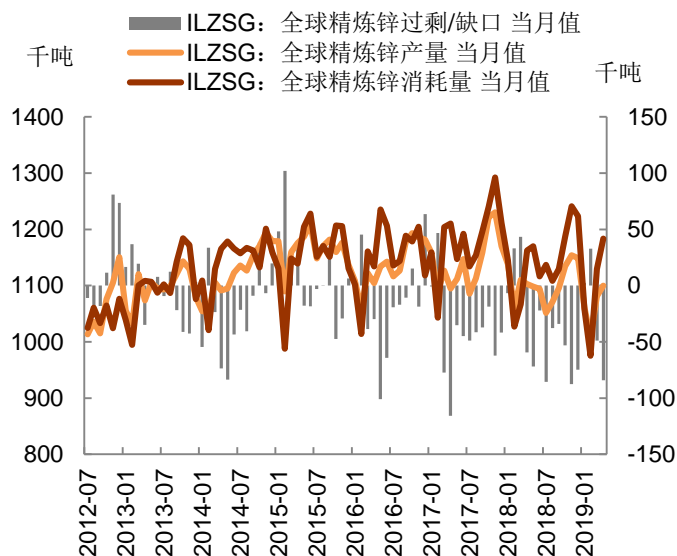
地区	企业	2018 年增减量	2019 年增减量
内蒙	国森二道河	0	1
	银漫矿业	2	1.5
	高尔奇	0.2	1
	国金八岔沟	0.7	2.2
	盛达金都	0.2	0.6
	盛达光大	0.6	0.5
	利比亚矿业	0	1
西部地区	新疆火烧云铅锌矿	0	1
	郭家沟	1	2
黑龙江	尹春翠宏山	2	0.5
其他地区		0.3	4.2
	合计	7	15.5

数据来源: SMM, 铜冠金源期货

图表 6 WBMS 全球锌供需平衡



图表 7 ILZSG 全球精炼锌供需情况



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

## 2、国内冶炼瓶颈加速打破，精炼锌供应继续增加

根据上海有色网数据，6月份国内精炼锌产量预计为50.1万吨，环比增加4.4%，同比增加16.56%，1-6月精炼锌累计产量为274.9万吨，累计同比增速为2.09%。6月国内单月精炼锌产量再度站上50万吨之上，接近历史高位，同时也将上半年累计产量同比增速转正。

伴随着国内精炼锌产量回升的背景是2019年上半年国内加工费的一路上行。国内锌精矿加工费自2018年年初见底，2018年下半年开始逐步走高，进入2019年之后上行速度进一步加快，一路从年初的5100元/吨上涨至目前的6350元/吨。加工费的水涨船高带动了国内锌冶炼厂的利润回升。按照目前的加工费计算，国内锌冶炼厂的利润已经来到了历史高位，远超之前几年水平。

尽管国内锌冶炼厂利润不断回升，但是国内锌产量直到6月份产量才出现明显回升，此前累计产量一直同比下降。这其中主要是受制于国内锌冶炼厂的产能瓶颈。例如汉中锌业受环保政策影响，减产影响产量近10万吨；也有冶炼厂搬迁因素，例如株冶炼厂搬迁，也影响了产量近10万吨。但是随着6月份，西部矿业、葫芦岛锌业检修结束，株洲冶炼第二条产线进一步投产，同时部分企业在利润刺激下继续小幅提产。国内锌冶炼厂产能瓶颈加速打破，开工得到了大幅回升，因此国内精炼锌产量在6月份回升至高位。预计下半年国内精炼锌产量将继续保持高位，同比大幅增长。

年初我们预计在汉中锌业、罗平锌电、文山锌铟、以及株冶炼厂等冶炼企业产能增加情况之下，全年产量增幅会达到30万吨以上。从最近冶炼厂运行情况来看，随着株冶炼厂、汉中锌业、湖南三立等企业复产，即便扣除白银成州炼厂因事故影响的产量，下半年锌产量预

计维持增长趋势，全年增幅有望超过年初预估。

**图表 8 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 9 国内锌冶炼增产情况（万吨）**

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

数据来源：SMM，铜冠金源期货

**图表 10 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 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	2019 年 4-5 月
西北	汉中锌业	减产	减产
华南	中金岭南	正常生产	2019 年 1 月
华中	株冶火炬	逐步恢复	3 月
西南	驰宏锌锗	正常生产	20 年 3-4 月
华中	豫光锌业	检修	2019 年 7 月
西南	河池南方	正常生产	1 月
西北	陕西东岭	正常生产	生产恢复
华北	赤峰中色锌业	检修	2019 年 7-8 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	2019 年 4 月
西北	陕西锌业	检修	2019 年 6 月下旬
西南	祥云飞龙	正常生产	暂无检修
西南	云铜锌业	正常生产	2019 年 4 月
西南	四环锌锗	正常生产	3-4 月
西北	白银有色	正常生产	2019 年 4 月

数据来源：SMM，Wind，铜冠金源期货

### 3、进出口情况

海关数据显示，5月进口锌精矿为26.45万吨，环比增加47.5%，同比增加0.96%；1-5月累计进口量123.6万吨，累计同比下降了6.2%。5月进口精炼锌5.93万吨，环比下降了23.6%，同比增加了0.32%；1-5月累计进口精炼锌27.76万吨，累计同比增加了19.7%。

从上半年进口情况来看，整体呈现了锌精矿进口回落，精炼锌进口增加的局面。这主要是由于上半年国内锌冶炼瓶颈未能完全突破，整体精炼锌产量同比下降，因此对于锌精矿需求下滑，而对精炼锌需求上升所致。

从沪伦比价来看，上半年沪伦比价基本呈现了先跌后涨的走势。1月份，随着伦敦库存的下降，伦锌出现挤仓现象，推动了伦锌大幅上行，沪伦比值持续走低，现货比价更是回落至7.5之下，进口亏损不断扩大，一度达到2000元/吨水平；进入二季度之后，随着人民币贬值因素，以及国内库存下降，沪锌走势开始强于伦锌，沪伦比值也因此出现回升，进口亏损一度收窄至500元/吨一线。

展望下半年，由于国内沪伦比值依然处于低位，进口窗口并未打开，因此预计下半年国内精炼锌进口量仍将进一步下降。但是锌精矿进口预计将会增加，这主要是由于国内冶炼厂开工回升，需求会进一步上升的原因。

#### 4、上半年库存低位引发挤仓，下半年库存增加升水回落

截至6月28日，LME和SHFE的锌库存分别为9.7万吨和7.99万吨，合计17.7万吨，较去年同期的33.06万吨，减少15.4万吨，较年初15.03万吨增加2.7万吨。

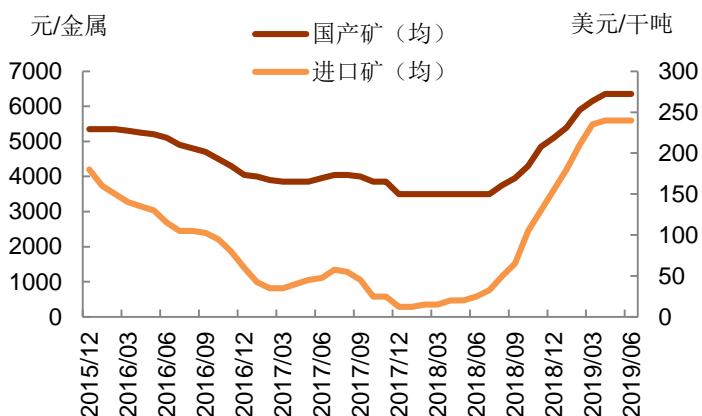
中国方面，保税区库存9.39万吨，较年初7.3万吨增加2.1万吨；国内三地社会库存16.01万吨，较去年同期的14.43万吨，增加1.58万吨，较年初9.05万吨增加6.96万吨。

从库存变化情况来看，国内外库存变化并不一致。LME锌库存在上半年变化基本是先降后增的一个态势，总体上看依然处于下降趋势中。特别是一季度的LME锌市场多次发生挤仓行情，LME cash/3m升水一路上行，最高至150美金/吨之上。进入6月份之后随着库存回升，LME cash/3m升水则出现跳水，回落至百元之下。

和LME情况类似，国内锌市场由于整体库存处于低位也发生过挤仓情况，特别是年初现货升水受益于库存水平低一度飙升至千元每吨以上。但是随着国内库存整体水平回升，挤仓难度越来越大，6月份一度也传出挤仓消息，但是最终不了了之。

整体来看，国外内库存依然处于低位，因此无论是LME还是国内锌现货仍然保持升水格局。但是预计下半年供应继续回升，国内外库存整体将以回升为主，对于现货挤仓情形将大大减少，现货升水整体水平也将逐步回落。

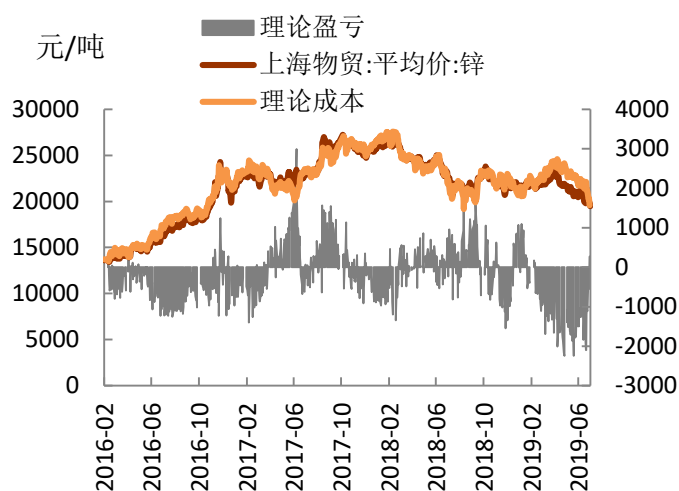
图表 12 锌矿加工费情况



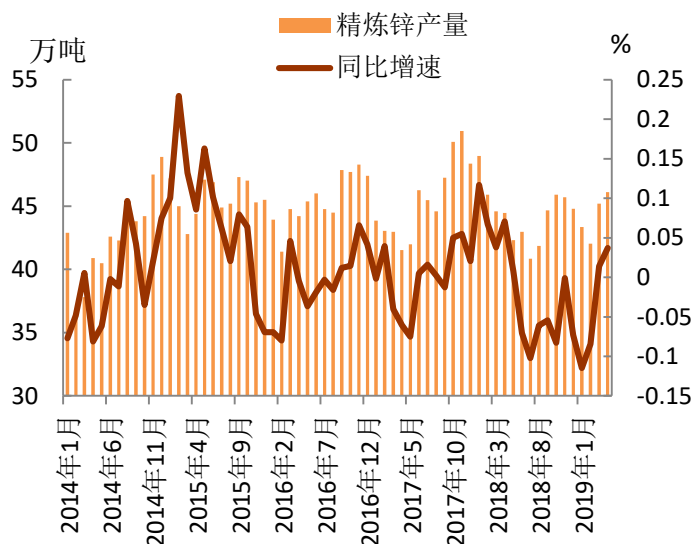
图表 13 国内炼厂利润情况



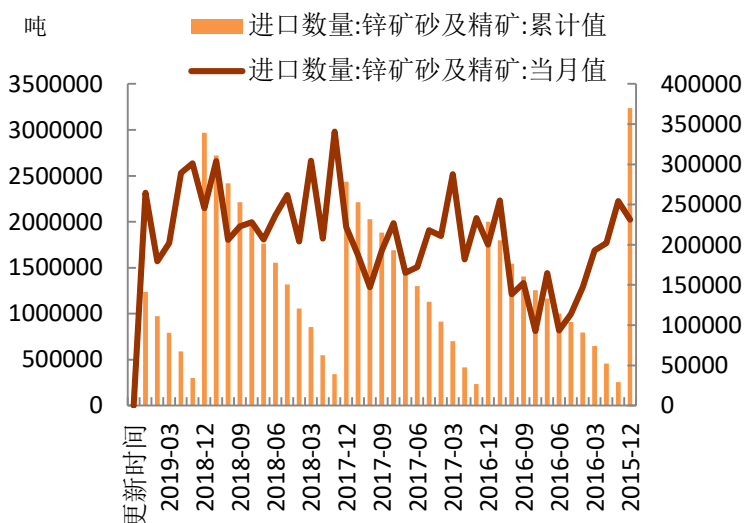
图表 14 精炼锌进口盈亏



图表 15 SMM 精炼锌产量情况



图表 16 锌矿进口情况



图表 17 精炼锌进口情况

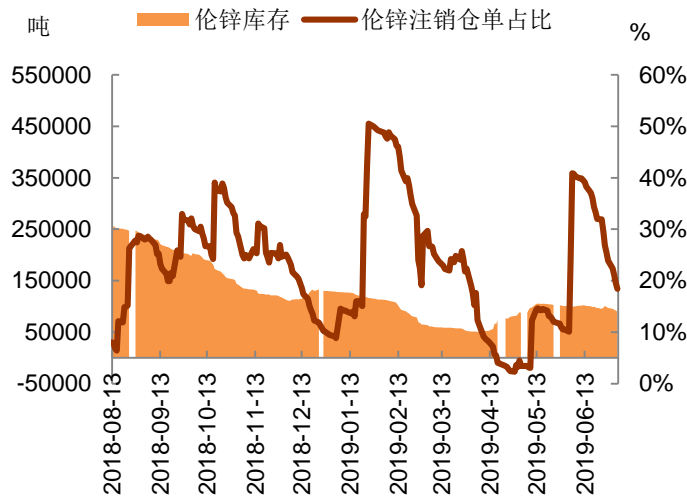


数据来源:海关总署,铜冠金源期货

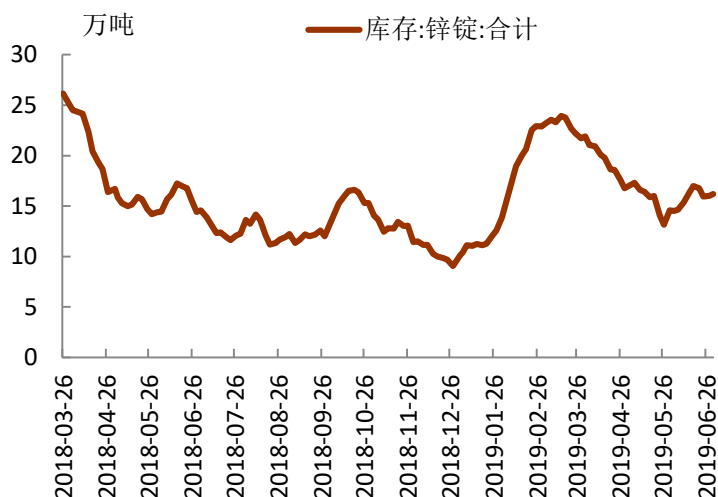
图表 18 上期所锌库存



图表 19 LME 锌库存与注销仓单占比



图表 20 社会锌锭库存



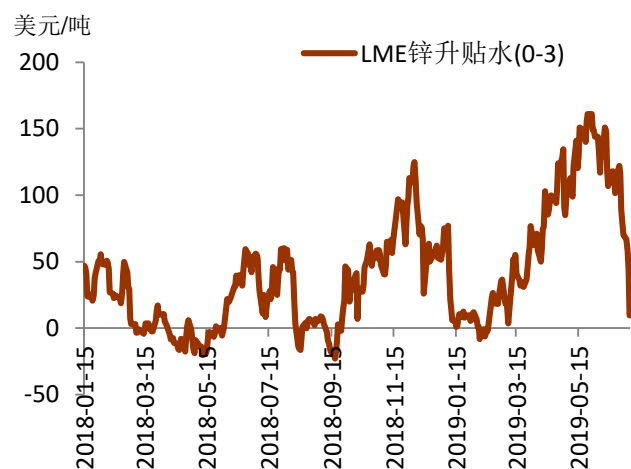
图表 21 保税区库存



图表 22 0#锌升贴水



图表 23 LME 锌升贴水



数据来源: Bloomberg, Wind, 铜冠金源期货



## 5、宏观经济低迷，锌消费难言乐观

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 1-5 月全国重点企业镀锌板累计产量 891.4 万吨，同比减少 2.33%；1-5 月镀锌板累计销量为 875.43 万吨，同比减少 1.99%。钢联数据显示，4 月全国镀锌企业库存为 31.86 万吨，较去年减少 27.03%。

上半年整体运行情况来看，在 3-4 月份镀锌企业的传统旺季过后，终端消费开始逐步走弱，同时由于黑色商品上涨带动整体成本回升，镀锌行业受制于库存堆积以及利润下降等原因开工也出现回落。进入二季度后期，除轨交及铁塔需求延续向好外，基建对镀锌消费提振并无新增长点，镀锌开工率持续下滑。

下半年，不论是镀锌厂、压铸锌合金企业还是氧化锌都面临季节性的消费转淡现象。其中受镀锌厂黑色原料价格带来的成本倒挂问题仍未缓解；华南地区压铸锌合金外贸订单部分受宏观贸易摩擦影响订单量有所下滑，整体来看下半年锌初级消费增速令人担忧。

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。

**基建投资方面：**统计局数据显示，1-5 月固定资产投资累计同比名义增长 5.6%，较 1-4 月累计增速小幅下滑 0.5 个百分点，已经低于上年末 0.3 个百分点。具体数据来看，1-5 月基建投资（不含电力）同比增长 4%，较 1-4 月累计增速小幅下滑 0.4 个百分点。上半年基建增速依然滞后，或因资金到位和运用存在时滞，这也和实际调研情况相符，除轨交及铁塔需求延续向好外，基建对镀锌消费提振并无新增长点。整体来看，随着专项债政策发布，当经济下行压力加大时需要基建做出更大贡献才能稳住需求。

**房地产方面：**房地产投资继续保持韧性。5 月房地产投资同比增长 11.2%，比 4 月下降 0.7 个百分点。地产投资的领先指标出现下降，新开工面积增速下降至 10.5%，商品房销售面积增速降幅进一步扩大至-1.6%。施工面积增整体持稳，依然维持在 8.8%，5 月份房地产数据全面回落，预计下半年房地产市场整体压力较大。

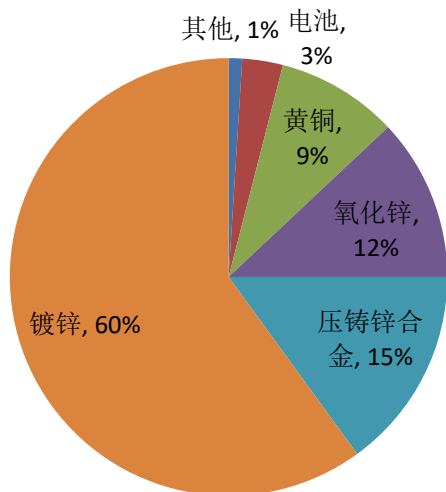
**汽车方面：**市场仍在持续下行趋势。中国汽车工业协会统计，5 月我国汽车产销量分别完成 184.8 万辆和 191.1 万辆，同比分别下降 21.16%和 16.4%，产销同比降幅扩大。1-5 月，汽车产销分别完成 1023.7 万辆和 1026.6 万辆，产销量比上年同期分别下降 13.01%和 12.95%，降幅比 1-4 月分别扩大 2 和 0.8 个百分点。汽车市场颓势延续了一年多，尽管 6 月份在国五国六政策换挡之际，6 月份单月销量出现回暖，但整体来看汽车产销下滑态势难以改变。

**白色家电方面：**1-5 月家电生产整体表现低迷，除了洗衣机以外，其他三大白电产量同比增速均出现回落。彩电累计产量同比增 5.3%，较 1-4 月下降 1.7 个百分点；空调累计同比增 11%，较 1-4 月回落 1.5 个百分点；冰箱累计同比增 3.7%，较 1-4 月回落 0.4 个百分点；洗衣机累计同比增加 6.9%，较 1-4 月增加 3 个百分点。从房地产销售面增速持续回落情况来

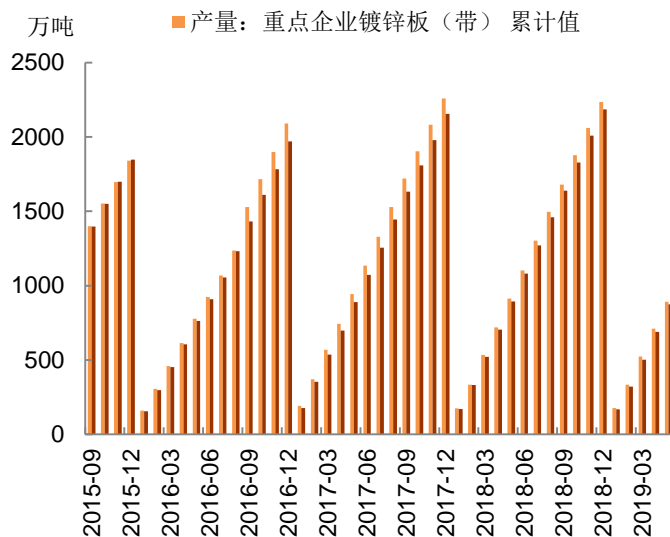
看，未来家电也面临较大压力。

整体来看，我们预计 2019 年下半年终端消费依然难有亮点，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。

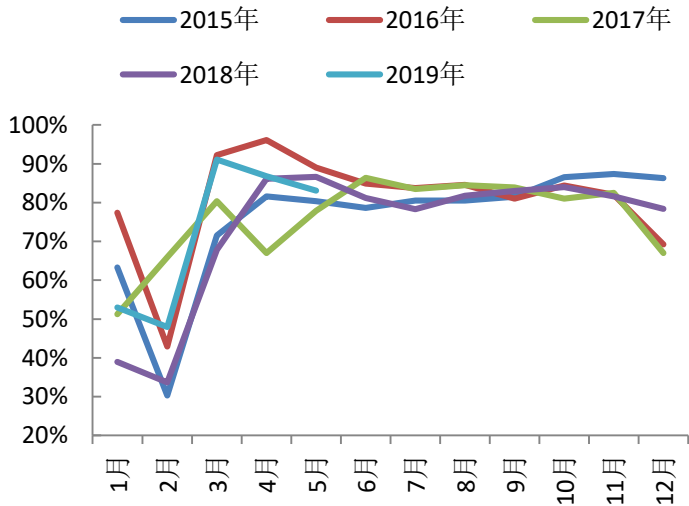
图表 24 锌初级端消费占比



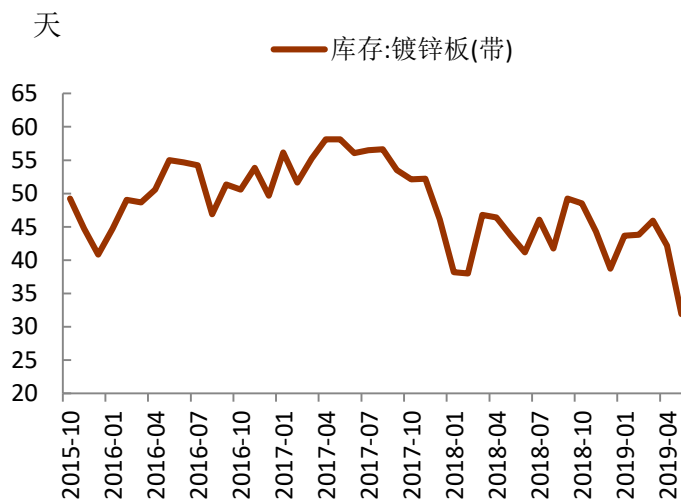
图表 25 重点企业镀锌板销量情况



图表 26 镀锌企业开工情况

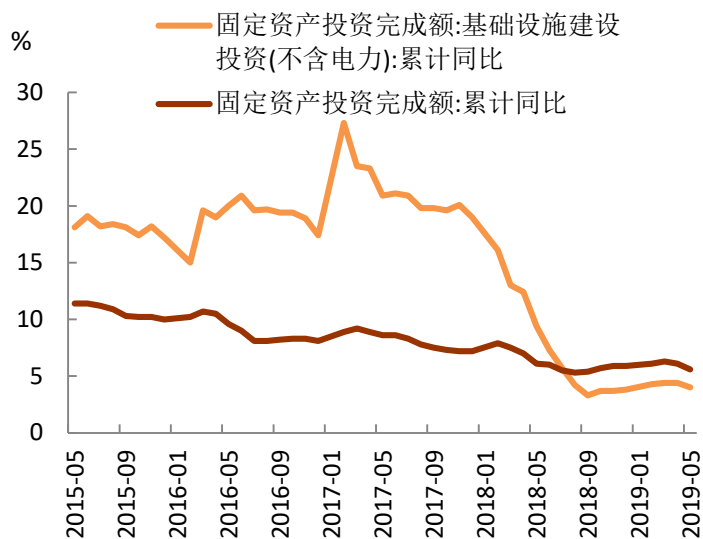


图表 27 镀锌板库存情况

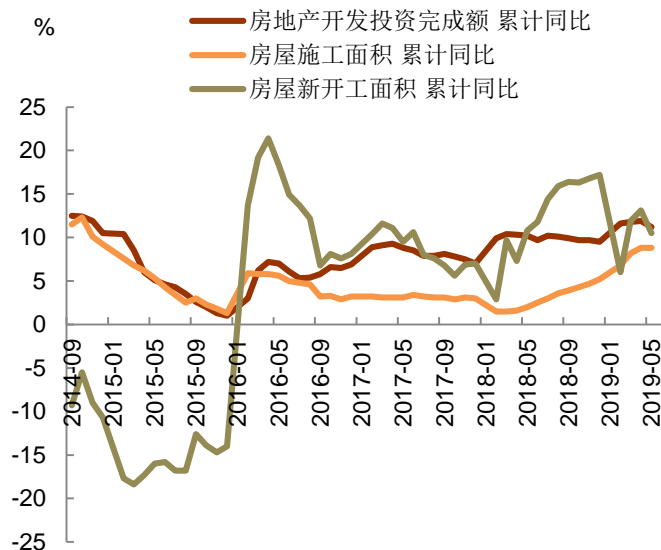


数据来源：Wind，SMM，铜冠金源期货

图表 28 基础设施建设投资数据

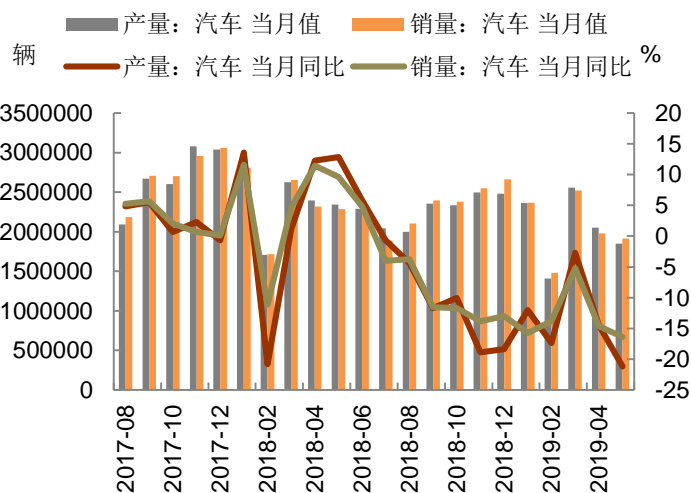


图表 29 房地产开发投资数据

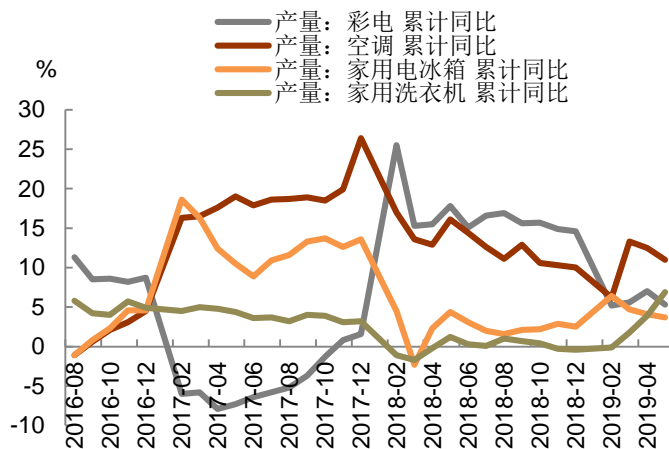


数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 30 汽车当月产量及销量数据



图表 31 家电累计产量数据



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

#### 四、锌市总结与后市展望

基本面看,随着过去两年新投产的几个大型锌矿项目产能的进一步释放,锌矿供应稳步增加;精炼锌方面,由于加工费居高不下,国内锌冶炼厂开工动力十足,随着环保政策影响减弱,以及部门炼厂搬迁结束,整体开工率有望进一步上升,国内精炼锌供应预计宽松。在

下半年国内供应回升的确定性增加同时，国内锌的下游消费继续转淡，无论是初级消费镀锌和压铸合金，还是终端消费房地产以及汽车需求都难以令人满意。预计下半年国内库存将逐步升高，供需整体仍以过剩为主。预计 2019 年下半年，国内锌价重心将大概率继续下移，后续行情或将在加工费的博弈当中展开。综合来看，我们预计 2019 年沪锌运行区间在 21000-18000 元/吨，伦锌运行区间在 2600-2000 美元/吨。

操作建议：把握逢高做空的单边交易机会

风险点：宏观好于风险；国内环保政策升级

## 五、铅基本面分析

### 1、全球铅矿产量增长，铅矿向铅锭传导正在延续

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 芒特艾萨和 Cannington 坎宁顿矿山的减产。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。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 洛蕾塔夫人等矿山，增量为 2 万吨。印度 HZL 公司的 Sindesar Khurd 等矿山增量约为 4 万吨。

目前我们跟踪来看，多数矿山因矿山品味下降及恶劣天气影响等因素，成本支出有上升趋势，如 Teck 旗下红狗矿，因天恶劣天气影响一季度产出同比下滑 7%，公司对达成目标仍具有信心，但不确定性仍较大。另外新星公司，澳大利亚皮里港铅冶炼厂二季度宣布不可抗力意外停产，后公司宣布产能将于 7 月重启，其 2019 全年精铅产量目标在 16.5-18 万吨，预计达成目标较为困难。

数据方面，国际铅锌小组最新数据，全球铅矿同比增速维持上行通道，前 4 个月累计产量 154.37 万吨，累计同比由负转正，增速 1.27%，2018 年年底新项目产出效应正逐步显现，全年来看受制于品味下滑及成本上升影响，全年铅矿产出较年初观点小幅下调，预计增速在 2-3%，国际铅锌小组则将铅矿产量由年初的 477 万吨下调至 475 万吨水平。

精炼铅方面，国际铅锌小组数据显示，1-4 月全球精炼铅累计产量和消耗量分别为 397.03 万吨和 390.87 万吨，累计同比增速分别为 1.39%和 0.82%。供需平衡来看，1-4 月全球精炼铅短缺 3.84 万吨，去年同期短缺 5.99 万吨，缺口表现收窄，2018 年全年短缺 13.7 万吨，国际铅锌研究组织(ILZSG)最新预测 2019 年铅的过剩量将达到 7.1 万吨，较年初过剩 5 万吨

水平上调。

总体来看，全球铅矿产出增加，铅矿向铅锭的传导正在延续，由于再生铅产能占比提升，以及需求受全球经济增长放缓拖累，2019 年精炼铅或将转为小幅过剩格局。

**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

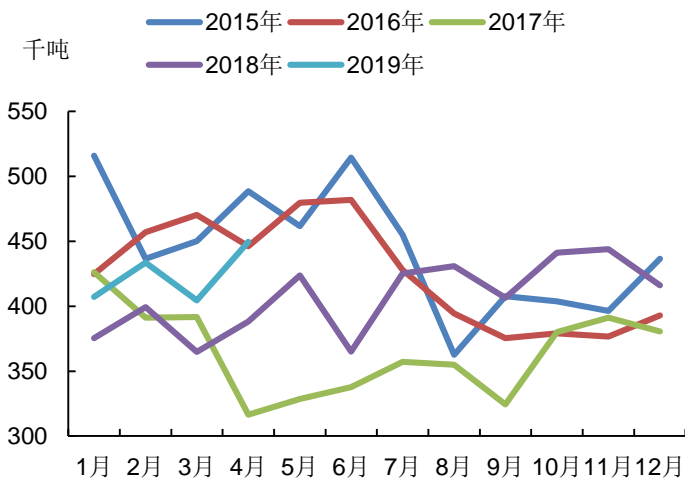
数据来源：安泰科，铜冠金源期货

**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	7.1

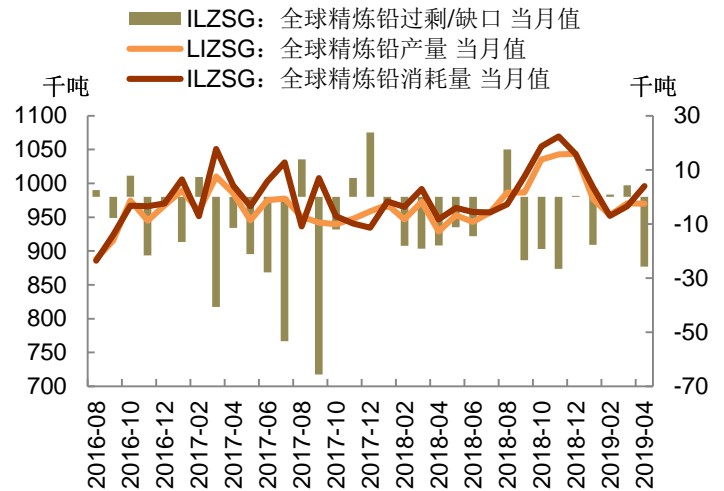
数据来源：ILZSG，铜冠金源期货

图表 34 ILZSG 全球铅矿月度产量情况



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 35 ILZSG 全球精炼铅供需情况



## 2、矿端整体偏紧，再生铅供应易受干扰

国内矿端来看，国家统计局公布数据显示：中国 2019 年 1-5 月份铅精矿产量 41.04 万吨，累计同比减少 1.54%，受环保、安全检查整顿及品味下滑等因素影响，整体表现偏紧。SMM 加工费来看，上半年加工费维持较低位置，围绕 1800 元/吨波动，虽矿端偏紧但加工费走平，并未出现显著下滑，主要是由于国内再生铅产能占比的提升及原生铅炼厂提升铅膏掺入率等因素影响，导致炼厂对铅精矿的需求下滑。对于 2019 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。进出口方面有呈现增长，海关数据数据显示，2019 年 1-5 月份中国铅精矿进口量为 59.18 万吨，累计同比增 33.36%。

总体预计下半年，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，矿端对国内精铅供应影响正在趋弱。

精炼铅方面，国家统计局数据 1-5 月精炼铅累计产量 238.4 万吨，累计同比增 15.8%，其中原生铅和再生铅产量分别为 146.64 和 91.76 万吨，累计同比增速分别为 19.7% 和 16.89%。上半年精炼铅增速整体呈现下滑走势，主因原生铅炼厂检修干扰较多，另外再生铅中小炼厂利润持续低位，开空意愿也整体表现不佳。

从再生铅产量占比来看，近两年已经维持在 40% 左右，再生铅产能增长正成为行业趋势，国内供应端波动主要转向再生铅，近两年再生铅新上项目较多。下半年我们预计约有 60 万吨再生铅产能投产，但其供应依旧不稳，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仍将会是下半年的主要关注点。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。

总体来看，下半年精炼铅供应将更多聚焦于再生铅的开工以及产能投放，因产业链的不

完善，再生铅边际供应不确定性依旧较大，可能阶段性给予铅价支撑。

**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	栾栾实业	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

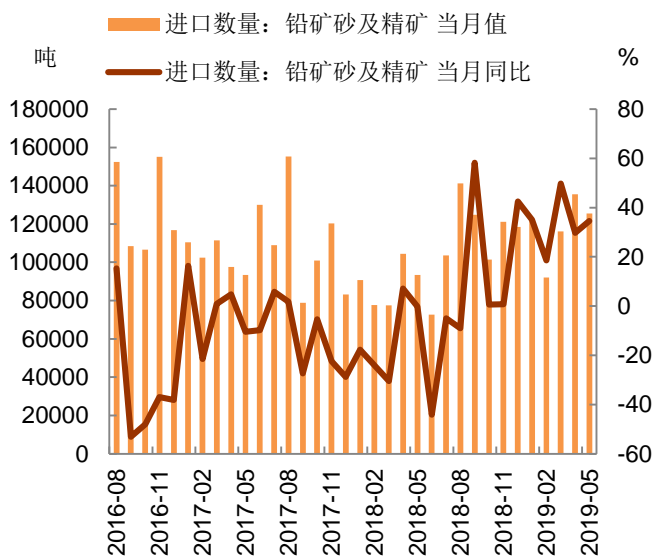
数据来源：百川，铜冠金源期货

**图表 37 国内铅矿及精炼铅供需平衡表（万吨）**

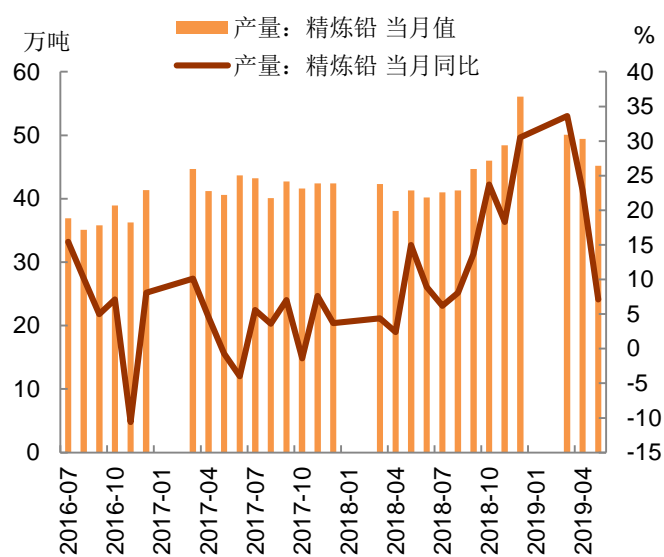
	2015年	2016年	2017年	2018年
铅精矿产量	233.5	223	208	215
铅精矿需求量	321	318.5	296.9	298
铅精矿净进口量	94.9	70.5	64	63
铅精矿供需平衡	7.4	-25	-24.9	-20
精炼铅产量	470	466.5	487	480
精炼铅需求量	470.2	475	483	490
精炼铅净进口量	-6	-1.1	7.1	1.5
精炼铅供需平衡	-6.2	-9.6	11.1	-8.5

数据来源：安泰科，铜冠金源期货

图表 38 铅精矿进口情况

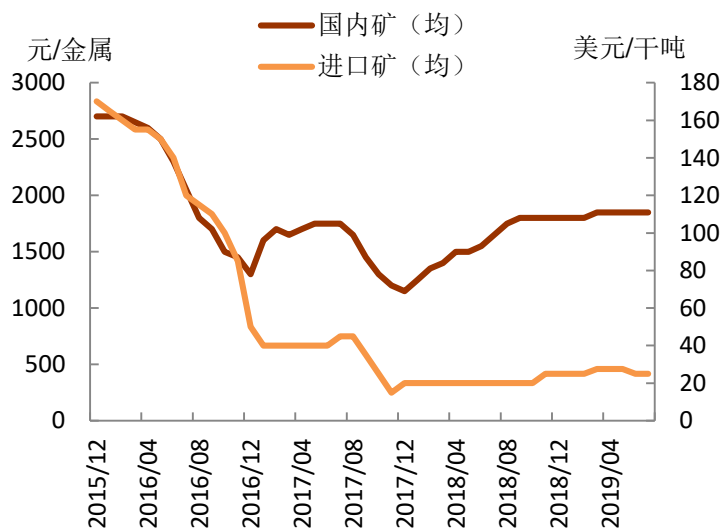


图表 39 精炼铅产量情况

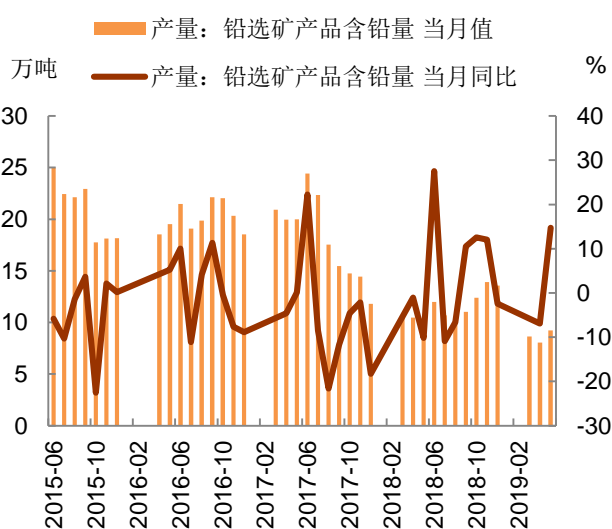


数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 40 铅精矿加工费情况



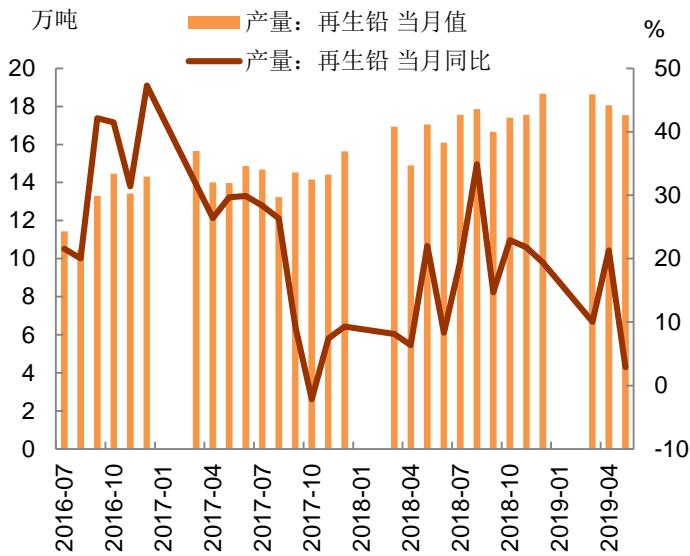
图表 41 铅精矿产量情况



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、下游消费暂无起色，新国标实施下旺季预期较为悲观

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，1-5 月铅酸蓄电池累计出口量 1175.5 万个，累计同比下滑 4.3%，铅酸蓄电池方面我国为出口大国，受贸易战影响，蓄电池出口受到一定打击，且行业利润走低产业链逐步像东南亚转移。短期从 SMM 蓄企周度开工率来看，短期整体呈现小幅回升，并未大幅走高，下游蓄企行业库存普遍处于较高水平，采购意愿不佳。

终端来看，汽车工业协会数据：1-5 月汽车累计产销量分别为 1023.7 和 1026.59 万辆，累计同比增速分别下滑 13.01%和 12.59%，车市仍处于负增长状态之中，政策换挡之际消费者观望情绪普遍较浓，长期来看伴随经济增长放缓，下半年颓势预计仍难有较大改观。

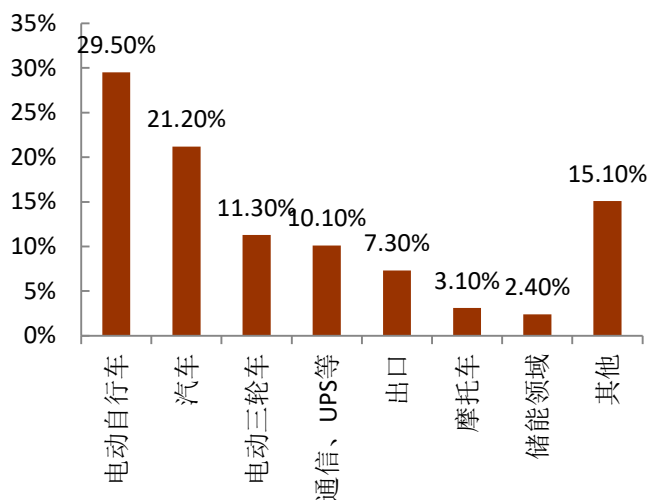
电动自行车方面，国家统计局数据显示：2018 年电动自行车累计产量为 2589.92 万辆，较 2017 年的 3686 万辆下滑近 30%，显示电动自行车已经趋于饱和，增速整体放缓，另外电动车新国标已经于 4 月 15 日正式实施，在其减重的要求下，电池耗铅量的下滑已经成为事实。但短期由于各地设立过渡期，其影响正在逐步体现，长期对铅价构成打压。

通信基站方面，国家统计局数据显示：1-4 月累计产量为 18716.3 万信道，累计同比增速 159.4%，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

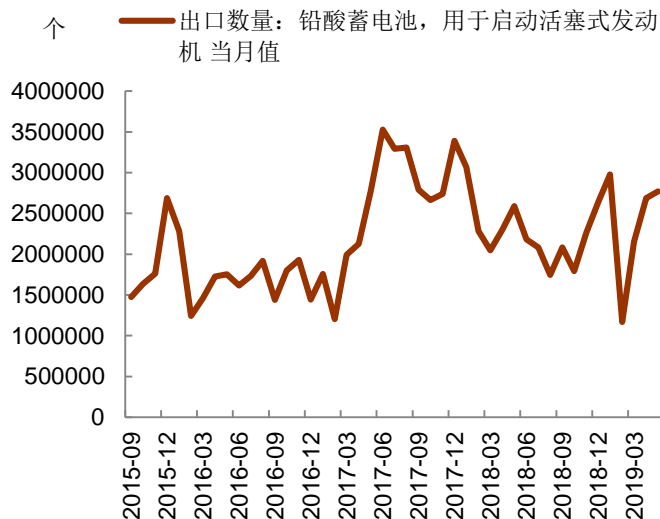
或表现平稳，但长期来看将对铅需求构成打压。

综合来看，中期面临夏季铅酸蓄电池消费旺季，但由于新国标的实施今年消费预期偏差，或面临旺季不旺的尴尬局面，全年来看消费端暂无亮点，消费不佳将成为下半年影响铅市的主旋律。

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

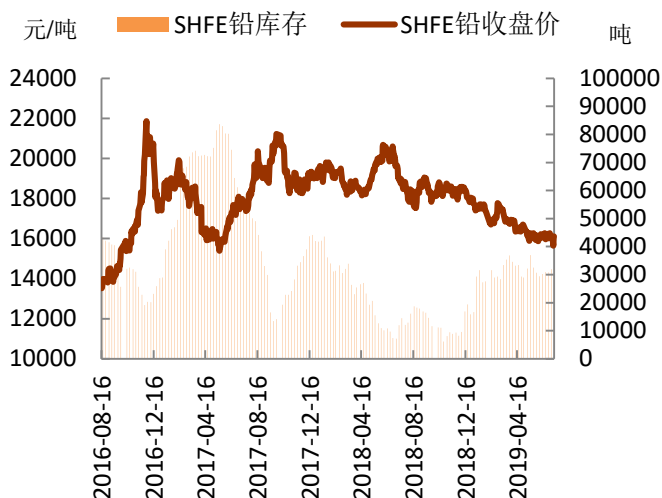


数据来源：安泰科，Wind，铜冠金源期货

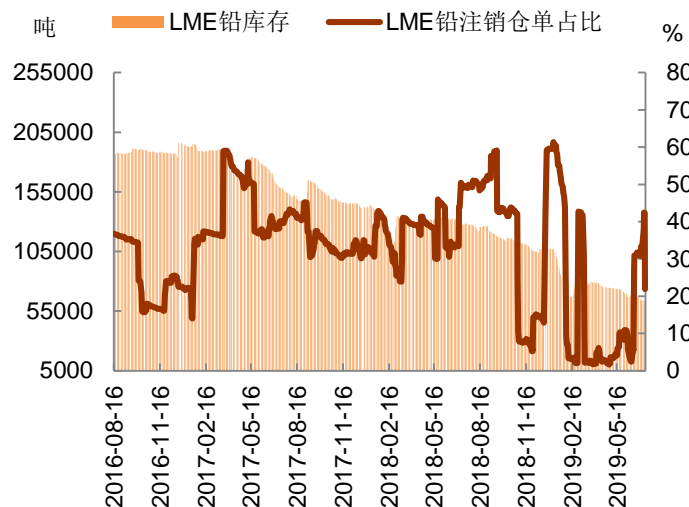
#### 4、铅库存情况

库存方面，上半年上期所库存因基本面供需两弱，整体呈现区间波动，区间在 27000-37000 吨。下半年重点关注消费旺季库存表现，若季节性去库不足，将进一步印证下游消费偏弱事实，利空下半年铅价走势。伦铅库存达到历史低位极值，伴随消息面的影响，容易形成软逼仓行情，在内盘矛盾弱化的情况下，容易给予沪铅阶段性支撑。

图表 45 上期所铅库存



图表 46 LME 铅库存与注销仓单占比

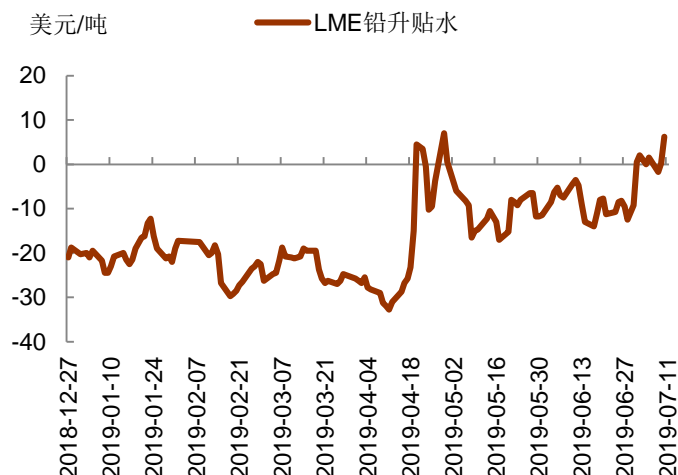


数据来源: Bloomberg, Wind, 铜冠金源期货

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

## 六、铅市总结与后市展望

基本面, 全球铅矿保持增长, 铅矿向铅锭传导仍在继续, 全年供需平衡有望由负转正。国内来看, 铅矿整体受安全环保检查制约, 偏紧格局不改, 但进口矿可给予一定弥补, 且随着再生铅产量占比的不断提升, 加工费整体走平, 炼厂对于铅矿需求有所下滑, 供应端矛盾正逐步转向精炼铅, 在当前产业链发展不均衡的背景下, 废电池价格坚挺使得铅价仍易受到再生铅成本支撑, 而下游消费来看, 暂无较大亮点, 尤其电动车新国标的实施耗铅量下滑已经成为事实, 全年铅市仍以小幅过剩为主。总体预计, 下半年铅价中枢仍以下行为主, 产业

链转型过程中，波动或较为剧烈，沪铅指数运行区间约在 15000-16500 元/吨。伦铅在 1770-2000 美元/吨。

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。