Bigger mind, Bigger future™
智 慧 创 造 未 来

南华期货研究所
郑景阳
投资咨询证号：
Z0014143
0571-89727544
zhengjingyang@nawaa.com

寿佳露
0571-89727544
shoujialu@nawaa.com

南华期货 NANHUA FUTURES

南华期货研究 NFR

2019 年半年度报告 锌/铅

锌价下跌有限，铅价弱势难改

摘 要

锌：下跌有限，中线布局多单

对于 2019 年下半年，我们认为锌价下跌空间有限，中线可逐步布局多单。海外锌矿供应稳步增加，虽然国内锌矿增量有限但整体供应偏松。随着锌价的下跌，矿厂利润有所压缩，但目前尚未引发锌矿的减产，因而从过剩的角度看，锌价还将继续下探，但下跌空间有限。当前加工费高位企稳，后续涨幅空间有限，利润高企的情况下，冶炼产量已逐步接近峰值，精锌市场已告别深度短缺，预计下半年供需将维持紧平衡态势。在供给增加的大背景下，全球低库存状态短期内仍将维持。需求看，房地产韧性十足，且基建补短板政策的效果正在显现，预计下半年对精锌消费有较大带动作用。此外，第二轮中央环保督查工作即将启动，其对锌市供需端的影响需保持谨慎。因此，综合看，7 月消费淡季以及供应满产的情况下，锌锭累库压力较大，仍有进一步下跌趋势，但空间十分有限；在后续消费带动下，中线可逐步布局多单。

铅：需求不振，弱势难改

对于 2019 年下半年，我们认为铅价仍将继续走弱。供给端看，全球铅精矿供应保持增长态势，精铅缺口逐步缩窄，预计下半年将由短缺转为过剩。但国内受到冶炼成本以及再生铅产量因素制约，预计精铅供应增幅并不显著。再生铅在精铅中占比持续增长是必然趋势，因此供应端的重心将从铅矿的供应转移至再生精铅的供应，但废瓶电池的回收和拆解将成为再生铅扩张的主要制约因素。需求端，传统消费主流行业疲软，长期来看消费也受到电动车新国标和通信基站由铅蓄电池向梯次锂电转换的影响，难有起色，铅蓄电池市场份额持续遭到吞噬。综合看，预计 2019 年下半年铅将继续走弱。

目录

第一部分 锌：下跌有限，中线布局多单 5
第 1 章 2019 上半年锌价回顾 5
第 2 章 全球锌市场 5
2.1. 全球锌矿产量加速增加 5
2.2. 全球精炼锌供应基本稳定 6
2.3. LME 库存维持低位 7
第 3 章 国内锌市场 8
3.1. 国内锌矿产量有限但整体供应显宽松 8
3.2. 加工费高位企稳，后期回落压力不大 9
3.3. 冶炼端产量逐步接近峰值 10
3.4. 第二轮环保督查来袭 10
3.5. 进口操作空间有限 11
第 4 章 锌下游消费 12
4.1. 库存如预期累增 12
4.2. 基建消费可期 13
第 5 章 锌价展望 17
第二部分 铅：需求不振，弱势难改 18
第 6 章 2019 年上半年铅价回顾 18
第 7 章 全球铅市场 18
7.1. 全球铅矿供应保持增长 18
7.2. 全球精铅将由缺口转为过剩 19
第 8 章 国内铅市场 20
8.1. 国内铅精矿产量缓慢回升 20
8.2. 再生铅占比提高 21
8.3. 库存分析 23
第 9 章 铅下游需求 23
9.1. 铅酸蓄电池 23
9.2. 汽车 24

9.3. 电动自行车及摩托车 25
9.4. 移动通信基站 26
第 10 章 铅价展望 26
免责申明 30

图表目录

图 1：2019 年上半年锌价走势 5
图 2：ILZSG 全球锌矿产量情况 6
图 3：LME 锌库存走势 7
图 4：国内锌矿产量情况 8
图 5：锌精矿进口情况 9
图 6：锌精矿加工费情况 9
图 7：国内精炼锌月度产量 10
图 8：进口盈亏-锌 11
图 9：LME 锌库存情况 12
图 10：国内锌库存情况 13
图 11：全国镀锌板产量 13
图 12：全国镀锌板销量 13
图 13：全国镀锌板出口量 14
图 14：全国镀锌板进口量 14
图 15：镀锌板库存情况 14
图 16：基建投资企稳 15
图 17：房屋新开工面积 15
图 18：房地产投资 15
图 19：家电产量累计同比 16
图 20：汽车产量 16
图 21：汽车销量 16
图 22 ：2019 年上半年铅价走势 18
图 23：ILZSG 全球铅矿产量 19
图 24 ：ILZSG 全球精铅产量 20
图 25：国内铅精矿产量 21
图 26：铅精矿进口量 21
图 27：国内精炼铅产量 22

图 28：再生铅产量 22
图 29：废电瓶价格 22
图 30：全国铅库存 23
图 31：交易所铅库存 23
图 32：铅酸蓄电池产量 24
图 33：铅酸蓄电池出口量 24
图 34：中国汽车产量 24
图 35：中国汽车销量 24
图 36：中国新能源汽车产量 25
图 37：中国新能源汽车销量 25
图 38：电动车产量 25
图 39：摩托车产量 25
图 40：移动通信基站设备 26

表 1：全球精炼锌供需平衡表（万吨） 6
表 2：中国精炼锌供需平衡表（万吨） 11
表 3：全球精炼锌供需平衡表（万吨） 17
表 4：中国精炼锌供需平衡表（万吨） 17
表 5：海外铅矿企 2018-2019 年新增产能预估 19
表 6：全球精炼铅供需平衡表（万吨） 20
表 7：中国精炼铅供需平衡表（万吨） 22
表 8：全球精炼铅供需平衡表（万吨） 27
表 9：中国精炼铅供需平衡表（万吨） 27

第一部分 锌：下跌有限，中线布局多单

第1章 2019 上半年锌价回顾

2019 上半年锌价走势较为明显，一季度有一波比较大的反弹，原因在于消费起来速度快于供给释放；二季度锌价则快速回落，则是受到全球贸易摩擦，经济数据下行以及供应释放的影响。尤其 5 月锌价一路加速下行，主要在于基本面对锌价的支撑日趋减弱，海外交仓情况不断，LME 库存则连录 6 周上涨，同时国内冶炼产能的刚性约束逐渐解除，供应增加的拐点逼近，在宏观和基本面共振的情况下，导致市场空头频频出手。

截止 2019 年 6 月 28 日下午收盘，上半年沪锌指数下跌 4.54%，伦锌上涨 1.47%。

图 1：2019 年上半年锌价走势

资料来源：wind 南华研究

第2章 全球锌市场

2.1. 全球锌矿产量加速增加

根据国际铅锌研究小组统计，2019 年 1-4 月全球锌精矿产量为 418.8 万吨，同比增加 6.2 万吨或 1.5%，主要受澳大利亚大幅增长以及欧洲、纳米比亚和南非的增长影响，而中国、印度、墨西哥、秘鲁和美国的产量较低。

1-4 月全球锌精矿增量主要来自嘉能可旗下的 Mount Isa 矿区、McArthur River 矿山以及 MMG 旗下的 Dugald River 矿山，上述矿山一季度的产量分别为 8.2 万吨、6.9 万吨、3.9 万吨，同比分别增加了 3.2 万吨、0.9 万吨和 1 万吨。

目前 2019 年海外锌矿产量稳步释放，主要将依靠 2018 年已投产项目。

（1）MMG 的 Dugald River 若能继续提高采矿能力达到额定产能，预计其 2019 年开始可将产量稳定在 15-17 万吨。

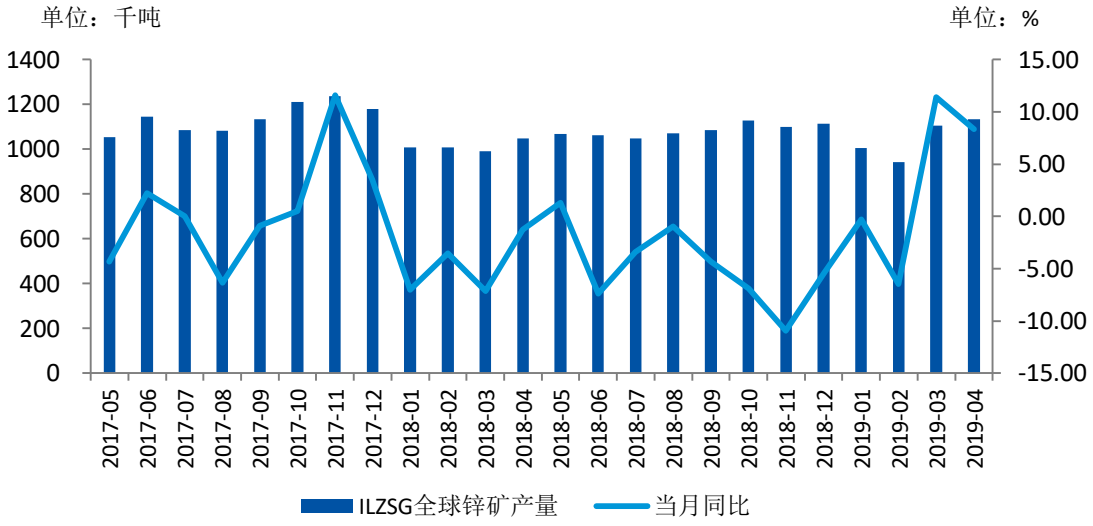
（2）Century 矿的尾矿项目终于在 2018 年 8 月有了实际产出，若能达成其计划目前在 2019 年四季度达到满产，其年产量可达到 25 万吨以上。

（3）Vedanta 位于南非的 Gamsberg 锌矿已于 2018 年 9 月投产，将依次开展一期、二期以及三期工作，其一期项目计划达到 25 万吨满产状态，二期项目达到 45 万吨开采量。

（4）其他还有，Rmpura Agucha 的地下开采量将在 2019 年持续回升，此外印度斯坦锌旗下的 Sindesar Khurd 和 Zaward 项目也计划于 2018 年四季度和 2019 年一季度扩产。新星的 Myra Falls 于 2018 年 6 月公布复产计划后，2019 年有望达到稳定生产 3 万吨/年。

同时，2019 年仍有许多新增矿山产能，因此全球锌精矿供应仍将继续增加，并且随着新增产能的大量释放，产量增速将加快。

图 2：ILZSG 全球锌矿产量情况



资料来源：wind ILZSG 南华研究

2.2. 全球精炼锌供应基本稳定

表 1：全球精炼锌供需平衡表（万吨）

	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
精炼锌产量	314.3	345.7	323.7	348.2	342.5	369.2
精炼锌消费量	346.3	349.2	339.3	352.9	346.3	345.2
供需平衡	-32	-3.5	-15.6	-4.7	-3.8	24

资料来源：CRU 南华研究

根据 ILZSG 统计数据显示，2019 年 1-4 月全球精锌产量为 425 万吨，同比减少 10 万吨或 2.3%。原因在于墨西哥和秘鲁精炼锌产量的提高不足以抵消中国、印度和俄罗斯的减少，从而导致全球精炼锌总体减少 2.3%。

关于企业生产方面的变化，泰克资源公司的 Trail 冶炼厂一季度的精锌产量为 7.42 万吨，同比降低了 6%，主要是由于氧化设备的检修；新星公司 2019 年一季度的产量为 24 万吨，同比降低了 1.2 万吨或 5%，主要是由于 Auby、Balen、Clarksville 和 Hobart 冶炼厂均在一季度的生产过程中出现

了设备故障，从而影响了产量。嘉能可一季度生产精锌产量为 29.4 万吨，同比增长了 0.7 万吨，其中，Kazzinc 矿山由于安全检查导致精矿的产量降低，从而使得 Kazzinc 冶炼厂一季度精锌产量降低了约 1 万吨，而欧洲冶炼厂产量的增加抵消了部分减量。高丽亚铅一季度生产精锌 28.7 万吨，其中韩国 Onsun 冶炼厂、Young poon 冶炼厂和澳大利亚的 Townsville 冶炼厂分别生产 15.2 万吨、5.1 万吨和 8.3 万吨。产能变化方面，2019 年海外新增产能为佩诺尔斯旗下的 Terron 冶炼厂新增的 12 万吨产能，美国马头公司的的 15 万吨锌冶炼产能已于 4 月底正式复产，原料为二次物料。产能萎缩的是俄罗斯的 Vladikavkaz 冶炼厂全面停产，涉及产能 9.5 万吨。

根据 ILZSG 统计数据显示，2019 年 1-4 月全球精锌消费量为 434.7 万吨，同比减少 5.6 万吨或 1.3%，主要受中国需求明显减少的影响，而欧洲、印度、日本和美国，精锌消费量则与 2018 年同期保持着相似的水平。此外，中国锌精矿进口量下降 8.9%，而精锌净进口量则比 2018 年前 4 个月增长 28%。未来精锌消费增长点仍寄希望于中国、印度等发展中国家，中国在基建托底、降税费等政策驱动下，锌的消费有望在下半年重新增长。

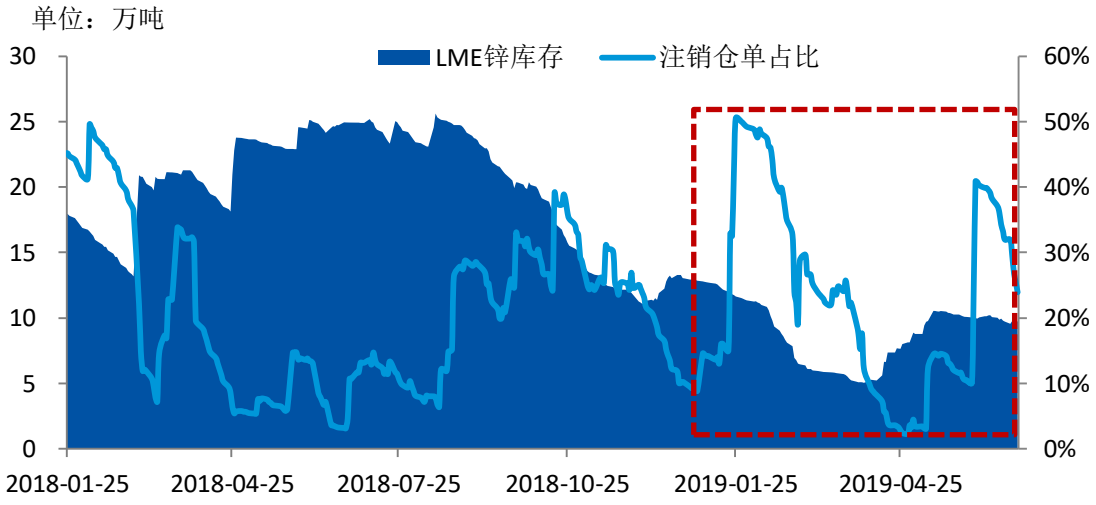
随着全球精炼锌产量的持续释放，以及消费增速的放缓，预计全球精锌将处于紧平衡的状态，供需缺口将在下半年大幅缩窄。

2.3. LME 库存维持低位

2019 年，LME 锌库存开始快速去化，由年初的 13 万吨附近一路降至 4 月初的 5 万吨，刷新了 27 年以来的最低水平。随后自 4 月开始，海外集中交仓频繁，锌库存重回 10 万吨附近，但仍为历史较低水平。在海外现货高升水的情况下，叠加 LME 库存已经经历数次交仓，预计海外的隐性库存有限，后续难有大批量的交仓行为出现。

目前，海外新增冶炼产能稳步释放，精锌产量也在稳步增加，叠加中国精锌进口窗口长期关闭，流入中国的精锌数量有限，预计海外锌锭库存增加只是时间问题。

图 3：LME 锌库存走势



资料来源：wind 南华研究

第3章　国内锌市场

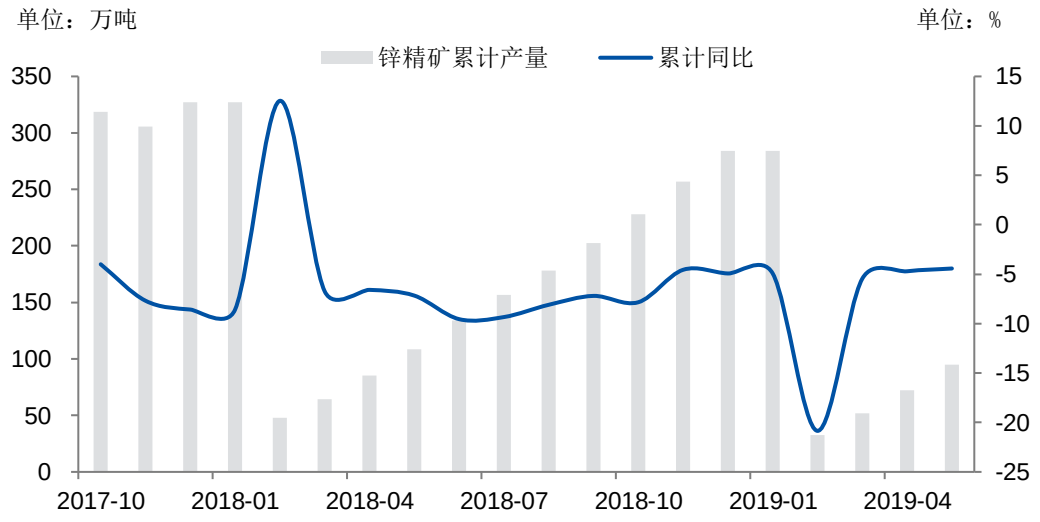
3.1. 国内锌矿产量有限但整体供应显宽松

根据国家统计局数据，2019 年 1-5 月全国锌精矿产量 94.88 万吨，同比降低了 4.43%。其中，减量主要来自内蒙、陕西等地。陕西秦岭一带由于 1500 米以上矿权的逐步退出导致锌精矿产量下滑；内蒙地区，银漫矿业的事故出现后，锡盟境内多座矿山的生产受到影响，尤其影响到冬季停产后矿山的复工，安全环保整治活动以及外包的企业的资质检查升级到了全国的范围，内蒙的产量出现明显的下滑.

锌精矿产量明显增加的地区有广东、云南、青海、甘肃等地。郭家沟于 2018 年年中投产后稳步提产，月精矿产量已在 4000 吨左右；青海境内大的矿山生产基本稳定，牛苦头等矿山在去年 5 月达到生产设计指标后，今年的生产情况稳定。湖南湘西地区的铅锌矿山整合基本结束，大脑坡等矿山将会陆续开始正式开采，部分选厂已经建成，有的选厂进入了正常的生产阶段，预计湖南地区的产量将会逐渐增多。

总体来看，1-5 月份，国内锌精矿减少的量多于增产的量，矿山受到安全环保的影响依然很大，新建项目的产能释放速度较慢。

图 4：国内锌矿产量情况



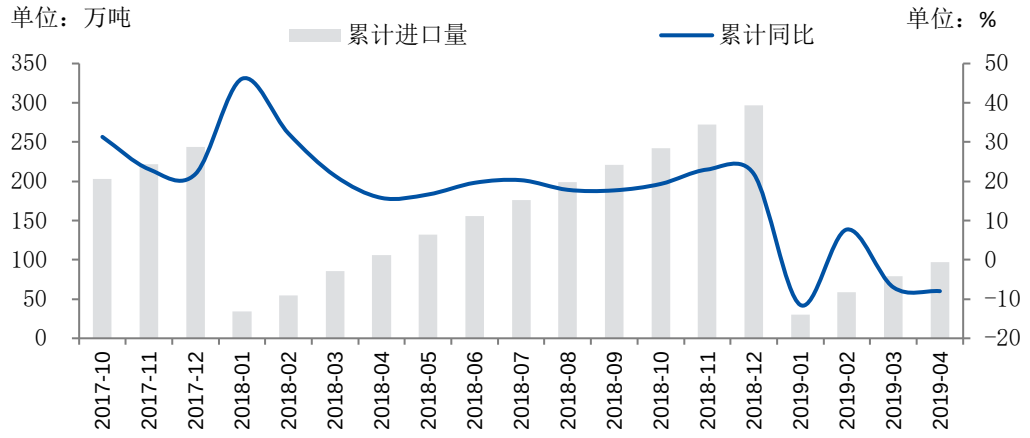
资料来源：国家统计局 wind 南华研究

从进口角度看，海关数据显示，2019 年 1-4 月份累计进口锌精矿 97.2 万吨实物量，累计同比下降 7.99%。1-4 月份锌精矿进口来源国中，进口量排名前三位的依次是澳大利亚、秘鲁和西班牙，分别进口 34.2 万吨、17.4 万吨和 9.4 万吨。其中澳大利亚 2 月受洪水侵袭影响运输，虽产出并未受影响，但是运输受影响较严重，自澳大利亚地区进口锌精矿量 3-4 月降幅均在 50%左右，但 4 月铁路运输逐步恢复，5-6 月自澳大利亚进口矿量预期将出现恢复性增加。

由于国内冶炼厂的设备对精矿具有一定的适应性，长期以来锌精矿进口窗口的关闭以及国外精矿的杂质含量较高，市场更倾向于国产精矿。而且在全球精矿供应宽松，锌价面临下行风险的情况下，冶炼厂主动降低库存，按需采购，从而导致锌精矿进口量下降。

总的来说，海外矿山产能逐渐释放，国内精矿产量没有明显的增长，随着国内冶炼产能的释放，对精矿的需求将有所增加，未来中国锌精矿进口量或继续维持较高水平。

图 5：锌精矿进口情况



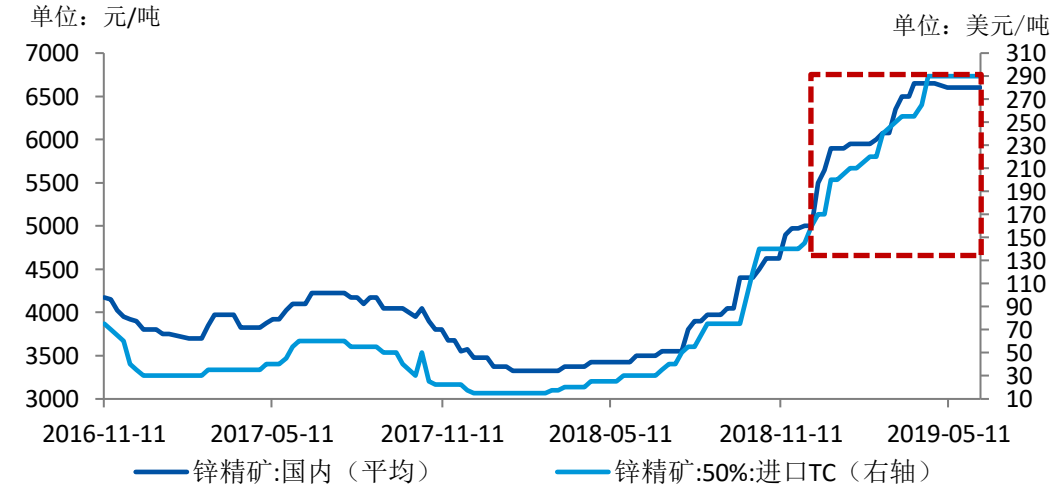
资料来源：海关总署 wind 南华研究

3.2. 加工费高位企稳，后期回落压力不大

锌精矿供应增加，加工费的走势就是最好的例证。2018 年上半年，随炼厂触及成本线减产检修，后环保搬迁等问题影响产量释放。而国内外矿山较好利润刺激下供应增加，国内外锌精矿 TC 于 2018 年下半年开始，自低位快速反升。截至今年 6 月底，现货进口矿加工费主要报价已经上涨至 290 美元/干吨，较 2018 年底的 170 美元/干吨上涨幅度逾 70%。国产矿平均加工费则从 5650 元/吨上涨至 6 月底的 6600 元/吨左右，同样涨幅明显。高加工费下，冶炼厂的盈利水平同样处于历史高位。

目前情况看，近两月加工费出现高位企稳。国内外矿山恢复性增长持续，但伴随炼厂需求逐步释放，2019 年下半年锌精矿加工费难有继续拉涨空间，预计企稳后存小幅回落之势。

图 6：锌精矿加工费情况



资料来源：wind 南华研究

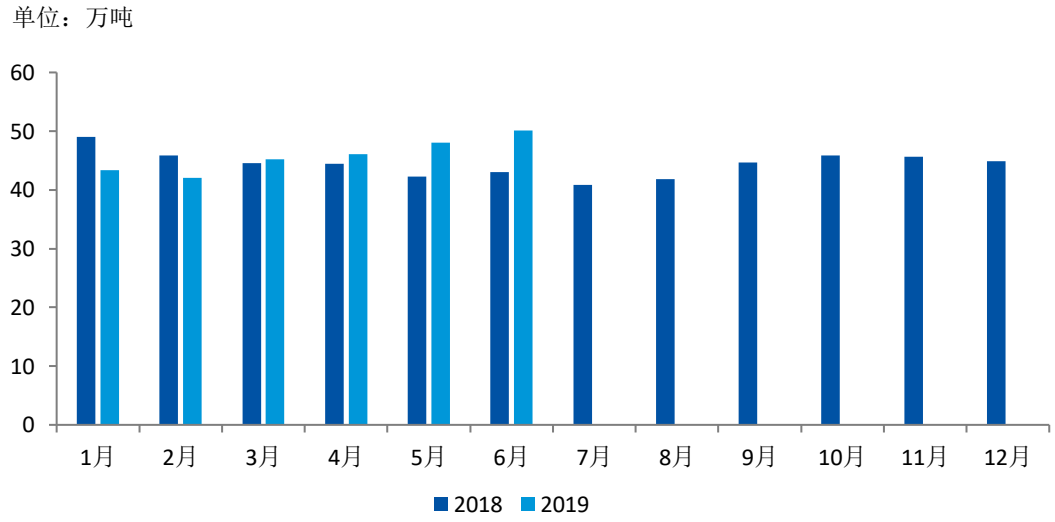
3.3. 冶炼端产量逐步接近峰值

2018 年，国内冶炼厂精炼锌产量为 533 万吨，累计同比减少 2.4%。2018 年矿端紧张逐步向锌锭传导，先是年中炼厂触及成本线主动减产，后叠加环保、生产等多种问题，整体产量录得进一步下降。2019 年上半年，环保、搬迁等影响炼厂产量释放进程，低产量仍支撑锌价。但高利润刺激炼厂生产积极性，炼厂产能逐步得到释放。

最新 SMM 调研数据显示，2019 年 5 月国内精炼锌产量 48.02 万吨，环比增加 4.14%，同比增加 13.49%。进入 5 月份，产量录得明显增加。5 月虽然仍有西部矿业、蒙自矿冶等炼企新增检修，但驰宏锌锗、白银有色总部等常规检修结束，产量录得较多增加；同时株洲冶炼、汉中锌业等大厂产量的进一步恢复，亦贡献较多增加；且仍有部分炼企因精矿入炉品味增加且部分小产能的炼企高利润下生产恢复等情况共同作用下，整个产量环比出现明显上升。而进入 6 月份，新增检修主要有安徽铜冠及成州矿冶等，但西部矿业、葫芦岛锌业检修结束，株洲冶炼第二条产线进一步投产，贡献主要增量。同时部分企业在利润刺激下继续小幅提产情况下，预计 6 月产量将环比进一步增加，预计较 5 月环比增加 2.11 万吨至 50.13 万吨，同比增加 16.56%，环比增加 4.4%。同时预计 1-6 月炼厂产量累计同比由负转正，累计同比 2.1%。

国内大型冶炼厂集中检修多数已结束，后期大概率将维持满产乃至超产节奏；此外，6-7 月处于传统淡季，国内精炼锌供应扩张向社会库存累增的转化仅是时间问题。

图 7：国内精炼锌月度产量



资料来源：SMM 南华研究

3.4. 第二轮环保督查来袭

6 月 27 日，生态环境部副部长翟青在国新办举行的新闻发布会上表示，第二轮第一批中央生态环境保护督察进驻的准备工作已经基本就绪，将于近期启动。第二轮中央生态环保督察将从 2019 年开始，用三年时间完成新一轮督察全覆盖，2022 年将对一些地方开展督察“回头看”。目前环保仍在影响冶炼厂产量，同时也对下游镀锌行业、氧化锌行业有所影响，虽然经过前一轮环保整改后，整个锌市行业集中度以及产能利用率有所提高，但第二轮环保督查的影响仍需保持谨慎态度，持续关注。

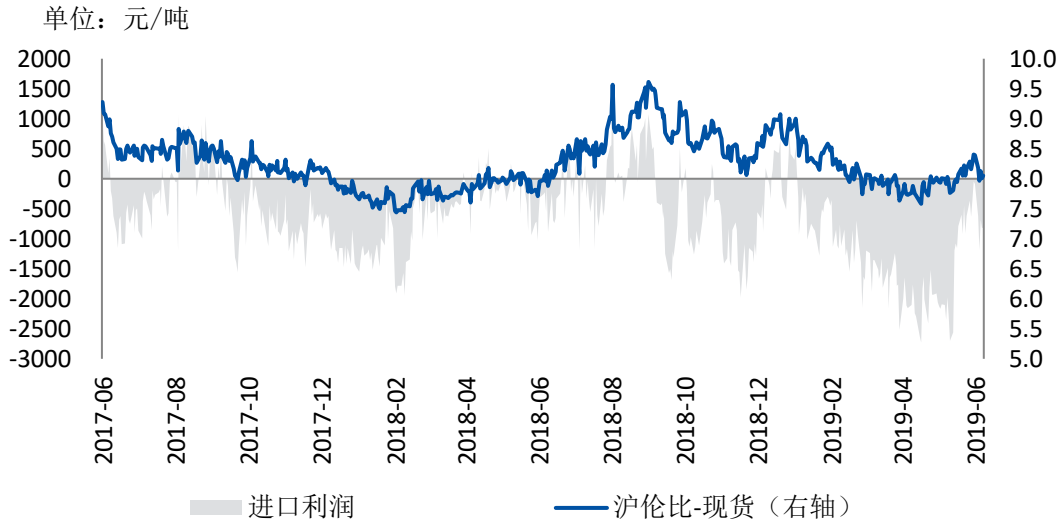
3.5. 进口操作空间有限

据海关总署最新数据显示，2019 年 5 月精炼锌进口量为 5.93 万吨，环比下降 23.57%，同比上升 0.32%，2019 年 1-5 月累计进口 27.76 万吨，累计进口同比上升 19.66%。

近期在国内挤仓风波的利好作用下，自年后基本维持在 1500 元/吨左右的进口亏损出现收缩，一度收窄至 700-900 元/吨左右，同时沪伦比值同步加速上修，国内买进抛远带来的收益，一部分高亏损流入国内的同时考虑内外反套盈利，进口锌并非无利可图，同时保税区库存也迎来流入国内消化的机会。

5 月海外 Back 刷新高值至 161 美元/吨附近，达到当年株冶事件水平，且后续也长期维持在 100 美元/吨上方，在此背景下 LME 锌库存并未进一步增加，海外现货矛盾激化，仍不利于进口盈利窗口开启。目前国内供应已进入峰值区域，国内本身已存在累库的压力，对进口锌的需求将进一步降温，海外锌锭大概率将转向 LME 仓库集聚，从传导逻辑上看，内外比价后期打开空间较为有限。

图 8：进口盈亏-锌



资料来源：wind 南华研究

表 2：中国精炼锌供需平衡表（万吨）

	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
精炼锌产量	133.0	153.3	137.5	151.0	146.5	165.2
净进口量	15.1	28.4	14.0	15.0	17.3	29.1
精炼锌消费量	165.5	168.0	157.5	167.0	164.3	170.2
供需平衡	-17.4	13.7	-6.0	-1.0	-0.5	24.1

资料来源：CRU 南华研究

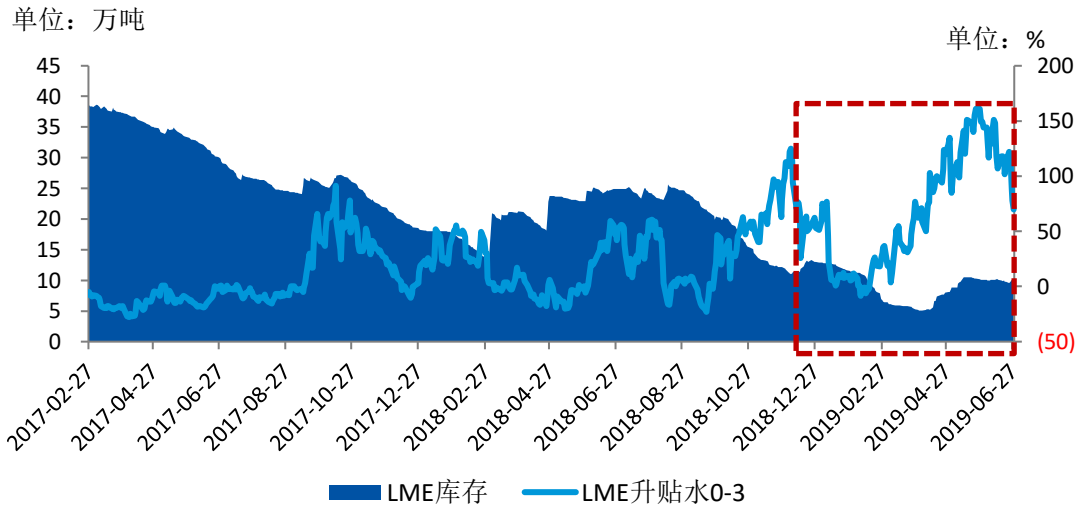
第4章　锌下游消费

4.1. 库存如预期累增

一季度为累库期，但累库速度低于去年，主要在于供应尚未释放；二季度则是去库期，去库速度低于去年，主要在于高加工费在冶炼产能释放加速。而当前，六七月份为传统的淡季，库存如预期累增。同时，国内冶炼产量逐步达到峰值、进口盈利窗口短期难以开启的情况下，7 月库存仍将继续增加，海外也会紧随其后。

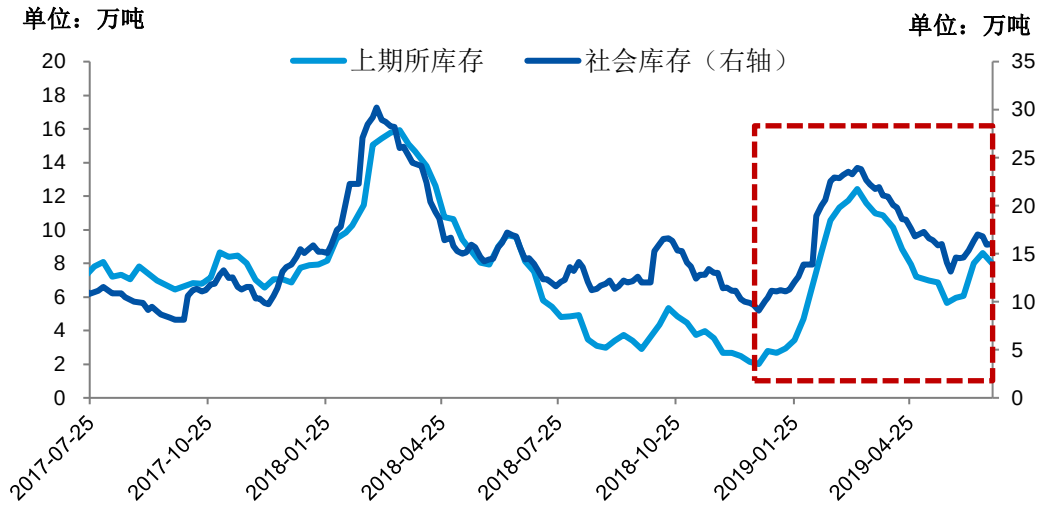
但是，从历史角度看，全球整体锌库存位于历史低位。即便在二季度海外 LME 交仓频现的情况下，LME 库存仍只返升至 10 万吨附近，且在当前 back 结构高升水的情况，预计海外隐性库存量较为有限，后续集中交仓的概率较小。因此，在海内外冶炼产能稳步释放的前提下，下半年低库存的态势仍将维持。

图 9：LME 锌库存情况



资料来源：Wind 南华研究

图 10：国内锌库存情况

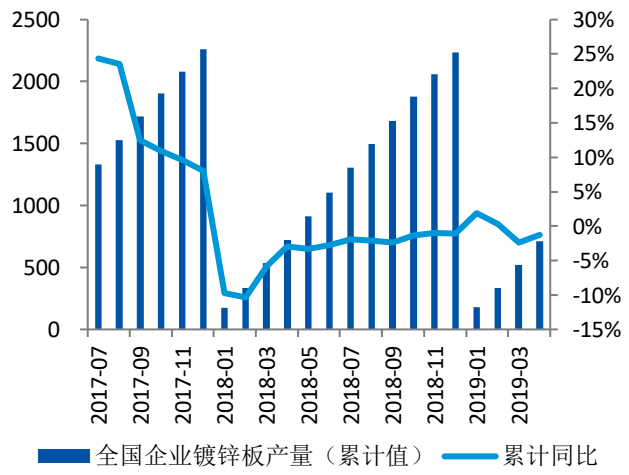


资料来源：Wind 南华研究

4.2. 基建消费可期

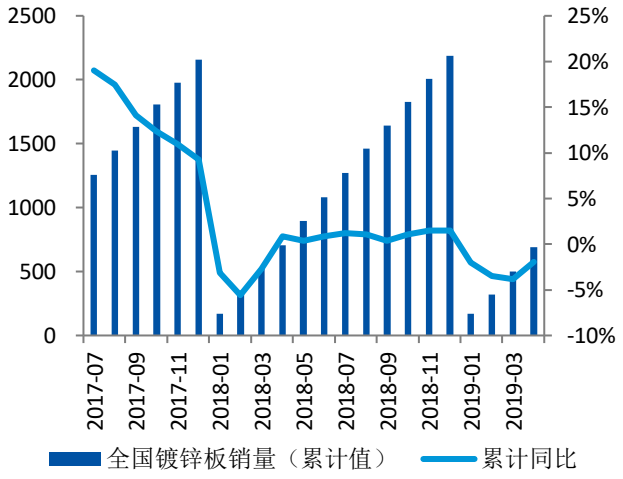
2019 年 1-4 月份全国镀锌板累计产量为 711.6 万吨，累计同比下降 1.23%。1-4 月全国镀锌板累计销量为 690.26 万吨，累计同比下降 1.93%。目前大型镀锌企业环保基本上改造完成，环保政策对大型镀锌企业影响相对较为有限，主要影响还是在中小企业。同时，从镀锌板库存看，二季度已经进入去库趋势，去库速度加快。

图 11：全国镀锌板产量



资料来源：Wind 南华研究

图 12：全国镀锌板销量



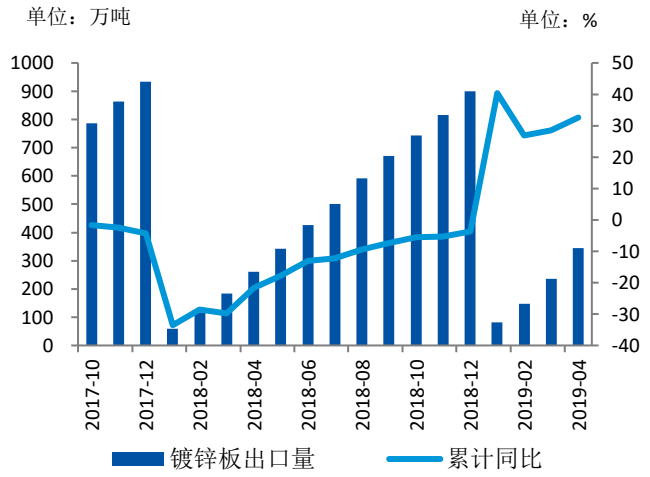
资料来源：Wind 南华研究

从进出口角度看，2019 年 1-4 月镀锌板净出口量累计同比增加 53.6%。镀锌板净出口大幅增加与去年出台的出口退税率由 13%上调至 16%有关，厂商出口积极性较高。此外，美国自 5 月开始，对中国部分镀锌产品增加 20%的关税，或影响未来镀锌板的净出口量。

2018 年镀锌结构件平均开工率 73.6%，较去年同比下降了 2.4 个百分点。主因 2018 年一季度环保

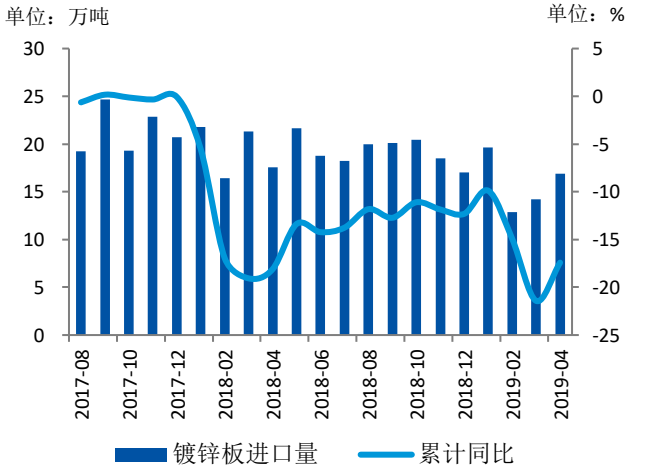
影响持续发酵，生产受限明显；同时，部分终端板块订单稍有走弱，拖累镀锌结构件企业开工率。2019 年 1-4 月镀锌平均开工率预计在 72.5%，较去年同期明显上升。18 年下半年开始的基建补短板政策刺激带动，叠加环保力度上的明显缓和，开工率录得提升。 综上，19 年消费可希冀于基建板块，助力用锌主力军镀锌板块消费。故锌消费增长仍存期待。

图 13：全国镀锌板出口量



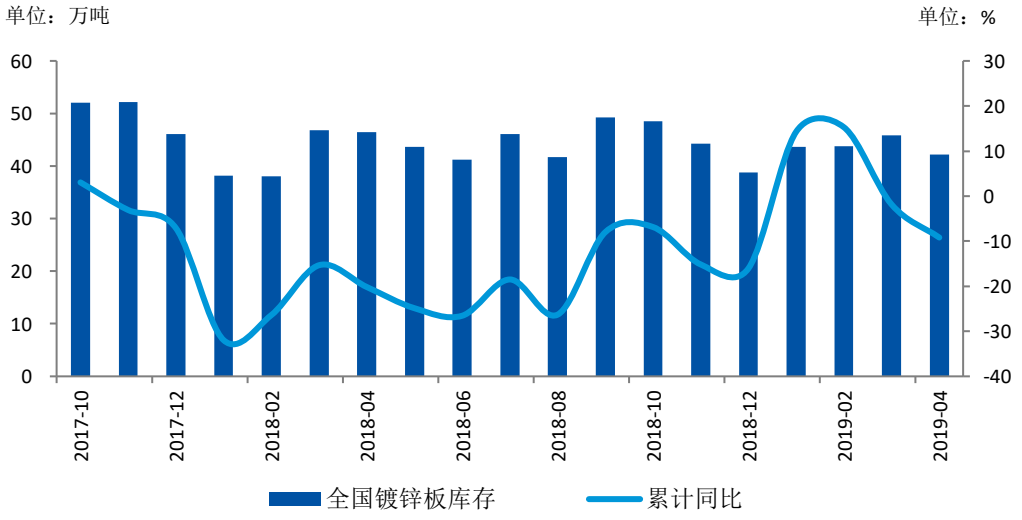
资料来源：Wind 南华研究

图 14：全国镀锌板进口量



资料来源：Wind 南华研究

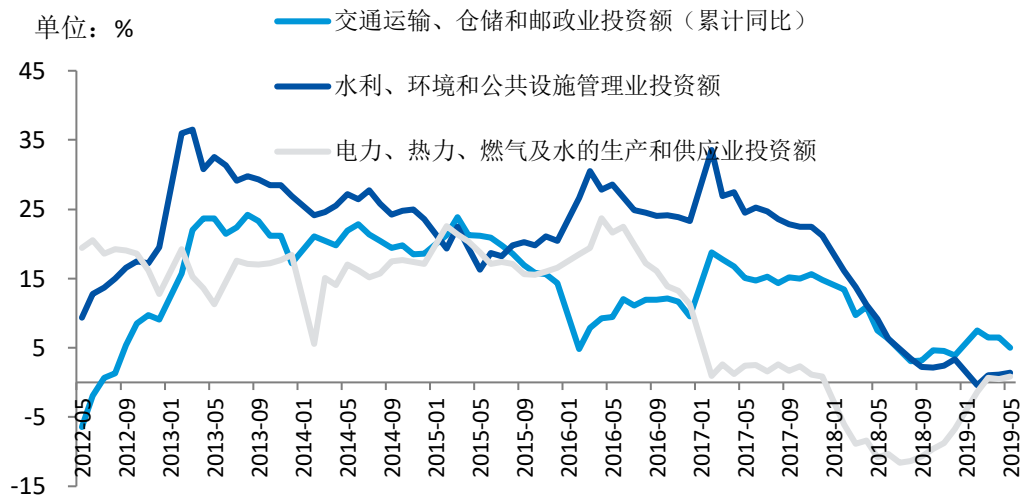
图 15：镀锌板库存情况



资料来源：Wind 南华研究

基建投资刺激作用可期。基建投资的主要领域包括：交通运输、仓储和邮政业、水利、环境和公共设施管理业以及电力、热力、燃气及水生产和供应业。根据统计局数据显示：2019 年 1-5 月，交通运输、仓储和邮政业投资增长了 5 个百分点，水利、环境和公共设施管理业、电力、热力、燃气及水生产和供应业投资分别增长了 1.4%、0.8%。上述三个数据表明，在我国基建补短板力度加强的情况下，加大基建投资的政策正在逐渐显现，虽然增速有一定的波动，但仍然推动了锌的消费。

图 16：基建投资企稳

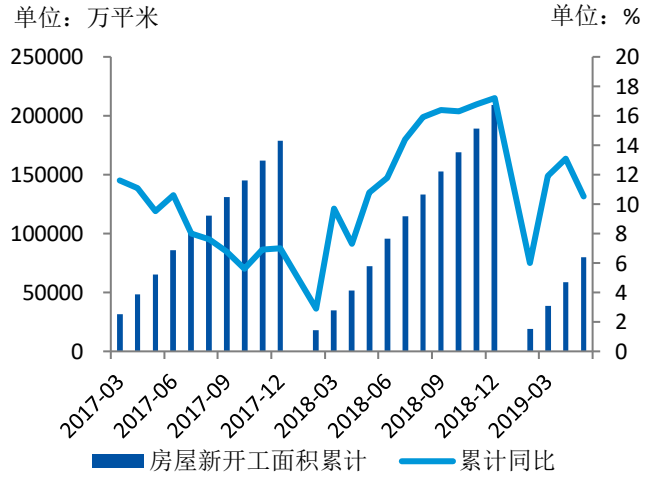


资料来源：Wind 南华研究

从终端消费看，房地产仍有韧性。2019 年 1-5 月，全国房地产开发投资累计增长 11.2%，增速相对保持平稳。一方面，土地购置费依然保持较快增长，另一方面，施工进度加快或施工项目投资强度提升推高了房地产投资，1-5 月房屋施工面积增长 8.8%，增速比 2018 年全年提高 3.6 个百分点。但 1-5 月房屋竣工面积下降 12.4%，降幅较 2018 年全年扩大 4.6 个百分点。锌在建筑领域主要为后端消费，开工数据影响相对不大，而竣工数据的大幅下降对锌消费构成直接不利。此外，虽然房屋土地购置费不断增长，但是土地购置面积则大幅降低，数据显示 1-5 月房屋土地购置面积累计同比降低 33.2%，这将导致未来房地产行业的用锌量逐步降低。

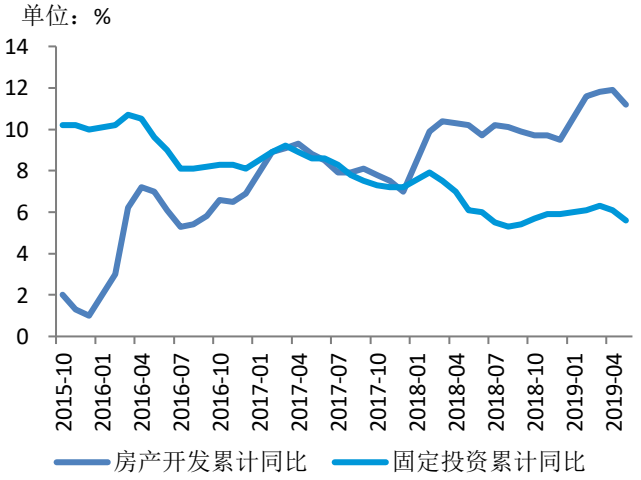
2019 年，房地产投资回落是大概率事件，但整体仍有韧性，而且如果放松房企融资政策和限价令，房企资金周转压力将有所缓解，竣工增速也有望回升，对锌消费有所支撑。

图 17：房屋新开工面积



资料来源：Wind 南华研究

图 18：房地产投资

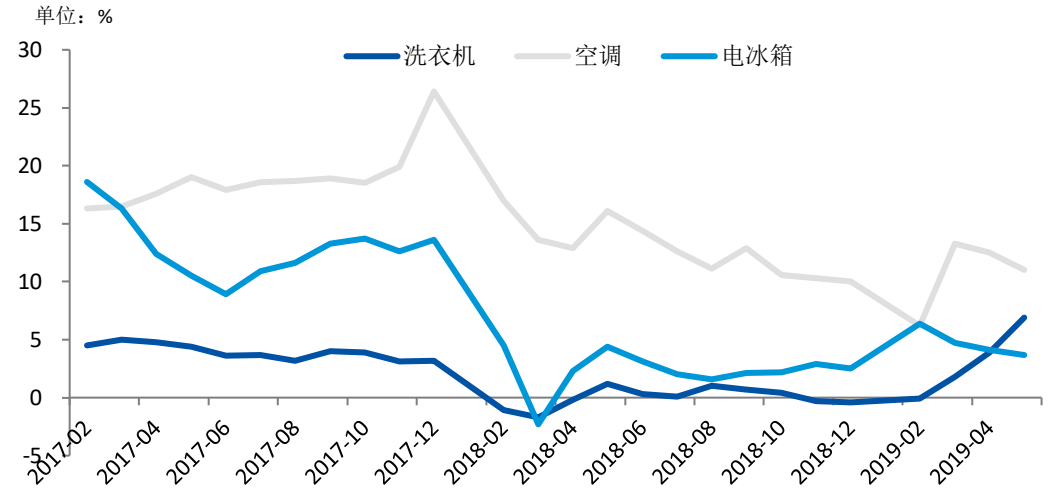


资料来源：Wind 南华研究

家电低位企稳。1-5 月份全国累计生产空调 9745.9 万台、生产电冰箱 3461.2 万台、洗衣机 3073.6

万台，分别累计增长 11%、3.7%和 6.9%。国家政府自今年 4 月份开始下调企业的增值税，并出台一系列的政策促消费，力求以消费拉动国家的经济增长，促进农村的家电消费升级，对锌的消费具有一定的带动作用。

图 19：家电产量累计同比

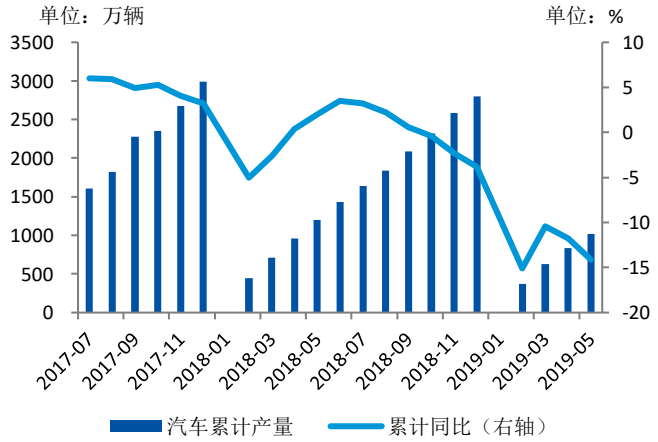


资料来源：Wind 南华研究

汽车产销持续低迷。根据中国汽车工业协会统计，2019 年 1-5 月份，累计生产汽车 1017.9 万台，同比降低 14.1%；5 月份单月生产汽车 185.1 万台，同比降低 21.5%，降幅继续扩大；1-5 月累计销售汽车 1026.59 万台，同比降低 12.95%，5 月单月销售汽车 191.3 万台，同比降低 16.4%，降幅继续扩大。从国内生产汽车镀锌板的几大钢厂了解到，过去几个月，生产一直相对稳定的钢厂连续镀锌线今年也出现了不同程度的检修减产，主因是汽车订单疲弱，这种情况在过去几年极为罕见。

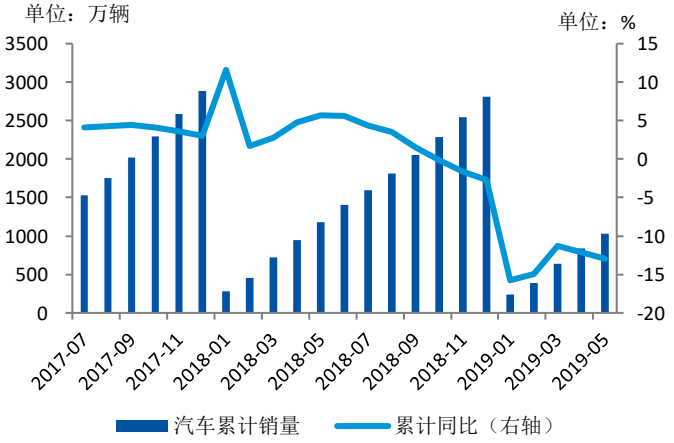
汽车产销数据依然不佳，后市锌消费的主要增长点或集中于基建领域。

图 20：汽车产量



资料来源：中汽协 南华研究

图 21：汽车销量



资料来源：中汽协 南华研究

第5章　锌价展望

对于 2019 年下半年，我们认为锌价下跌空间有限，中线可逐步布局多单。海外锌矿供应稳步增加，虽然国内锌矿增量有限但整体供应偏松。随着锌价的下跌，矿厂利润有所压缩，但目前尚未引发锌矿的减产，因而从过剩的角度看，锌价还将继续下探，但下跌空间有限。当前加工费高位企稳，后续涨幅空间有限，利润高企的情况下，冶炼产量已逐步接近峰值，精锌市场已告别深度短缺，预计下半年供需将维持紧平衡态势。在供给增加的大背景下，全球低库存状态短期内仍将维持。需求看，房地产韧性十足，且基建补短板政策的效果正在显现，预计下半年对精锌消费有较大带动作用。此外，第二轮中央环保督查工作即将启动，其对锌市供需端的影响需保持谨慎。因此，综合看，7 月消费淡季以及供应满产的情况下，锌锭累库压力较大，仍有进一步下跌趋势，但空间十分有限；在后续消费带动下，中线可逐步布局多单。

表 3：全球精炼锌供需平衡表（万吨）

	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
精炼锌产量	314.3	345.7	323.7	348.2	342.5	369.2
精炼锌消费量	346.3	349.2	339.3	352.9	346.3	345.2
供需平衡	-32	-3.5	-15.6	-4.7	-3.8	24

资料来源：CRU 南华研究

表 4：中国精炼锌供需平衡表（万吨）

	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
精炼锌产量	133.0	153.3	137.5	151.0	146.5	165.2
净进口量	15.1	28.4	14.0	15.0	17.3	29.1
精炼锌消费量	165.5	168.0	157.5	167.0	164.3	170.2
供需平衡	-17.4	13.7	-6.0	-1.0	-0.5	24.1

资料来源：CRU 南华研究

第二部分 铅：需求不振，弱势难改

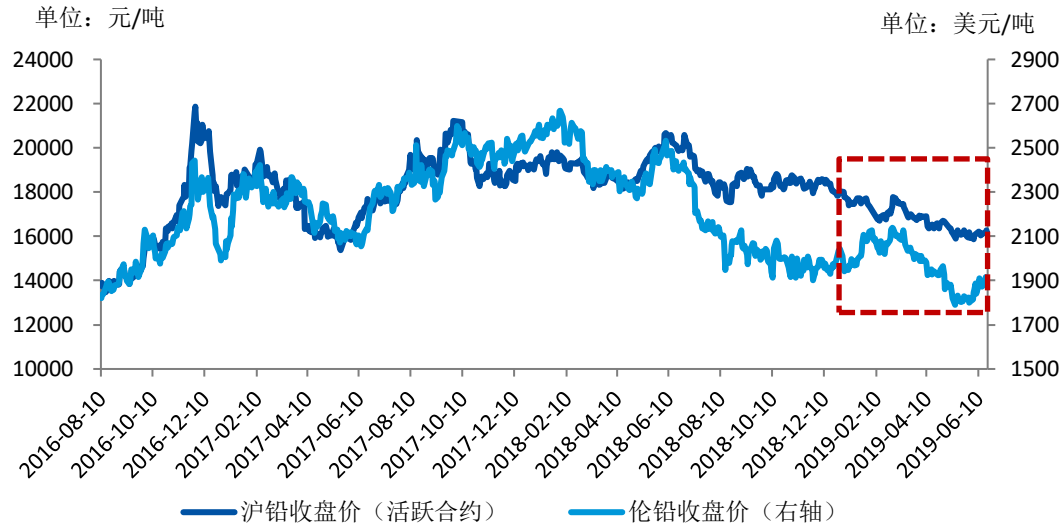
第6章 2019 年上半年铅价回顾

2019 年上半年，国内铅价整体偏弱，外盘则相对强势。

由于沪铅自身基本面缺乏支撑，整体偏弱。

截止 2019 年 6 月 28 日下午收盘，2019 年上半年沪铅指数下跌 11.45%，伦铅下跌 3.66%。

图 22 ：2019 年上半年铅价走势



资料来源：wind 南华研究

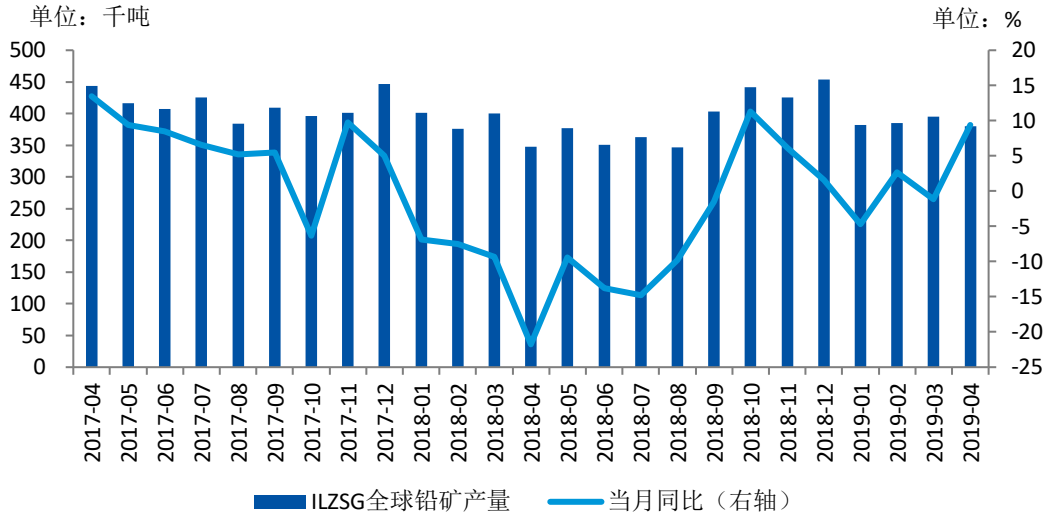
第7章 全球铅市场

7.1. 全球铅矿供应保持增长

根据国际铅锌研究小组（ILZSG）公布的数据显示，2018 全年全球铅矿产量为 465.5 万吨，较 2017 年产量微降 5.5 万吨，同比减少 1.16%。2019 年 1-4 月，全球铅矿产量为 154.4 万吨，累计同比增加 1 万吨或者 0.7%，主要是由于印度、秘鲁和瑞典的增长，而中国的减少在一定程度上起到了平衡作用。

目前来看，虽然 2018 年铅矿产量增加未符合之前的高预期，但从 2019 年二季度开始，全球铅矿已取得一定的恢复性增加，预期今年下半年铅矿产量仍将稳步提升。

图 23：ILZSG 全球铅矿产量



资料来源：wind 南华研究

表 5：海外铅矿企 2018-2019 年新增产能预估

公司	矿区项目	2019 年新增产能（万吨）
Glencore	MountIsa 及 McArthurriver	2
South32	Canningtong	1.5
Trevail	Halfmile lake	0.9
Heronre source	Woodlawn	1.2
Tau-Ken Samruk	Shalkiya	1.9
HZL	Sindesar Khurd	4
Industrias Penoles	Rey de Plata	0.9
Mineco	GroupOlovo	0.4
合计		12.8

资料来源：安泰科 南华研究

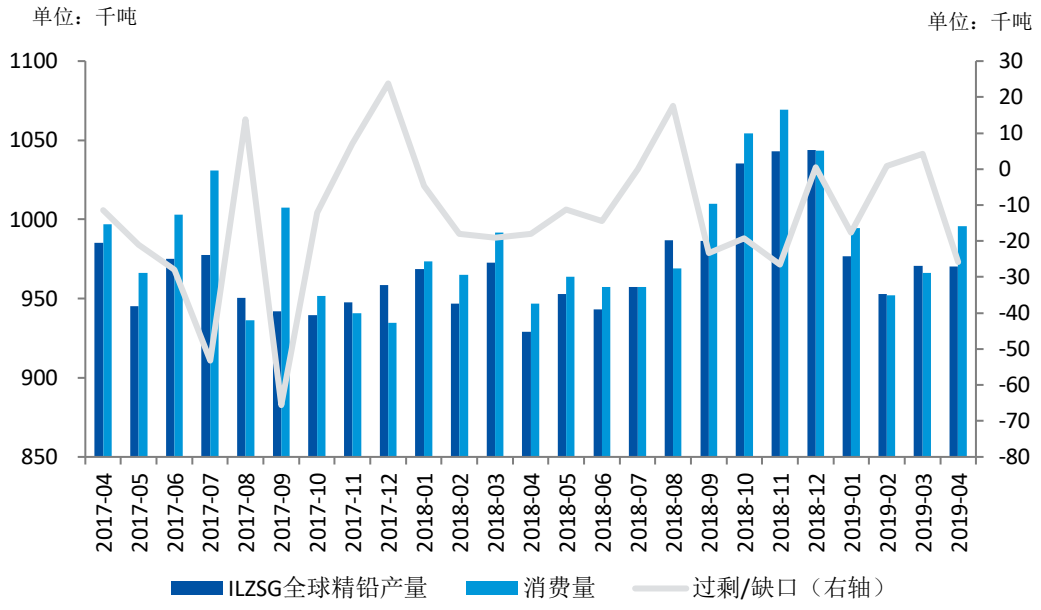
7.2. 全球精铅将由缺口转为过剩

根据国际铅锌研究小组（ILZSG）公布的数据显示，2019 年 1-4 月全球精炼铅产量为 387 万吨，较去年同期增加 8.8 万吨或者 2.3%。分国家来看，中国、印度和韩国产量有明显增加，而欧洲、日本和美国的产量则保持稳定。

从消费数据看，2019 年 1-4 月全球精炼铅消费量为 390.9 万吨，较去年同期增加 8.9 万吨或者 2.3%，主要受中国和印度精铅消费增长的影响，而欧洲、日本、韩国和美国，精铅消费则有所减少。

综合看，根据 ILZSG 公布的数据，2018 年精炼铅供应缺口为 9.8 万吨，较 2017 年有所收窄，2017 年精炼铅缺口为 14.8 万吨。同时，ILZSG 预测 2019 年全球精铅供应将超过需求 7.1 万吨左右。可见，精铅缺口正在逐步被弥补，今年下半年大概率呈现过剩的情况。

图 24 ：ILZSG 全球精铅产量



资料来源：wind 南华研究

表 6：全球精炼铅供需平衡表（万吨）

	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
精炼铅产量	299.5	307.4	289.6	298.1	308.5	313.4
精炼铅消费量	300.0	309.3	291.2	295.7	305.1	312.6
供需平衡	-0.6	-1.9	-1.6	2.4	3.4	0.8

资料来源：CRU 南华研究

第8章　国内铅市场

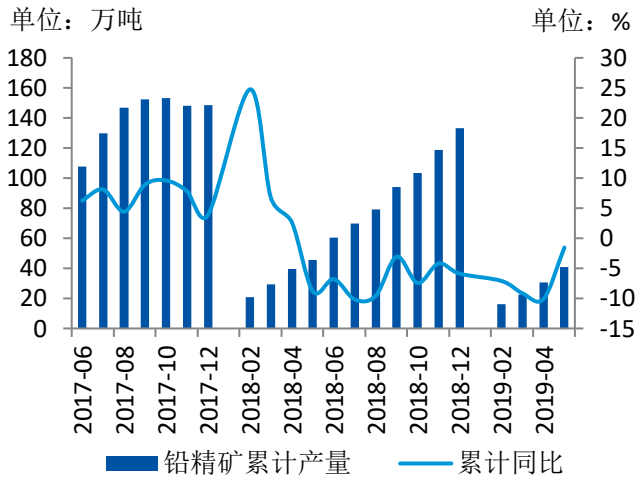
8.1. 国内铅精矿产量缓慢回升

根据国家统计局数据，2019 年 1-5 月国内铅精矿产量累计为 41.04 万吨，同比下降 1.54%，降幅明显缩小。

从开工率角度看， SMM 调研数据显示，2019 年 1-5 月铅精矿开工率分别为 30.1%、24.2%、36.2%、45.7%以及 47.2%，可见从 3 月开始，铅精矿开工率出现明显回升，环比增幅达 12%，4-5 月份开工率则延续上涨态势，主因在于内蒙、青海等高海拔地区的季节性复产范围的扩大，此外云南、湖南等地区部分矿企的产量同样处于缓慢恢复的过程中。随着气温转暖，预计后续铅精矿开工率将维持在稳定区间，产量则将稳步提升。

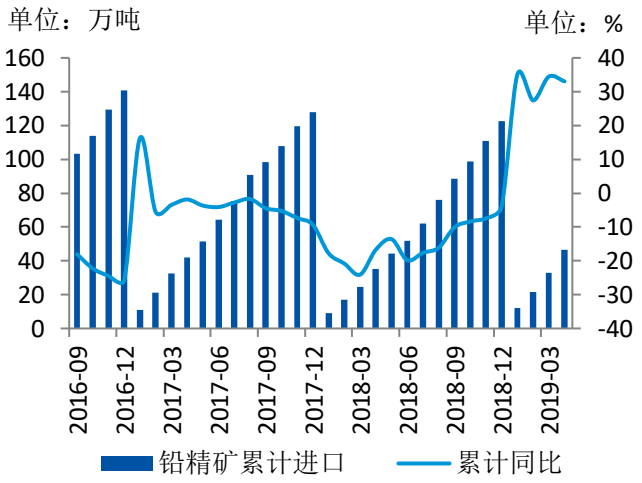
进口角度看，据海关数据，2018 全年中国进口铅精矿 122.7 万吨，同比下降 3.9%。2019 年 1-4 月中国铅精矿累计进口 46.6 万吨，较去年同期增加 11.6 万吨，增幅为 33.14%。随着海外矿山产量的逐渐释放，海外铅精矿市场供应相对宽松的背景下，沪伦比值持续处于高位，国内冶炼厂倾向采购进口矿进行生产，叠加国内铅矿仍处于缓慢回升的过程中，我国对进口铅矿的依赖度有所提升。

图 25：国内铅精矿产量



资料来源：Wind 南华研究

图 26：铅精矿进口量



资料来源：Wind 南华研究

从加工费角度看，目前国内 50 品位铅精矿加工费区间价报至 1750-1950 元/金属吨，进口 60 品位铅精矿加工费区间价报至 20-30 美元/干吨。整个上半年加工费无明显变化，保持稳定。

8.2. 再生铅占比提高

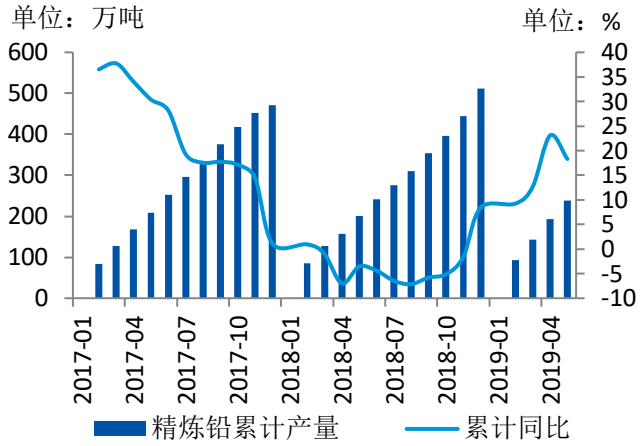
据国家统计局公布，2018 年全年我国精铅产量为 511.3 万吨，累计同比增长 9.8%；2019 年 1-5 月国内精铅产量为 238.4 万吨，累计同比增长 18.31%，再生铅产量为 91.76 万吨，累计同比增长 16.89%。

2018 年全年我国再生铅产量为 225.43 万吨，占精铅产量 44.1%，2017 年再生铅占比为 43.4%。

市场预期近两年精铅供应增量将主要来自再生铅产能的增加，但是实际供应情况不及预期。主要原因包括一是受到环保制约，大部分项目面临延期的困境，二是再生铅原料偏紧导致价格较高，增加再生铅企业成本，侵蚀其利润。当再生铅利润出现亏损时再生铅企业快速减产以应对价格下跌，例如 2018 年在接连的环保督查的压力下，废电瓶回收到厂价格居高不下维持在 10000 元/吨左右，而沪铅价格在宏观环境及消费疲软的拖累下走弱，再生铅企业利润从接近 3000 元/吨压缩至 1000 元/吨，最低到 700 元/吨，长期低利润使得再生精铅产量投放速度受到抑制。此外，由于再生铅原料为废电瓶，其回收、拆解等方面面临较多环保制约，因此，我们认为再生铅原料是制约再生铅迅速扩张的主要因素

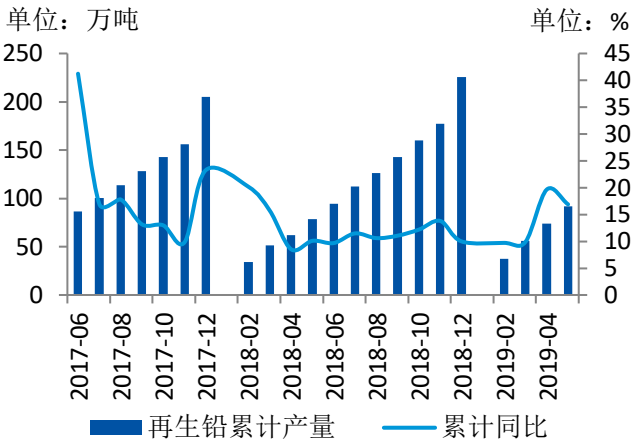
随着再生铅与原生铅价差扩大，市场逐步偏向采购再生铅；并且作为再生铅原料的废旧电瓶价格也同样出现了一定的松动，而这或将使得未来再生铅价格来自成本端的支撑出现减弱，因此再生铅占比提高是必然趋势。

图 27：国内精炼铅产量



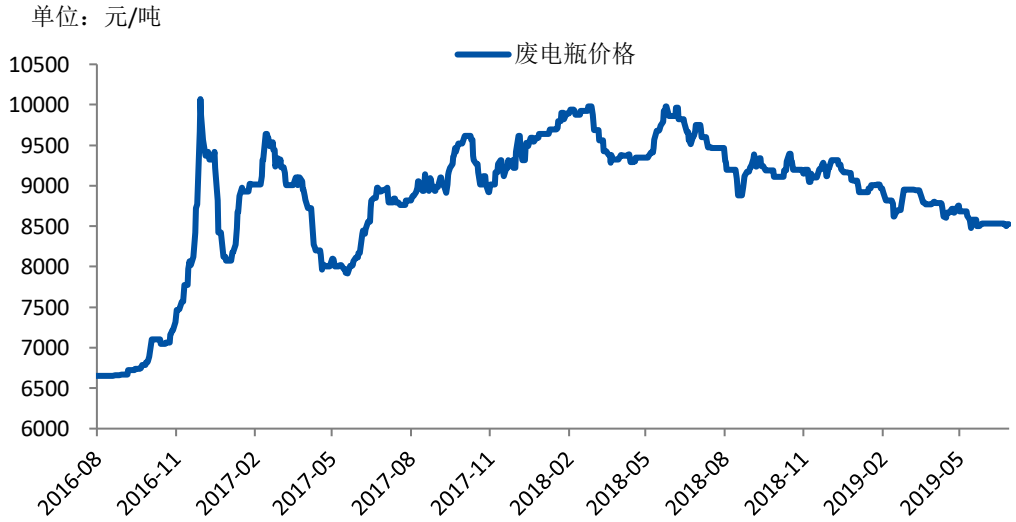
资料来源：Wind 南华研究

图 28：再生铅产量



资料来源：Wind 南华研究

图 29：废电瓶价格



资料来源：wind 南华研究

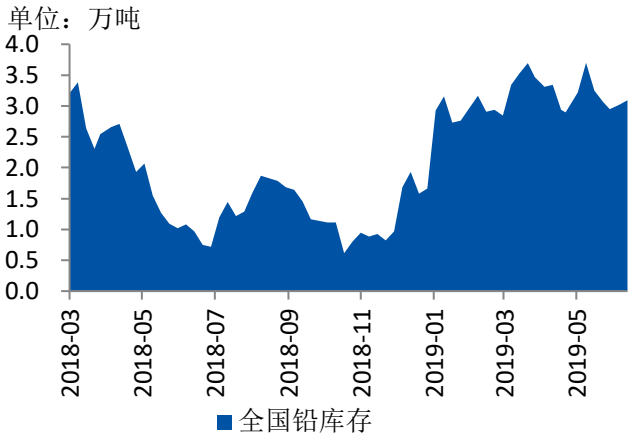
表 7：中国精炼铅供需平衡表（万吨）

	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
精炼铅产量	130.0	133.0	113.0	125.0	135.5	139.0
净进口量	3.7	7.4	4.9	1.4	4.8	7.6
精炼铅消费量	132.5	136.0	116.5	125.0	134.5	137.0
供需平衡	1.2	4.4	1.4	1.4	5.8	9.6

资料来源：CRU 南华研究

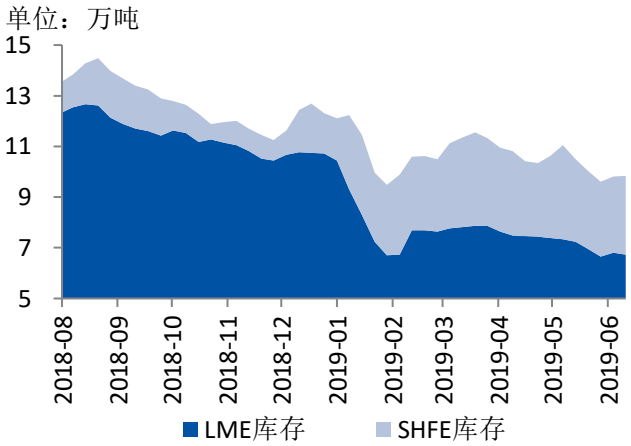
8.3. 库存分析

图 30：全国铅库存



资料来源：Wind 南华研究

图 31：交易所铅库存



资料来源：Wind 南华研究

截止至 6 月 28 日，上期所精炼铅库存为 3.076 万吨，从季节性角度分析，当前库存较近五年相比维持在平均水平；截止至 6 月 28 日，LME 铅库存为 6.62 万吨，当前库存较近五年相比维持在较低水平。

第9章　铅下游需求

铅的主要用途是铅酸蓄电池，而铅酸蓄电池主要用在汽车、通讯电源、电动自行车等，因而铅的下游需求行业相对集中，这些行业的景气程度直接影响铅的消费。分析这些下游行业的变化可以对铅的消费有比较全面的把握。

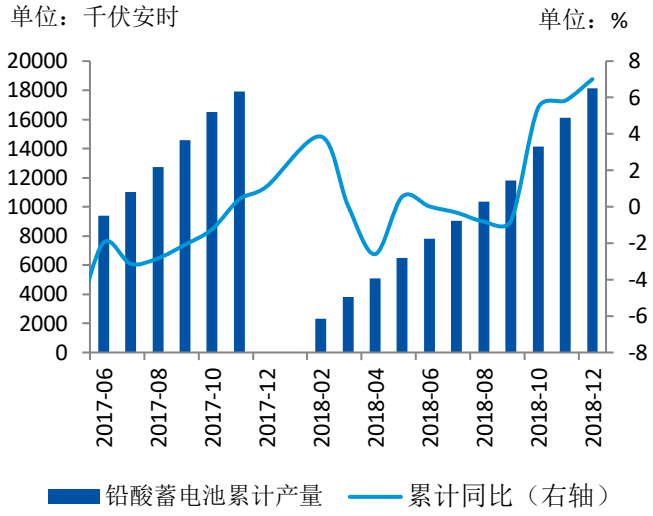
9.1. 铅酸蓄电池

根据国家统计局数据，2018 年全年铅酸蓄电池产量 18122.52 万千伏安时，同比增加 7%。

根据安泰科报告显示，2017 年以来，原材料铅的价格涨幅高达 50%，由于铅蓄电池中 70%左右的成本是铅，铅价上涨压缩了企业的利润空间，再加上 4%的消费税，铅酸电池企业生产成本飙升，对铅酸蓄电池出口也造成很大的影响。在国内生产铅蓄电池的成本明显偏高的情况下，产业发展已逐步向低成本的东南亚国家展望。

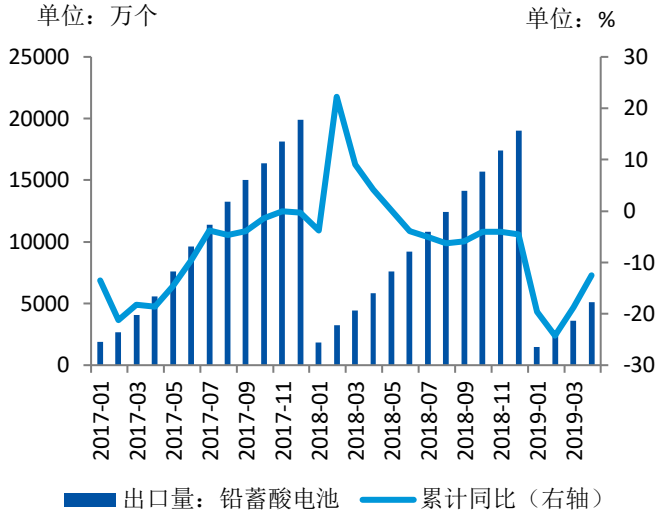
由于与蓄电池相关的下游终端消费行业，并不具备太大的需求爆发潜力，甚至对于一些诸如电动自行车等传统的需求板块，将逐渐走入“衰弱期”。因此对 2019 年整体铅下游需求保持谨慎偏悲观的态度。

图 32：铅酸蓄电池产量



资料来源：Wind 南华研究

图 33：铅酸蓄电池出口量



资料来源：Wind 南华研究

9.2. 汽车

2018 年以来，中国汽车产销持续低迷，一方面是前两年推出的购置税优惠政策提前透支了需求，另一方面，国内经济下行，中美贸易摩擦加剧导致消费者预期收入降低，民众消费乏力。2019 年 1-5 月中国汽车产销累计同比分别下降 14.1%和 12.95%，延续下滑态势。

图 34：中国汽车产量

资料来源：中汽协 南华研究

图 35：中国汽车销量

资料来源：中汽协 南华研究

2018 年全年，中国新能源汽车产销分别完成 129.6 万辆和 125.6 万辆，累计同比分别增长了 40.1%和 61.7%。我国新能源汽车全年产销已经突破 120 万辆，2019-2020 年预计年均增长 40 万辆，从而达到 200 万辆的目标。根据中汽协最新数据显示，1-5 月新能源汽车产销累计同比分别增长 27.9%和 41.6%，增速下滑明显。

目前纯电动汽车启动电池多以锂电池为主，铅酸蓄电池多用在混合动力汽车，而迫于电池的技术瓶颈、充电电桩的限制以及锂电池的冲击，铅酸蓄电池在汽车行业的运用与发展任重道远。

图 36：中国新能源汽车产量

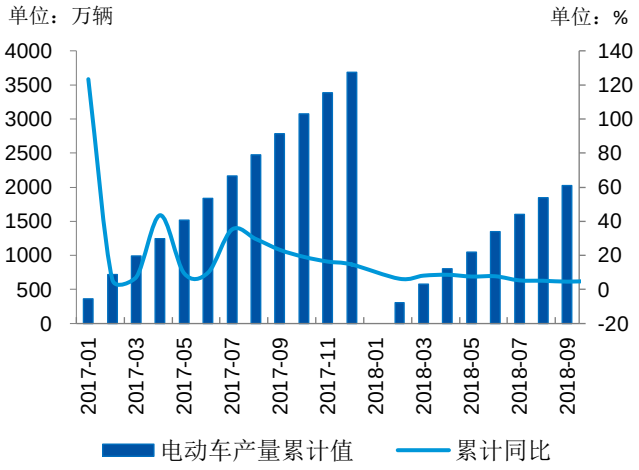
资料来源：中汽协 南华研究

图 37：中国新能源汽车销量

资料来源：中汽协 南华研究

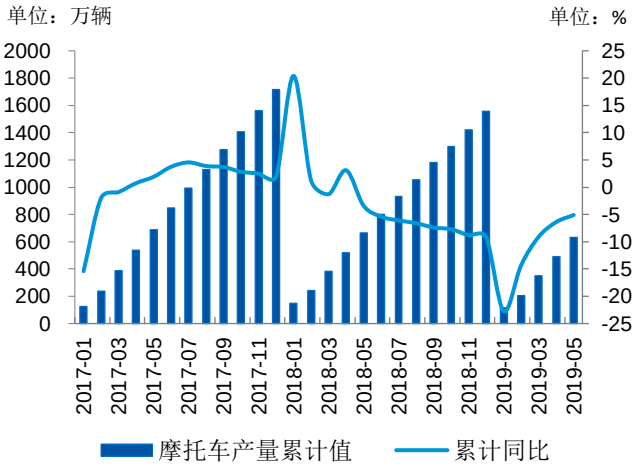
9.3. 电动自行车及摩托车

图 38：电动车产量



资料来源：Wind 南华研究

图 39：摩托车产量



资料来源：Wind 南华研究

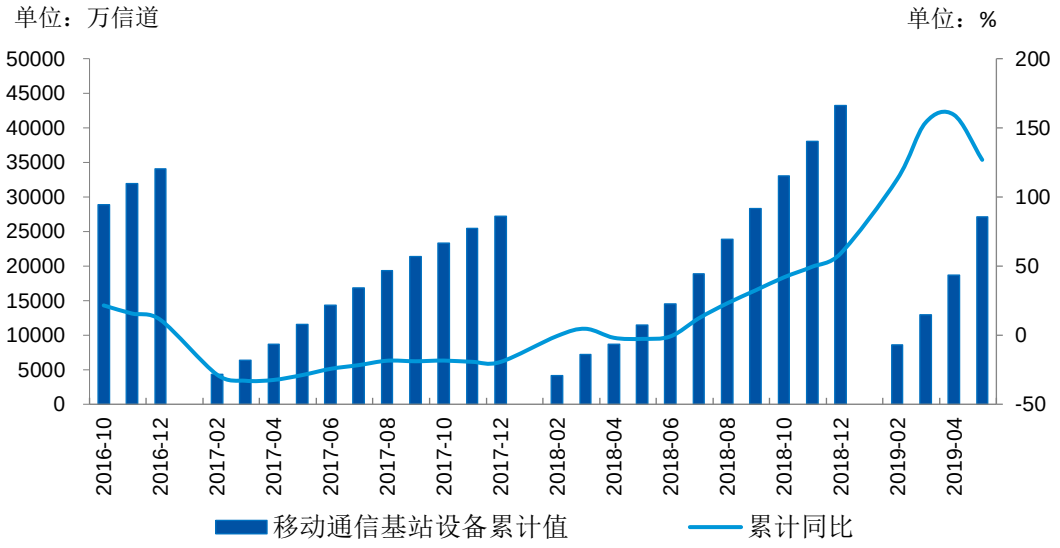
对于传统的铅酸蓄电池需求量同样巨大的电动自行车板块，在未来对于铅酸蓄电池的需求或许有可能会逐渐减弱。新国标对于电动自行车的重量也做出了较为严格的规定，并且已于今年 4 月正式落地实施，规定整车重量不得超过 55KG，电机功率不超过 400W，电压体系不超过 48V，这意味着目前市场上所存有的 2 亿余量电动自行车绝大多数都不符合要求，并且同样意味着此前广泛用于电动自行车上的 12Ah 以上的铅酸蓄电池将完全不可能再被使用，而 10Ah 电池重量将不能超过 3.6KG，这也意

味着 2019 年电动车产量将会进一步下滑。就单单电池重量的下滑也意味着铅用量的减少，且目前电池企业都在加大钴锂电池的研发，更是会侵蚀铅蓄电池市场。而与电动自行车情况较为类似的便是摩托车的产量在过去的几年时间里，摩托车年产量也始终处于逐年下降的趋势。故此预计未来摩托车对铅品种需求会继续处于逐渐下降的格局。

9.4. 移动通信基站

据国家统计局数据，2019 年 1-5 月我国生产移动通信基站设备 27136.1 万信道，同比增长 126.8%，数据表现良好。2018 年以来，虽然三大运营商公布均将开展 5G 建设试点，并将在 5 个试点城市建设超过 100 个 5G 基站，但对铅需求贡献量有限。据公开数据了解到，每个基站需要 24 组蓄电池，而此类蓄电池重量为 12-15 公斤，未来两年最多对铅需求量为 6-7 万吨。此外，中国铁塔在 2017 年年末颁布文件，将逐渐停止铅酸蓄电池的采购，目前，由于锂电池梯次利用技术尚未成熟，近两年仍将能带动精铅消费。

图 40：移动通信基站设备



资料来源：Wind 南华研究

第10章　铅价展望

对于 2019 年下半年，我们认为铅价仍将继续走弱。

供给端看，全球铅精矿供应保持增长态势，精铅缺口逐步缩窄，预计下半年将由短缺转为过剩。但国内受到冶炼成本以及再生铅产量因素制约，预计精铅供应增幅并不显著。再生铅在精铅中占比持续增长是必然趋势，因此供应端的重心将从铅矿的供应转移至再生精铅的供应，但废瓶电池的回收和拆解将成为再生铅扩张的主要制约因素。

需求端，传统消费主流行业疲软，长期来看消费也受到电动车新国标和通信基站由铅蓄电池向梯次锂电转换的影响，难有起色，铅蓄电池市场份额持续遭到吞噬。

综合看，预计 2019 年下半年铅价将继续走弱。

表 8：全球精炼铅供需平衡表（万吨）

	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
精炼铅产量	299.5	307.4	289.6	298.1	308.5	313.4
精炼铅消费量	300.0	309.3	291.2	295.7	305.1	312.6
供需平衡	-0.6	-1.9	-1.6	2.4	3.4	0.8

资料来源：CRU 南华研究

表 9：中国精炼铅供需平衡表（万吨）

	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
精炼铅产量	130.0	133.0	113.0	125.0	135.5	139.0
净进口量	3.7	7.4	4.9	1.4	4.8	7.6
精炼铅消费量	132.5	136.0	116.5	125.0	134.5	137.0
供需平衡	1.2	4.4	1.4	1.4	5.8	9.6

资料来源：CRU 南华研究

南华期货分支机构

总部
杭州市西湖大道 193 号定安名都 2、3 层
客服热线：400 8888 910

南京分公司
南京市建邺区河西商务中心区 B 地块新地中心二期 808 室
电话：025-86209875

上海分公司
上海市浦东新区芳甸路 1155 号 801、802 单元
电话：021-50431979

上海虹桥路营业部
上海市徐汇区徐汇区虹桥路 777 号 1701、1702、1703、1708、1709 室
电话：021-52586179

上海芳甸路营业部
上海市浦东新区芳甸路 1155 号 8 层 803、804 单元
电话：021-50431979

普宁营业部
广东省普宁市中信华府南向门市东起第 3-8 间首层至二层
电话：0663-2663855

厦门营业部
厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 栋 1903 单元
电话：0592-2120291

南通营业部
南通市崇川区崇文路 1 号启瑞广场 20 层 2308、2309 室
电话：0513-89011168

广州营业部
广州市天河区花城大道 68 号 2008 房，2009 房
电话：020-38809869

天津营业部
天津市河西区友谊路与平江道交口东南侧大安大厦 A 座 1003
电话：022-28378072

苏州营业部
苏州工业园区苏惠路 88 号环球财富广场 1 幢 2909 室
电话：0512-87660825

汕头营业部
汕头市龙湖区金砂路 103 号星光华庭商铺 112、212 号房复式
电话：0754-89980339

太原营业部
太原市迎泽区解放南路 2 号 1 幢景峰国际 24 层 03 室
电话：0351-2118001

浙江分公司
宁波市海曙区和义路 77 号 901、902
电话：0574-87280438

余姚营业部
浙江省余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 室、104 室
电话：0574-62509011

永康营业部
浙江省永康市永康总部中心金州大厦一楼
电话：0579-89292777

萧山营业部
杭州市萧山区北干街道金城路 438 号东南科技研发中心 2101 室
电话：0571-83869601

绍兴营业部
浙江省绍兴市越城区越发大厦 905-906 室
电话：0575-85095807

温州营业部
浙江省温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801 室
电话：0577-89971808

成都营业部
四川省成都市高新区天府大道北段 1700 号 1 栋 2 单元 12 层 1209 号
电话：028-86532609

嘉兴营业部
浙江省嘉兴市融通商务中心 3 幢 1801 室
电话：0573-89997820

慈溪营业部
浙江省慈溪市浒山街道开发大道 1277 号 香格大厦 7 楼
电话：0574-63925104

宁波营业部
浙江省宁波市江北区大闸南路 500 号 24 幢 1706 室
电话：0574-87274729

济南营业部
济南市历下区泺源大街 102 号祥恒广场 15 层 1505
电话：0531-80998121

桐乡营业部
浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路 1048 号一层、七层
电话：0573-83378538

重庆营业部
重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3
电话：023-62611588

合肥营业部
安徽省合肥市蜀山区潜山路 190 号华邦世贸中心 3302
电话：0551-62586688

舟山营业部
浙江省舟山市定海区临城街道翁山路 416 号中浪国际大厦 C 座 5 层 503 室
电话：0580-8125381

义乌营业部
浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话：0579-85201116

南昌营业部
江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公楼 1405 室
电话：0791-83828829

北京分公司
北京市西城区宣武门外大街 26、28、30 号 2 幢 5 层 A502 室
电话：0451-58896635

北京营业部
北京市西城区宣武门外大街 26、28、30 号 2 幢 5 层 A501 室
电话：010-63161286

台州营业部
台州经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室
电话：0576-88539900

沈阳营业部
沈阳市沈河区北站路 51 号 15 层 C 室
电话：024-22566699

大连营业部
辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦第 34 层 3401、3410 号
电话：0411-39048000

青岛营业部
青岛市市南区闽江路 2 号 1 单元 2501 室
电话：0532-80798978

郑州营业部
郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 房间
电话：0371-65613227

兰州营业部
兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号 11 层 001 号
电话：0931-8805351

哈尔滨营业部
哈尔滨市香坊区中山路 93 号 801、802、810 室
电话：0451-58896607

深圳分公司
深圳市福田区莲花街道金田路 4028 号荣超经贸中心 2701、2702 室
电话：0755-82777909

深圳营业部
深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703、2705 室
电话：0755-82777909

免责申明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。

南华期货 NANHUA FUTURES

公司总部地址：杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层　　邮编：310002

客服热线：400　8888　910

网址：www.nanhua.net