



金瑞期货
JINRUI FUTURES

金瑞期货铅下半年报告

——铅价重心下移，波动趋缓

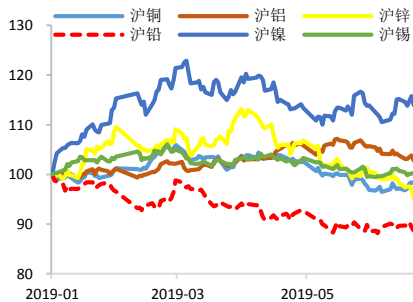
2019年6月28日

金瑞网站：www.jrqh.com.cn

客服热线：400-888-8208

核心观点：

铅价上半年表现最弱



金瑞期货研究所

罗平 (F3001801 Z0010512)

电话：0755-83526480

邮箱：luoping@jqh.com.cn

请务必阅读正文之后的免责条款部分

- **金属走势分化 铅价单边下行。**今年上半年，原生铅还是再生铅的供应都出现增长，而消费方面利空不断，电动自行车新国标实施对下游电池行业冲击最大，国内累库国外去库，环保影响减小及铅消费趋势下降是导致今年铅价下跌的根本原因。
- **铅锌矿伴生比例下降 未来供应释放缓慢。**传统的铅锌矿伴生比例大幅降低，近两年境外矿山增量每年不足 20 万吨，环保约束国内增量释放，贸易冲突下自美铅精矿进口下降后由俄替代，这意味着铅精矿加工费未来升幅有限。
- **环保减弱下，下半年供应宽松。**环保驱动逻辑改变，合规产能提升下国内供应重回增长周期，河南增产或成主力。2019 年下半年大致有 20 万吨再生铅项目新投产，产量的释放需待明年初。2020 年初建成项目较多，再生铅原料短缺问题相对突出，远期再生铅新产能或表现为开工不足。
- **消费结构性转变，下半年旺季难旺。**今年铅消费结构发生根本性改变，锂电替代加剧拖累消费趋势下降。受电动自行车新国标冲击，按减重电池市场化程度 50% 预估，铅消费下降约 6.1 万吨。而铁塔动力电池梯次利用将拖累今年铅需求环比降 6.3 万吨。铅蓄企业持续亏损减产，加之终端表现不佳令前景偏悲观，今年旺季难旺。
- **重心下移，铅价波动趋缓。**节奏上，三季度应迎来传统的季节性消费旺季，行情或有短暂反弹修复，关注环保扰动。但在总体过剩情况下，价格重心下移趋势不改，波动率下降。沪铅下半年波动区间 15000/17000 元，伦铅价格区间 1600/2100 美元。相对价格方面，期货远期曲线扁平化下跨期价差机会难显，三季度旺季结束后国内累库而国外季节消费好转，可尝试抛国内买 LME 正套策略，预期下半年比价波动区间 (8.2, 9.0)。

正文目录

一、铅市场上半年走势及变化.....	4
1.1 金属走势分化 铅价单边下行.....	4
1.2 矛盾转换 向上驱动力不足.....	4
1.3 进口窗口多次开启 精铅进口大增.....	4
二、铅精矿供需基本平衡.....	5
2.1 铅锌矿伴生比例下降 未来供应释放缓慢.....	5
2.2 环保约束国内量释放 精矿供需基本平衡.....	5
2.3 贸易冲突下 自美铅精矿进口下降后由俄替代.....	6
三、环保减弱下 下半年供应宽松.....	6
3.1 环保减弱 原生再生产量释放.....	6
3.2 合规产能增加 再生铅成本支撑逻辑打破.....	7
3.3 下半年供应宽松 河南增产成主力.....	7
3.4 再生产能持续扩大 增量预期看原料.....	8
四、消费结构性转变 下半年旺季难旺.....	9
4.1 政策利空 铅消费结构性转变.....	9
4.2 终端表现不佳 前景偏悲观.....	9
4.3 铅蓄利润看消费 旺季难旺.....	9
五、重心下移 铅价波动趋缓.....	10
5.1 环保仍有不确定性.....	10
5.2 策略建议.....	10

图表目录

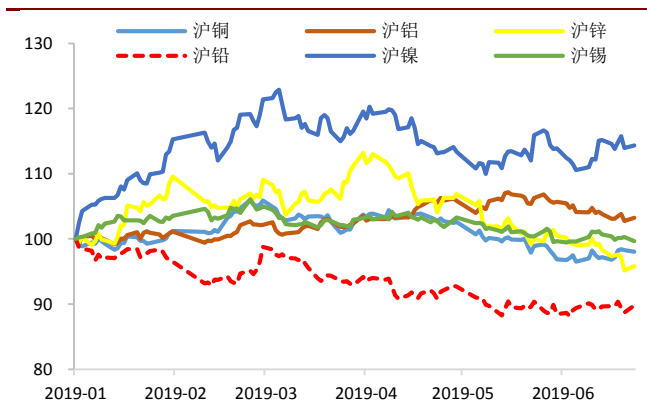
图 1 沪铅上半年下跌近 10%	4
图 2 上半年国内库存上升境外库存下降	4
图 3 今年国内现货升水波动平缓	5
图 4 沪伦比值走高刺激精铅进口大增	5
图 5 未来铅精矿释放相对缓慢	5
图 6 中国铅精矿进口较之去年同期大增	5
图 7 铅精矿自美进口比重连续 2 年下降	6
图 8 自俄罗斯进口铅精矿快速增加来替代美国	6
图 9 再生铅不合规产能逐年减少	7
图 10 国内样本企业精铅产量远超过去同期	7
图 11 再生铅亏损也难提振铅价	8
图 12 再生铅与原生铅价差收窄	8
图 13 电池厂利润亏损	10
图 14 铅蓄电池厂成品库存为近 5 年高点	10
表 1 铅精矿年度供需平衡	6
表 2 国内 2019 年-2020 年再生铅预计新增产能	8
表 3 全球铅市场供需平衡	10

一、铅市场上半年走势及变化

1.1 金属走势分化 铅价单边下行

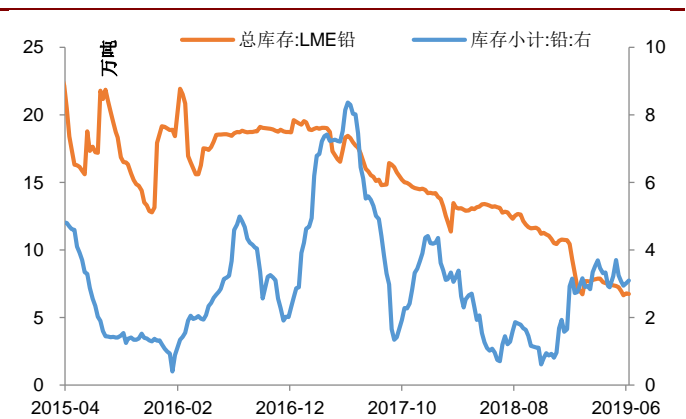
2019年上半年,宏观市场情绪围绕中美贸易谈判及美联储货币政策动向展开,一季度由于中美达成贸易协议的最后期限后延、美联储释放鸽派信号等因素,金属普遍反弹。二季度由于贸易摩擦加剧,经济下行压力增加,金属普遍回落。区别于其他金属上半年先扬后抑的走势,铅市走出一轮单边下行行情,在所有金属品种中表现最弱。截止6月25日,伦铅年内下跌4.7%,波动区间在1770/2179美元;沪铅上半年下跌10.2%,波动区间在15790/18140元。

图1 沪铅上半年下跌近10%



资料来源: Wind, 金瑞期货

图2 上半年国内库存上升境外库存下降



资料来源: Wind, 金瑞期货

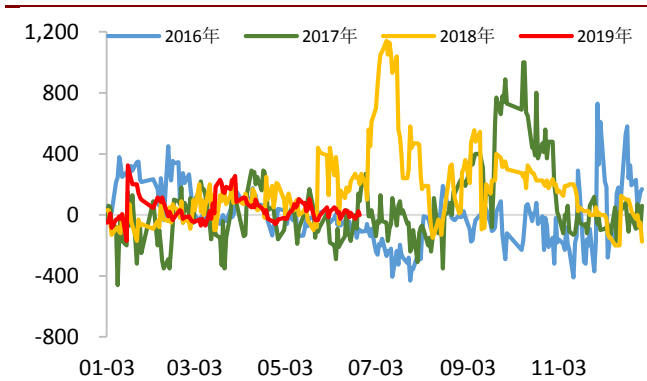
1.2 矛盾转换 向上驱动力不足

过去两年铅的行情受环保主导,2018年下半年开始环保力度减弱,铅价重心也在不断的下降。对比去年同期,2018年上半年安徽太和县全面环保升级改造导致工业园区集中关停,同时环保督查回头看频繁影响生产,沪铅年中社会库存最低不足1万吨。而今年上半年,环保干扰减少,无论是原生铅还是再生铅的供应都出现增长,而消费方面利空不断,尤其电动自行车新国标自4月15号开始实施,对下游电池行业冲击最大,沪铅上半年累库大概5000多吨,市场矛盾转向消费端去库,铅价向上动力不足。

1.3 进口窗口多次开启 精铅进口大增

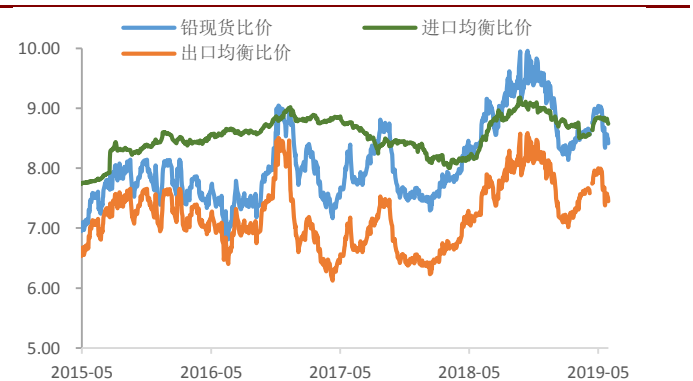
今年年初,铅市场内外比价最高触及9.4,精铅进口盈利超过900元,在进口利润如此丰厚情况下,铅库存通过进口方式自LME向国内转移;2月国内春节消费遇冷,内外比价回落,4~5月比价再度回升至9.0一线,进口窗口多次开启令今年前4个月进口量达到4.57万吨。这也使得海外库存通过进口方式至国内。随着进口铅增加,国内供应充裕令比价回落。

图 3 今年国内现货升水波动平缓



资料来源: Wind, 金瑞期货

图 4 沪伦比值走高刺激精铅进口大增



资料来源: Wind, 金瑞期货

二、铅精矿供需基本平衡

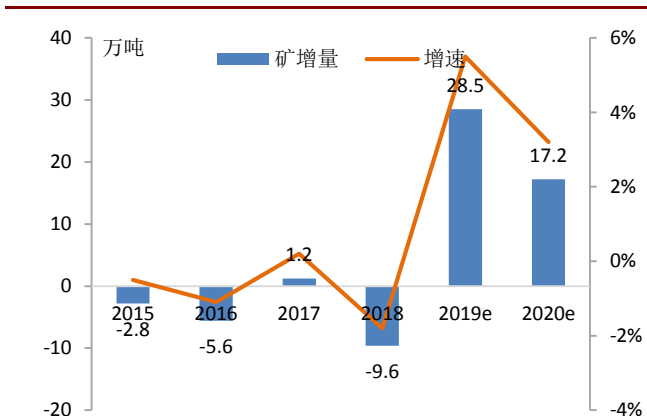
2.1 铅锌矿伴生比例下降 未来供应释放缓慢

对于境外, 由于近年矿山新增产能以无铅铜锌矿山居多, 传统的铅锌矿伴生比例大幅降低, 如 Antamina、Gamsberg 等大型无铅铜锌矿山等, 这导致未来几年铅精矿释放相对缓慢。近两年境外矿山增量每年不足 20 万吨, 对冶炼厂而言, 这意味着铅精矿加工费未来升幅有限。安泰科不完全统计预估, 2019 年国外矿山新增产能 14.8 万吨。

2.2 环保约束国内量释放 精矿供需基本平衡

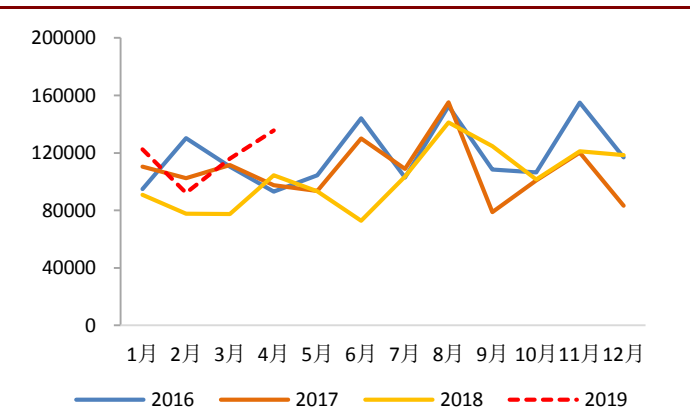
对于国内, 受环保约束, 预估矿山增量 2018、2019、2020 年分别为 4.3 万吨、5.4 万吨、3.5 万吨。从原料角度, 由于精矿缓慢释放, 而中国再生铅产能增加将加大对原料的替代, 全球的铅精矿缺口将缩小。我们预计 2019 年铅精矿市场将维持基本平衡状态。

图 5 未来铅精矿释放相对缓慢



资料来源: Wind, 金瑞期货

图 6 中国铅精矿进口较之去年同期大增

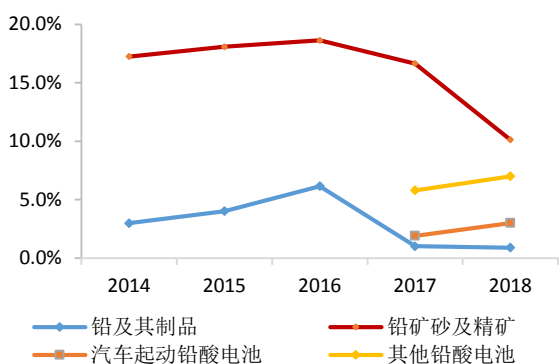


资料来源: Wind, 金瑞期货

2.3 贸易冲突下 自美铅精矿进口下降后由俄替代

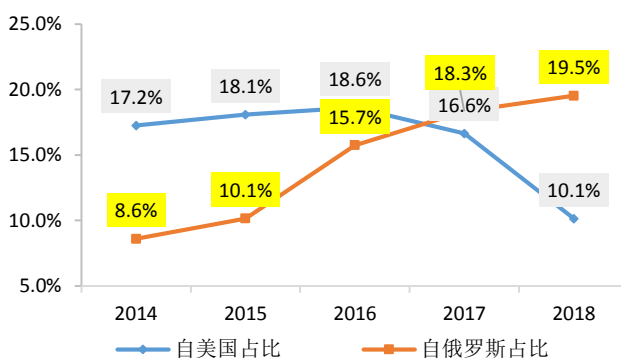
过往中国约三分之一精矿需进口。随着贸易冲突加剧，中国应对美国贸易制裁的决定是对自美进口的铅精矿征税 10%，这具体影响多大呢？我们看到，近两年随着再生铅物料使用比例的提高，我们铅矿进口依赖度降至 25% 左右。2017 年以前，美国是中国铅精矿进口第 1 大国，自美国进口占比在 2016 年最高达到 18.6%。但随着贸易摩擦加剧，我国自美国进口比重已降至 2018 年 10%，与此同时，我国自俄罗斯进口比重大幅上升至 19.5%。可见，贸易摩擦升级将进一步加剧我国对美铅精矿进口的国别替代，同时也加大进口粗铅类原料的补充。

图 7 铅精矿自美进口比重连续 2 年下降



资料来源：Wind，金瑞期货

图 8 自俄罗斯进口铅精矿快速增加来替代美国



资料来源：Wind，金瑞期货

表 1 铅精矿年度供需平衡

(万吨)	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
中国:供应	225	226	223	225	228	233
中国:消费	309	299	297	300	304	310
平衡	-84	-73	-74	-75	-76	-77
境外:供应	237	231	233	241	247	254
境外:消费	164	160	159	163	167	171
平衡	74	71	74	77	80	82
全球:供应	462	457	456	466	475	487
全球:消费	473	459	456	463	471	481
平衡	-10.6	-2.2	-0.4	3.5	4.6	5.8

资料来源：金瑞期货

三、环保减弱下 下半年供应宽松

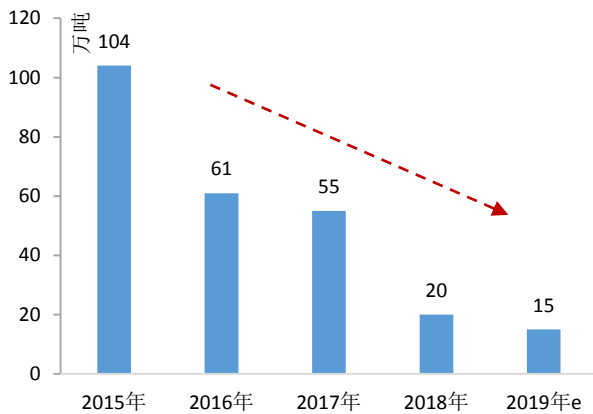
3.1 环保减弱 原生再生产量释放

全球范围来看，过去 5 年来供应增速平均值为 1.2%，精铅市场供应维持了相对较低的增速。2018 年印度、澳大利亚等国的增产一定程度上抵消了德国、加拿大等国家的下滑，精铅供应增速仅 0.4%。根据国际铅锌研究小组(ILZSG)数据，今年 1 季度全球精炼铅

供应 313.9 万吨，高于去年同期 286 万吨，增速 9.7%。2019 年精铅预期供应提速，主要原因来自中国产量的增加，而中国产量的增加主要来自环保影响的削弱。

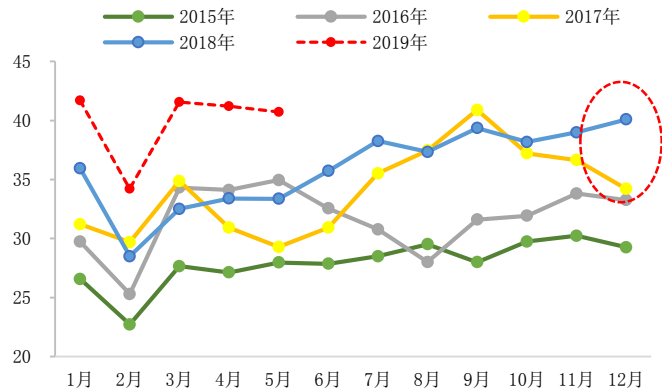
过去几年中国不合规再生铅产能受环保影响大，行情基本上由环保驱动。现在这一逻辑今年发生根本变化，自 2018 年下半年开始政策层面环保力度减弱，合规产能导致产量明显提升，生产稳定性增强，国内供应重回增长周期。据 SMM 调研样本企业产量同比增速超过 10%。

图 9 再生铅不合规产能逐年减少



资料来源：SMM，金瑞期货

图 10 国内样本企业精铅产量远超过去同期



资料来源：SMM，金瑞期货

3.2 合规产能增加 再生铅成本支撑逻辑打破

在过去环保影响比重偏大情况下，铅市场走势逻辑重点在于：再生铅成本支撑，即价格下跌-再生铅亏损-再生铅减产-低库存下价格上涨-再生铅利润修复-供应增加-再生铅原生铅价差拉大-铅价下跌。今年情况区别以往，这表现在再生铅成本支撑失效，即便较长时间再生铅维持亏损，但价格仍然下跌。前期我们利用再生铅与原生铅价差来检测市场供应充裕程度，但今年价差持续窄幅波动导致指标失真。

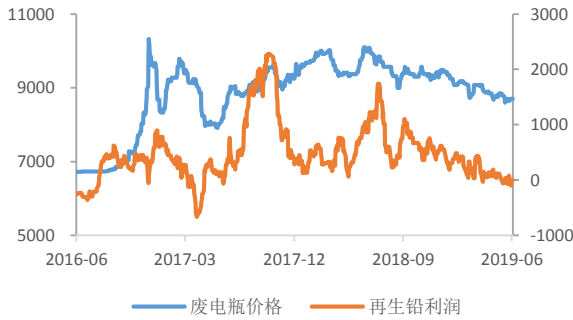
究其原因，我们认为一方面在于政策层面的环保力度减弱，再生铅前期瓶颈因素废电瓶下跌，成本下降，原生再生铅企业开工提升。另一方在于再生铅合规产能增加，废旧铅酸电池回收体系完善，再生铅不再是市场主要变量。自 SMM 数据，再生铅不合规产能数量从 2015 年的 100 万吨降至 2018 年 20 万吨，预估今年三无冶炼厂产能规模降至 15 万吨。再生铅规模化生产令成本重心下移，由于产能过剩，我们预期再生铅利润将在较长时间内处于低位水平。

3.3 下半年供应宽松 河南增产成主力

从今年实际生产情况来看，供应呈现地区分化格局。湖南和江西地区受政策、资金、环保等因素关停了金旺、福嘉、株冶等厂，而河南地区大厂今年受环保影响较少，尤其济源地区大厂开工提升，加上金利集团再生铅项目聚鑫（年处理 30 万吨废旧蓄电池）5 月顺利投产，河南地区今年上半年产量较之 2018 同期显著提升。我们预估今年河南原生铅增量

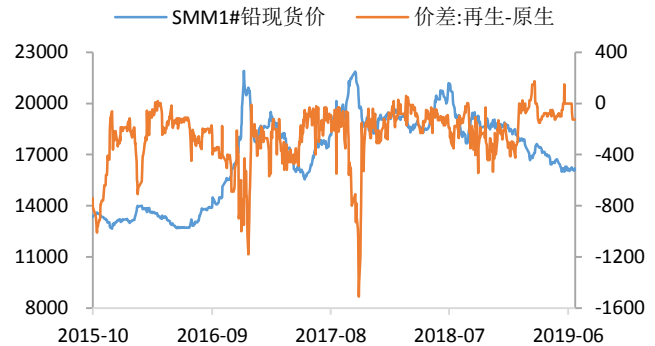
超过 12 万吨，叠加再生增量，预计超过 20 万吨。从地区升贴水来看，我们也可以观察到因供应充裕，河南散单现货升水比长三角地区平均低了近 100 元/吨。对于下半年，预期国内供应释放加快，大型冶炼企业检修基本在上半年完成，在调低环保影响比重下，供应大概率将呈现宽松格局。

图 11 再生铅亏损也难提振铅价



资料来源：Wind, 金瑞期货

图 12 再生铅与原生铅价差收窄



资料来源：Wind, 金瑞期货

3.4 再生产能持续扩大 增量预期看原料

我国再生铅占供应比重接近 45%，未来这一比例仍有望继续上升。2019 年上半年投产的再生铅项目包括安徽华铂二期、广东新裕、金利聚鑫等 70 万吨项目，对于 2019 年下半年，大致有 20 万吨再生铅项目新投产，而到 2020 年下半年，再生铅合计产能近 200 万吨。从节奏上看，去年安徽太和县工业园区改造升级导致多家企业关停，这部分量最早今年 10 月，较大可能明年年初建成试产，再生铅产量的释放需待明年年初。对于增量能否兑现，关键看原料废电瓶供应。按照 2020 年初还需 70 多万吨的含铅废料估算，预计 2020 年初再生铅原料短缺问题相对突出，再生铅新产能或表现为开工不足。

表 2 国内 2019 年-2020 年再生铅预计新增产能

企业	再生铅产能	项目进度
安徽华铂二期	45	2019 年 3 月逐步正常运行
广东英德新裕再生资源	5	2019 年 4 月试运行但不稳定
金利集团聚鑫公司	20	2019 年 5 月试运行
安徽华鑫铅业公司	12	建成，预计试产时间待定
天津东邦铅资源再生	10	在建，预计 2019 年年底投产
太和县大华金属材料	10	在建，预计 2019 年 10 月投产
安徽超威环保科技	20	在建，预计 2020 年年初建成
安徽天畅金属材料	20	在建，预计 2020 年年初建成
内蒙古安雄环保	17	在建，2019 年 5 月开建预计 2020 年建成
江西宜丰齐劲	21	在建，2019 年 1 月开建预计 2020 年 8 月建成
邢台松赫环保科技	20	在建，2019 年 2 月开建预计 2020 年 6 月建成
合计	200 万吨	-

资料来源：SMM,我的有色,金瑞期货

从供应的角度，由于中国环保压力减小造成铅市场增产，未来再生铅项目也在进一步扩大，如果不考虑到环保冲击，下半年冶炼维持宽松。

四、消费结构性转变 下半年旺季难旺

4.1 政策利空 铅消费结构性转变

今年1-5月，铅酸电池产量6079万千伏安时，同比下降6%；6月铅酸电池行业开工率59.8%，较之去年同期68.4%下降8.5个百分点。从产业利润来看，目前铅市上下游皆陷入亏损，冶炼集中检修与下游铅酸电池产业减产并存，这造成即便消费淡季，市场累库节奏在大幅放缓，今年前5个月国内累库大概5000吨，社会库存3.4万吨，处于历史偏低水平。由于存在库存自上而下的转移，终端电池成品库存高的问题较为突出，成为影响市场的关键因素。

今年铅消费结构发生根本性转变，锂电替代加剧拖累消费趋势下降。面临的两大政策利空：其一，电动自行车新国标自2019年4月15日起开始强制实施的冲击，电动自行车轻量化令电池减重约5%-10%，电池轻量化成趋势令消费下降，我们按照电动车电池市场占比35%，减重比例7%，减重电池市场化程度50%预估，铅消费下降约6.1万吨。今年电池成品库存较高的也是实施轻量化生产起步相对晚的企业，截止到6月，铅酸蓄企平均库存天数32.57天，远超过去年同期水平20天。其二，铁塔公司动力蓄电池梯次利用加速，中国铁塔公司规划2018年减少铅酸电池采购约4.5万吨，而到2019年这一目标提高至削减铅酸电池采购约15万吨进行预估。我们预期这将拖累今年铅需求环比降6.3万吨，消费占比约1.3%。

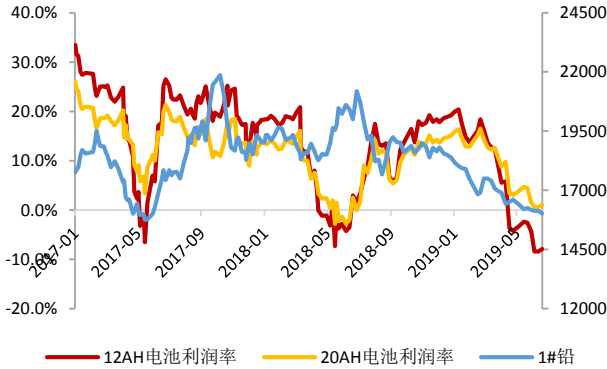
4.2 终端表现不佳 前景偏悲观

市场疲软归根结底是经济下行带来的需求下降，从终端领域来看，今年山东地区低速电动车产量创下近3年来同期最低水平，摩托车行业整体进入下行周期，而前5个月汽车行业产销呈现前所未有的13%的下滑，同时，贸易摩擦升级中美关税提高至25%也令铅酸电池出口受阻，今年铅酸电池出口降幅8.3%，国内人工成本及税负成本高使得产能海外转移现象较为明显。据了解，多个电池厂冶炼厂在东南亚建厂，如雄韬电源去越南、东劲电源去孟加拉国、骆驼去马来西亚关丹建电池厂等，铅消费前景偏悲观。

4.3 铅蓄利润看消费 旺季难旺

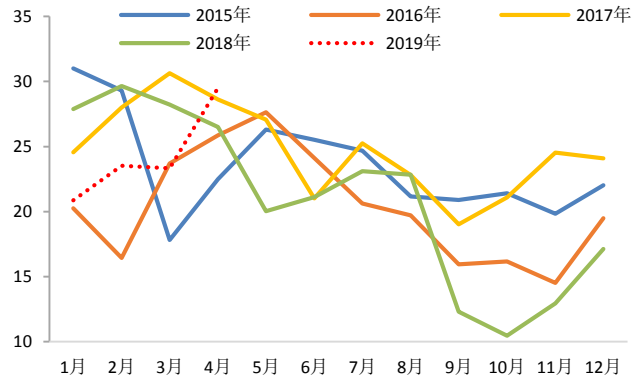
二季度为传统消费淡季，铅酸电池行业电池降价去库进度仍不理想，我们核算的铅蓄企业平均亏损率近3%，进入6月，铅酸蓄电池企业普遍减产幅度10%-20%。铅酸电池企业对后市仍偏悲观，根据计划，部分铅酸电池企业7月开工仍将下调。从以往季节性规律来看，下半年动力铅酸电池消费旺季将持续7、8、9三个月，随后启动电池接力消费持续至年末，预期今年消费旺季不旺的可能性较大，消费季节性好转的节点将会延后至8月。

图 13 电池厂利润亏损



资料来源: Wind, 金瑞期货

图 14 铅蓄电池厂成品库存为近 5 年高点



资料来源: SMM, 金瑞期货

五、重心下移 铅价波动趋缓

5.1 环保仍有不确定性

从供应增加及消费大趋势下滑的产业背景看,铅价后期将震荡下跌重心下移。下半年不确定因素在于环保对供应的影响,虽然我们下调了今年环保的影响比重,在社会库存不高的情况下,不排除产业资本借助政策层面的变化推波助澜,导致出现阶段性价格反弹修复行情。

5.2 策略建议

从绝对价格上判断,对于下半年,由于存在库存自上而下的转移,终端电池成品库存高的问题较为突出,消费的边际好转成为影响市场的关键因素。节奏上看,三季度应迎来传统的季节性消费旺季,当前产业对未来季节性消费旺季有预期,但今年很可能出现现实低预期的情况,因此,我们认为铅价在消费好转尚未兑现前仍将维持低位震荡,当旺季好转出现短暂修复,但在总体过剩情况下,价格重心下移趋势不改,波动率下降。沪铅波动区间 15000/17000 元,伦铅价格区间 1600/2100 美元。

从相对价格判断,今年除了在增值税下调节节点之前现货出现高升水波动,其他时间现货升贴水波动幅度大幅收窄,今年显著变化在于市场结构从 back 转小幅 contango,对于不看好消费前提下,预计后期期货市场远期曲线扁平化,跨期套利暂无明显机会。对于跨市场而言,三季度旺季结束后国内累库而国外季节消费好转,可尝试抛国内买 LME 正套策略,预期下半年比价波动区间 (8.2,9.0)。

表 3 全球铅市场供需平衡

(万吨)	2018	2019	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
中国:供应	505	510	116	122	134	138
中国:消费	515	506	115	120	135	136

平衡	-10	4	1	2	-1	2
境外:供应	689	696	173	173	176	174
境外:消费	688	695	175	172	173	175
平衡	1	1	-2	1	3	-1
全球:供应	1194	1206	289	295	310	312
全球:消费	1203	1201	290	292	308	311
平衡	-9	5	-1	3	2	1

资料来源：金瑞期货

分析师声明

负责撰写本研究报告的研究分析师，在此申明，报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正。作者薪酬的任何部分不会与本报告中的具体建议或观点直接或间接相联系。

免责声明

本报告仅供金瑞期货股份有限公司（以下统称“金瑞期货”）的客户使用。本公司不会因为接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告由金瑞期货制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开的资料，但金瑞期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。金瑞期货可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，并非作为或被视为实际投资标的交易的邀请。投资者应该根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或者间接损失负任何责任。

本报告版权归金瑞期货所有。未获得金瑞期货事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道。

金瑞期货研究所

地址：广东省深圳市福田区彩田路东方新天地广场 A 座 31 楼

电话：0755 - 8860 5629

传真：0755 - 8367 9900