有色金属年报-铅锌

基本面缺乏实质诱因，铅锌步入震荡格局

摘要

铅锌精矿：暂时还未迎来精矿产能集中释放的爆发期

精炼铅锌：环保监管未出现松动迹象；汇率在未来一年预计维持相对平衡，精炼铅锌进口难以受到有效刺激；国内再生铅锌虽有提升，但难以撼动精炼铅锌供应格局

终端需求：国内经济处于调整期背景下，稳增长仍将持续。国内去杠杆的政策导向使基建在 2019 年能否大繁荣存在疑问，房屋新开工将驱动地产行业对经济稳增长带来贡献；国内汽车库存高企，产销两淡，汽车产业对于铅锌的拉动作用有限。

结论：国际经济形势动荡，国内仍将稳增长的宏观背景下，铅锌基本面缺乏实质利多，预计维持区间震荡走势。

国元期货研究咨询部

电话：010-84555196

相关报告

早盘直通车：8 点 30 之前

每日点睛：16 点之前

周报：周一 16 点之前

目录

一、行情回顾 1

二、铅锌精矿市场 2

2.1 2018 年全球矿山产量及现货加工费情况 2

2.2 2019 年全球锌精矿产量释放情况 5

三、精炼锌、铅供应 5

3.1 精炼锌供应 5

3.1.1 国内精炼锌供应 5

3.1.2 精炼锌供需平衡表 8

3.2 精炼铅供应 8

3.2.1 国内精炼铅供应 8

3.2.2 精炼铅供需平衡 10

四、终端需求 10

4.1 锌的终端需求 10

4.1.1 地产 10

4.1.2 汽车 11

4.1.3 基建 12

4.2 铅的下游需求 13

五、库存 14

5.1 全球精炼锌库存 14

5.2 全球精炼铅库存 15

六、2019 年铅锌市场展望 16

图表 1 沪锌周线图 1
图表 2 沪铅周线图 1
图表 3 全球锌矿产量 2
图表 4 国内锌矿进口量 3
图表 5 锌精矿加工费 4
图表 6 国内铅精矿产量 4
图表 7 2019 年海外锌精矿新增产能 5
图表 8 国内精炼锌产量 6
图表 9 国内精炼锌进口量 6
图表 10 国内再生锌产量 7
图表 11 全球精炼锌供需平衡 8
图表 12 国内精炼铅产量 9
图表 13 国内再生铅产量 9
图表 14 全球精炼铅供需缺口 10
图表 15 地产开发投资完成额 11
图表 16 国内汽车产量 11
图表 17 固定资产投资完成额 12
图表 18 国内铅酸蓄电池生产情况 13
图表 19 全球两大交易所锌库存 14
图表 20 全球两大交易所铅库存 15

一、行情回顾

2018 年锌价震荡回落，年内高点出现在 2 月初，为 27155 元，8 月末最低回落至 19520 元，截止 12 月 26 日收盘，锌价累计跌幅为 20.63%。纵览 2018 年全年锌价走势，主要分为三个阶段：一月初至二月末，美元指数接连下跌给锌价带来支撑，同期 LME 锌库存紧张，宏观与基本面共振，锌价震荡走高，从年初的 25660 元上升至最高 27155 元；此后，美元指数触底回升令商品市场承压明显，中美贸易摩擦持续发酵令宏观市场动荡加剧，此外，锌的基本面也随着国内锌锭库存提高以及抛储传闻开始恶化，锌矿供应复苏令锌市基本面雪上加霜，锌价大幅震荡回落，一路从 27155 元下跌至 19520 元；伴随全球宏观经济数据表现欠佳、股市间歇性暴跌以及中美贸易摩擦拉锯和原油价格暴跌，8 月中旬以后，宏观环境继续对锌价施压，不过由于持续发生挤仓行为以及锌库存偏低，锌价表现得抗跌，维持在 19520 元-22400 元区间震荡。

图表 1 沪锌周线图

数据来源：文华财经，国元期货

铅价今年整体运行相对平稳，走势主要分为两个阶段：上半年震荡走高，铅价从年初的 19470 元震荡走强，6 月末最高达到 20740 元，涨幅约为 6.52%；后开始震荡回落，年末已回吐全部涨幅至 17900 元附近。截止 12 月 26 日收盘，年内累计下跌 6.68%。

图表 2 沪铅周线图

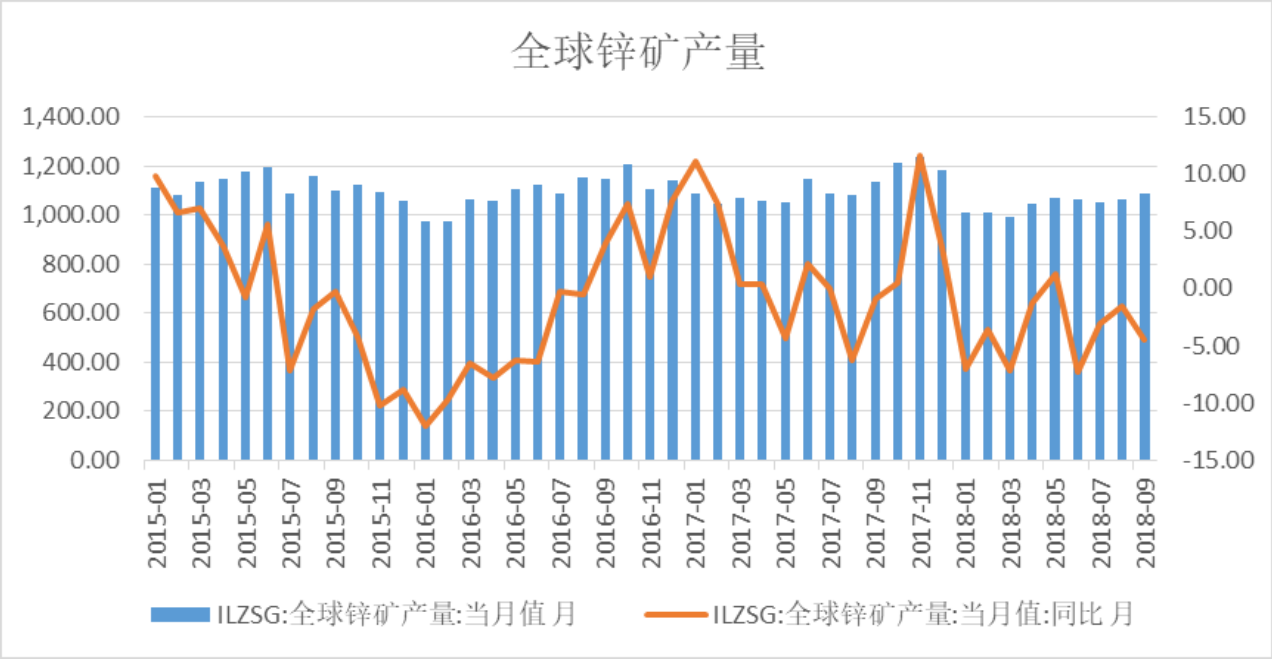
数据来源：文华财经，国元期货

二、铅锌精矿市场

2.1 2018 年全球矿山产量及现货加工费情况

2018 年全球锌精矿产量释放较往年明显放缓。ILZSG 数据显示，今年 1-9 月全球锌精矿产量为 938.5 万吨，其中 9 月份为年内锌精矿产量最高的月份，仅有 108.5 万吨，较往年同期明显偏低。从锌精矿产量释放速度角度来看，除 5 月同比增长 1.31%外，其他时候产量均不及去年同期，分析来看，2017 年全球锌矿产量并不很高，增速放缓可以排除高基数因素。

图表 3 全球锌矿产量

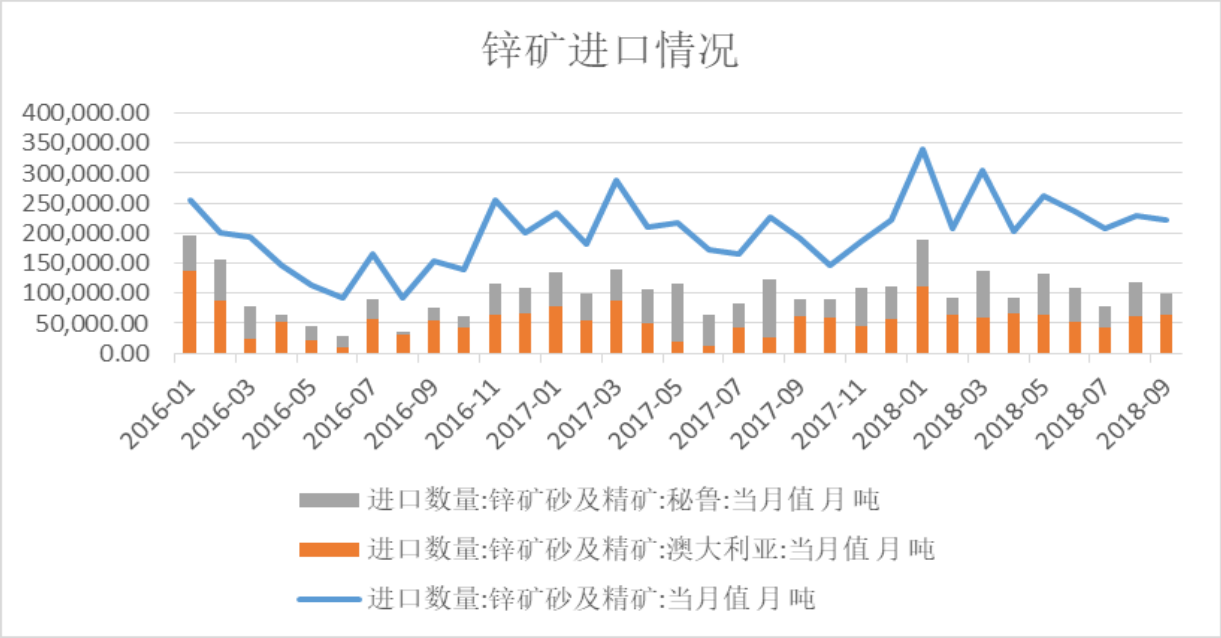


数据来源：ILZSG，国元期货

从国际锌精矿产量供应结构来看，2018 年锌矿产量释放偏少主要原因是中国锌矿产量较往年偏低，秘鲁锌矿产量释放好于往年同期，而美国基本维持去年水平。

2018 年国内锌矿进口量基本维持在 20-30 万吨，进口波动不大，进口量也基本维持在较为正常的区间之内。从贸易结构来看，对澳大利亚的锌精矿进口依存度有所降低。

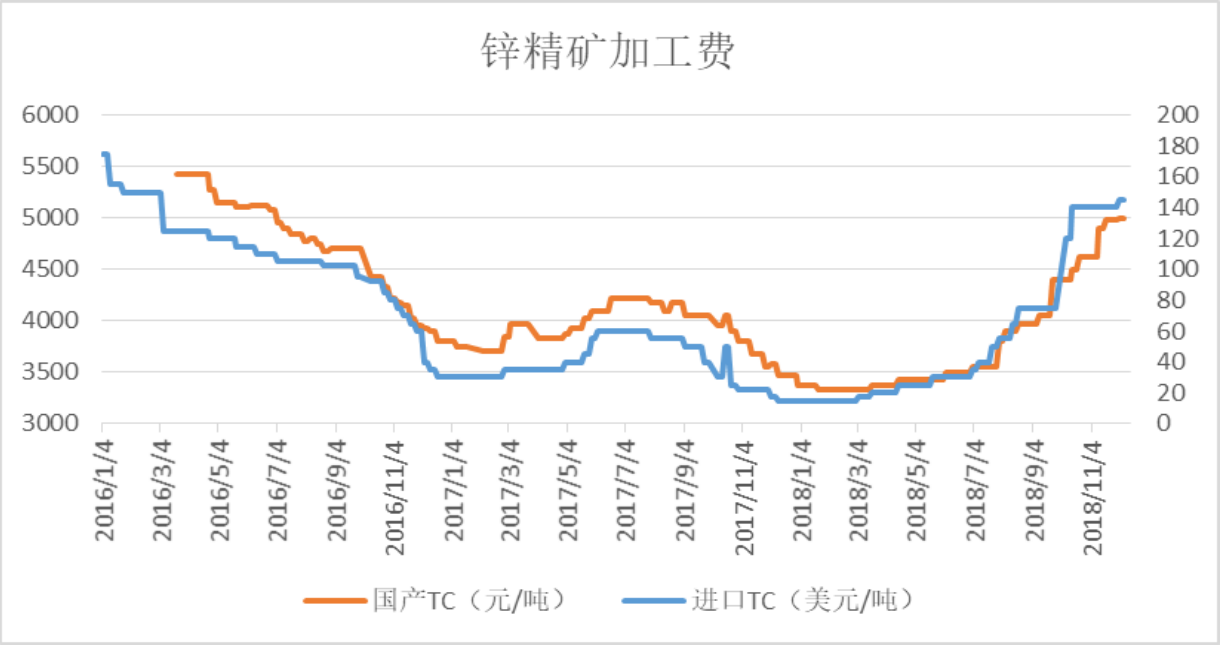
图表 4 国内锌矿进口量



数据来源：海关总署，国元期货

2018 年锌精矿加工费震荡走高，国产 TC 自年初不到 3500 元/吨一路飙涨，年末最高已达到 5000 元/吨，进口 TC 相对于国产 TC 表现更为突出，从年初约 10 美元/吨涨至接近 150 美元/吨。虽然上游锌精矿今年增量释放并不乐观，但加工费不断被推高反映冶炼企业生产更为低迷。

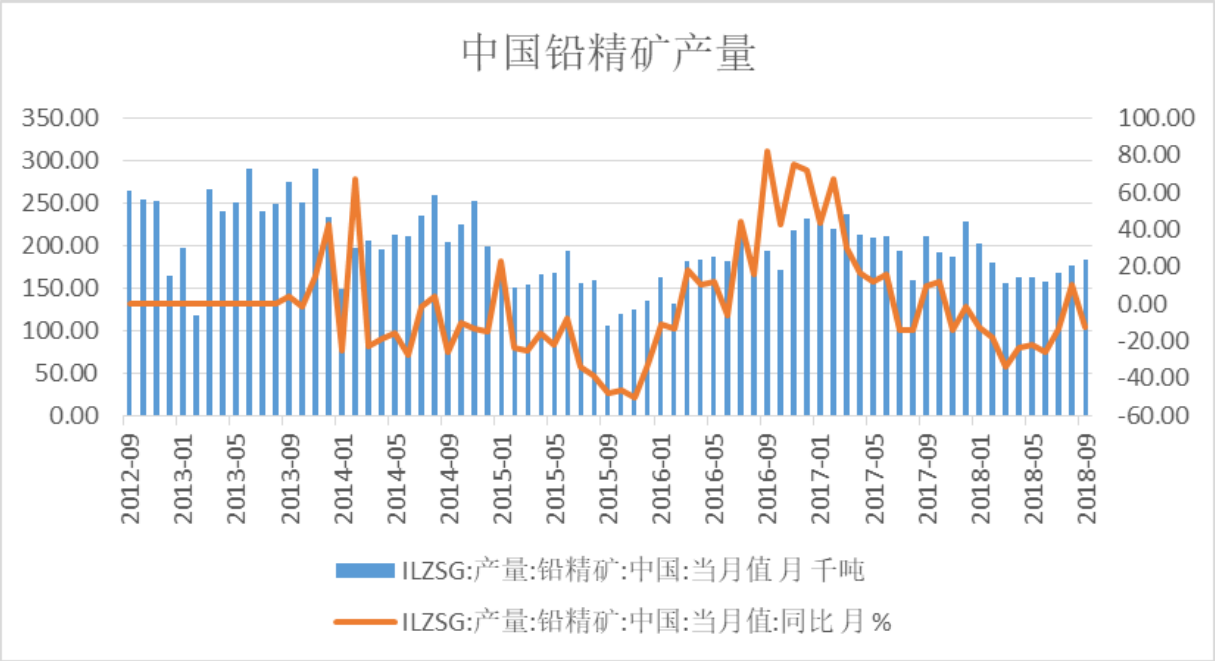
图表 5 锌精矿加工费



数据来源：Wind，国元期货

国内铅矿产量今年同样低迷，国际铅锌研究小组数据显示，今年 1-9 月国内共产铅精矿 155 万吨，较去年同期减少 17.82%，2018 年国内铅矿产量释放整体弱于往年。

图表 6 国内铅精矿产量



数据来源：ILZSG，国元期货

2.2 2019 年全球锌精矿产量释放情况

纵观 2019 年，海外矿山将增加约 51 万吨的锌精矿产能，暂时还未迎来锌精矿产能释放的爆发期。

图表 7 2019 年海外锌精矿新增产能

2019 年海外锌精矿新增产能		
矿山	国家	产能
Rampura Agucha	印度	20.00
Pallas Green	爱尔兰	16.00
Sardana	俄罗斯	15.00
合计		51.00

数据来源：国元期货

三、精炼锌、铅供应

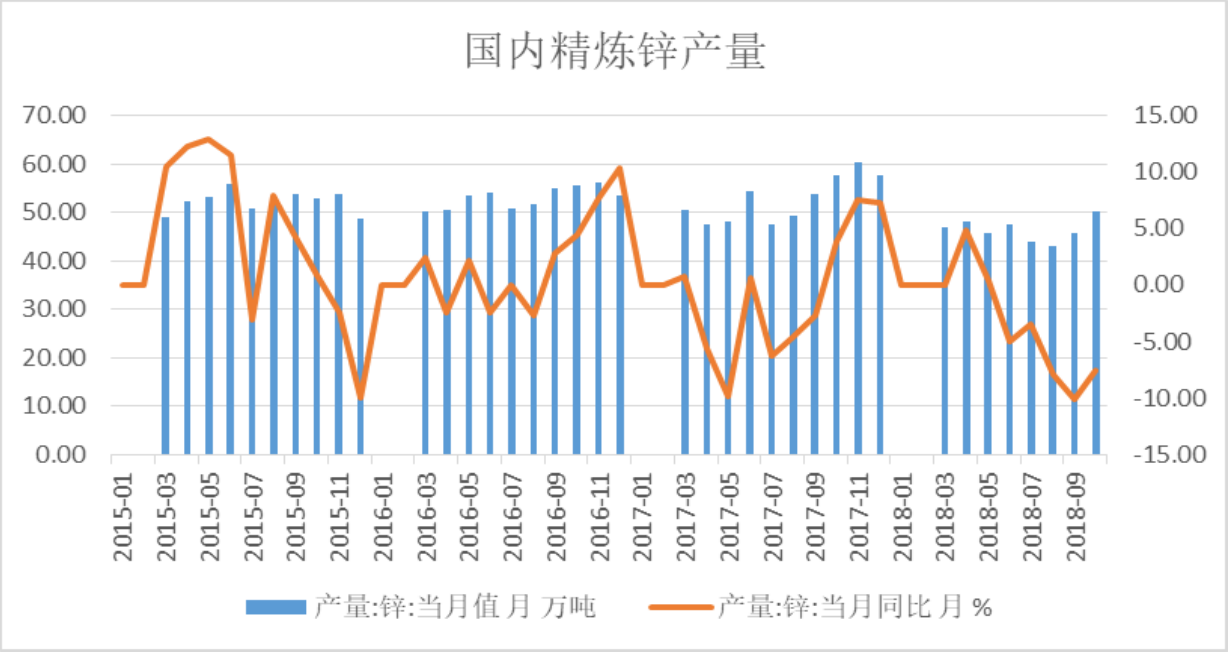
3.1 精炼锌供应

3.1.1 国内精炼锌供应

2018 年国内精炼锌产量增速大幅回落，这与去年精炼锌产量释放不无关系，尤其是 2017 年末，国内

精炼锌产量在当年 11 月最高达到 60.3 万吨，基数偏大影响了今年精炼锌的增速；但更为重要的是，2018 年国内精炼锌产量本身就相对较低。由于锌矿供应紧张传导引发锌锭紧张，叠加环保、生产等多重因素，2018 年锌产量负增长。

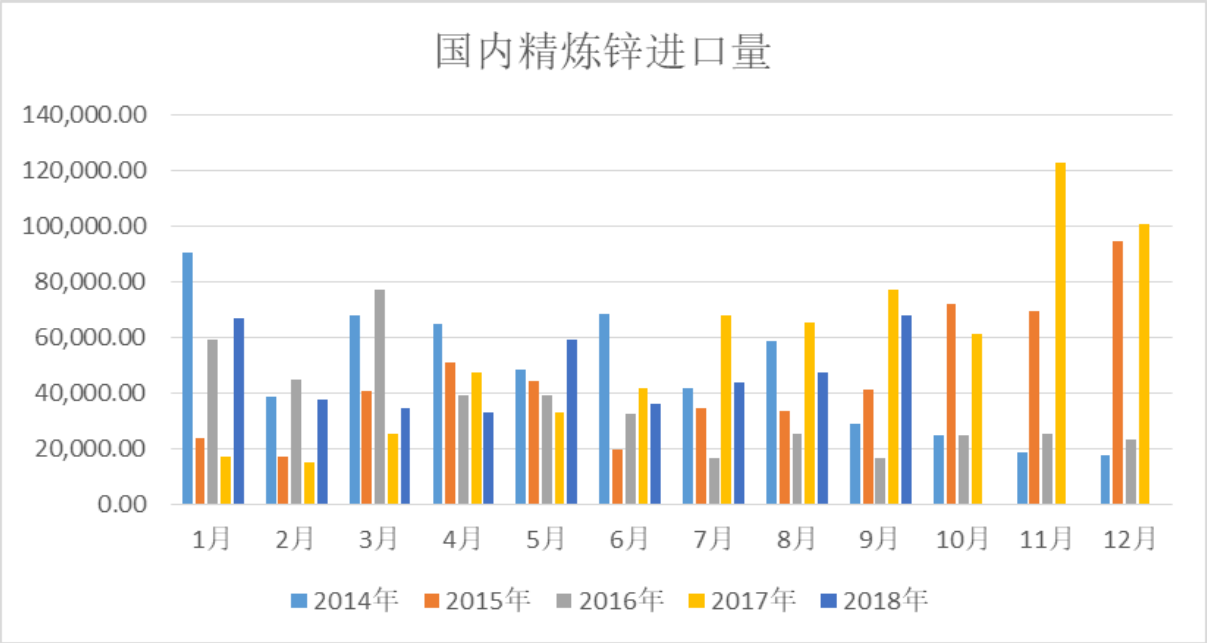
图表 8 国内精炼锌产量



数据来源：国家统计局，国元期货

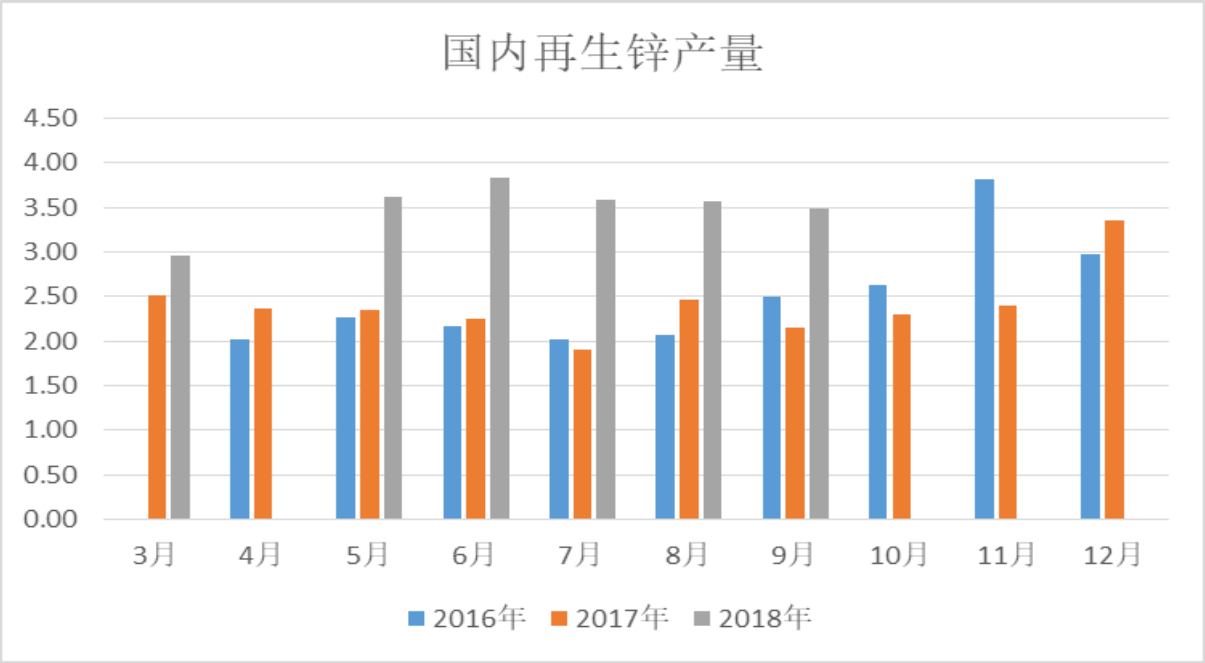
国内精炼锌产量在 2018 年出现长期负增长，同期精炼锌进口并未出现明显增长，基本维持在每月 4-6 万吨水平。值得注意的是，今年的再生锌产量较往年提高明显，后半年再生锌产量已经基本维持在接近 4 万吨水平，这在一定程度上弥补了国内精炼锌产量释放的不足，不过弥补量依然非常有限。

图表 9 国内精炼锌进口量



数据来源：海关总署，国元期货

图表 10 国内再生锌产量



数据来源：国家统计局，国元期货

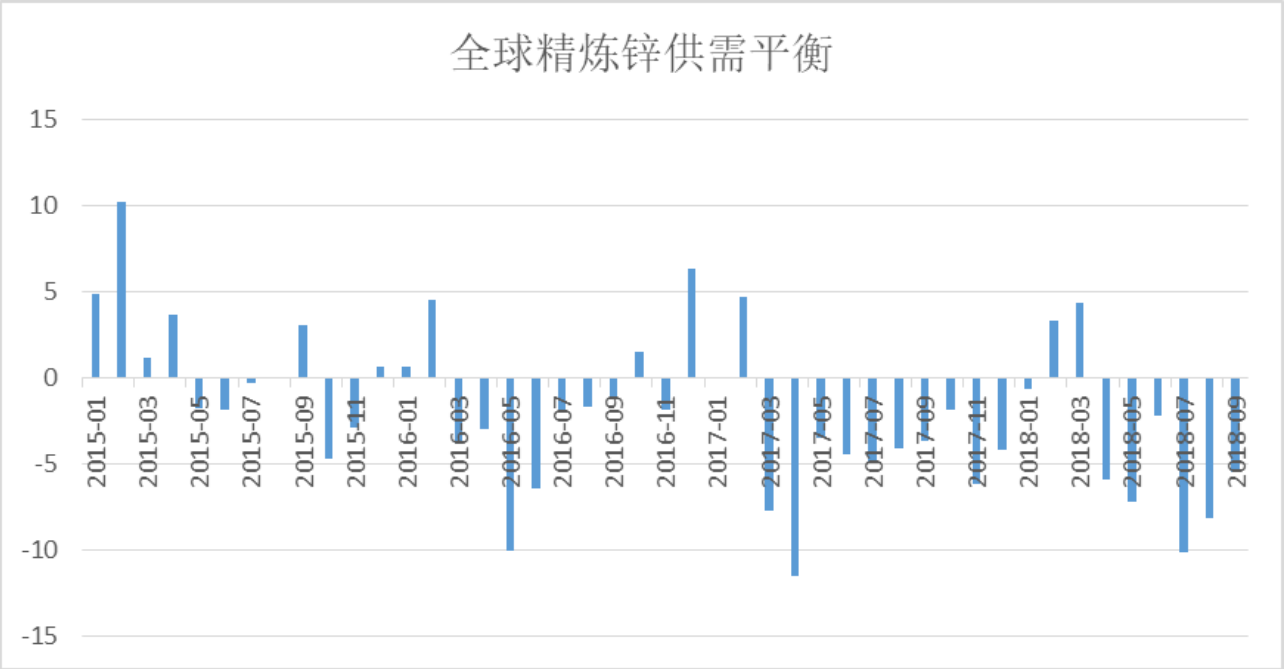
2019 年全球锌矿产量继续有所释放，但释放量仍未有实质性增大可能，因而整体锌矿供应格局变化不大。由于 2018 年锌矿供应相对紧张，有部分冶炼产能延后至 2019 年投放，而国内对于环保问题的监管仍然未见有放松趋势，虽有 2018 年延后投放的精炼锌产能，但国内精炼锌生产在 2019 年预计较难出现大幅

提高。人民币汇率已经达到 6.91 左右，基于人民币长期贬值潜力已经不大的判断，叠加美国经济增速放缓忧虑给美元带来的影响，汇率在未来一年维持相对平衡是大概率事件，精炼锌进口难以受到有效刺激。国内再生锌产量虽有增长，但由于国内再生锌回收较海外仍有差距，2019 年贡献增量较小，对精炼锌供应格局很难形成实质性改变。

3.1.2 精炼锌供需平衡表

ILZSG 公布的数据显示，自 2017 年起，全球精炼锌市场便基本处于短缺状态，2018 年只有 2 月和 3 月短暂出现小幅过剩，截止 2018 年 9 月，全球精炼锌供应短缺 5.47 万吨，供应紧张格局仍在持续。

图表 11 全球精炼锌供需平衡



数据来源：ILZSG，国元期货

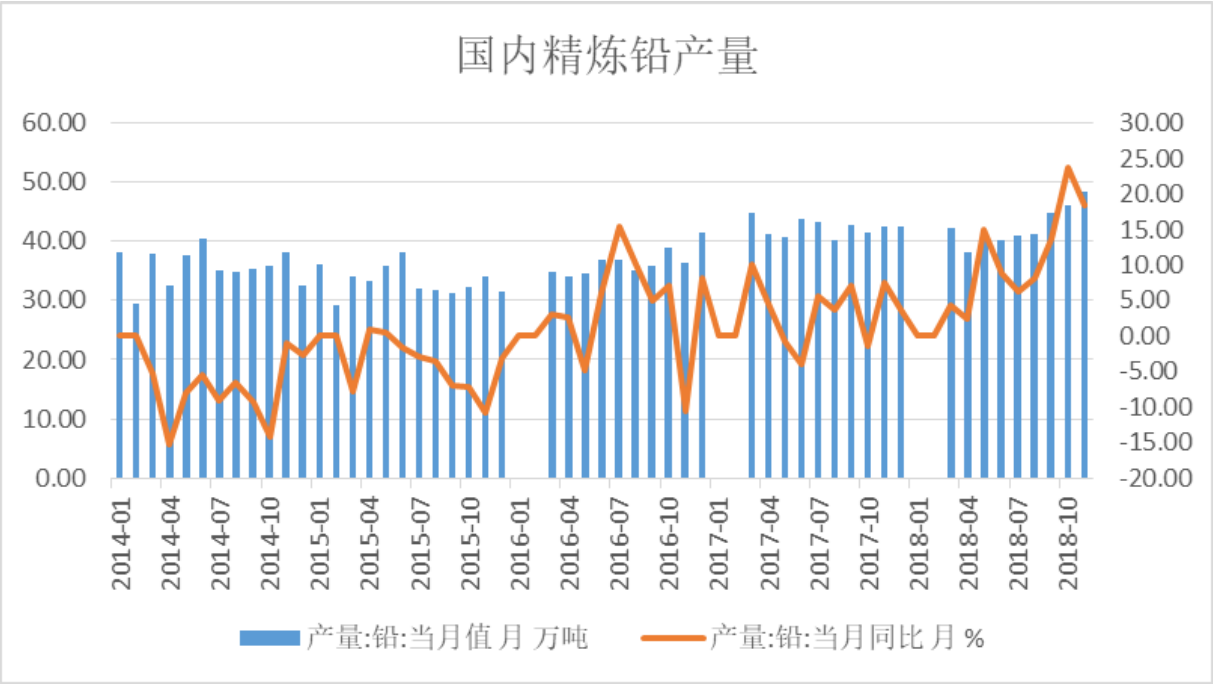
3.2 精炼铅供应

3.2.1 国内精炼铅供应

不同于铅精矿产量，2018 年后半年是国内精炼铅产量高速释放的一年：自九月起，国内精炼铅产量一改前期个位数增速的平稳格局，大幅跳增至两位数增长，并且增幅继续扩大，去年后半年国内精炼铅产量

供应同样较好，可排除基数效应。

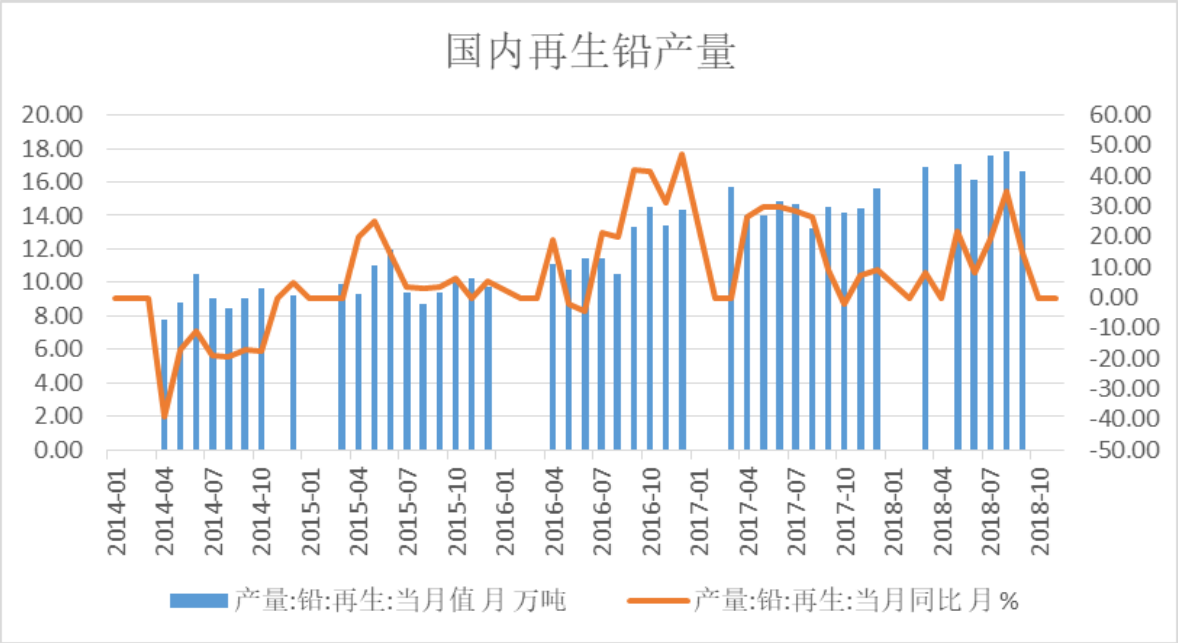
图表 12 国内精炼铅产量



数据来源：国家统计局，国元期货

2018 年国内再生铅产量基本维持往年增速，1-9 月再生铅累计产量为 102.17 万吨，较去年同期增长 1.2%。

图表 13 国内再生铅产量

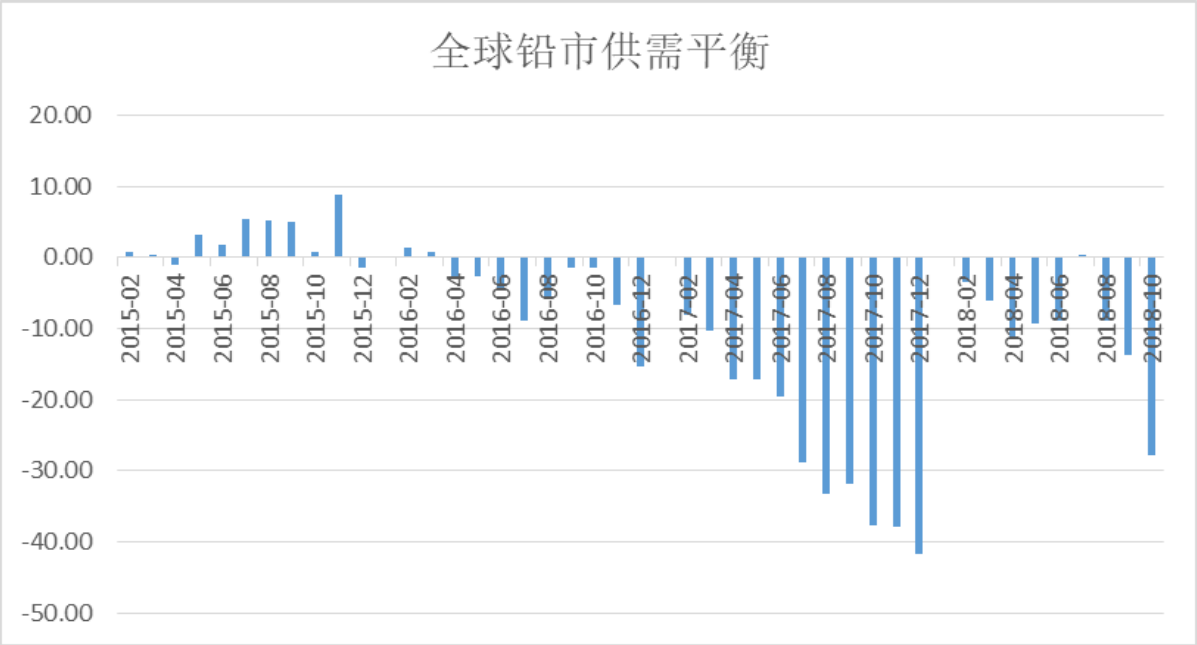


数据来源：国家统计局，国元期货

3.2.2 精炼铅供需平衡

2018 年受环保监察力度加大影响，精炼铅供应受到限制，世界金属统计局公布的数据显示，截止 2018 年 10 月，全球精炼铅市场供应短缺 27.8 万吨。

图表 14 全球精炼铅供需缺口



数据来源：世界金属统计局，国元期货

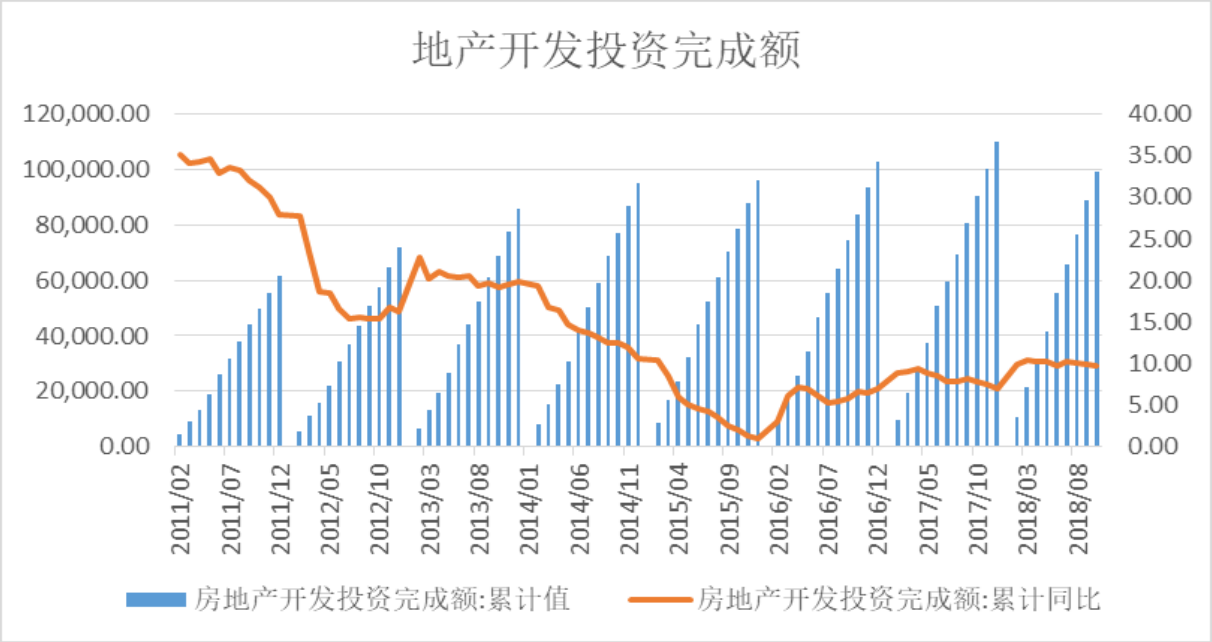
四、终端需求

4.1 锌的终端需求

4.1.1 地产

国内地产开发投资完成额今年 1-10 月累计增长 9.7%至 99324.92 亿元，地产开发投资完成额大趋势仍然显现出回落走势，但今年地产开发投资完成额增速处于近几年偏高水平，而去年基数并不低，且今年地产开发投资完成额增速非常稳定，基本维持在 10%左右的速度，可见在经济增速放缓的大环境下，地产开发投资建设还是对稳经济增长起到了一定作用。

图表 15 地产开发投资完成额



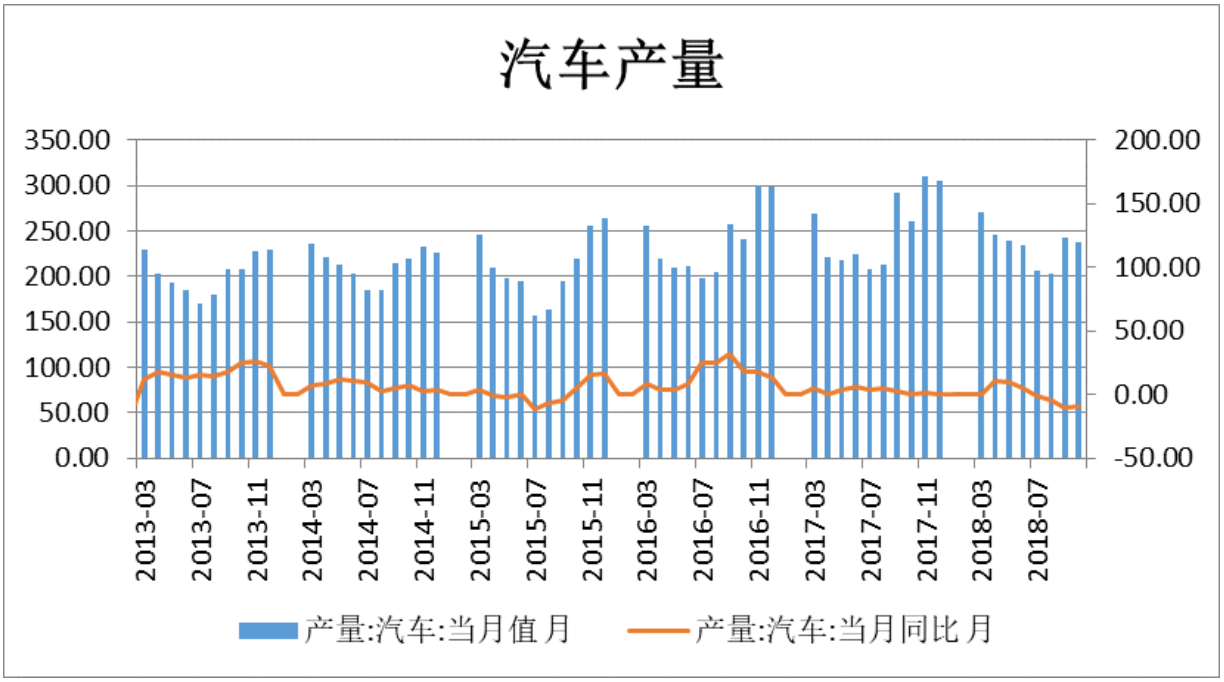
数据来源：国家统计局，国元期货

从房地产整体行业情况来看，主要驱动地产行业的是在新开工一端，房屋销售增速明显放缓使商品房库存增长。

4.1.2 汽车

2018 年汽车产量一度有所回落，9 月后产量虽然有所回升，但释放速度较慢，7 月起产量增长速度已降至负增长。

图表 16 国内汽车产量



数据来源：国家统计局，国元期货

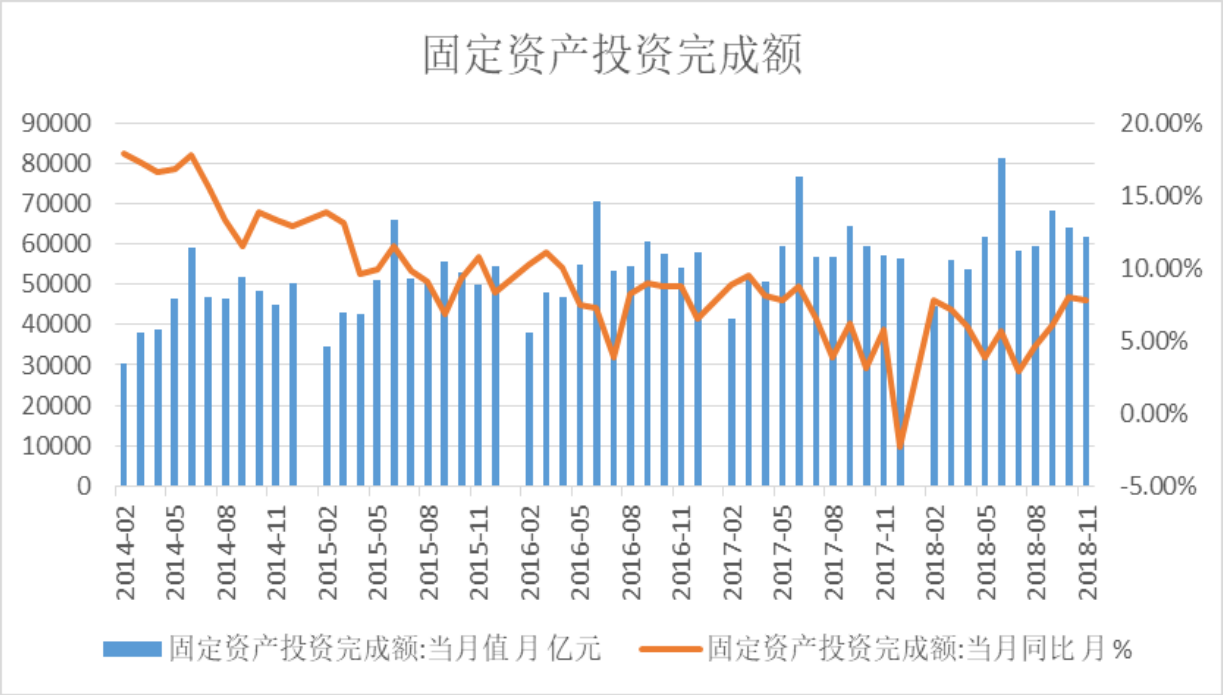
国内今年汽车销售情况不容乐观，在上半年艰难维持销量后，下半年跌破去年水平，且销售速度持续放缓，10 月末已达到年内最低-11.7%。

国内汽车库存今年持续处于较高水平，11 月数据显示，汽车预警指数到已经高达 75.1，虽然年内产量释放并不大，但由于销售端萎靡，造成了汽车后半年的快速垒库。考虑到目前汽车库存高位，汽车产量明年的释放前景难言乐观。

4.1.3 基建

2018 年 1-11 月固定资产投资完成额累计同比增长 5.9%至 609267 亿元。从今年固定资产投资完成情况来看，虽然整体完成情况平稳，但增速较往年明显放缓。

图表 17 固定资产投资完成额



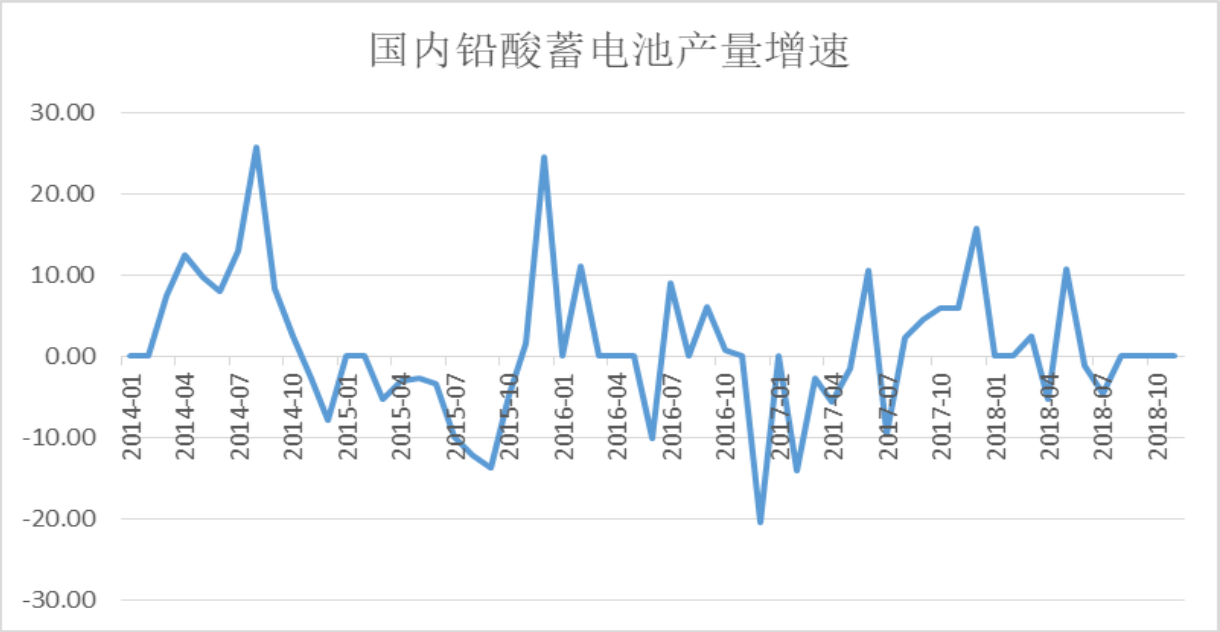
数据来源：国家统计局，国元期货

考虑到国内去杠杆的政策导向在未来一年仍将持续，清理地方债务等持续得到深化和落实，基建在2019年能否大繁荣存在疑问。

4.2 铅的下游需求

铅酸蓄电池产量增速今年只公布到7月份，从公布数据的这几个月份来看，今年铅酸蓄电池生产情况基本没有明显改变。

图表 18 国内铅酸蓄电池生产情况



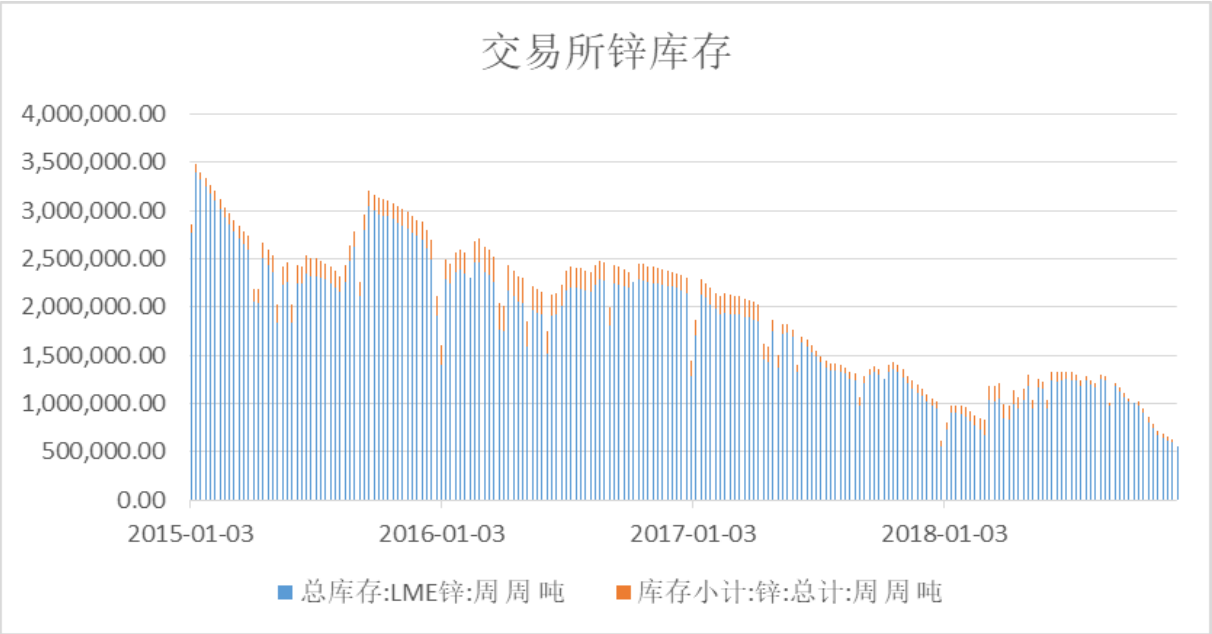
数据来源：国家统计局，国元期货

五、库存

5.1 全球精炼锌库存

2018 年全球两大交易所锌库存变动明显，前半年交易所库存缓慢提升，6 月 9 日达到年内最高水平 133.2 万吨，在后半年尤其是 9 月以后，库存有较为明显的下降，到 12 月时，库存较 6 月最高时减少量高达 77.2 万吨。

图表 19 全球两大交易所锌库存



数据来源：LME，上期所，国元期货

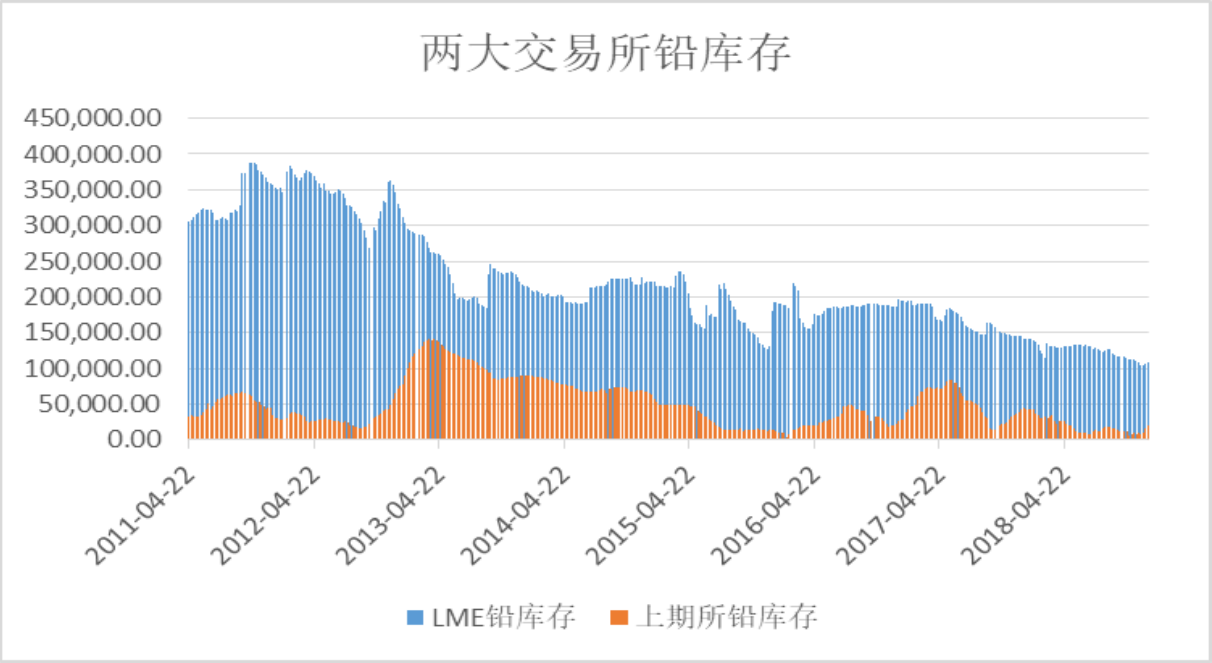
从库存变动结构来看，交易所库存的大幅减少主要是来自 LME：前三个季度 LME 锌库存缓慢累积，8 月中旬最高累积至 125.9 万吨，较年初共计增加约 58.5 万吨；9 月后，LME 库存快速去化，近三个月时间就减少 70 万吨之多。

上期所库存虽然占全球交易所库存仅有约 10%的比重，但自身库存变化仍然十分显著：上期所锌库存年内见顶于 3 月末，为 15.9 万吨，随后库存虽然有所反复，但难敌库存去化大趋势，年末库存仅剩 2.7 万吨，库存减少量较年内高位的 15.9 万吨减少 13.2 万吨。

5.2 全球精炼铅库存

今年全球两大交易所铅库存持续处于近几年来最低水平，年初两大交易所处于年内最高水平，也仅有 18.4 万吨，11 月末最低时一度达到 11.3 万吨的低库存水平。

图表 20 全球两大交易所铅库存



数据来源：LME，上期所，国元期货

从库存变动结构来看，全球交易所库存低主要是源于 LME 库存远低于正常水平：年初 LME 库存就较正常值有约 6 万吨的差距，后库存虽有波动，但大趋势仍然是降低，年末 LME 铅库存仅有约 10.4 万吨。上期所铅库存年初约为 4 万吨，较往年无异，随后，库存在年内不断去化，最低时仅有 0.6 万吨，到年末时库存已经大部分被消化。

六、2019 年铅锌市场展望

展望 2019 年，锌矿供应虽然会有所增长，但并未迎来增量的集中释放期，国内对于环保方面的监管力度暂时未见放松迹象，冶炼厂生产在 2019 年较难有实质性提高，再加上人民币贬值空间有限，精炼锌进口提升动力不大，再生锌虽然产量有所增长，但对精炼锌供应作用有限，可见上游供应端格局并未出现明显改变。

需求方面，国内经济增速面临较大放缓压力的大背景下，推动 GDP 增速稳定仍是未来一年的重要任务，而考虑到政府对于降低金融杠杆的政策风向，基建发挥作用的潜力存在疑问。汽车行业从长周期来说仍然面临一定压力，汽车库存的高位预示着明年汽车的生产很难有较大幅度的提高，新能源汽车虽日益发展，但对锌的消耗量较小，对需求的拉动作用有限。因而，对于 2019 年需求的带动作用将主要来自地产。从目前地产行业的情况来看，主要驱动地产行业的是在新开工一端，房屋销售增速明显放缓使商品房库存增

长，因而地产虽然将在 2019 年承担锌下游消费的主要推动力，但对需求的拉动作用预计有限。

结合美国宏观环境动荡以及国内经济增长面临压力，在锌的基本面没有实质性变化的情况下，对 2019 年的锌价做出震荡行情的判断，震荡区间 17000-23000 元。

铅锌市场联动性较大，基于锌基本面的判断，考虑到铅的基本面缺乏实质性变化，我们认为铅价将延续震荡走势，震荡区间 15500-21400 元。

重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国元期货力求准确可靠，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。

联系我们 全国统一客服电话：400-8888-218　网址：www.guoyuanqh.com

国元期货总部
地址：北京东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 B 座 21 层
邮编：100027
电话：010-84555000　传真：010-84555009

合肥分公司
地址：合肥市金寨路 329 号国轩凯旋大厦 4 层（合肥师范学院旁）
电话：0551-68115908

福建分公司
地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号 2204 室之 01 室（即磐基商务楼 2501 室）
电话：0592-5312522

通辽营业部
地址：内蒙古通辽市科尔沁区建国路 37 号（世基大厦 12 层西侧）
邮编：028000
电话：0475-6380818　传真：0475-6380827

大连营业部
地址：辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号国际金融中心 A 座期货大厦 2407、2406B。
邮编：116023
电话：0411-84807140 0411-84807540 传真：0411-84807340-803

青岛营业部
地址：青岛市崂山区苗岭路 28 号金岭广场 1502 室
邮编：266000
电话：0532-80936887 传真：0532-80933683

郑州营业部
地址：郑州市未来路与纬四路交叉口未来大厦 1410 室
邮编：450000
电话 ：0371-53386809/53386892

上海营业部
地址：上海市浦东松林路 300 号期货大厦 3101 室
邮编：200122
电话：021-68401608　传真：021-68400856

合肥营业部
地址：安徽省合肥市金寨路 329 号国轩凯旋大厦 4 层
邮编：230001
电话：0551-68115888　传真：0551-68115897

合肥金寨路营业部
地址：合肥市蜀山区金寨路 91 号立基大厦 A 座六楼
邮编：230001
电话：0551-62890051 传真：0551-62890051

西安营业部
地址：陕西省西安市高新区高新四路 13 号朗臣大厦 11701 室
邮编：710075

重庆营业部
地址：重庆市江北区观音桥步行街 2 号融恒盈嘉时代广场 14-6
邮编：400020

厦门营业部
地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号磐基中心商务楼 1707-1708 室
邮编：361012
电话：0592-5312922、5312906

深圳营业部
地址：深圳市福田区百花二路 48 号二楼
邮编：518028　电话：0755-36934588

唐山营业部
地址：河北省唐山市路北区北新西道 24 号中环商务 20 层 2003-2005 室

龙岩营业部
地址：厦门市思明区莲岳路 1 号磐基商务楼 2501 单元
邮编：361012　传真：0592-5312958

杭州营业部
地址：浙江省杭州市滨江区江汉路 1785 号网新双城大厦 4 幢 2201-3 室
联系电话：0571-87686300