

2023年8月4日



铅价高位震荡

消费成色待验证

核心观点及策略

- 宏观面看，内外宏观重要会议均落地，市场情绪偏暖，风险偏好抬升，利多铅价。
- 供应端，全球铅矿供应缓慢增加，新增项目较少，偏紧格局暂难改变。8月国产铅矿TC环比低位下行，进口TC低位持稳，原料紧张限制原生铅炼厂爬产，预计8月电解铅月度增量2万吨。再生铅方面，铅价反弹带动炼厂利润修复，但原料废旧电瓶供不应求，产量爬升进度偏慢，预计8月产量环比小增。
- 需求端看，海外经济衰退担忧淡化，需求韧性较强，下滑速度缓慢。比价回升后，铅锭及铅蓄电池出口预期回落，外销增速下滑。但国内即将进入动力铅蓄电池传统消费旺季，叠加政策支持汽车板块消费，有望带动后期启动电池消费，下半年需求端保有较好预期。
- 整体来看，8月存供需双增预期，原料端偏紧，抬升企业成本，同时需求旺季预期支撑铅价。但终端对高价铅承接缓慢，价格传导不畅限制铅价高度。多空因素交织下，预计铅价维持高位运行，预计沪铅主要运行区间在15500-16200元/吨。
- 策略建议：高抛低吸
- 风险因素：挤仓风险，需求远低于预期

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68555105

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

☎ 021-68555105

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

☎ 021-68555105

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

目录

一、铅市行情回顾.....	4
二、铅基本面分析	4
2.1 铅矿供应情况	4
2.1.1 全球铅矿供应恢复较慢，原料维持紧张格局	4
2.1.2 内外加工费偏弱，原料替代增多.....	5
2.2 精炼铅供应情况	6
2.2.1 全球精炼铅供应逐步回升，下半年海外增量或有体现.....	6
2.2.2 炼厂复产电解铅产量小增，铅锭出口缓解淡季累库压力.....	7
2.2.3 原料价格易涨难跌，再生铅产量缓慢增加.....	9
2.3 精炼铅需求情况.....	10
2.3.1 全球精炼铅需求情况.....	10
2.3.2 铅蓄电池消费旺季存较好期待.....	11
2.3.2 .1 铅蓄电池出口窗口关闭，出口量或环比回落	11
2.3.2 .2 终端消费有韧性，但难有强增长预期	11
2.4 内外库存同步增加.....	13
三、总结与后市展望	14

图表目录

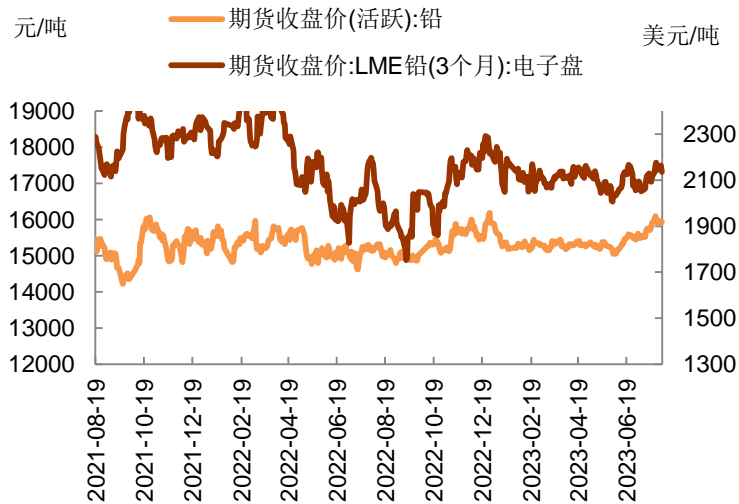
图表 1 沪铅主连及 LME 三月期铅走势	4
图表 2 全球铅矿月度产量	5
图表 3 国内铅矿产量	5
图表 4 铅矿进口情况	6
图表 5 铅矿进口盈亏情况	6
图表 6 银矿砂进口情况	6
图表 7 内外铅矿月度加工费	6
图表 8 全球精炼铅月度产量	7
图表 9 电解铅产量情况	8
图表 10 原生铅炼厂开工率	8
图表 11 精炼铅出口情况	8
图表 12 精炼铅出口盈亏情况	8
图表 13 2022-2023 年部分原生铅炼厂电解铅产能变动情况（万吨）	8
图表 14 再生铅产量情况	9
图表 15 再生铅企业开工率	9
图表 16 废电池价格延续回落	9
图表 17 再生铅企业利润情况	9
图表 18 全球精炼铅月度需求情况	10
图表 19 全球精炼铅月度供需缺口情况	10
图表 20 美国汽车销量情况	10
图表 21 欧元区汽车销量情况	10
图表 22 铅蓄电池周度开工率情况	11
图表 23 铅蓄电池出口情况	11
图表 24 汽车及新能源汽车产量情况	12
图表 25 两轮电动车销量情况	12
图表 26 汽车及新能源汽车产量情况	13
图表 27 移动通信基站产量情况	13
图表 28 LME 铅延续增加	13
图表 29 上期所库存低位回升	13
图表 30 交易所仓单维持低位	14
图表 31 社会库存淡季累库	14

一、铅市行情回顾

7月沪铅主力呈现冲高回落的走势，上旬期价围绕15400-15700元/吨震荡，下旬期价快速上涨，突破万六整数关口后达高点16170元/吨，随后震荡回落在15950元/吨附近震荡。期价大幅上涨受宏观及基本面共振，美国6月通胀超预期下滑，市场预计美联储7月为年内最后一次加息，海外宏观压力减弱。同时，夏季国内炼厂检修，且前期现货大贴水，持货商交仓意愿较强，导致现货货源偏紧，且市场看好下游旺季消费，供紧需好预期的作用下，增加多头信心。此外，月底国内政策定调积极，也带动整体商品氛围偏暖，铅价共振上涨。但随着期价突破万六一线后，部分多头获利离场，期价小幅回落后震荡运行，截止至7月底，期价收至15970元/吨，月度涨幅达3.43%。

伦铅先抑后扬，伴随着美联储加息预期降温，月上旬美元由涨转跌，提振伦铅走势。月下旬，美元止跌反弹，叠加LME铅库存逐步增加，伦铅反弹至震荡区间上沿附近涨势放缓，截止至月底，期价收至2164美元/吨，月度涨幅达3.64%。

图表 1 沪铅主连及 LME 三月期铅走势



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

二、铅基本面分析

2.1 铅矿供应情况

2.1.1 全球铅矿供应恢复较慢，原料维持紧张格局

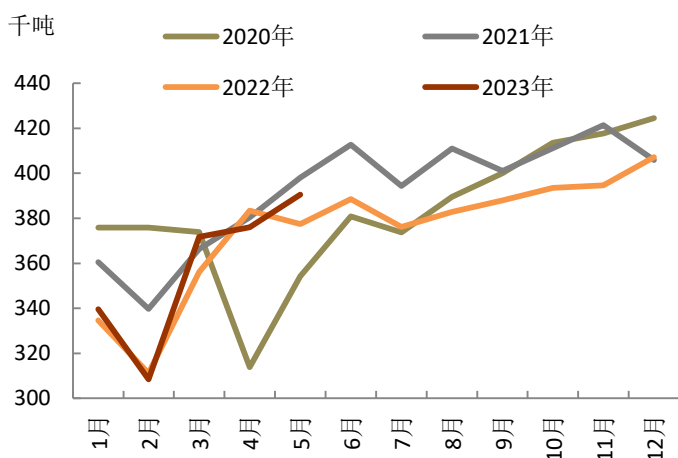
根据ILZSG最新数据，2023年5月份铅精矿产量39.1万吨，同比减少3.71%。1-5月累计产

量178.7万吨，累计同比增加2.64%。年初以来，全球疫情影响减弱，铅矿产出同比持续回升，但改善幅度依旧有限。其中，上半年嘉能可铅矿产量同比减少8.1%；MMG同比减少14.8%；波利顿同比减少2.4%；Sonth32同比减少18.4%；Teck产量同比增加9.4%；韦丹塔同比增加2%。Nexa同比增加19%。另外，Teck因铅进料中回收率低于计划，下调全年铅矿产量指引。

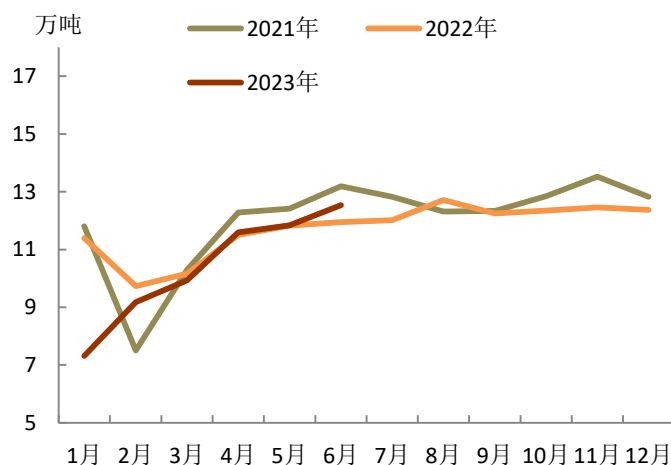
国内来看，SMM数据显示，1-6月国产铅精矿产量62.55万吨，累计同比下滑8.1%，供应恢复不及预期。

总的来看，近两年全球铅矿新增项目较少，铅矿供应更多为存量矿山生产恢复。受益于去年低基数，今年以来铅矿产出同比增加，但供应偏紧的格局未变。。

图表2 全球铅矿月度产量



图表3 国内铅矿产量



数据来源：ILZSG, iFinD, 铜冠金源期货

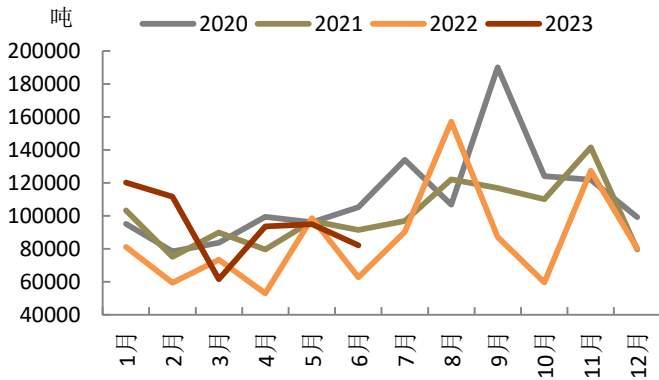
2.1.2 内外加工费偏弱，原料替代增多

从铅矿进口情况看，6月铅精矿进口量8.2105万实物吨，环比下滑13.72%，同比增长30.9%。精矿主要进口来源国：缅甸、俄罗斯。1-6月铅精矿累计进口量56.4万吨，累计同比增长31.69%。7月铅矿进口亏损小幅收窄，截止至月底亏损在千元附近，依然不利于进口，预计7月铅矿进口量维持当前水平。不过，银矿砂进口量维持同比高位，6月银矿砂进口量为13.3332万实物吨，同比增加20.7%。1-6月累计进口量76.67万实物吨，累计进口同比增加24.6%。银矿砂中副产品有效弥补炼厂利润，炼厂更倾向于进口银矿砂，预计7月进口量将维持同步高位。

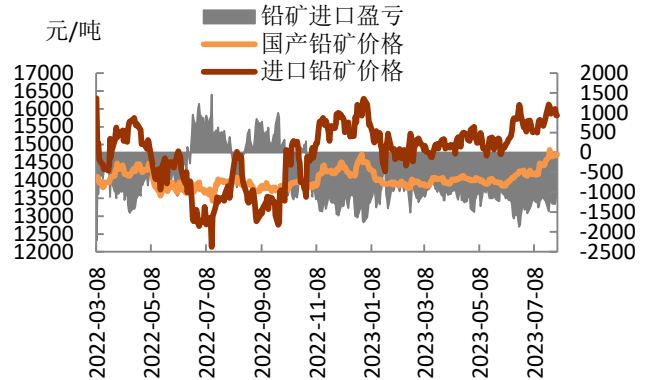
从加工费情况看，8月国产铅矿月度加工费报850-1150元/金属吨，连续三个月维稳后再度下滑，月度环比减少50元/金属吨；因铅矿进口窗口关闭，炼厂更倾向于采购国产矿，但国产矿供应有限，使得加工费重心再度下移。进口铅矿加工费报40-60美元/干吨，连续五个月持平。

总的来看，国内原料供应紧张局面暂难改善，炼厂需持续进口银矿砂补充，内外加工费大概率维持低位。

图表 4 铅矿进口情况

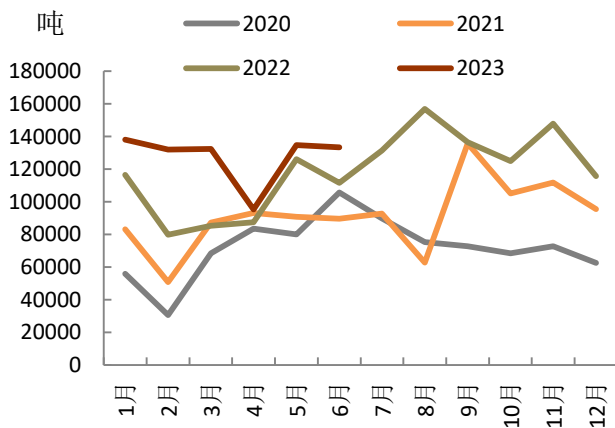


图表 5 铅矿进口盈亏情况

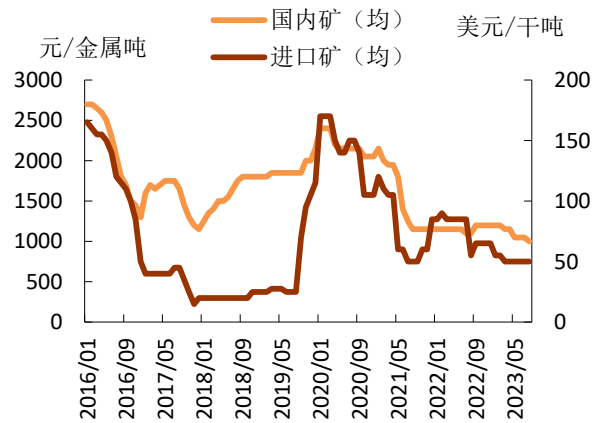


数据来源: iFinD, SMM, 铜冠金源期货

图表 6 银矿砂进口情况



图表 7 内外铅矿月度加工费



数据来源: iFinD, SMM, 铜冠金源期货

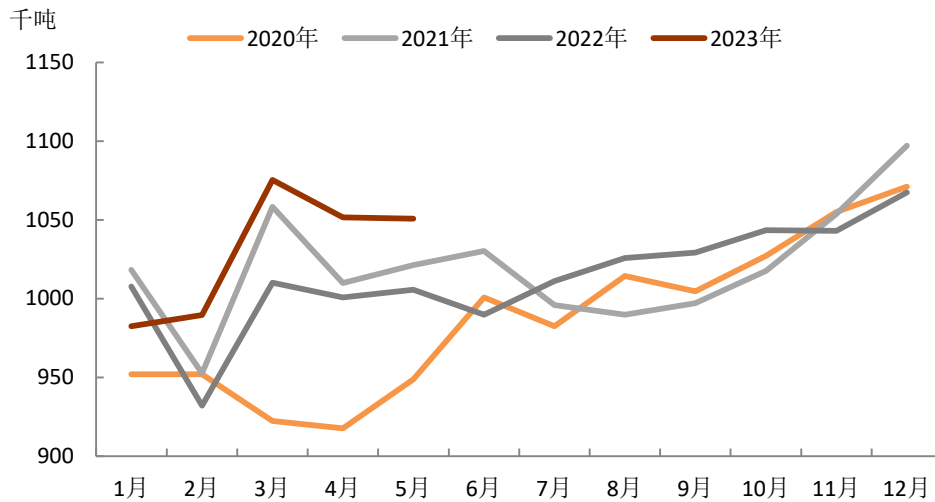
2.2 精炼铅供应情况

2.2.1 全球精炼铅供应逐步回升, 下半年海外增量或有体现

ILZSG数据显示, 2023年5月份全球精炼铅产量105.1万吨, 环比减少0.1%。1-5月份累计产量515.2万吨, 累计同比上涨2.9%, 增量主要来源于国内。

海外方面, 从主要上市公司财报来看, 上半年精炼铅产量偏低, 其中Teck受锅炉外检修影响, 产量同比减少13%; 嘉能可产量同比减少22%, 因Mount Isa、Portovesme的部分维护和保养, 以及Nordenham炼厂铅生产线计划内的减量; 不过也有部分企业产量同比增加, 如波利顿产量同比增24%。此外, 托克旗下的Nyrstar表示, 4月初已重启位于德国斯托尔贝格 (Stolberg) 的铅冶炼厂, 且接近满产。总的来看, 海外企业多维持全年产量指引, 下半年供应有望环比改善。

图表 8 全球精炼铅月度产量



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

2.2.2 炼厂复产电解铅产量小增，铅锭出口缓解淡季累库压力

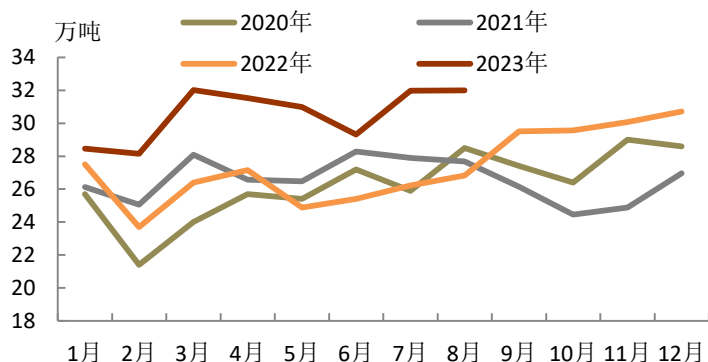
SMM数据显示，2023年7月电解铅产量31.97万吨，环比增加9.1%，同比增加21.94%。1-7月累计产量同比增加17.63%。

7月，河南、云南、内蒙古及山东等地大型炼厂检修结束恢复贡献增量；云南、湖南、安徽等地炼厂存设备检修，部分炼厂因铅矿供应紧张未达产；增量大于减量，当月电解铅产量如期增加。对于8月而言，多数电解铅炼厂生产维稳，较大减量来源于河南地区，同时，河南、安徽及湖南地区也存炼厂检修结束，增减相抵，月度产量预计维持在32万吨。

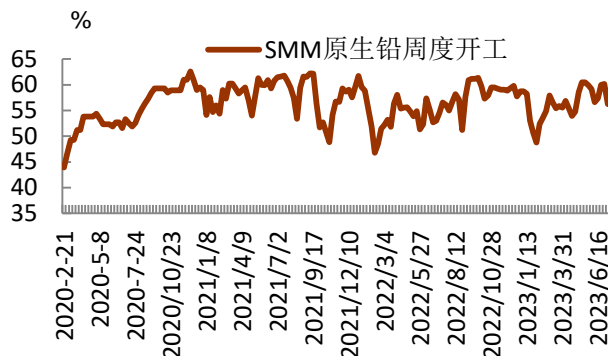
中长期看，下半年河南新凌铝业10万吨新增产能计划9月投产调试，叠加去年底及上半年闲置及新增产能投放，全年产能供应增量在50万吨。但考虑到原料铅矿紧张局面难解，显示来炼厂提产空间，全年产量增速或远不及产能增速。

进口方面：2023年6月精炼铅进口量为175吨，1-6月累计进口量为24377吨，累计同比增89.34%。出口方面：6月精铅出口量15041吨，环比增加103.87%，同比下降57.74%，主要出口国为马来西亚；1-6月份精铅及铅材合计出口量为82042吨，累计同比下降11.23%。6月上旬沪伦比价走低，铅锭出口利润大幅增加，盈利高达千元以上，进入下半月随着沪伦比价回升，出口盈利空间收窄，总体看，6月出口条件不错的情况下，出口量环比大增。进入7月沪伦比较维持在7.3-7.6区间运行，铅锭出口利润压缩背景下，出货量将环比回落。

图表 9 电解铅产量情况

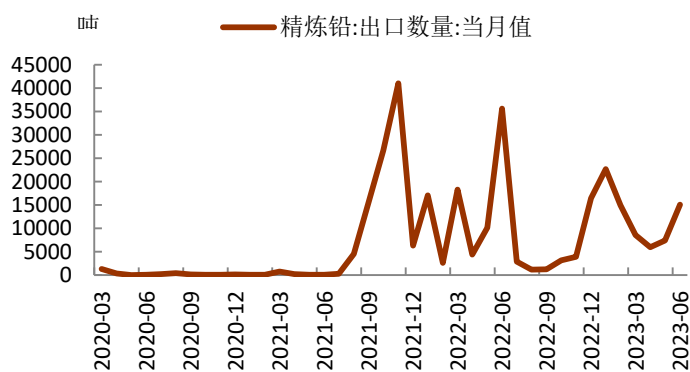


图表 10 原生铅炼厂开工率

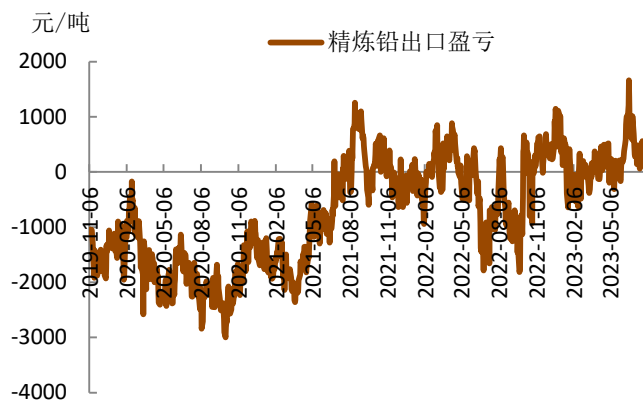


数据来源: iFinD, SMM, 铜冠金源期货

图表 11 精炼铅出口情况



图表 12 精炼铅出口盈亏情况



数据来源: iFinD, SMM, 铜冠金源期货

图表 13 2022-2023 年部分原生铅炼厂电解铅产能变动情况 (万吨)

地区	冶炼厂	2022 年产能	2023 年	变动	备注
河南	豫光金铅	46	55	9	2022 年底新增产线投产
	金利金铅	46	62	16	2023 年新增综合回收产线投产
	万洋冶炼	28	36	8	2023 年电解铅产线提产
	新凌铅业	10	20	10	预期 2023 年 9 月投产调试
湖南	华信稀贵	10	10	0	闲置产能恢复
	先导新材料	0	6	6	贵稀金属回收冶炼新增电解铅产线
	长隆环保科技	6	6	0	闲置产能恢复
	腾驰环保科技	10	10	0	2022 年 10 月新增电解铅产线投产
广东	中金岭南-丹霞	10	12	2	2022 年 7 月技改完成, 2023 年稳定生产
合计				51	

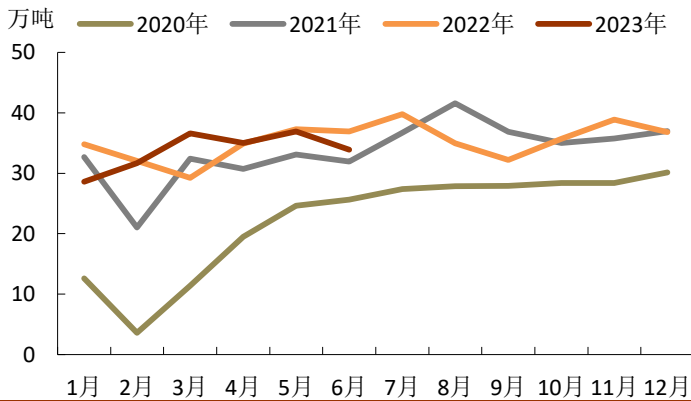
数据来源: iFinD, SMM, 铜冠金源期货

2.2.3 原料价格易涨难跌，再生铅产量缓慢增加

7月尚处下游铅蓄电池消费淡季，电池报废量偏低，废旧电瓶维持供不应求的格局，价格延续涨势，月底多地又遭遇台风暴雨的影响，增加了废旧电瓶的回收难度。价格由月初的9250元/吨涨至9425元/吨，月度涨幅1.9%。原料价格的不断上涨，侵蚀再生铅炼厂利润，月下旬铅大幅攀升，及塑料及硫酸副产品价格好转，部分抵消原料涨价。目前大型再生铅炼厂盈利在350元/吨左右，中小型炼厂盈利在200元/吨左右。后期看，伴随着铅蓄电池消费旺季来临，废旧电瓶回收有望增加，但鉴于需求端产能增速较高，废旧电瓶价格仍易涨难跌，再生铅成本上移有望支撑铅价。

再生铅产量看，SMM数据显示，6月再生铅产量33.9万吨，环比5月份-8.23%，同比去年-8.11%；1至6月再生铅累计产量205.11万吨，累计同比下降0.03%。6月几家大型炼厂生产设备故障而检修，例如湖南金翼、山东中庆等，叠加个别大厂生产减量；同时部分小型炼厂因行情亏损严重减产停产较多，故6月产量环比回落幅度较大。对于7月而言，部分小型炼厂延续停产状态，个别大型炼厂增加生产减量；但是由于6月检修、停产的多数炼厂在7月有恢复预期叠加个别新增项目投料出产，预计7月份再生精铅产量环比增加。

图表 14 再生铅产量情况

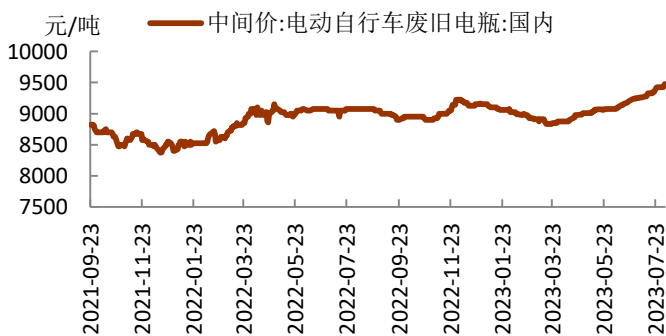


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 15 再生铅企业开工率

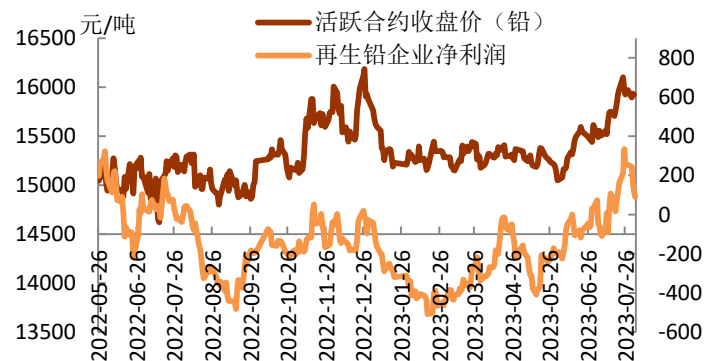


图表 16 废电池价格延续回落



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 17 再生铅企业利润情况



2.3 精炼铅需求情况

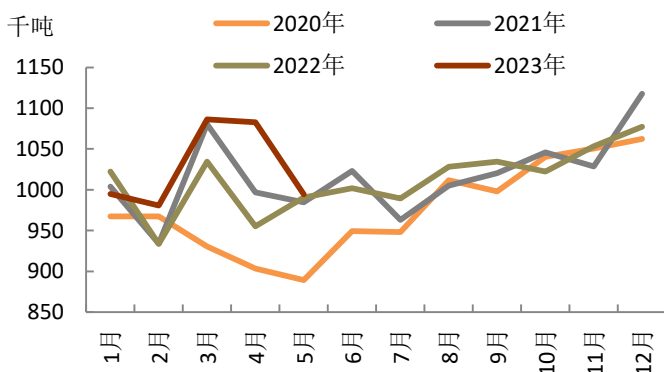
2.3.1 全球精炼铅需求情况

ILZSG 数据显示, 2023 年 5 月精炼铅消费量为 99.43 万吨, 同比增加 0.4%。1-5 月累计消费量为 513 万吨, 略高于去年同期 512 万吨。1-5 月全球供需过剩 3.11 万吨, 去年同期为过剩 15.45 万吨。

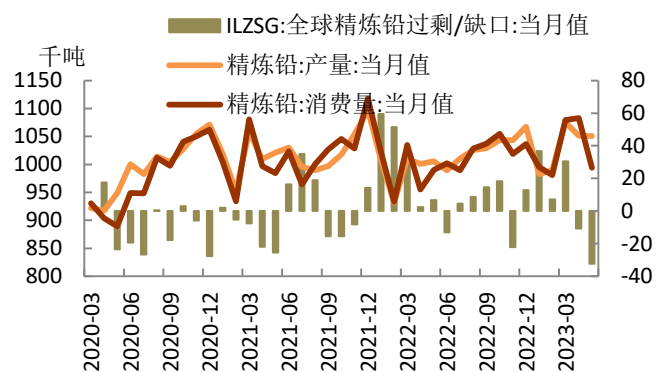
海外铅消费直接挂钩汽车产业, 美国方面, 年初以来汽车销量逐步改善, 尤其是 3 月和 4 月。从历年数据看, 3-5 月汽车销量季节性较好。今年 3 月及 4 月汽车销量同比增速分别达 7.7% 和 10.95%, 但相较于 2021 年同期仍分别-21% 和 -17.3%。6 月美国汽车销量 27.88 万辆, 环比回来, 符合季节性特征, 但同比增加 12.5%。欧洲方面, 年初以来汽车销量有所恢复, 3 月以来单月同比增速回升至 20% 上方, 但较 2021 年仍表现偏弱。6 月汽车销量 144.22 万辆, 环比同比均增加。

目前数据显示, 欧美经济韧性较强, 美国经济软着陆概率在增加, 欧洲经济衰退的担忧也在淡化, 叠加全球芯片供应紧张的局面缓解, 预计欧美汽车板块表现仍能维持较强韧性, 需求下滑的程度或有限。

图表 18 全球精炼铅月度需求情况

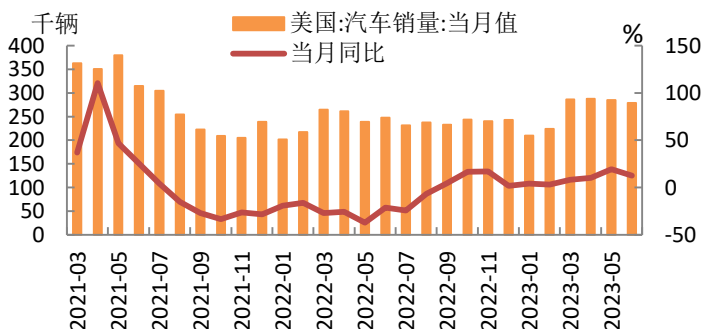


图表 19 全球精炼铅月度供需缺口情况

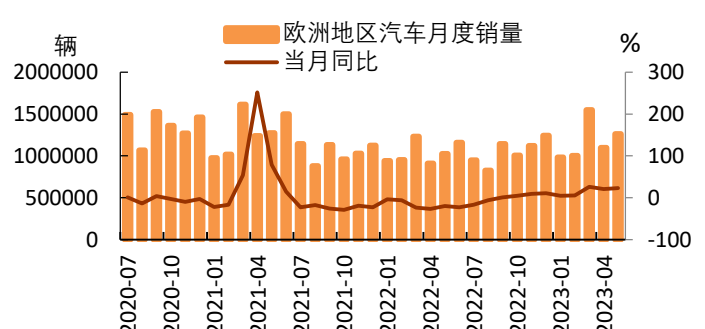


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 20 美国汽车销量情况



图表 21 欧元区汽车销量情况



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

2.3.2 铅蓄电池消费旺季存较好期待

从国内铅消费结构来看，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%。

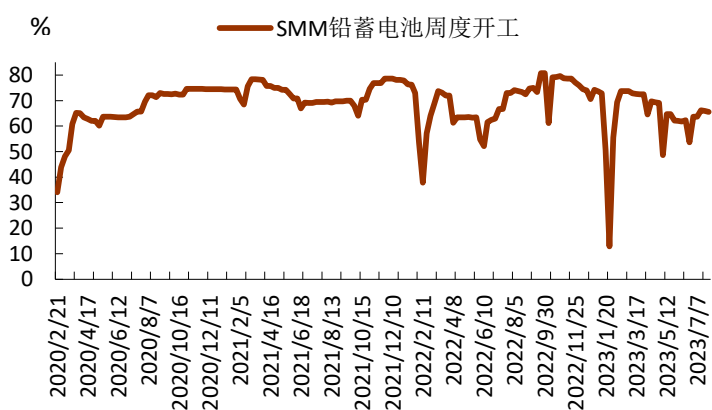
7月处于铅蓄电池淡旺季过渡期，企业开工率小幅回升，截止至7月底，五省开工率报65.52%，月度增加1.9%。月上旬铅价平稳震荡，月下旬铅价快速大幅拉涨，令铅蓄电池企业生产成本被动抬升，期间部分蓄电池顺势上调电池售价，但因终端表现较为平淡，经销商买涨不买跌，价格自上而下传导并不顺畅。后期来看，通常8–9月份为电动车铅蓄电池消费旺季，四季度汽车启动电池需求有望再接力，叠加政策端不断增强汽车板块消费刺激，有望带动蓄电池企业开工率回暖走高。

2.3.2.1 铅蓄电池出口窗口关闭，出口量或环比回落

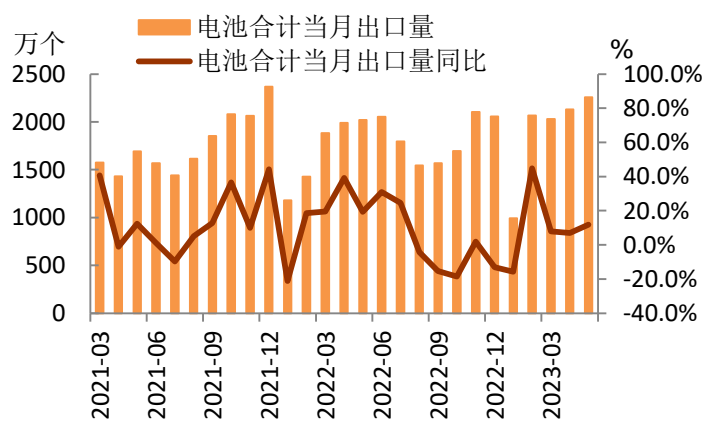
从电池出口情况看，海关数据显示，2023年6月铅蓄电池出口量为2258.4万只，环比增加6.3%，同比增加11.35%。1–6月累计进口量1.15亿只，累计同比增加5.5%。主要出口国包括：印度、印尼、新加坡、越南、墨西哥及美国等。6月铅价呈现外强内弱，沪伦比价回落，利好铅蓄电池出口，海外订单增加，尤其是汽车蓄电池及储能类电池订单增加较多。

对于7月而言，沪伦比价有所上修，电池出口盈利窗口关闭。同时，沪铅大幅上涨后，下游铅蓄电池企业生产成本增加，出口接单压力也随之增加，预计铅蓄电池月度出口量环比回落。

图表 22 铅蓄电池周度开工率情况



图表 23 铅蓄电池出口情况



数据来源：iFinD，SMM，铜冠金源期货

2.3.2.2 终端消费有韧性，但难有强增长预期

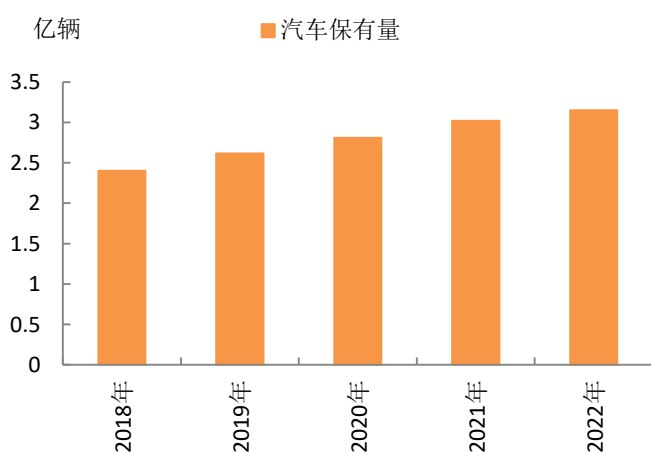
从终端需求来看，铅蓄电池主要应用在电动自行车（动力型电池）、汽车（起动型电池）、储能领域（储能型电池）及通讯基站（固定型电池）行业。

其中，起动电池是铅蓄电池的主要消费板块。从近年趋势来看，汽车及电动自行车保有量逐年递增，2022年汽车保有量将达3.15亿辆，汽车起动型电池使用寿命约2.8年。电动自行车社会保有量达3.5亿辆，电动自行车动力电池使用寿命在1.5-3年，且随着电动自行车“新国标”的落地（2019年4月15日），2022-2024年期间两轮电动车将迎来换购高峰，将有上亿台的超标车需要替换。故高保有量下，电池更换需求为国内铅酸蓄电池带来较牢固的消费支撑。此外，近期汽车板块利好刺激政策延续，7月21日，国家发改委提到了优化汽车限购管理政策、支持老旧汽车更新消费、加快培育二手车市场等总计10项措施。7月底政治局会议上，也特别提出，要提振汽车、电子产品、家居等大宗消费。7月31日，发改委关于恢复和扩大消费措施的通知中提出，优化汽车购买使用管理，各地区不得新增汽车限购措施；扩大新能源汽车消费，落实延续和优化新能源汽车车辆购置税减免等政策。在政策加持下，汽车销量有望延续企稳向上，利多铅蓄电池消费。

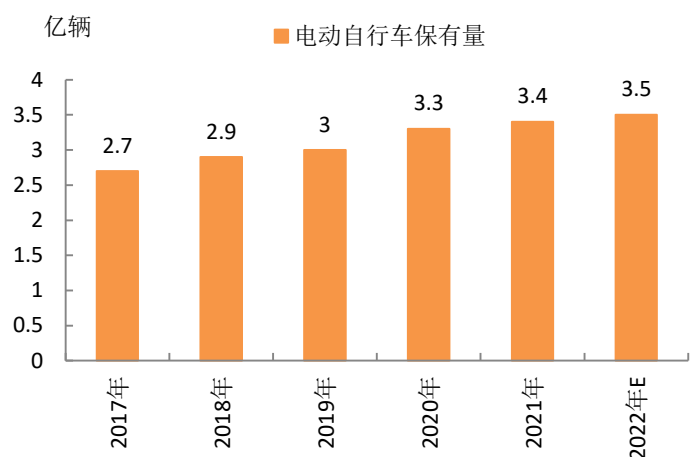
但不可忽视的是，近年随着新能源板块的不断发展，锂电池对传统铅酸蓄电池的替代及渗透性逐年增加，铅酸蓄电池整车配套需求受挤压。从中汽协数据来看，1-6月，汽车产销累计完成1324.8万辆和1323.9万辆，同比分别增长9.3%和9.8%。其中，1-6月，新能源汽车产销累计完成378.8万辆和374.7万辆，同比分别增长42.4%和44.1%，市场占有率达到28.3%。2022年，锂电版电动两轮车的产量为1151万辆，同比减少12.6%，渗透率24.2%。同时，近年随着钠离子电池逐步产业化，其在电动两轮车领域也将取代部分锂电池和铅酸电池的市场份额。

总的来看，汽车及两轮电动车高保有量为铅蓄电池提供刚性支撑，下半年汽车消费政策依旧偏暖，将继续利好电池消费。同时，近年储能电池消费增速稳步上抬，也为铅蓄电池消费带来一定增量。

图表 24 汽车及新能源汽车产量情况

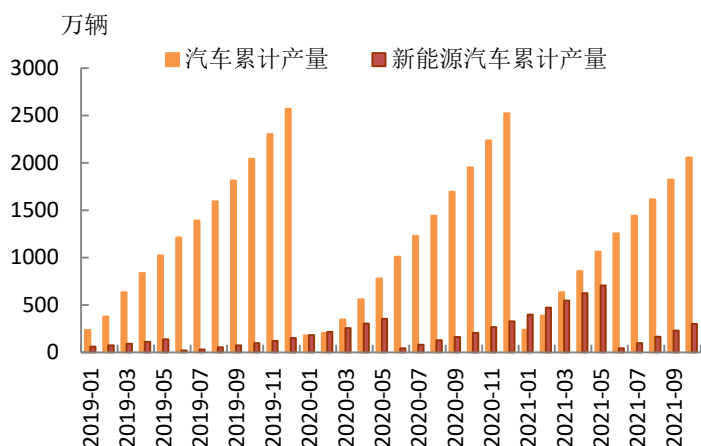


图表 25 两轮电动车销量情况

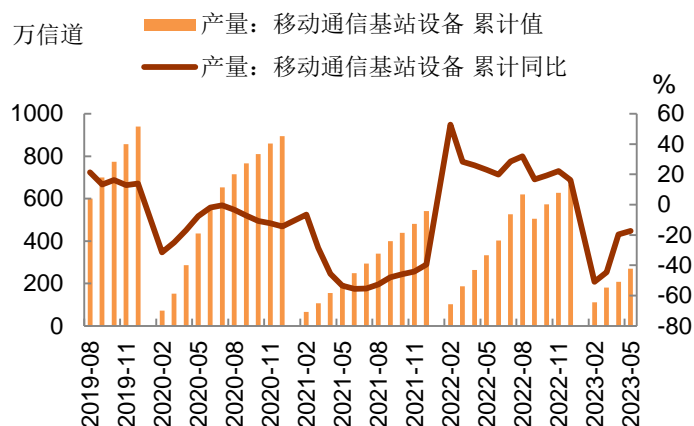


数据来源：iFinD，艾瑞咨询，铜冠金源期货

图表 26 汽车及新能源汽车产量情况



图表 27 移动通信基站产量情况



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

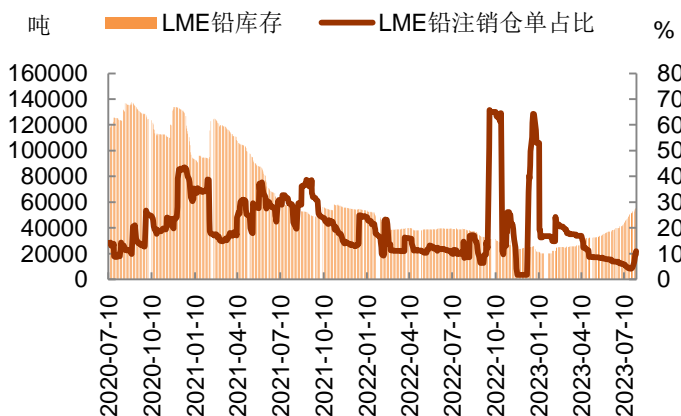
2.4 内外库存同步增加

7月LME库存延续增加，截止至月底，库存增至52775吨，月度增加11550吨，增量集中在新加坡及高雄地区，显示国内铅锌出口兑现。

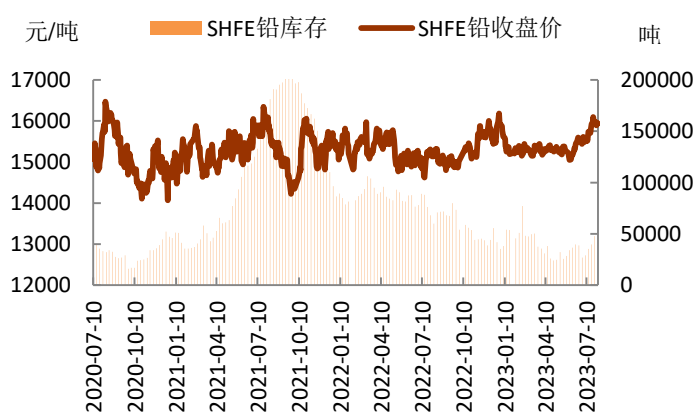
国内来看，上期所库存呈现增势，截止至月底，库存达47637吨，月度增加20691吨。其中仓单量月度增加13550吨至38108吨，但相对于沪铅近端合约持仓量而言仍显偏低，令市场担忧资金存在软挤仓的可能。社会库存来看，库存亦呈现稳步抬升，月度增加1.42万吨至4.56万吨。

整体来看，内外库存均呈现增加态势，鉴于铅锭出口窗口关闭，海外库存增势有望放缓，国内炼厂复产，叠加期现价差较大下持货商仍倾向于交仓，库存仍有累计预期。

图表 28 LME 铅延续增加



图表 29 上期所库存低位回升



数据来源：iFinD，SMM，铜冠金源期货

图表 30 交易所仓单维持低位



图表 31 社会库存淡季累库



数据来源：iFinD，SMM，铜冠金源期货

三、总结与后市展望

宏观面看，内外宏观重要会议均落地，市场情绪偏暖，风险偏好抬升，利多铅价。

供应端，全球铅矿供应缓慢增加，新增项目较少，偏紧格局暂难改变。8月国产铅矿TC环比低位下行，进口TC低位持稳，原料紧张限制原生铅炼厂爬产，预计8月电解铅月度增量2万吨。再生铅方面，铅价反弹带动炼厂利润修复，但原料废旧电瓶供不应求，产量爬升进度偏慢，预计8月产量环比小增。

需求端看，海外经济衰退担忧淡化，需求韧性较强，下滑速度缓慢。比价回升后，铅锭及铅蓄电池出口预期回落，外销增速下滑。但国内即将进入动力铅蓄电池传统消费旺季，叠加政策支持汽车板块消费，有望带动后期启动电池消费，下半年需求端保有较好预期。

整体来看，8月存供需双增预期，原料端偏紧，抬升企业成本，同时需求旺季预期支撑铅价。但终端对高价铅承接缓慢，价格传导不畅限制铅价高度。多空因素交织下，预计铅价维持高位运行，预计沪铅主要运行区间在15500-16200元/吨。

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、
307 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 A906 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。