

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

（半年报）

供应释放需求承压，铅价重心下移

吴玉新

投资咨询部

吴玉新
有色金属分析师
期货从业资格号：
F0272619
投资咨询从业证书号：
Z0002861
wuyuxin137@126.com

一德研究院 有色金属研究中心

电话：(022) 28130235
网址：www.ydqh.com.cn
地址：天津市和平区解放北路 188
号信达广场 16 层
邮编：300051

■ 核心观点

2019 年下半年，中美贸易摩擦或将有机会出现缓和，三季度也将迎来传统的季节性消费旺季，行情或有短期修复，但在供大于求的局面，价格波动重心将会进一步下移，操作建议上以逢高沽空为主，波动区间 [15000, 17000]，关注环保扰动。

■ 内容摘要

- 全球范围内，2019 年铅精矿的供应相较 2018 年将小幅增长，加工费有小幅回升，导致精铅供应增加，但是迫于矿品下滑以及还原铅利润空间仍然较小，因此 2019 年还原铅供应相较 2018 年增幅有限。
- 供应端的重心将从铅矿的供应转移至再生精铅的供应，2018-2019 年废旧电池拆解能力将会增加 220 万吨，国内并不缺乏废旧电池处理能力，而废电瓶的回收供应将会受到环保及回收链不成体系的影响，废电瓶的回收价格以及再生企业的利润情况将会影响再生精铅的产量释放，这也将会是 2019 年供应端主要的不确定因素。
- 消费端传统汽车及新能源汽车消费透支的情况下，2018-2019 年汽车行业维持负增长概率大，电动自行车新规的压力下将会减少铅的需求量，铁塔公司动力蓄电池梯次利用加速。三季度将迎来传统的季节性消费旺季，需关注。
- 在供给端存在增量而消费端羸弱的预期下，预计 2019 年下半年精铅库存将小幅增加。

目 录

1. 2019 年上半年铅市回顾.....	1
2 铅精矿供应情况.....	1
3. 精铅供应情况	3
3.1.精铅产量.....	3
3.2.精铅进出口情况.....	4
3.3.精铅供需平衡表.....	5
4. 下游需求	5
5. 库存分析	7
6. 2019 年下半年铅市展望.....	8
免责声明	9

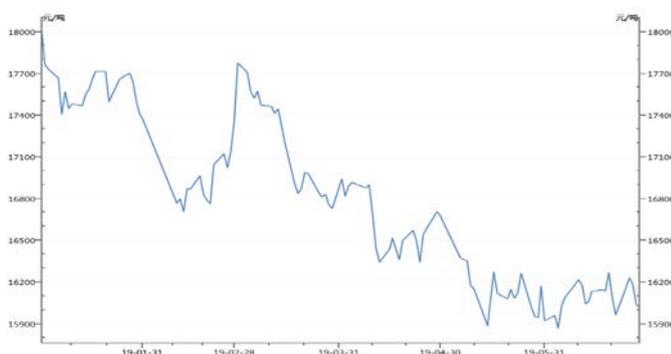
1.2019 年上半年铅市回顾

2019 年一季度随着中美贸易协议的最后期限后延、中国经济数据好转、美联储释放鸽派信号等因素，使得铅价反弹，但反弹力度相比其他有色金属偏弱，铅价仍未回到 2019 年 1 月份高位，显示基本面偏弱。进入二季度，铅价几乎呈单边下跌之势，全球贸易局势紧张，经济下行压力增加等原因压制。上半年整体看，铅价是有色金属中表现最弱的。

铅表现低迷，除了我们上边提到的宏观因素之外，自身基本面因素更占主导作用。二季度本应是铅的需求旺季，但呈现出来的是旺季不旺，电池厂家备货意愿不足，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。供应端，随着今年以来环保干扰降低，原生铅与再生铅产量都有提升，供应转向过剩局面，这也可以由升贴水走势看出，今年以来，铅现货升贴水持续处于低位，二季度也没有走高的迹象。

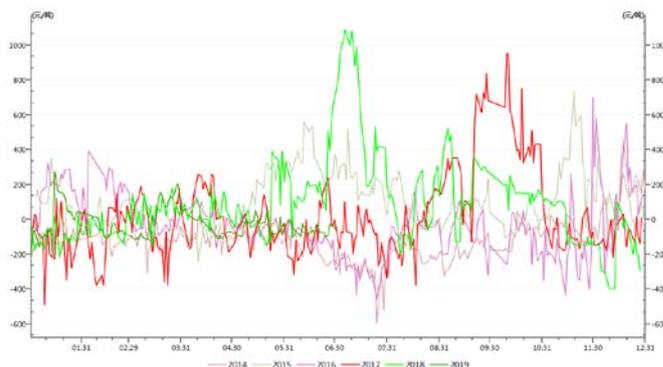
前期的市场矛盾点主要在再生铅供应方面，再生原生价差有很好的指示作用，但 2019 年随着环保压力的减弱以及再生铅行业的逐步规范，再生铅的成本支撑作用弱化，在再生铅的快速发展下，供大于求的局面或为 2019 年主基调，在成本、环保以及交割时出现阶段性上涨行情。

图 1：2019 年铅价走势



资料来源：wind、一德有色

图 2：铅升贴水



资料来源：wind、一德有色

2 铅精矿供应情况

据国家统计局统计，中国 2019 年 1-5 月份铅精矿产量 41 万吨，累计同比减少 1.54%；进口方面，据海关数据统计，2019 年 1-5 月份累计进口量 59 万吨，同比大幅增加 33%。2016 年开始国内铅精矿加工费进入下滑通道，从 2700 元/吨降至 1400 元/吨，国内鼓励再生资源利用，再生铅与原生产使用无差异化以及利润的保证下促进了老牌企业扩产再生环节，铅精矿的开采供应明显压缩。

图3：国内铅精矿产量

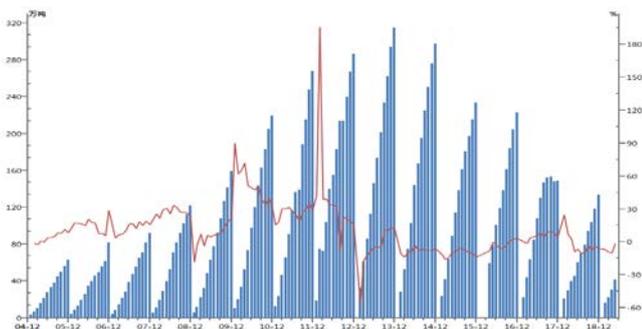
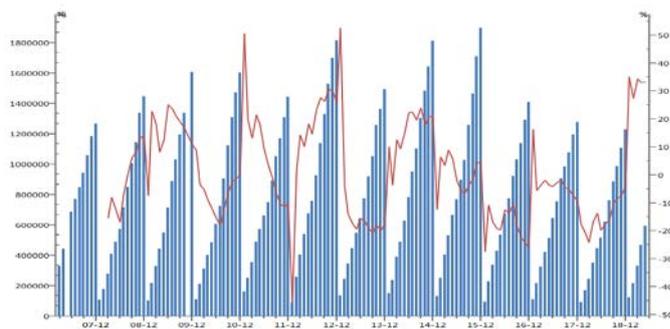


图4：铅精矿进口量



资料来源：wind、一德有色

据统计，2019年铅精矿海外增量约12.8万吨，比2018年增加10.1万吨，中国增量约5.1万吨，比2018年减少约2万吨。在环保以及矿品位下滑的双重限制下，2019年铅精矿增量有限，但在再生铅的蓬勃发展下，对2019年精铅供应几无影响。

图5：2018-2019年海外新增矿山产能情况（万金属吨）

公司	矿山	国家	2018	2019
Trevali	Halfmile Lake	加拿大	0	0.9
South 32	Cannington	澳大利亚	0	1.5
Glencore	Lady Loretta	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	Alaigyr	哈萨克斯坦	0.3	1.5
HZL	Sindesar Khurd	印度	0.2	4
Industrias Penoles	Rey de Plata	墨西哥	0.1	0.9
Mineco Group	Olovo	玻利维亚	0.2	0.4
总计			2.7	12.8

资料来源：安泰科、一德有色

图6：2018-2019年中国可能增加铅精矿产量（万金属吨）

省份	矿山名称	新增处理能力	2018年增量	2019年增量
内蒙古	光大矿业大地矿区	30	0.2	0.3
	赤峰金都十地矿区	30	0.2	0.2
	赤峰金都白音查干矿	9	0.3	0.3
	荣邦矿业	30	0.3	0.1
	困宏矿业阿旗敖包吐矿区	60	0.5	0
	国金矿业八岔沟	120	0.2	0
	比利亚谷铅锌矿	120	0.2	0
	阿巴嘎旗高尔旗银铅锌矿	90	0.9	0
	超凡矿业哈拉胜铅锌银矿	120	1	1.3
	诚诚矿业	40	0.6	0.1
	银漫矿业	60	0.3	0.2
国森二道河铅锌矿	60	1	0	
青海	宏鑫矿业牛苦头铅锌矿	75	0.5	0.5
吉林	吉林伊春翠宏山铁锌矿	160	0.4	1.2
甘肃	郭家沟铅锌矿	150	0.4	0.9
总计		1154	7	5.1

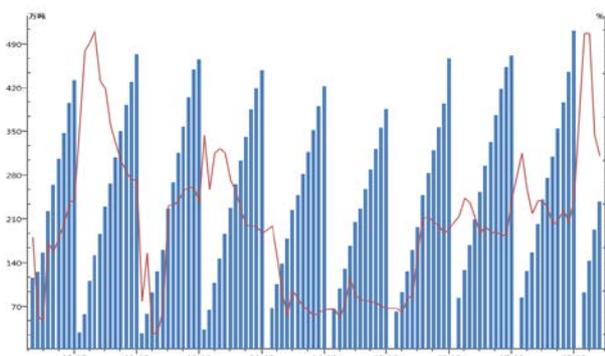
资料来源：安泰科、一德有色

3. 精铅供应情况

3.1. 精铅产量

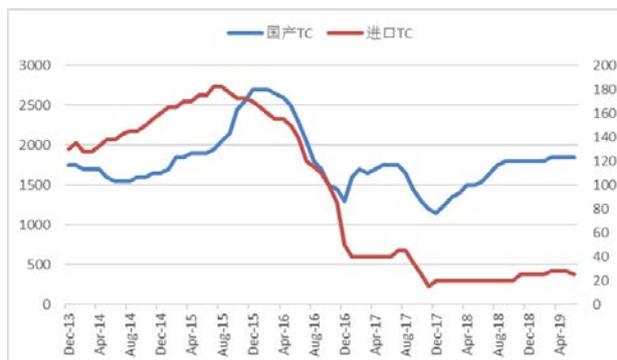
据统计，2019年1-5月份精铅产量238.4万吨，同比增加15.8%，其中原生铅产量146.64万吨，同比增加19.7%，再生铅产量91.76万吨，同比增加16.89%，再生铅占比精铅产量40%左右，且近几年呈现增长态势。原生铅产量增速较快，主因是加工费回升，冶炼厂开工率有所回升，并非新增产能的增加，新增产能不但没增，反倒部分在过往以及进入投建的原生铅项目在2018年也陷入了搁置以及停滞的情况。环比来看，5、6月份原生铅冶炼厂检修有所增加，因此原生铅产出环比小幅下滑。矿的紧张情况已经过去，加工费仍给予冶炼厂一定的利润，开工率预计会维持。但由于还原铅利润空间有限，目前来看未来几年矿山开采更倾向于附加值高的铜矿锌矿，铅精矿的供应增速有限，国内精铅的增速主要依赖于再生铅的投放。

图7：精铅产量及同比



资料来源：Wind、一德有色

图8：冶炼加工费

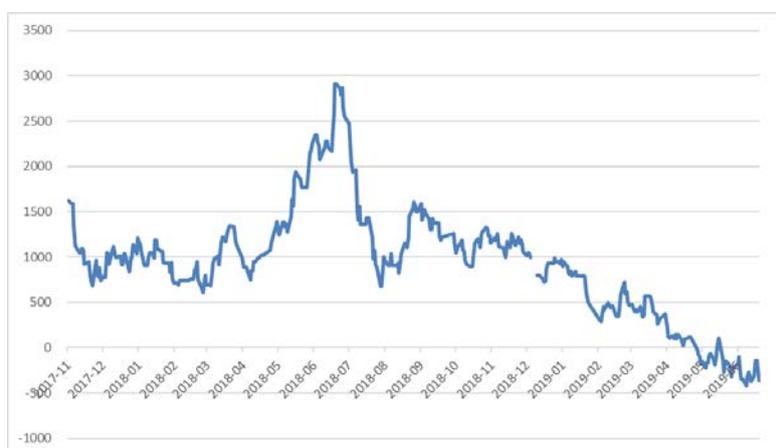


近年来，海外铅冶炼企业新增产能有限，且再生铅比重达到80-90%，提升空间有限，主要关注国内再生铅产量。据SMM统计2018年-2019年新增废旧电池拆卸能力222万吨，再生铅新增产能120.8万吨，当然实际再生精铅产量可能会受到环保、利润以及废旧电池回收的制约。环保方面，政策力度正在减弱，同时在过往两年中，也加大了对于诸多“三无”再生铅企业的整治，根据SMM预计，再生铅不合规产能数量从2015年的100万吨降至2018年20万吨，预估今年三无冶炼厂产能规模降至15万吨。利润方面，今年以来再生铅利润持续下滑，4月份转为亏损，目前仍维持小幅亏损状态。再生铅集中化与规模化发展会令生产成本下移，但是近几年产能增速过快，而下游需求疲弱导致铅价不振，导致产能过剩，预计再生铅利润将在较长时间内处于低位水平。而且再生铅开工率变动与铅价的高相关性已经破坏，铅价下跌未导致再生铅开工率明显下降。

接下来我们关注废旧电池回收。2018年在接连的环保督查的压力下，废电瓶回收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。进入 2019 年，再生铅前期瓶颈因素废电瓶下跌，成本下降，但是铅价下降更快，导致利润继续走低。废蓄电池目前价格很坚挺，主要还是废旧电池拆解能力增加很快，但原料废电瓶供应可能跟不上。19 年 1 月份，国家出台了《废铅蓄电池污染防治行动方案》和《铅蓄电池生产企业集中收集和跨区域转运制度试点工作方案》，目的是规范回收渠道。废旧电瓶的供应及价格将会是 2019 年的主要关注点。

图 9：再生企业利润情况



资料来源：一德有色

图 10：新增废旧电池拆解能力与再生铅产能（万吨/年）

企业名称	废电瓶处理能力	再生铅产能	进度
山东中庆环保科技有限公司	30	19	18 年 4 月正式投产
安徽华铂再生资源科技有限公司	70	45	18 年 10 月试车，19 年 3 月逐步正常运行
2018 年合计	100	64	
广东英德新裕再生资源有限公司	8	4.8	19 年 4 月试运行
安徽华鑫铅业有限公司	20	12	待定
济源金利金铅有限公司	30		19 年 5 月试运行
天津东邦铅资源再生有限公司	16	10	正在投建，预计 19 年底投产
安徽超威环保科技有限公司	32	20	正在投建，预计 19 年 10 月投产
太和县大华金属材料有限公司	16	10	正在投建，预计 19 年 10 月投产
2019 年合计	122	56.8	

资料来源：SMM、一德有色

3.2.精铅进出口情况

今年以来进口窗口多次打开，年初内外比值一度高达 9.4，进口利润丰厚，铅库存由国外市场流入国内，据海关数据统计，1-5 月份精铅累计进口量 6.5 万吨，精铅累计出口量 564 吨，累计净进口量约 6.5 万吨。从历史

数据来看进口量创出高位。随着进口铅增加，国内供应充裕令比价回落。

图 11：精铅净进口情况

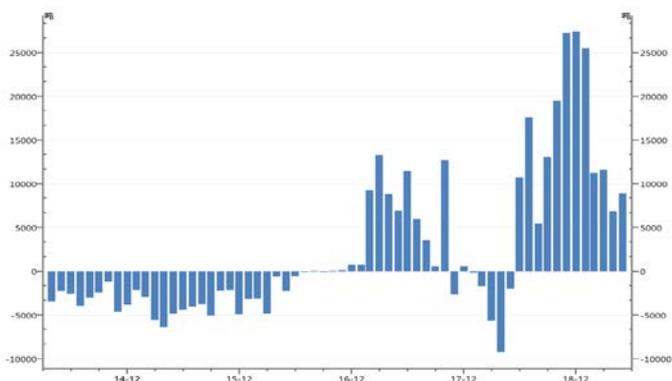
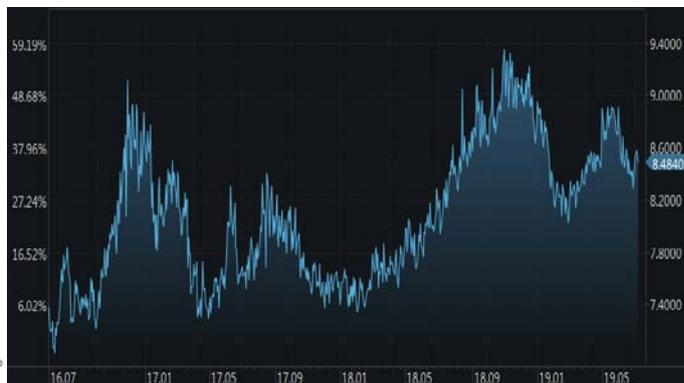


图 12：精铅内外比值



资料来源：Wind、一德有色

3.3.精铅供需平衡表

受经济疲软拖累，国内铅需求增速转而负增长，2019 年国内铅供应处于平衡偏充裕状态，国内铅供大于求 20 万吨，铅价承压重心下移。

图 13：精铅供需平衡表（万吨）

	2015	2016	2017	2018	2019E
原生铅产量	305	314	320	290	300
再生铅产量	193	207	223	206	232
出口量	7	3	3	4	4
进口量	2	2	11	18	20
表观消费量	492	520	551	510	548
实际消费量	504	532	540	531	528
供求平衡	-12	-12	11	-21	20

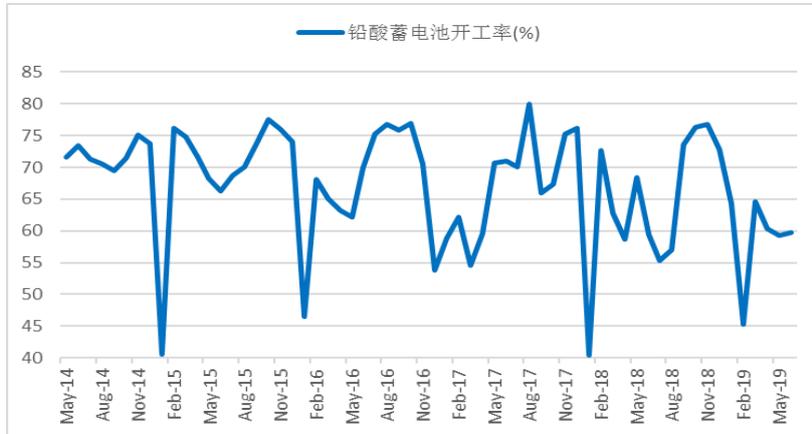
资料来源：SMM、一德有色

4. 下游需求

2019 年至今铅蓄电池没能延续淡旺季规律，季节性旺季特征减弱。由开工率数据看，5-6 月份历来是半年冲量的月份，但是我们看开工率仍处于低位，也显示了需求低迷。今年 1-5 月，铅酸电池产量 6079 万千伏安时，同比下降 6%。今年铅消费结构发生根本性转变，政策利空铅价，首先是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；其次，铁塔公司动力蓄电池梯次利用加速，据 SMM 统计，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。

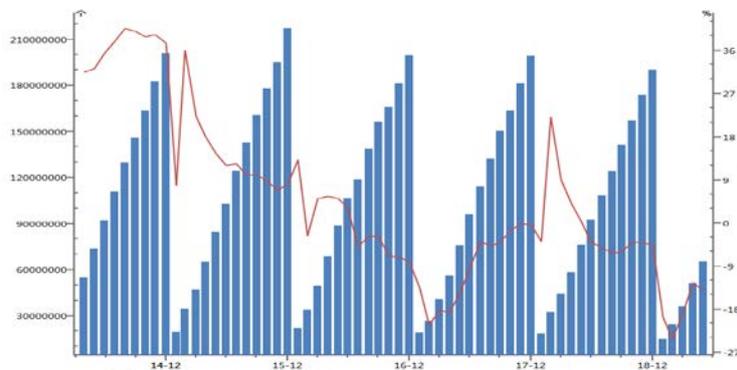
图 14：铅蓄电池开工率（万辆）



资料来源：SMM、一德有色

据国家统计局统计，2018 年 1-5 月份铅蓄电池累计出口量为 6547 万个，累计同比减少 13.92%。在欧美国家铅蓄电池仍然占据着重要的市场份额，但迫于中美贸易摩擦的原因，出口市场受到冲击，导致谦虚电池出口量有较为明显的下滑，从而降低了国内铅的市场需求。

图 15：铅蓄电池累计出口量



资料来源：Wind、一德有色

汽车方面，据中汽协统计，2019 年 1-5 月份我国汽车产销量分别为 1023.7 万辆和 1026.59 万辆，同比减少 13.01%和 12.95%。2017 年在购置税优惠政策及新能源补贴政策的刺激下，汽车行业迅速发展，从而透支未来消费，2018 年汽车行业进入寒冬，传统汽车产销数据或首次出现负增长局面，在国家去杠杆以及中美贸易战争的宏观悲观预期下，投资消费均明显减弱，市场购买力不强，2019 年汽车行业继续走弱。新能源汽车方面，据中汽协统计 2019 年 1-5 月份新能源汽车累计产量 47.98 万量，同比增加 46.27%，2018 年新能源汽车产量已超过年初预期 100 万辆，2019 年增速有所回落。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步履维艰。若政策的实际执行减弱对新能源汽车的投放或者锂电池乃至氢燃料电池突破技术瓶颈，这对汽车板块铅需

求将会造成很大的冲击及不确定性。

图 16: 新能源汽车产量 (万辆)

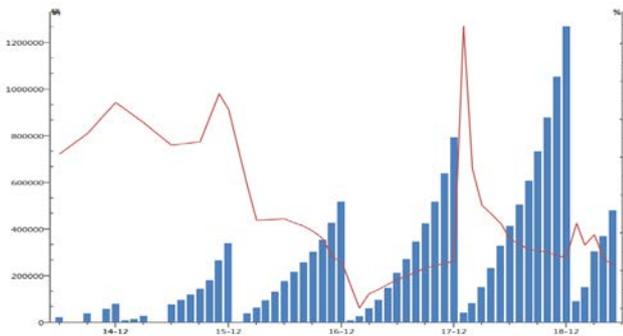
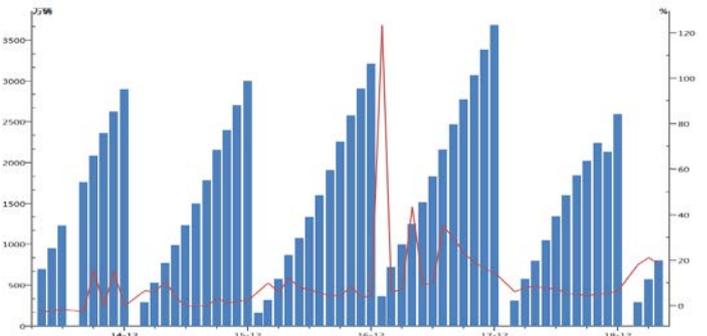


图 17: 电动自行车产量 (万辆)



资料来源: Wind、一德有色

对于铅蓄电池需求量巨大的传统行业电动自行车行业也将受到电动车新规的巨大冲击，新规已于 2019 年 4 月 15 日实施，规定整车重量不得超过 55kg，电机功率不超过 400W，这意味着目前市场上主流 12Ah 电池将不再符合标准，而 10Ah 电池重量不能超过 3.6kg，以目前的技术水平很难达到要求，这也意味着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，来分享汽车行业的蛋糕，这也将严重冲击着传统的铅酸蓄电池的市场占有率。

5. 库存分析

2019 年上半年，上期所铅库存持续走高，原因还是由于下游需求的惨淡所致。此外，从社会隐性库存上来看，走势与上期所库存一致，也是持续累库的过程，上期所与五地社会库存加总有 5.5 万吨左右，有历史交割数量看，难以形成挤仓的风险。下半年特别是三季度是消费旺季，若随着消费的走强以及国内经济的数据或相对转好，国内库存能够得到一定消耗。关注三季度下游消费启动情况，直接决定库存的走向。

图 18: 上期所与 Lme 铅库存

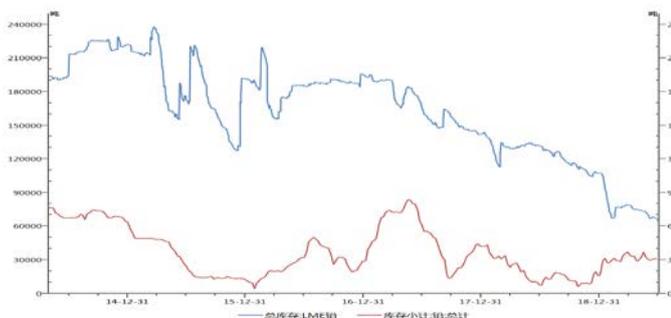


图 19: LME 铅库存 (万吨)



资料来源: Wind、SMM、一德有色

6. 2019 年下半年铅市展望

2019 年铅市将呈现供大于求的局面，供应增加，且需求持续低迷，随着电动自行车新国标的进一步实施落地，蓄电池企业订单势必受到影响。国内外铅精矿供应小幅增长，但迫于利润空间较小，还原铅供应基本维持稳定，2018-2019 年新增电池拆卸能力多达 220 万吨，虽然再生精铅的供应受环保、废电瓶供应、回收价格以及再生企业利润影响明显，但促进废电瓶回收再利用将成为未来的趋势，再生精铅的产量及占比将会维持增长态势。而需求方面，传统主流消费行业电动自行车受新规以及技术瓶颈的限制；精铅用量将会被压缩，传统汽车及新能源汽车已透支消费。2019 年下半年，中美贸易摩擦或将有机会出现缓和，三季度也将迎来传统的季节性消费旺季，行情或有短期修复，但在供大于求的局面，价格波动重心将会进一步下移，操作建议上以逢高沽空为主，波动区间[15000,17000],关注环保扰动。

免责声明

- ▶ 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- ▶ 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



总部：天津市和平区解放北路188号信达广场16层 • 022-58298788 • 300042

北京北三环东路营业部 100013

北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703
Tel: 010-8831 2088

上海营业部 200063

上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室
Tel: 021-6257 3180

天津营业部 300021

天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平创新大厦A座25楼2352、2353-1号）
Tel: 022-2813 9206

天津滨海新区营业部 300457

天津市经济技术开发区第二大街泰达MSD-G1座3A层10室
Tel: 022-5982 0932

天津津滨大道营业部 300161

天津市河东区上杭路街道津滨大道53号B座2301
Tel: 022-5822 0902

郑州营业部 450008

郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室
Tel: 0371-6561 2079

大连营业部 116023

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2303、2310号房间
Tel: 0411-8480 6701

淄博营业部 255000

山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新园A座806、807房间
Tel: 0533-358 6709

宁波营业部 315040

浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号
Tel: 0574-8795 1915

唐山营业部 063000

河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室
Tel: 0315-578 5511

烟台营业部 264006

山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501室
Tel: 0535-216 3353/216 9678