



**重要提示：**本报告中发布的观点和信息仅供中信期货的专业投资者参考。若您并非中信期货客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本报告的任何信息。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

## 国内铅锭库存向上拐点确认， 沪铅期价有望开启下行通道

### 报告摘要：

**主要观点：**国内铅锭库存开始累积回升，将成为铅市场的主要矛盾点。短期沪铅期价有望承压开启偏弱运行态势。

### 主要逻辑：

其一，伦铅期价高位波动，但对沪铅期价的提振有限。目前来看，沪铅期价运行以国内基本面所主导。

其二，国内铅供需预期趋弱，国庆节后环保限产对冶炼生产影响解除，铅矿加工费上涨，以及再生铅运行产能释放增加下，原生铅和再生铅供应环比均有望持续回升。消费上，电动车电池消费已转淡，汽车电池置换型需求尚需等待，蓄电池企业补库需求转弱，且再生精铅维持深贴水，使得下游采购偏向于再生铅，整体消费将季节性趋弱。短期国内铅锭库存向上拐点已确认，预计后期将进一步累积增加。

其三，目前关注铅出口情况，预计实际通过出口转移国内供应压力的幅度或不大。

其四，沪铅 1911 合约持仓量加快减少，其挤仓风险正逐渐缓解。

操作方面，

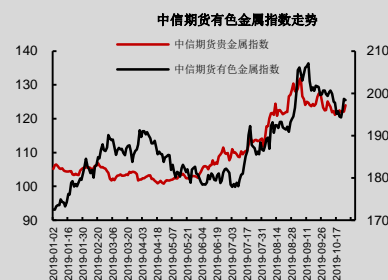
### 投资建议：

第一，趋势性操作上，对于沪铅期货建议以偏空思路对待为主。国庆节后，建议介入的空单可继续持有，或后期把握逢高沽空机会。

第二，内外市场套利上，内外比值已持续下调至相对低位，由于后期铅出口机会可能开启的影响，进一步下行的空间或受限。同时，基于内外基本面仍分化，内外比值修复向上的幅度或也相对有限。内外套利上暂时可关注和把握铅出口的机会。

第三，跨品种套利上，基于供需面的分化，可阶段性把握买铜卖铅的机会。

**风险提示：**宏观情绪迅速切换，环保限产超预期



投资咨询业务资格  
证监许可【2012】669号  
有色金属组

研究员：

郑琼香  
0755-83213347  
zhengqx@citicsf.com  
从业资格号：F0260068  
投资咨询号：Z0002147

许勇其  
021-60812994  
xuyongqi@citicsf.com  
从业资格号：F3028549  
投资咨询号：Z0012503

覃静  
0755-83212747  
qingjing@citicsf.com  
从业资格号：F3050758  
投资咨询号：Z0013731

杨力  
021-60812976  
yangli@citicsf.com  
从业资格号：F3039855  
投资咨询号：Z0013210

## 目 录

报告摘要:	1
一、行情回顾：铅价内弱外强，沪铅市场资金关注度开始提升	3
二、供需转弱预期开始兑现，国内铅锭库存向上拐点显现	3
2.1 铅矿加工费大幅上涨，原生铅产出稳中回升	3
2.2 再生铅供应转向充裕，且存进一步增长预期	4
2.3 电池消费季节性转淡	6
2.4 国内铅锭库存向上拐点显现，后期有望累积增加	7
三、沪铅 1911 挤仓风险已降低	7
四、关注近期铅出口表现	8
五、后期铅市场展望和策略建议	8
免责声明	10

## 图表目录

图 1: 铅价内弱外强格局明显	3
图 2: 近日沪铅期货持仓量逐渐提高	3
图 3: 铅矿加工费上涨	4
图 4: 国内原生铅产出稳中有升	4
图 5: 国内再生铅产出将不断提升	5
图 6: 再生铅冶炼利润尚维持	5
图 7: 今年再生铅整体产出将进一步提高	5
图 8: 再生精铅对电解精铅贴水不断扩大	5
图 9: 电动车电池开工开始季节性转淡	6
图 10: 汽车电池置换型需求回暖尚需等待	6
图 11: 国内铅锭社会库存开始低位回升	7
图 12: 沪铅期价 BACK 结构逐渐扁平化	7
图 13: 沪铅现货合约持仓量	8
图 14: 短期 SHFE 铅仓单库存有望低位回升	8
图 15: 铅价内外比值	8
图 16: 精炼铅出口量	8

## 一、行情回顾：铅价内弱外强，沪铅市场资金关注度开始提升

10 月份以来，铅价内弱外强特征凸显。

伦铅期价呈现高位偏强态势。月初先是有效突破了 2100 美元/吨的关键关口；之后继续攀高，突破了年初的高点 2179.5 美元/吨，并进一步挑战了 2200 美元/吨的压力位；于 10 月 24 日创出 2232 美元/吨的年内高点。伦铅期价反弹，主要受到 LME 铅库存的持续去化，以及仓单持有高度集中所支撑。

在伦铅期价先行上涨后，国庆节后，沪铅期价跟随跳空小幅高开，但限制于 17240 元/吨的压力位下方。之后沪铅期价基本围绕在 17100 元/吨下方震荡调整。可见，伦铅期价对沪铅期价难以形成持续的提振，内外铅市场的表现分离较为明显。我们认为，沪铅期价的运行依然以国内基本面所主导，供需预期转弱将对今年后期沪铅期价形成压制。

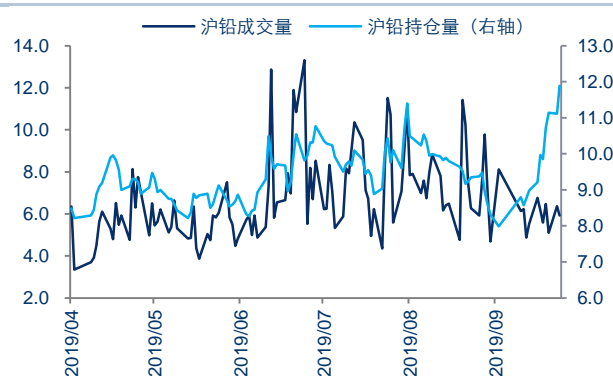
此外，近期沪铅市场资金关注度逐渐提升。国内铅供需趋弱预期开始兑现，铅锭库存向上拐点确认，表明了市场矛盾点体现后，吸引了市场资金的关注和流入，并有望推动沪铅期价行情的进一步演绎。

图1: 铅价内弱外强格局明显 单位：元/吨，美元/吨



资料来源：Wind 中信期货研究部

图2: 近日沪铅期货持仓量逐渐提高 单位：万手



资料来源：Wind 中信期货研究部

## 二、供需转弱预期开始兑现，国内铅锭库存向上拐点显现

### 2.1 铅矿加工费大幅上涨，原生铅产出稳中回升

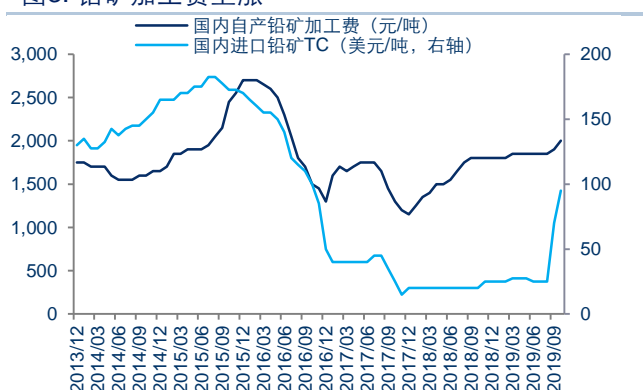
下半年以来，国内铅矿产出恢复性释放，以及进口铅矿盈利窗口阶段性打开，进口铅矿加快流入，铅矿供应从之前的紧平衡逐渐转向充裕态势。铅矿加工费不断上涨，正佐证了该变化趋势。上半年国内自产铅矿加工费和进口加工费分别处于 1700-1850 元/吨、20-35 美元/吨的低位平台。3 季度开始，进口铅矿加工费先行大幅上调，10 月份铅矿加工费进一步攀高至 80-110 美元/吨。国内自产铅矿加工费也于 9 月份逐步提高，至 10 月份继续上涨至 1900-2100 元/吨。今年后期，铅矿供应有望延续偏宽松的趋势。

因此，在铅矿加工费上涨，铅冶炼利润回升带动下，8 月份开始，原生铅冶炼

企业集中检修基本结束，产出逐步恢复。8-9月冶炼产出基本恢复至往年同期水平。目前来看，四季度原生铅冶炼产出有望进一步小幅提升，主要为，铅矿加工费有望高企并进一步上涨，对冶炼利润形成持续支撑。此外，国庆节前及国庆期间，环保限产导致河南济源地区冶炼厂生产受限，国庆节后环保限产影响已解除。而10-11月河南金利金铅、万洋进行常规性检修，检修主要影响了粗铅生产，企业通过外购粗铅，保证精铅生产正常运行。

不过，近两年由于企业战略调整等原因，国内整体原生铅运行产能出现了20多万吨的下调，故将限制今年四季度以及未来原生铅产出的释放空间。预计四季度国内原生铅产出呈现稳中有升的态势。

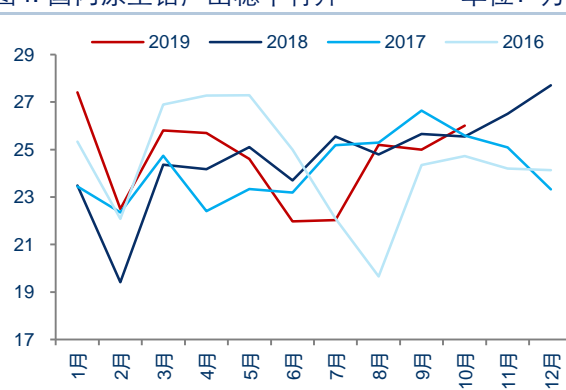
图3: 铅矿加工费上涨



资料来源：SMM 中信期货研究部

图4: 国内原生铅产出稳中有升

单位：万吨



资料来源：SMM 中信期货研究部

表 1: 2017-2019 年原生铅增减产能 单位：万吨

企业名称	产能增减情况	备注
乌拉特后旗瑞峰铅冶炼	8	2017 年投产计划搁置
株洲冶炼集团	-10	公司战略调整，剔除电解铅，已于 2018 年 12 月停产
湖南展泰有色金属	2	2017 年投产计划搁置
锡盟双源有色金属	5	2017 年投产计划搁置
云南锡业集团	-10	公司战略调整，剔除电解铅，已于 2018 年 1 月停产
个旧等地区鼓风炉整改	-6	已于 2018 年 12 月地全面停产
2019 年减量	-26	

资料来源：SMM 中信期货研究部

## 2.2 再生铅供应转向充裕，且存进一步增长预期

7、8月国内再生铅生产不及预期，主要受到了环保督查及废电瓶供应偏紧的原因所限制，加上7月生产仍处于亏损状态。8月底以来，冶炼利润不断恢复并提高至1000元/吨以上的相对高位，加上9月上中旬环保影响阶段性减弱，9月份再生铅产出环比逐渐提升。

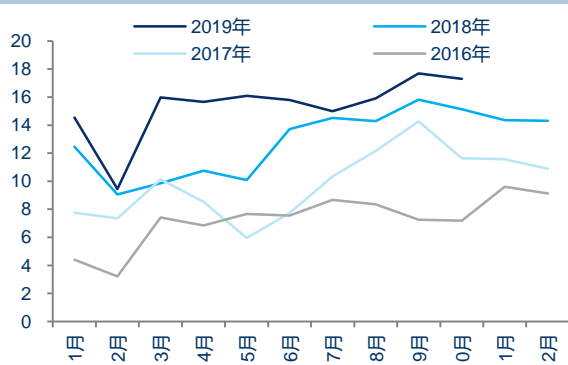
对于10月份，国内再生铅产出有望维持于高位，且预计11-12月延续同比高增长态势。首先，国庆节前和期间，河北、山东再生铅生产也受到环保限产的部分

制约，节后影响也同样已解除。其次，目前来看，尽管再生铅冶炼平均利润出现收缩，但仍处于 500 元/吨左右的可观水平，对再生铅企业延续生产的驱动仍在。再者，前期再生铅产能集中投放，整体运行产能有较大的抬升。且四季度有安徽超威、太和大华以及天津东邦等再生铅项目进一步投放，加上废电瓶供应保障率有所抬升，因此再生铅产能仍有进一步释放的空间。

国庆节后，国内再生铅供应充裕态势已进一步体现，目前再生精铅对电解精铅的贴水已逐步下扩至 450-600 元/吨的幅度。预计今年后期再生精铅仍延续深贴水的趋势。

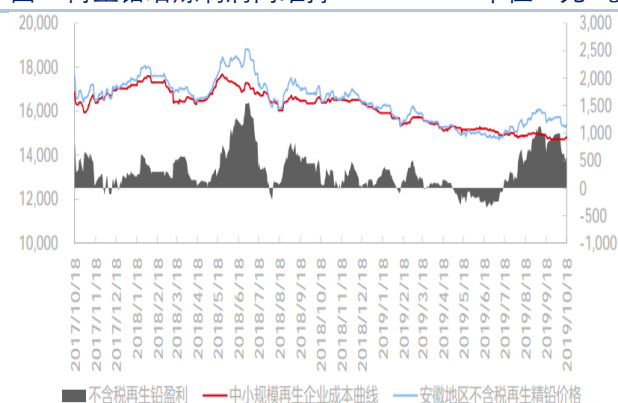
总的来看，国内再生铅供应已转向充裕态势，从今年后期来看，其供应存进一步增长预期，并将成为压制沪铅期价的主要因素之一。

图5: 国内再生铅产出将不断提升 单位: 万吨



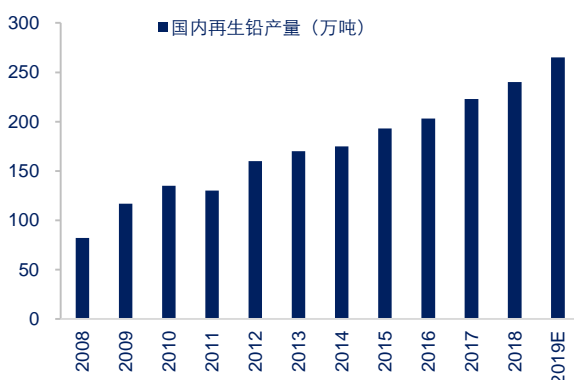
资料来源: SMM 中信期货研究部

图6: 再生铅冶炼利润尚维持 单位: 元/吨



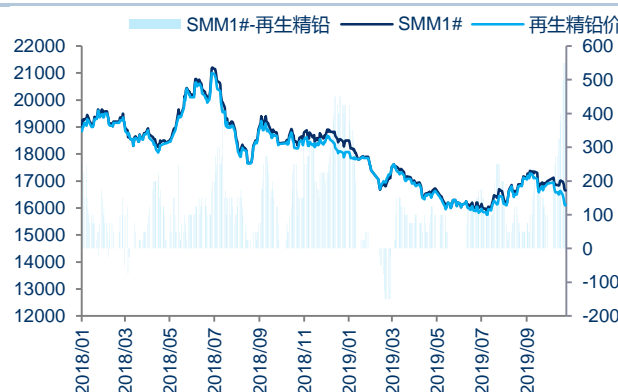
资料来源: SMM 中信期货研究部

图7: 今年再生铅整体产出将进一步提高



资料来源: SMM 中信期货研究部

图8: 再生精铅对电解精铅贴水不断扩大 单位: 元/吨



资料来源: SMM 中信期货研究部

表 2: 2018-2019 年国内再生铅新增产能

单位: 万吨

企业名称	废电瓶处理能力	再生铅产能	备注
山东中庆环保科技	30	19	2018 年 4 月正式生产
安徽华铂再生资源科技	70	45	2018 年 10 月试车, 2019 年 3 月起逐步正常运行



<b>2018 年合计</b>	<b>100</b>	<b>64</b>	
广东英德新裕再生资源	8	4.8	2019 年 4 月试运行
安徽华鑫铝业	20	12	2019 年 5 月开始阶段性复产
济源金利金铅	30	18	2019 年 5 月试运行
天津东邦铅资源再生	16	10	正在投建, 预计年度投产
安徽超威环保科技	32	20	正在投建, 预计 10 月投产
太和县大华金属材料	16	10	正在投建, 预计 10 月投产
<b>2019 年合计</b>	<b>122</b>	<b>74.8</b>	

资料来源: SMM 中信期货研究部

## 2.3 电池消费季节性转淡

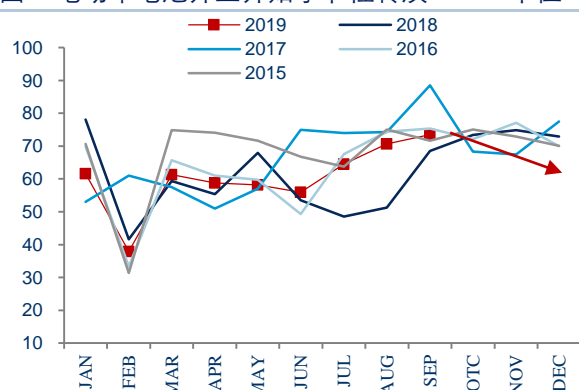
从电动车电池消费来看, 9 月下半月已开始滑过了消费旺季的时点。国庆节后, 电动车电池消费旺季已结束。国庆节第一周, 下游蓄企刚性补库需求尚有一定体现, 但随着电动车电池企业开工的逐步下调, 下游补库需求已逐渐减弱。《电动自行车安全技术规范》于 2018 年先试行后, 2019 年 4 月 15 日正式实施, 持续抑制了近两年电动车的产销表现。这或将导致今年后期电动车电池消费淡季特征更为凸显。

从汽车电池开工来看, 8 月份汽车启动电池开工提前上调, 主要考虑国庆限产因素, 企业提前增产备库, 但这部分透支了 9、10 月开工需求。从 10 月来看, 汽车电池开工较为平稳, 10-11 月汽车电池开工将处于过渡期。一方面, 今年汽车产销持续低迷, 致使汽车电池新增需求出现萎缩。因此, 尽管四季度处于汽车产销的传统旺季, 但汽车电池需求表现不旺。另一方面, 汽车电池置换型需求, 需等待年底气温下降, 并持续一段时间低温后才有望体现出来, 因此需关注年底气温的情况。故 10-11 月汽车电池开工整体表现或较温和, 其开工回暖或需等待至年末时点。

移动通信基站迅速增长, 但政策导向下不支持采用铅蓄电池, 因此固定电池开工也未能呈现增长趋势。

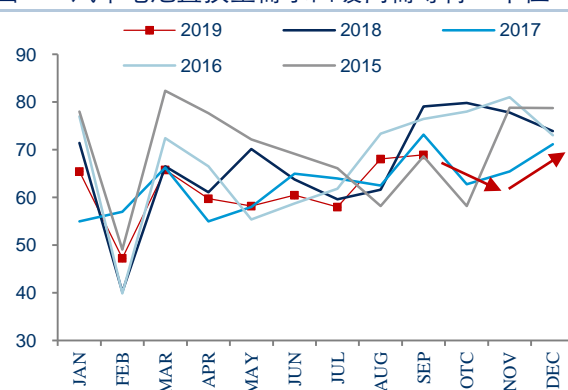
故现阶段下游电池消费处于季节性转弱的过程中, 对铅锭原料的采购、备库需求减少。消费预期偏悲观, 也将对国内铅价形成进一步的抑制。

图9: 电动车电池开工开始季节性转淡 单位: %



资料来源: SMM 中信期货研究部

图10: 汽车电池置换型需求回暖尚需等待 单位: %



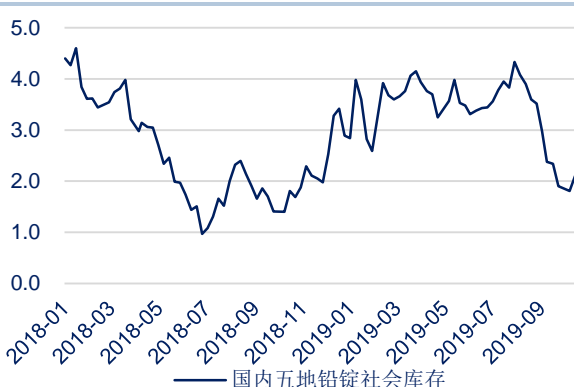
资料来源: SMM 中信期货研究部

## 2.4 国内铅锭库存向上拐点显现，后期有望累积增加

随着国内铅供需格局的转弱，国内铅锭库存开始累积，向上拐点已确认。自国庆节后，国内五地铅锭社会库存开始止跌小幅回升，从 10 月 18 日 1.8 万吨的低点缓慢增加至目前的 2.1 万吨附近。与此同时，原生铅冶炼厂库存也从国庆节前后基本为 0 的状态，开始迅速提升，预估目前原生铅冶炼厂库存已基本达到 2 万吨附近。

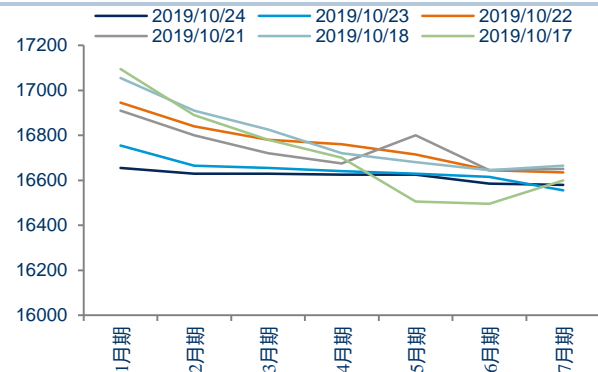
往后来看，国内铅供需格局将进一步趋弱，叠加再生精铅对电解精铅贴水的持续扩大，下游蓄企采购仍将偏向于再生精铅。因此，今年后期国内原生铅铅锭库存有望逐渐累积增加。

图11:国内铅锭社会库存开始低位回升 单位：万吨



资料来源：SMM 中信期货研究部

图12: 沪铅期价BACK结构逐渐扁平化 单位：元/吨



资料来源：SMM 中信期货研究部

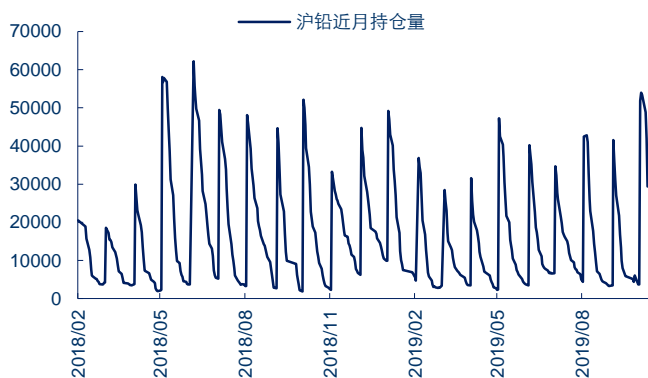
## 三、沪铅 1911 挤仓风险已降低

沪铅 1910 合约进入交割后，沪铅 1911 合约成为现货月合约。市场一度对其挤仓担忧较高。一方面，沪铅 1911 合约转为现货月合约后，最初其持仓量偏高。而近几日上期所铅仓单库存处于较低水平，仅有 1.27 万吨。第二方面，河南两家原生铅冶炼厂于 10-11 月均进行常规性检修，市场担心沪铅 1911 合约进入交割后，交割品牌产品紧缺。对此，我们认为，其一，河南冶炼厂检修，主要影响的是粗铅生产，企业均通过外购粗铅，保证电解精铅生产正常运行，因此其电解铅产品的流出基本未受到影响。其二，基于后期国内铅锭库存将累积增加，以及目前现货成交已呈现偏弱态势，沪铅 1911 合约交割前，空头交仓量有望增加，沪铅仓单库存将逐渐提升。其三，沪铅 1911 合约至 10 月 22 日收盘时，其持仓量尚高达 4.88 万手。但之后几天持仓量迅速下降，至 10 月 25 日收盘时，已降低至 2.03 万手。与此同时，近几日沪铅 1911 合约价格相对于远月合约也呈现了补跌的态势。

因此，沪铅 1911 合约挤仓担忧难以形成实质性影响，预计短期其挤仓风险将进一步下降。

图13:沪铅现货合约持仓量

单位:手



资料来源: SMM 中信期货研究部

图14: 短期SHFE铅库存有望低位回升

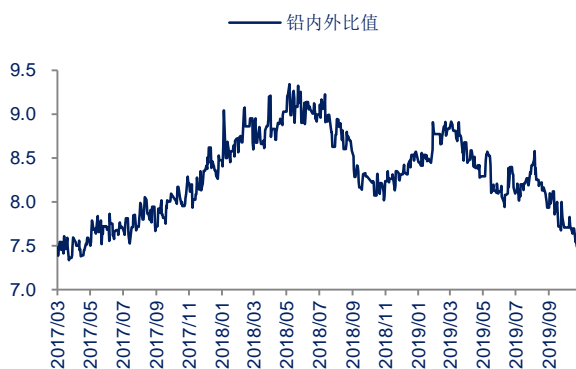


资料来源: SMM 中信期货研究部

## 四、关注近期铅出口表现

由于铅价内弱外强态势十分凸显，铅价内外比值持续下调，并于近两日出口窗口临近打开。故目前市场对于铅出口形势较为关注。从目前来看，部分企业已开始进行铅锭出口贸易，但量级上尚有限。一方面，需关注未来铅出口窗口打开的时间和空间；另一方面，关注海外尤其是东南亚地区实际需求的表现情况，对此我们暂持偏谨慎的态度。因此，短期国内铅出口流出，有望部分缓解国内供应过剩的压力，同时，可能带动铅内外比值的小幅向上修复。但基于外部需求量或受限，对于实际出口流出的量或不宜过于乐观估计。故从后期来看，国内铅供需过剩的形势或难以根本性扭转。

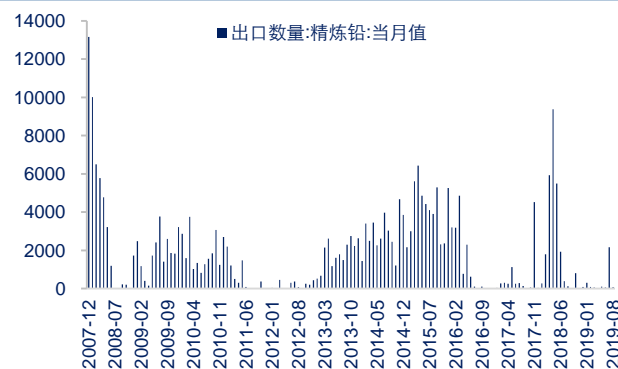
图15:铅价内外比值



资料来源: Wind 中信期货研究部

图16: 精炼铅出口量

单位: 吨



资料来源: 海关总署 中信期货研究部

## 五、后期铅市场展望和策略建议

伦铅期价高位波动，但对沪铅期价的提振有限，目前来看，沪铅期价运行以国内基本面所主导。

国内铅供需预期趋弱，国庆节后环保限产对冶炼生产影响解除，铅矿加工费上涨，以及再生铅运行产能释放增加下，原生铅和再生铅供应环比均有望持续回升。消费上，电动车电池消费已转淡，汽车电池置换型需求尚需等待，蓄电池企业补库



需求转弱，且再生精铅维持深贴水，使得下游采购偏向于再生铅，整体消费将季节性趋弱。短期国内铅锭库存向上拐点已确认，预计后期将进一步累积增加。目前关注铅出口情况，预计实际通过出口转移国内供应压力的幅度或不大。此外，沪铅1911合约持仓量加快减少，其挤仓风险正逐渐缓解。

综上所述，国内铅锭库存开始累积回升，将成为铅市场的主要矛盾点。短期沪铅期价有望承压开启偏弱运行态势。

操作方面，第一，趋势性操作上，对于沪铅期货建议以偏空思路对待为主。国庆节后，建议介入的空单可继续持有，或后期把握逢高沽空机会。第二，内外市场套利上，内外比值已持续下调至相对低位，由于后期铅出口机会可能开启的影响，进一步下行的空间或受限。同时，基于内外基本面仍分化，内外比值修复向上的幅度或也相对有限。内外套利上暂时可关注和把握铅出口的机会。第三，跨品种套利上，基于供需面的分化，可阶段性把握买铜卖铅的机会。

## 免责声明

除非另有说明，本报告的著作权属中信期货有限公司。未经中信期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，此报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司的商标、服务标记及标记。中信期货有限公司不会故意或有针对性的将此报告提供给对研究报告传播有任何限制或有可能导致中信期货有限公司违法的任何国家、地区或其它法律管辖区域。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户。

中信期货有限公司认为此报告所载资料的来源和观点的出处客观可靠，但中信期货有限公司不担保其准确性或完整性。中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。此报告不应取代个人的独立判断。本报告和上述报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成给予阁下的私人咨询建议。

中信期货有限公司2019版权所有并保留一切权利。

### 深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>