



申银万国期货  
SHENYIN & WANGUO FUTURES

# 库存相对分化，外强内弱格局 ——2022年二季度铅投资策略展望

分析师：侯亚辉（F3085017，Z0016370）

2022.3.30

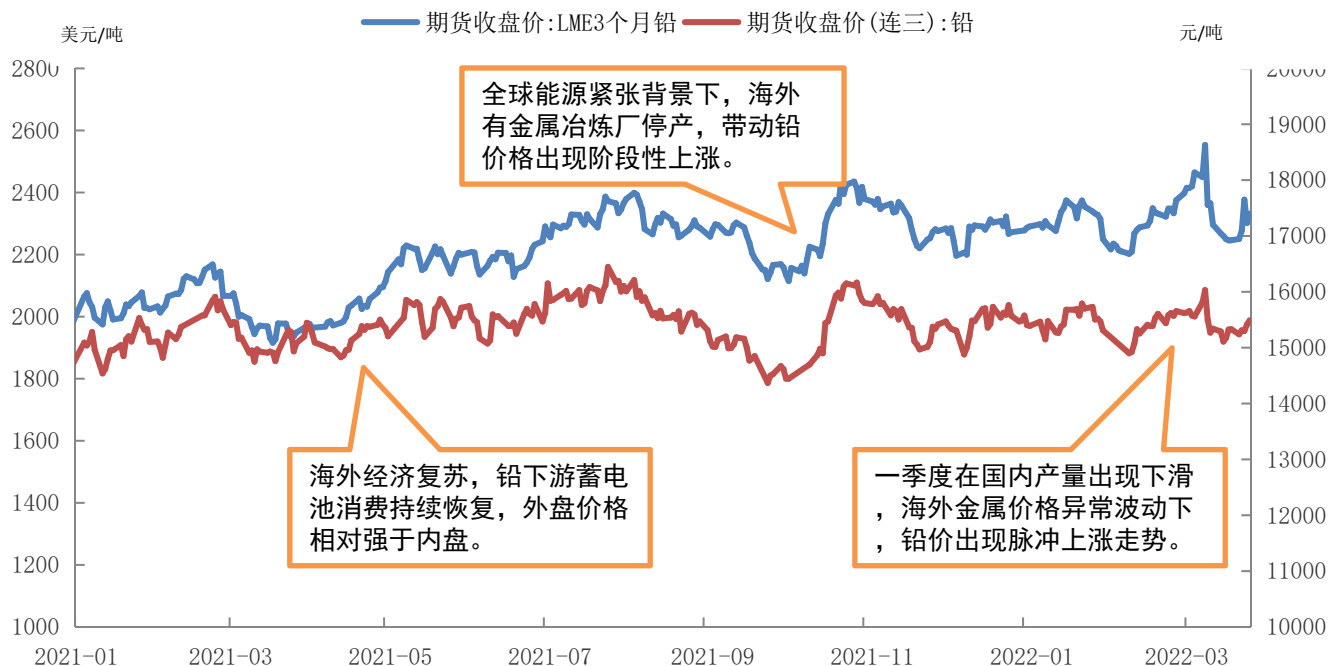
# 库存相对分化，外强内弱格局

## ——2022年二季度铅投资策略展望

- 主要驱动因素：铅供应将恢复增长，消费需求淡季难乐观。
- 供求角度，2021年全年供需整体过剩约12万吨，2022年全球铅产业将保持过剩的格局，过剩幅度或略收窄。
- 2022年一季度，国内精炼铅产量出现下滑，主要受春节假期影响，多数中小型炼厂假期检修或停产状态，造成铅供应端生产能力受限，二季度预计保持增长态势。
- 预计价格主要运行区间：LME铅2150-2450美元，SHFE铅14300-15900元。

# 2022年一季度铅价走势回顾

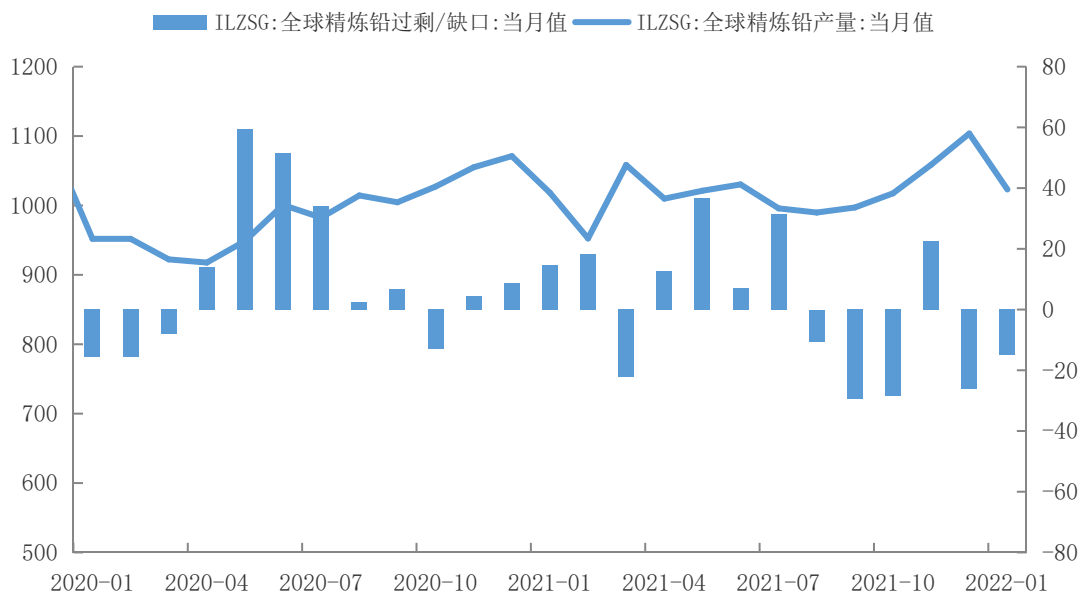
LME与SHFE铅期货合约走势图（美元/吨、元/吨）



- 2021年，铅价整体呈现外强内弱格局。伦铅不断创出新高，10月创下2452.5美元年内高点；沪铅虽然也有所走强，但未能突破2020年高点。
- 2022年一季度，铅价呈现脉冲上涨回落的走势。3月初海外金属价格异常波动，伦铅再度刷新高位2700美元/吨，沪铅也跟随出现脉冲式波动。

# 全球铅市场供需平衡

## 全球铅市场供需平衡（千吨）



- 据ILZSG数据，2021年全球精炼铅产量累计12263千吨，同比增长3.5%。其中，海外产量708万吨，同比增加2.3%。全球累计消费12249千吨，同比增长4.5%，其中，海外消费量为715.7万吨，同比增长6.3%。欧洲汽车铅蓄电池消费贡献较大增量。
- 预计2022年全球铅产能未来将保持过剩的格局，铅产业过剩幅度或收窄。一季度供应端恢复滞后消费的增长，中国再生铅产能释放仍将带来过剩压力。

# 中国铅市场供需平衡

中国铅供需平衡表(万吨)

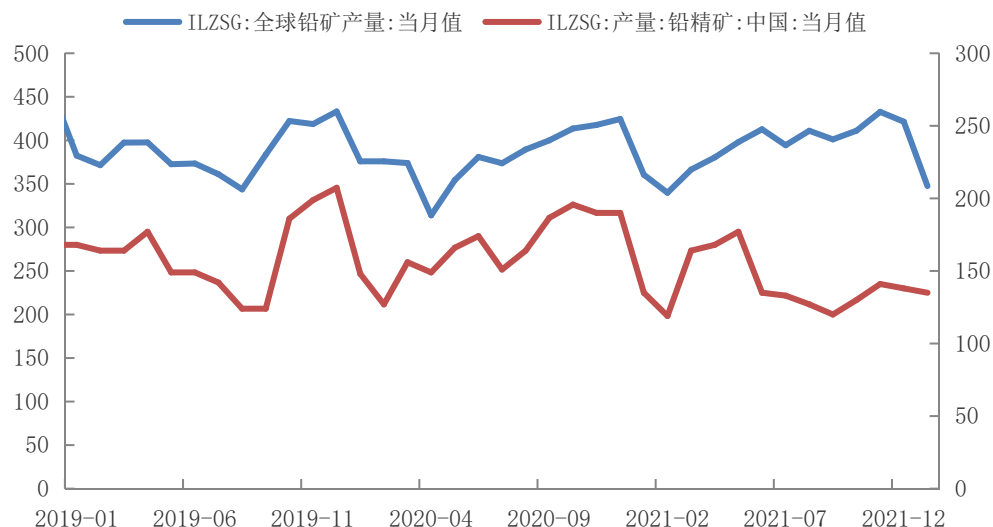
	2017	2018	2019	2020	2021	2022E
原生铅产量	320	300	303	316	319	325
再生铅产量	223	207	212	256	378	427
净进口	8.4	14	17	3.6	1.3	-6.5
供应量	551.4	521	532	575.6	698.3	745.5
消费量	553	522	531	574.3	685.5	735
供需平衡	-1.6	-1	1	1.3	12.8	10.5

- 据SMM数据显示，2021年全年铅过剩12.8万吨，供应增量主要来源于再生铅，全年产量达到378万吨，同比增幅接近50%。
- 2022年国内再生铅产能持续扩张态势，预计产量进一步提升，环比将提高30-35万吨至420万吨左右，预估2022年全年铅产能过剩达10.5万吨。

# 供应端：一季度铅矿略显紧张

- 中国在铅精矿供应中占比接近全球一半的量，其次是澳大利亚、秘鲁、美国、俄罗斯等国家。从全球铅矿供需来看，根据ILZSG数据显示，2021年全球铅矿产量达475万吨，累计同比增0.28%，较19年同比下滑9.8%。全球铅矿产量远未恢复至疫情前水平，供应维持紧张格局。
- 据统计，2021年全国铅精矿产量196.4万吨，同比增长1.1%。预计2022年国内铅精矿产量同比增长1.0%至198.5万吨。自2020年出台了新的资源税，矿山新产能投放的难度较大，铅矿供应端扰动不断。

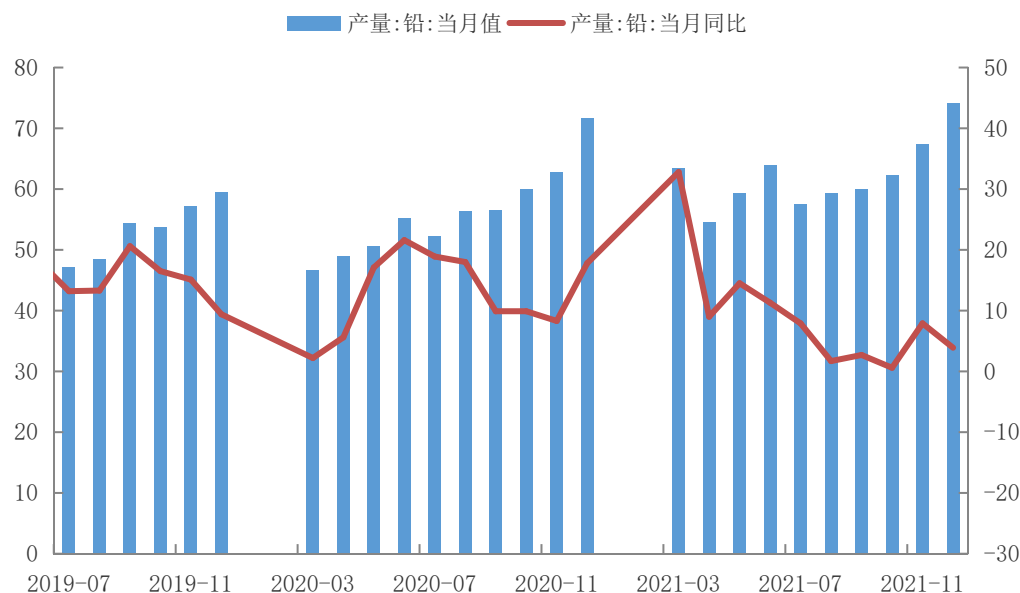
全球铅矿产量（千吨）



# 供应端：精炼铅产能逐步恢复

- 2022年2月，我国国内电解铅产量约为23.79万吨，同比下降5.01%，1-2月铅产量累计同比仅微增0.24%。2月铅产量出现下滑，主要受到国内春节假期因素影响，多数中小型电解铅企业于假期进入检修或停产状态，造成铅供应端生产能力受限。
- 进入3月初，电解铅冶炼企业生产逐步恢复，安阳岷山、湖南银星等冶炼厂检修陆续结束，河南秦岭也逐步投入复产。据调研数据显示，截至3月25日，国内原生铅企业开工率恢复至约56%的水平。

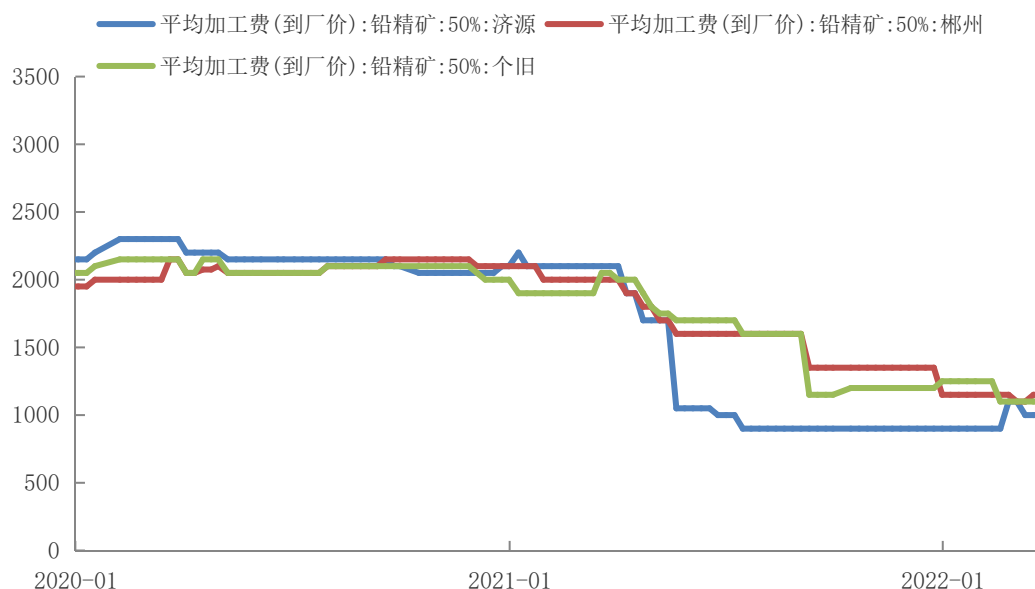
中国精炼铅产量及同比（万吨）



# 供应端：铅矿加工费维持低位

- 2022年一季度加工费整体处于低位水平。当前国内北方矿山处于季节性生产淡季，叠加环保疫情等阻碍，铅矿供应略显偏紧；海外矿端供应持续改善，进口矿加工费较去年低位已出现了较明显回升。
- 2022年3月，国内铅精矿加工费略有企稳回升，进口 TC 报价多在80-90美元/干吨。国产 50% 品位铅精矿主流到厂成交价格1000-1300元/金属吨。

铅精矿加工费（元/吨）

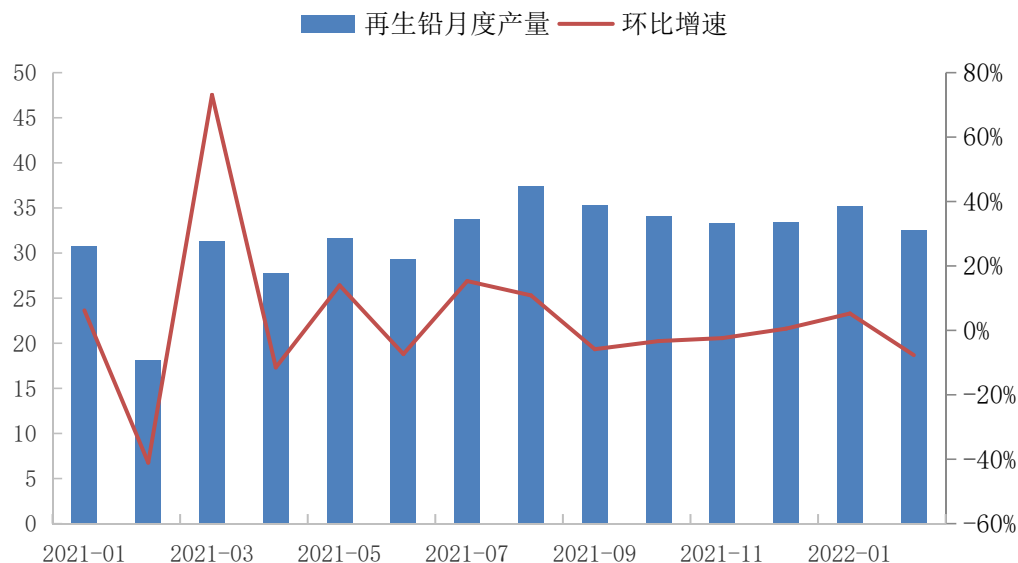




# 供应端：再生铅产能释放不足

- 2021年全年中国再生铅占比精铅产量总比例超过55%，但仍远低于发达国家的80%比例。2020-2021年是国内合规再生铅产能投放大年，再生铅产量步入快速上升通道。
- 2022年一季度，国内再生铅产量释放不足。据统计，1月全国再生铅产量34.65万吨，环比下降6.28%。1-2月份，春节假期叠加天气寒冷，北方地区多数炼厂出现减停产，南方地区再生铅企业于假期期间集中检修。3月中旬，国内原料出现偏紧，叠加多地疫情突然加剧，部分生产和运输受到一定阻碍，甚至出现与原生铅价格倒挂现象。

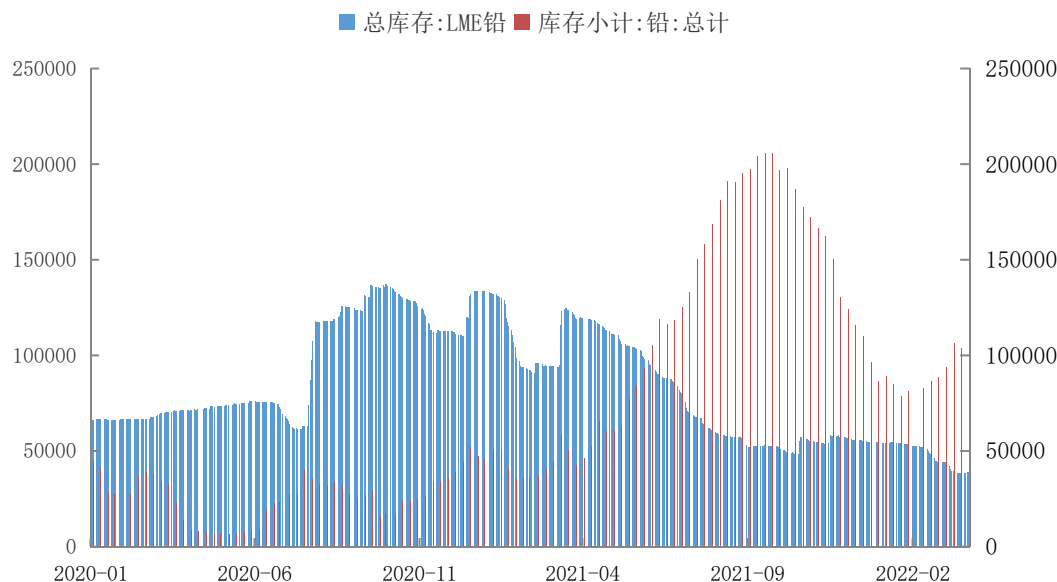
中国国内再生铅产量（万吨）



# 产业库存：海外库存低位，国内库存累积

- 2022年铅锭海内外库存依然表现出分化走势，海外铅锭基本仍然延续去库的过程，国内铅锭在节后逐步开始了累积。近期由于物流受疫情影响，各地仓库到货减少，因此华东当地铅锭库存降幅比较明显。
- 截至3月25日，国内铅锭社会库存10.98万吨，周度大幅去库10800吨。海外市场LME铅库存约为3.87万吨，已降至近十几年低位水平；上期所铅仓单库存约8.53万吨，近期延续小幅去库状态。

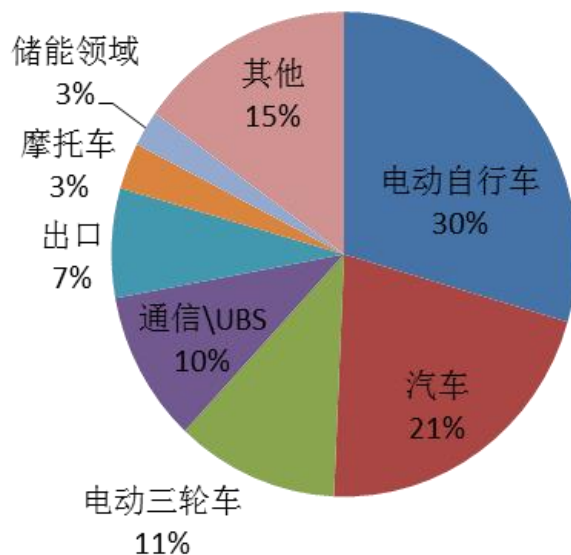
LME和SHFE铅库存（吨）



# 需求端：一季度消费表现不及预期

- 铅酸蓄电池按用途可以分为：动力型、启动型、固定型和储能型等。动力型主要用于电动自行车、电动三轮车、低速电动车等，此为铅酸蓄电池最大应用领域，占整个精炼铅消费市场的 40%。启动型电池主要用于汽车领域。
- 铅酸蓄电池的消费旺季是夏季和冬季，主要原因在于天气的骤热和骤冷，铅酸蓄电池使用效能会下降，电动及汽车更换电池需求大幅加。此外，铅酸蓄电池的生产相对灵活，当进入消费旺季时，电池生产企业可以快速恢复生产。

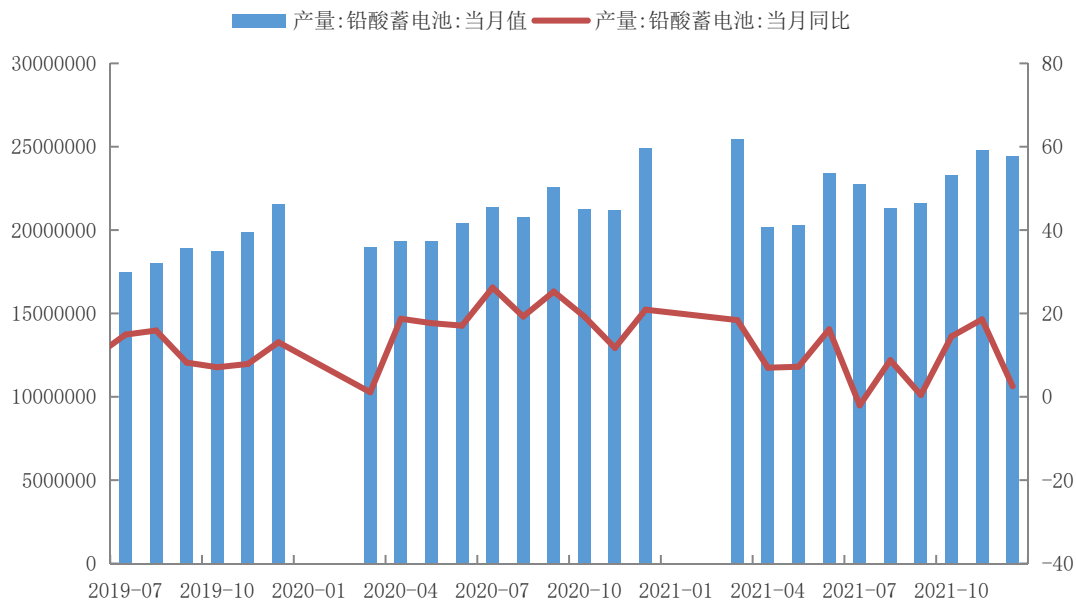
铅酸蓄电池消费领域占比



# 需求端：蓄电池消费整体不佳

- 2022年一季度，我国铅主要的下游蓄电池消费整体不及预期。2月份春节假期期间国内铅酸蓄电池企业开工率下滑较去年同期较大，节后恢复速度相对较慢，电池厂铅锭采购需求动能明显不足。因此，铅锭在节后出现了一定程度垒库，受益于海外市场汽车蓄电池及储能电池出口订单的拉动，垒库幅度相对不高。
- 据SMM调研数据显示，3月中旬，国内五省铅蓄电池企业综合开工率已下滑至71.97%，铅下游消费进一步受到疫情及淡季因素的影响。

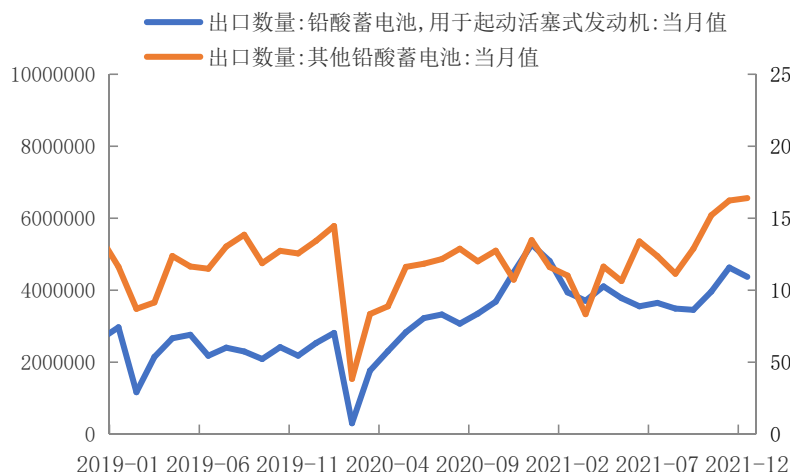
中国铅酸蓄电池产量（千伏安时）



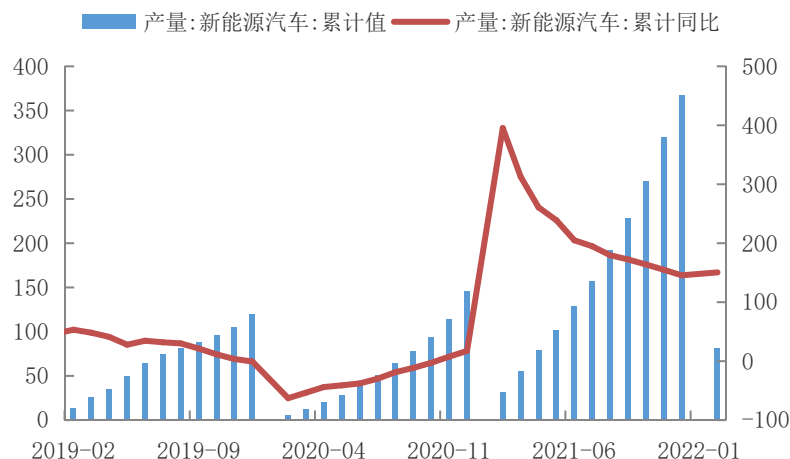
# 需求端：终端消费增量相对有限

- 电动自行车方面。据中国自行车协会预计，2022年国内电动自行车保有量达到4亿辆，但锂电池电动自行车替代趋势难以逆转。目前国内三年换购升级潮淡去，但疫情代步及外卖需求推升电动自行车增加。
- 汽车消费方面。据中汽协数据显示，2022年1月，汽车产销分别完成242.2万辆和253.1万辆，同比增1.4%和0.9%。其中，新能源车板块呈现爆发式增长，1月新能源汽车市场份额达已上升到17%。
- 3月末开始，下游铅酸蓄电池消费需求逐步转入淡季阶段。预计蓄电池终端消费进一步走弱，尤其电动自行车蓄电池企业板块，受到国内此次疫情影响会相对明显。电池企业成品库存压力上升，对原材料采购计划或下降。同时，由于华东地区疫情加剧下，江苏个别蓄电池企业出现停产。

## 铅酸蓄电池出口量（个）



## 新能源汽车产量及同比（万辆、%）



# 2022年二季度铅价走势展望

## 铅价运行的主要逻辑：

- 利空：再生铅产能保持释放；社会库存再度累积；下游蓄电池消费淡季背景。
- 利多：冶炼产能受到政策或疫情干扰；再生铅企业原料难采购；海外蓄电池需求较好。
- 综合来看，2022年二季度铅产能预计恢复增长，铅锭社会库存预计再度累积，下游消费进入淡季需求不足，铅价预计弱势区间运行。

## 风险点提示：

- 国内环保或疫情等因素干扰生产。
- 海外铅酸蓄电池消费表现出较高景气。

# 2022年二季度铅期货策略建议

## 波段操作

- ❖ 价格弱势区间，建议选择参与逢高抛空的机会为主；

## 套利操作

- ❖ 跨市方面，铅沪伦比值仍处于7.0以下，近6年低位水平，关注内外比值逢低做多机会。

## 套保操作

- ❖ 沪铅弱区间徘徊，上游企业选择逢高抛空保值为主，下游可在成本线逢低建立虚拟库存。



**申银万国期货**  
SHENYIN & WANGUO FUTURES

# 供需维持偏紧，锡价保持强势 ——2022年二季度锡投资策略展望

分析师：侯亚辉（F3085017，Z0016370）

2022. 3. 30



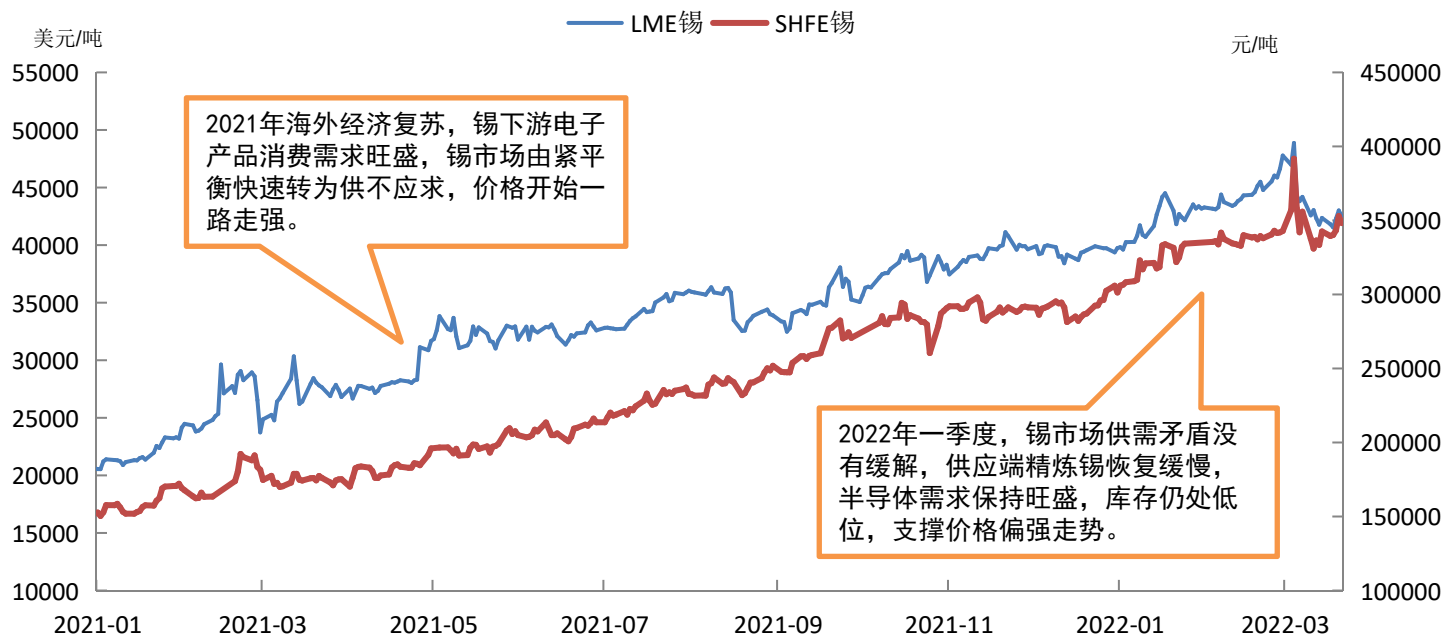
# 供需维持偏紧，锡价保持强势

——2022年二季度锡投资策略展望

- 主要驱动因素：锡供应维持偏紧局面，消费需求或逐步恢复。
- 供需角度，2021年在市场短缺背景支撑下，锡价持续快速上涨，连续刷新历史高位。2022年，锡市供需矛盾依然持续，短缺幅度或有所收窄，锡价预计维持高位运行。
- 一季度，锡价再度刷新历史高位，在外盘金属带动下，呈现脉冲式上涨回落态势。
- 预计价格主体运行区间：LME锡39000-45000美元/吨，沪锡295000-369000元/吨。

# 2022年一季度锡价走势回顾

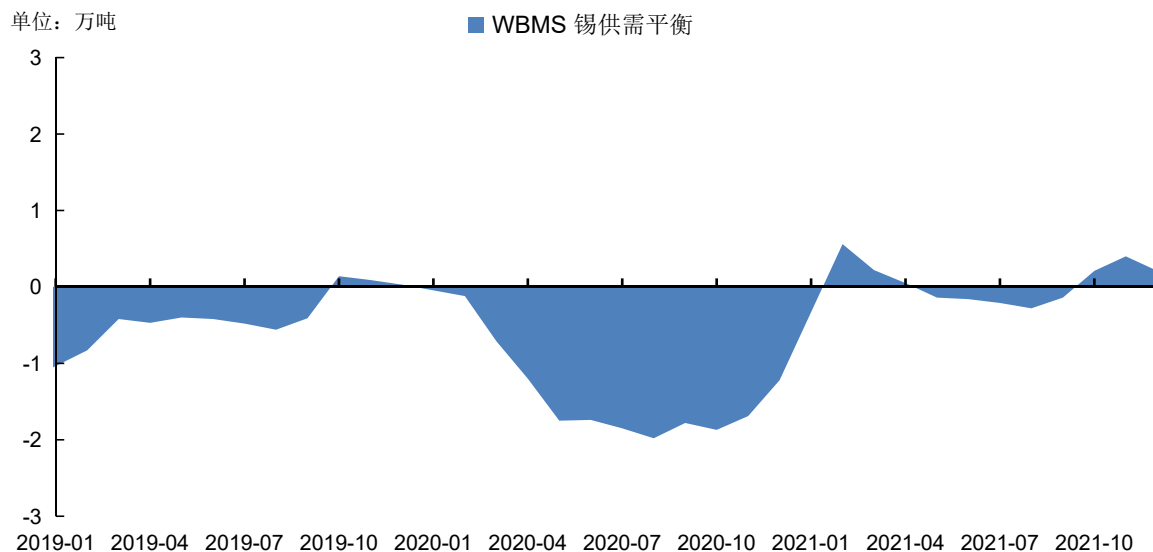
LME与SHFE锡合约走势图（美元/吨、元/吨）



- 2021年在市场短缺背景支撑下，锡价持续快速上涨，连续刷新历史高位；
- 2022年锡价将维持高位运行的核心思路，市场供不应求的基本面支撑内外盘价格。
- 一季度，锡价再度刷新历史高位，在外盘金属价格带动下，呈现脉冲式上涨回落态势。

# 全球锡市场供需平衡

全球锡市场供需平衡（万吨）



- 国际智库(EIU)金属展望报告显示，过去几年全球精锡产量基本稳定在 36 万吨左右，主要受制于原料。2020年由于疫情造成冲击，精炼锡供应和消费分别降至34万吨和33万吨。2021年，全球大规模刺激政策助力经济复苏，锡下游消费持续增长。
- 2021年全球锡消费预计增长超5%，达到37.3万吨；而全年锡供应量约为36万吨，处于供不应求状态。2022年预计锡消费增速会有所放缓，或仍保持在1%以上的增长。预计2022年全球锡市场供需缺口由2021年1.3万吨缩窄至1万吨左右。

# 中国锡市场供需平衡

中国锡月度供需平衡表(吨)

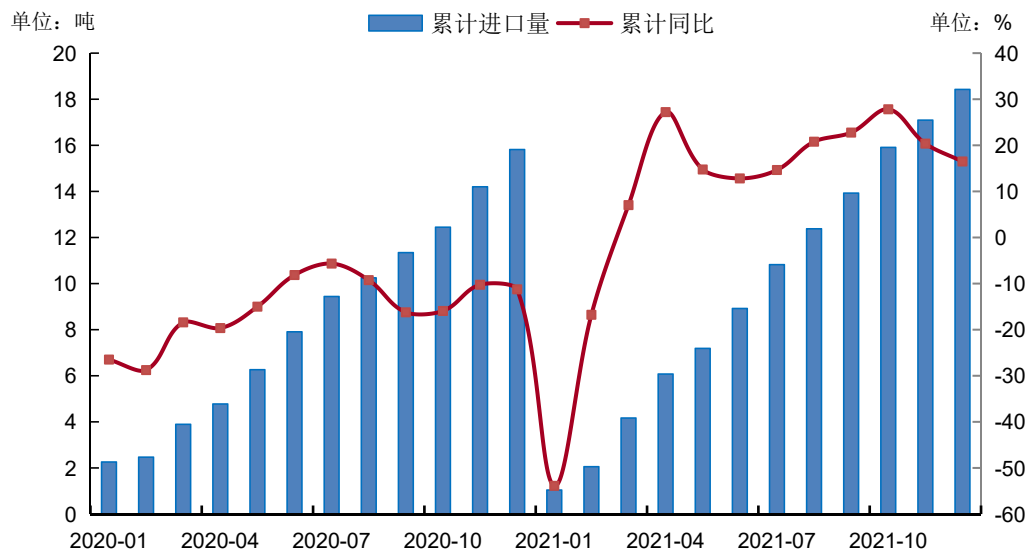
序列	精炼锡产量	精炼锡进口	精炼锡出口	库存	库存变化	表观消费量	实际消费量	供需平衡
2021年1月	15,868	1,528	481	7,034	-125	16,915	17,040	(125)
2021年2月	11,829	459	731	11,104	4,070	11,556	7,486	4,070
2021年3月	14,436	102	939	9,977	-1,127	13,599	14,726	(1,127)
2021年4月	15,505	257	1,466	8,762	-1,215	14,296	15,511	(1,215)
2021年5月	13,768	121	3,045	5,969	-2,793	10,844	13,637	(2,793)
2021年6月	14,088	158	1,792	4,552	-1,417	12,454	13,871	(1,417)
2021年7月	11,324	158	600	4,119	-433	10,882	11,315	(433)
2021年8月	12,850	44	788	2,253	-1,866	12,106	13,972	(1,866)
2021年9月	13,018	44	1,107	2,253	0	11,955	11,955	0
2021年10月	14,443	600	700	2,322	69	14,343	14,274	69
2021年11月	13,280	1,179	695	2,650	328	13,764	12,872	892
2021年12月	14,857	508	438	2,379	-271	14,927	13,915	1,012

- 据数据显示，2021年中国锡市场处于供不应求格局，预计全年精炼锡产能达到17万吨，而精炼锡需求预计在17.6万吨。
- 2022年一季度，海外市场东南亚锡锭供给缓慢恢复；国内春节后精炼产能保持增长，锡市场供应有了一定缓解。

# 供应端：锡精矿进口恢复，国内偏紧

- 锡精矿方面，中国锡矿70%左右依赖于进口，其中90%以上的锡矿进口来自于缅甸，缅甸的锡出口数量和品位对国内精炼锡的加工影响相对较大。此外，有消息称印尼已经暂停1000多个矿商（锡矿等）运营，预计生产受阻碍。
- 2021年我国国内锡矿累计产量82409吨，同比减少5%。国内产量不及往年同期，锡精矿端原料仍偏紧。3月份，银漫矿业宣布全面复工复产，预计锡矿产量出现一定回升。
- 据市场调研了解，我国1月份自缅甸进口恢复至3000-4000金属吨，锡精矿进口预期恢复在一定程度上缓解国内紧张局面。

中国锡精矿进口量及同比（吨、%）

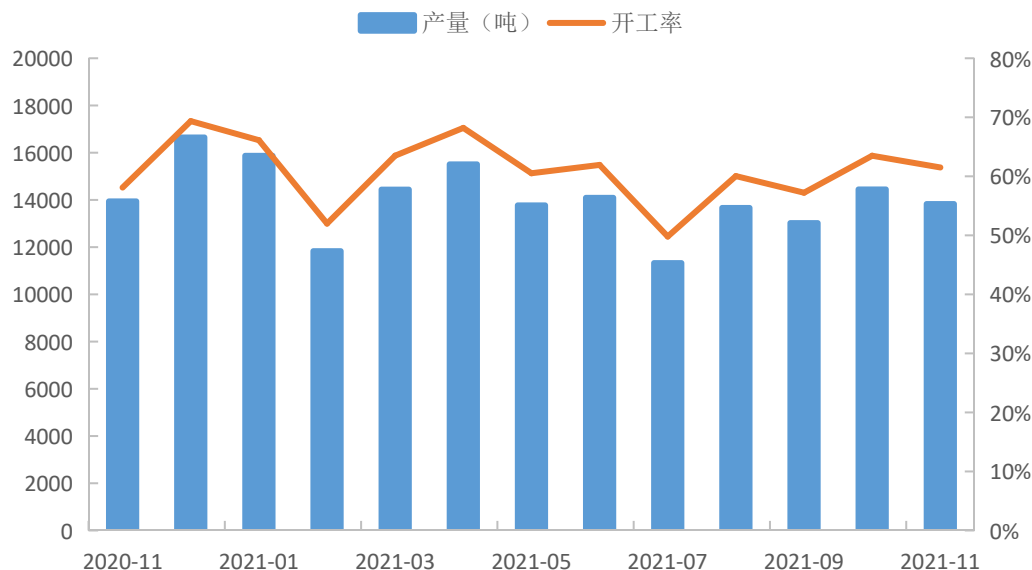


资料来源：Wind, 申万期货研究所

# 供应端：精炼锡缓慢恢复中

- 2022年一季度东南亚锡供应有所好转，二季度印尼和马来西亚锡产量有望进一步提升，缅甸仍受疫情及锡矿品味下降影响，整体上东南亚精炼锡供应缓慢恢复。
- 2022年1-2月，中国国内精炼锡产量总计23400吨，同比去年减少1626吨，降幅6.5%。3月中旬，云南锡炼厂开工率回升至67.06%，产能仍有较大提升空间。
- 目前，国内锡精矿加工费高达25000元/吨，炼厂利润丰厚，预计二季度精炼锡产能将会保持较好增长。

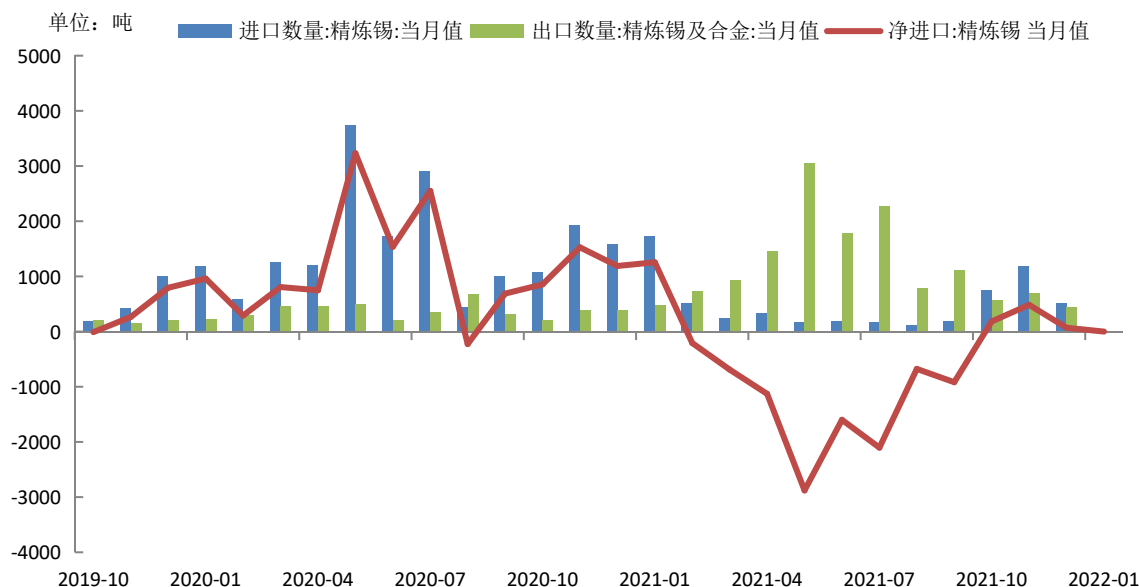
中国精炼锡产量及开工率（吨、%）



# 供应端：精炼锡净进口预期

- 2021年锡市场呈现明显的外强内弱格局，海外锡库存处于近三年低位，我国精锡出口开始反超进口，导致2021年国内精炼锡由净进口转为了净出口。
- 2021年我国精炼锡全年累计进口4894吨，同比下降73%；全年累计出口14320吨，同比增长215%。全年精炼锡净出口9426吨。
- 2022年一季度，海外精锡供应逐步恢复，锡进口窗口打开，预计陆续有精锡进入国内。

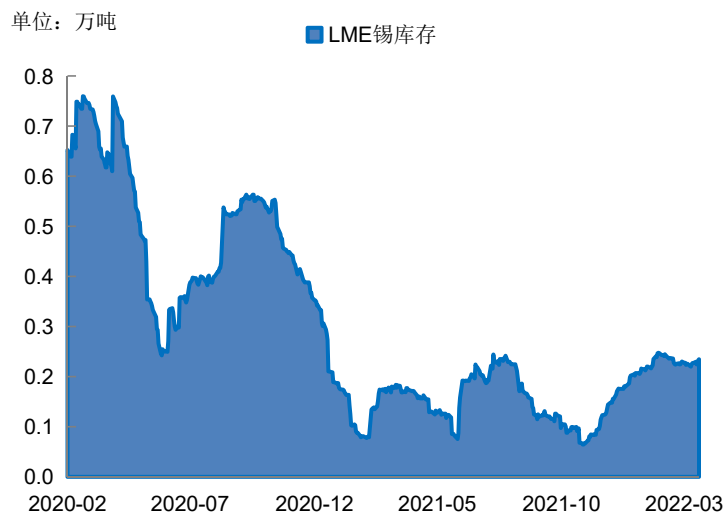
中国精炼锡进出口量（吨）



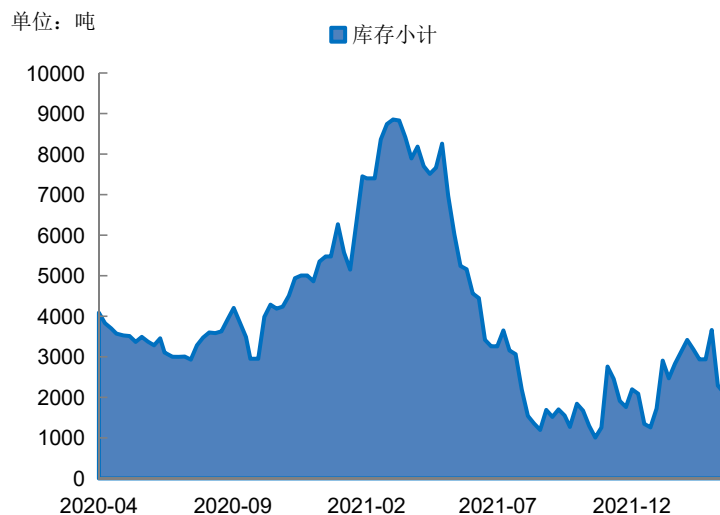
# 产业库存：海外库存低位，国内垒库

- 海外方面，2021年马来西亚MSC冶炼厂宣布半数产能停产检修，一直到四季度产能才逐步恢复，全球锡库存年中下滑至历史处低位；国内方面，锡消费旺季需求表现乐观，库存年中开始快速去化。
- 2022年初，海内外锡锭库存整体回升。截止3月末，LME锡期货库增至2345吨，较低位有所回升，但仍处于近三年低水平。SHFE锡期货仓单1945吨，国内库存回升，一季度出现明显累积。

LME锡库存（万吨）



SHFE锡库存（吨）

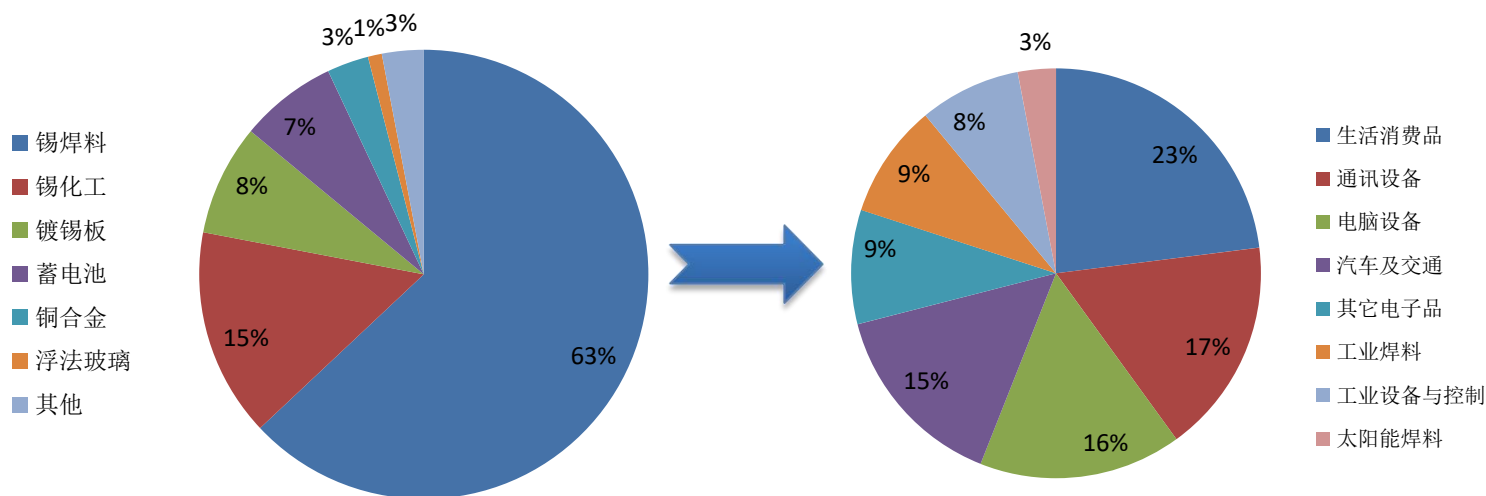




# 需求端：海外持续复苏，下游需求强劲

- 从锡需求来看，欧美、日韩等发达国家是精炼锡的终端消费国，中国精炼锡的消费为电子产业链的中间环节。海外欧美地区消费复苏，电子半导体产业链迎来强劲复苏。
- 从国内消费来看，锡的下游主要是锡焊料、锡化工和镀锡板，其中锡焊料用量最大，占据超半壁江山，主要应用与电子产品、集成电路和光伏等领域。
- 据安泰科数据显示，2021年中国全年累计表观消费15.6万吨，同比减少4.3%。2022年锡消费增长仍然强劲，主要受益于半导体需求持续高景气度。

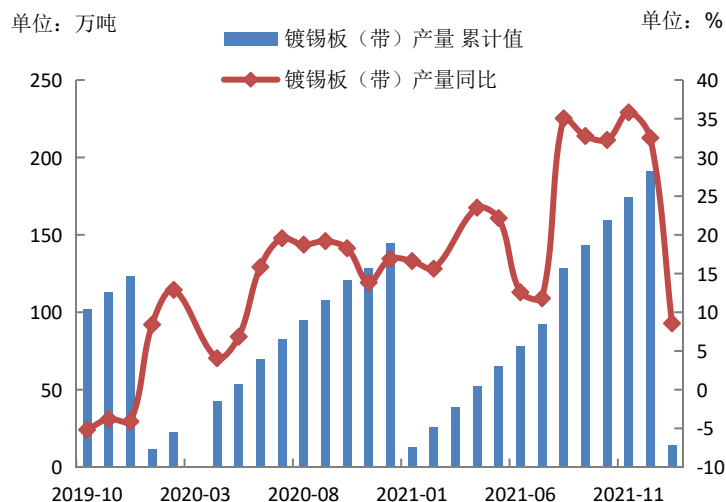
锡下游产业消费结构



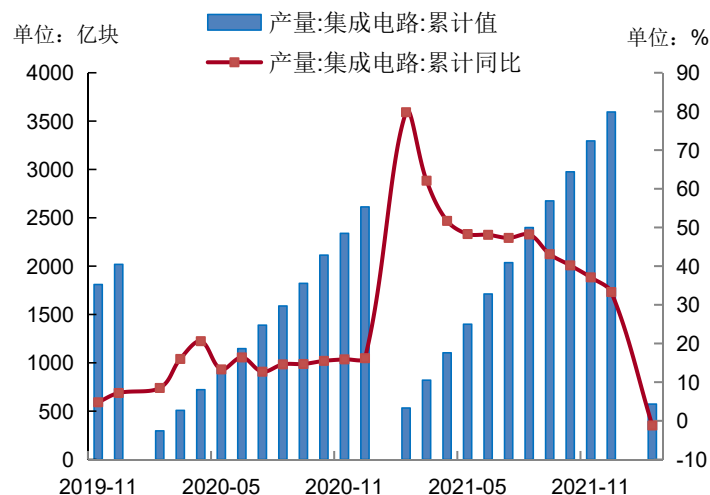
# 需求端：电子产品高景气，光伏成新亮点

- 统计数据显示：2021年全球电脑、平板、智能手机及可穿戴设备累计出货量分别为3.5亿台、2.5亿台、16.8亿部和9.5亿台，同比分别增长17%、1%、2%和19%。对精锡消费拉动强劲。
- 2022年一季度，海内外精炼锡消费需求仍表现较好，3C电子产品、光伏及新能源汽车销售呈现高景气状态。
- 2022年预计全球光伏新增装机需求将同比增长30%左右，装机量达到200-220GW，或成为精锡消费新的增长亮点。

## 镀锡板产量及同比（万吨、%）



## 集成电路产量及同比（万块、%）



# 2022年二季度锡价走势展望

## 锡价运行的主要逻辑：

- 利空：东南亚地区印尼、马来冶炼厂产能逐步恢复；全球消费出现不及预期增长情况。
- 利多：全球精炼锡仍短缺，海外库存历史低位；国内锡冶炼厂受矿端限制产能增长有限。
- 综合来看，2022年二季度锡供需结构延续偏紧格局，海外炼厂恢复缓解部分缺口，国内锡产能或保持增长，锡价格预计保持高位区间运行。

## 风险点提示：

- 全球宏观经济环境出现较大变化；
- 全球锡矿山的投产进度受到阻碍；
- 下游消费出现大幅不及预期的情况。

# 2022年二季度锡期货策略建议

## 波段操作

- ❖ 价格高位区间运行，建议可选择参与回调后，逢低买入的机会为主。

## 套利操作

- ❖ 跨市方面，沪伦比值由年初7.2附近最高升至8.8后有所回落，可参与比值下跌后，逢低做多的机会。

## 套保操作

- ❖ 锡价高位区间运行，下游以回调买入原料保值为主，上游可逢高选择场外期权进行保价。

# 免责声明

本报告的信息均资料来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。