

成本与库存博弈，铅价上下空间有限

报告摘要：

行情回顾：

- **国内现货：**截至2月29日，SMM1#铅锭月内平均价15,877元/吨，环比下跌1.24%，同比上涨5.07%；再生精铅月内平均价15,873元/吨，环比下跌0.99%，同比上涨5.47%。
- **期货市场：**截至2月29日，沪铅主力合约收盘价15,970元/吨，较1月底环比下跌2.02%，较去年同期上涨4.04%；LME三个月铅（电子盘）收盘价2,065美元/吨，较1月底环比下跌4.49%，较去年同期下跌1.97%。

逻辑分析：

- **宏观环境：**3月美联储会议维持联邦基金利率目标区间在5.25%-5.50%之间不变，整体偏鸽；国内市场来看，经济回暖预期较大，宏观氛围偏暖。
- **成本端：**国内矿山预计5月左右恢复正常产出，进口铅精矿补充有限，加工费易跌难涨，矿端偏紧逻辑不变；废电瓶则受蓄电池更换淡季影响，预计回收量有限，加之再生铅炼厂复产后，对废电瓶需求增加，预计二季度废电瓶价格易涨难跌，成本端支撑相对较强。
- **供给端：**原生铅炼厂二季度有检修安排，供给收缩预期较强，但随着再生铅炼厂复产后平稳产出，预计带来的产量增量将超过原生铅检修减量，供给端整体较为充足。
- **需求端：**下游消费则处于传统淡季，对铅锭需求难有较大增长，可关注铅蓄电池出口带来的消费增量。
- **出口：**出口盈利窗口目前暂未开启。
- **库存：**随着再生铅货源的补充及淡季采购趋淡，预计库存去库幅度有限，LME的高库存则对铅价形成较大的压制。

- **行情展望及投资策略：**综合来看，二季度铅市供给宽松，消费平淡，供需面支撑有限，且LME高库存对铅价上方亦有压制，铅价冲高缺乏动力，下方来看，原料偏紧带来的成本支撑相对较强，预计铅价运行区间15,500-16,800元/吨，关注原料端对炼厂开工影响。

- **风险提示：**宏观风险；炼厂非预期减停产。

分析师：祁玉蓉

从业资格证号：F03100031

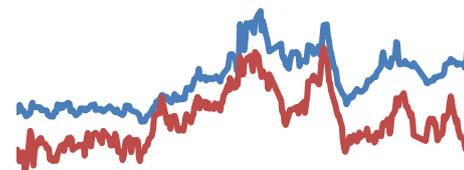
研究所

金属期货（期权）研究室

TEL：010-82295006

Email：qiyurong@swwhysc.com

相关图表



相关报告：

《宏源期货有色金属年报_铅：原料偏紧格局下，铅价能否再创新高 20231222》

《宏源期货有色金属月报_铅：供需双弱，成本支撑铅价高位盘整 20240205》

《宏源期货有色金属月报_铅：需求向好，成本提供下方支撑 20240306》

目录

报告摘要:	1
一、铅市行情回顾: 长“N”走势	5
二、原料&利润: 原料偏紧依旧, 铅价提振再生铅利润	7
(一) 原生铅: 国内矿山尚未完全恢复, 进口矿补充有限	7
(二) 再生铅: 淡季报废较少, 废电瓶货源趋紧	10
三、供给端: 供给充足	12
(一) 原生铅: 下游消费淡季, 炼厂检修较多	12
(二) 再生铅: 利润好转, 炼厂开工回升	14
四、需求端: 平平淡淡	17
(一) 阶段性补库后, 消费步入淡季	17
(二) 出口盈利窗口暂未开启	18
五、库存与供需平衡: LME 库存持续高位累库	18
六、行情展望及投资策略	21

图表目录

图表 1: SMM1#铅锭平均价.....	5
图表 2: SMM 再生精铅平均价.....	5
图表 3: 沪铅主力收盘价.....	6
图表 4: 期货收盘价(电子盘):LME3 个月铅.....	6
图表 5: 上海铅现货升贴水.....	6
图表 6: LME 铅升贴水 (0-3).....	6
图表 7: 基差.....	6
图表 8: 近月-连一.....	6
图表 9: 连一-连二.....	7
图表 10: 连二-连三.....	7
图表 11: 国产铅精矿价格.....	7
图表 12: 进口铅精矿价格.....	7
图表 13: 全球铅精矿产量.....	8
图表 14: 铅精矿月度产量.....	8
图表 15: 铅精矿进口盈亏.....	8
图表 16: 铅精矿港口库存: 连云港.....	8
图表 17: 铅精矿月度进口量.....	9
图表 18: 2023 年 1-12 月铅精矿进口分布.....	9
图表 19: 原生铅冶炼厂月度原料库存天数.....	9
图表 20: 冶炼厂铅精矿库存.....	9
图表 21: Pb50 国产 TC.....	10
图表 22: Pb60 进口 TC.....	10
图表 23: 硫酸平均价.....	10
图表 24: 铅冶炼厂加工利润.....	10
图表 25: 废电瓶平均价格.....	11
图表 26: SMM 再生铅利润.....	11
图表 27: 规模再生铅企业综合成本.....	11
图表 28: 中小规模再生铅企业综合成本.....	11
图表 29: 规模再生铅企业综合盈亏.....	11
图表 30: 中小规模再生铅企业综合利润.....	11
图表 31: 全球精炼铅产量.....	12
图表 32: 中国原生铅主要交割品牌产量.....	12
图表 33: 原生铅月度产量.....	13
图表 34: 原生铅月度成品库存.....	13
图表 35: 2024 年一季度国内原生铅主要企业周度生产情况 (吨).....	13
图表 36: 2024 年一季度国内原生铅主要企业周度生产情况 (吨) (续).....	14
图表 37: 2024 年一季度国内再生铅主要企业生产情况 (吨).....	15
图表 38: 2024 年一季度国内再生铅主要企业生产情况 (吨) (续).....	16
图表 39: 再生铅月度产量.....	17
图表 40: 再生铅月度成品库存.....	17
图表 41: 铅蓄电池开工率.....	17

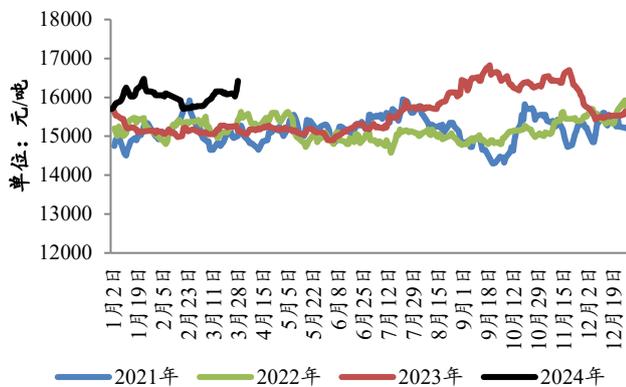
图表 42: 铅蓄电池月度出口量.....	17
图表 43: 精炼铅出口盈亏(东南亚地区).....	18
图表 44: 精炼铅出口盈亏(中国台湾).....	18
图表 45: 沪伦比值(剔除汇率影响).....	18
图表 46: 铅锭月度出口量.....	18
图表 47: SMM 铅锭五地库存.....	19
图表 48: 铅锭分地区库存.....	19
图表 49: SHFE 精炼铅库存.....	19
图表 50: LME 铅库存.....	19
图表 51: 铅锭月度供需平衡表(单位:万吨).....	20

一、铅市行情回顾：长“N”走势

一季度铅价宽幅震荡，整体呈长“N”走势。1月原生铅炼厂常规检修增加，再生铅最大主产地之一的安徽地区因雾霾原因限产较多，加之春节前下游铅蓄电池多有备库需求，在原料抬升、供给收缩及需求较好的多重利好提振下，铅价延续前期上行走势，一路走高，1月中下旬，随着下游备库步入尾声，且前期减停产炼厂逐步恢复，铅价冲高乏力高位盘整；2月初，美国非农及通胀数据超预期，降息预期减弱，加之高库存压力，伦铅持续走低，国内市场逐步进入春节假期，下游企业多有放假安排，市场有市无价，铅锭库存累积，节后下游消费多于正月十五之后复产，且节前备库尚存，在产下游多以消耗原有库存为主，铅市供强需弱，节后首日铅价下跌，后在15,800元/吨位置震荡，后随着下游恢复预期好转，且成本端支撑较强，铅价震荡上行，走势延续至3月中旬，因下游淡季采买有限，且多数再生铅炼厂于3月中旬开始复产，供给回升，铅价在16,300元/吨位置上行受阻，月末在市场情绪影响下，铅价强势拉涨，但基本面支撑有限，高位铅价恐难以维持。

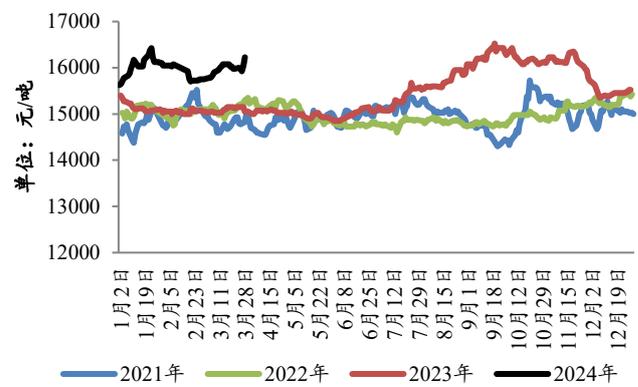
截至3月29日，SMM1#铅锭均价16,425元/吨，较去年年底上涨5.12%（+800元/吨），较去年同期上涨8.60%（+1,300元/吨）；再生精铅均价16,225元/吨，较去年年底上涨4.51%（+700元/吨），较去年同期上涨7.81%（+1,175元/吨）；沪铅主力合约收盘价16,815元/吨，较去年年底上涨5.92%（+940元/吨），较去年同期上涨10.01%（+1,530元/吨）；LME三个月铅（电子盘）收盘价2,053美元/吨，较去年年底下跌0.68%（-14美元/吨），较去年同期下跌2.54%（-53.50美元/吨）。

图表 1: SMM1#铅锭均价



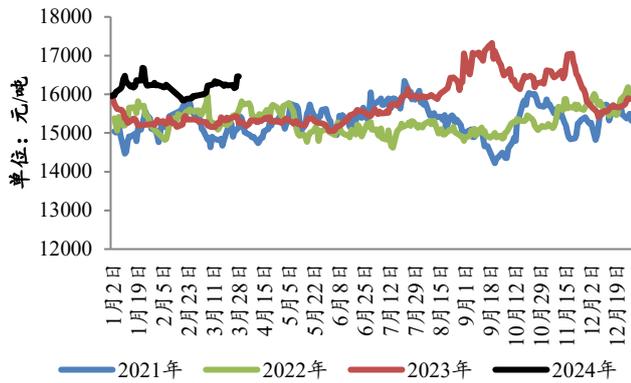
资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图表 2: SMM 再生精铅均价



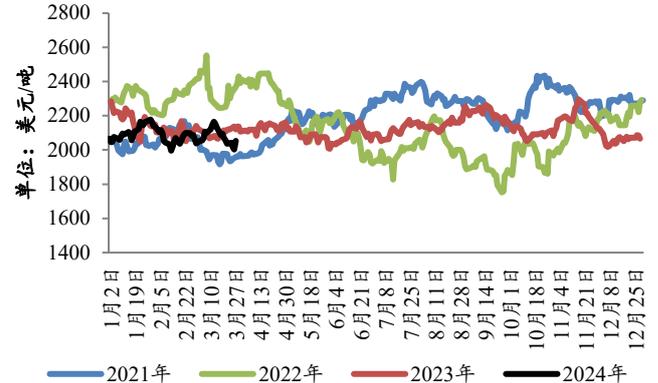
资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图表 3: 沪铅主力收盘价



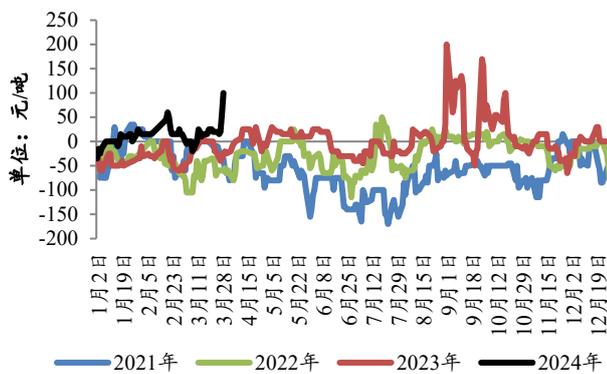
资料来源: WIND, 宏源期货研究所

图表 4: 期货收盘价(电子盘):LME3个月铅



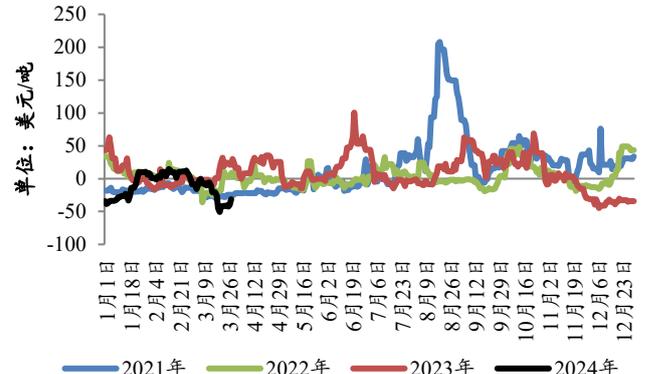
资料来源: WIND, 宏源期货研究所

图表 5: 上海铅现货升贴水



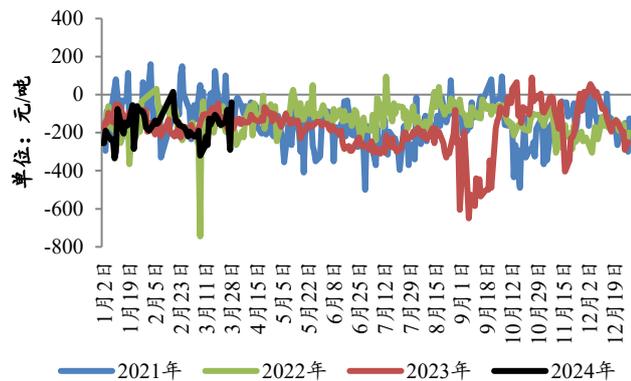
资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图表 6: LME 铅升贴水 (0-3)



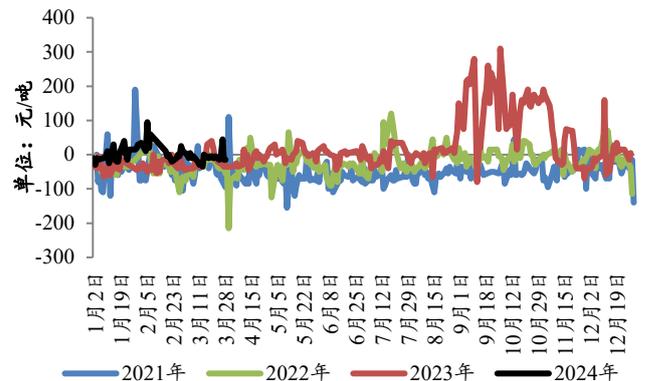
资料来源: WIND, 宏源期货研究所

图表 7: 基差



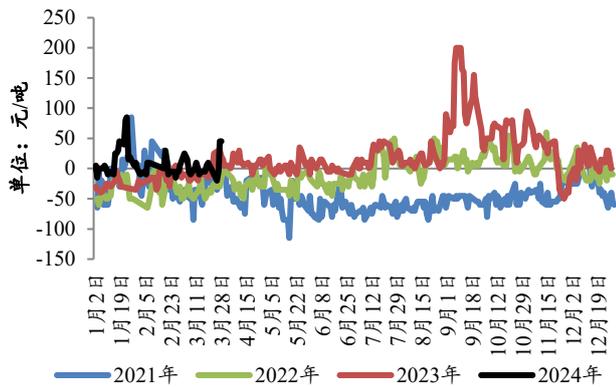
资料来源: WIND, SMM, 宏源期货研究所

图表 8: 近月-连一



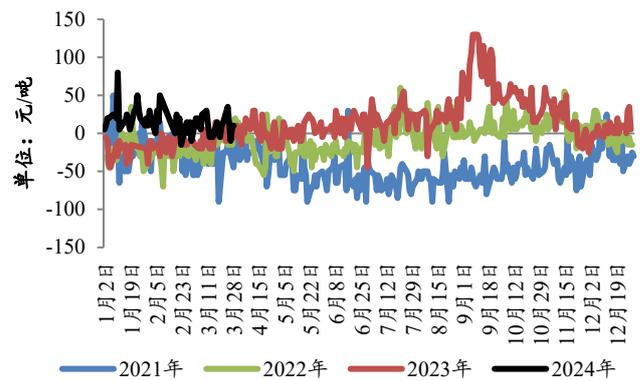
资料来源: WIND, 宏源期货研究所

图表 9：连一-连二



资料来源：WIND, 宏源期货研究所

图表 10：连二-连三



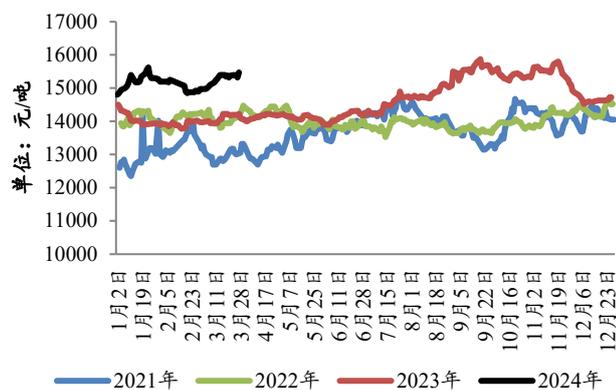
资料来源：WIND, 宏源期货研究所

二、原料&利润：原料偏紧依旧，铅价提振再生铅利润

（一）原生铅：国内矿山尚未完全恢复，进口矿补充有限

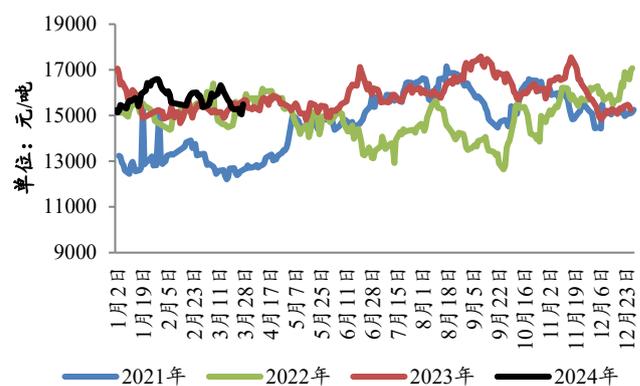
截至3月29日，国产铅精矿平均价15,475元/吨，较去年年底上涨5.09%（+750元/吨），较去年同期上涨9.95%（+1,400元/吨）；进口铅精矿平均价15,493.14元/吨，较去年年底上涨1.62%（+246.65元/吨），较去年同期上涨0.96%（+147.85元/吨）。

图表 11：国产铅精矿价格



资料来源：SMM, 宏源期货研究所

图表 12：进口铅精矿价格



资料来源：SMM, 宏源期货研究所

ILZSG 数据显示，2024 年 1 月全球铅精矿产量 36.52 万金属吨，环比减少 9.04%（-3.63 万金属吨），同比增加 7.54%（+2.56 万金属吨）。2024 年 1 月，全球铅市场供应过剩量下降至 8,400 吨，而 2023 年 12 月为供应过剩 33,700 吨，2023 年全球铅市场供应过剩 94,000 吨，而 2022 年为供应短缺 137,000 吨。

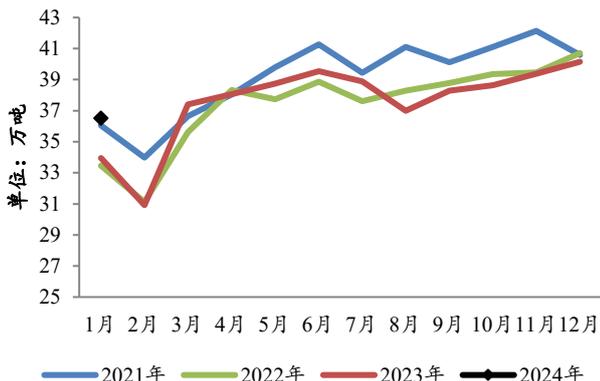
一季度国内矿山处于复产期，尚未恢复满产，整体供给偏紧。1 月国内大型矿山基本维持

正常生产，但前期北方减产企业也暂无复产计划，加之春节前下游炼厂积极备库，国内矿石偏紧；2月适逢国内春节假期，部分矿山处于放假状态，出产较少，炼厂则以消耗原有库存为主；3月国内部分矿山复产，但尚未恢复至正常产出水平，加工费下跌，国内铅精矿维持偏紧格局。预计一季度国内铅精矿累积产量29.98万金属吨，环比减少22.05%（-8.48万金属吨），累积同比增加13.17%（+3.49万金属吨）。

进口矿来看，一季度进口盈利窗口短暂开启，进口货源补充有限。1-2月沪伦比值虽有回升，但海外矿山依旧偏紧，且加工费难以回升，进口矿几度接近盈亏平衡点，但始终未突破扭亏为盈，进口市场成交低迷，港口到货多为长单交付；3月中下旬铅精矿进口盈亏短暂回正，进口窗口开启，但延续时间有限，且报价对采买者吸引力一般，炼厂及贸易商对进口矿持观望态度，进口市场成交较少。截至3月29日，铅精矿港口库存0.1万吨，自去年四季度大幅下滑后持续处于低位；2024年1-2月铅精矿累积进口15.48万吨，较去年同期减少33.22%（-7.70万吨），进口来源主要是俄罗斯、缅甸、越南、澳大利亚和土耳其。

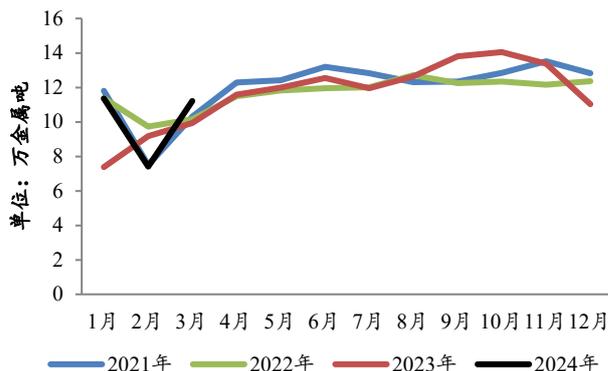
整体来看，一季度国内外铅精矿持续偏紧，炼厂原料库存低位，个别炼厂原料库存半个月左右，二季度随着国内矿山陆续恢复至正常产出水平，国产铅精矿供给有所回升，但矿端偏紧趋势预计年内难有扭转。

图表 13: 全球铅精矿产量



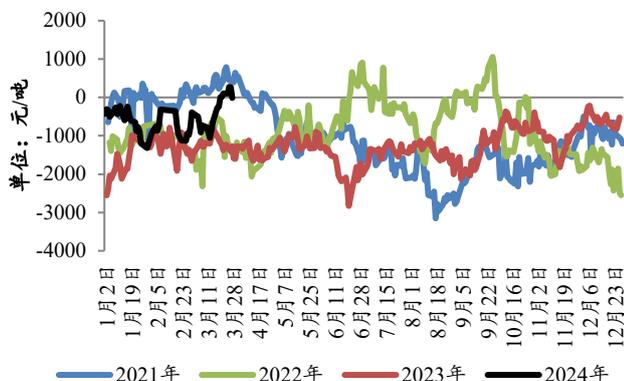
资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图表 14: 铅精矿月度产量



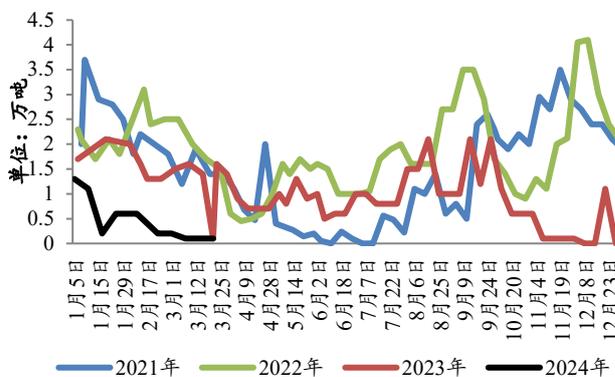
资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图表 15: 铅精矿进口盈亏



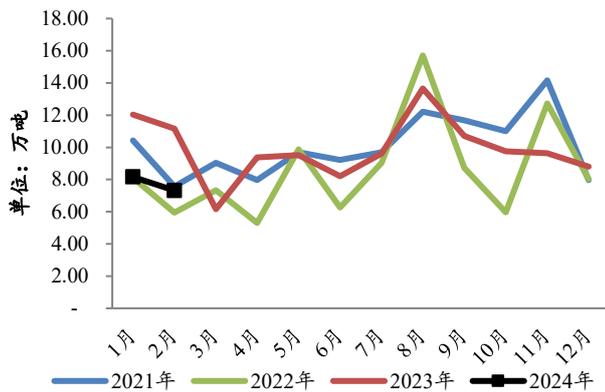
资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图表 16: 铅精矿港口库存: 连云港



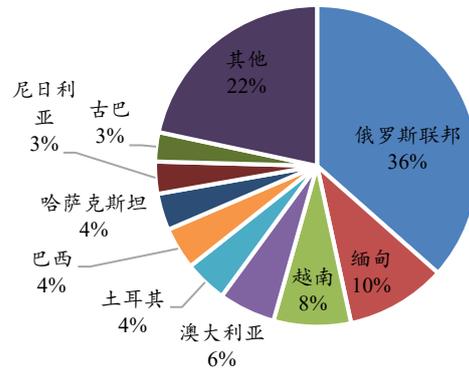
资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图表 17: 铅精矿月度进口量



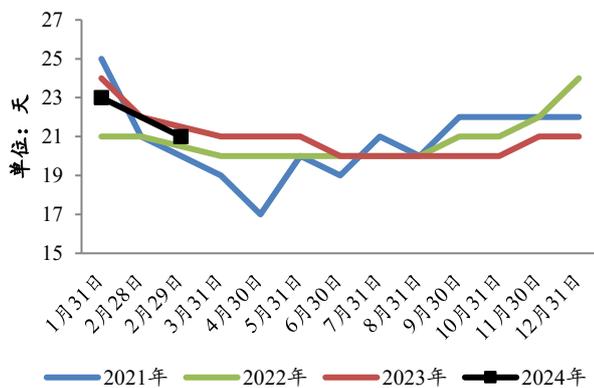
资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图表 18: 2023 年 1-12 月铅精矿进口分布



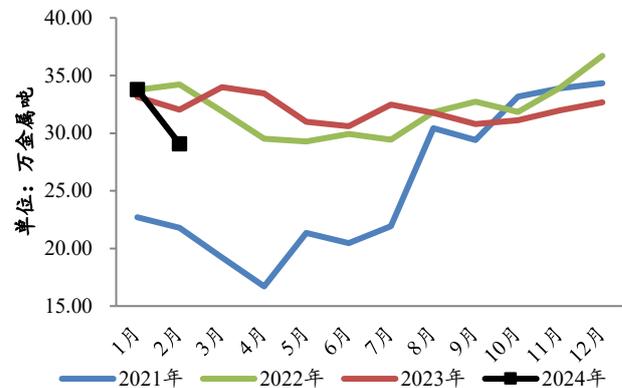
资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图表 19: 原生铅冶炼厂月度原料库存天数



资料来源: SMM, 宏源期货研究所

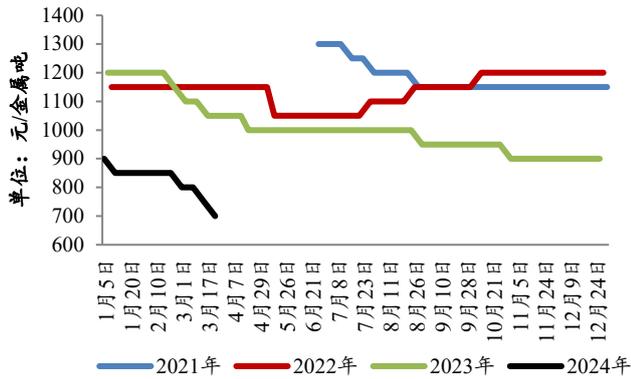
图表 20: 冶炼厂铅精矿库存



资料来源: SMM, 宏源期货研究所

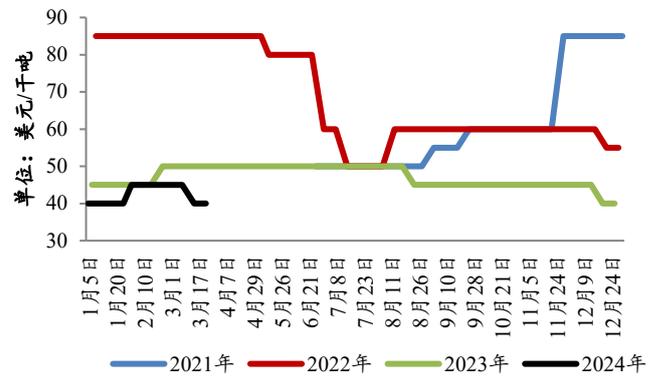
矿端持续偏紧, 加工费易跌难涨, 原生铅冶炼厂利润持续低位。截至 3 月 22 日, 原生铅冶炼利润-359.12 元/吨, 较去年年底下跌 165.74 元/吨, 较去年同期下跌 163.04 元/吨; 截至 3 月 29 日, 国产铅精矿加工费 700 元/金属吨, 较去年年底下降 22.22% (-200 元/金属吨), 较去年同期下降 33.33% (-350 元/金属吨); 进口铅精矿加工费 35 美元/干吨, 较去年年底下降 12.50% (-5.00 美元/干吨), 较去年同期下降 30.00% (-15 美元/干吨); 截至 3 月 31 日, 华东地区硫酸均价 242 元/吨, 较去年年底上涨 96.75% (+119 元/吨), 较去年同期上涨 168.89% (+152 元/吨); 西北地区硫酸均价 325 元/吨, 较去年年底上涨 10.54% (+31 元/吨), 较去年同期下跌 2.40% (-8 元/吨); 东北地区硫酸均价 313 元/吨, 较去年年底下跌 18.70% (-72 元/吨), 较去年同期上涨 243.96% (+222 元/吨)。

图表 21: Pb50 国产 TC



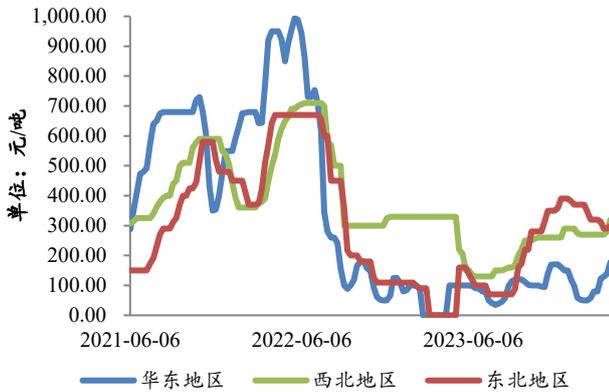
资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图表 22: Pb60 进口 TC



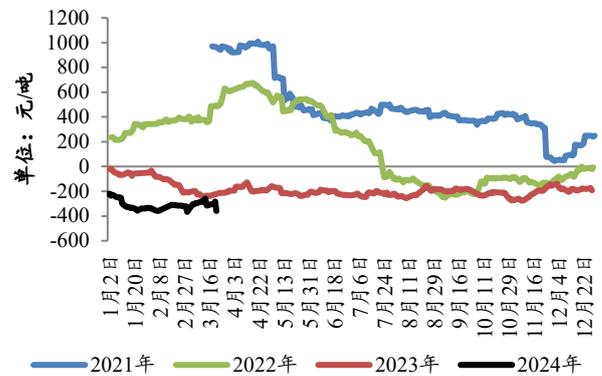
资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图表 23: 硫酸平均价



资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图表 24: 铅冶炼厂加工利润



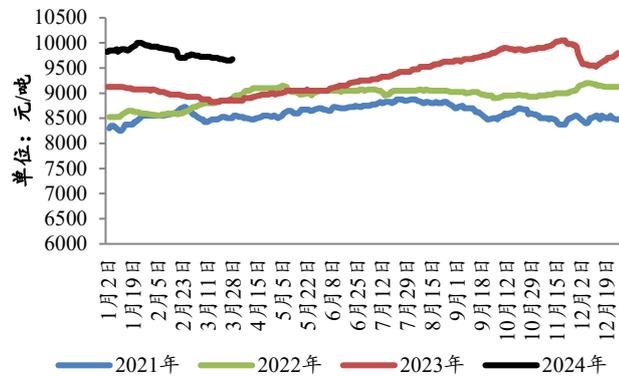
资料来源: SMM, 宏源期货研究所

(二) 再生铅: 淡季报废较少, 废电瓶货源趋紧

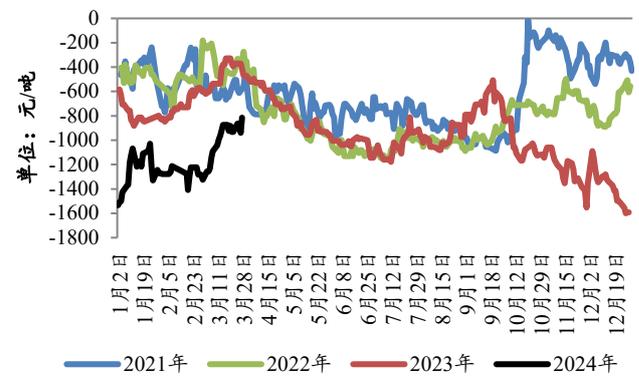
一季度再生铅炼厂检修较多, 废电瓶库存相对充足, 价格略有下移。1 月再生铅炼厂虽然检修较多, 但仍积极备库, 对废电瓶需求旺盛, 废电瓶价格居高不下, 一度突破万元大关, 后随着炼厂备库完成, 废电瓶价格开始回落, 春节后铅价下滑, 废电瓶跟跌, 加之再生铅炼厂尚未完全恢复, 且复产炼厂多以原料库存进行生产, 虽新增报废量较少, 但因炼厂采买不大, 市场废电瓶流通货源尚可, 废电瓶价格相对弱势。截至 3 月 29 日, 废电瓶平均价 9,675 元/吨, 较去年年底下跌 1.28% (-125 元/吨), 较去年同期上涨 9.32% (+825 元/吨); 截至 3 月 28 日规模再生铅综合成本 15,844 元/吨, 较去年年底下降 1.02% (-163 元/吨), 较去年同期增长 8.48% (+1,239 元/吨); 中小规模再生铅综合成本 16,018 元/吨, 较去年年底下降 1.04% (-169 元/吨), 较去年同期增长 8.72% (+1,285 元/吨)。

利润来看, 一季度废电瓶价格弱势, 铅价后期有所回升, 再生铅炼厂利润有所好转。截至 3 月 28 日, 再生铅炼厂利润-815 元/吨, 较去年年底回升 48.81% (+777 元/吨), 较去年同期下跌 73.40% (-345 元/吨); 规模再生铅综合盈亏 206 元/吨, 较去年年底增长 142.74% (+688 元

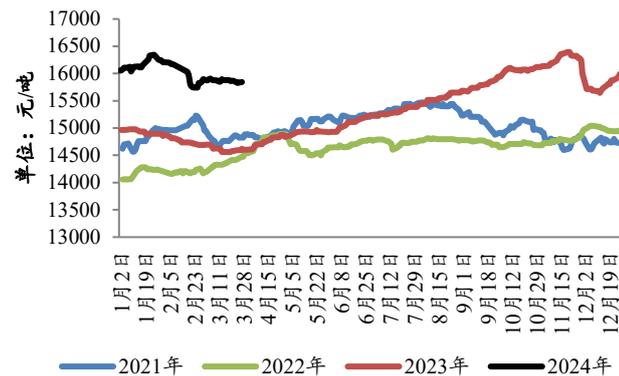
(/吨)，较去年同期下跌 53.71% (-239 元/吨)；中小规模再生铅综合盈亏 32 元/吨，较去年年底上涨 694 元/吨，较去年同期下跌 89.91% (-285 元/吨)。

图表 25: 废电瓶平均价格


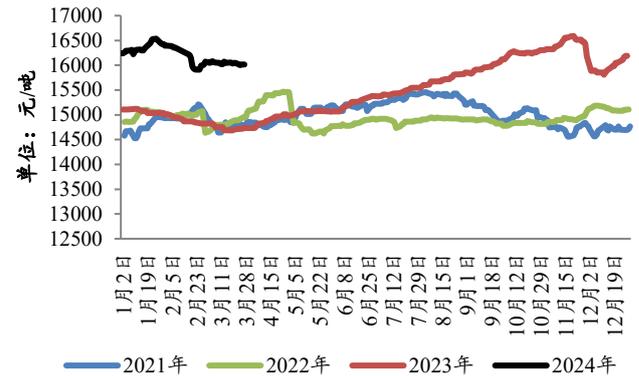
资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图表 26: SMM 再生铅利润


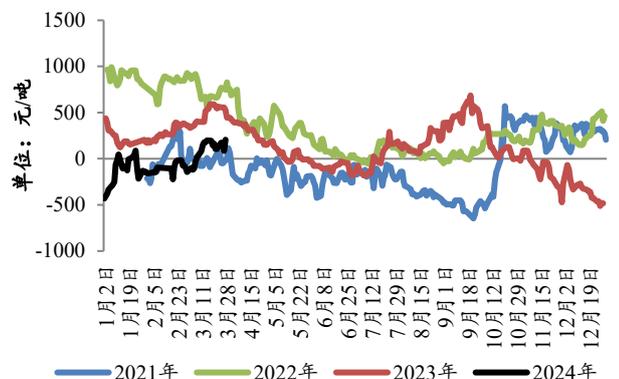
资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图表 27: 规模再生铅企业综合成本


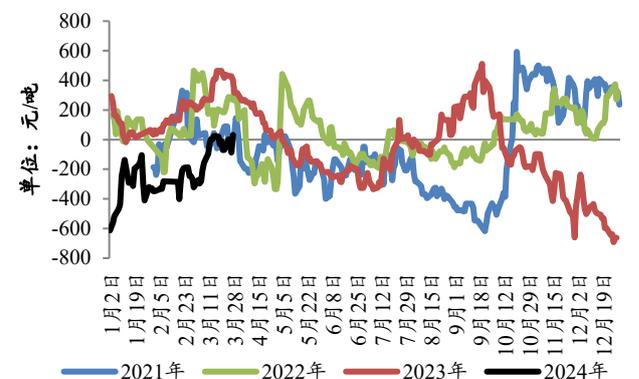
资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图表 28: 中小规模再生铅企业综合成本


资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图表 29: 规模再生铅企业综合盈亏


资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图表 30: 中小规模再生铅企业综合利润


资料来源: SMM, 宏源期货研究所

三、供给端：供给充足

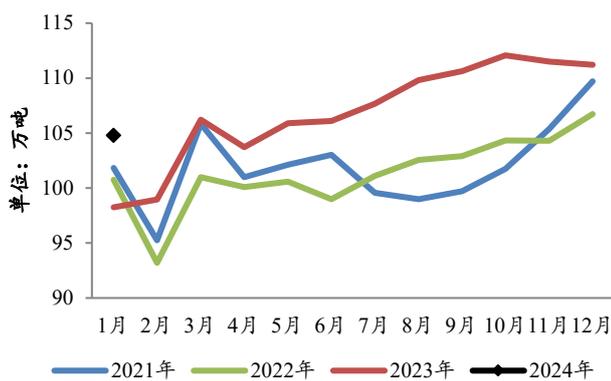
(一) 原生铅：下游消费淡季，炼厂检修较多

ILZSG 数据显示,2024 年 1 月全球精炼铅产量 104.79 万吨,环比减少 5.76%(-6.41 万吨),同比增加 6.66%(+6.54 万吨);2024 年 1 月,全球铅市场供应过剩量下降至 8,400 吨,而 2023 年 12 月为供应过剩 33,700 吨,2023 年全球铅市场供应过剩 94,000 吨,而 2022 年为供应短缺 137,000 吨。

1 月原生铅增减并存,产量缓慢提升,2 月原生铅炼厂多维持正常生产,但由于春节假期影响及 2 月自然日较少,产量小幅波动,3 月原生铅炼厂多进入检修,产量收缩。截至当前,广东中金岭南丹霞炼厂 12 月 20 日开始检修,1 月 14 日恢复生产;青海西部矿业元旦前后老厂停产;湖南水口山有色 12 月 25 日开始检修,2 月 1 日复产;云南振兴实业元旦前检修,3 月 5 日投料复产;安徽铜冠受环保因素限产 30%,12 月 31 日已恢复;河南金利金铅 12 月 22 日左右开始受限产影响 10%左右,1 月 3 日已恢复正常生产;江铜铅锌九江炼厂 1 月 3 日开始检修,1 月 11 日恢复生产;湖南金信铝业 2 月 3 日开始检修,2 月 18 日投料复产;湖南华信稀贵电铅产线 1 月底停产检修,2 月 20 日左右陆续复产;湖南腾驰环保 2 月 29 日停产检修,预计 3 月底恢复;辽宁葫芦岛锌业 3 月初开始检修,计划时间 2 个月;金贵银业 3 月 10 日检修,预计 3 月底复产;河南豫光金铅预计 3 月 20 日开始 1 条产线检修,具体恢复时间待定;济源万洋 4 月开始检修,具体恢复时间待定。

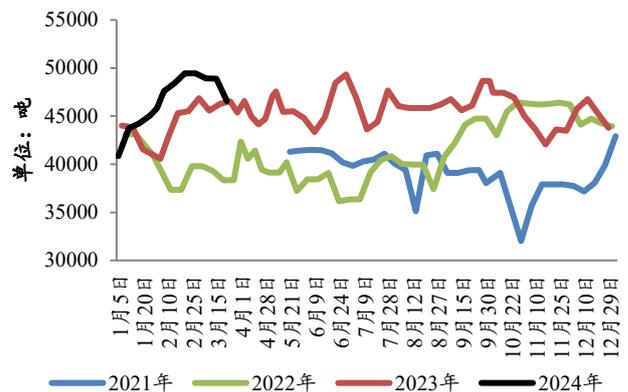
2024 年 1-2 月国内精炼铅累计产量 56.96 万吨,累计同比减少 0.02%(-0.01 万吨);河南地区部分炼厂将于 4 月检修,辽宁、河南、青海地区原有企业继续停产,预计 4 月原生铅供给有所收缩;二季度下游消费仍处于消费淡季,对铅锭需求有限,部分炼厂或有检修安排,预计原生铅产量增幅有限,关注铅精矿持续偏紧对炼厂开工的影响。

图表 31: 全球精炼铅产量



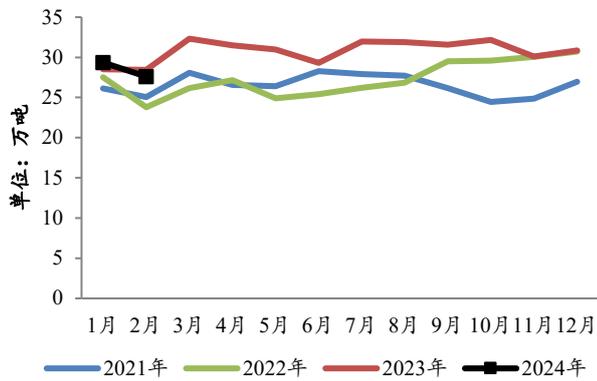
资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图表 32: 中国原生铅主要交割品牌产量



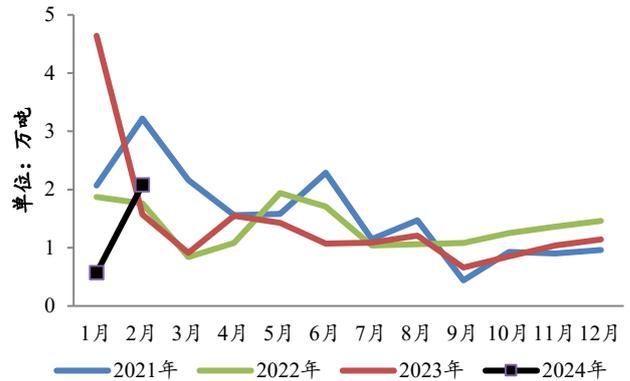
资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图表 33: 原生铅月度产量



资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图表 34: 原生铅月度成品库存



资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图表 35: 2024 年一季度国内原生铅主要企业周度生产情况 (吨)

地区	企业	1/5	1/12	1/19	1/26	2/2	2/9	2/16
河南	河南豫光金铅集团公司	9,800	9,400	9,200	9,800	9,800	10,500	10,500
河南	河南金利金铅有限公司	10,200	11,550	11,550	11,250	11,900	11,900	11,900
河南	济源市万洋冶炼(集团)有限公司	6,825	6,650	6,650	6,650	6,650	6,650	6,650
河南	岷山环能高科股份有限公司	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
河南	河南灵宝新凌铝业股份有限公司	-	-	-	-	-	-	-
湖南	湖南水口山有限责任公司	1,000	-	-	-	-	500	2,000
湖南	湖南金贵银业股份有限公司	1,400	1,400	1,400	1,400	1,400	1,400	1,400
云南	红河州红铅有色化工股份有限公司	1,160	1,160	1,160	1,160	1,160	1,015	1,015
云南	云南驰宏锌锗股份有限公司	2,150	2,150	2,150	2,150	2,150	2,150	2,150
云南	红河州振兴铅业有限公司	1,050	300	-	-	100	700	720
广东	中金岭南有色金属股份有限公司	875	875	875	875	875	875	875
安徽	铜冠有色金属(集团)有限公司	1,350	1,260	1,260	1,260	1,260	1,260	1,260
江西	江西铜业铅锌金属有限公司	-	-	800	1,500	1,500	1,930	1,930
江西	江西金德铝业股份有限公司	1,865	1,865	1,865	1,865	1,865	1,865	1,865
内蒙	赤峰山金银铅有限公司	1,980	1,980	1,980	1,980	1,980	1,980	1,980
内蒙	内蒙古兴安银铅冶炼有限公司	2,150	2,150	2,150	2,150	2,150	2,150	2,150
湖南	湖南华信稀贵科技有限公司	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	720	-
合计		44,805	43,740	44,040	45,040	45,790	47,595	48,395

资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图表 36: 2024 年一季度国内原生铅主要企业周度生产情况 (吨) (续)

地区	企业	2/23	3/1	3/8	3/15	3/22	3/29
河南	河南豫光金铅集团公司	10,500	10,500	10,500	10,500	8,400	8,400
河南	河南金利金铅有限公司	11,900	11,900	11,900	11,900	11,900	11,900
河南	济源市万洋冶炼(集团)有限公司	6,650	6,650	6,650	6,650	6,650	6,650
河南	岷山环能高科股份有限公司	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
河南	河南灵宝新凌铝业股份有限公司	-	-	-	-	-	-
湖南	湖南水口山有限责任公司	2,100	2,100	2,100	2,100	2,100	2,100
湖南	湖南金贵银业股份有限公司	1,400	1,400	1,000	-	-	-
云南	红河州红铅有色化工股份有限公司	1,015	1,015	1,015	1,015	800	800
云南	云南驰宏锌锗股份有限公司	2,150	2,150	2,150	2,150	2,150	2,150
云南	红河州振兴铅业有限公司	720	720	720	720	720	720
广东	中金岭南有色金属股份有限公司	875	875	875	875	875	875
安徽	铜冠有色金属(集团)有限公司	1,260	1,260	1,260	1,260	1,260	1,260
江西	江西铜业铅锌金属有限公司	1,930	1,930	1,930	1,930	1,930	1,930
江西	江西金德铝业股份有限公司	1,865	1,865	1,750	1,750	1,750	1,750
内蒙	赤峰山金银铅有限公司	1,980	1,980	1,980	2,030	2,030	2,030
内蒙	内蒙古兴安银铅冶炼有限公司	2,600	2,600	2,600	2,600	2,600	2,600
湖南	湖南华信稀贵科技有限公司	500	500	500	1,400	1,400	1,400
合计		49,445	49,445	48,930	48,880	46,565	46,565

资料来源: SMM, 宏源期货研究所

(二) 再生铅: 利润好转, 炼厂开工回升

一季度因天气、原料等问题, 再生铅生产变动较大。1 月再生铅炼厂以复产为主, 但由于废电瓶货源持续偏紧, 且部分地区有环保管控, 炼厂复产有限; 2 月适逢春节假期, 多数再生铅炼厂停产放假, 节后受环保管控及雨雪天气影响, 再生铅炼厂复产较慢, 多数炼厂选择 3 月中旬后开始复产, 随着铅价回升, 再生铅利润得到修复, 贵州、宁夏等地区炼厂反馈已扭亏为盈, 炼厂大幅复产, 弥补原生铅炼厂检修减量。截至当前, 安徽华铂于 2023 年 12 月中旬停产, 目前已恢复正常生产。广西震宇 2023 年 12 月停产, 于 2024 年 3 月初已经恢复正常生产; 天津东邦 2023 年 11 月底停产技改, 复产时间预计在 2024 年 10 月; 江西源丰有色新增产能已于 2024 年 3 月开始投产; 河北松赫于 1 月 20 日左右停产, 目前已恢复正常生产。

2024 年 1-2 月再生铅累计产量 53.04 万吨, 累计同比减少 15.61% (-9.81 万吨), 预计 3 月产量增幅超十万吨; 随着利润好转, 炼厂多恢复生产, 再生铅产量将趋于平稳, 但蓄电池消费淡季, 废电瓶回收量有限, 后续价格或止跌回升, 压缩炼厂利润, 关注原料端变动对再生铅开工影响。

图表 37：2024 年一季度国内再生铅主要企业生产情况（吨）

地区	企业	1/5	1/12	1/19	1/26	2/2	2/9	2/16
安徽	华铂	3,000	6,000	6,300	7,000	7,000	7,000	6,500
安徽	大华	700	4,200	3,900	5,000	5,000	5,000	4,300
安徽	天畅	500	4,200	3,600	3,600	3,600	3,600	3,500
安徽	鲁控	500	4,200	3,500	3,500	4,200	4,200	4,000
安徽	骆驼	380	2,400	2,100	2,800	2,800	2,800	2,500
安徽	天硕	350	3,200	2,800	3,000	3,000	700	-
安徽	华鑫	-	-	-	-	-	-	-
广东	新裕	400	500	700	700	560	100	-
广东	新生环保	-	-	-	-	-	-	-
广东	鸿星	800	800	800	800	-	-	-
贵州	麒臻	2,100	1,400	1,400	1,400	1,400	1,000	700
贵州	岑祥	490	490	490	490	-	-	-
河北	松赫	-	700	700	200	-	-	-
河北	雄泰	-	1,400	-	-	-	-	-
河北	世昌	-	-	-	-	-	-	-
河南	豫光	3,500	3,500	3,500	3,500	3,500	3,500	3,500
河南	金利	2,000	3,780	3,780	3,780	3,780	3,780	3,780
河南	永续	700	1,000	700	700	2,800	2,800	2,800
湖北	金洋	2,200	2,200	1,800	2,200	2,200	2,200	2,200
江苏	新春兴	2,800	4,000	4,200	4,200	4,200	4,000	4,000
江西	金洋	1,050	2,240	2,240	-	-	-	-
江西	九江汇金	-	-	-	-	-	-	-
江西	丰日	1,000	1,000	300	-	-	-	-
江西	齐劲	3,150	3,500	3,500	3,500	-	-	-
江西	信亚	-	-	-	-	-	-	-
内蒙古	通辽泰鼎	700	700	200	-	-	-	-
内蒙古	金帆	1,000	1,000	1,000	1,000	800	-	-
内蒙古	森润	350	350	200	-	-	-	-
山东	中庆	-	100	2,500	3,000	3,400	2,500	-
合计		27,670	52,860	50,210	50,370	48,240	43,180	37,780

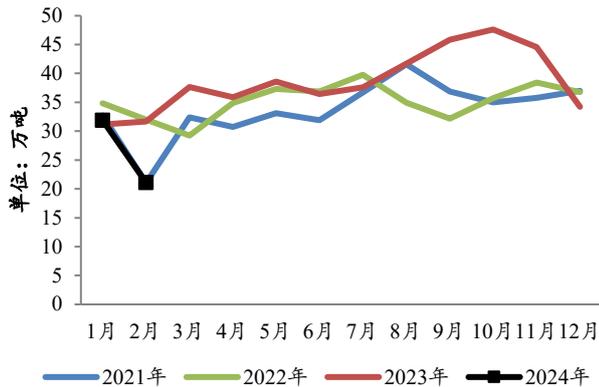
资料来源：SMM，宏源期货研究所

图表 38: 2024 年一季度国内再生铅主要企业生产情况 (吨) (续)

地区	企业	2/23	3/1	3/8	3/15	3/22	3/29
安徽	华铂	4,800	5,000	5,250	5,600	6,500	7,000
安徽	大华	5,250	5,250	5,250	5,250	5,250	5,250
安徽	天畅	3,500	4,200	4,200	4,900	4,900	4,900
安徽	鲁控	4,000	4,200	4,800	4,900	4,900	4,900
安徽	骆驼	2,800	2,800	-	-	200	2,000
安徽	天硕	-	-	600	3,000	3,500	3,500
安徽	华鑫	-	-	-	-	-	-
广东	新裕	450	450	490	490	490	490
广东	新生环保	-	-	-	-	-	-
广东	鸿星	-	-	-	-	-	-
贵州	麒臻	700	700	700	1,000	1,000	2,100
贵州	岑祥	210	300	490	490	490	490
河北	松赫	-	-	-	-	-	-
河北	雄泰	200	1,800	1,800	2,100	2,100	2,100
河北	世昌	-	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
河南	豫光	3,500	3,500	3,200	3,200	3,200	2,000
河南	金利	3,360	3,360	4,200	4,800	4,800	4,800
河南	永续	2,800	2,800	-	-	-	-
湖北	金洋	2,200	2,200	2,240	2,240	2,240	2,240
江苏	新春兴	3,000	3,000	5,400	5,800	5,800	5,800
江西	金洋	-	-	-	1,600	2,300	2,300
江西	九江汇金	-	-	-	-	-	-
江西	丰日	-	-	200	1,000	230	1,400
江西	齐劲	-	1,000	3,000	3,000	3,500	3,500
江西	信亚	-	-	-	-	-	-
内蒙古	通辽泰鼎	-	-	1,000	3,000	3,500	3,500
内蒙古	金帆	-	400	1,000	1,050	1,050	1,050
内蒙古	森润	-	-	300	1,000	1,000	1,000
山东	中庆	2,500	2,500	3,500	4,200	4,200	4,200
合计		39,270	44,460	48,620	59,620	62,150	65,520

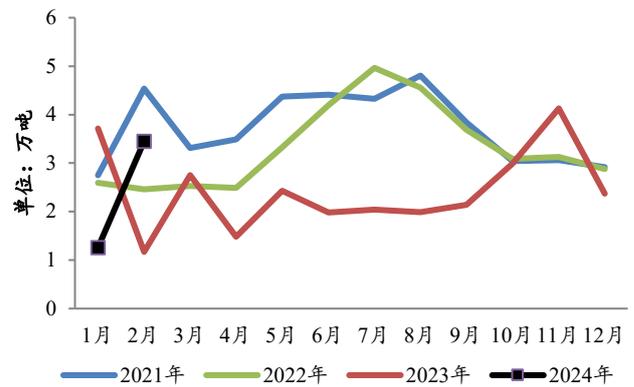
资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图表 39: 再生铅月度产量



资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图表 40: 再生铅月度成品库存



资料来源: SMM, 宏源期货研究所

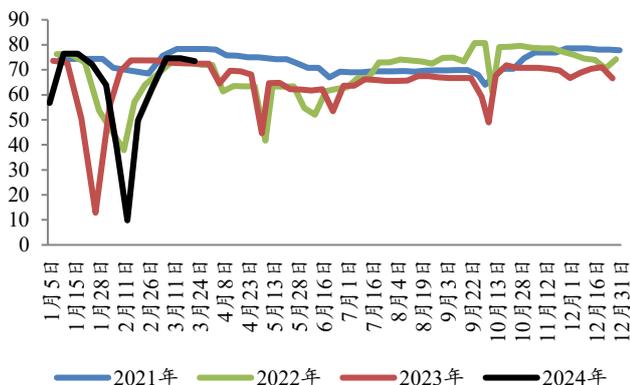
四、需求端: 平平淡淡

(一) 阶段性补库后, 消费步入淡季

一季度下游消费相对平淡, 多以补库为主。1月中上旬, 下游铅蓄电池节前备库, 市场交投情绪较好, 临近月末, 下游备库基本完成, 且逐步进入春节放假氛围, 开工明显下滑, 春节期间下游铅蓄电池多以放假为主, 市场消费缺失, 节后下游企业则多于正月十五之后陆续复产, 3月下旬多恢复正常生产, 开工小幅波动, 但由于当前处于消费淡季, 终端市场观望情绪较重, 采买也多以刚需采购为主, 市场交投一般。2024年1-2月铅蓄电池累计出口量3,880.12万个, 累计同比增加27.14% (+828.26万个)。

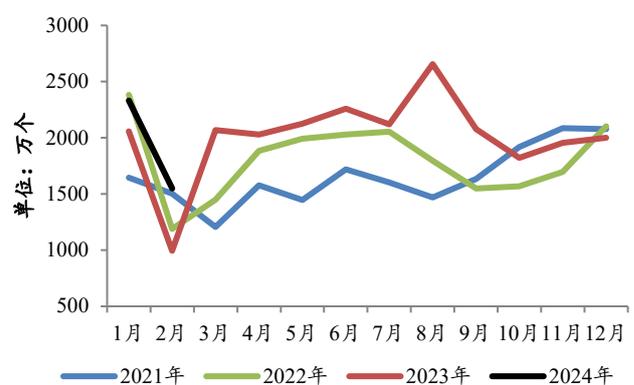
二季度蓄电池市场处于传统消费淡季, 预计需求端难有较大变动, 对铅价支撑相对有限。

图表 41: 铅蓄电池开工率



资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图表 42: 铅蓄电池月度出口量

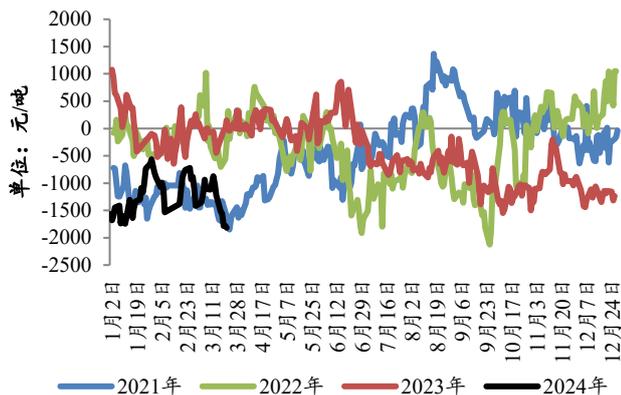


资料来源: SMM, 宏源期货研究所

(二) 出口盈利窗口暂未开启

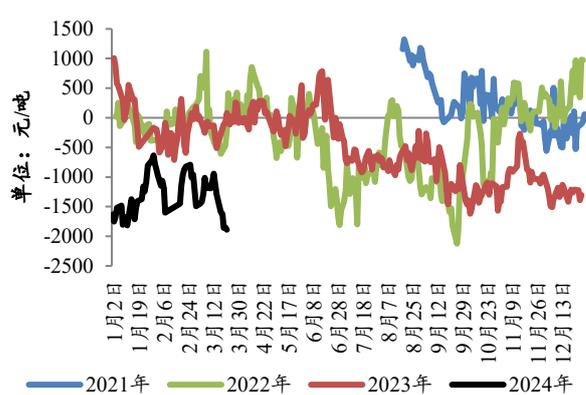
沪伦比值持续高位，铅市暂不具备出口条件。截至3月22日，台湾地区出口亏损1,889.06元/吨，东南亚地区出口亏损1,816.79元/吨，出口利润处于近几年绝对低位水平。2024年1-2月铅锭累计出口4,691吨，累计同比减少87.52%(-32,901吨)。

图表 43: 精炼铅出口盈亏 (东南亚地区)



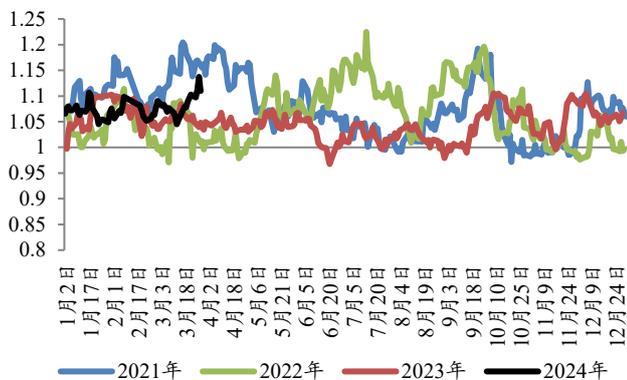
资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图表 44: 精炼铅出口盈亏 (中国台湾)



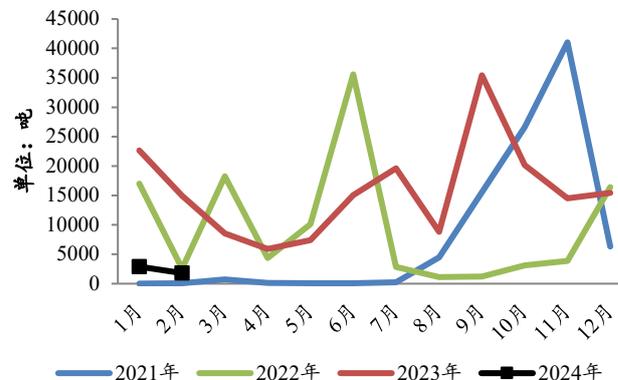
资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图表 45: 沪伦比值 (剔除汇率影响)



资料来源: WIND, 宏源期货研究所

图表 46: 铅锭月度出口量



资料来源: SMM, 宏源期货研究所

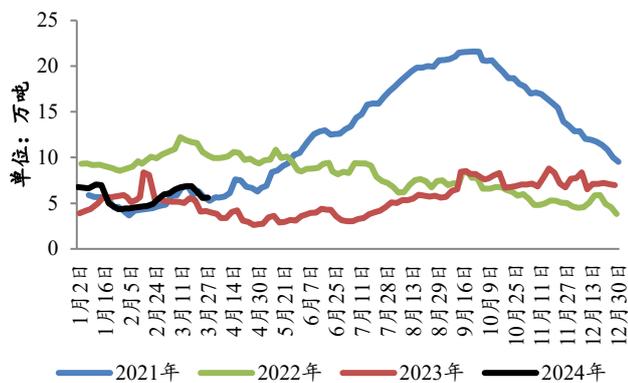
五、库存与供需平衡: LME 库存持续高位累库

1月下游积极备库,且部分原生铅炼厂尚在检修中,社库去库,月底随着下游备库完成,陆续停产放假,铅锭社库库存累积,3月随着部分炼厂开始检修,库存再度去化。

截至3月28日,SMM铅锭五地库存总量5.62万吨,较去年年底减少19.48%(-1.36万吨),较去年同期增加41.56%(+1.65万吨);其中浙江、江苏、天津、广东、上海地区的库存分别为1.6万吨、0.57万吨、2.1万吨、0.85万吨、0.5万吨;二季度下游处于传统消费淡季,预计库存去库幅度有限。

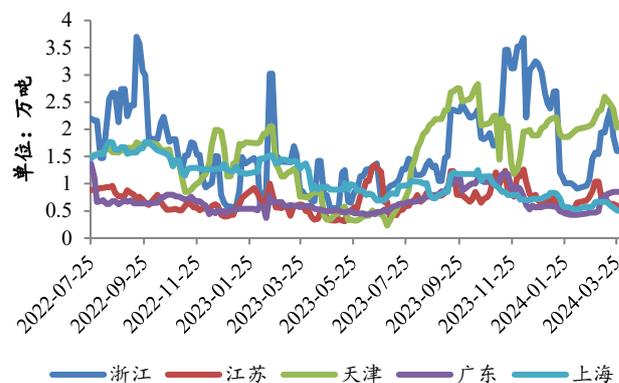
交易所库存来看，LME 库存高位累库，对铅价形成一定的压制。截至 3 月 22 日，上期所精炼铅库存 5.36 万吨，较去年年底增加 1.41% (+0.075 万吨)，较去年同期增加 50.86% (+1.81 万吨)；截至 3 月 28 日，LME 精炼铅库存 27.22 万吨，较去年年底增加 100.59% (+13.65 万吨)，较去年同期增加 942.22% (+24.215 万吨)。

图表 47: SMM 铅锭五地库存



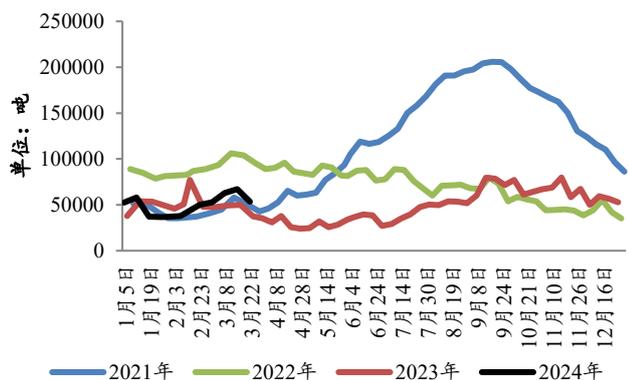
资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图表 48: 铅锭分地区库存



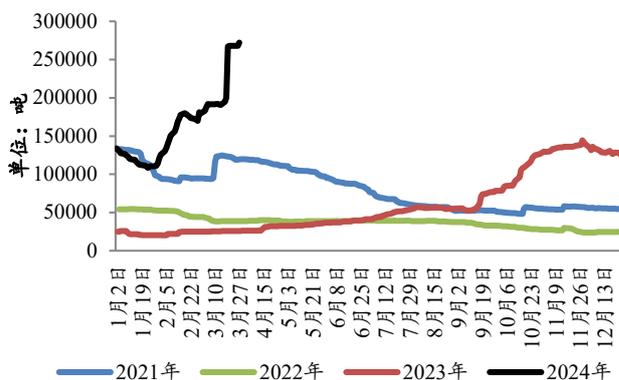
资料来源: SMM, 宏源期货研究所

图表 49: SHFE 精炼铅库存



资料来源: WIND, 宏源期货研究所

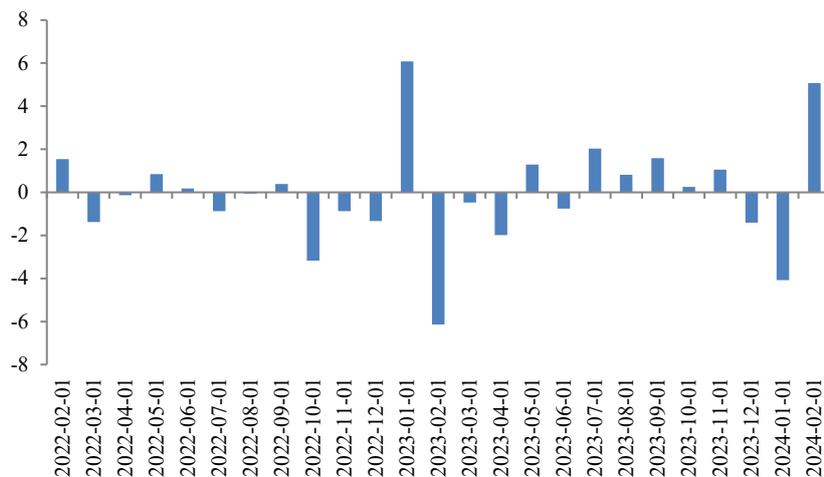
图表 50: LME 铅库存



资料来源: WIND, 宏源期货研究所

图表 51: 铅锭月度供需平衡表 (单位: 万吨)

日期	原生铅产量	再生铅产量	出口量	进口量	表观消费量	实际消费量	月度综合库存
2024-02-29	27.61	17.26	0.45	0.35	44.77	39.69	5.08
2024-01-31	29.35	27.17	0.50	0.4	56.42	60.51	-4.08
2023-12-31	30.85	29.69	1.79	0.44	59.18	60.6	-1.41
2023-11-30	30.12	39.18	1.73	0.51	68.1	67.05	1.05
2023-10-31	32.18	41.89	2.18	0.46	72.35	72.1	0.25
2023-09-30	31.59	40.19	3.73	0.46	68.51	66.91	1.59
2023-08-31	31.89	35.88	1.01	0.39	67.15	66.33	0.81
2023-07-31	31.97	33.52	2.12	0.51	63.88	61.85	2.03
2023-06-30	29.31	31.96	1.67	0.57	60.17	60.93	-0.76
2023-05-31	30.99	33.43	0.86	0.26	63.81	62.52	1.29
2023-04-30	31.49	30.6	0.72	0.48	61.85	63.84	-1.99
2023-03-31	32.32	32.7	0.98	0.43	64.46	64.94	-0.48
2023-02-28	28.44	27.77	1.62	0.31	54.9	61.04	-6.14
2023-01-31	28.53	26.84	2.39	0.39	53.37	47.28	6.08
2022-12-31	30.72	34.04	1.74	0.36	63.38	64.72	-1.34
2022-11-30	30.08	34.1	0.47	0.5	64.22	65.1	-0.88
2022-10-31	29.57	31.87	0.41	0.46	61.49	64.66	-3.17
2022-09-30	29.51	29.07	0.17	0.46	58.86	58.48	0.38
2022-08-31	26.83	30.33	0.23	0.63	57.59	57.65	-0.06
2022-07-31	26.22	33.85	0.36	0.51	60.22	61.08	-0.87
2022-06-30	25.41	31.68	3.56	0.15	53.69	53.5	0.18
2022-05-31	24.88	31.24	1.07	0.16	55.21	54.36	0.85
2022-04-30	27.15	29.16	0.55	0.23	55.99	56.12	-0.13
2022-03-31	26.16	25.14	1.92	0.27	49.66	51.04	-1.38
2022-02-28	23.79	27.91	0.3	0.15	51.55	50	1.55



资料来源: SMM, 宏源期货研究所

六、行情展望及投资策略

一季度供给端扰动较大，炼厂检修与复产并存，铅价整体在 15,800-16,500 元/吨间宽幅震荡，季末在供给收缩预期及情绪推动下短暂冲高。

宏观方面来看，3月美联储会议维持联邦基金利率目标区间在 5.25%-5.50%之间不变，整体偏鸽；国内市场来看，经济回暖预期较大，宏观氛围偏暖。

基本面来看，国内矿山预计 5 月左右恢复正常产出，进口铅精矿补充有限，加工费易跌难涨，矿端偏紧逻辑不变；废电瓶则受蓄电池更换淡季影响，预计回收量有限，加之再生铅炼厂于 3 月中下旬开始集中复产，产量大幅提升，对废电瓶需求亦有所增加，预计二季度废电瓶价格易涨难跌，成本端支撑相对较强；供给端来看，原生铅炼厂二季度有检修安排，供给收缩预期较强，但随着再生铅炼厂复产后平稳产出，预计带来的产量增量将超过原生铅检修减量，供给端整体较为充足；下游消费则处于传统淡季，对铅锭需求难有较大增长，可关注铅蓄电池出口带来的消费增量；近期铅锭社库有所去化，但随着再生铅货源的补充及淡季采买趋淡，预计库存去库幅度有限，LME 的高库存则对铅价形成较大的压制，警惕海外货源流入国内带来供给压力。

综合来看，二季度铅市供给宽松，消费平淡，供需面支撑有限，且 LME 高库存对铅价上方亦有压制，铅价冲高缺乏动力，下方来看，原料偏紧带来的成本支撑相对较强，预计铅价运行区间 15,500-16,800 元/吨，关注原料端对炼厂开工影响。

风险上需要注意：宏观风险；炼厂非预期减停产。

免责声明:

宏源期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构,已具备期货交易咨询业务资格。

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已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,不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行期货投资所造成的一切后果,本公司概不负责。本报告版权仅为本公司所有,未经书面许可,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,需注明出处为宏源期货,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

风险提示:期市有风险,投资需谨慎

