

热点报告—锌/铅

海外铅锌矿企业季度运营分析：
矿紧边际加剧，修复预期有限

走势评级： 锌：看涨；铅：震荡
报告日期： 2024 年 8 月 27 日

★事件分析

海外样本矿企 2Q24 锌精矿产量共计 112.4 万金属吨，同比 2Q23 减少 16 万金属吨 (YoY-12.5%)；铅精矿产量共计 26.2 万金属吨，同比 2Q23 减少 1.9 万金属吨 (YoY-6.8%)，矿紧加剧幅度环比减小，证实矿紧接近阈值。**产量降低的主要原因包括：**1) 矿石品位下降；2) 设备和检修问题；3) 极端天气影响。**产量录增的主要原因包括：**1) 矿石品位提高；2) 项目投爬产；3) 项目扩张。

四个重要信息：①二季度铅锌矿产量的环比增量主要由中国提供，同比减量由海外头部矿企造成；②部分企业的经营利润因副产品价格上升而获得改善；③部分海外头部矿企依然看多锌价。④二季度大部分企业的全年产量指引维持不变。

后续生产方面，三季度因去年低基数和矿石品位改善等原因导致的预期内增量大于可观测量，预计三季度海外头部矿企样本产量或呈现环比边际修复态势，但恢复幅度或对有限。

后续 TC 方面，矿端修复和冶炼减产预期下，三季度 TC 下滑速度或放缓，但年内铅锌精矿或依然维持偏紧格局，三季度铅锌 TC 或难以明显回升，四季度 TC 需锚定大矿复产和新矿的投爬产情况，考虑到冬储预期，我们依然不太看好四季度 TC 的反弹。

★投资建议

锌：单边角度，短期锌价上行高度或受到需求和宏观的压制，但若出现回调，仍可根据冶炼实际减产情况择机低买，注意做好仓位管理。套利角度，供应收缩预期较强，内外库存差距过大，后续进口锌流入预期较强，建议关注内外反套机会。

铅：单边角度，建议规避 09 合约的挤仓风险，单边可轻仓试多 10 合约，注意做好仓位管理；套利角度，月差方面驱动暂不明显，建议内外正套继续持有。

★风险提示

海外矿端复产超预期，冶炼减产不及预期，进口超预期。

东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

孙伟东 首席分析师（有色金属）

从业资格号：F3035243

投资咨询号：Z0024605

Tel: 63325888-3904

Email: weidong.sun@orientfutures.com

联系人：

魏林峻 有色金属分析师

从业资格号：F03111542

Email: linjun.wei@orientfutures.com

上期所主力合约走势



重要事项：本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告的信息均来源于公开资料，我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，报告中的信息或意见并不构成交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

1、事件概述

二季度海外铅锌矿扰动减少，但锌和铅进口加工费屡创新低，四季度长协加工费早已转负，海内外矿紧格局继续加深。近期，海外主要铅锌矿生产商的二季报基本已经披露完毕，ILZSG 和秘鲁能矿部也已更新矿产量至 6 月。二季度海外矿端产出如何，下半年又有哪些预期变量，本文将梳理海外头部矿企的二季度生产情况，并对下半年海外矿山生产进行展望。（注：本文锌精矿样本产量约占总海外锌矿产量的约 60%，铅精矿样本产量约占总海外铅矿产量的约 30%）

2、事件分析

锌精矿方面，2024 年二季度海外样本锌精矿产量约 112.4 万金属吨，环比一季度产出减少 3.2 万金属吨（QoQ-2.8%），同比 2Q23 减少 16 万金属吨（YoY-12.5%）。从全球第一大锌精矿出口国秘鲁的产量来看，2Q24 秘鲁锌精矿产量为 31.1 万金属吨，环比一季度下降 0.4 万金属吨，同比 2Q23 下降 8.1 万金属吨（YoY-20.7%）。

铅精矿方面，2024 年二季度海外样本铅精矿产量约 26.2 万金属吨，环比一季度产出减少 0.6 万金属吨（QoQ-2.2%），同比 2023 年二季度减少 1.9 万金属吨（YoY-6.8%）。秘鲁方面，2Q24 秘鲁铅精矿产量为 7.3 万金属吨，环比一季度下降 1.4 万金属吨，同比 2Q23 增加 0.4 万金属吨（YoY+5.3%）。

二季度铅锌矿产量的环比增量主要由中国提供，同比减量由海外头部矿企造成。环比来看，二季度样本矿企口径的铅锌产量环比均有下降，秘鲁口径趋势一致，而中国产量则出现较大幅度上升，很大程度上是季节性增量造成的。产量同比情况与一季度时有显著差异。一季度时，海外头部矿企铅锌矿的同比减量不大，减幅主要来自海外中小矿，而二季度，样本矿企的产量同比出现较大下滑，若根据 ILZSG 口径，则主要减量是来自样本头部矿企。

图表 1：二季度不同地区和口径锌精矿产量对比

万金属吨	全球(万吨)	样本矿企	SMM 中国	秘鲁
2Q24	295.3	112.4	94.8	31.1
1Q24	281.8	115.6	81.4	31.5
环比变化	13.5	-3.2	13.4	-0.4
环比增速	5%	-3%	16%	-1%
2Q23	310.3	128.4	100.4	39.3
同比变化	-15.0	-16.0	-5.6	-8.1
同比增速	-5%	-12%	-6%	-21%

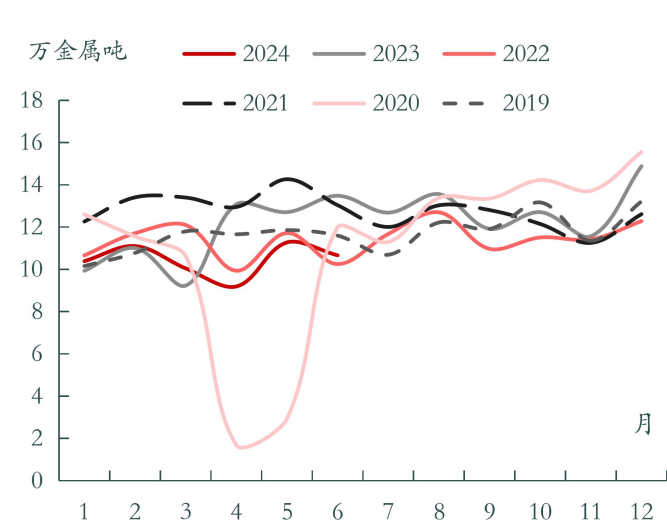
资料来源：ILZSG, SMM, 秘鲁能矿部, 公司公告, 东证衍生品研究院

图表 2：二季度不同地区和口径铅精矿产量对比

万金属吨	全球(万吨)	样本矿企	SMM 中国	秘鲁
2Q24	112.8	26.2	39.3	7.3
1Q24	102.3	26.7	30.3	6.7
环比变化	10.5	-0.5	9.0	0.6
环比增速	10%	-2%	30%	9%
2Q23	116.4	28.1	36.1	6.9
同比变化	-3.6	-1.9	3.2	0.4
同比增速	-3%	-7%	9%	5%

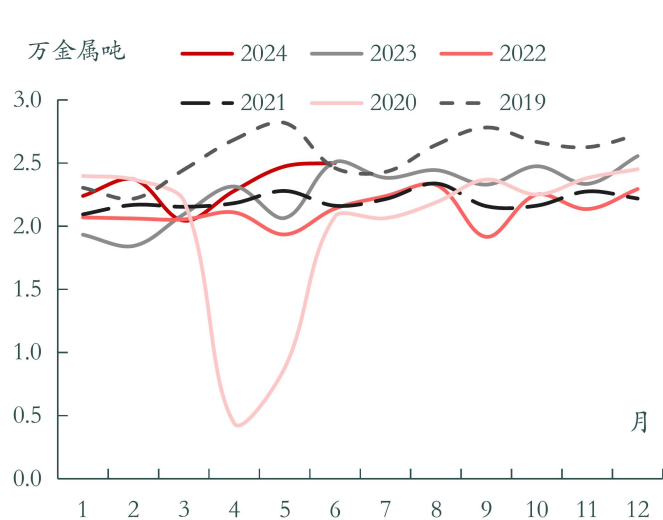
资料来源：ILZSG, SMM, 秘鲁能矿部, 公司公告, 东证衍生品研究院

图表 3: 秘鲁锌精矿产量



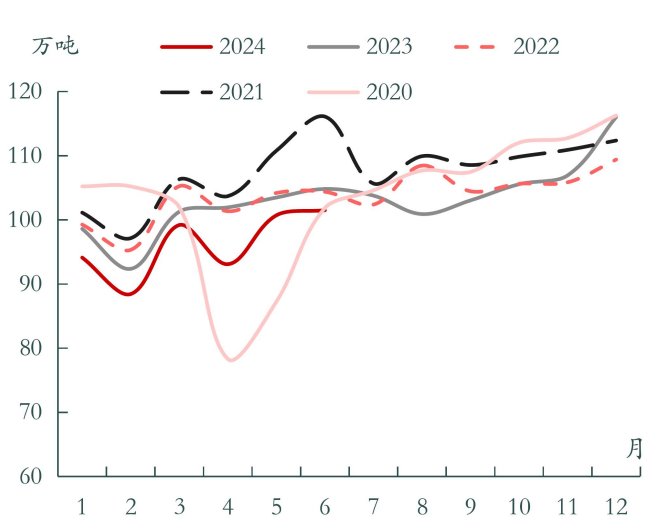
资料来源：秘鲁能矿部，东证衍生品研究院

图表 4: 秘鲁铅精矿产量



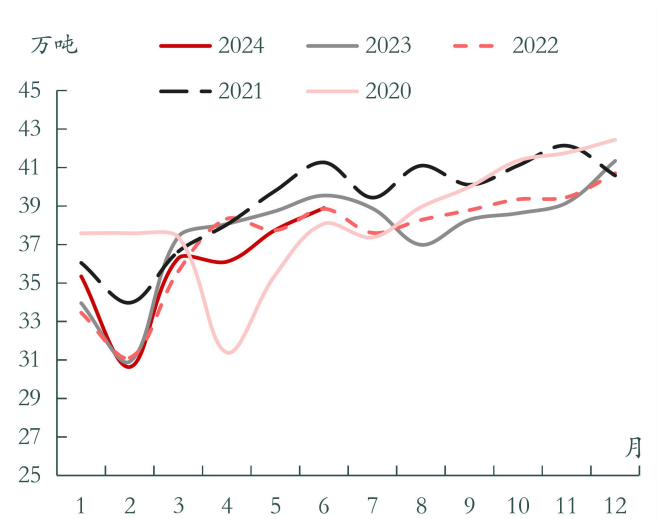
资料来源：秘鲁能矿部，东证衍生品研究院

图表 5: 全球锌精矿产量



资料来源：ILZSG，东证衍生品研究院

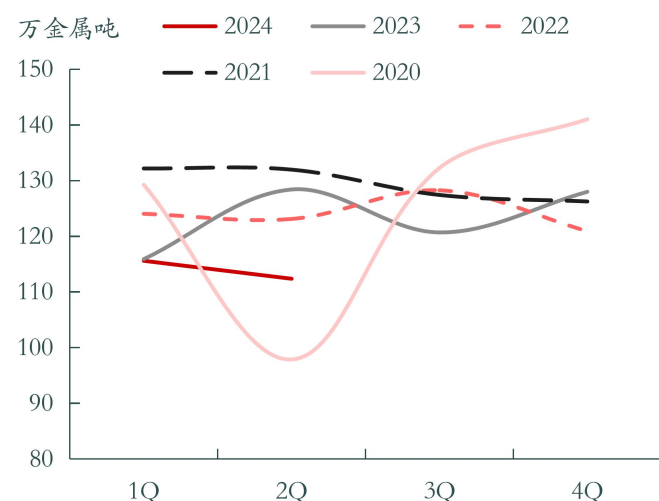
图表 6: 全球铅精矿产量



资料来源：ILZSG，东证衍生品研究院

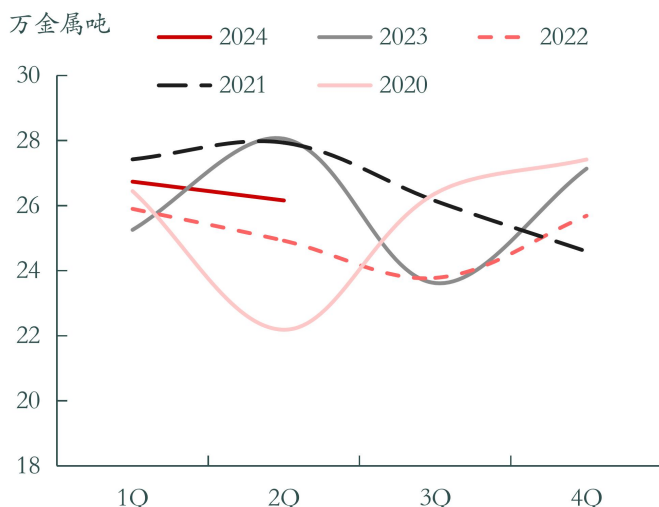
按样本矿企口径，二季度海外铅精矿和锌精矿产量环比均有所下降，但幅度较小，证实矿紧几近阈值。我们在一季度矿企运营跟踪中指出，后续矿紧继续加深的幅度将比较有限，二季度的情况与预期基本一致，铅锌价格明显上涨，提振矿端开工动能，铅锌矿产量环比一季度的减量均未超过 3%，矿紧格局基本到达阈值。

图表 7：海外主要矿企锌精矿产量



资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

图表 8：海外主要矿企铅精矿产量



资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

图表 9：海外头部矿企 2Q24 锌精矿产量变化情况

单位：千金属吨	1Q23	2Q23	1Q24	2Q24	环比变化	环比增速	同比变化	同比增速	1H 累计同比
Group Mexico	15.1	17.2	26.4	29.4	3.1	11.6%	12.2	70.8%	72.7%
Lundin Mining	48.6	36.1	45.7	47.5	1.8	3.9%	11.3	31.4%	10.0%
Peñoles	65.3	65.4	67.0	71.5	4.5	6.7%	6.0	9.2%	5.9%
NEXA	74.8	80.7	87.2	82.5	-4.7	-5.4%	1.8	2.3%	9.2%
Buenaventura	1.6	5.0	8.8	6.4	-2.5	-27.9%	1.4	28.0%	132.8%
South 32	14.0	16.4	14.3	17.4	3.1	21.7%	1.0	6.1%	4.3%
Pan American Silver	10.6	9.3	9.8	10.1	0.3	3.1%	0.8	8.6%	0.0%
MMG	30.7	49.8	59.2	50.3	-8.9	-15.1%	0.5	1.0%	36.1%
Sierra Metals	4.8	5.5	4.6	5.1	0.5	11.3%	-0.4	-7.8%	-6.2%
HudBay	9.8	8.8	8.8	8.1	-0.7	-8.1%	-0.7	-7.7%	-9.2%
Gold Resource	3.8	3.6	2.3	2.0	-0.3	-12.6%	-1.5	-43.4%	-41.5%
Volcan	56.5	62.6	50.3	52.8	2.5	5.0%	-9.8	-15.7%	-13.4%
Teck	144.9	164.5	159.9	151.9	-7.9	-5.0%	-12.5	-7.6%	0.8%
Newmont	46.0	78.0	58.0	65.0	7.0	12.1%	-13.0	-16.7%	-0.8%
BOLIDEN	61.2	58.2	39.7	37.6	-2.1	-5.3%	-20.6	-35.4%	-35.2%
BHP	23.6	38.8	18.4	15.8	-2.6	-14.0%	-23.0	-59.2%	-45.1%
Glencore	180.4	204.8	173.3	179.9	6.6	3.8%	-24.9	-12.2%	-8.3%
Vedanta*	302.8	273.6	272.2	247.4	-24.8	-9.1%	-26.2	-9.6%	-9.9%

资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

*Vedanta 的 Zinc India 铅精矿和锌精矿产量系按历史生产比例估算。

按同比增减来看，锌精矿方面，提供同比增量排名前五的公司分别为 Group Mexico、Lundin Mining 和 Peñoles，提供同比减量的排名前五公司分别为 Vedanta、Glencore、BHP、BOLIDEN、Newmont、Teck 和 Volcan。铅精矿方面，Lundin Mining、Teck、Buenaventura 和 Peñoles 等公司提供了主要的同比增量，而 Newmont、Glencore、BOLIDEN 和 Volcan 等公司则提供了主要同比减量。

图表 10：海外头部矿企 2Q24 铅精矿产量变化情况

单位：千金属吨	1Q23	2Q23	1Q24	2Q24	环比变化	环比增速	同比变化	同比增速	1H 累计同比
Lundin Mining	8.6	4.8	8.4	10.4	2.0	24.0%	5.6	117.2%	40.2%
Teck	23.1	23.5	25.4	28.9	3.5	13.8%	5.4	23.0%	16.5%
Buenaventura	1.3	0.9	4.9	4.1	-0.8	-16.5%	3.2	346.1%	303.0%
Peñoles	19.0	21.0	21.4	23.5	2.0	9.4%	2.4	11.5%	12.0%
Vedanta	60.2	51.4	59.8	52.6	-7.2	-12.0%	1.2	2.3%	0.7%
South 32	24.6	27.8	24.8	28.8	4.0	16.1%	1.0	3.6%	2.3%
MMG	12.7	9.5	11.4	10.4	-1.0	-8.8%	0.9	9.5%	-2.0%
NEXA	15.2	16.0	18.2	16.7	-1.5	-8.3%	0.7	4.6%	12.1%
Pan American Silver	5.3	4.4	4.6	4.9	0.3	6.5%	0.5	11.4%	-2.1%
BHP	0.2	0.1	0.0	0.1	0.1	/	0.0	-10.3%	-58.4%
Sierra Metals	1.3	1.8	1.4	1.4	0.0	0.1%	-0.4	-22.3%	-9.0%
Gold Resource	1.6	1.4	0.8	0.6	-0.2	-24.1%	-0.8	-55.7%	-51.6%
Volcan	13.2	15.3	11.2	12.5	1.3	11.6%	-2.8	-18.3%	-16.8%
BOLIDEN	12.8	13.6	11.9	10.1	-1.7	-14.5%	-3.4	-25.3%	-16.7%
Glencore	34.5	44.1	35.2	36.6	1.4	4.0%	-7.5	-17.0%	-8.7%
Newmont	19.0	45.0	28.0	20.0	-8.0	-28.6%	-25.0	-55.6%	-25.0%

资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

*Vedanta 的 Zinc India 铅精矿和锌精矿产量系按历史生产比例估算。

二季度部分海外铅锌矿产量降低较为明显，主要原因包括：

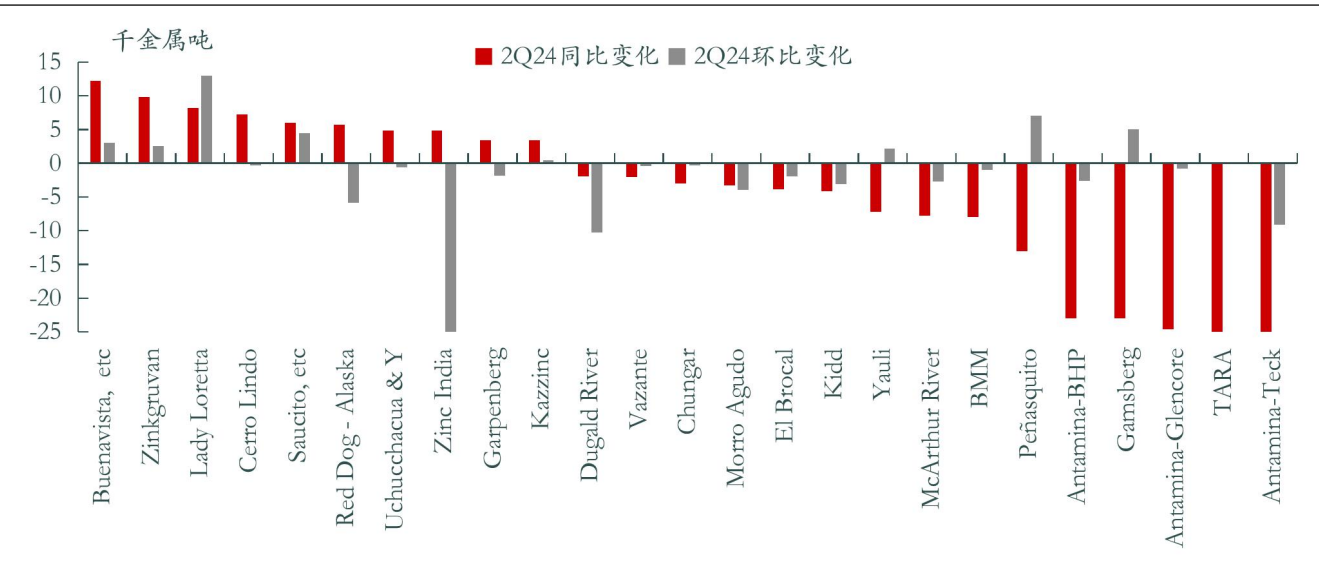
- 1) 矿石品位下降：**与一季度一致，Antamina 贡献了二季度锌精矿产量最大的同比减量，主要是由于品位下滑；Vedanta 旗下的 Gamsberg 项目和 BMM 项目由于锌品位的降低和研磨量以及吞吐量的减少，产量同比大幅下降，Antamina、Gamsberg 和 BMM 在同比减量排名种位居靠前；此外，Glencore 的北美业务锌产量也因品位下滑而有所降低；Sierra Metals 的 Yuricocha 项目品位下滑，但公司对后续逐步开采高品位矿的产量持乐观态度；
- 2) 设备和检修问题：**Boliden 旗下的 Tara 矿维持停产，后续生产将从 4Q24 开始；Vedanta 旗下的 Zinc India 环比出现较大减量，主要是由于利用率下降以及精炼铅进入进入高温

作业；Dugald River 的半自动研磨机故障检修，致使生产暂停；由于计划外维护以及更换锅炉等原因，Trail operations 项目的锌产量略有下降，铅产量同比大减 1.07 万金属吨。

3) **极端天气影响**：Glencore 旗下的 McArthur 河矿由于飓风侵袭，二季度产量同比去年同期下降了 11.7%。

4) **其他外部因素**：Newmont 旗下的 Penasquito 项目因去年基数较高而出现较大的同比减量；因露天矿库存已基本处理完毕，Buenaventura 的 El Brocal 项目年内将不再产出；Nexa 剥离了其 Morro Agudo 项目，矿石处理量减少；Volcan 旗下的 San Cristóbal、Carahuacra 和 Ticlio 因许可证原因停产，4 月 19 日后逐步重启。

图表 11：部分 2Q24 产量变化较大的锌精矿项目生产情况



资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

另有部分海外铅锌矿二季度产量同比录增，主要原因包括：

1) **矿石品位提高**：Teck 的 Red dog 项目二季度锌、铅的产量提高；Nexa 的 Cerro Lindo 矿山锌品位上升；Zinkgruvan 项目由于产量、品位和回收率的提高，锌、铅产量高于上年同期；受较高的品位和回收率拉动，South32 的 Cannington 项目较好地处理了一季度极端天气的影响，同时进入了更高品位的采场，因而同比产量有所上升，但年产量遭遇一定影响；Peñoles 旗下的 Fresnillo plc 二季度产量环比增加，主要来自 Saucito、Juanicipio 和 San Julián 的矿石品味提升；Pan American Silver 旗下的 Minera Florida、Huaron 和 La Colorada 的锌和铅品位上升，部分被 San Vicente 的产量减少所抵消；Group Mexico 下属的 Saucito、Juanicipio 和 San Julián 的矿石品味提升。

2) **项目投爬产**：Southern Copper 旗下 Buenavista 项目一季度投产，提供二季度主要增量；Buenaventura 的 Uchucchacua & Yumpag 项目投爬产贡献主要增量；Nexa 的 Aripuanã 项目提高了矿石利用率、精矿质量和冶金回收率，已经可以过渡为持续运营。

3) **项目扩张**: Neves-Corvo 锌扩张项目带来的更高的产量,但部分增量也被较低的品位所抵消。Glencore 旗下的 Zhairem 项目扩张带来产量提升,改善其位于哈萨克斯坦的锌业务。

图表 12: 部分 2Q24 产量变化较大的铅精矿项目生产情况



资料来源: 公司公告, 东证衍生品研究院

此外,在梳理二季度产量报告的过程中,我们还发现两点重要信息:

1) **部分企业的经营利润因副产品价格上升而获得改善**,例如金、银和小金属等,现金成本随之下降,叠加上半年铅锌价格明显上涨,矿端利润较好。例如,受益于更高的品位和副产品利润,Veadnata 的锌生产成本同比下降了 7%,一季度生产成本是 4 年来最低;MMG 的 Rosebery 公司受益于较低的锌精矿处理费用和副产品产量,C1 区间平均下调了 0.05 美元/磅。

2) **部分海外头部矿企依然看多锌价**,主要原因是利率有望下降,叠加供应仍将持续偏紧的预期,这些企业认为锌价在下半年依然会有不错的表现。

二季度大部分企业的全年产量指引维持不变。从两个角度理解,对于海外大型矿企来说,在制定产量指引时已基本将品位下滑等因素提前计入考量,而这些因素并未提供意料之外的减量;另一角度,即便今年矿端利润较好,但对大矿的复产和扩产推动作用有限。目前,大矿中仅有 Tara 计划复产,且是在管理层和工会做出妥协的情况下;Tambomayo 上调了全年产量指引,原因则是铅锌品位上升,而非利润驱动。下调产量指引的企业/项目较少,Buenaventura 旗下的 El Brocal 项目将暂停露天矿运行三年,年内将不再出矿;South32 因恶劣天气对矿山的影响,下调了全年产量指引。

图表 13：部分海外头部矿企 2Q24 更新的锌精矿产量指引（单位：千金属吨）

公司和项目	2022	2023	2Q24/最新指引	同比变化 F	同比增速 F
Nexa	296.4	333	323-381	-10~+50	5.7%
Cerro Lindo	84.4	78	73-86	-5~+8	1.9%
El Porvenir	51.5	56	51-57	-5~+1	-5.4%
Atacocha	9.5	8.2	8-9	-0.2~+1	22.0%
Vazante	131.5	146	130-148	-16~+2	-5.8%
Morro Agudo	18.6	23	18-23	-5~0	-13.0%
Aripuanã	0.7	22	42-57	-20~35	-2.3%
Ludín Mining	158.9	185.2	195-215	+10~+30	10.7%
Neves-Corvo	82.4	108.8	120-130	+11~+21	14.9%
Zinkgruvan	76.5	76.3	75-85	-1~+9	4.8%
Teck	650.5	644	565-630	-76~-14	-7.2%
Antamina	97.4	104.2	45-60	-60~-45	-49.6%
Red Dog	553.1	539.8	520-570*	-20~+30	1.0%
MMG	224.6	203.5	225-250	-22~+47	16.7%
Dugald River	173.4	151.8	175-190	+25~+40	20.2%
Rosebery	51.2	51.6	50-60	-2~+8	6.6%
Buenaventura	36.2	25.0	24.1~24.9→24.3~26.8	-0.7~+1.8	2.2%
El Brocal	22.6	17.2	3.1~3.5→1.9~2.0	-15.3~-15.2	-188.9%
Uchucchacua	0.0	2.8	17~19	+14.2~+16.2	450.7%
Tambomayo	13.5	5.1	4~4.4→5.4~5.8	+0.3~+0.7	10.0%
Gelncore	939	919	900-950	-19~+31	0.7%
BHP	122.9	125	85-105	-40~-20	-24.0%
South32	62.2	57.8	62→60.7	+5	5.0%
Newmont Goldcorp	377	230	245	+15	6.5%
Hudbay	55	35	27-35	-8~0	-11.4%

资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

往后看，年内仍有一些增量可期：Buenaventura 的 Uchucchacua & Yumpag 项目铅锌品位改善，可能在年内带来 1000 金属吨左右的增量；根据 Lundin Mining，考虑到矿山剖面的品位顺序，Neves-Corvo 的金属产量将被加权到下半年；在工会和管理层达成协议后，Boliden 旗下的 Tara 矿将从 4Q24 开始生产；Newmont 旗下的 Penasquito 项目去年 6 月因罢工后关停，去年的低基数或带来第三季度的增量。

同时关注预期内的减量：Teck 或按季节性趋势在三季度减少精炼锌的产量，以便在高价时依靠出售电力来提高盈利，可能导致后续产量低于年度产量指引；因寿命临近和地下活动的复杂性增加，South32 下调了 2025 财年的锌产量指引；Dugald River 工厂故障后，

于7月恢复生产后，8月或将进行一次维修；现有库存被清理完毕，Bucnaventura的EI Brocal项目年内将不再产出。

后续矿石产量预期：总体来看，二季度海外矿山扰动趋弱，三季度因去年低基数和矿石品位改善等原因导致的预期内增量大于可观测减量，但总体增幅不大，同时也考虑到部分大矿存在季节性减量，我们预计三季度海外头部矿企样本产量或呈现环比边际修复态势，但恢复幅度或相对有限。

三四季度TC预期：在矿端修复和冶炼减产预期下，三季度TC下滑速度或边际放缓，但就海外矿企二季度的表现来看，年内铅锌精矿或依然维持偏紧格局，三季度铅锌的TC或难以出现明显回升，四季度TC的修复需锚定大矿复产和新矿的投产产情况，考虑到冬储预期，我们依然不太看好四季度TC的反弹。

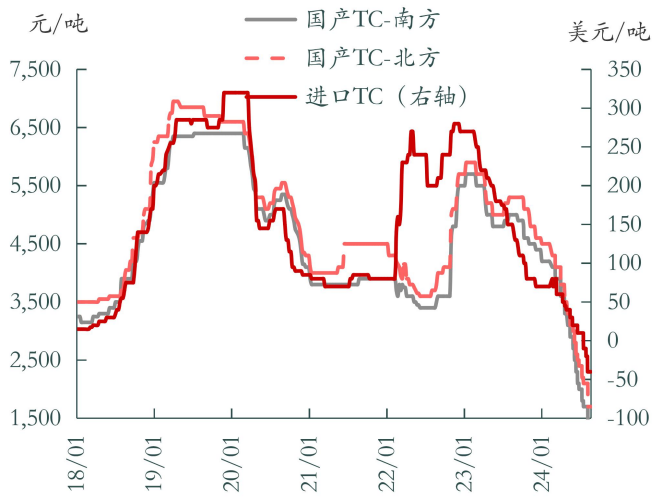
3、投资建议

锌：近期宏观情绪有所修复，锌原料会议带来减产消息，宏观趋稳叠加供应扰动令锌在有色中表现强劲，率先突破60日线的压制。在减产炒作热情稍显平复后，沪锌的交易重心已从减产预期开始向实际减产倾斜。我们认为100万吨的金属量需求减量较难兑现，但也因此，目前市场对9月的减产预期在与8月产量持平或低于8月约1~2万吨的水平。根据贸易商和市场机构，9月部分大厂的锌锭长协大减或终止，后续大厂减停产的落地或将给予市场一定信心，但考虑到部分炼厂有复产计划、小厂现金流情况不佳影响实际减产、以及考虑到此前部分炼厂在月初临时做出停产动作的情况，目前9月的检修量仍具有较大的不确定性。

需求方面，目前锌下游需求依旧疲软。在上半年专项债发行不及预期以及新增订单廖无的背景下，需求“金九”出现的可能性较低，但10~11月仍然可以期待一些新增项目落地。库存方面，在冶炼减产力度扩大的预期下，后续港口库存或趋稳，而近期社库去化速度边际放缓，主要是下游补库阶段性暂缓和8月供应减少所致，需求压制与进口流入下，近期社库或趋稳运行。

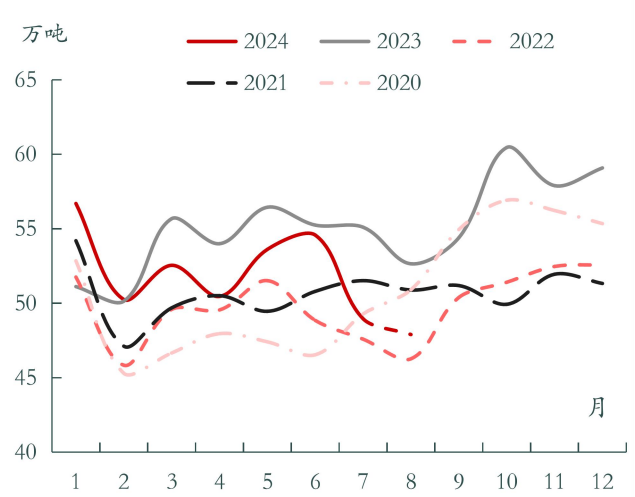
交易层面，目前有色的供应扰动已近乎形成共振，因而本轮行情还需关注其他有色品种，例如铜和锡等品种的供应扰动。技术面上，60日线对锌价是较强的支撑，但由于本轮行情从低位至今已有10%的涨幅，筹码明显松动，锌价短期可能面临阶段性调整。策略方面，单边角度，短期锌价上行高度或受到需求和宏观的压制，但若出现回调，仍可根据冶炼实际减产情况择机低买，注意做好仓位管理。套利角度，月差方面，近月正套较为拥挤，且盈亏比相对较低，短期建议观望；内外方面，由于供应收缩预期较强，国内社库与LME库存差距过大，后续进口锌流入预期较强，建议关注内外反套机会。

图表 14：国产和进口锌精矿平均加工费



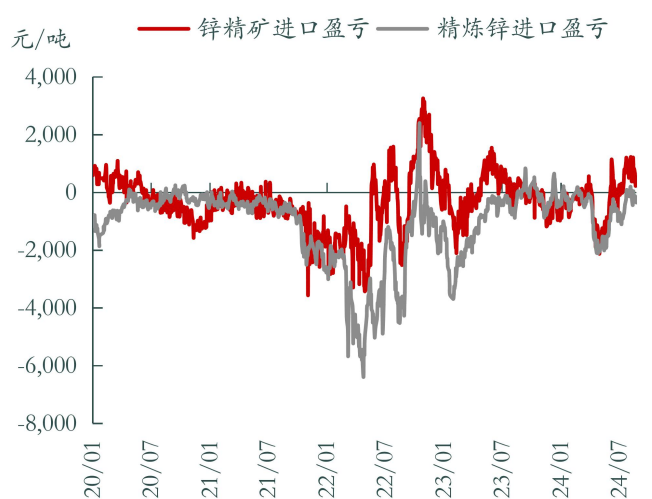
资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 15：国内精炼锌季节性产量



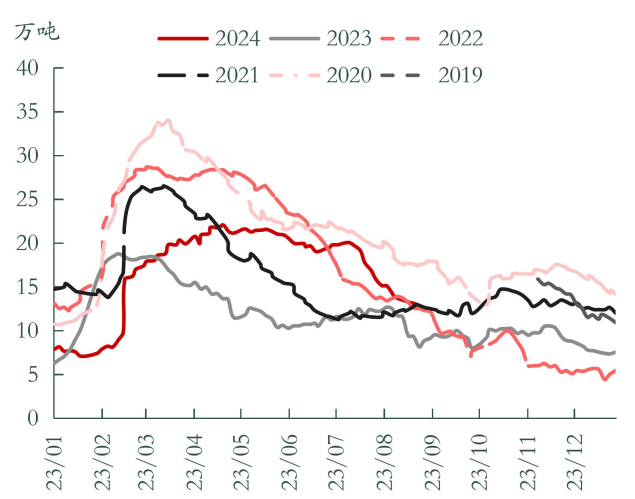
资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 16：锌精矿和精炼锌进口盈亏



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 17：七地锌锭季节性社库



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

铅：近期宏观修复、再生减产预期、挤仓风险和需求疲软等多空因素交织，铅价维持宽幅震荡。供应端在8月底至9月的主线逻辑应为再生减产预期，但由于此前炼厂囤货水平不一，少则已停产，多则仍有一万吨有余，后续或较难看到集体减停产，更可能是顺时陆续发生，这种矛盾逐渐显化对价格的提振是持续性的。需求方面，铅蓄电池需求维持偏弱水平。大厂开工率已经连续两周下降，目前已下滑至70%左右，而就订单和经销商出货来看，开学前的售货预期被证伪，经销商普遍较难出货，9月旺季预期不说证伪也是延期，需求对铅价的压制依然较强，但市场仍对后续需求旺季抱有一些预期。库存方面，近期社库大幅去化，主要是08合约结束大户提仓所致，低于万吨的上期所库存导致铅存在一定的挤仓风险，同样支撑铅价。

总体来看，铅基本面短期维持供需双弱。供应扰动依然突出，后续再生矛盾再次发酵的预期较强；蓄企开工持续下滑，而终端出货改善较小，需求维持趋弱走势，但旺季依然会带给需求一些边际上的改善，叠加低库存对其的支撑，我们认为铅价在当前位置易涨难跌，但供需的不确定性较大，参与风险度较高。

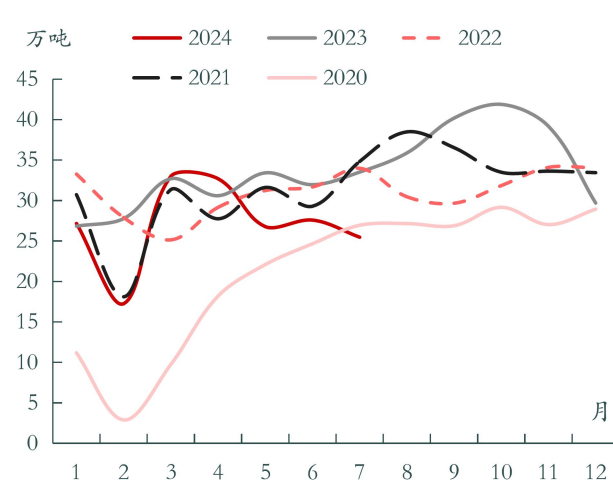
交易角度，策略方面，建议规避09合约的挤仓风险，单边可轻仓试多10合约，注意做好仓位管理；套利角度，月差方面驱动暂不明显，建议内外正套继续持有。

图表 18：国产和进口铅精矿平均加工费



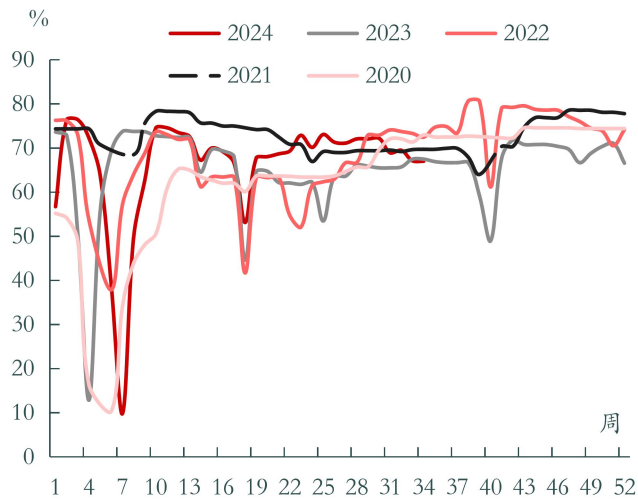
资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 19：国内再生精铅季节性产量



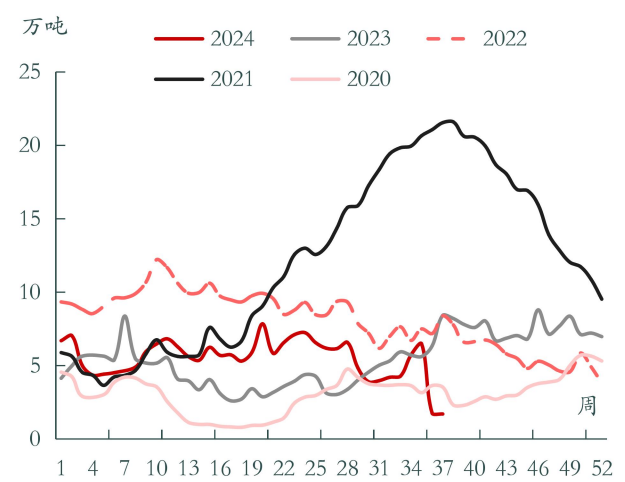
资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 20：铅蓄电池企业开工率



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 21：五地铅锭季节性社库



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

5、风险提示

海外矿端复产超预期，冶炼减产不及预期，进口超预期。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com