

热点报告—锌/铅

海外铅锌矿企业季度运营分析：
矿紧边际修复，增产预期递延

走势评级： 锌：震荡；铅：震荡
报告日期： 2024 年 11 月 19 日

★事件分析

海外样本矿企 2Q24 锌精矿产量共计 119.8 万金属吨，同比 3Q23 减少 2 万金属吨 (YoY-1.6%)；铅精矿产量共计 25.7 万金属吨，同比 2Q23 增加 2.1 万金属吨 (YoY+8.7%)，矿紧基本到达阈值后，向上修复的弹性逐渐显现。产量增加的主要原因包括：1) 去年的低基数效应；2) 矿石品位提高；3) 设备效率上升；4) 项目投产。产量下降的主要原因包括：1) 矿石品位下降；2) 计划内检修；3) 严重外部因素；4) 开采难题。

后续出矿和 TC 预期：海外矿企的产量指引并未发生较大变化，全年产量预期基本维持不变，但部分矿山产量进度还未达到 75%，年底可能存在冲量计划。年内矿紧格局难改，复产预期或多落于明年。然因部分大型项目投产屡屡不及预期，冬季天气有不确定影响，1Q25 出矿或也仅为边际改善。就国内而言，今年年底到 1Q25 仍有新增冶炼项目投产，冶炼产能仍难以充分释放。

就 TC 而言，冶炼厂对出矿的感知力将明显领先于市场，后市 TC 的反弹大概率将领先于市场实际看到矿端产量的增加。节奏上，一季度季节性检修叠加春节放假，供需双弱下 TC 或出现比 4Q24 更加明显的反弹，但也需持续观察矿端实际出货量情况。

★投资建议

锌：策略方面，年内单边建议关注回调买入机会，也可关注中期维度的逢高做空机会；套利方面，短期月差结构或逐渐被抚平，而建立在明年矿端渐进趋松的预期之下，也可适当关注远月反套机会；内外角度，短期建议关注内外反套的逢高止盈机会。

铅：沪铅短期或仍需要时间休整，但中期供应矛盾仍难以解决，政策驱动值得博弈，且 12 月存在一定补库预期，年内建议以偏多思路对待。策略方面，中期维度关注逢低买入机会，关注绝对价格支撑；套利角度，适当关注月差正套和内外反套机会。

★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

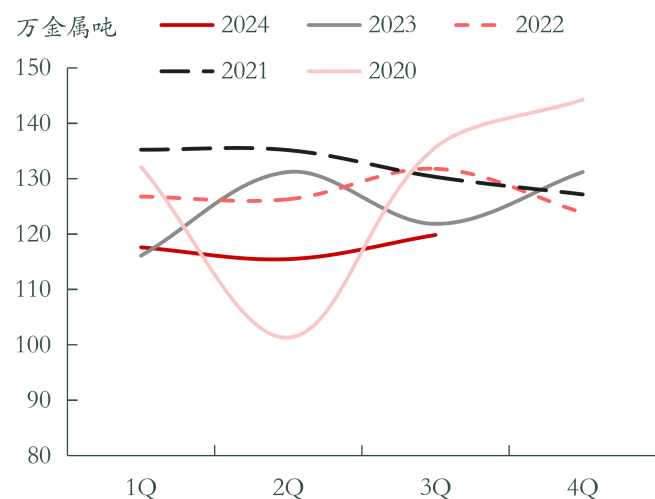
三季度海外锌矿继续发生扰动事件，锌铅加工费均出现起底反弹，但全球矿紧格局并未得到明显改善，国内 CZSPT 会议传出明年一季度 10~30 美元/干吨的进口长协讨论声音，预期矿紧格局虽有缓解但整体改善幅度有限。近期，海外主要铅锌矿生产商的三季报基本已经披露完毕，海外三季度出矿如何？考虑到年底冲量与扰动的对冲后，产量指引又在多大程度上发生了变化？本文将梳理海外头部矿企三季度的生产情况，并对后续矿山生产做出展望。（注：本文锌精矿样本产量约占总海外锌矿产量的约 60%，铅精矿样本产量约占总海外铅矿产量的约 30%）

2、事件分析

锌精矿方面，2024 年三季度海外样本锌精矿产量约 119.8 万金属吨，环比 2Q24 产出增加 4.4 万金属吨（QoQ+3.8%），同比 3Q23 减少 2 万金属吨（YoY-1.6%），降幅环比二季度时明显收窄。铅精矿方面，2024 年三季度海外样本铅精矿产量约 25.7 万金属吨，环比 2Q24 产出减少 0.5 万金属吨（QoQ-1.8%），同比 2Q23 增加 2.1 万金属吨（YoY+8.7%），增幅明显扩大。

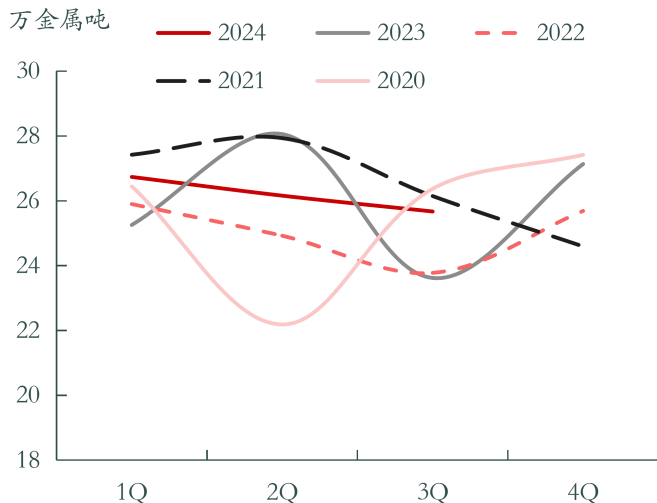
ILZSG 和秘鲁能矿部还未完全披露三季度产量数据，但根据已披露的 7-8 月铅锌矿产量，不难发现锌精矿产量好于二季度前期，而铅精矿产量维持上行趋势，基本符合样本企业产量变化趋势。国内方面，由于火烧云和银珠山等新矿投产，铅锌矿产量数据明显上升，但由于设备和重冶进程，矿是否如期释放到市场上仍存疑虑。整体来看，无论是海外还是国内，三季度铅锌矿产量均出现环比修复，如我们上篇季度跟踪报告中预期的一致，矿紧基本到达阈值后，向上修复的弹性逐渐显现。

图表 1：海外主要矿企锌精矿产量



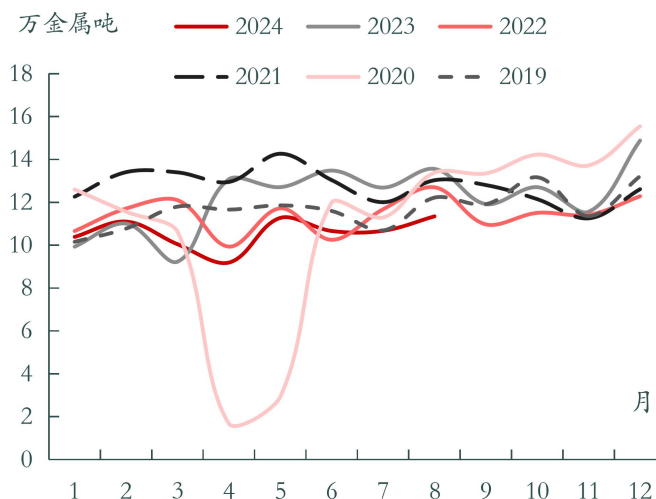
资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

图表 2：海外主要矿企铅精矿产量



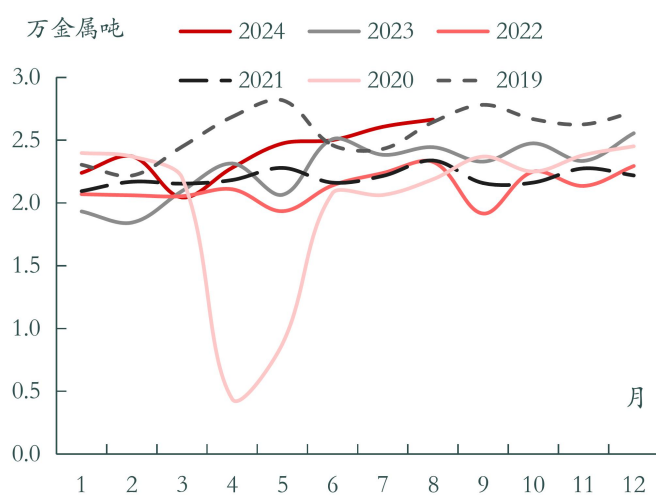
资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

图表 3: 秘鲁锌精矿产量



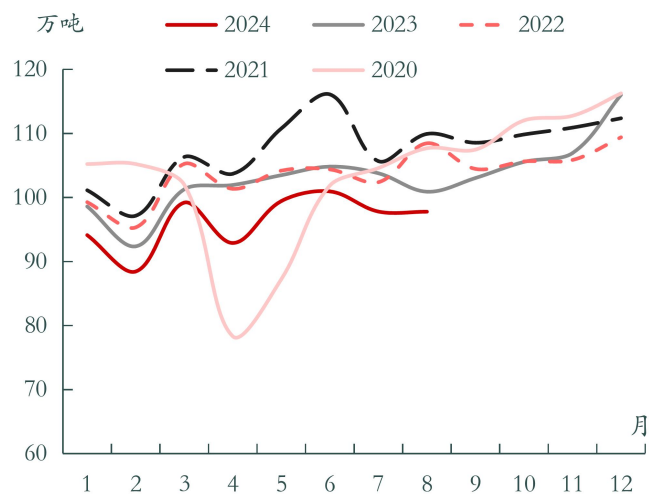
资料来源：秘鲁能矿部，东证衍生品研究院

图表 4: 秘鲁铅精矿产量



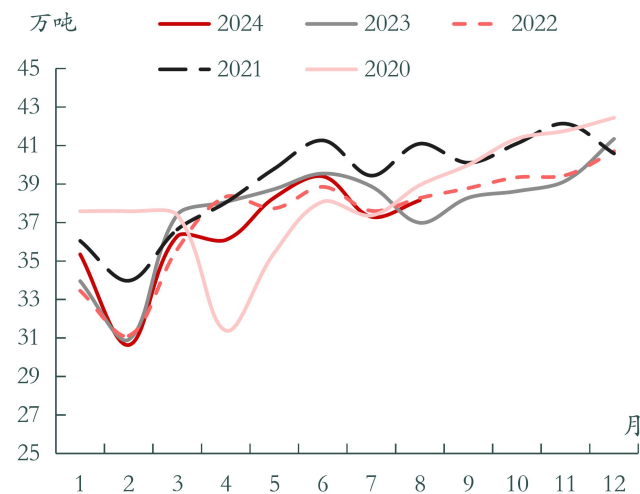
资料来源：秘鲁能矿部，东证衍生品研究院

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

按同比增减来看，锌精矿方面，三季度提供同比增量排名前五的公司分别为 Newmont、Group Mexico、BOLIDEN、Buenaventura 和 New Century，提供同比减量的排名前五公司分别为 Teck、Vedanta、BHP、MMG 和 Glencore。铅精矿方面，Newmont、Teck、Buenaventura、BOLIDEN 和 Peñoles 等公司提供了主要的同比增量，而 South 32、MMG 和 Lundin Mining 等公司则提供了主要同比减量。

图表 7：海外头部矿企 3Q24 锌精矿产量变化情况

| 单位：千金属吨 | 3Q23 | 2Q24 | 3Q24 | 环比变化 | 环比增速 | 同比变化 | 同比增速 | 1-3Q 累计同比 |
|----------------------|-------|-------|-------|------|--------|-------|--------|-----------|
| Newmont | 0.0 | 65.0 | 58.0 | -7.0 | -10.8% | 58.0 | / | 46.0% |
| Group Mexico | 16.3 | 29.4 | 31.1 | 1.7 | 5.6% | 14.8 | 90.9% | 78.8% |
| BOLIDEN | 37.3 | 37.6 | 45.1 | 7.4 | 19.8% | 7.7 | 20.7% | -21.9% |
| Buenaventura | 3.8 | 6.4 | 7.4 | 1.0 | 16.2% | 3.6 | 96.3% | 119.3% |
| New Century Resource | 30.0 | 31.0 | 33.0 | 2.0 | 6.5% | 3.0 | 10.0% | 40.0% |
| Volcan | 60.4 | 52.8 | 62.9 | 10.1 | 19.1% | 2.5 | 4.1% | -7.5% |
| Pan American Silver | 9.5 | 10.1 | 11.2 | 1.1 | 10.9% | 1.7 | 17.9% | 5.8% |
| Sierra Metals | 4.3 | 5.1 | 5.1 | 0.0 | -0.8% | 0.8 | 17.9% | 0.9% |
| South 32 | 13.2 | 17.4 | 12.1 | -5.3 | -30.5% | -1.1 | -8.3% | 0.5% |
| Gold Resource | 3.2 | 2.0 | 1.7 | -0.3 | -13.9% | -1.5 | -46.0% | -42.9% |
| HudBay | 10.3 | 8.1 | 8.1 | 0.0 | -0.2% | -2.2 | -21.6% | -13.6% |
| Lundin Mining | 49.8 | 47.5 | 46.6 | -0.9 | -1.8% | -3.2 | -6.3% | 4.0% |
| Peñoles | 74.7 | 71.5 | 71.2 | -0.3 | -0.3% | -3.5 | -4.6% | 2.1% |
| NEXA | 87.4 | 82.5 | 82.7 | 0.2 | 0.3% | -4.7 | -5.4% | 3.9% |
| Glencore | 205.8 | 179.9 | 197.4 | 17.5 | 9.7% | -8.4 | -4.1% | -6.8% |
| MMG | 59.2 | 50.3 | 46.4 | -3.9 | -7.7% | -12.8 | -21.6% | 11.7% |
| BHP | 35.7 | 15.8 | 19.4 | 3.5 | 22.3% | -16.3 | -45.7% | -45.3% |
| Vedanta | 267.6 | 247.4 | 248.8 | 1.4 | 0.6% | -18.8 | -7.0% | -9.0% |
| Teck | 250.0 | 195.0 | 210.3 | 15.3 | 7.8% | -39.7 | -15.9% | -15.7% |

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。

对于海外铅锌矿产量的回升，我们发现主要原因包括：

①去年的低基数效应带来了三季度最主要的单矿增量；②矿石品位回升是三季度海外头部企业铅锌矿产量回升的主要原因，其中部分矿山由于开采顺序原因进入高品位矿区；③研磨率、吞吐量、通风系统等设备效率的提升；④部分项目投产带来的增量。

1) 去年低基数效应：①Newmont 提供了三季度海外铅锌矿同比最大的增量，去年 6 月 Penasquito 矿因持续罢工被迫关停，三季度无任何产出，因低基数效应，该矿贡献了今年三季度铅锌矿最主要的增量。

2) 矿石品位提高：①Teck 旗下的 Red dog 三季度铅锌产量增长明显，锌精矿产量同比增长 14%，铅精矿产量同比增长 38%，主要是由于品位上升。②Boliden Area 的铅锌精矿产量环比和同比均实现增加，主要是来自于其矿石品位的提升，锌品位从原预期的 3% 上升至 3.3%，明年或将维持在 3.3% 的水平。③Zinc india 的金属品位整体提升，导致产

量明显增加。④NEXA 旗下的 El Porvenir 由于开采矿石量增加和平均品位提高，以及另一个旗下项目 Atacocha 开采推进到达高品位矿区，预计 4Q24 的锌、铅和银的产量均将有所增加。⑤Uchucchacua 锌品位超预期带来增产。⑥Pan American Silver 三季度锌和铅的产量少量增加，主要是由于 La Colorada 进入了高品位矿区，以及通风条件的改善。

3) **设备效率上升**：①Boliden 旗下的 Garpenberg 强劲的研磨效率使得其全年产量预期高于此前预期水平。②Red Dog 的增产同样受到工厂吞吐量和回收率提高的影响。③此外，Zinc india 同样受到矿石处理水平提高的拉动。④NEXA 旗下的 Aripuanã提高了矿石利用率、冶炼回收率和精矿的质量，已经过渡为持续运营状态，且四季度其矿石利用率和吞吐量预期有进一步提升。

4) **项目投产**：①Glencore 旗下的 Kazzinc 的铅锌产量同比和环比均实现大幅上升，主要是 Zhairem 大幅增产所致。②Buenaventura 三季度银、铅和锌产量均有所增加，主要是由于 Uchucchacua 和 Yumpag 启动投产。③Group Mexico 旗下的 Buenavista 启动同样导致三季度锌精矿产量明显增加。

图表 8：海外头部矿企 3Q24 铅精矿产量变化情况

| 单位：千金属吨 | 3Q23 | 2Q24 | 3Q24 | 环比变化 | 环比增速 | 同比变化 | 同比增速 | 1-3Q 累计同比 |
|---------------------|-------|-------|------|------|--------|------|--------|-----------|
| Newmont | 0.0 | 20.0 | 19.0 | -1.0 | -5.0% | 19.0 | / | 4.7% |
| Teck | 21.4 | 28.9 | 29.5 | 0.6 | 2.1% | 8.1 | 37.9% | 23.2% |
| Buenaventura | 0.6 | 4.1 | 4.8 | 0.7 | 17.5% | 4.2 | 706.7% | 387.7% |
| BOLIDEN | 9.8 | 10.1 | 12.4 | 2.3 | 22.5% | 2.7 | 27.4% | -4.8% |
| Peñoles | 22.1 | 23.5 | 23.5 | 0.0 | 0.2% | 1.4 | 6.5% | 10.0% |
| Vedanta | 50.4 | 52.6 | 51.2 | -1.4 | -2.7% | 0.8 | 1.6% | 1.0% |
| Glencore | 41.0 | 36.6 | 41.8 | 5.2 | 14.2% | 0.8 | 2.0% | -5.0% |
| NEXA | 16.5 | 16.7 | 17.0 | 0.3 | 1.7% | 0.5 | 3.3% | 9.1% |
| Pan American Silver | 4.9 | 4.9 | 5.2 | 0.3 | 6.1% | 0.3 | 6.1% | 0.7% |
| BHP | 0.1 | 0.1 | 0.0 | -0.1 | -84.6% | -0.1 | -80.0% | -63.0% |
| Gold Resource | 1.1 | 0.6 | 0.6 | 0.0 | -6.5% | -0.5 | -44.8% | -49.8% |
| Sierra Metals | 1.9 | 1.4 | 1.2 | -0.2 | -16.7% | -0.7 | -37.8% | -19.9% |
| Volcan | 16.9 | 12.5 | 15.1 | 2.6 | 20.8% | -1.8 | -10.7% | -14.5% |
| Lundin Mining | 10.09 | 10.35 | 7.54 | -2.8 | -27.1% | -2.6 | -25.3% | 12.0% |
| MMG | 11.2 | 10.4 | 8.6 | -1.8 | -17.4% | -2.6 | -23.0% | -9.0% |
| South 32 | 28.5 | 28.8 | 19.3 | -9.5 | -33.0% | -9.2 | -32.3% | -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。

三季度部分海外铅锌矿产量降低的主要原因包括：

- 1) 矿石品位下降：**①三季度 Antanima 的锌产量继续因品位下降而下降，贡献了今年截至目前最主要的减量。②NEXA 旗下的 Vazante 和 El Porvenir 的锌品位较低，导致产量下降。③Glencore 下属 North America 地区的锌产量同比下降 15%，主要是品位下降所致。④Ludion Mining 旗下的 Zinkgruvan 金属产量受运营中断和矿石品位下降等因素影响。⑤Sierra Metals 锌和铅的品位和回收率略有下降。
- 2) 计划内检修：**①MMG 旗下两个项目均开展了计划内检修：Dugald River 原预计在 8 月的检修顺利开展，导致铅锌精矿产量同比去年有所下降，但在进行设备更换后，9 月 Dugald River 的产量重返正轨；Rosebery 三季度锌精矿产量同比下降 2%，主要是 9 月份的计划内检修维护，以及开采顺序导致的锌品位下降约 1% 所致，公司称这些因素可能在 12 月得到改善。
- 3) 严重外部因素：**①Tara 三季度仍未出矿，单三季度结束后矿石产量或逐渐增加，预计 2025 年锌品位能达到 5.5%。②Nexa 三季度锌精矿产量同比明显下降，主要是 Morro Agudo 于 2024 年 4 月 30 日因股权转让而停止运营。③New Century 的锌矿在四季度发生区域性火灾，导致地面管道等基础设施大量受损，更换完管道后，预计在 11 月中旬恢复生产。④Penoles 铅产量下降，主要是由于冶炼厂高炉发生了各种故障，叠加外购原材料品味的富含量较低。
- 4) 开采难题：**①South 32 旗下的 Cannington 的推进工作不容乐观，三季度铅锌产量明显下降，公司给出的原因是需要额外的地面修复和脱水来深入采厂，随之带来的结果是高品位采矿场的加工将推迟到今年 12 月，金属的平均品位也有所下降。

图表 9：部分 3Q24 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

图表 10：部分 3Q24 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

炼厂方面，海外炼厂三季度铅锌锭产量增减互现，总体产量环比小幅录减，但同比去年有明显上升。今年三季度同样受到内外矿紧张格局影响，整体运营不仅没有太多改善，还存在意外事件扰动。

①Boliden 旗下 Bergsöe 的维修已经停止，且设备效率小幅提升带来铅锭产量的增加，但产量依然低于 3Q23；Kokkola 的锌锭产量增加同样得益于出色的整体设备效率；Odda 的年度检修影响生产，其扩建项目计划于 1Q25 末提速，其锌锭产能或在 1Q25 恢复到 20 万吨。②Nordenham 的 CEZ 业务在去年 4 月起启动整合，今年 2 月重启，导致锌产量有所增加；但 Nordenham 铅工厂暂时关闭，而 Mount Isa 到 Northfleet 的供应延迟以及 Portovesme 的铅产线正在维护中。③NEXA 三季度产量同比小幅增加，主要是 Cajamarquilla 产量增加，但基本被 Juiz de Fora 冶炼厂因定期维护而减产抵消。④Peñoles 精炼锌产量同比增加，是由于去年同期进行了年度检修，基数偏低所致。

意外事件方面，Teck 旗下的 Trail operations 锌冶炼厂三季度精炼锌产量明显下降，主要是因在铁路劳资纠纷期间管理酸库存，以及 9 月底电解厂发生局部火灾。三季度精炼铅产量为 1.82 吨，环比增加 1.27 万吨，原因是 KIVCET 锅炉在更换后运行良好，运行时间和吞吐量均创下新高。值得注意的是，Teck 提到三季度全球锌精矿短缺，持续的经营亏损以及电解锌厂的火灾导致其在 Trail operations 上记录了 11 亿美元的税前减值支出，不能忽视意外事件对炼厂现金流的冲击。

产量指引方面，三季度有不少矿企修正了4Q24和2024年全年产量指引，指引增减互现，与先前指引变化不大。

增量方面，①NEXA旗下矿山增减互现，Cerro Lindo因品位较低，四季度产量可能环比低于三季度；Aripuanã在4Q24的锌产量环比三季度将有所改善，主要是矿石利用率、吞吐量和回收率预期增加；El Porvenir由于开采矿石量增加和平均品位提高，预计4Q24的锌、铅、银产量均将有所增加，此外Atacocha的4Q24锌产量环比基本维持不变。由于开采推进后到达品位较高地区，铅和银的产量将有所增加。②Buenaventura方面，由于锌品位超预期，Uchucchacua矿山连带公司整体的2024年度产量指引均有上修；而此前提到的El Brocal年内确定不再产出，但其矿石库存已经在三季度完成加工。

图表 11：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 | 3Q24/最新指引 | 3Q24/最新指引 | 同比增速 F |
|-------------------------|--------------|--------------|----------------------------|----------------------------|---------------|
| Nexa | 296.4 | 333 | 323~381 | 323~381→321~380 | 5.3% |
| Cerro Lindo | 84.4 | 78 | 73~86 | 73~86→84~99 | 17.3% |
| El Porvenir | 51.5 | 56 | 51~57 | 51~57→50~58 | -3.6% |
| Atacocha | 9.5 | 8.2 | 8~9 | 8~9→9~11 | 22.0% |
| Vazante | 131.5 | 146 | 130~148 | 130~148→140~163 | 3.8% |
| Morro Agudo | 18.6 | 23 | 18~23 | 18~23→7~7 | -69.6% |
| Aripuanã | 0.7 | 22 | 42~57 | 42~57→31~42 | 65.9% |
| Ludín Mining | 158.9 | 185.2 | 195~215 | 195~215→190~199 | 545.0% |
| Neves-Corvo | 82.4 | 108.8 | 120~130 | 120~130→111~116 | 4.3% |
| Zinkgruvan | 76.5 | 76.3 | 75~85 | 75~85→79~83 | 6.2% |
| Teck | 650.5 | 644 | 565~630 | 565~630 | -7.2% |
| Antamina | 97.4 | 104.2 | 45~60 | 45~60 | -49.6% |
| Red Dog | 553.1 | 539.8 | 520~570* | 520~570* | 1.0% |
| MMG | 224.6 | 203.5 | 225~250 | 225~250→210~235 | 9.3% |
| Dugald River | 173.4 | 151.8 | 175~190 | 175~190→160~175 | 10.3% |
| Rosebery | 51.2 | 51.6 | 50~60 | 50~60 | 6.6% |
| Buenaventura | 36.2 | 25.0 | 24.1~24.9→24.3~26.8 | 24.3~26.8→26.3~29.8 | 12.2% |
| El Brocal | 22.6 | 17.2 | 3.1~3.5→1.9~2.0 | 1.9~2.0 | -88.6% |
| Uchucchacua | 0.0 | 2.8 | 17~19 | 17~19→19~22 | 642.8% |
| Tambomayo | 13.5 | 5.1 | 4~4.4→5.4~5.8 | 5.4~5.8 | 10.0% |
| Gelincore | 939 | 919 | 900~950 | 900~950 | 0.7% |
| BHP | 122.9 | 125 | 85~105 | 85~105 | -24.0% |
| South32 | 62.2 | 57.8 | 62→60.7 | 60.7 | 5.0% |
| Newmont Goldcorp | 377 | 230 | 245 | 245 | 6.5% |
| Hudbay | 55 | 35 | 27~35 | 27~35 | -11.4% |

资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

减量方面，①New Century 因大火影响，将全年产量指引下降至 7.9~8.8 万吨。②Ludín Mining 在半年报中提到，Neves-Corvo 的金属产量有望在下半年得到释放，实际三季度产量确实有增加。但因品位不及预期、矿山开采顺序和前期修复等原因，依然下调了 Neves-Corvo 的产量指引，而 Zinkgruvan 的产量指引略有增加。但值得注意的是，这两个项目的全年产量进度还处在 70% 左右。③MMG 全年产量指引有所下降，主要是计划外的维护所致，但公司认为后几个月锌产量将有望企稳。

部分矿企维持产量指引不变，①BHP 虽然受到 Antamina 品位下降的影响，今年锌精矿产量不及预期，但并未更改其产量指引。②South 32 的全年锌产量指引维持原状，主要是公司预期会在今年剩余时间内进入更高品位的采矿厂。但随着地下活动和复杂性的增加，后续 Cannington 的开采工作仍面临不确定性。

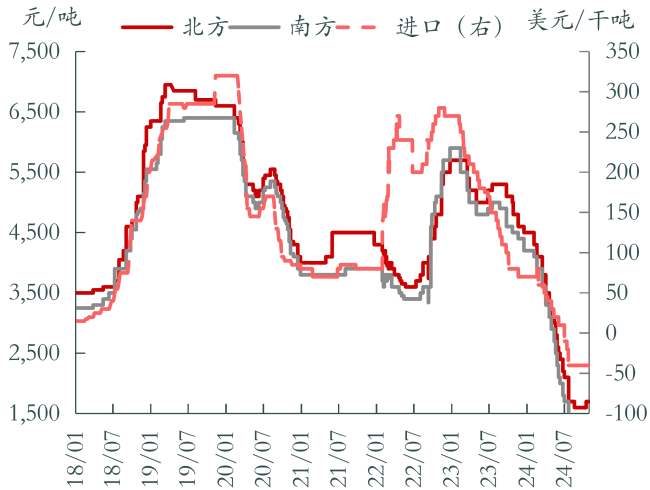
后续出矿和 TC 预期：海外矿企的产量指引并未发生较大变化，全年产量预期基本维持不变，但部分矿山产量进度还未达到 75%，年底可能存在冲量计划。年内矿山扰动频发，矿紧格局难改，冶炼利润维持低迷，复产预期或多落于明年。然而，因部分大型项目投产屡屡不及预期，冬季天气存在不确定影响，明年一季度出矿或也仅为边际改善。就国内而言，今年年底到明年一季度仍有新增冶炼项目投产，矿端的边际改善仍难以充分释放冶炼产能。

就 TC 而言，冶炼厂对出矿的感知力将明显领先于市场，后市 TC 的反弹大概率将领先于市场实际看到矿端产量的增加。节奏上，一季度季节性检修叠加春节放假，供需双弱下 TC 或出现比 4Q24 更加明显的反弹，但也需持续观察矿端实际出量情况。

3、投资建议

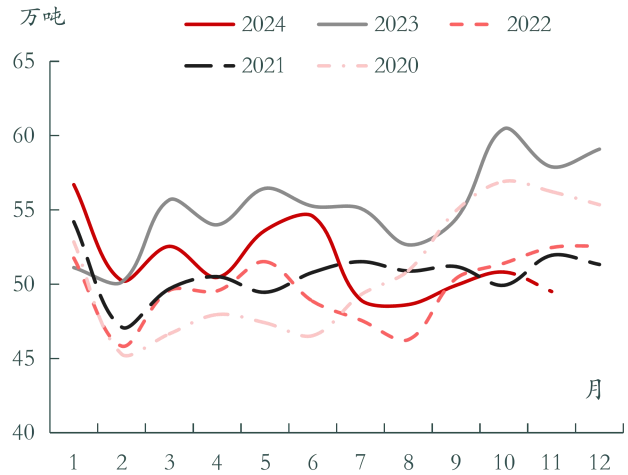
锌：虽然美元上行趋势还未转势，沪锌的短期企稳或也将继续面临波折，但预期交易后续或将逐渐淡化，基于锌基本面的结构性矛盾依旧强劲，且后续供应和库存依然存在潜在扰动可能，年内依然推荐以低多思路对待。展望明年，由于今年锌价主要计价供应端矛盾，需求侧的疲弱反而形成拖累，一旦明年供应端矛盾有缓解预期或是兑现，即映射为 TC 出现更为显性的拐点，则可能对锌价形成明显压制。策略方面，年内单边建议关注回调买入机会，关注 2.42~2.43 万支撑位是否有效，也可关注中期维度的逢高做空机会；套利方面，短期月差结构或逐渐被抚平，后续一方面需要关注进口流入，另一方面 1 月合约的空头头寸较为集中，近月合约驱动不明显；而建立在明年矿端渐进趋松的预期之下，也可适当关注远月反套机会；内外角度，短期建议关注内外反套的逢高止盈机会。

图表 12: 国产和进口锌精矿平均加工费



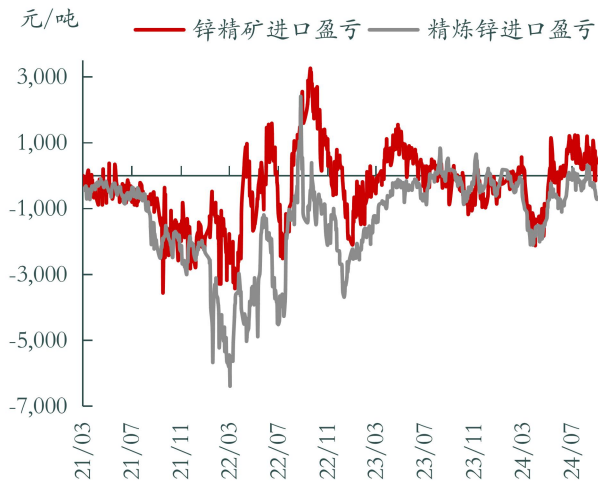
资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

图表 13: 国内精炼锌季节性产量



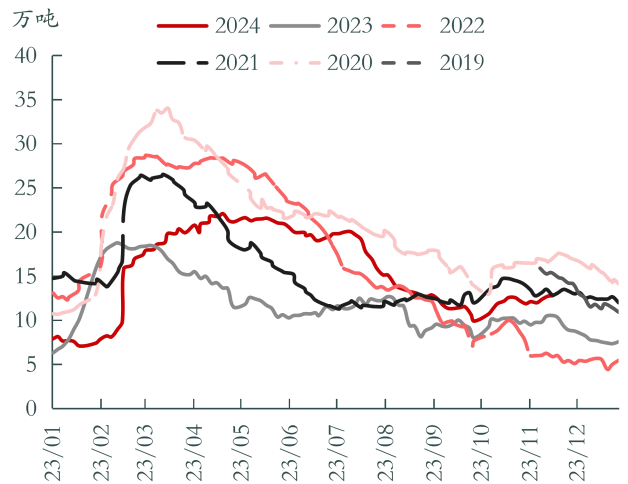
资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

图表 14: 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 15: 七地锌锭季节性社库



资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

铅：铅作为国内基本面定价的品种，并未受太多美元压制的影响。基本面来看，在经历两个月的产业链低开工和慢去库后，铅产业链的运行状态已有明显改善。年内来看，矿段矛盾依旧难以解决，后续原生将以消耗前期累积的原料库存为主，TC 短期反弹后上行无力，高银铅矿供应稀缺整体依然有价无市；再生方面，废电瓶消费淡季即将到来，料后市回收量减少，然以旧换新政策落地仍未完全兑现，替换需求的变化或是后市最主要的不确定因素。供应整体从低开工转为复产，产量增加的同时，也对增量有限的原料端形成更大的压力，废电瓶和铅矿的去库速度直接决定了矛盾发生的剧烈程度。

需求角度，低开工维持后，下游去库已初见成效，终端消费主要集中在汽车新电池领域，替换消费以季节性边际改善为主。目前来看，下游大厂开工的拉升预期依然较弱，甚至不排除在短期累库的限制下减产的可能性，但中小厂开工持续向好，下游能在一定程度上实现出货，需求整体仍持稳运行。

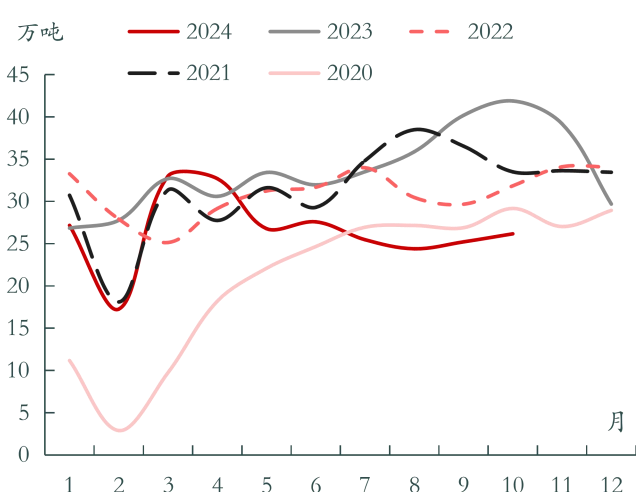
综上我们认为，沪铅短期或仍需要时间休整，但中期维度的供应矛盾依然难以解决，需求端的政策驱动仍然值得博弈，且 12 月存在一定补库预期，因而年内依然建议以偏多思路对待。策略方面，中期维度关注逢低买入机会，关注下方绝对价格支撑；套利角度，可适当关注月差正套和内外反套机会。

图表 16：国产和进口铅精矿平均加工费



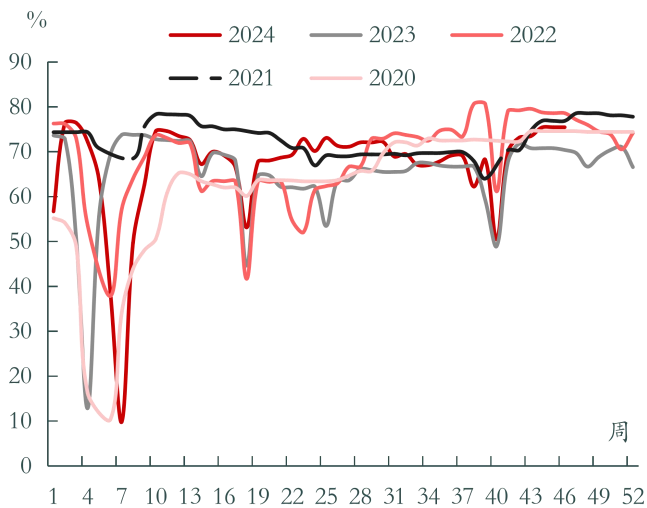
资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 17：国内再生精铅季节性产量

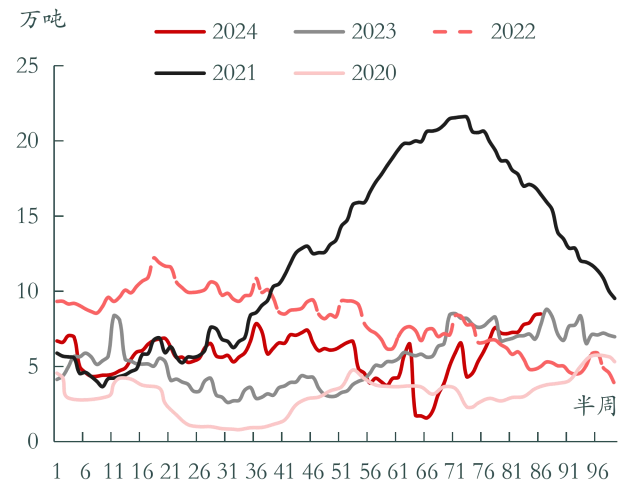


资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 18：铅蓄电池企业开工率



图表 19：五地铅锭季节性社库



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