

## 季度报告—铅

## 风物长宜放眼量，枯木或有逢春时

走势评级：

铅：看涨

报告日期：

2024 年 10 月 6 日

## ★供应端

**原料端：**四季度国内矿山增量有限，海内外或继续维持矿紧格局，进口矿流入环比减少，TC 或总体呈宽幅震荡走势。废料方面，前期废电瓶放货量逐次递减，政策刺激和季节性好转下，四季度报废力度有望出现明显改善，但利润改善下炼厂开工积极性已有所提升，原料端修复仍难以弥补炼厂需求缺口，废电瓶矛盾有卷土重来的可能性。

**冶炼端：**矿紧和废电瓶偏紧依然作为潜在矛盾等待发酵，但三季度炼厂原料和成品库存累库显著，短期内矿端紧缺或较难传导至锭端；12 月铅冶炼厂或启动季节性检修，叠加冬季备货预期和需求侧的预期提振，冶炼端矛盾可能会在四季度中后期发酵。

## ★需求端

内需的改善预期主要来自政策端。参考家电侧开展情况，预计以旧换新政策能明显提振消费力度，而新国标落地有望重启替换周期，两者共振叠加潜在的季节性修复，四季度需求侧有望出现相对明显的改善。外需方面，蓄电池出口或在比价修复下有所改善，但受制于反倾销调查的不确定性和部分地区投资额走弱，海外需求改善力度有限，同样需关注年底需求回升的可能性。

## ★投资建议

整体来看，铅的基本面将从第三季度的偏松转为四季度的趋紧，但产业链累库的消化进程、供应矛盾是否可能复发、以及进口窗口能否再次打开，最终依然锚定于需求侧的实际表现。

策略方面，单边角度，四季度前期驱动模糊，后期供需趋紧预期具在，建议在中期维度关注逢低买入机会；期限方面，年底基本面或相对偏强，四季度建议以跨月反套思路对待为宜；内外方面，进口窗口仍有重启预期，建议以内外反套思路对待。

## ★风险提示

宏观因素扰动，需求不及预期，报废量超预期。

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：Z0014605

Tel: 8621-63325888

Email: [weidong.sun@orientfutures.com](mailto:weidong.sun@orientfutures.com)

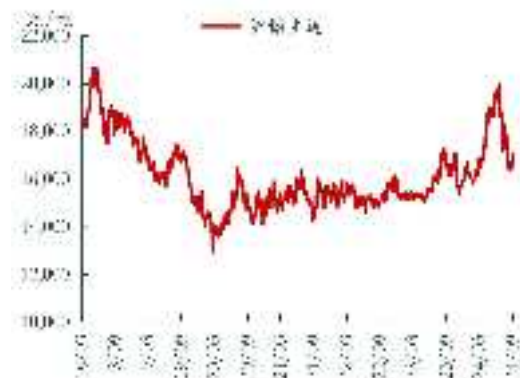
联系人：

魏林峻 有色金属分析师

从业资格号：F03111542

Email: [linjun.wei@orientfutures.com](mailto:linjun.wei@orientfutures.com)

## 上期所铅主力合约走势



《矿紧预期落地，减产空间无多》 2024/05/23

《原料紧缺支撑铅价，锚定需求兑现情况》2024/08/01

《矿紧边际加剧，修复预期有限》 2024/08/27

**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。**

## 目录

1、行情回顾.....	5
2、原生端.....	5
2.1、矿端：年内矿紧格局难改.....	5
2.2、矿冶平衡：TC 回归磨底，反弹空间有限.....	7
2.3、原生铅：累库下矿紧到锭端的传导需要时间.....	9
3、再生端：亏损减产的负向螺旋有望消退.....	11
4、需求端.....	14
4.1、内需：替换周期重启与以旧换新落地有望实现共振.....	14
4.2、外需：蓄电池出口改善相对有限.....	15
5、库存端.....	17
6、投资建议.....	18
7、风险提示.....	19

## 图表目录

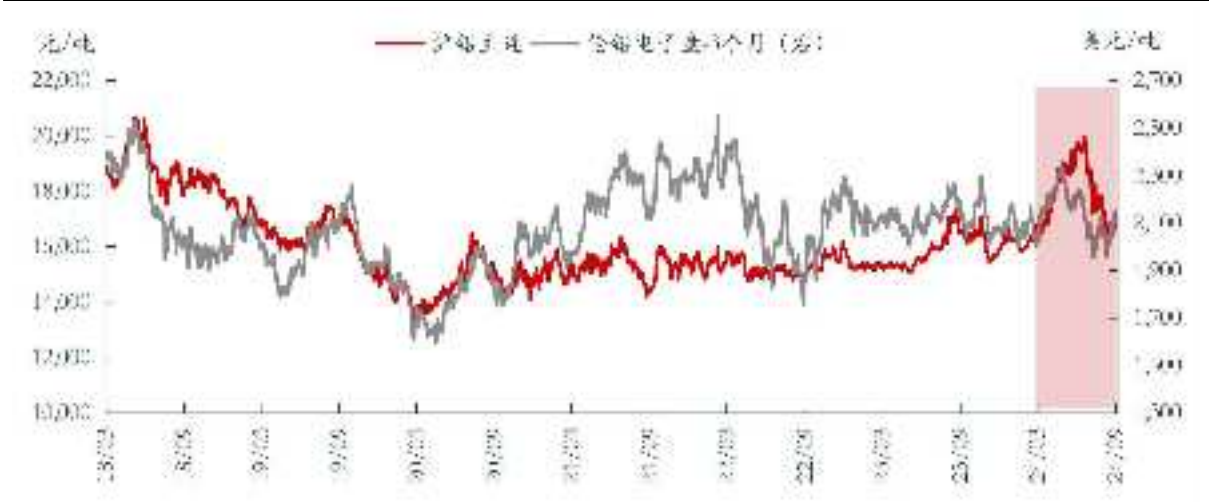
图表 1: 沪铅及伦铅价格走势回顾.....	5
图表 4: 海外主要矿企铅精矿产量.....	6
图表 5: 1H24 不同地区和口径铅精矿产量对比.....	6
图表 7: 2024 年海外铅矿产量预计变化情况 (单位: 万金属吨) .....	6
图表 4: 全球铅精矿月度产量.....	7
图表 5: SMM 中国铅精矿产量.....	7
图表 11: 国内和进口铅精矿加工费.....	8
图表 12: 考虑副产品的铅冶炼厂综合收益.....	8
图表 13: 铅精矿月度进口量.....	8
图表 14: 铅精矿进口盈亏.....	8
图表 15: 全国铅精矿港口库存.....	9
图表 16: 银精矿月度进口量.....	9
图表 12: 1H24 海外样本炼厂生产情况统计.....	9
图表 20: 2024 年海外原生铅产能增减.....	10
图表 21: 海外原生铅月度产量.....	10
图表 22: SMM 中国原生铅月度产量.....	10
图表 19: 2024 年国内原生铅产能增减.....	11
图表 23: 原生铅炼厂开工率.....	11
图表 24: 原生铅炼厂月度原料库存.....	11
图表 30: 国内再生精铅月度产量.....	12
图表 31: 各地再生铅周度开工率.....	12
图表 32: 废电瓶价格与沪铅形成共振.....	12
图表 33: 再生铅企业综合盈利情况.....	12
图表 34: 再生铅炼厂原料库存.....	13
图表 35: 再生铅炼厂成品库存.....	13
图表 36: 铅锭月度净出口量.....	13
图表 37: 铅精矿和铅锭进口盈亏.....	13
图表 40: 铅蓄电池月度开工率.....	14
图表 41: 铅蓄电池分地区周度开工率.....	14
图表 42: 铅蓄电池企业月度成品库存天数.....	14
图表 43: 铅蓄电池经销商月度成品库存天数.....	14
图表 44: 起动型铅蓄电池月度出口量.....	15
图表 45: 其他铅蓄电池月度出口量.....	15
图表 44: 海合会地区铅蓄电池出口下滑.....	16

图表 45: 东南亚地区铅蓄电池出口增加.....	16
图表 44: 印度地区铅蓄电池出口平稳.....	16
图表 45: 主要一出口增加.....	16
图表 56: LME 铅库存.....	17
图表 57: 国内五地铅锭库存.....	17
图表 58: SHFE 铅库存.....	18
图表 59: 原生铅主要交割品牌厂库.....	18
图表 60: 中国精炼铅年度供需平衡表.....	19

## 1、行情回顾

三季度沪铅整体呈下跌走势，8月初再生原料大量放货，废电瓶现货价格暴跌，带动铅价迅速下跌，虽然中期原生和再生炼厂均出现检修，但仅对铅价形成阶段性提振；8月下旬起，开学前的消费小高峰和需求旺季逐渐被证伪，回收商在跌价过程中陆续放货，铅价走势萎靡不振。外盘来看，伦铅走势整体跟随沪铅，但因前期涨幅较小，整体跟随宏观进行宽幅震荡。目前沪铅的跌幅已经基本覆盖前期涨势，展望四季度，废电瓶的问题是否可能卷土重来？需求的疲软能否在政策指引下得到改善？库存回升后挤仓隐忧是否就此消失？

图表 1：沪铅及伦铅价格走势回顾



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

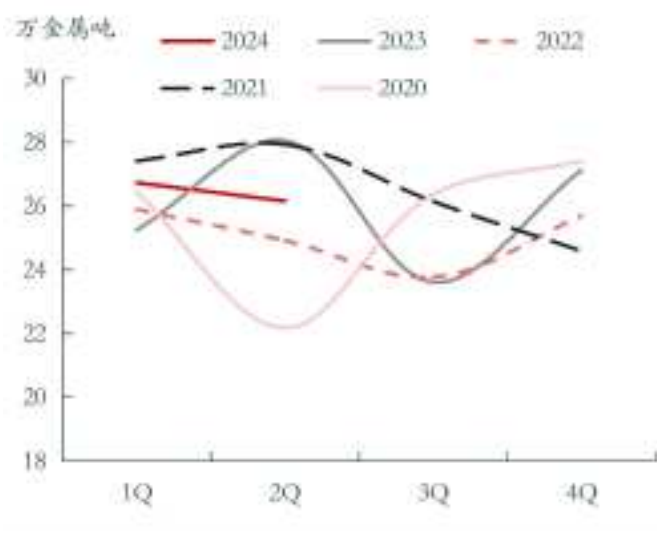
## 2、原生端

### 2.1、矿端：年内矿紧格局难改

今年上半年海外铅精矿产量低于预期。根据 ILZSG，2024 年 1~7 月，全球铅精矿累计产量为 254.8 万金属吨，同比减少 2 万金属吨 (YoY-0.8%)，整体产量不及预期。根据样本统计，海外头部样本矿企 2Q24 铅精矿产量为 26.2 万金属吨，同比 2Q23 减少 1.9 万金属吨 (YoY-6.8%)，环比 1Q24 减少 0.6 万金属吨 (YoY-2.2%)，整体产量进一步下滑，主要原因是矿石品位下降，极端天气影响和设备问题等。对比各统计口径，今年上半年中国提供了铅精矿最主要的产量增量，二季度海外样本头部矿企的减量变得更加明显。但同时，部分海外的投爬产项目也逐渐开始发力，后续需重点关注大矿的运行情况。

三季度以来，海外铅矿扰动明显变少。Peñoles 旗下的 Tizapa 矿山因无限期罢工而停产，预计年内影响铅精矿产出约 0.3 万金属吨；Ozernoye 于 9 月 4 日超预期复产，年内增量从 0.5 万金属吨提升到 1.5 万金属吨；因研磨机效率持续提升，Red Dog 的年内产出预期有所增加；McArthur 河矿在二季度实际停产的时间较短，且其实际铅精矿产量同比去年还有增加，因而其产量预期也得到了相应提升；其余变化量主要来自二季度产量的线性外推，但总体以产量增加为主，因而我们将年内海外大矿的产量变化从 7.8 万金属吨增加到 9.7 万金属吨。

图表 2：海外主要矿企铅精矿产量



资料来源：各公司公告，东证衍生品研究院

图表 3：1H24 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%
1H24	215.1	52.9	69.6	13.9
1H23	218.7	53.3	62.6	12.8
同比变化	-3.6	-0.4	7.1	1.2
同比增速	-1.6%	-0.8%	11.3%	9.0%

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 4：2024 年海外铅矿产量预计变化情况（单位：万金属吨）

矿山名称	国家	公司	状态	2024 年增量 F
Ozernoye	俄罗斯	Ozernaya Mining	9 月 4 日宣布重启	0.5→1.5
Tara	爱尔兰	Boliden	3Q24 复产	0.1→-0.6
Peñasquito	墨西哥	Newmont	3Q23 产量受罢工影响	2
Aripuanã	巴西	Nexa	增爬产	1
Vares	波斯尼亚	Adriatic Metals	今年 1 月启动产出	4
Bowdens Silver	澳大利亚	Silver Mines	获得开工许可	2
Red Dog	美国	Teck	效率提升产量增加	0.5→1.7
McArthur River	澳大利亚	Glencore	飓风原因停产	-0.4→0.1
Morro Agudo	巴西	Nexa	5 月起停产	-0.4
Tizapa	墨西哥	Peñoles	9 月起无限期罢工	0→-0.3
Aljustrel	葡萄牙	Almina	9 月起停产	-1.5
总计				7.8→9.7

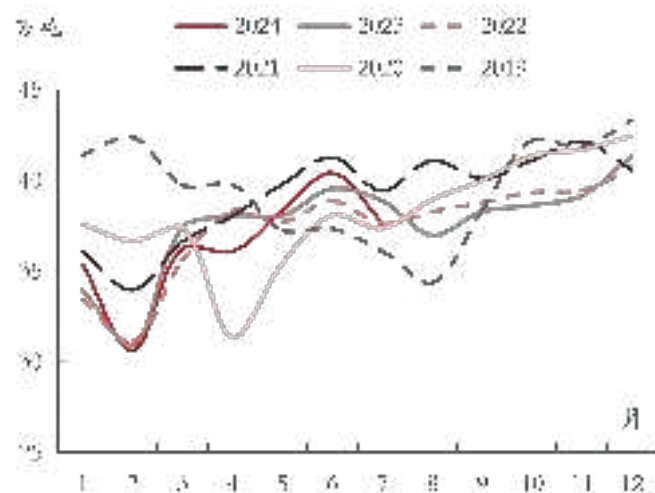
资料来源：各公司公告，东证衍生品研究院



往后看，二季度海外头部矿企基本没有改变其铅矿的产量指引。根据 S&P Global 的成本曲线，目前海外铅矿 90% C1 的盈利在 500 美元/吨以上；在较为充足的盈利驱动下，预计年内增量矿山项目应该能如期实现产量投放。四季度需继续关注俄罗斯 Ozeroye 矿和爱尔兰 Tara 矿的复产情况，以及 Penasquito、Aripuanã 和 Zairem 等项目的爬产情况。

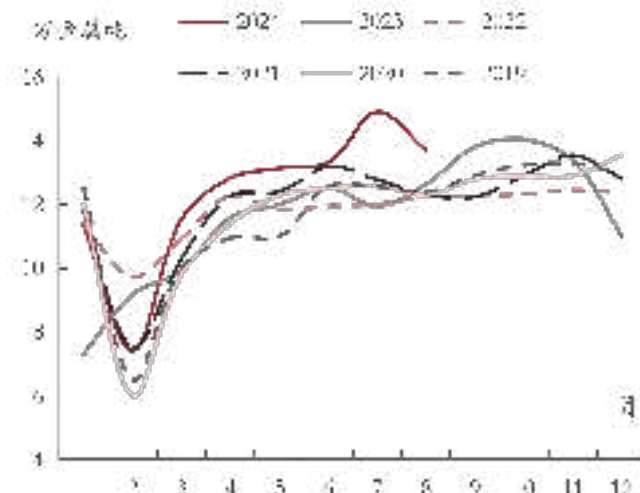
国内方面，今年 1~8 月，国内铅精矿累计产量为 98.2 万金属吨，同比增加 11.1 万金属吨（YoY+12.7%）。三季度我国铅精矿产量略超预期，主要是 7 月火烧云项目产能得到阶段性释放，但受生产计划、地域因素和设备更新等原因，项目出矿或不稳定，8 月国内铅精矿产量再次回落。四季度国内矿山的主要增量仍集中于新疆火烧云项目、贵州猪拱塘、江西银珠山和西藏鑫湖矿业等大矿项目的爬产，但考虑到西北部矿山冬季季节性减产特性，以及部分矿山出矿的不稳定性，我们维持专题报告中铅精矿的增量不变。

图表 5：全球铅精矿月度产量



资料来源：ILZSG，东证衍生品研究院

图表 6：SMM 中国铅精矿产量



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

## 2.2、矿冶平衡：TC 回归磨底，反弹空间有限

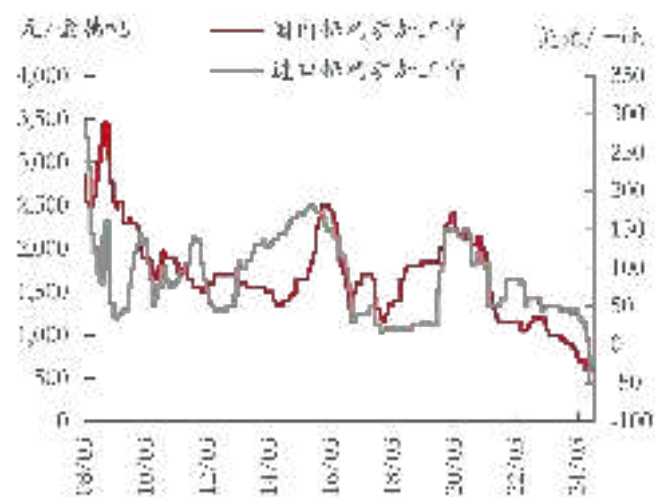
加工费方面，7 月国内铅精矿的产量改善并未带动 TC 好转，矿端的边际修复难以填补冶炼产能过剩的空缺，铅精矿国内和进口 TC 最低价分别达到 550 元/吨和 -50 美元/干吨。而随着铅精矿和精炼前进口窗口打开，8 月和 9 月铅元素持续流入，进口 TC 出现较为明显的反弹，目前国内和进口 TC 分别回升至 600 元/吨和 -15 美元/干吨。

TC 的反弹由多方面因素造成，但归根结底是阶段性的。首先，由于矿端进口超预期，8 月铅精矿进口量为 11.7 万吨，环比增加 2.2 万吨（YoY+22.8%），供应端压力得到边际缓解；其次，9 月部分原生炼厂计划检修，原料库存天数较高的炼厂调涨报价意愿较强；此外，9 月部分副产品金属跌价也导致炼厂报价有所下调。细分来看，铅精矿 TC 的报价差异较大，主要是受贵金属回收率和白银加贸需求影响，部分高富含产品 TC 虽未下

降但白银计价系数有所提高。银精矿方面，1~8月国内进口银精矿109.5万吨，同比增加4.3万吨（YoY+4.1%），炼厂对于高富含银矿的加工贸易需求依然较强。

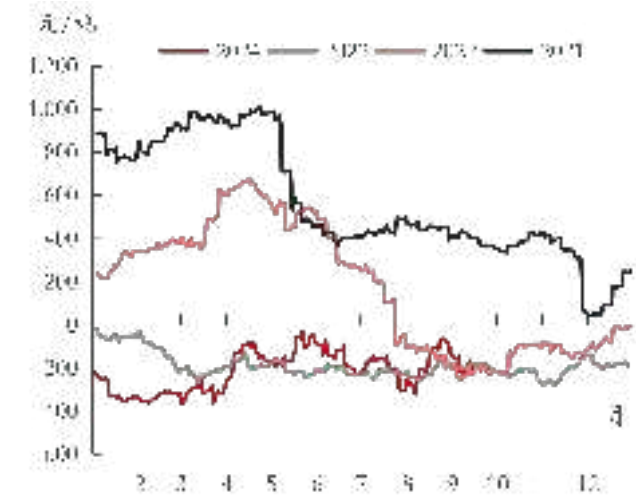
映射到港口库存，表现为库存持续走高，国庆假期累库或超预期。今年1~8月国内进口铅精矿72.1万吨，同比减少约3.4万吨（YoY-4.5%）。三季度铅精矿进口窗口持续打开，但7月和8月实际流入矿量不及往年季节性水平，9月进口窗口再次关闭，由于海外同样矿紧，预计10月铅精矿流入放缓。短期进口矿流入阶段性缓解供应压力，TC或在余量冲击和累库下进一步回升，但长期来看冶炼产能仍待释放，且四季度需求有改善预期，年内进口窗口有再次打开可能，四季度TC或总体呈震荡走势。

图表7：国内和进口铅精矿加工费



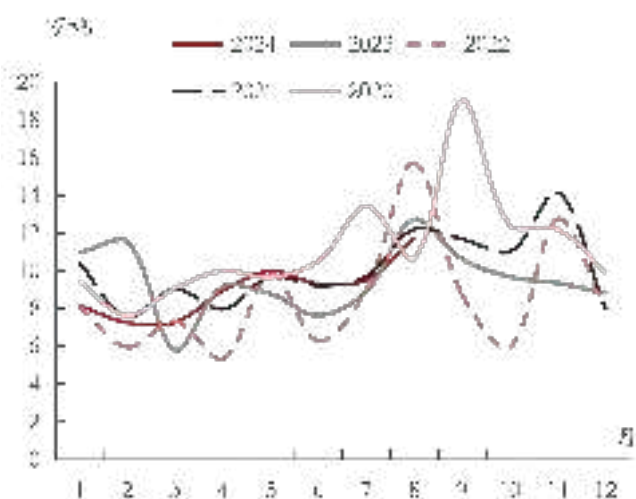
资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表8：考虑副产品的铅冶炼厂综合收益



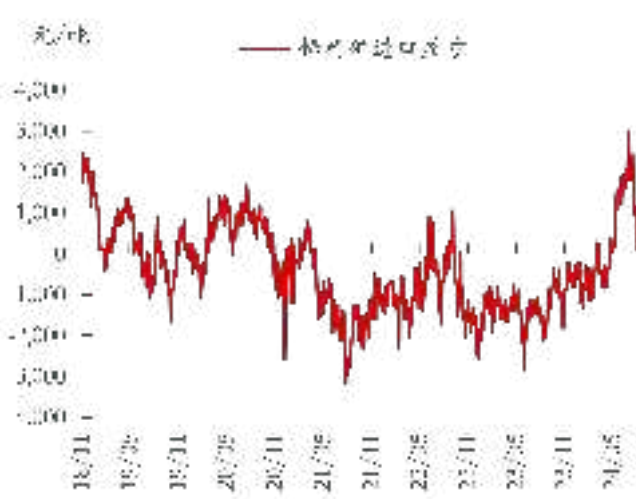
资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表9：铅精矿月度进口量



资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

图表10：铅精矿进口盈亏

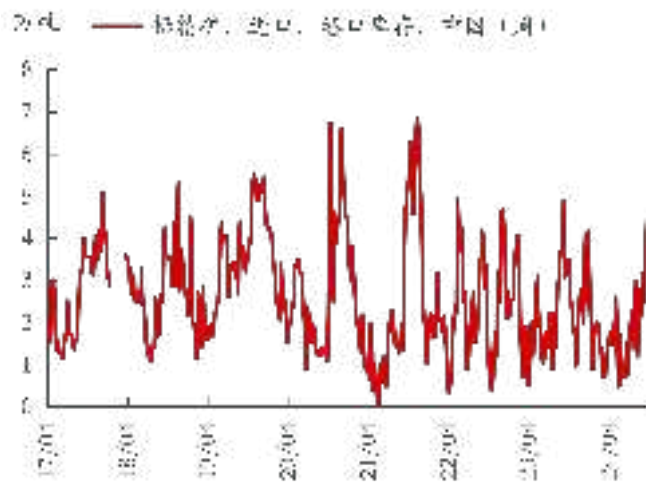


资料来源：SMM，东证衍生品研究院



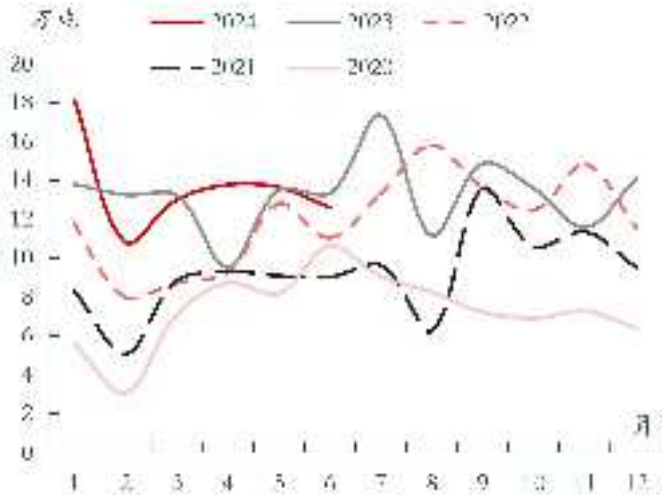
冶炼利润方面，由于TC探底，三季度冶炼厂生产利润持续下行，硫酸和白银提供的副产品利润对综合利润的贡献权重变得更大。三季度硫酸价格冲高回落，主要是供需趋紧预期所致；在9月价格回落和后续炼厂供应收缩预期下，四季度酸价或仍有上涨可能。三季度白银价格宽幅震荡，考虑到其宏观属性能够对冲地缘政治和金融风险，以及比黄金更大的价格弹性，四季度银价或有不错的表现。总体来看，四季度供应恢复紧平衡，冶炼利润或难以转正，但副产品利润依然有望形成支撑。

图表 11：全国铅精矿港口库存



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 12：银精矿月度进口量



资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

### 2.3、原生铅：累库下矿紧到锭端的传导需要时间

海外方面，今年1~7月海外精炼铅累计产量83.9万吨，同比增加3.4万吨(YoY+4.2%)，二季度至三季度初期海外精炼铅产量增幅收窄。细分来看，上半年海外大厂铅锭产量多有下降。其中，嘉能可主要是由于Nordenham和Portovesme项目产线的维护保养，Boliden旗下Bergsöe项目停产，Teck的Trail Operations项目因换炉而停产，公司称其将在二季度末之前恢复运行。检修较多叠加原料紧缺，二季度海外大厂铅锭产量整体不及预期，后续持续关注下半年投产项目进度。

图表 13：1H24 海外样本炼厂生产情况统计

单位：千吨	2023Q1	2023Q2	2024Q1	2024Q2	环比变化	同比变化	1H 同比变化	1H 同比增速
Glencore	89	81	70	77	7.4	-3.4	-22.6	-13%
Teck	16	16	17	6	-11.0	-10.7	-10.2	-32%
Boliden	21	20	20	12	-8.9	-8.4	-9.2	-22%
Peñoles	25	30	25	30	5.0	-0.2	0.3	1%
Vedanta	54	51	53	51	-2.0	0.0	-1.0	-1%

资料来源：各公司公告，东证衍生品研究院

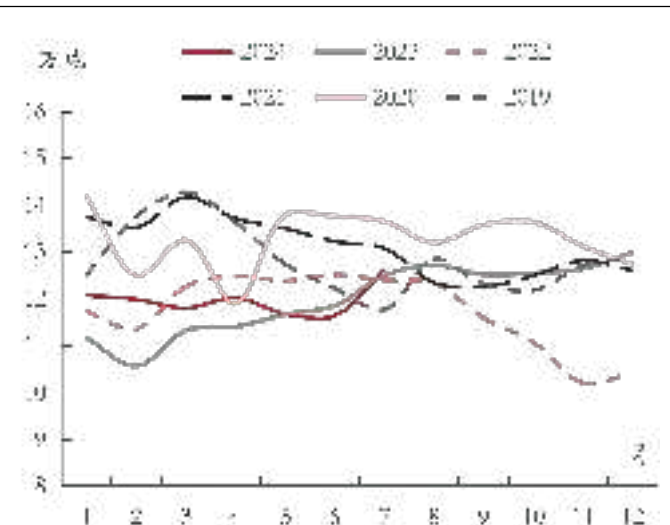
图表 14：2024 年海外原生铅产能增减

冶炼厂	企业	厂址	产量变化	备注
Stolberg	Nyrstar	德国	3	2023 年 4 月达满产
Trail Operations	Teck	加拿大	-1	锅炉检修更换
Pademo 和 Marcianise	Ecobat	意大利	4	两家再生铅 2022 年 10 月关闭, 闲置至 2023Q2, 目前已逐步开始废旧电池回收处置

资料来源：SMM，公开资料整理，东证衍生品研究院

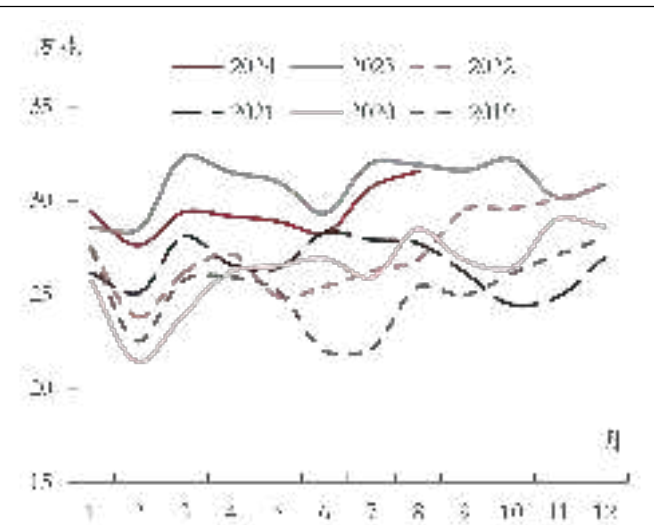
\*注：非完全统计

图表 15：海外原生铅月度产量



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 16：SMM 中国原生铅月度产量



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

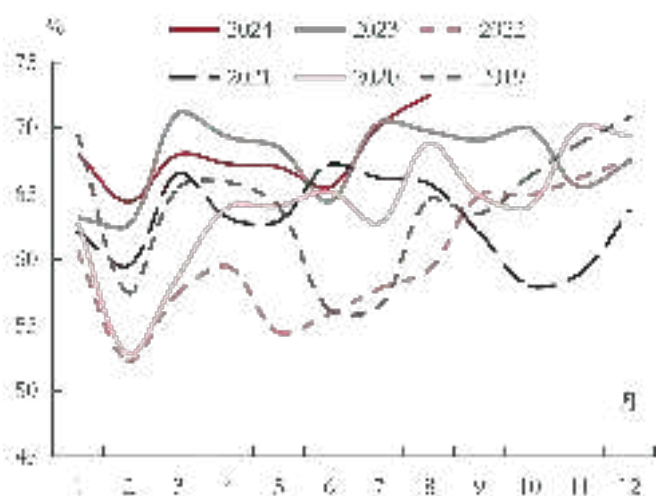
国内方面，根据 SMM，今年 1~8 月中国精炼铅累计产量为 234.9 万吨，同比减少 10.1 万吨（YoY-4.1%）。进口矿持续流入改善炼厂原料累库情况，叠加此前检修炼厂逐渐复产，7 月和 8 月原生铅炼厂开工率逐步上升。9 月矿端进口窗口关闭，铅价连带副产品价格震荡下行，原生炼厂检修兑现居多，原生铅产量或环比下降。四季度矿冶平衡可能是再次逐渐变紧的趋势，12 月原生铅炼厂或启动季节性检修，但考虑到三季度末炼厂原料和成品库存持续累库，短期矿端紧缺或较难传导至锭端，实际供应矛盾能否带来价格驱动，仍需锚定后续需求的恢复幅度。

图表 17：2024 年国内原生铅产能增减

企业	产能	投产时间	备注
河南灵宝新凌铝业股份有限公司	10	2024	23 年 10 月升级至 20 万吨，2024 年正式运行
个旧创源-云南源正再生资源回收公司	6	2024	4Q23 投产，2024 年放量
西部矿业-青海西豫有色金属有限公司	10	2024.8	计划 2024 年 8 月正式投料试生产
河南金利-济源市聚鑫资源综合利用有限公司	10	2024.11	项目建设中
总计			36

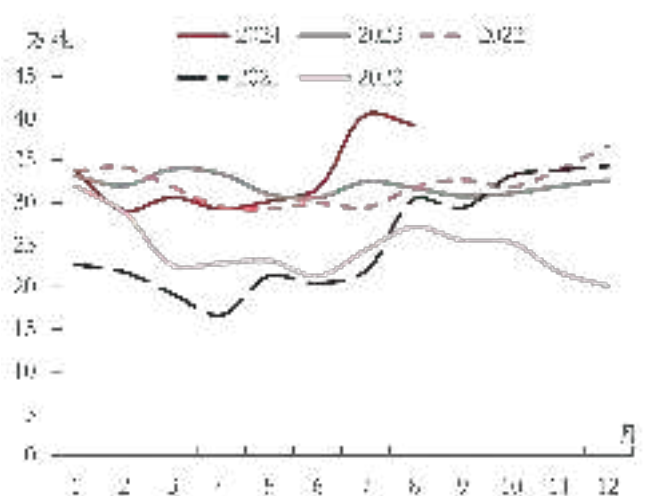
资料来源：SMM，公开资料整理，东证衍生品研究院

图表 18：原生铅炼厂开工率



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 19：原生铅炼厂月度原料库存



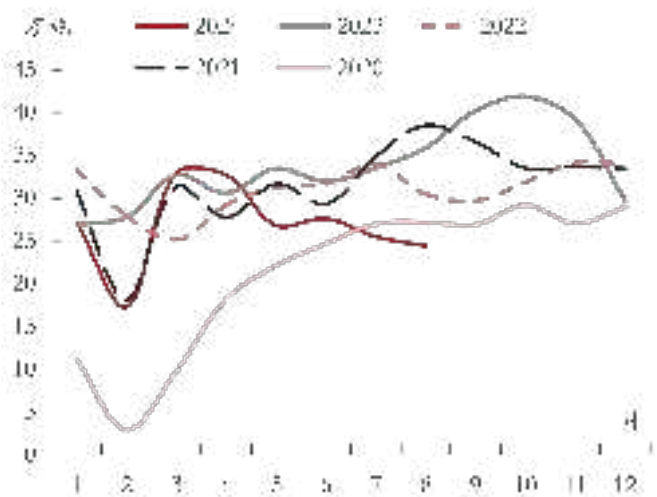
资料来源：SMM，东证衍生品研究院

### 3、再生端：亏损减产的负向螺旋有望消退

就实际产量来看，2024 年 1~8 月，我国再生铅累计产量 214.4 万吨，同比去年降低 38.3 万吨（YoY-15.2%），三季度再生铅产量降幅有所扩大。7 月市场上流通货源依然较少，废电瓶价格持续走高，但 8 月《公平竞争审查条例》执行临近，产业链成本增加预期令 7 月底回收商大量抛售废电瓶货源，再生炼厂的原料库存从低位快速上升，废电瓶市场从紧缺转变为过剩，引发价格大跌。随后再铅价持续下跌的过程中，回收商多轮次放货，但力度逐次递减。在此过程中，再生炼厂因铅价下跌和库存亏损而出现减停产现象，但更多炼厂的高价库存持续消耗，生产亏损也逐渐兑现，同时成品库存也因下游拿货力度较差而持续累积。9 月需求季节性改善较弱，上游产业链整体累库，但市场流通也在逐渐减少，废电瓶价格企稳回升，目前部分企业生产亏损且收货困难，仍以消化库存为主，平均原料库存再度回落至 10 天以下。就政策执行情况来看，各地反向开票执行力度不一，多数地区炼厂执行程度好于回收端，但可以看到无论是政府还是产业端稳步推进的决心。

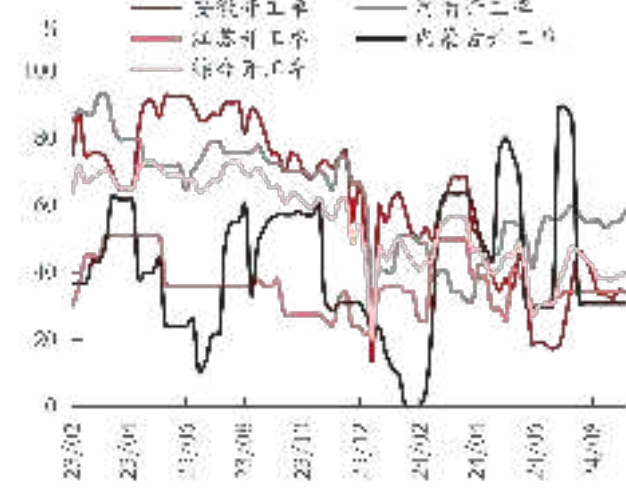
往后看，**原料供应角度**，各地的电瓶车以旧换新细则和11月新国标有望落地，加上季节性好转预期仍存，预计四季度报废力度将出现明显改善，但原料改善仍难以弥补炼厂需求缺口，预计原料还是会维持紧平衡格局；**原料价格角度**，废电瓶价格或企稳震荡，是否还会继续下跌取决于需求实际释放力度，但年底再生炼厂或有季节性备货预期，届时废电瓶价格可能小幅回升；**生产利润角度**，铅价下跌后多数再生炼厂的利润已得到明显改善，后续需求回升或将提振炼厂开工意愿，同时货源供应改善，从而有望打破亏损减产的负向螺旋。然而，考虑到废电瓶置换时长，以及需求改善的不确定性，废电瓶矛盾是否能够给予铅价充足的驱动依然需要持续观察。

图表 20：国内再生精铅月度产量



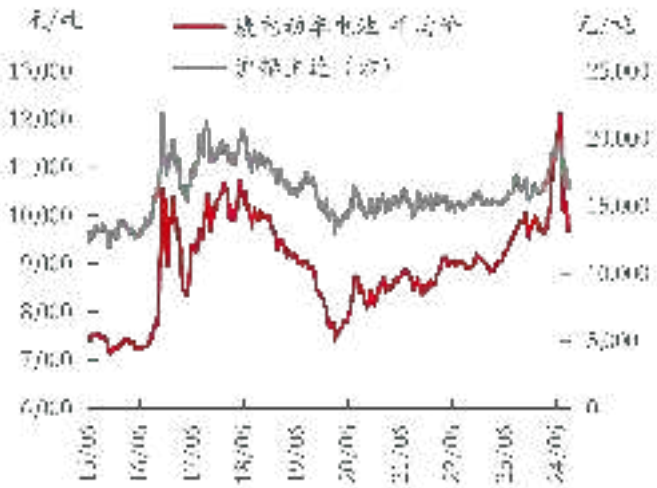
资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 21：各地再生铅周度开工率



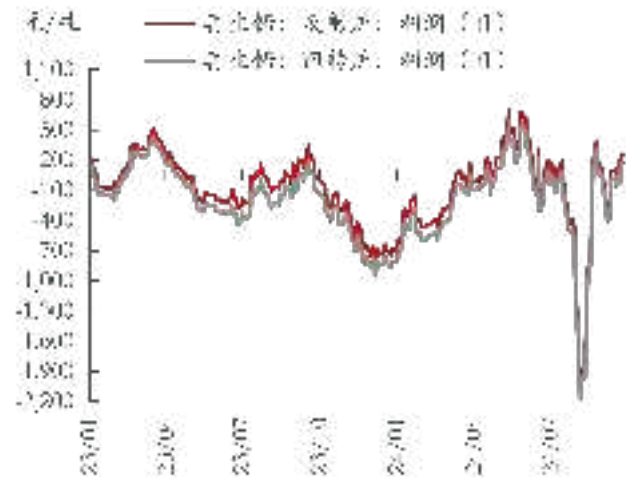
资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 22：废电瓶价格与沪铅形成共振



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

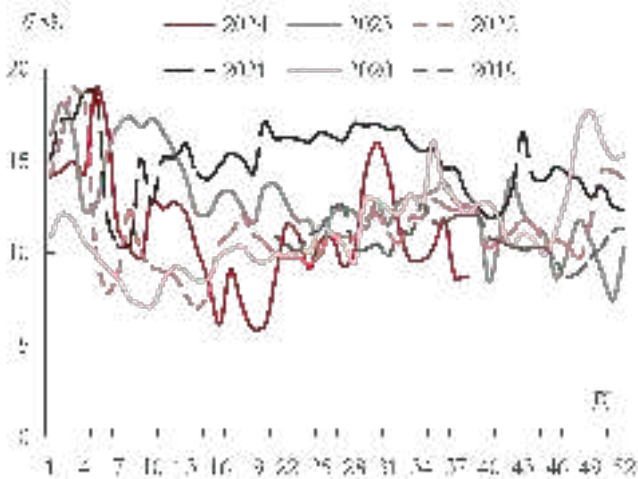
图表 23：再生铅企业综合盈利情况



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

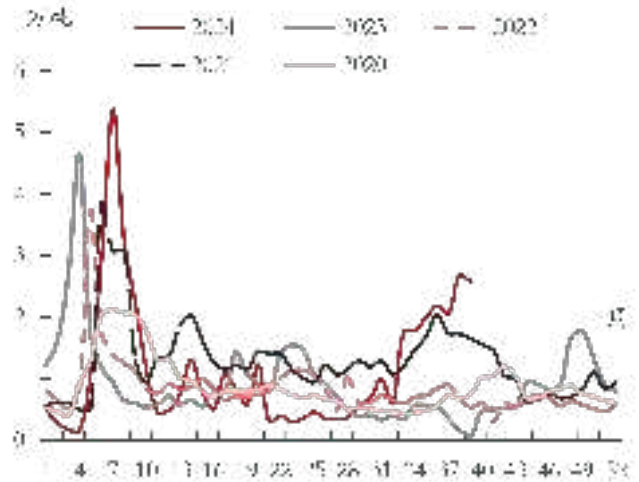


图表 24：再生铅炼厂原料库存



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

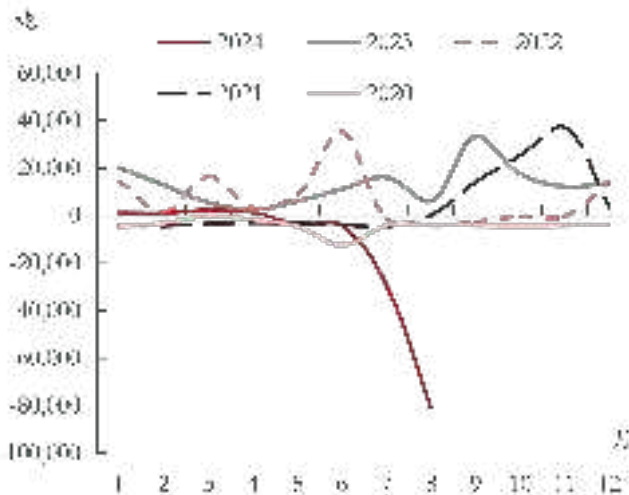
图表 25：再生铅炼厂成品库存



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

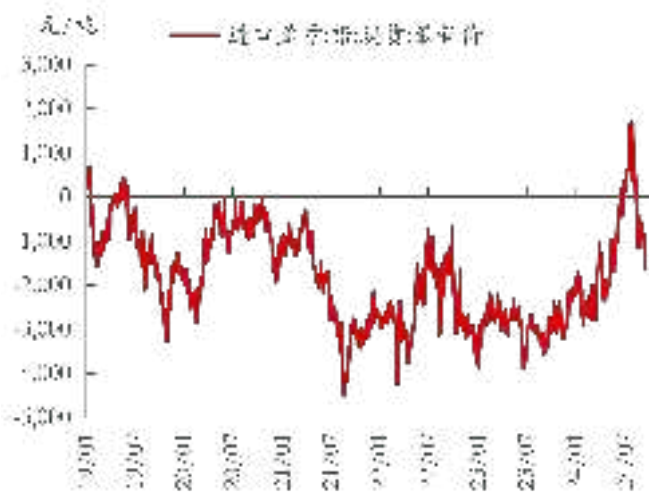
锭端进口来看，今年1~8月国内进口精炼铅11.2万吨，同比减少19.3万吨。前期沪伦比放大，矿锭进口窗口持续打开，最终落实到7月和8月进口铅大量流入。8月锭端窗口逐步关闭，9至10月铅锭进口或环比减少。由于原生和再生端目前累库明显，短期锭端进口窗口可能较难打开，关注年底炼厂季节性检修时比价的走强可能。

图表 26：铅锭月度净出口量



资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

图表 27：铅精矿和铅锭进口盈亏



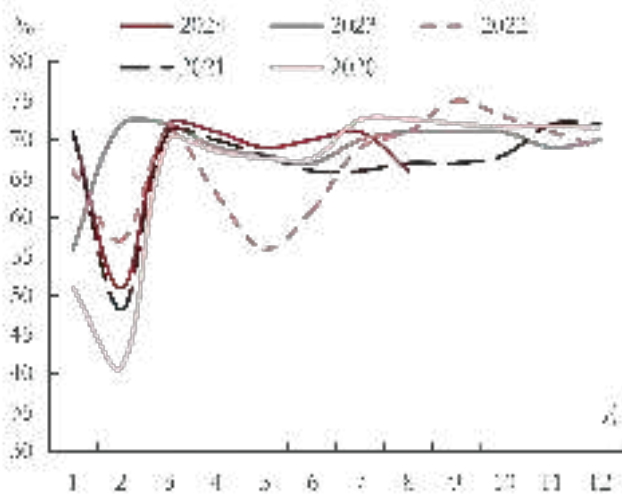
资料来源：SMM，海关总署，东证衍生品研究院

#### 4、需求端

##### 4.1、内需：替换周期重启与以旧换新落地有望实现共振

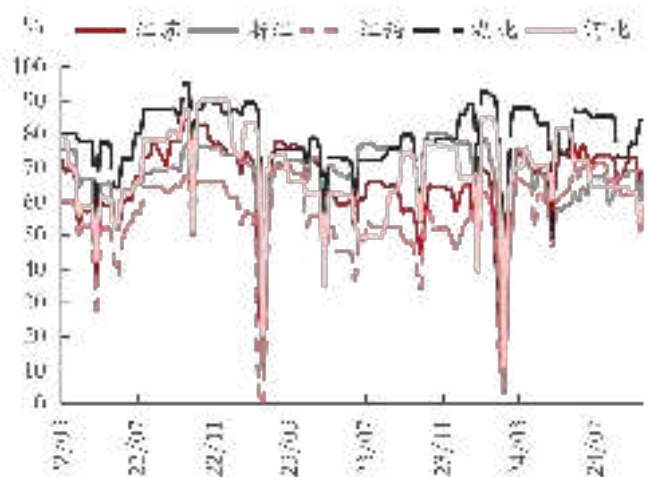
初端消费来看，三季度初期蓄企开工率维持在较高位置，但大小厂订单情况分化严重，大厂订单较好，而中小厂订单不佳。8月之后，旺季消费迟迟未兑现，经销商出货困难，大厂则以销定产，主动降低开工来应对持续累积的成品库存。根据 Mysteel，8~9月，样本大厂开工率从接近满产最低降至60%左右，现已回升至约70%，而中厂开工维持在半产左右。库存方面，9月下旬经销商售货些许改善，蓄企端则一直以成品去库为主，致使上游累库严重，国庆假期蓄企多计划放假，开工或基本见底。

图表 28：铅蓄电池月度开工率



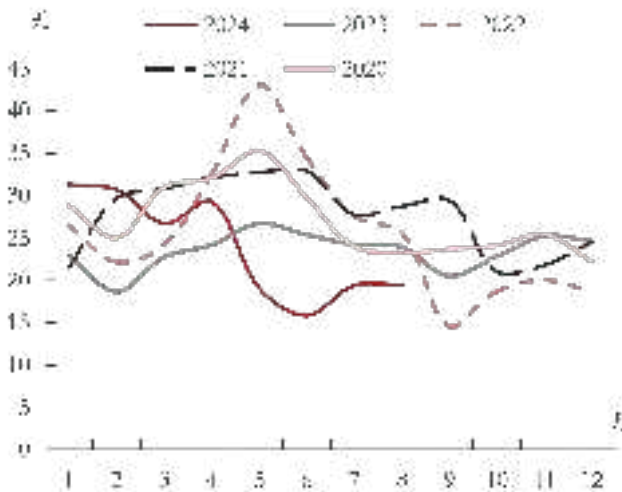
资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 29：铅蓄电池分地区周度开工率



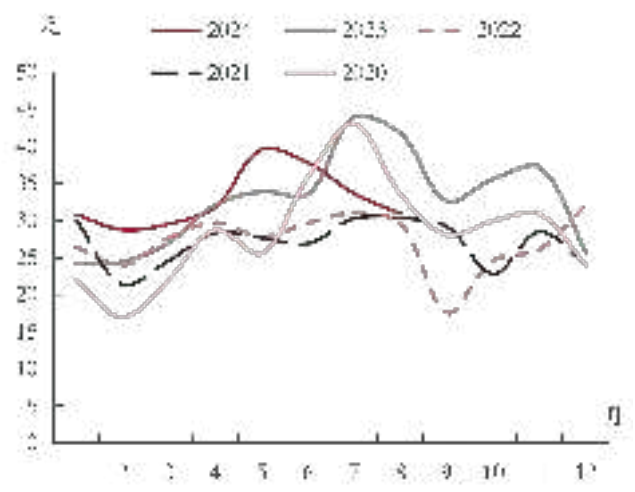
资料来源：公开资料整理，东证衍生品研究院

图表 30：铅蓄电池企业月度成品库存天数



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 31：铅蓄电池经销商月度成品库存天数



资料来源：SMM，东证衍生品研究院



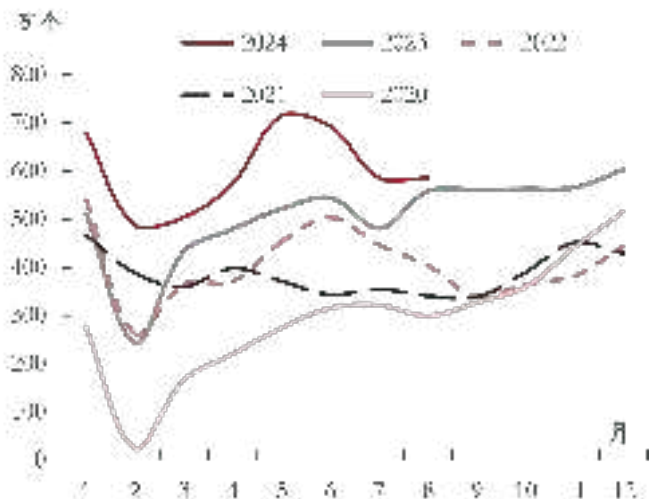
蓄企开工率的探底回升显示，9月需求端已经基本探至年内底部。四季度铅需求侧主要关注季节性改善程度以及政策刺激情况。就季节性来看，8月下旬开学消费小高峰并未出现，9月消费旺季证伪，且今年前期经济不景气致使部分铅蓄电池的替换需求改为了维修需求，后续季节性改善前景并不乐观，但基于节前国内宏观政策加码，可能起到大环境托底作用，铅需求更可能会呈现边际修复趋势。

政策端需关注以旧换新和新国标出台。四季度各地电瓶车以旧换新政策有望加速落地，补贴力度基本与家电类似，目前家电以旧换新开展顺利，9月中旬销售端高频数据已出现明显的改善，叠加政策资金可能也会在年内使用完毕，换新力度后续可期。其次，11月新国标即将落地，将整车重量限制从55kg放开至63kg。技术层面来看，单车电瓶铅含量可能会有所上升，但也耗损时限可能相应延长，对回收端来说，废电瓶的铅元素含量将上升但回收周期可能延长。需求拉动角度来看，根据市场调研，目前蓄企多以观望为主，新国标落地前可能以销售现有型号为主；但新国标落地后，替换周期有望重启，同时与以旧换新政策共振，需求侧或迎来相对明显的提振。若按3~4年的替换周期，现有约8000万辆的电瓶车保有量，以及单车约16吨的耗铅量估算，或能带动四季度约8万吨的铅需求量。对于其他终端需求来说，实际耗铅量基本符合我们专题报告中的预测。

## 4.2、外需：蓄电池出口改善相对有限

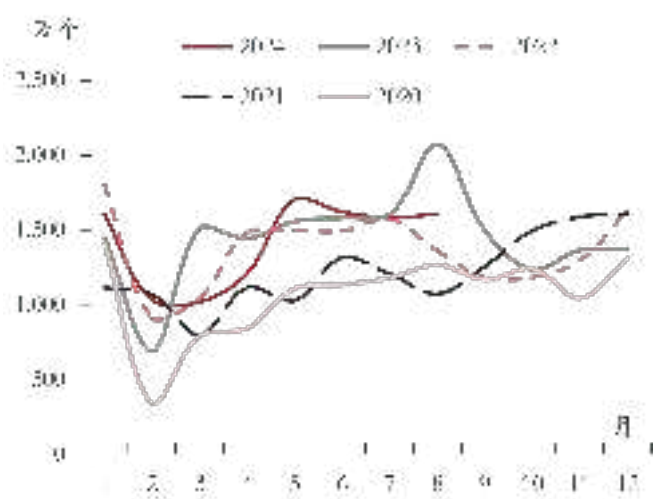
出口方面，今年1~8月我国铅蓄电池累计出口量为16190.5万个，累计同比增长3.2%。其中，起动型铅蓄电池累计出口量4825.2万个，累计同比增长27.8%，其他铅蓄电池累计出口量11365.3万个，累计同比减少4.6%，起动型铅蓄电池提供主要增量。三季度初期沪铅位于高位，内外比价走扩下，对蓄电池出口造成明显影响。

图表 32：起动型铅蓄电池月度出口量



资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

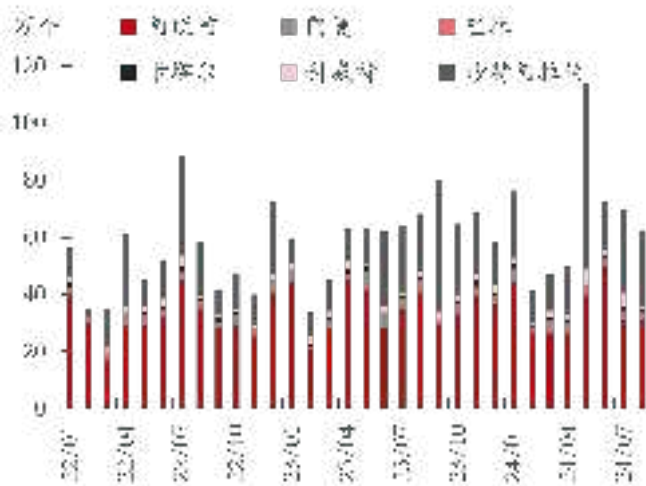
图表 33：其他铅蓄电池月度出口量



资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

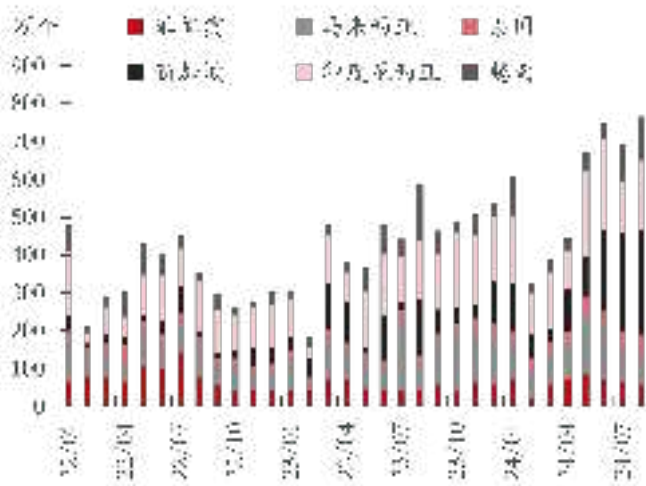
细分地区来看，印度作为最大的铅蓄电池出口地区，三季度前期出口量持稳运行。海合会开启反倾销调查，此前铅价受消息影响而出现明显波动。5月以来蓄电池出口数量持续下滑，但因启动调查后多需要一年以上关税才能落地，且海合会占中国出口比例本就较小（约3.3%），即便关税落地，对明年铅总体需求的影响也不足1%。一带一路国家是近年来出口的主要增量地区，三季度出口稳中有增，但主要增量地区从马来西亚和菲律宾替换成了新加坡和越南。

图表 34：海合会地区铅蓄电池出口下滑



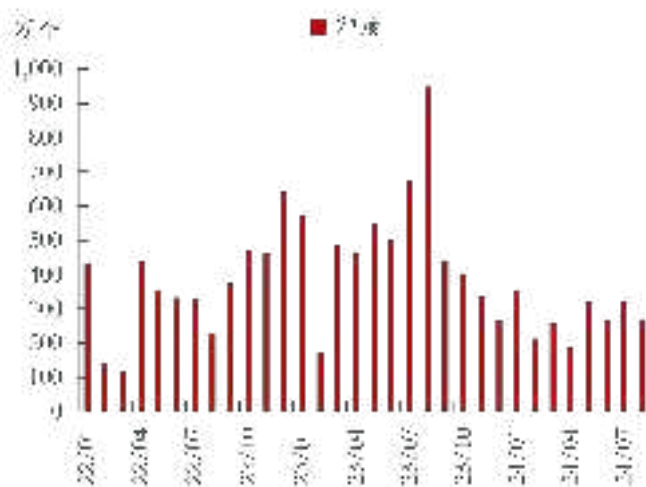
资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

图表 35：东南亚地区铅蓄电池出口增加



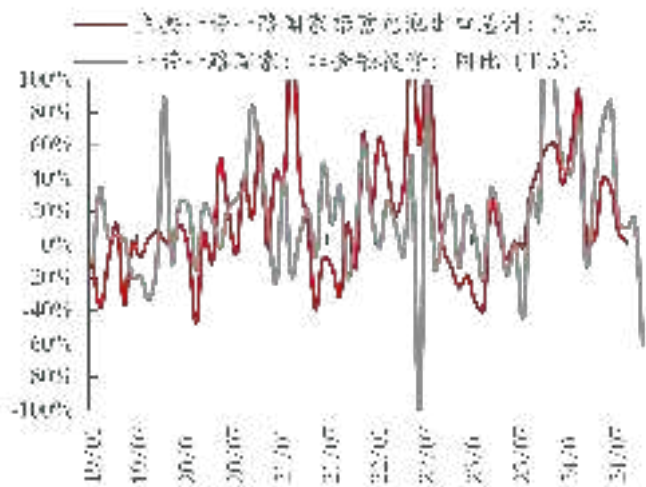
资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

图表 36：印度地区铅蓄电池出口平稳



资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

图表 37：主要一出口增加



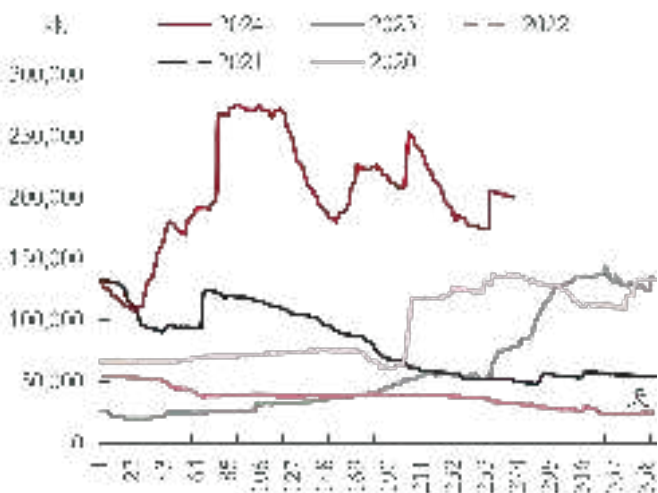
资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

往后看，一带一路国家的非金融投资前置于铅蓄电池出口量约3~6个月，由于8月同比投资额下滑较为显著，10~11月蓄电池出口需求或难有明显增量。但随着8月后比价恢复，前期未完全释放的出口需求后续有望逐渐兑现，年底海外有圣诞节备货预期，但不排除其他地区开启反倾销调查的可能性。总体来看，出口需求或许会在比价修复下有所改善，但受制于反倾销调查的不确定性和部分地区投资额走弱，海外需求改善的力度将比较有限，关注年底需求回升的可能性。

## 5、库存端

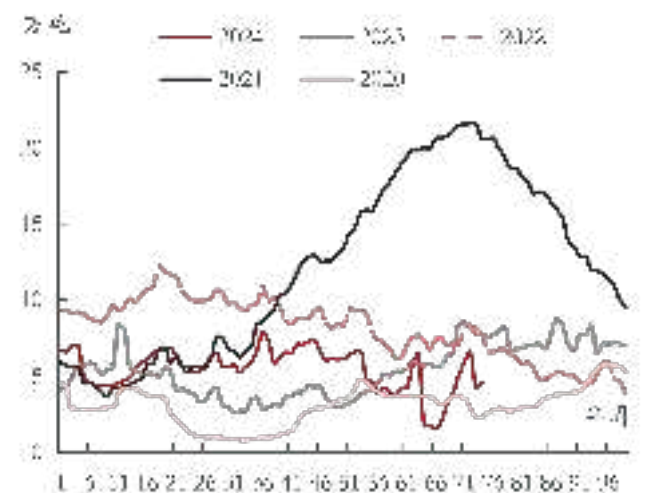
三季度LME库存出现多次交仓，主要集中在新加坡地区，后随着进口窗口打开，多数铅锭流入国内，目前LME库存回到20万吨以上的高位后持续去化。国内社库波动较大，前期头部企业提货令交割库存迅速走低至5000吨以下，原生铅主要交割品牌厂库同时期下降，引发市场担忧，随后进口货陆续到港，08合约平稳交割，库存逐渐回升，挤仓风险随之淡去。目前国内社库仍处于季节性低位，由于产业链下游放假居多，国庆节后存在累库风险。四季度来看，需求的正反馈需要一定时间，且三季度全产业链累库较为明显，库存的显性去化或出现在四季度的后半段。

图表 38: LME 铅库存



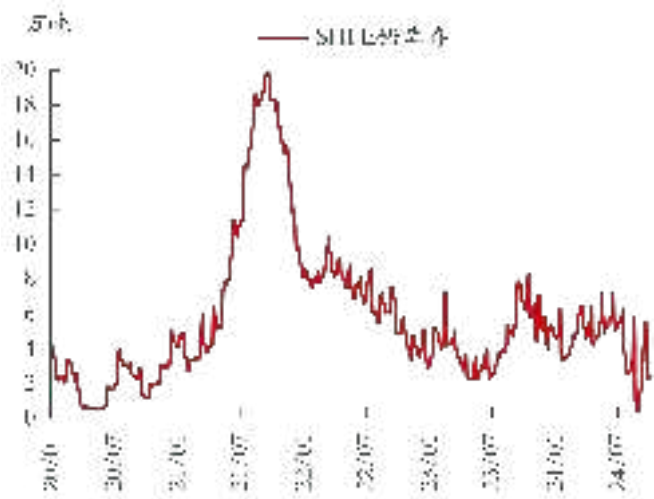
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 39: 国内五地铅锭库存



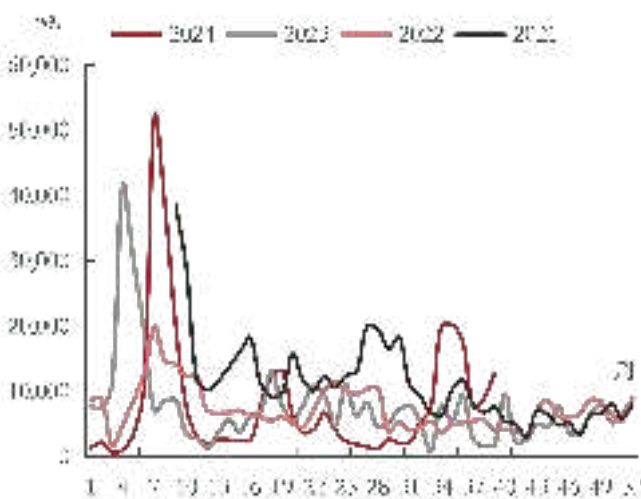
资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

图表 40: SHFE 铅库存



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 41: 原生铅主要交割品牌厂库



资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

## 6、投资建议

原料端，四季度国内矿山增量有限，海内外或继续维持矿紧格局，进口矿流入环比减少，TC 或总体呈宽幅震荡走势。废料方面，前期废电瓶放货量逐次递减，政策刺激和季节性好转下，四季度报废力度有望出现明显改善，但利润改善下炼厂开工积极性已有所提升，原料端修复仍难以弥补炼厂需求缺口，废电瓶矛盾有卷土重来的可能性。

冶炼端，矿紧和废电瓶偏紧依然作为潜在矛盾等待发酵，但考虑到三季度炼厂原料和成品库存累库显著，短期内矿端紧缺或较难传导至锭端；12 月铅冶炼厂或启动季节性检修，叠加冬季备货预期和需求侧的预期提振，冶炼端矛盾可能会在四季度中后期发酵。

需求端，内需的改善预期主要来自政策方面。参考家电侧开展情况，以旧换新预计能够提振消费力度，而 11 月新国标落地有望重启替换周期，两者共振叠加可能存在的季节性修复，四季度需求侧有望出现相对明显的改善。外需方面，蓄电池出口或在比价修复下有所改善，但受制于反倾销调查的不确定性和部分地区投资额走弱，海外需求改善的力度将比较有限，同样需要关注年底需求回升的可能性。

整体来看，铅的基本面将从第三季度的偏松转为四季度的趋紧，但最终产业链累库的消化、供应矛盾是否会复发、以及进口窗口能否再次打开，依然锚定于需求的实际表现。平衡表方面，再生矛盾仍有趋紧可能，且三季度再生铅实际产量不及预期，我们下调了年内再生铅产量；需求方面，我们以 3~4 年的替换周期估算了电动车以旧换新可能带来的需求增量，以及考虑到蓄电池出口后续不及预期的对冲，我们相应调整了需求侧的变化，整体来看，今年铅的供需会比二季度预测时更为偏紧。



策略方面，单边角度，四季度前期驱动模糊，后期供需趋紧预期具在，建议在中期维度关注逢低买入机会；期限方面，年底基本面或相对偏强，四季度建议以跨月反套思路对待为宜；内外方面，进口窗口仍有重启预期，建议以内外反套思路对待。

图表 42：中国精炼铅年度供需平衡表

单位：万吨	2024F	2023	2022	2021	2020	2019
原生产量	335	349	328	319	316	302
原生同比	-4.0%	6.5%	2.9%	0.9%	4.4%	0.9%
再生产量	357	406	373	379	313	231
再生同比	-12.0%	9.0%	-1.8%	21.2%	35.5%	-9.1%
总供应	692	755	700	698	629	533
供应同比	-8.3%	7.8%	0.4%	11.0%	17.9%	-3.7%
净出口量	-4	19	11	9	-2	-9
总需求	715	728	698	680	625	542
需求同比	-1.7%	4.3%	2.6%	8.8%	15.4%	-2.2%
供需平衡	-19.0	8.5	-9.2	8.6	5.5	0.5

资料来源：Mysteel，SMM，东证衍生品研究院

7、风险提示

宏观因素扰动，需求不及预期，报废量超预期。

### 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](http://www.orientfutures.com)

Email：[research@orientfutures.com](mailto:research@orientfutures.com)