

2021年10月11日 星期一

铅价估值偏低

有望低位反弹



联系人：黄蕾

电子邮箱：huang.lei@jyqh.com.cn

电话：021-68555105

要点

●10月国内铅矿加工费环比持平，进口矿加工费环比增加10美元/吨，但均处两年半以来低位，铅矿供应有所改善，但偏紧格局未变。湖南原生铅企业限电有所缓和，但企业复产动力仍不足，且10月交割品牌集中检修，影响量超2万吨，产量预计环比下滑。亏损再生铅企业利润修复有限，生产恢复较为缓慢，但环保、限电影响边际减弱，10月产量预计环比增加。

●需求端看，电动自行车蓄电池旺季已过，汽车蓄电池受更换缓慢及产销环比回落限制，表现欠佳。加之当前江苏限电加剧，进一步制约蓄企开工，需求仍表现偏弱。

●整体来看，铅市维持供过于求的格局，但供应端受集中检修及利润修复有限影响，恢复较为缓慢，社会库存或难现大幅累积。同时，原再价差维持低水平，显示铅价估值偏低。此外，当前海外现货升水重回涨势，且库存再度跌至5万吨下方，软逼仓行情有望再现。综合来看，我们仍为当前铅价下方空间有限，存低位反弹可能，可尝试逢低短多。

操作建议：逢低试多

风险提示：供应端快速恢复，海外未现软逼仓

目录

一、铅市行情回顾.....	4
二、铅基本面分析	4
1、全球铅矿恢复低于预期.....	4
2、内外加工费止跌，精炼铅出口低于预期.....	5
3、常规检修叠加限电影响，原生铅产量环比下滑.....	6
4、环保、限电叠加亏损，再生铅产量降幅大于预期.....	7
5、限电进一步拖累蓄企开工.....	9
6、终端需求以稳为主，未来铅需求缓慢收缩.....	10
7、国内库存涨势放缓，海外止跌.....	12
三、总结与后市展望	13

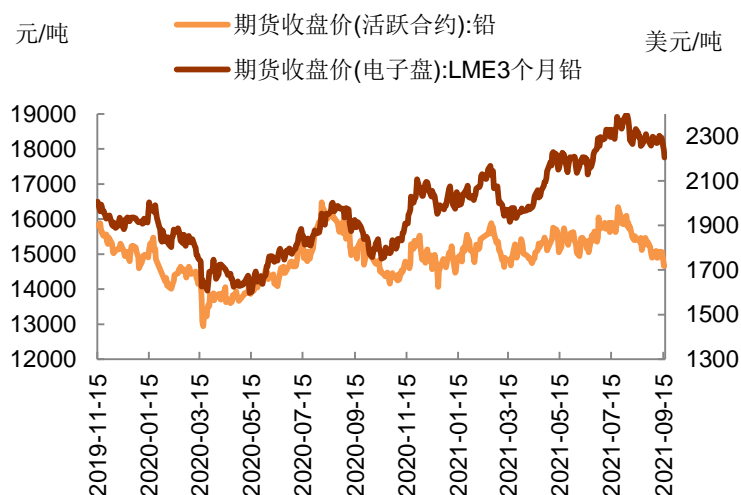
图表目录

图表 1 沪铅主连及 LME 三月期铅走势	4
图表 2 全球铅矿月度产量	5
图表 3 全球精炼铅月度供需平衡	5
图表 4 国内外加工费止跌	6
图表 5 冶炼企业库存维持低水平	6
图表 6 铅矿进口量难言大幅增加	6
图表 7 精炼铅出口环比增加，但低于预期	6
图表 8 原生铅产量情况	7
图表 9 原生铅企业开工情况	7
图表 10 再生铅产量	8
图表 11 再生铅企业开工情况	8
图表 12 废电池价格高位回落	8
图表 13 再生铅企业亏损扩大	8
图表 14 铅蓄电池产量同比增长	9
图表 15 铅酸蓄电池出口累计增速转负	9
图表 16 主要铅酸蓄电池省份企业开工率	10
图表 17 铅酸蓄电池消费领域占比	11
图表 18 芯片对产量仍存制约	11
图表 19 通信领域新增基站用铅酸蓄电池规模	11
图表 20 7 月电动自行车产量同比增速下滑	11
图表 21 ME 铅库存止跌	12
图表 22 LME 铅现货升水高位快速回落	12
图表 23 社会库存涨势放缓	12
图表 24 上期所库存涨势放缓	12

一、铅市行情回顾

9月沪铅主力换月至PB2110合约，期价延续大跌走势。月初，国内宏观数据表现不佳，铅价跟随周边金属下行，震荡重心跌至万五一线。短暂横盘震荡后，再度受国内8月经济数据偏弱影响，空头排列的铅价延续调整，在跌破14500元/吨后再度下调，一度跌至2020年6月份以来的低位14055元/吨。而伴随着铅价持续大幅回落，再生铅企业亏损加剧，减产增多，同时国内限电也影响原生铅及再生铅企业生产，铅价在万四附近受支撑较强，铅价止跌宽幅震荡，截至月底收至14310元/吨，月度跌幅达4.76%。伦铅上半月延续横盘震荡，但下半月出现断崖式下跌，连收8根阴线。9月现货升水快速下滑，中旬甚至出现负值，加之中旬后库存止跌回升，显示外盘软逼仓行情结束，伦铅出现大幅回落，跌至2100美元/吨一线附近止宽幅震荡修整，截止至月底期价收至2115美元/吨，月底跌幅达6.33%。

图表 1 沪铅主连及 LME 三月期铅走势



数据来源：Wind，铜冠金源期货

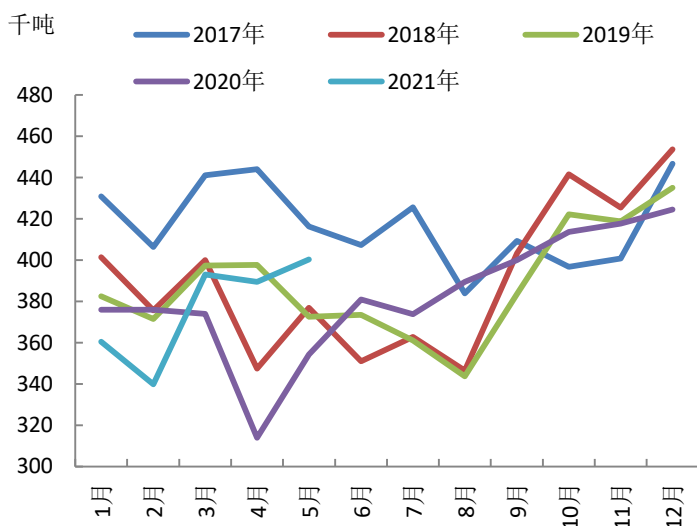
二、铅基本面分析

1、全球铅矿恢复低于预期

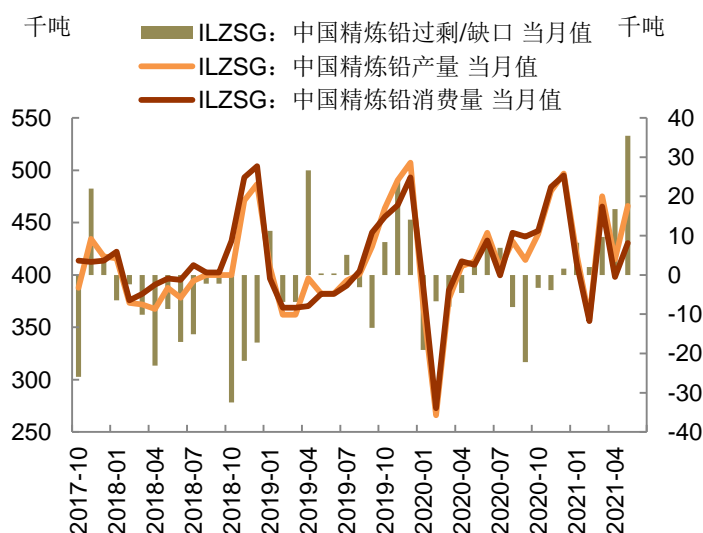
ILZSG 最新数据显示，2021 年 7 月全球铅矿产量为 38.92 万吨，同比增加 4.1%，环比减少 6.4%。全球精炼铅产量为 99.21 万吨，同比增加 0.99%，消费量为 98.04 万吨，同比增加 3.4%，7 月全球铅市供应过剩量从 6 月的 13,400 吨降至 11,700 吨。今年前 7 个月，铅市供应过剩 9.6 万吨，而 2020 年同期为短缺 17.5 万吨。从数据来看，当前全球铅矿产量恢复节

奏放缓，精炼铅供需处于紧平衡附近。目前来看，全年全球铅矿产量恢复或低于预期，海外预计有 7.5 万吨新增产能投产，集中在下半年投放。不过考虑到，当前秘鲁、南非、玻利维亚等地疫情反复，且秘鲁存政治干扰因素，或限制下半年投产进度及投产量，国内全年预计有 5 万吨新增产能，但在严厉环保政策下，仍存延期可能，总体来看下半年或难以扭转国内供应偏紧的局面。

图表 2 全球铅矿月度产量



图表 3 全球精炼铅月度供需平衡



数据来源：ILZSG，铜冠金源期货

2、内外加工费止跌，精炼铅出口低于预期

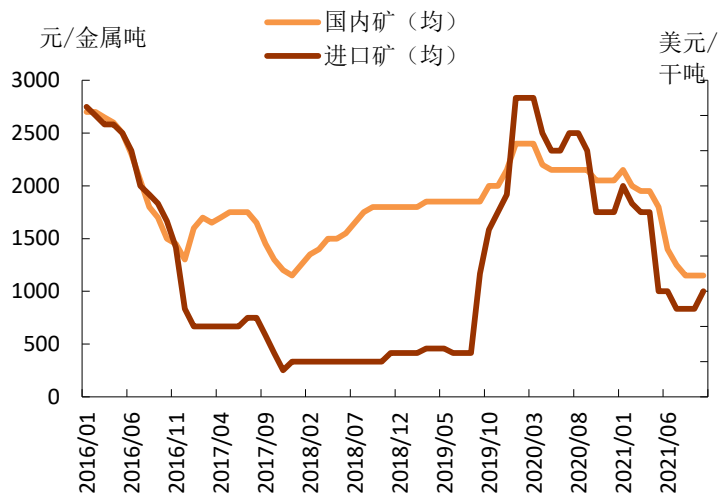
SMM：10 月国内铅矿加工费环比持平至 1000-1300 元/吨，进口矿加工费增加 10 美元/吨至 50-70 美元/吨。尽管进口矿加工费环比小幅回升，但内外铅矿加工费均处两年半以来低位，显示当前铅矿供应偏紧格局未改。从企业原料库存情况来看，9 月份炼厂原料库存尚未改观，维持在 20 天左右，当前内外铅矿供应均显偏紧，预计后期炼厂原料库存将继续处于低位。

从进口情况来看，海关数据显示，8 月进口铅精矿为 12.21 万吨，环比增加 25.84%，同比增加 14.42%。2021 年 1-8 月累计进口铅精矿达 75.83 万，同比减少 6.07%。8 月的铅精矿进口量今年第二次突破 10 万吨，上次 10 万吨以上的进口量出现时是 2021 年 1 月。其中，美国进口量大增至 3 万余吨，秘鲁也贡献部分增量，而俄罗斯及澳大利亚进口量则出现小幅下滑。

精炼铅方面，8 月精炼铅进口量为 194.2 吨，环比增加 148.15 吨；精炼铅出口量为 4467.96 吨，环比增 4227.39 吨。近年进口量维持低位，主因再生铅产能集中释放，且进口维持大幅亏损令进口需求减少；7 月以来沪伦比价不断下滑，出口窗口有所开启，出口量环比有所增

加。但目前集装箱维持“一箱难求”，同时受疫情影响，海运运费持续上涨，海运成本上升且铅锭出口周期拉长，实际出口量低于预期。不过伴随着时间的推移，出口量有望环比逐步增加。进入9月，沪铅快速下跌，沪伦比价快速收窄。后期随着出口不断增加，沪伦比价仍有望进一步收窄。

图表4 国内外加工费止跌

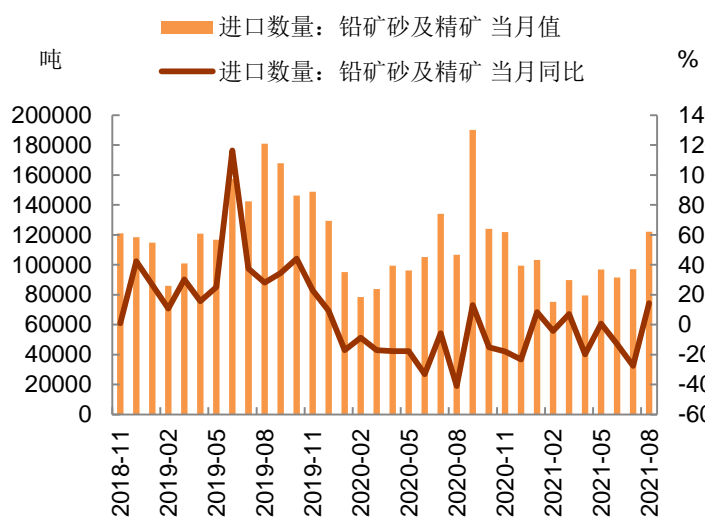


图表5 冶炼企业库存维持低水平

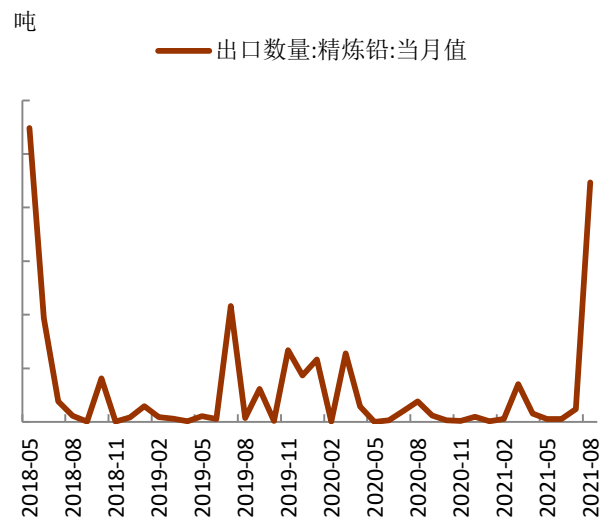


数据来源：Wind，SMM，铜冠金源期货

图表6 铅矿进口量难言大幅增加



图表7 精炼铅出口环比增加，但低于预期



数据来源：Wind，铜冠金源期货

3、常规检修叠加限电影响，原生铅产量环比下滑

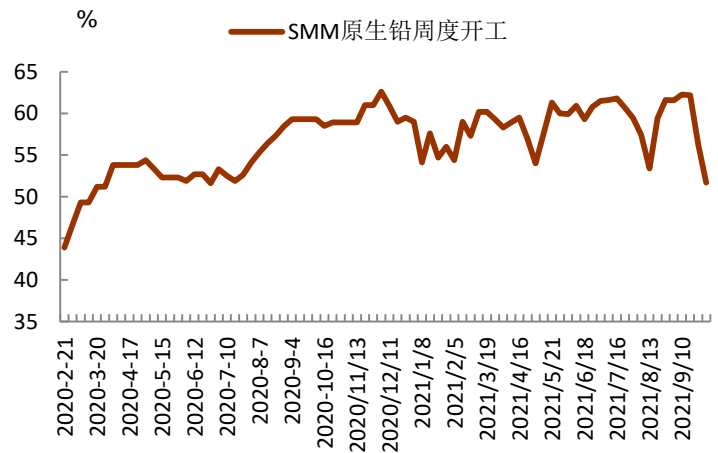
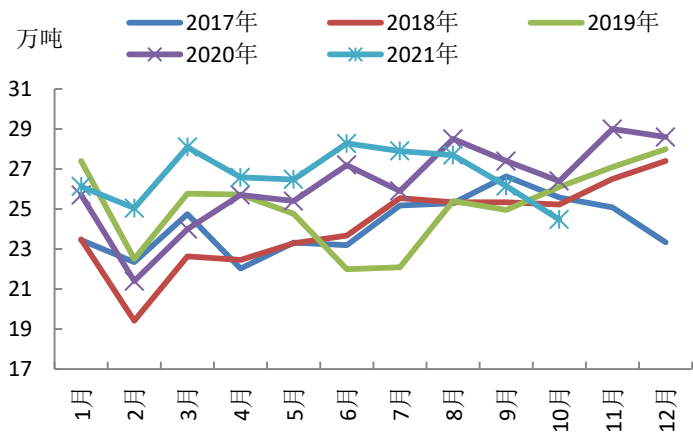
国内铅矿供应偏紧，但对原生铅企业生产影响尚可，更多是限制企业爬产幅度。尽管加

工费处于近年低位，但副产品白银、硫酸等价格止跌企稳，补充利润，企业生产积极性尚可。

SMM：9月电解铅产量26.15万吨，环比下降5.62%，同比下降2.36%。1-9月产量累计同比上涨4.55%。9月份，虽因河南限电结束，以及部分冶炼企业检修结束，电解铅产量略有增加，但内蒙古兴安银铅与河南永宁金铅处于检修状态，加上9月中下旬，湖南、广东、广西、辽宁等地区限电影响加剧，各大企业生产均受到不同程度的影响，当月电解铅产出减量远大于增幅，故降幅较8月扩大。10月，如湖南水口山、山东恒邦、江西铜业、江西金德等均于10月进入检修状态，其检修时间从30-60天不等；且10月上旬，湖南、广东、辽宁等地区限电影响持续，该因素或继续影响10月电解铅企业生产。预计10月电解铅产量降幅近2万吨至24.48万吨。

图表8 原生铅产量情况

图表9 原生铅企业开工情况



数据来源：SMM，我的有色，铜冠金源期货

4、环保、限电叠加亏损，再生铅产量降幅大于预期

再生铅企业生产弹性较大，主要取决于原料废旧电瓶保障度及企业生产利润。从原料价格来看，9月废旧电瓶价格高位小幅回落，因铅价大幅下挫，导致废旧电瓶价格跟随回落，但因今年多个技改扩建项目及新建企业均顺利投产，加之近年铅蓄电池消费放缓导致跟换量级减少，导致废旧电瓶市场货源维持偏紧格局，现货市场中炼厂低价采购并不顺利，新订单成交不畅。截止至月底，价格回落至8500元/吨附近，部分修复再生铅企业利润。

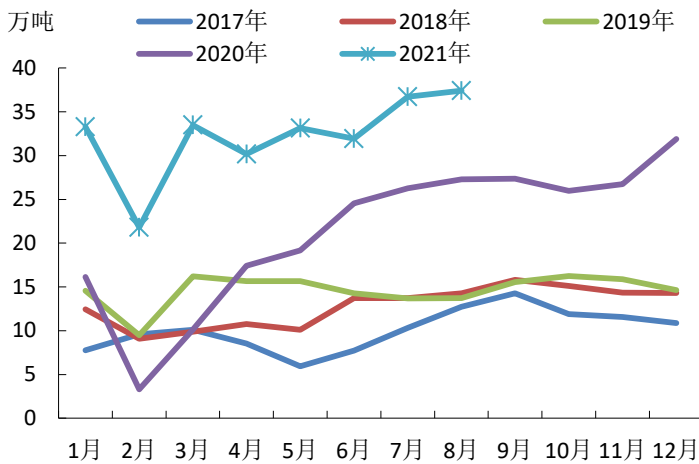
但从9月企业利润总体情况来看，伴随着铅价下挫至年内低位，再生铅企业利润亏损幅度环比扩大，月中一度亏损达450元/吨以上。9月再生精铅炼厂逐渐开始实施减产停产计划，江西地区部分小型炼厂九江汇金、震宇等出现减停产。加之国内各省限电相继展开，大型再生铅炼厂生产受限，开始出现小部分减量，安徽企业均已收到限电20%-30%的通知，华铂、超威、大华等相继开始控制用电行动，江苏新春兴亦因限电叠加行情因素减产。此外，8月

底第二轮第四批中央督察组对吉林、山东、湖北、广东及四川 5 省进行环保检查，导致广东及湖北地区再生铅减产企业增多。

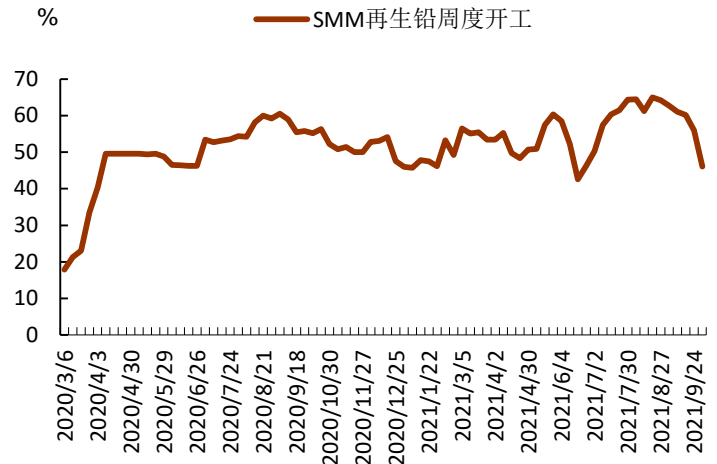
新增产能方面，8 月投产的河南永续、贵州火麒麟持续放量，同时安徽华铂一期于 9 月中旬投产，也开始逐步释放产量。不过，预计难以抵消环保+限电及亏损导致的减量。从企业开工情况看，月度降幅达 18%，预计 9 月再生铅产量环比降幅大于预期。

10 月，亏损企业利润修复有限，检修的企业生产恢复缓慢。但环保影响解除，广东、湖北地区企业逐步复产；安徽地区限电影响也现边际转弱；加之安徽华铂一期将继续放量，预计 10 月份产量将环比增加。

图表 10 再生铅产量

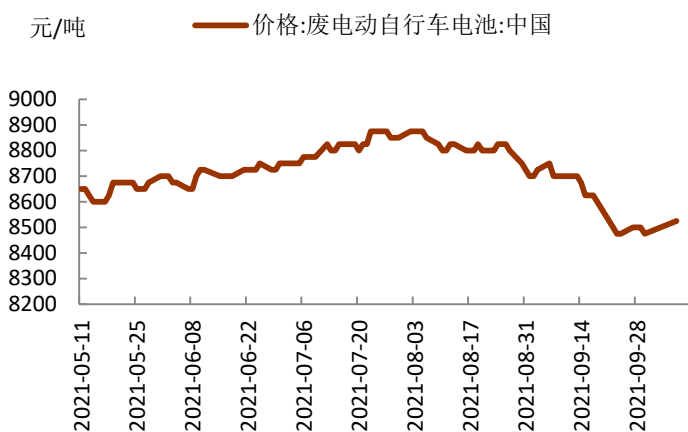


图表 11 再生铅企业开工情况

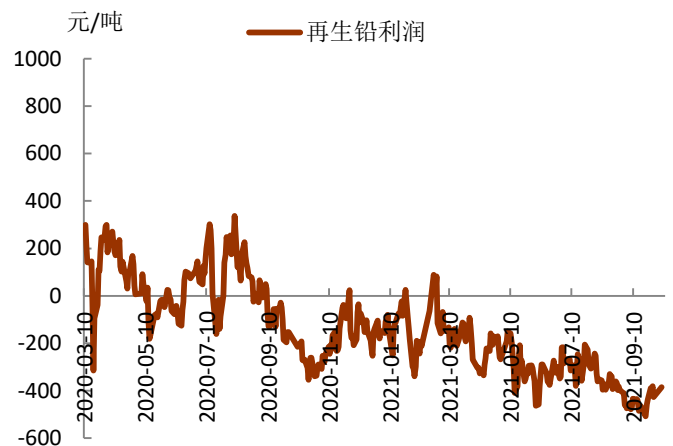


数据来源：SMM，铜冠金源期货

图表 12 废电池价格高位回落



图表 13 再生铅企业亏损扩大



数据来源：Wind，铜冠金源期货

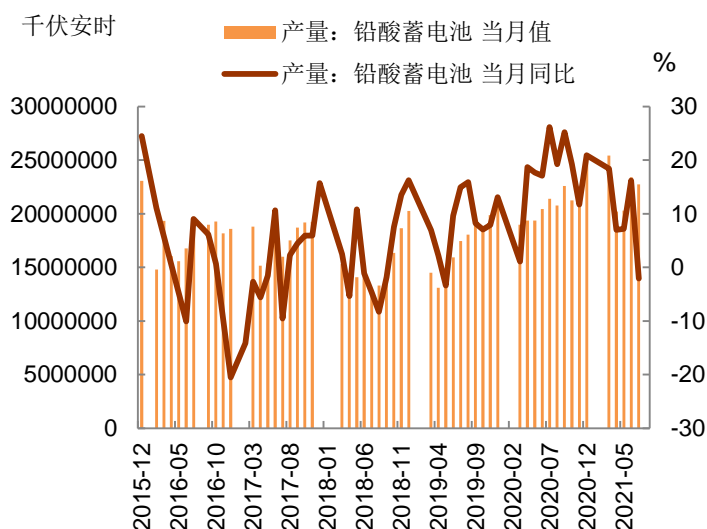
5、限电进一步拖累蓄企开工

从国内铅消费结构来看，铅市初级消费主要集中在铅酸蓄电池行业，占到了铅总需求量75%–80%。统计局数据显示，7月全国铅蓄电池产量2274.65万千伏安时，同比增加6.2%，增速收窄。1-7月，全国铅蓄电池累计产量14997.41万千伏安时，累计同比增长27.4%，延续下滑态势。单月数据同比下降，主因去年基数偏高，相较于2019年同期产量大幅增加，显示铅蓄电池市场潜力较预期大。从电池出口情况来看，8月启动型蓄电池出口349.01万个，其它型蓄电池出口1120万个，合计1469.01万个，合计同比减少7.9%，出口累计增速转负，当前集装箱涨价增加电池出口成本，拖累蓄电池的出口量。

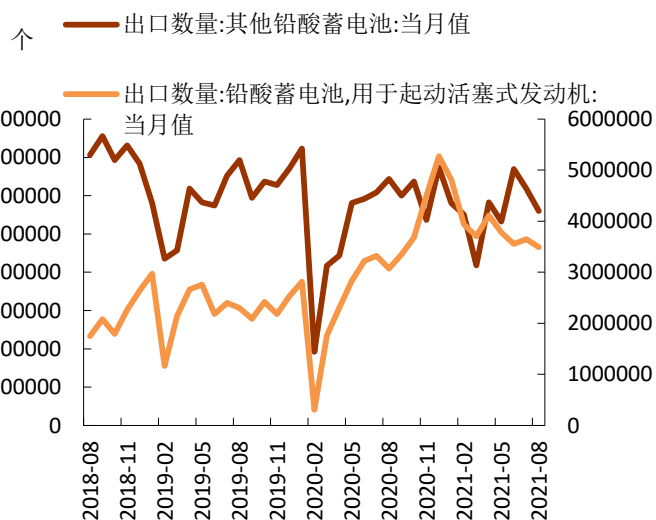
铅酸蓄电池的消费旺季是夏季和冬季，因天气的骤热和骤冷，铅酸蓄电池使用效能下降，电动及汽车更换电池需求大幅加。此外，铅酸蓄电池的生产相对灵活，当进入消费旺季时，电池生产企业可以快速恢复生产。9月初，秋季开学季带来部分需求增量，同时江苏疫情得以控制，当地蓄企开工逐步恢复。不过，随后各地限电政策出台，江苏、广东、安徽等地区，当地政府通知限电20-40%不等，各大蓄电池企业根据自身情况实施限产，蓄电池开工率明显下降。国庆假期期间，蓄电池企业因担忧后续限电持续，部分企业不安排放假及少放假，以缓解限电对产量及订单交付进度的影响。

后期来看，临近十月，北方地区天气转凉，南方高温天气减少，电动自行车电池更换需求将逐渐减淡；汽车起动力电池消费目前改善尚不明显，生产企业订单仍增长缓慢。

图表 14 铅蓄电池产量同比增长



图表 15 铅酸蓄电池出口累计增速转负



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 16 主要铅酸蓄电池省份企业开工率

	江苏	浙江	江西	湖北	河北	总计
2021/8/13	68.06	73.08	73.79	67.04	67.04	69.22
2021/8/20	69.18	73.08	60.69	73.79	67.04	69.66
2021/8/27	69.73	72.97	60.69	73.79	67.04	69.72
2021/9/3	69.73	72.97	60.69	73.79	67.04	69.72
2021/9/10	71.27	72.84	60.69	73.79	66.91	69.94
2021/9/17	71.27	72.84	60.69	73.79	66.91	69.94
2021/9/24	62.08	71.92	60.69	73.79	66.91	67.93
2021/10/1	59.14	68.94	59.66	65.42	60.9	64.02

数据来源：SMM，铜冠金源期货

6、终端需求以稳为主，未来铅需求缓慢收缩

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。

其中，汽车启动电池销量与下游汽车行业密切相关，在汽车产销量和保有量不断增长的背景下，汽车启动电池市场规模呈现持续增长的态势。统计局数据显示，2020 年全国汽车保有量 28087 万辆（包括三轮汽车和低速货车 748 万辆），比上年末增加 1937 万辆。中汽协最新数据显示，8 月中国国内汽车产销分别完成 172.5 万辆和 179.9 万辆，环比分别下降 7.4% 和 3.5%，同比分别下降 18.7% 和 17.8%，降幅比 7 月分别扩大 3.2 和 5.9 个百分点。

近五个月汽车月度产销量呈现同比、环比双双下降的态势。芯片危机、原材料上涨压力等不利影响依然存在，且近期东南亚等海外地区疫情的反复，部分地区芯片产能受到影响，或对未来车市生产销售构成进一步影响。目前来看，全球芯片短缺问题仍将持续几个季度，将继续拖累汽车板块对铅的需求。

电动自行车和摩托车方面，工信部数据显示，7 当月，全国电动自行车完成产量 392.9 万辆，同比增长 2.6%，同比增速下滑，但仍保持正增长。1-7 月，累计完成产量 2015.8 万辆，同比增长 26.0%，保持较高的增长率。

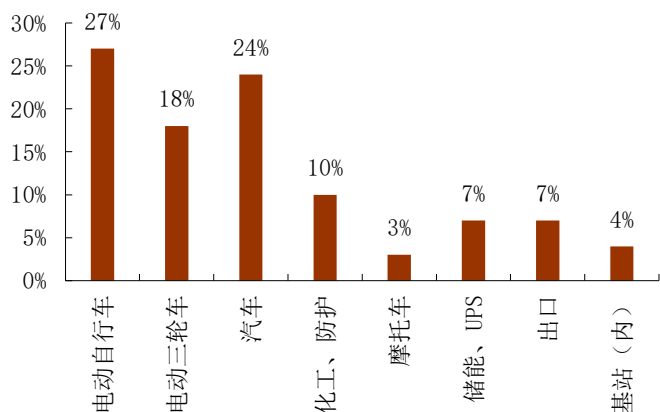
整体来看，目前电动自行车为代表的低速电动车行业维持的良好态势。一方面，受疫情影响，人们对短途出行的需求大大增加，自行车成为代步工具的爆款，除了国内需求增加外，电动自行车在国外也很畅销，欧美不少国家推出了购买补贴，增加自行车道建设等鼓励措施，出口大增也带动产量增加。另一方面，电动自行车新国标 2019 年 4 月份实施后，今年多个城市超标车过渡期即将结束，引发一波换购浪潮。从目前了解的情况来看，截止至今年年底，湖北咸宁、广东茂名、北京、上海、甘肃兰州、广东深圳、河南郑州电动车过渡期即将结束，

将对下半年电动自称为产量带来一定增量。不过受“轻量化”的制约，电动自行车中锂电池替代效应将逐步增加，置换高峰过后需求增速或放缓。

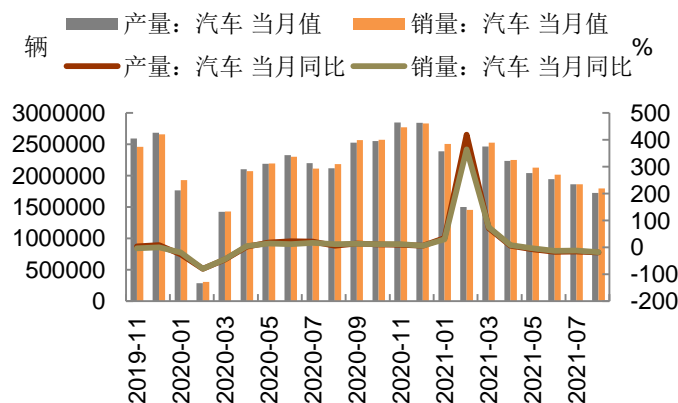
储能基站方面，根据工信部发布的数据：2020年全年新增5G基站约58万个，累计已建成5G基站71.8万个；电信联通正式将5G共享共建落实，5G基站共建共享33万个。工信部部长肖亚庆2021年全国工业和信息化工作会议上表示：2021年将有序推进5G网络建设及应用，加快主要城市5G覆盖，推进共建共享，新建5G基站60万个以上。截至8月份，我国累计建成5G基站达到103.7万个，已覆盖全国所有的地市级城市。受益于5G基站的加快应用，储能电池及通信备用电池表现良好。不过，储能及基站电池占铅蓄电池比例分别为7%和4%，且铅酸蓄电池劣势逐步显现，各运营商开始纷纷转向锂电池。其中中国铁塔在2018年已停止采购铅酸电池，统一采购梯次利用的锂电池。后期通信领域锂电替代将继续逐步增加，不过完全替代至少还需5-8年时间。

综合来看，铅终端消费整体缺乏亮点，汽车、电动车、基站用铅蓄电池，因行业发展、或政策导向因素，导致国内铅蓄电池消费将进一步减弱。

图表 17 铅酸蓄电池消费领域占比

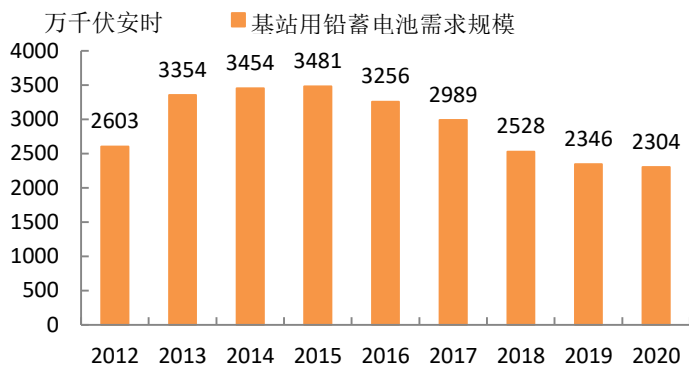


图表 18 芯片对产量仍存制约

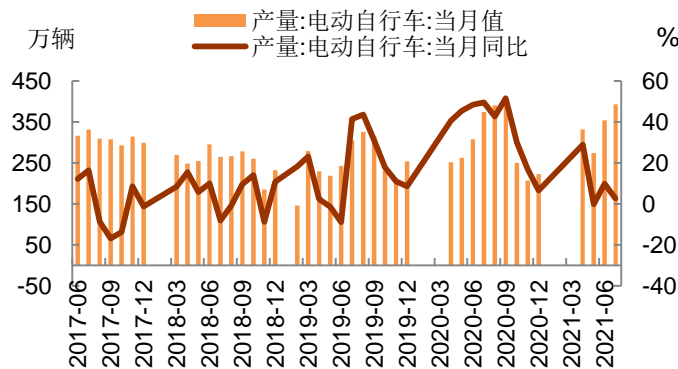


数据来源：安泰科，Wind，铜冠金源期货

图表 19 通信领域新增基站用铅酸蓄电池规模



图表 20 7月电动自行车产量同比增速下滑

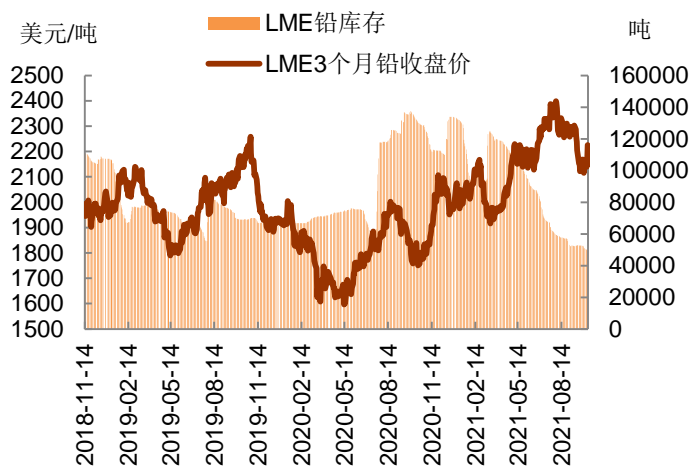


数据来源：公开资料，Wind，铜冠金源期货

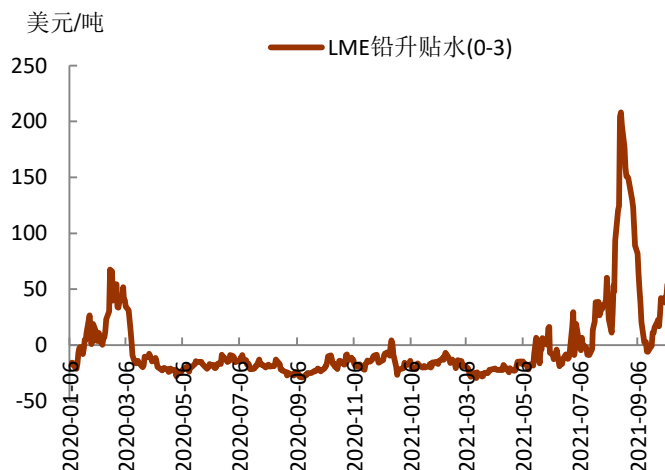
7、国内库存涨势放缓，海外止跌

海外库存自3月中旬达高位12.4万吨后一路下行，至9月中旬库存止跌，基本维持在52500吨附近徘徊，截止至月底，库存报收50900吨，月度减少2100吨。9月升贴水也呈现高位快速收窄，月中一度出现小幅贴水，海外挤仓行情结束，伦铅大幅下挫。上期所库存涨势放缓，月底呈现高位小幅回落。截止至9月30日，库存报收196696吨，月度增加1261吨。社会库存方面，自4月底以来，国内铅锭库存便一直处于累库状态，连续刷新自2014年以来的历史高位。不过8月中旬以来，累库节奏明显放缓，9月库存增至21万吨上方，不过月底出现小幅去库，主因炼厂受亏损、限电叠加环保等因素综合影响，截止至9月30日库存报收20.62万吨，月度增加0.67万吨。

图表 21 ME 铅库存止跌

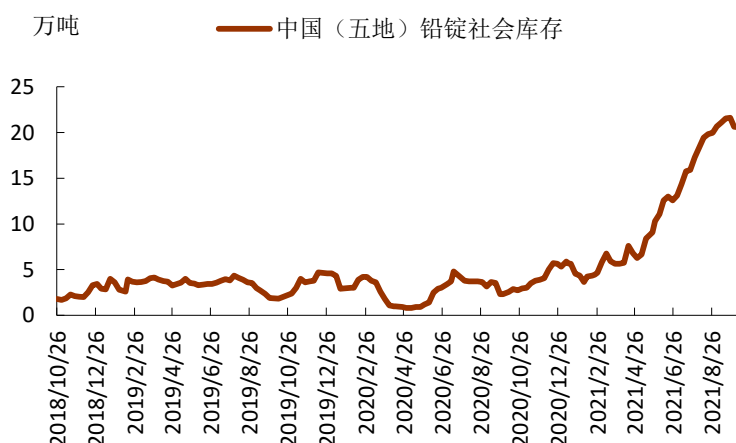


图表 22 LME 铅现货升水高位快速回落

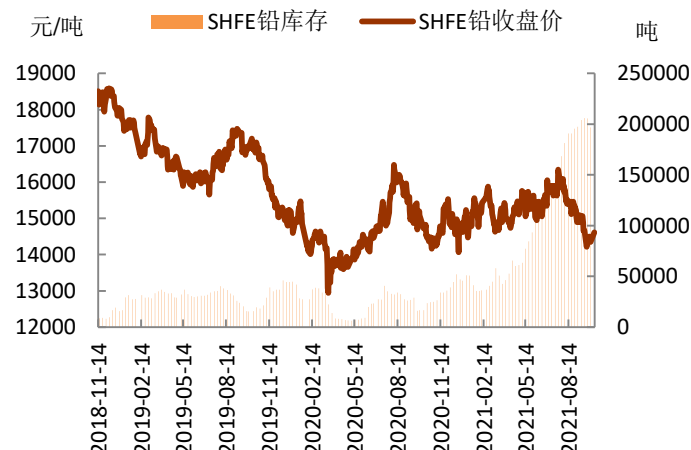


数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 23 社会库存涨势放缓



图表 24 上期所库存涨势放缓



数据来源：Wind，铜冠金源期货

三、总结与后市展望

10月国内铅矿加工费环比持平，进口矿加工费环比增加10美元/吨，但均处两年半以来低位，铅矿供应有所改善，但偏紧格局未变。湖南原生铅企业限电有所缓和，但企业复产动力仍不足，且10月交割品牌集中检修，影响量超2万吨，产量预计环比下滑。亏损再生铅企业利润修复有限，生产恢复较为缓慢，但环保、限电影响边际减弱，10月产量预计环比增加。需求端看，电动自行车蓄电池旺季已过，汽车蓄电池受更换缓慢及产销环比回落限制，表现欠佳。加之当前江苏限电加剧，进一步制约蓄企开工，需求仍表现偏弱。整体来看，铅市维持供过于求的格局，但供应端受集中检修及利润修复有限影响，恢复较为缓慢，社会库存或难现大幅累积。同时，原再价差维持低水平，显示铅价估值偏低。此外，当前海外现货升水重回涨势，且库存再度跌至5万吨下方，软逼仓行情有望再现。综合来看，我们仍为当前铅价下方空间有限，存低位反弹可能，可尝试逢低短多。

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、
307 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方
广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号
期货大厦 2506B
电话：0411-84803386

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号
伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762



郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来
公寓 1201 室
电话：0371-65613449

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财
富广场 A2506 室
电话：0562-5819717

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。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。