



2024年12月13日

需求稳而健

供应起波澜

核心观点及策略

- 原料端，新增及复产背景下，2025 年全球铅矿延续修复，但量级有限，难以覆盖冶炼需求，加工费改善程度谨慎乐观。铅蓄电池报废缺口长期存在，叠加税费成本增加，废旧电瓶价格中枢稳步上移。
- 冶炼端，原生炼厂经营模式改变后，电解铅产量刚性指标影响减弱，考虑新增、技改项目投放及原料边际回升，电解铅产量同比增 2.8%。再生铅炼厂维持投产周期中，原料制约，新增项目兑现不确定性较大，同时利润及环保扰动阻碍产量释放弹性，预计再生铅产量增速 1.24%。
- 需求端，海外消费呈现局域不均衡特点，新兴市场增长潜力弥补欧美市场需求的下滑。国内汽车及电动自行车高保有量支撑消费的基本盘，以旧换新”政策利好提振下，铅蓄电池配套需求改善，叠加储能消费的边际增加，终端消费保持韧性。
- 整体来看，铅市矛盾集中在供应端，铅矿及废旧电瓶供需缺口难有扭转，消费增速较温和，铅锭过剩量级不显著，预计 2025 年铅价宽幅震荡为主，沪铅主要运行区间在 16000-19000 元/吨，伦铅在 1900-2300 美元/吨。
- 策略上：关注炼厂利润及环保因素导致供应矛盾发酵，从而带来阶段性较顺畅的做多机会；同时铅元素进口需求诉求较强，关注跨市反套机会。
- 风险因素：铅矿增量超预期，消费断崖下滑

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68556855

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

✉ wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号：F3084165

投资咨询号：Z0016301

赵凯熙

✉ zhao.kx@jyqh.com.cn

从业资格号：F03112296

投资咨询号：Z0021040

目录

一、铅市行情回顾.....	4
二、铅基本面分析	5
2.1 铅矿供应情况	5
2.1.1 全球铅精矿供应缓慢恢复.....	5
2.1.2 铅矿加工费有望低位改善，进口需求仍较强烈.....	7
2.2 精炼铅供应情况	8
2.2.1 海外炼厂复产，精炼铅供应稳中偏增.....	8
2.2.2 原料及利润约束电解铅供应.....	9
2.2.3 废旧电瓶价格易涨难跌，利润及环保扰动再生炼厂生产.....	10
2.3 精炼铅需求情况.....	12
2.3.1 全球精炼铅需求情况.....	12
2.3.2 铅蓄电池消费温和增长，电池出口面临反倾销的挑战.....	13
2.3.2 .1 2024 年精铅转为净进口，东南亚消费韧性支撑电池出口需求	13
2.3.2 .2 政策支持加码，铅蓄电池消费冬去春来.....	15
2.4 全球显性库存压力较大.....	17
三、总结与后市展望	18

图表目录

图表 1 沪铅主连及 LME 三月期铅走势	4
图表 2 2024-2025 年海外铅矿产量变化（万吨）	6
图表 3 2024-2025 年国内主要铅矿产量变化（万吨）	6
图表 4 全球铅矿月度产量情况	7
图表 5 国内铅矿产量情况	7
图表 6 内外铅矿加工费情况	8
图表 7 铅矿进口盈亏情况	8
图表 8 铅矿进口情况	8
图表 9 银精矿进口情况	8
图表 10 2024-2025 年海外部分炼厂产量变化情况（万吨）	9
图表 11 全球精炼铅月度产量	9
图表 12 电解铅产量情况	10
图表 13 原生铅炼厂开工率	10
图表 14 2024-2025 年国内原生铅新扩建产能（万吨）	10
图表 15 再生精铅产量情况	11
图表 16 再生铅企业开工率	11
图表 17 废电池价格易涨难跌	11
图表 18 再生铅企业利润情况	11
图表 19 2024-2025 年国内再生铅新扩建产能（万吨）	12
图表 20 全球精炼铅月度需求情况	13
图表 21 全球精炼铅月度供需缺口情况	13
图表 22 美国汽车销量情况	13
图表 23 欧元区汽车销量情况	13
图表 24 铅蓄电池周度开工率情况	14
图表 25 铅蓄电池出口情况	14
图表 26 精炼铅出口情况	15
图表 27 精炼铅出口盈亏情况	15
图表 28 精炼铅进口情况	15
图表 29 精炼铅进口盈亏情况	15
图表 30 铅酸蓄电池终端消费占比	16
图表 31 汽车产量情况	16
图表 32 汽车保有量	17
图表 33 电动自行车保有量	17
图表 34 LME 库存处近十四年高位	17
图表 35 国内库存绝对水平中性偏高	17
图表 36 全球铅供需平衡表（万吨）	18

一、铅市行情回顾

2024年沪铅期价走势呈现倒V型走势，犹如过山车。其中，一季度供需矛盾不突出，铅价围绕区间15790-17000元/吨窄幅运行，3月底市场担心铅锌新国标对04合约交割构成冲击，价格连收两根阳线，情绪缓和后，价格调整。

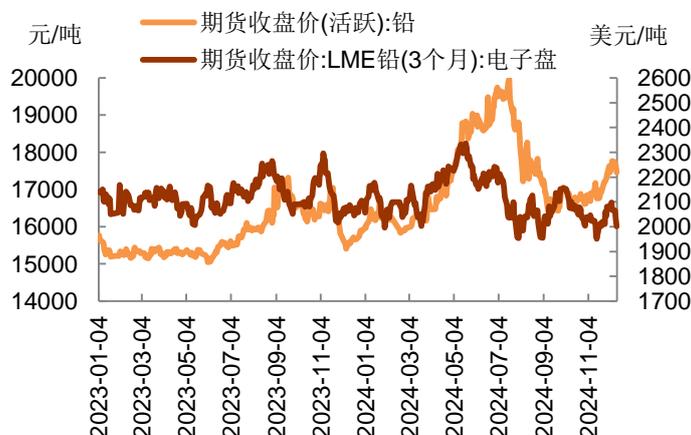
4-5月中旬，宏观交易再通胀及美铜挤仓，市场做多热情高亢。同时，原生铅及再生铅炼厂集中检修，4月底反向开票政策加剧废旧电瓶供应紧张及企业成本抬升，再生铅减产扩大，铅价扶摇直上。

进入6月，宏观再通胀情绪降温，但原料问题未缓解，原生铅及再生铅炼厂减复产并存，7月18日期价刷新近六年新高点20050元/吨。但沪伦比价拉升打开铅元素进口窗口，海外货源补充缓解了国内供需结构矛盾，叠加中美经济同步下行压力增加，市场情绪悲观，铅价难独善其身，前期做多资金大幅离场，铅价高位回落。

四季度，宏观多空交织，海外在特朗普交易及美联储降息幅度间横跳，国内始终围绕政策预期差博弈，未能形成趋势性指引。基本面呈现供需双弱，铅锭进口窗口关闭、炼厂常规检修、环保及利润干扰生产等，消费淡季但有韧性，板块间分化，供需矛盾并不突出，在供应压力阶段性缓和阶段，铅价重心小幅上移，整体未能摆脱筑底的走势，截止至12月12日，期价收至17455元/吨，较年初涨幅9.4%

伦铅走势弱于沪铅，美国经济韧性较强，且美联储降息节奏谨慎，叠加特朗普交易利多美元，宏观利空对伦铅影响更大，此外，海外隐形库存压力也相对显著，年中出现几波集中交仓，LME库存也攀升至近年高位，而沪铅产业影响权重更大，炼厂检修也给到资金软挤的机会，尤其上半年，沪伦比价由年初的7.6附近攀升至9.7，资金离场后，沪伦比价回落至7.8-8.7区域震荡，总体看，强美元及高库存对伦铅的压制力依旧存在，期价走势偏承压，截止至12月12日，伦铅收至2001美元/吨，较年初跌幅3.19%。

图表 1 沪铅主连及 LME 三月期铅走势



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

二、铅基本面分析

2.1 铅矿供应情况

2.1.1 全球铅精矿供应缓慢恢复

ILZSG数据显示，2024年9月铅精矿产量40.34万吨，环比增加4.45%，同比增加5.4%。1-9月累计产量332万吨，累计同比减少0.25%，产量恢复缓慢。

海外方面，2024年铅精矿供应恢复较缓慢，主要受到恶劣天气、罢工、矿石品位下滑、设备维护、新建项目及复产项目延后等影响。如：嘉能可澳大利亚的McArthur River矿3月18日因飓风带来的暴雨影响，暂停生产；Nexa巴西的Morro Agudo矿因股权转让从5月1日起暂停生产；Penoles墨西哥的Minera Tizapa 8月31日宣布，因工人罢工工厂将无限期停止运营；Boliden爱尔兰Tara矿2024Q4开始增产，2025年1月达到满产，此前因工人罢工于2023年7月5日停产。不过，澳大利亚Abrakung 2023年1月投产后爬产；俄罗斯OZ矿如期于2024Q3投产；波斯尼亚Vares银矿也于2024年2月27日生产了第一批精矿。总体来看，预计2024年海外铅精矿理论增量约12万吨，且矿山复产及新增释放集中在下半年，考虑到四季度矿端释放不确定犹存，全年中性估计量在10万吨。

对于2025年，预计海外铅精矿理论供应增量为14万吨。增量集中体现在，新增矿山俄罗斯OZ、Vares银矿将继续释放增量；Tara、Aljustrel矿生产有望恢复。减量体现在，美国Red Dog矿带来1万吨减量及墨西哥Minera Tizapa矿罢工的影响。其中部分新增矿山爬产非一蹴而就，中性预计增量10万吨。

国内方面，SMM数据显示：2024年10月铅精矿产量13.22万吨，环比减少4%，同比减少5.9%，1-10月累计产量125.21万吨，累计同比增加8.88%。国内供应恢复较明显，尤其是随着年中以来新疆火烧云及江西银珠山项目逐步投产释放后，供应环比增量明显，不过四季度北方矿山季节性生产淡季，供应如期环比回落，全年铅精矿产量预计为152万吨，增速7.9%。

对于2025年，国内铅精矿产量有望延续缓慢增加，主要受新疆火烧云、江西银珠山、鑫湖矿业等爬产，叠加内蒙古获各琦铜多金属矿、白银诺尔等项目扩建投产，增量贡献将在2025年体现，根据项目投建周期，供应新增主要在2025H2，预计增量在7万吨。

总体来看，2024年全球铅精矿增量相对有限，增量约13万吨左右，其中海外10万吨，国内3万吨，且矿山复产及新增释放集中在下半年。对于2025年而言，根据当下信息匡算，全球铅精矿增量17万吨，其中海外10万吨，国内7万吨，增量亦较有限，预计铅精矿供需不匹配的矛盾中期依旧存在，加工费边际改善程度将较有限。

图表 2 2024-2025 年海外铅矿产量变化（万吨）

矿山	国家	矿企	2024 年产量变化	2025 年产量变化
Ozernoye	俄罗斯	NFC. MBC	1	3
Bowdens Silver	澳大利亚	Silver Mines Ltd	0	0.5
Vares 银矿	波斯尼亚	Adriatic Metals	3	3
Peñasquito	墨西哥	Newmont	4.37	0
Aripuanã	巴西	Nexa	0.8	0.75
Polymetals	澳大利亚	Polymetals	1.6	1.5
Tara	爱尔兰	Boliden	0.1	1
Red Dog	美国	Teck	0.41	-1
Abra	澳大利亚	Galena	1	2
Kristineberg	瑞典	Boliden	2	2
Zhairem	哈萨克斯坦	Kazzinc	1	1
Aljustrel	葡萄牙	Almina 矿业	-1.5	1.25
McArthur River	澳大利亚	Glencore	-0.2	0.2
Morro Agudo	巴西	Nexa	-0.4	
Minera Tizapa	墨西哥	Penoles	-0.3	-0.58
合计			12.88	14.62

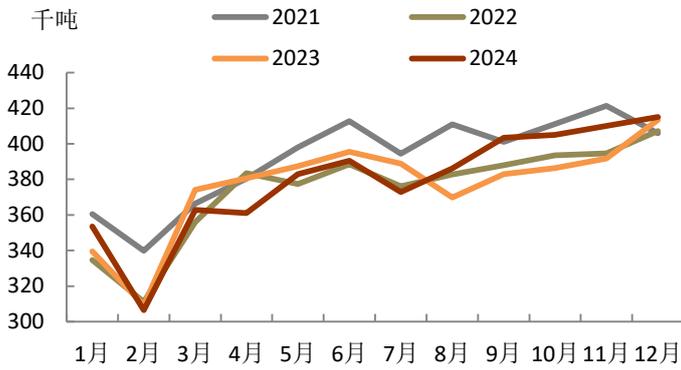
数据来源：公开资料，铜冠金源期货

图表 3 2024-2025 年国内主要铅矿产量变化（万吨）

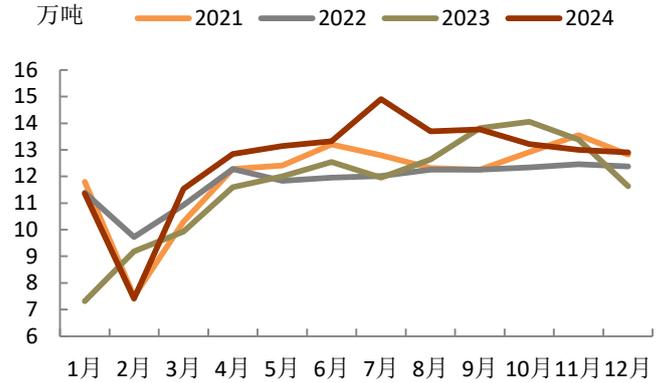
地区	矿山项目	2024 年增量	2025 年增量	备注
内蒙古	查干矿业	0	0.4	2024 年复工进展延迟，预计 2025 年恢复
西藏	鑫湖矿业	0.13	0.54	一期投产运行预期，2026 年底预期二期建设完成提产
江西	冷水坑银珠山铅锌矿	0.18	0.2	2024 年新投资项目爬产
内蒙古	获各琦铜多金属矿	0	2	2024 年底（二选厂）技改工程项目 90wt/a 至 150wt/a 试生产
内蒙古	赤峰红岭铅锌矿	0	0.1	采选改扩建工程一期完成后提产，二期预期 2028 年完成
新疆	火烧云铅锌矿	2	4	项目扩建提产
内蒙古	根河森鑫	0.5	0.3	30wt/a-50wt/a 改扩建完成，2025-2026 年爬产
内蒙古	白银诺尔	0	0.3	2025 年选厂扩建预期投产
合计		3.57	7.84	

数据来源：SMM，公开资料，铜冠金源期货

图表4 全球铅矿月度产量情况



图表5 国内铅矿产量情况



数据来源：ILZSG, iFinD, 铜冠金源期货

2.1.2 铅矿加工费有望低位改善，进口需求仍较强烈

尽管2024年全球铅精矿供应边际恢复，但仍不及冶炼端供应增速，铅精矿供需缺口尚存的背景下，内外加工费不同程度回落。SMM数据显示，2024年12月内铅精矿月度加工费均值分别报600元/金属吨和-20美元/干吨，较年初的850元/金属吨和35美元/干吨均有较大回落。对于2025年全球铅精矿供应延续缓慢增加态势，加工费有望低位回升，但鉴于供需不匹配的矛盾长期存在，加工费回升高度或有限。

矿端进口情况看，2024年10月铅精矿进口量16.34万实物吨，环比增长0.73%，同比增长67.60%，主要进口国为美国、俄罗斯、澳大利亚等。1-10月铅精矿进口累计104.95万金属吨，累计同比增长4.78%。今年三季度铅精矿进口扭亏为盈，进口量大幅增加，9、10月货源集中到港，当月进口量同比处于较高水平。四季度进口盈利大幅收窄，进后期进口量预计环比回落。全年看，预计进口量123万吨，累计同比增加4.1%。

因铅精矿加工费长期处于低水平，铅冶炼厂已调整投料结构，除了增加富含银等多金属的铅精矿采购外，增加了银精矿进口，通过跟铅精矿配矿进行生产。通过提高白银及其他副产品回收率，对冲纯铅冶炼带来的亏损。海关数据显示，2024年10月银精矿进口量13.4万吨，环比减少23.64%，同比减少1.34%。1-10月累计进口量141.04万吨，累计同比增加5.6%。对于2025年，国内仍需进口银精矿弥补铅精矿供需缺口，且白银具备长期上涨预期，炼厂追求副产品收益的诉求亦或加大银精矿进口需求，预计银精矿加工费延续低位。

图表6 内外铅矿加工费情况

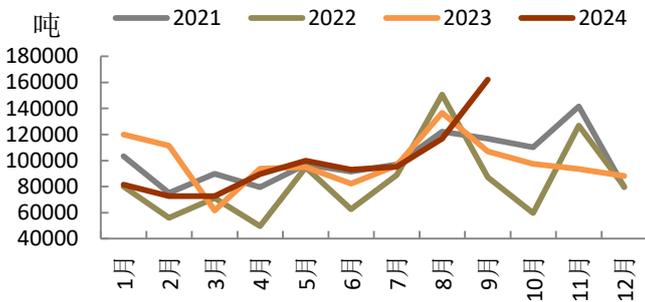


图表7 铅矿进口盈亏情况

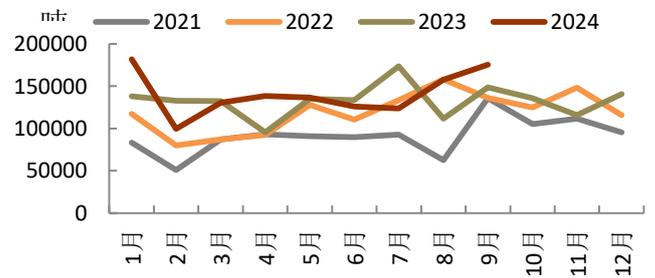


数据来源: iFinD, SMM, 铜冠金源期货

图表8 铅矿进口情况



图表9 银精矿进口情况



数据来源: iFinD, SMM, 铜冠金源期货

2.2 精炼铅供应情况

2.2.1 海外炼厂复产，精炼铅供应稳中偏增

ILZSG数据显示，2024年9月精炼铅产量109.3万吨，环比增加1.8%，同比减少4.3%。1-9月累计产量967.2万吨，累计同比减少1.5%。其中，中国产量累计同比减少7.2%，海外产量累计同比增加2.7%。

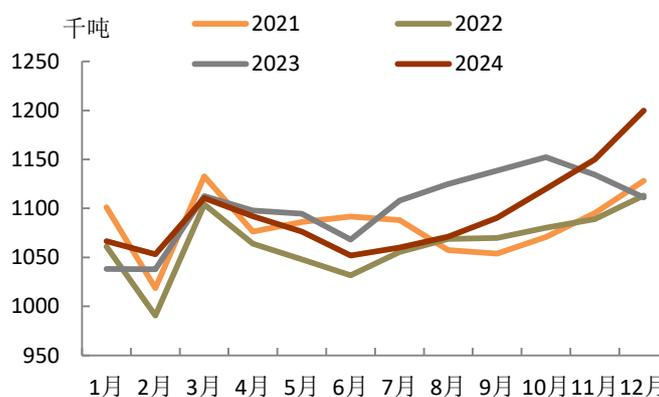
2024年海外炼厂减复产并存，其中减量上，Teck旗下Trail Operations炼厂在2024Q2检修更换锅炉的铅电路而关闭减产；Boliden瑞典Bergs ö俩长2024Q2设备维修；嘉能可旗下PortoVesme炼厂熔炉停产，铅线进行保养及维修。增量上，保加利亚Plovdiv炼厂此前因天然气爆炸暂停生产，2023Q4复产，2024年继续贡献增量；托克旗下德国Stolberg炼厂2023Q2复产，逐步贡献增量；Ecobat位于意大利的两个再生铅炼厂2023H2重启生产，2024年贡献增量。对于2025年，前期检修停产后复产的炼厂将继续贡献增量，预计精炼铅供应稳中偏增，增速放缓。

图表 10 2024-2025 年海外部分炼厂产量变化情况（万吨）

冶炼厂	企业	厂址	2024 年产量变化	2025 年产量变化	备注
Stolberg	Nyrstar	德国	3	2	2021 年因洪水关闭，2023 年 4 月达产
Trail Operations	Teck	加拿大	-1	1	2024Q2 锅炉检修更换
Pademo 和 Marcianise	Ecobat	意大利	4		关闭闲置至 2023Q2，已逐步开始废旧电池回收处置
Plovdiv	KCM	保加利亚	3	0	天然气爆炸暂停生产，2023 年底恢复
Bergsö	Boliden	瑞典	-0.5	0.5	2024Q2 设备维修

数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 11 全球精炼铅月度产量



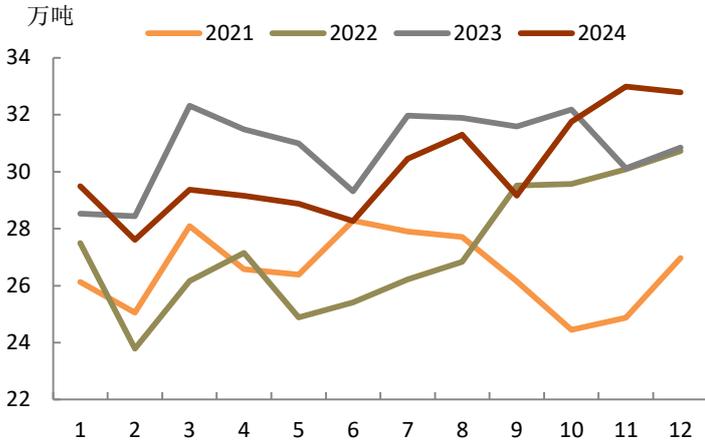
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

2.2.2 原料及利润约束电解铅供应

2024年电解铅炼厂生产节奏跟随原料供应而波动，上半年原料供应较为紧张，叠加二季度部分炼厂常规检修，电解铅产量远低于去年同期水平，进入下半年，伴随着国内铅矿供应改善及进口大幅增加，原料供应改善提升炼厂生产动力，同时青海西部矿业技改项目9月开始投料生产，电解铅产出较上半年明显改善。SMM数据显示，2024年11月电解铅产量32.99万吨，环比增加8.9%，同比增加9.53%，预计12月产量32.79万吨。预计全年电解铅产量361.2万吨，累计同比减少2.3%。

对于2025年，预计电解铅供应稳中偏增，一方面，随着新增项目爬产，原料铅矿供应边际改善，炼厂生产制约放缓；另一方面，新增冶炼项目建成放量，如青海西部矿业20万吨技改项目2024年10月中旬放量，增量将主要体现在2025年，同时河南新凌铝业电铅产线预计2025年投产。预计2025年电解铅产量371万吨，同比增加2.8%。

图表 12 电解铅产量情况



图表 13 原生铅炼厂开工率



数据来源: iFinD, SMM, 铜冠金源期货

图表 14 2024-2025 年国内原生铅新扩建产能 (万吨)

企业名称	产能	投产时间	备注
西部矿业-青海西豫有色金属有限公司	20	2024 年 9 月	技改项目, 9 月中旬开始烘炉投料, 10 月 10 日放量
新疆龙盛集团	5.8	2024 年 11 月	该项目于 2024 年 6 月开工建设, 建设年处理粗铅 6 万吨、年产电解铅 5.8 万吨的生产线
河南灵宝新凌铅业有限公司	20	2025 年	2023 年 10 月搬迁后升级到 20 万吨, 预计 2025 年电铅产线投产

数据来源: iFinD, 百川盈孚, 铜冠金源期货

2.2.3 废旧电瓶价格易涨难跌, 利润及环保扰动再生炼厂生产

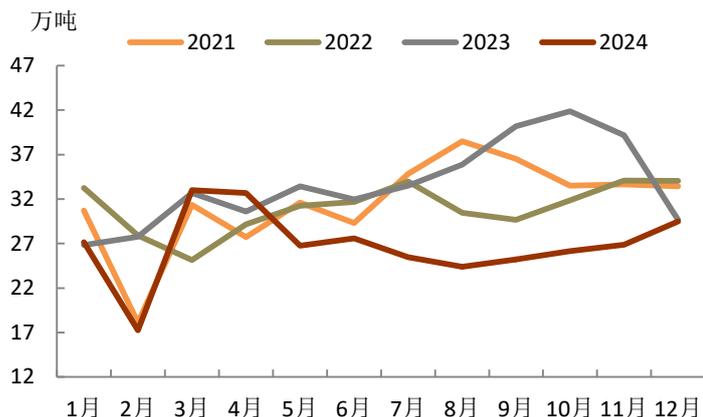
受报废量与需求缺口长期存在, 近年废旧电瓶报价保持坚挺态势, 2024 年 4 月底“反向开票”新政实施, 持货商捂货惜售, 加剧了供需不匹配的结构矛盾, 从而形成了“废旧电瓶价格涨-铅价涨——废旧电瓶价格涨”的正向循环, 均值自 4 月底的 16600 元/吨上涨至 8 月初的高位 17900 元/吨的历史新高。随着新政实施细节逐步明朗, 同时再生铅炼厂减产增多而减少对废电瓶需求, 铅价也高位回落, 再度出现“铅价跌-废旧电瓶跌-铅价跌”的负反馈, 废旧电瓶价格快速回落至 16000 元/吨正常价格区域波动。中长期看, 废旧电瓶供应量依旧不及再生铅炼厂需求量, 价格仍易涨难跌。

受原料废旧电瓶供应紧张、税费成本增加及环保扰动, 2024 年再生铅产出远不及预期, 被动减产增多, 且新增项目再度推迟。据调研, 受“反向开票”政策影响, 安徽、江西等地区再生铅炼厂采购的含税废电瓶, 税点由 1.8%-2.5% 增加至 3%-3.5%。同时, 8 月 1 日实施的《公平竞争审查条例》暂停税收优惠, 此前未享受地方优惠退税政策或早已经不再享受优惠退税的地区炼厂影响较小, 但浙江、安徽、山东等地区炼厂影响较大。成本增加侵蚀炼厂利润, 二季度炼厂减产增加, 企业开工率一度降至不足 3 成。三季度, 随着废旧电瓶价格回归理性, 叠加粗铅进口补充, 原料库存改善后炼厂逐步复产。四季度天气转冷, 雾霾扰动增加,

10月以来河南河北安徽环保预警不断，炼厂生产阻碍较大，企业开工率维持低位，部分地区精废价差出现倒挂。从SMM数据来看，2024年11月再生精炼产量26.88万吨，环比增加2.7%，同比减少31.4%，预计12月产量29.49万吨，全年产量322.13万吨，同比降幅20.2%。

对于2025年，三方咨询显示，仍有近80万吨新增产能爬产及待投产。不过鉴于原料供应及利润低迷的因素中长期存在，新投建项目仍有较大延后风险，同时存量炼厂生产不稳定性亦较高，难有大量增幅，预计2025年再生铅产量326万吨，同比增速1.24%。

图表 15 再生精铅产量情况



图表 16 再生铅企业开工率

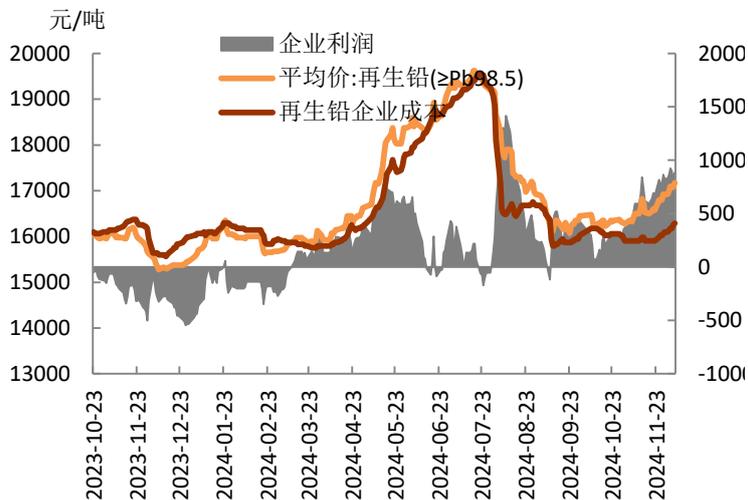


数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 17 废电池价格易涨难跌



图表 18 再生铅企业利润情况



数据来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

图表 19 2024-2025 年国内再生铅新扩建产能（万吨）

企业名称	项目名称	性质	产能	投产时间
江西源丰有色	7 万吨/年再生铅冶炼生产线	新建	7	2024 年 3 月
山东浩威	再生铅冶炼厂一期项目	新建	12	2025 年
重庆吉鑫再生资源	再生铅冶炼厂二期项目	新建	12	2025 年
广西棕宁	无害化处置 70 万吨含铅废物综合利用项目	新建	16.8	2025 年
江苏天能循环	年 25 万吨废铅蓄电池无害化综合利用项目	新建	15	2025 年
安徽凯铂	20 万吨含铅废物综合利用项目	新建	18	2025 年
合计			80.8	

数据来源：iFinD，百川盈孚，铜冠金源期货

2.3 精炼铅需求情况

2.3.1 全球精炼铅需求情况

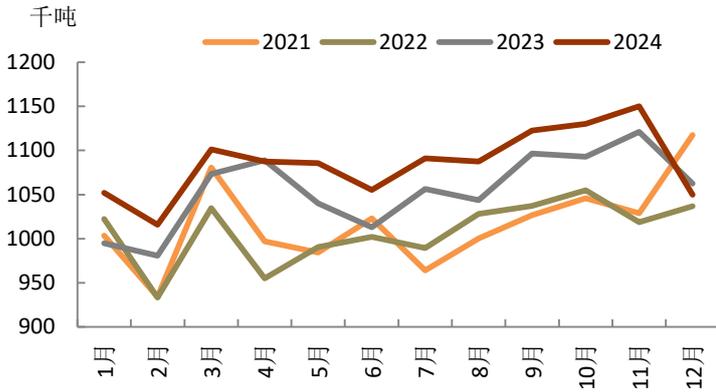
ILZSG 数据显示，2024 年 9 月精炼铅消费量 112.27 万吨，环比增加 3.25%，同比增加 2.4%。1-9 月累计产量 969.9 万吨，累计同比增加 3.3%。其中，中国、欧洲、美洲累计消费同比分别 0.15%、-7.2%、-5.3%。1-9 月全球铅供应短缺为 15000 吨，而 2023 年同期则过剩 22000 吨。

海外铅消费直接挂钩汽车产业，美国方面，从1-10月汽车销售数据看，仍能实现1.5%左右的同比涨幅，不过一部分原因在于各大车企为了尽快清理库存，特别是旧款车型和销量不佳的电动车型，加大了促销力度，从而推动了销量的增长，但并未能体现对铅消费的提振。欧洲方面，相较美国表现较弱，且欧洲各国消费分化明显，其中法国、德国1-10月汽车销售累计录得负增，西班牙、英国及意大利汽车累计销量则呈现小幅增加，这也对各国经济修复程度不均衡相互对应。

尽管欧美经济放缓拖累汽车消费增速，不过新兴市场，如韩国、印度、越南地区铅消费呈现边际增加，尤其是印度电动车市场逆势而上快速扩张，根据研究公司Counterpoint Research数据显示，2023年印度电动汽车销量几乎翻番，预计2024年将增长66%，达到乘用车总销量的4%。到2030年，印度电动汽车预计将占印度市场的近三分之一。

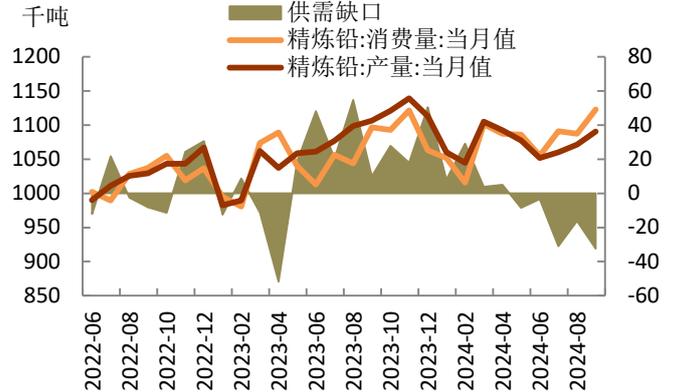
总体而言，海外铅消费将延续区域化不均衡的特点，欧美经济放缓的背景下，消费仍有压力，但新兴市场有望对冲欧美消费的下滑，海外消费有望温和增长。

图表 20 全球精炼铅月度需求情况

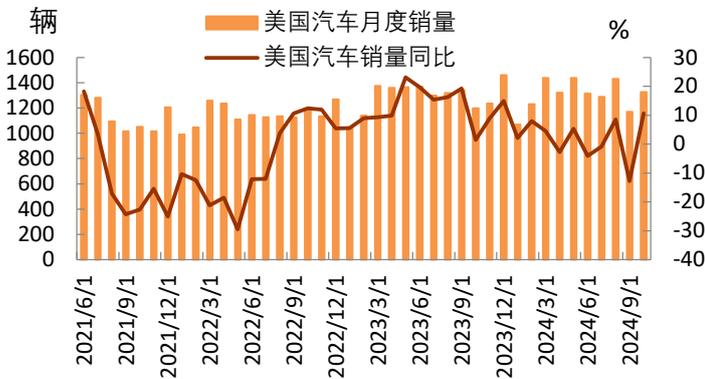


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 21 全球精炼铅月度供需缺口情况



图表 22 美国汽车销量情况



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 23 欧元区汽车销量情况



2.3.2 铅蓄电池消费温和增长，电池出口面临反倾销的挑战

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80-90%。

近年铅蓄电池消费淡旺季表征越来越不明显，全年企业开工较为稳定。上半年消费偏弱，一季度铅蓄电池企业成品库维持高位，二季度企业库存向经销商库存转移，下半年政策加持下，消费好转，铅蓄电池企业及经销商库存均有回落，截止至10月，铅蓄电池企业成品库存为21.28天，处于近三年中性水平；经销商库存为26.69天，处于近三年中性偏低水平。对于2025年，政策加持下，铅蓄电池消费有望边际增加，将继续支撑企业开工。

2.3.2.1 2024年精铅转为净进口，东南亚消费韧性支撑电池出口需求

2024年上半年国内供应扰动频发，国外炼厂复产但消费偏弱，沪铅走势强于伦铅，沪伦比价由年初7.6附近大幅上涨，7月底涨势高位9.7。铅锭进口窗口也自6月下旬开启，直至

8月中旬才关闭，这给到精铅及铅合金较充足的进口时间。海关数据显示，2024年7、8、9三个月精铅进口量分别为14248吨、53286吨、28640吨，同比大幅增加，伴随着铅锭进口窗口关闭及前期锁单货源到港后，10月进口量出现明显回落。数据来看，2024年10月精铅进口量1837吨，环比下降93.59%，铅合金进口量8355吨，1-10月精铅及铅材合金累计进口量为197444吨，累计同比增加363.9%。9月以来沪铅低位盘整，铅锭进口亏损维持在千元以上，预计年末进口量将延续环比回落，回归常态的态势。

沪伦比价的强势不利于铅锭及电池出口，全年铅锭出口处于亏损状态，导致2024年出口量同比降幅较大。海关数据来看，2024年10月精铅出口量1886吨，环比增加110.83%，同比减少90.63%，1-10月精铅及铅材合计出口36137吨，累计同比减少79.05%。目前沪伦比较以稳为主，年底铅锭出口预计平稳，全年出口量预估在2.3万吨，同比减少16.52万吨。

电池出口方面，2024年10月出口量1937.16万只，同比增加6.4%，1-10月累计出口量20524.46万只，累计同比增加1.6%。目前我国铅蓄电池主要出口国包括印度尼西亚、马来西亚、美国、墨西哥等，东南亚消费的改善对国内电池出口提振较大。6月沪伦比价大幅回升，电池出口竞争减弱，6、7月电池出口量环比连续两个月回落，部分东南亚订单流失，不过9月底以来电动自行车出口订单略有改善，电池出口逐步修复。

不过也需关注到，近年海外对我国出口电池反倾销调查此起彼伏，出口风险及阻力有所增加。2024年8月中旬，海合会对原产于或进口自中国或马来西亚的用于启动活塞式发动机的蓄电池发起反倾销调查，中国涉及影响企业集中在广东、浙江、湖北、江西等地以及部分马来西亚的中资企业。至9月该事件影响升级，目前中东国家企业已全面停止向相关企业采购铅蓄电池，并取消所有已下订单。从2023年数据来看，启动电池出口占总电池出口25.74%，其中海合会成员国启动活塞式发动机的蓄电池出口量占比全年启动电池出口7.17%（按电池个数），该事件对电池出口有一定拖累。

图表 24 铅蓄电池周度开工率情况



图表 25 铅蓄电池出口情况

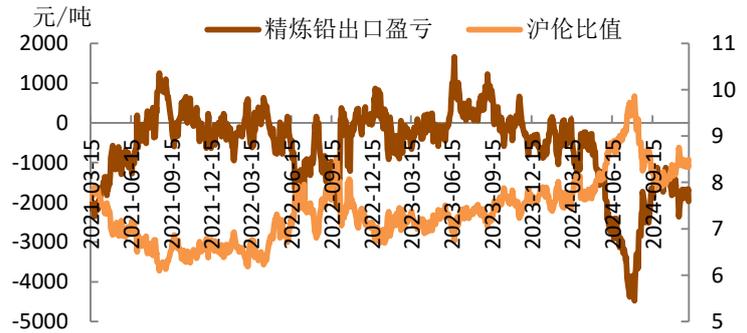


数据来源：iFinD，SMM，铜冠金源期货

图表 26 精炼铅出口情况

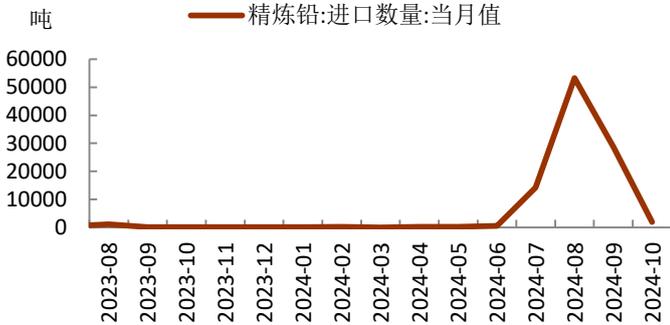


图表 27 精炼铅出口盈亏情况

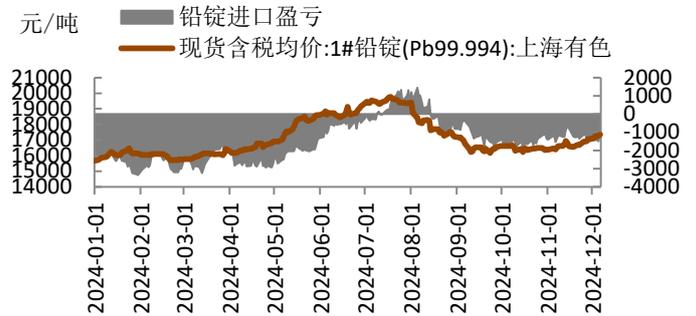


数据来源: iFinD, SMM, 铜冠金源期货

图表 28 精炼铅进口情况



图表 29 精炼铅进口盈亏情况



数据来源: iFinD, SMM, 铜冠金源期货

2.3.2.2 政策支持加码，铅蓄电池消费冬去春来

从终端需求来看，铅蓄电池细分市场占比结构中：起动机蓄电池主要用于汽车、拖拉机等起动和照明，消费占比达45%；动力型铅酸蓄电池则主要用于电动两轮车和电动三轮车等动力电车，消费占比28%；固定型蓄电池则主要用于通讯基站、发电厂、计算机系统中，其中通讯基站在我国铅酸蓄电池总消费量中占比约为8%；电力（风力、太阳能发电）占比7%。汽车及电动自称车电池需求仍占据半壁江山。

汽车板块，铅蓄电池需求由替换需求和新车配套需求构成，其中替换需求占总需求的70%以上。根据公安部数据，截至2024年6月底，全国汽车保有量3.45亿辆，而起动用铅酸蓄电池使用寿命3-5年，高保有量支撑电池替代需求平稳增长。

新增需求方面，根据中汽协数据，2024年1-11月，中国汽车产销分别完成2790.3万辆和2794万辆，同比分别增长2.9%和3.7%。其中，1-11月，新能源汽车产销分别完成1134.5万辆和1126.2万辆，同比分别增长34.6%和35.6%，新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的40.3%。今年汽车产销延续较高景气度，除了以旧换新政策持续加码支持外，车企价格战竞争环境改善，且新能源汽车旗舰项目上市也刺激了部分需求。预计全年，汽车产量有望达到3085万辆，同比增速2.3%。新能源汽车产量有望达到1180万辆，同比增速36%。对于2025年，国家

促消费、稳增长政策有望持续推进，包括延续汽车购置税减免、推进新能源汽车下乡等，将会继续刺激市场消费潜力，预计汽车维持稳中向好发展，汽车产量同比增速有望小幅增加至2.5%，汽车启动电池新增需求稳中偏增。

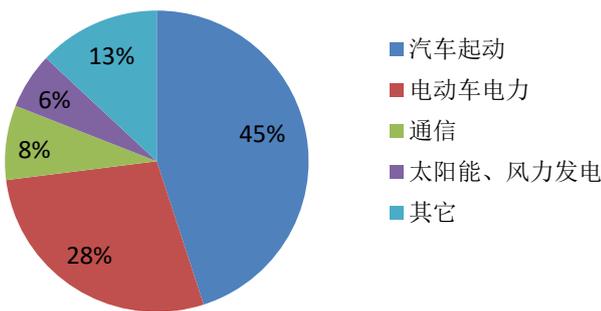
2021年以来新能源汽车产量占比稳步提升，同时锂电池也在2023年经历大幅降价。但考虑到大量车用电池消费发生在存量车辆的更换电池市场当中，锂电池对于铅酸蓄电池的替换仍需一段时间。

电动自行车板块：2019年实施的新国标以来，非标车过渡期为3-5年，造就了前几年电动车销量非常高，到了2024年置换周期基本结束，电动车销量已逐步回归正常水平。根据中国自行车协会发布的数据，2023年中国电动自行车产量为5035.2万辆，同比增长2.3%。尽管过渡期后需求减少，但电动自行车政策支持力度增强。8月底，商务部等5部门发布《推动电动自行车以旧换新实施方案》，因铅酸蓄电池在电动自行车用电池中占比高达近80%，且安全性较好、价格便宜，鼓励消费者交回老旧锂离子蓄电池电动自行车并换购铅酸蓄电池电动自行车，各地陆续发布具体补贴细则，补贴金额500-800元不等。9月19日，工信部会同多部门，对最新修订的《电动自行车安全技术规范》进行公开征求意见，其中将使用铅蓄电池的整车重量限值由55kg放宽至63kg。利多政策接踵，对铅蓄电池需求提振有望在2025年显现。

通信板块看，受益铅蓄电池于安全稳定的特性，在储能领域尤其是数据中心储能板块仍占有一席之地。

整体来看，铅酸蓄电池具备较好稳定性，仍是电池需求市场的中流砥柱，汽车及电动车高保有量支撑铅酸蓄电池替换需求的稳步增长。在国内以旧换新”政策利好提振下，铅酸蓄电池配套需求有望延续高景气度。同时随着 AI 及大数据的不断发展，储能电池板块仍有一定现象空间。

图表 30 铅酸蓄电池终端消费占比

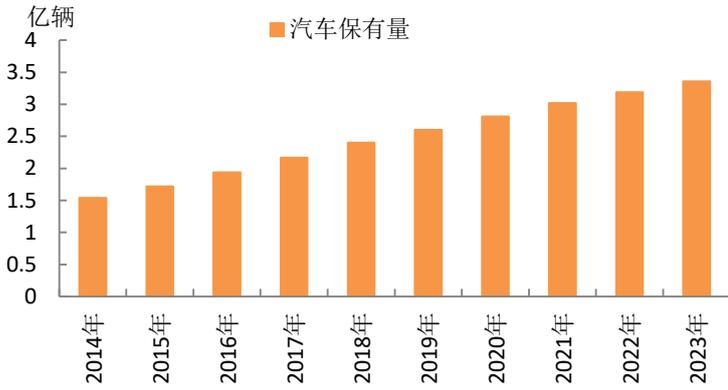


图表 31 汽车产量情况

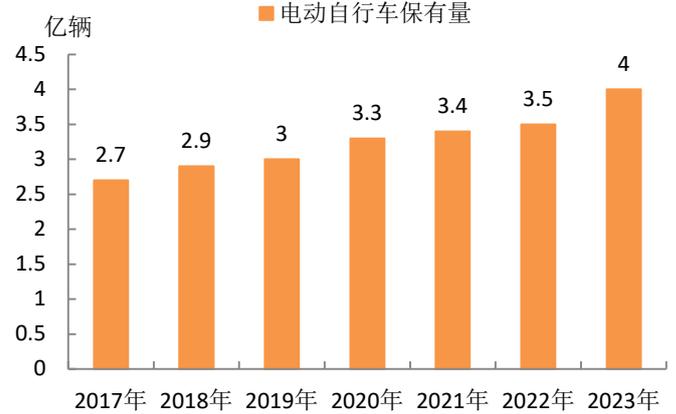


数据来源：iFinD，SMM，铜冠金源期货

图表 32 汽车保有量



图表 33 电动自行车保有量



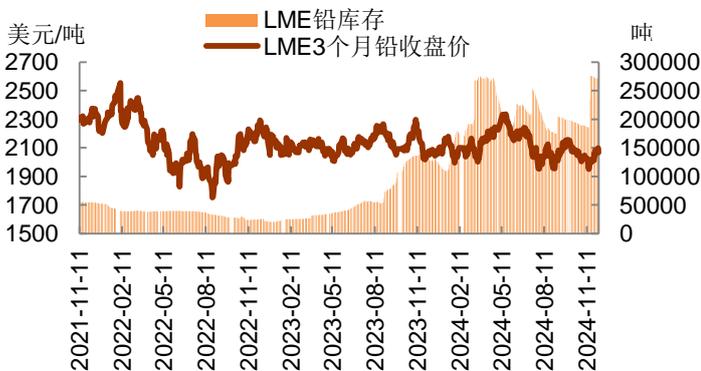
数据来源：iFinD，公安部，自行车协会，铜冠金源期货

2.4 全球显性库存压力较大

2024 年 LME 库存经历一波隐形库存交仓，一季度新加坡地区大幅交仓，库存从年初的 119050 吨攀升至 3 月中旬达 275925 吨，二三季度有所去库，进入 11 月库存重回持续上涨，其中 11 月 19、20 两日交仓达 9 万余手，库存快速攀升至近十四年来新高，随后小幅回落，截止至 12 月 11 日，库存为 266575 吨，较年初增加 147525 吨。海外产量稳步增加叠加消费疲软，预计库存仍将保持较高水平，隐形库存压力犹存。

2024 年国内库存压力较大，一季度常规季节性累库，二季度受交割因素影响，库存走势反复，三季度，再生铅炼厂检修增多，下游干洗采买带动社会库存消耗，四季度期现价差较高，持货商交仓热情维持高位，库存持续增加，11 月 18 日，库存增加至今年高位，也是近三年同期高位 8.5 万吨。11 月中旬后再生铅炼厂受扰动加大，库存持续回落，截止至 12 月 12 日，库存降至 5.79 万吨，较年初减少 0.97 万吨。

图表 34 LME 库存处近十四年高位



图表 35 国内库存绝对水平中性偏高



数据来源：iFinD，SMM，铜冠金源期货

三、总结与后市展望

原料端看，新增及复产背景下，2025 年全球铅矿延续修复，但量级有限，难以覆盖冶炼需求，加工费改善程度谨慎乐观。铅蓄电池报废缺口长期存在，叠加税费成本增加，废旧电瓶价格中枢稳步上移。

冶炼端，原生炼厂经营模式改变后，电解铅产量刚性指标影响减弱，考虑新增、技改项目投放及原料边际回升，电解铅产量同比增 2.8%。再生铅炼厂维持投产周期中，原料制约，新增项目兑现不确定性较大，同时利润及环保扰动阻碍产量释放弹性，预计再生铅产量增速 1.24%。

需求端，海外消费呈现局域不均衡特点，新兴市场增长潜力弥补欧美市场需求的下滑。国内汽车及电动自行车高保有量支撑消费的基本盘，以旧换新”政策利好提振下，铅蓄电池配套需求改善，叠加储能消费的边际增加，终端消费保持韧性。

整体来看，铅市矛盾集中在供应端，铅矿及废旧电瓶供需缺口难有扭转，消费增速较温和，铅锭过剩量级不显著，预计 2025 年铅价宽幅震荡为主，沪铅主要运行区间在 16000-19000 元/吨，伦铅在 1900-2300 美元/吨。

策略上：关注炼厂利润及环保因素导致供应矛盾发酵，从而带来阶段性较顺畅的做多机会；同时铅元素进口需求诉求较强，关注跨市反套机会。

图表 36 全球铅供需平衡表（万吨）

	2021 年	2022 年	2023 年	2024E	2025E
铅精矿供应	455.2	443.3	446.7	454.3	463.8
增速	2.59%	-2.61%	0.77%	2.91%	3.70%
精炼铅产量	1300	1277.6	1321.9	1319.3	1350.9
增速	3.63%	-1.72%	3.47%	-0.20%	2.40%
精炼铅需求	1295.4	1296.3	1311.1	1313.7	1338.7
增速	4.54%	0.07%	1.14%	0.20%	1.90%
精炼铅平衡	4.6	-18.7	10.8	5.5	12.2

数据来源：iFinD，ILZSG，SMM，铜冠金源期货

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

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

江苏分公司

地址：江苏省南京市江北新区华创路 68 号景枫乐创中心 B2 栋 1302 室

电话：025-57910813

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财富广场 A906 室

电话：0562-5819717

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

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 67 号 3 单元 17 层 4 号

电话：0411-84803386

杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区九堡街道九源路 9 号 1 幢 12 楼 1205 室

电话：0571-89700168



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。

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。