

铅锌年度报告：2020 年 12 月 31 日

沪铅震荡运行，沪锌先扬后抑

摘要：

- 明年宽松的货币环境使得市场的通胀预期保持不变。随着疫苗的推广，疫情对全球经济活动的影响将持续弱化，明年商品价格运行主逻辑还是需求的复苏，商品周期重回补库周期推动上游材料的需求，因此大宗商品价格运行重心将维持高位。
- 锌：供给端，明年预计呈现先紧后松的局面，下半年供应压力或将凸显。上半年矿端的供应压力将明显传导至冶炼端上，在需求整体向好的节奏下，推动价格走高。下半年随着供应的改善，库存压力将开始凸显，价格承压下行。综上，2021 年沪锌价格先扬后抑概率较大，运行区间 19000-24000 元/吨，操作思路上半年逢低做多，下半年逢高沽空，注意累库节奏。
- 铅：供给端，国外矿山增产较多，国内矿山新投产项目较多，国内再生铅产能亦有增加，2021 年供应压力较大。需求端受消费结构限制，受宏观影响较小。传统的汽车消费领域明年能提供部分增量，电动自行车消费或后继乏力，而 5G 移动基站等领域铅消费占比尚低，2021 年消费将稳中偏弱。综上，2021 年铅价震荡运行概率较大，运行区间 14200-17000 元/吨。操作上远期合约可逢低布局多单，注意淡季旺季的转换带来的价格变动机会。

铅锌产业链研究

作者姓名：王贤伟

邮箱：wangxianwei@csc.com.cn

电话：023-81157343

期货投资咨询资格号：Z0015983

发布日期：2020 年 12 月 31 日

目 录

一、行情回顾.....	4
二、宏观经济形势与政策分析	6
三、铅锌基本面分析	9
1、全球锌供需转为过剩	9
2、国外锌矿山将继续扩产	9
3、国内锌精矿供应偏紧	10
4、锌加工费持续回落	11
5、内外库存发生分化	12
6、终端消费稳中有增	12
7、全球铅供需略微紧缺	15
8、铅精矿供应有望缓增	16
9、国内精炼铅产量将稳中有增	17
10、铅库存同处累库状态	19
11、消费或将持续走低	19
四、行情展望与投资策略	22

图表目录

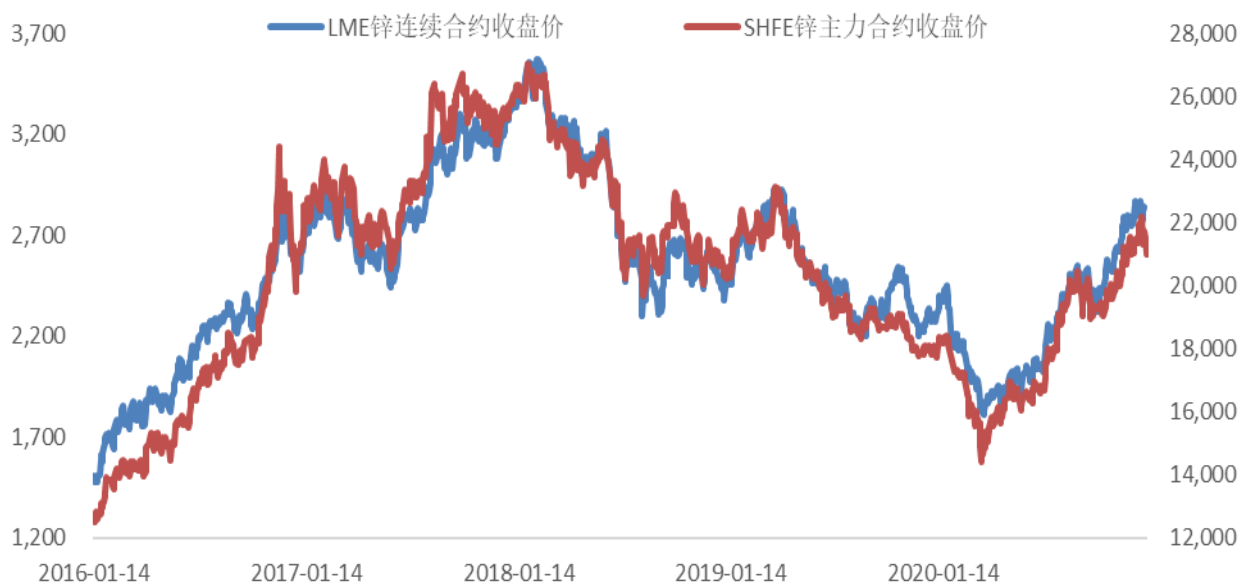
图 1 沪锌及伦锌价格走势	4
图 2 沪铅及伦铅价格走势	5
图 3: 美国基准利率及债券收益率 (%)	6
图 4: 英国及欧元区利率 (%)	6
图 5: 美国 ISM 制造业和非制造业 PMI 指数	7
图 6: 欧元区采购经理人指数	7
图 7: 中国工业增加值同比增速 (%)	8
图 8: 中国制造业 PMI 指数	8
图 9: 中国货币供应增速及剪刀差变动 (%)	8
图 10: 中国社会融资规模(万亿)及新增信贷占比 (%)	8
图 11: WBMS 全球锌供应平衡表	9
图 12: 全球锌矿供应 (千吨)	9
表 1: 2020-2021 年锌外矿预计新增复产情况 (单位: 万吨)	10
图 13: 锌精矿产量 (万吨)	11
图 14: 锌精矿进口量 (万吨)	11
图 15: 国内精炼锌产量 (万吨)	11
图 16: 国内精炼锌进口量 (万吨)	11
图 17: 锌外矿 TC 加工费 (美元)	12
图 18: 国内锌精矿加工费 (南北方)	12
图 19: LME 锌库存 (万吨)	12
图 20: 上期所锌库存 (吨)	12
图 21: 房屋竣工面积 (万平方米)	13
图 22: 房地产投资完成额 (万亿)	13
图 23: 国内汽车销量 (万辆)	14
图 24: 国内汽车产量 (万辆)	14
图 25: 新能源汽车销量及预测 (单位: 万辆)	14
图 26: 新能源汽车产量及预测 (单位: 万辆)	14
图 27: 我国主要家电销量 (单位: 万台)	14
图 28: 我国主要家电产量 (单位: 万台)	14
图 29: 我国电力电缆产量: 当月值 (单位: 千米)	15
图 30: 我国特高压产量 (单位: 公里)	15
图 31: WBMS 全球铅供应平衡表	16
图 32: 全球铅矿产量 (千吨)	16
图 33: 海外铅矿山新增产能 (万吨)	16
图 34: 国内铅矿山项目 (万吨)	16
图 35: 铅精矿产量及同比 (千吨)	17
图 36: 铅精矿进口量及同比 (吨)	17
图 37: 国内精炼铅产量 (万吨)	18
图 38: 国内精炼铅进口量 (万吨)	18

表 2: 2020-2021 年预计国内原生铅新投产情况 (单位: 万吨)	18
表 3: 2019-2021 预计国内再生铅新增复产情况 (单位: 万吨)	18
图 39: LME 铅库存 (万吨)	19
图 40: 上期所铅库存 (万吨)	19
图 41: 铅酸蓄电池产量同比	20
图 42: 中国移动通信基站建设 (万信道)	20
图 43: 国内汽车销量 (万辆)	20
图 44: 国内汽车产量 (万辆)	20
图 45: 新能源汽车产量累计值 (万辆)	21
图 46: 电动自行车产量累计值 (万辆)	21
重要声明	23

一、行情回顾

2020 年新冠疫情肆虐全球，大宗商品价格再现极端行情。疫情的发展形势是贯穿全年的价格运行主线，而不同国家的应对政策，经济表现则影响不同市场商品的价格运行节奏。2020 年大致可分为四个阶段。第一阶段：1-3 月：疫情的爆发导致全国面临封锁，国内炼厂提前备库，整体开工维持，但由于交通不畅，炼厂面临副产品硫酸胀库等风险。同时下游中小企业复工延迟，消费羸弱导致锌锭大幅累库。锌价承压下行，而后随着疫情在海外爆发，锌价二次探底，最低触及 14245 元/吨。第二阶段：4-6 月，随着国内的疫情得到控制，国内生产基本恢复，下游出现赶工情况，价格持续反弹，价格重心在 16500 元/吨附近徘徊。第三阶段：7-9 月，海外疫情依然严峻，各国政府持续放水，全球货币流动性宽松，通胀预期叠加需求边际恢复，同时市场对锌存补涨预期，锌价再次拉升，触及年前高位。第四阶段：10-12 月，海外矿山受疫情影响，投产不及预期。矿石供应偏紧，促使 TC 加工费持续下滑。而消费在海外订单转移至国内，叠加国内赶工期完成全年目标等情况下，传统淡季消费依然偏好，锌价再次上行，最高突破 22000 元/吨。

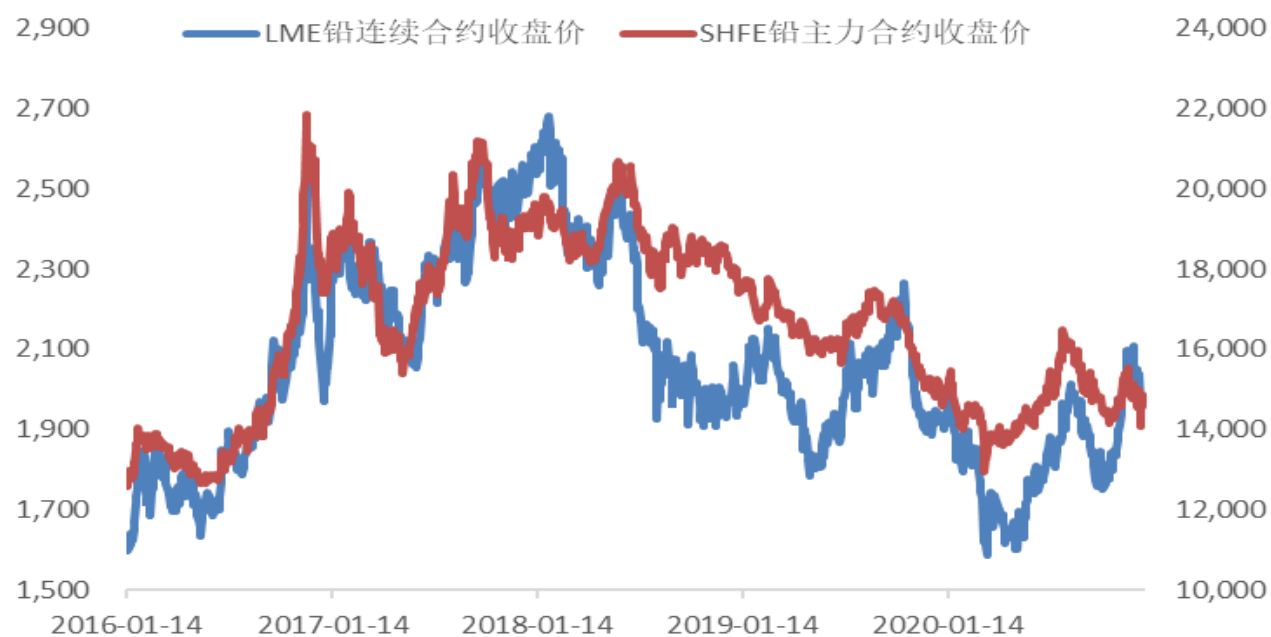
图 1 沪锌及伦锌价格走势



数据来源：Wind，中信建投期货

2020 铅价走势整体仍然延续 2019 年弱势运行态势。受制于基本面，全年走势明显弱于其他有色金属。其全年走势大致可分为 4 个阶段。第一阶段：1-3 月，受疫情影响，恐慌情绪蔓延，铅价面临两次探底，主力合约最低触及 12640 元/吨。第二阶段：3-8 月，国内疫情好转叠加需求复苏，库存持续去化，供应受制于原料废电瓶紧缺，供需出现阶段性错配，价格一度反弹至 16500 元之上。第三阶段：8-10 月，由于铅消费结构单一，其受宏观影响程度较低，随着生产的持续恢复，价格运行逻辑重回基本面，9 月之后淡季因素开始凸显，铅价承压下行。第四阶段：10-12 月，内外盘走势出现分化。受海外需求复苏影响，伦铅走势明显强于沪铅，内外价差进一步扩大。而沪铅在短暂反弹之后再次走弱。

图 2 沪铅及伦铅价格走势



数据来源: Wind, 中信建投期货

二、宏观经济形势与政策分析

1、货币宽松环境维持，全球经济复苏态势不变

目前美国经济持续承压，通胀不及预期，货币政策将保持宽松。受新冠疫情的冲击，美联储 2020 年内实施了两次降息，且史无前例地在一个月內完成了这两次降息，将利率降至零的水平并开始“无上限”的量化宽松政策。由于美国大选的影响导致美国财政刺激法案谈判陷入僵局，美联储经历了由主动扩表到被动缩表的过程。美联储主席鲍威尔称将维持利率不变直至实现通胀升至 2%、就业实现最大化的目标。美联储 12 月议息会议点阵图中值显示，美联储官员整体预计直至 2023 年也无需加息。2020 年美国 PMI 在经历了 1-3 月的急剧下滑后开始稳步上升至 55% 以上，3 月后经济扩张速度较快。总的来说，全球依然遭受着新一轮的新冠疫情冲击，虽然需求收缩，商品通胀短期内难以改善，但是由于前期较大幅度的降息操作，以及新冠疫苗即将问世，预计 2021 年美联储的降息空间较小。

欧洲方面，由于经济探底风险大，叠加新一轮的疫情冲击，欧央行或将持续宽松。今年 3 月，欧洲央行推出紧急抗疫购债计划（PEPP），6 月将 PEPP 亿欧元扩大至 1.35 万亿欧元，进一步扩大规模；12 月欧央行决定，将主要再融资操作利率维持在 0，边际贷款便利利率维持在 0.25%，存款便利利率维持在 -0.50% 不变，直至达到 2% 的通胀前景预期；同时将 PEPP 规模增加 5000 亿欧元，总额达到 1.85 万亿欧元，并至少持续至 2022 年 3 月底；欧洲还展开定向长期再融资操作（TLTRO），第三轮 TLTRO 优惠利率将持续至 2022 年 6 月，此前为持续至 2021 年 6 月。欧央行的刺激政策发挥作用，2020 年欧元区 PMI 在短期内骤降后重回枯荣线附近，但是经济景气程度依然较低。总的来说，在欧央行利率政策有限的情况下，其在探索更多元的经济刺激计划，预计 2021 年货币政策仍将保持整体宽松。

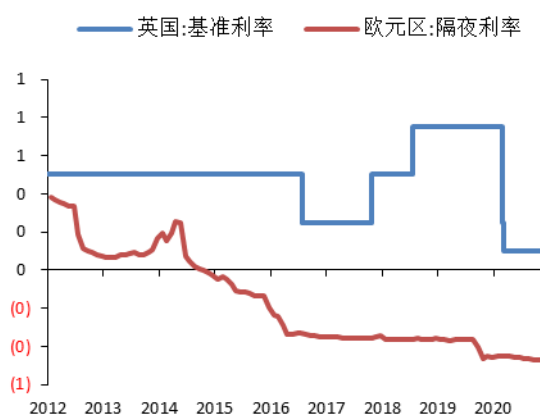
在经济下行周期叠加新冠疫情冲击的背景下，目前全球主要经济体货币政策均呈现整体宽松的局面。2020 年美国实体经济增长缓慢，金融行业持续火热，总体在货币政策的刺激下呈缓慢复苏态势。货币政策空间较小，继续降息可能性不大。欧洲目前经济低迷，长达 4 年的英国脱欧终于落下帷幕。未来将继续持续美强欧弱的局面。

图 3：美国基准利率及债券收益率（%）



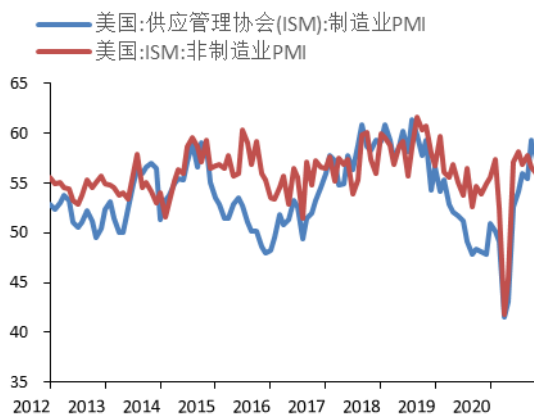
数据来源：Wind，中信建投期货

图 4：英国及欧元区利率（%）



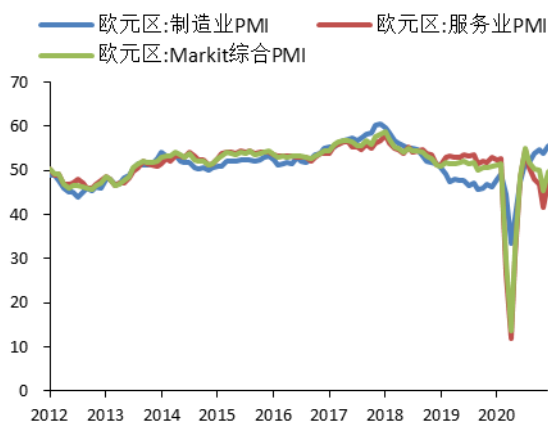
数据来源：Wind，中信建投期货

图 5：美国 ISM 制造业和非制造业 PMI 指数



数据来源：Wind，中信建投期货

图 6：欧元区采购经理人指数



数据来源：Wind，中信建投期货

2、国内经济持续恢复，货币政策保持稳健

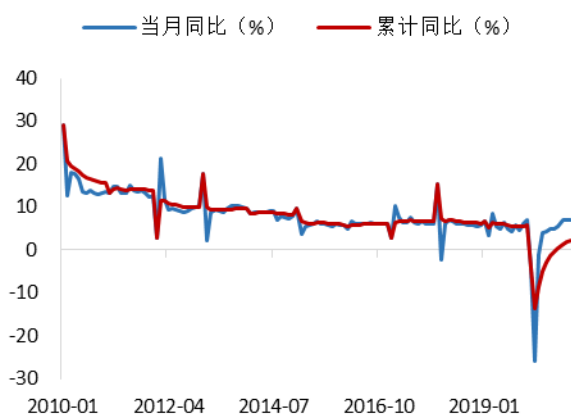
2020 年，在新冠疫情的影响下，一季度全国几乎全部停工停产，给我国经济造成巨大冲击，但随着国内疫情得到控制，海外疫情形势依然严峻的背景下，国内经济在稳中恢复但压力仍存。2019 年 1-11 月，中国工业增加值累计同比增长 2.3%，较去年同期降低 3.3pct，1-3 月断崖式下滑后开始保持持续上升趋势。从制造业 PMI 看，我国制造业从 2018 年 12 月起在荣枯线窄幅游移，数据显示，尽管受全球经济下行市场悲观情绪影响，但 PMI 较欧美地区更有韧性。截至 11 月，PMI 重回扩张区间，经济复苏的概率进一步增大。

2020 年，融资形势有所改善。人民银行统计数据显示，截至 2020 年 11 月，狭义货币供应量 M1 同比增长 10%，较 2019 年同期增长 6.5pcts，持续 2019 年的增长态势；广义货币供应量 M2 同比增长 10.7%，增速较 2019 年同期高 2.5pcts，增速高位盘旋。M1 和 M2 增速剪刀差从去年较低水平 -8% 缩窄至 -0.7%，表明在积极的财政政策和稳健的货币政策实施下，企业融资压力有所减小。

在 2020 年 12 月中央经济会议中指出，2021 年将宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，保持对经济恢复的必要支持力度，保持“积极的财政政策和稳健的货币政策”的大基调不变；坚持房住不炒定位，加快完善长租房政策；提高上市公司质量，打击各种逃废债行为，强化反垄断和防止资本无序扩张，反垄断、反不正当竞争。因此，我们预测 2021 年货币政策将保持整体宽松局面。

2020 年，中国作为世界唯一经济正增长的主要经济体，表明了我国控制疫情之迅速，经济复苏之快。但是疫情和外部环境依然具有不确定性，经济恢复基础尚不牢固，复苏不稳定不平衡，宏观压力依然存在。2021 年将是我国“十四五规划”的开局之年，宏观经济将继续保持稳中有升态势。

图 7：中国工业增加值同比增速（%）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 8：中国制造业 PMI 指数



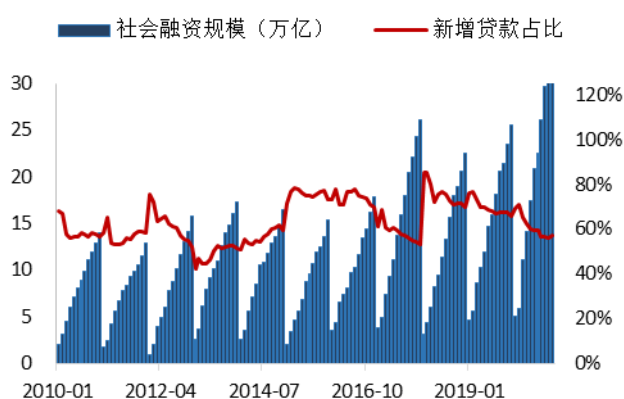
数据来源：Wind，中信建投期货

图 9：中国货币供应增速及剪刀差变动（%）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 10：中国社会融资规模(万亿)及新增信贷占比（%）



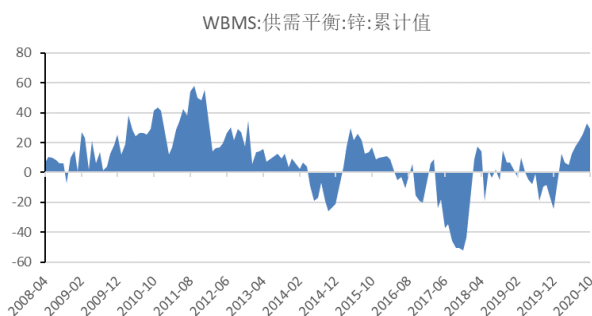
数据来源：Wind，中信建投期货

三、铅锌基本面分析

1、全球锌供需转为过剩

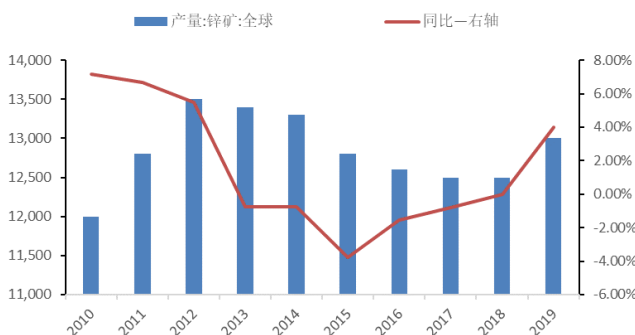
世界金属统计局(WBMS)最新公布的数据显示,2020 年 1-10 月全球锌市场过剩 29.3 万吨,而 2019 年全年供给短缺 24.4 万吨,相较于 2018 年供给过剩 6.7 万吨与 2017 年同期短缺 43.8 万吨,全球锌供应发生明显转变,2020 年全年呈现供给过剩状态。ILZSG 数据显示,2020 年 1 月-10 月全球锌精矿累计产量 1122.3 万吨,近几年全球锌矿山连续四年保持增产趋势,而海外锌矿逐步放量也导致供应趋宽,锌矿供应压力仍存。

图 11: WBMS 全球锌供应平衡表



数据来源: Wind, 中信建投期货

图 12: 全球锌矿供应(千吨)



数据来源: Wind, 中信建投期货

2、国外锌矿山将继续扩产

2020 年 3 月份国外疫情开始爆发后,各国采取措施防止疫情扩散,直接影响当地锌精矿采选和发运,其中秘鲁、墨西哥等重要锌精矿生产国受影响较为严重。因疫情造成的锌精矿减量占全年产量(年初预测值)5%。年初统计 2020 年全球锌精矿产量同比增速 8.2%,到 10 月份调整为同比-4%,自 2016 年以来首次同比下降,且下降幅度较大。16 年来全球锌精矿产量处于上升态势,疫情的影响暂时的影响了这一态势,全球产量扩张速度有所放缓。

2020 年南非 Gamsberg 原计划新增投产 9 万吨,实际投产 2 万吨;智利铜锌矿 Antamina 原计划锌矿增量或高达 16 万吨,实际增产 2 万吨;Penasquito 选矿厂预计 2020 年新增锌矿产量 8 万吨,实际增产为 0;伦丁矿业葡萄牙 Neves Corvo 矿山、嘉能可旗下哈萨克斯坦 Zhairem 锌矿 2020 年均没有新增产能,总量来看 2020 年增量为 15 万吨。

目前多数矿山增产日程已推至 2021 年,但实际投产情况仍取决于国外疫情的发展。产能释放的节奏上,目前公布的数据显示 2021 年的增量产能为 45.5 万金属吨。考虑到目前锌价已回升至高位,同时 TC 加工费价格进一步回落,矿山利润持续提高,矿山投产意愿较强。

表 1：2020-2021 年锌外矿预计新增复产情况（单位：万吨）

矿山名称	所属公司	2020年产量增减	2021年预计产量增减
Mount Isa, McArthur River	Glencore	1.8	2
Dugald River	MMG	-5	1
Century	New Century	6	3
Gamsberg（一期）	Vedanta	2	5
Rampura Agucha	HZL	5	5
Sindesar Khurd	HZL	1.5	6
Zawar	HZL	2	4
Rajpura Dariba	HZL	0.5	2
Antamina	Glencore	2	5
Matagami, Kidd	Glencore	0.5	0.5
Argentina, Bolivia, Peru	Glencore	1.5	0
Red Dog	Teck	0.5	-1
Pend Oreille	Teck	-1	0
Vazante Morro、Agudo	Nexa	1	1
Cerro Lindo、El Porvenir、Atacocha	Nexa	-2	3
Veta Grande	Santacruz	-0.5	1
Caribou	Trevali	-0.5	0.5
Tara、Garpenberg	Boliden	-0.3	0.5
Zhairem	Glencore	0	5
Neves-Corvo	Lundin Mining	0	2
合计		15	45.5

数据来源：百川资讯，中信建投期货

3、国内锌精矿供应偏紧

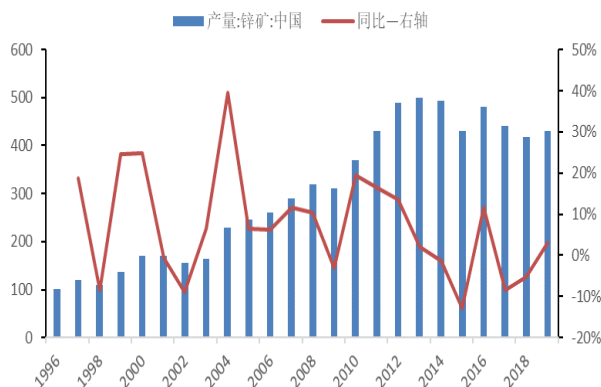
2020 年锌矿国内供应持续偏紧。我国锌精矿供应主要供应结构为进口为主，国产为辅。2020 年一季度受疫情影响影响，国内部分矿山开工受限。4、5 月份高海拔地区及前期受限矿山开始生产，但国外疫情开始爆发，进口矿供应开始缩水。3 季度供应整体较为宽松，但炼厂原料库存水平处于中等水平。而后国内消费淡季不淡，炼厂开工率维持，此时高海拔地区矿山又逐渐停产，内外矿供应同时趋紧并持续至年末。

数据来看，根据 SMM 数据显示，1-11 月份国内锌精矿产量为 55 万吨，累计同比增速 4.57%，其中 11 月国内精炼锌冶炼厂样本合金产量为 8.18 万吨，环比基本持平。进口方面，我国主要为锌消费大国。在经历了 2019 年进口锌矿的增速放缓之后，2020 年开关锌矿进口 69.2 万吨，同比增速达到 129.9%。之后增速有所回落，全年的平均同比增速达到 72%。2-11 月的累计进口 328.12 万吨，同比增速 45.76%。

2021 年我们认为上半年供应整体偏紧，至少一季度国内锌矿供应仍相对偏紧，而后将转向小幅宽松的格局。一方面国外疫情依然严峻，尤其是变异新冠病毒造成的影响仍未可知，海关严查将持续进行，这将进一步影响外矿回流的效率，同时高海拔地区依然处于停产状态，恢复生产需等到 4、5 月份，一季度国内矿供应依然偏紧。另一方面目前矿山生产利润处于历史高位，矿山投产意愿较强。原计划 2020 投产的项目湖南花垣县矿区，甘肃西成矿脉厂坝铅锌矿、郭家沟铅锌矿，青海西旺矿业以及内蒙八岔沟铅锌矿投产较为缓慢，在高利润刺激下，

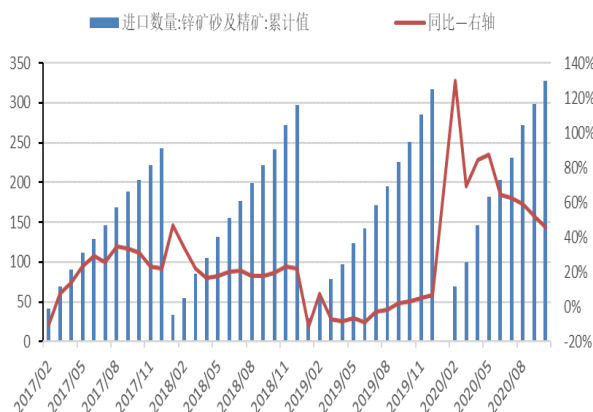
生产成本已能覆盖，投产节奏有望增速。

图 13：锌精矿产量（万吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 14：锌精矿进口量（万吨）



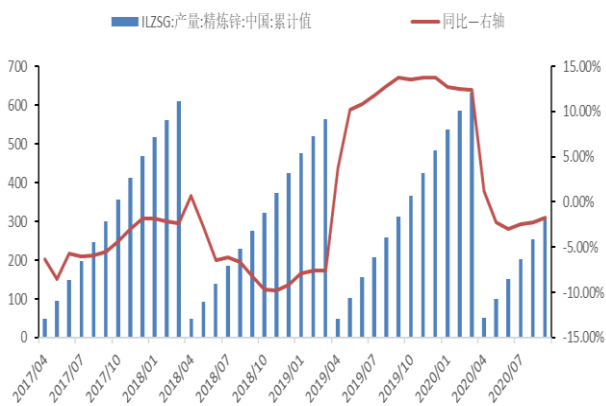
数据来源：Wind，中信建投期货

4、锌加工费持续回落

2016-2017 年，外矿 TC 加工费处于历史低位，一度于 5-25 美元，除开二八分层，炼厂几乎无利润可言。2018 年外矿 TC 加工费逐步上调炼厂利润逐渐好转，锌矿传导至锌锭流程渐显通畅。目前外矿加工费为 85 美元，较去年高位 320 美元已下跌近 70%。国内加工费下跌幅度弱于国外，目前南北方加工费 4100 元-4300 元/吨，冶炼利润持续缩减，锌矿供需矛盾或开始向金属端转移。

对于后市加工费的趋势，我们认为从历史数据，及当前的供需格局来看，TC 加工费仍有下跌空间。在一季度，炼厂生产或面临极低利润，甚至是无利润水平。之后随着锌精矿的供应逐渐恢复，TC 加工费有望触底反弹。

图 15：国内精炼锌产量（万吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 16：国内精炼锌进口量（万吨）



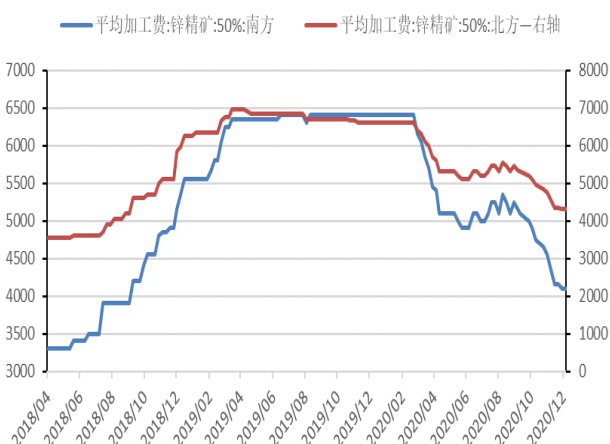
数据来源：Wind，中信建投期货

图 17: 锌外矿 TC 加工费 (美元)



数据来源: Wind, 中信建投期货

图 18: 国内锌精矿加工费 (南北方)



数据来源: Wind, 中信建投期货

5、内外库存发生分化

在 2019 年我们预测库存在 2020 上半年开始进入累库阶段，现在看到基本符合预期。由于国内外疫情防控的局势不同，库存走势发生明显分化，今年上半年海外需求受到抑制，库存持续累增。而国内库存在 3 月底疫情得到控制之后，库存便处于持续去库状态。预计明年初将重回累库状态，不同的库存周期将对价格形成相反的作用，预计内外价差或进一步扩大，可关注跨市场套利机会。

图 19: LME 锌库存 (万吨)



数据来源: Wind, 中信建投期货

图 20: 上期所锌库存 (吨)



数据来源: Wind, 中信建投期货

6、终端消费稳中有增

受海外疫情拖累，全球经济复苏节奏慢于国内。作为具备完整产业链的大国，在完成工业恢复的同时，亦承接来自海外的新增需求。在国内需求持续恢复叠加新增的海外需求刺激下，下游加工企业开工率下半年持续维持高位，消费表现为淡季不淡。对于明年的终端消费，我们认为建筑消费稳中略增，交通运输板块汽车行

业景气度提升，且新能源板块提供新的消费增量。耐用消费品整体消费量预计有所提升，但电力板块或稳中有降。

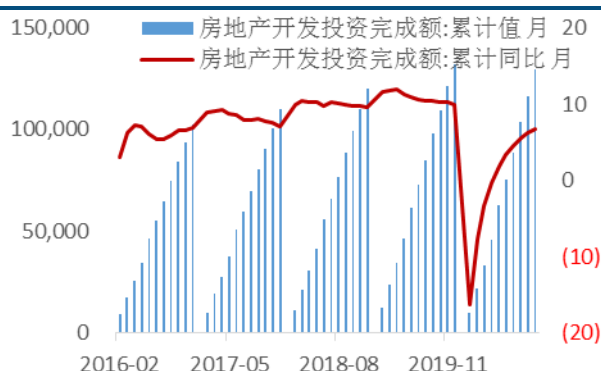
2020 年 1—11 月份，房地产开发企业房屋施工面积 902424.8 万平方米，同比增长 3.2%，回落 5.5 个百分点。其中，房屋新开工面积 147343 万平方米，降低 2%，增速回落 10.6 个百分点；房屋竣工面积 59172.64 万平方米，下降 7.3%，降幅收窄 2.8 个百分点。从开工增速和竣工增速来看，数据表明二者之间或许存在两年左右的滞后期。进入 2020 年，由于新冠疫情导致了竣工周期延后，2020 年 1-11 月竣工面积累计同比下降 7.3%，降幅较 1-10 月份收窄了 1.9 个百分点，2020 年已连续 10 个月收窄降幅。我们预测，在中央经济工作会议定调 2021 年政策宽松的基础上，随着全面复工复产的到来，2021-2022 将迎来竣工面积的高峰期。

图 21：房屋竣工面积（万平方米）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 22：房地产投资完成额（万亿）

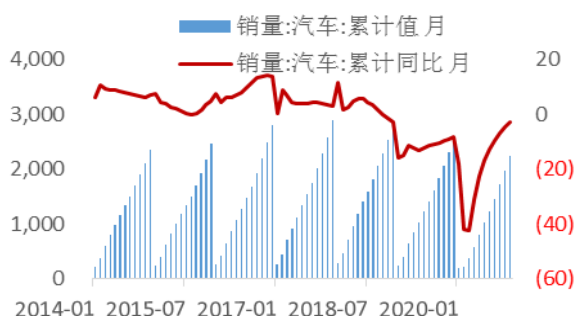


数据来源：Wind，中信建投期货

1-11 月，汽车产销分别完成 2237.2 万辆和 2247 万辆，产销量同比分别下降 3% 和 2.9%，产销量降幅比 1-10 月分别收窄 1.6 和 1.8 个百分点。新能源汽车在支撑汽车工业发展方面表现亮眼。预计 2020 年新能源汽车产销量分别为 125 万辆、130 万辆。同比增长 0.64%、7.79%。2020 年 11 月我国发布《国务院办公厅关于印发新能源汽车产业发展规划（2021-2035）的通知》，提出到 2025 年纯电动乘用车新车平均电耗降至 12.0 千瓦时/百公里，新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的 20% 左右的目标。预计未来五年新能源汽车将迎来重大利好。中汽协及 IDC 中国预测 2021 年产销量预计将同比增长 33.6%、38.6%。未来五年我国总的汽车产量将保持 4% 的增速。

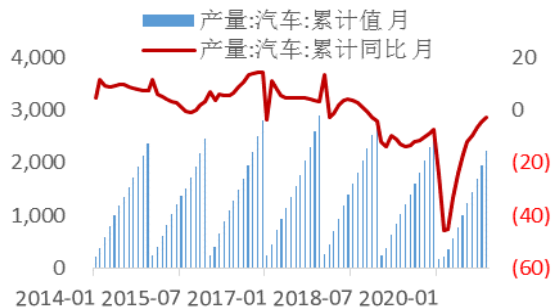
相较而言，在新能源快速发展的同时，传统汽车的产销量占比在逐渐减少。根据中汽协及 IDC 中国预测，我国新能源汽车未来将迎来高速发展阶段。2020 年以后将保持年均超过 20% 的增速，并有望在 2025 年产销量分别达到 669 万辆和 542.4 万辆。我们统计估计 2020 年汽车产量 2543.13 万辆，其中新能源汽车产量预计为 125 万辆；2021 年汽车总产量将达到 2644.86 万辆，其中新能源汽车将达到 167 万辆。

图 23：国内汽车销量（万辆）



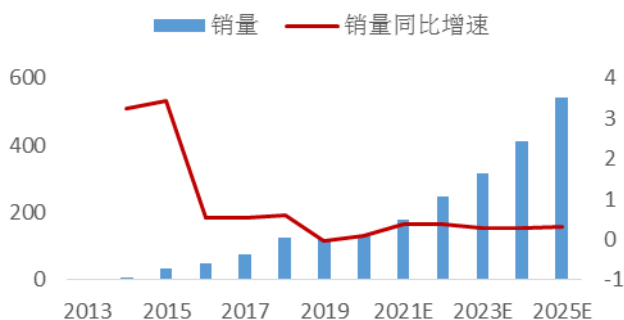
数据来源：Wind，中信建投期货

图 24：国内汽车产量（万辆）



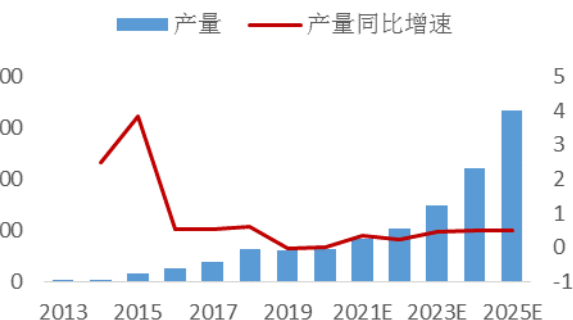
数据来源：Wind，中信建投期货

图 25：新能源汽车销量及预测（单位：万辆）



数据来源：中汽协，IDC 中国，中信建投期货

图 26：新能源汽车产量及预测（单位：万辆）



数据来源：中汽协，IDC 中国，中信建投期货

2020 年我国主要家电产销表现平稳，据奥维云网预测预计 2021 年洗衣机市场国内整体销量为 3891 万台，同比上涨 5.7%。零售额为 758 亿元，同比上升 7.2%；预计 2020 年中国空调零售量规模为 5120 万台，同比下降 15.1%，预计 2021 年零售规模有望达到 5924 万台，同比增长 15.7%；2021 年冰箱市场零售量为 3321 万台，同比增长 2.5%；零售额为 919 亿元，同比增长 3.1%；预计 2021 年销售总额 881.8 万台，同比增长 5.9%。疫情增加了人们的居家时间，同时海外对冰箱、冰柜等保温类电器需求提升。

图 27：我国主要家电销量（单位：万台）

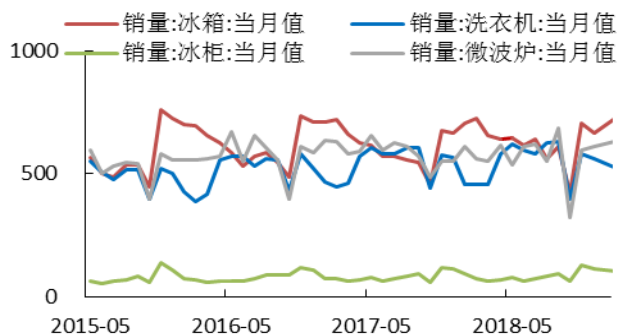
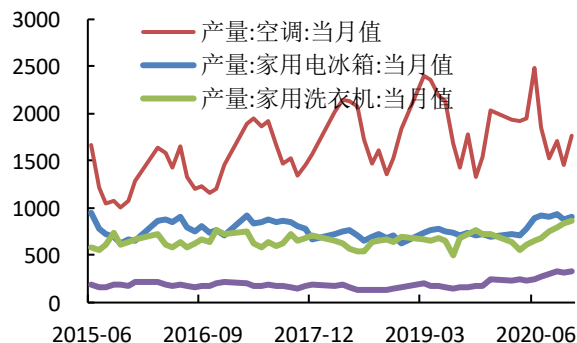


图 28：我国主要家电产量（单位：万台）



数据来源: Wind, 中信建投期货

数据来源: Wind, 中信建投期货

电力电缆项目主要涉及的是镀锌铁塔。国家电网发布的 2020 年重点工作任务计划显示, 2020 年年内将计划完成 7 条特高压线路核准工作, 开工特高压线路 3 条, 剩余 4 条将在 2021-2022 年陆续开工。但是随着 2020 年接近尾声, 特高压项目落地寥寥, 电网投资增速也明显放缓。根据国家能源局数据显示, 2020 年 1-10 月电网基本建设投资累计完成值为 3371 亿元, 仅完成年度计划的 75%。明年特高压落地情况仍待观察, 以及特高压建设周期长, 短期特高压项目对锌的拉动有限。

图 29: 我国电力电缆产量: 当月值 (单位: 千米)



数据来源: wind, 中信建投期货

图 30: 我国特高压产量 (单位: 公里)



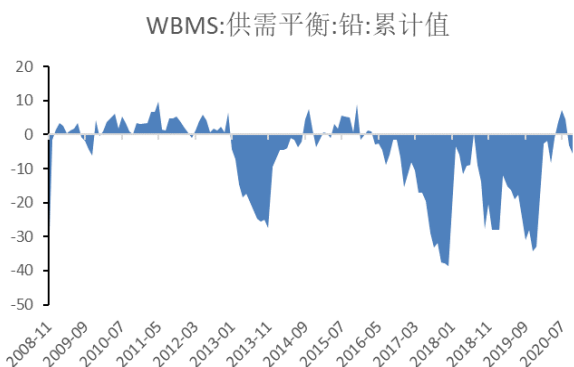
数据来源: 前瞻产业研究院, 中信建投期货

小结: 供给端, 明年预计呈现先紧后松的局面, 下半年供应压力或将凸显。需求端来看, 地产处于竣工周期仍能提供部分增量, 汽车行业景气度有所回升, 耐用消费品稳中略升。出口方面, 在全球经济复苏的节奏下, 镀锌板出口或有所恢复, 消费整体向好。

7、全球铅供需略微紧缺

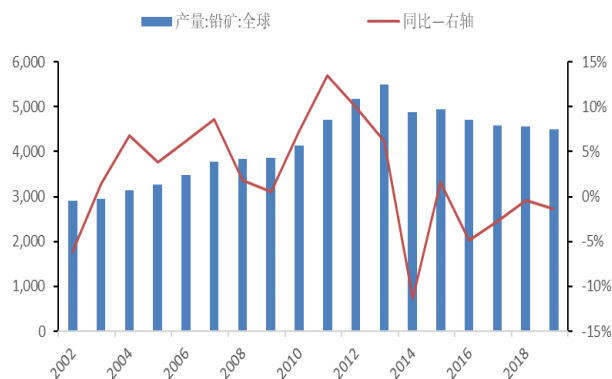
去年我们在年报中预测今年全球铅供需将由短缺转为过剩, 从目前公布的数据来看, 大致符合预期, 主因疫情拖累产出节奏。据世界金属统计局 (WBMS) 公布数据显示, 2020 年 1-10 月, 全球铅市供应短缺 5.7 万吨, 相较 2019 年同期短缺 28 万吨, 缺口已经显著收缩, 虽然全球铅市场仍然面临短缺, 但全球铅矿供应较前几年有所增加。主要的变化是由于 2020 年疫情导致全球铅矿产出低于预期, 导致今年供需出现缺口。2021 预计年产能将再度回升, 届时供应局面将转为宽松。

图 31: WBMS 全球铅供应平衡表



数据来源: Wind, 中信建投期货

图 32: 全球铅矿产量 (千吨)



数据来源: Wind, 中信建投期货

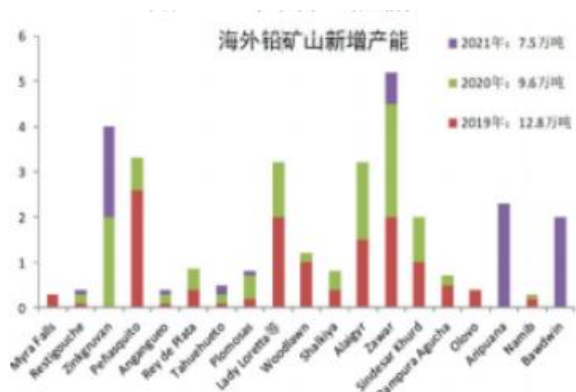
8、铅精矿供应有望缓增

在 2019 年间，全球范围内多数矿企面临矿山品位下降而导致运营成本提升的问题，因此部分企业加大了对新矿山的开采以及开采技术的更新。2019 年预期 2020 年铅精矿投产增加，但受疫情影响实际投产不及预期。受影响最严重的美洲地区，如秘鲁、墨西哥，所在国的防疫要求使得矿山大范围关停。其他地区如加拿大的 Coribou 铅锌矿山、葡萄牙 Neves Corvo 矿山亦发生不同程度减产，预计 2020 年全球精矿产量下降 4% 左右。

我国铅精矿自 2013 年起产量逐年下滑，中国 2019 年铅精矿产量 210 万吨，2020 年铅精矿产量 209 万吨，铅精矿产量比较稳定，铅精矿进口 82 万吨，相比 2019 年同比下降 5.7%。我国铅精矿对外依存度依然较高，且呈连续增长态势。今年运输受疫情影响，进口不及往年。

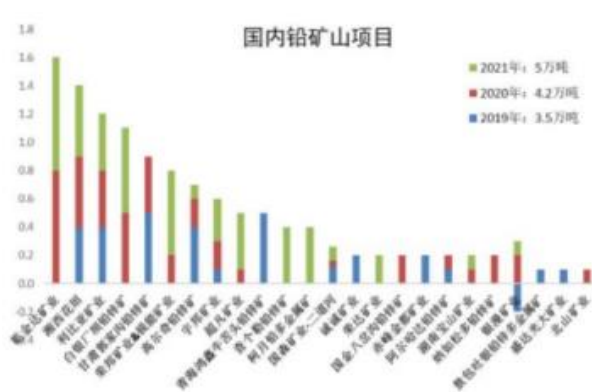
预计 2021 年全球铅精矿供应有望增加。主要是随着疫苗的逐渐推广，预计明年疫情对经济活动的影响将边际减弱。而 2020 年原先计划投产的新增产能，大概率将于 2021 年释放。根据国内安泰科机构的远期预估，2020 年海外矿山新增产能超过 9.6 万吨，2021 年新增产能 7.5 万吨，对于 2022 年，随着各项目达产，待投产矿山项目将有所减少。国内矿山来看，2020 年国内原生铅企业多数面临矿山老化，矿石品位下降等问题，开工项目不多仅 4.2 万吨左右。另外，国内环保政策更倾向于鼓励再生资源利用，再生铅产能的持续提升对铅精矿的开采供应形成压制。预计的未来产量难有较大的增量，2021 年我国铅精矿仍将以进口为主，自产为辅。

图 33: 海外铅矿山新增产能 (万吨)



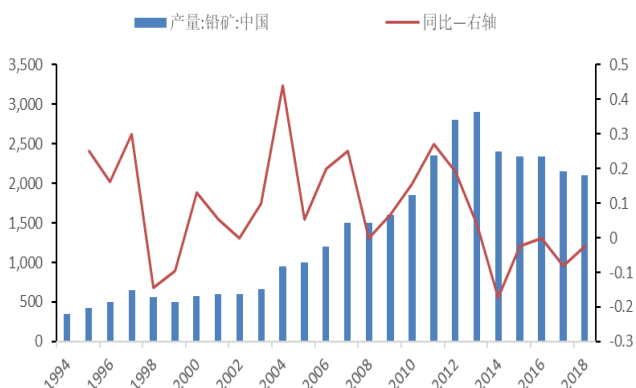
数据来源: 安泰科, 中信建投期货

图 34: 国内铅矿山项目 (万吨)



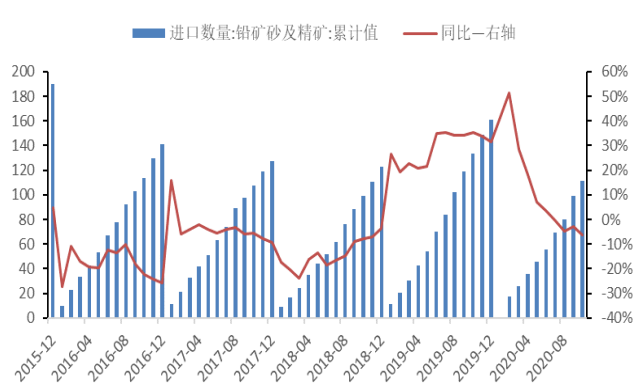
数据来源: 安泰科, 中信建投期货

图 35：铅精矿产量及同比（千吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 36：铅精矿进口量及同比（吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

9、国内精炼铅产量将稳中有增

截至 10 月份全球精炼铅产出累计量为 971.3 万吨，累计同比微幅增长 0.8%。且从 5 月份开始，全球精炼铅产出当月同比开始转为正增长，在一定程度上反应了相较于其他有色品种，铅生产受影响较小。2020 年国内精炼铅产量较上一年基本持平，降幅并不明显。1-11 月份精铅产量 421.6 万吨，同比下降 1.9%。其中原生铅同比增长 0.7%，再生铅同比下降 4.7%，再生铅占比 46.5%。供应整体基本保持稳定。

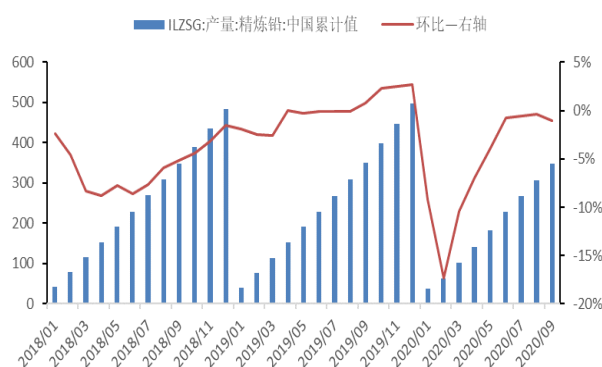
国内原生铅产能前几年持续收缩后，2020 年有所回升，主因加工费较为稳定叠加副产品白银价格持续上行，贡献更多的利润。2021 年我们认为原生铅仍将贡献增量，一方面明年计划投产的项目较多如湖南福嘉、个旧达明威等。另一方面稳中有升的加工费给与冶炼企业较强的开工意愿。

再生铅方面，随着国内环保政策不断加严，大量小型“三无”再生铅企业关停。国内再生铅行业逐渐向合规化、规模化转变，再生铅企业开工率呈逐年上升态势。由于疫情的原因，今年再生铅产能释放明显后延。截至 2020 年 11 月，据 SMM 数据显示我国再生铅产量达 190 万吨，全年产量月 207 万吨左右。

之前国内再生铅企业面临的问题主要是国内仍未建立起统一的回收渠道，企业的废旧电瓶的回收渠道复杂且不稳定，导致回收企业产能增加的同时，供给却未能保证。另一方面废旧电瓶无法给予增值税进项税额抵扣，因此也加大了再生铅企业的税务成本。随着 2020 年 9 月 1 日新固废法的实施，该局面有望改善。

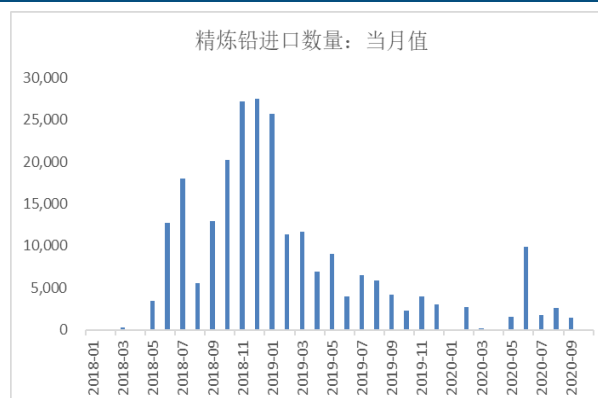
今年全年废旧电瓶供应持续偏紧，相较于再生铅价格，废旧电瓶价格表现出明显的抗跌性，因此当铅价回落至 14600 元/吨以下时，部分再生铅企业将面临亏损。当亏损进一步扩大时，部分再生铅企业选择停产，从而使废旧电瓶的供需达到动态平衡。随着回升提醒的进一步规范，再生铅企业也将向低成本，规模化方向转变。对于 2021 年我们认为再生铅产能仍有进一步提升，一方面是环保要求使然。另一方面国内铅精矿资源较为匮乏，供给结构优化再所难免。

图 37：国内精炼铅产量（万吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 38：国内精炼铅进口量（万吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

表 2：2020-2021 年预计国内原生铅新投产情况（单位：万吨）

企业名称	产能	备注
河南秦岭冶炼股份有限公司	10	计划2021年复产
云南驰宏锌锗股份有限公司-呼伦贝尔	6	计划2021年新增电解铅产能
四川四环锌锗科技有限公司	12	2020年11月投产，2021年继续放量
湖南金旺秘业股份有限公司	-3.6	-
小计	24.4	

数据来源：SMM 中信建投期货

表 3：2019-2021 预计国内再生铅新增复产情况（单位：万吨）

地区	公司名称	再生铅产能	废铅处理能力	项目运行情况
河南	洛阳永宁金铅冶炼有限公司	8	15	2020年3月投产
内蒙古	内蒙古康德利环保科技有限公司	15	10	2020年3月投产
河南	天能集团再生资源有限公司(濮阳)	25		2020年5月投产
安徽	安徽超威环保科技有限公司	20	16	2020年6月投产
安徽	太和县大华能源科技有限公司	10	15	2020年6月试生产（扩建项目）
云南	云南驰宏资源综合利用有限公司			2020年9月投产
安徽	安徽天畅金属材料有限公司	20	30	2020年10月份投产
安徽	太和县奥能金属材料有限公司	6	10	2019年投产，2020年产能释放
2020合计		104	96	
辽宁	辽宁特力环保科技有限公司	18	30	预计2021年投产
山西	山西亿晨环保科技有限公司	6		预计2021年投产
安徽	骆驼安徽再生资源有限公司	20	30	预计2021年投产
河北	河北松林再生资源股份有限公司	20	30	预计2021年年底投产
河南	河南永续再生资源有限公司	40	60	预计2021年投产
河南	河南秦岭冶炼股份有限公司		10	预计2021年投产
重庆	重庆吉鑫再生资源有限公司	8		预计2021年投产
2021小计		112	160	

数据来源：SMM 中信建投期货

10、铅库存同处累库状态

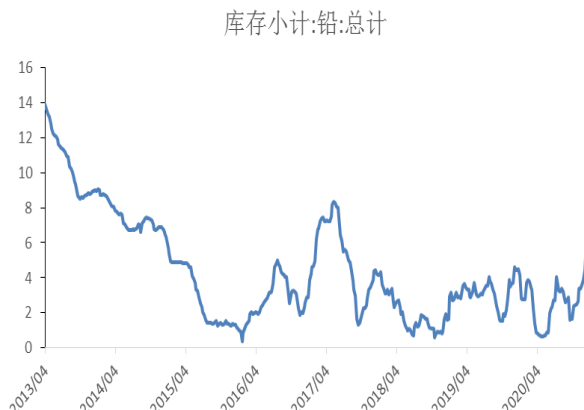
自 2014 年工信部宣布《铅锌行业准入条件》企业名单后，铅锌行业迎来行业整合，落后产能遭淘汰 11.5 万吨。16 年第一批中央环保督查工作全面启动，铅价也迎来高点。在这一系列产业政策背景下，铅库存得以收缩，2019 年内外库存同处低位。而后受疫情的影响，海外消费偏弱，库存至 6 月起持续处于累库状态。而国内在再生铅企大量开工后，逐渐出现供过于求的局面，库存同样累增。对于 2021 的看法我们认为国内将处于持续累库状态，而 LME 在需求逐渐恢复后，库存进入降库周期概率较大，届时内外盘价差或进一步扩大。

图 39：LME 铅库存（万吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

图 40：上期所铅库存（万吨）



数据来源：Wind，中信建投期货

11、消费或将持续走低

铅需求端主要为铅酸蓄电池（80%），在有色板块中，铅产业链相较其他基本金属较为分化，如铜、锌、铝等与基建、地产、汽车等产业连接较为紧密，因此在宏观向上之时，也是因其独特的产业用途，消费表现远不及其他金属。同时产业链独特潜在着单一产业布局易受其他行业革新而带来的替代挤出的风险。据 SMM 统计 2020 年 12 月，中国精铅消费 577.4 万吨，同比略有增加。

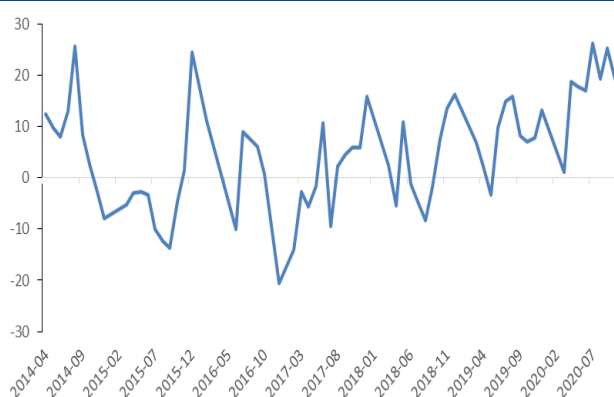
1-11 月，汽车产销分别完成 2237.2 万辆和 2247 万辆，产销量同比分别下降 3%和 2.9%，产销量降幅比 1-10 月分别收窄 1.6 和 1.8 个百分点。新能源汽车在支撑汽车工业发展方面表现亮眼。预计 2020 年新能源汽车产销量分别为 125 万辆、130 万辆。同比增长 0.64%、7.79%。2020 年 11 月我国发布《国务院办公厅关于印发新能源汽车产业发展规划（2021-2035）的通知》，提出到 2025 年纯电动乘用车新车平均电耗降至 12.0 千瓦时/百公里，新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的 20%左右的目标。预计未来五年新能源汽车将迎来重大利好。中汽协及 IDC 中国预测 2021 年产销量预计将同比增长 33.6%、38.6%。未来五年我国总的汽车产量将保持 4%的增速，该领域将在未来提供部分消费增量。相较而言，在新能源快速发展的同时，传统汽车的产销量占比在逐渐减少。新能源汽车对传统汽车的挤占替代效应不断深化，同时对传统的汽车启动型电池的新增需求形成挤出效应。

电动自行车方面，经历了前几年的缓慢增长以及新国标的影响之后，今年以来电动自行车的产量大幅增长，全年产量的同比增速维持在 50 左右。2020 年 1-10 月，全国自行车制造业主要产品中，电动自行车完成产量 2548.0 万辆，同比增长 33.4%。10 月当月，电动自行车完成产量 249.9 万辆，同比增长 29.9%。2020 年 1-10 月，全国规模以上自行车制造企业电动自行车营业收入 759.9 亿元，同比增长 26.9%，实现利润总额 30.0 亿元，同比增

长 30.5%。电动自行车发展态势良好，一方面受疫情影响，人们对出行方式有了更多的考量，尤其是 3/4 线城市及以下的供需人群，这部分需求相当于提前释放。另一方面一些电动自行车开始尝试使用锂电池作为动力，若锂电池造价成本进一步下降，将对铅蓄电池的使用形成巨大威胁。

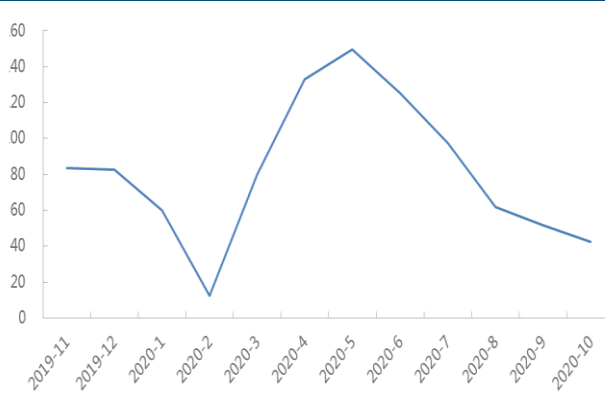
移动基站今年建设数量先增后减，但从长远来看 5G 应用持续加快，同时国内 5G 龙头企业华为、中兴等企业海外份额占比较高，未来发展潜力较大。但由于新的领域用铅量小，难以成为新的消费增长点。另外受海外订单转移影响，今年出口订单表现尚可，但明年预计不及今年。总的来看铅传统的消费领域面临挤出风险，新的领域难以提供增量，消费前景不容乐观。

图 41：铅酸蓄电池产量同比



数据来源：Wind，中信建投期货

图 42：中国移动通信基站建设（万信道）



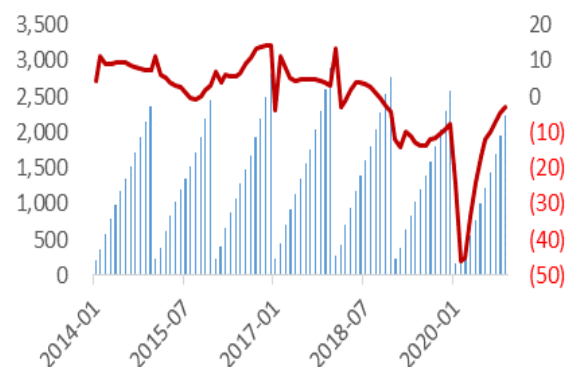
数据来源：Wind，中信建投期货

图 43：国内汽车销量（万辆）



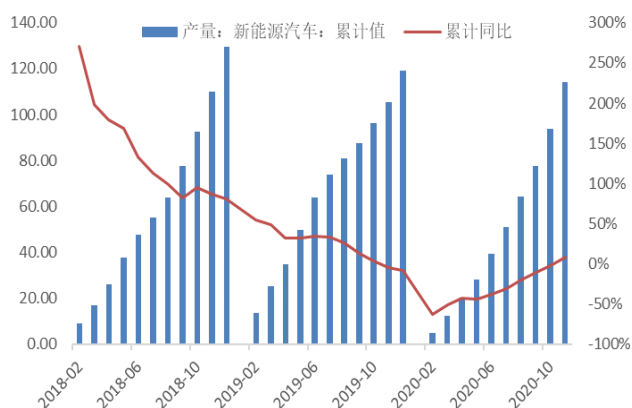
数据来源：Wind，中信建投期货

图 44：国内汽车产量（万辆）



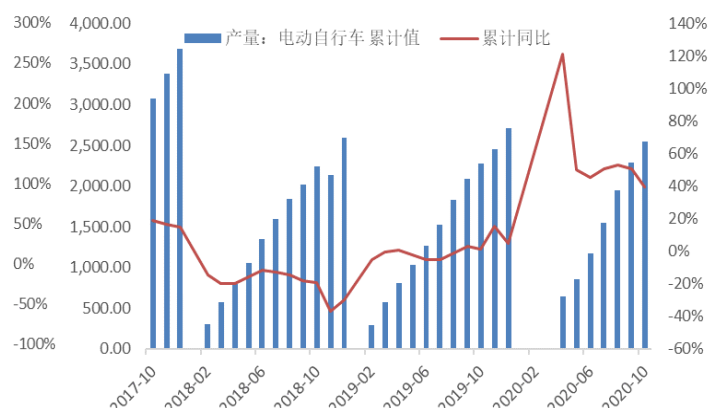
数据来源：Wind，中信建投期货

图 45: 新能源汽车产量累计值 (万辆)



数据来源: Wind, 中信建投期货

图 46: 电动自行车产量累计值 (万辆)



数据来源: Wind, 中信建投期货

小结: 供给端, 国外矿山增产较多, 国内矿山新投产项目较多, 国内再生铅产能亦有增加, 2021 年供应压力仍存。需求端受消费结构限制, 受宏观影响较小。传统的汽车消费领域明年能提供部分增量, 电动自行车消费或后继乏力, 而 5G 移动基站等领域铅消费占比尚低, 2021 年消费将稳中偏弱。

四、行情展望与投资策略

明年宽松的货币环境使得市场的通胀预期保持不变。随着疫苗的推广，疫情对全球经济活动的影响将持续弱化，明年商品价格运行主逻辑还是需求的复苏，商品周期重回补库周期推动上游材料的需求，因此大宗商品价格运行重心将维持高位。

锌：供给端，明年预计呈现先紧后松的局面，下半年供应压力或将凸显。上半年矿端的供应压力将明显传导至冶炼端上，在需求整体向好的节奏下，推动价格走高。下半年随着供应的改善，库存压力将开始凸显，价格承压下行。综上，2021 年沪锌价格先扬后抑概率较大，运行区间 19000-24000 元/吨，操作思路上半年逢低做多，下半年逢高沽空，注意累库节奏。

铅：供给端，国外矿山增产较多，国内矿山新投产项目较多，国内再生铅产能亦有增加，2021 年供应压力仍存。需求端受消费结构限制，受宏观影响较小。传统的汽车消费领域明年能提供部分增量，电动自行车消费或后继乏力，而 5G 移动基站等领域铅消费占比尚低，2021 年消费将稳中偏弱。综上，2021 年铅价震荡运行概率较大，运行区间 14200-17000 元/吨。操作上远期合约可逢低布局多单，注意淡旺季的转换带来的价格变动机会。

联系我们

中信建投期货总部

重庆市渝中区中山三路107号皇冠大厦11楼

电话：023-86769605

上海分公司

地址：上海市自贸试验区浦电路 490 号，世纪大道 1589 号 8 楼 10-11 单元

电话：021-68765927

湖南分公司

地址：长沙市芙蓉区五一大道 800 号中隆国际大厦 903 号

电话：0731-82681681

南昌营业部

地址：南昌市红谷滩新区红谷中大道 998 号绿地中央广场 A1#办公楼-3404

室电话：0791-82082701

河北分公司

地址：廊坊市广阳区吉祥小区 20-11 号门市一至三层、20-1-12 号门市第三层

电话：0316-2326908

漳州营业部

地址：漳州市龙文区万达写字楼 B 座 1203

电话：0596-6161566

合肥营业部

地址：安徽省合肥市马鞍山路 130 号万达广场 6 号楼 1903-1905 室

电话：0551-62876855

西安营业部

地址：陕西省西安市高新区高新路 56 号电信广场裙楼 6 层 6G

电话：029-89384301

北京朝阳门北大街营业部

地址：北京市东城区朝阳门北大街 6 号首创大厦 207 室

电话：010-85282866

宁波分公司

地址：浙江省宁波市鄞州区和济街 180 号国际金融服务中心 1809-1810

电话：0574-89071687

北京北三环西路营业部

地址：北京市海淀区中关村南大街 6 号中电信息大厦 9 层 912

电话：010-82129971

太原营业部

地址：山西省太原市小店区长治路 103 号阳光国际商务中心 A 座 902 室

电话：0351-8366898

北京国贸营业部

地址：北京市朝阳区光华路 8 号和乔大厦 A 座向东 20 米

济南分公司

地址：济南市泺源大街 150 号中信广场 A 座 6 层 611、613

电话：0531-85180636

大连分公司

地址：辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座大连期货大厦 2901、2904、2905、2906 室

电话：0411-84806305

河南分公司

地址：郑州市金水区未来大道 69 号未来大厦 2205、2211、1910 室

电话：0371-65612356

广州东风中路营业部

地址：广州市越秀区东风中路 410 号时代地产中心 20 层自编 2004-05 房

电话：020-28325302

重庆龙山一路营业部

地址：重庆市渝北区龙山街道龙山一路 5 号扬子江商务小区 4 幢 24-1

电话：023-88502030

成都营业部

地址：成都武侯区科华北路 62 号力宝大厦南楼 1802、1803

电话：028-62818708

深圳分公司

地址：深圳福田区车公庙 NEO 大厦 A 栋 11 楼 I 单元

电话：0755-33378736

杭州分公司

地址：杭州市江干区国际时代广场 3 号楼 702 室

电话：0571-28056982

上海徐汇营业部

地址：上海市徐汇区斜土路 2899 号 1 幢 1601 室

电话：021-33973869

武汉营业部

地址：武汉市江汉区香港路 193 号中华城 A 写字楼 13 层 1301-06、07 号

电话：027-59909521

南京营业部

地址：南京市玄武区黄埔路 2 号黄埔大厦 11 层 D1 座、D2 座

电话：025-86951881

广州黄埔大道营业部

地址：广州市天河区黄埔大道西 100 号富力盈泰广场 B 座 1406

电话：020-22922100

上海浦东营业部

地址：上海浦东新区世纪大道 1777 号 3 楼 F1 室

电话：021-68597013

重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，中信建投期货力求准确可靠，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。

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com