

铅锌价格超预期上涨，后续何去何从？

报告要点

近期铅锌价格为何超预期上涨？在“二次通胀”预期渐起，矿端持续偏紧背景下，工业金属价格均出现较大幅度反弹，LME 锌价 2 月以来底部反弹近 20%，铅价亦涨超 10%。我们认为本轮上涨主要系金融属性与供需层面共振，**金融属性上**，年初降息预期延后，海外重回通胀状态，以美元计价的金融品种整体偏强，**供需层面**，矿端复产推迟、TC 持续下行，海内外冶炼厂减产使得锭端过剩程度有所缓解，此外，全球制造业 PMI 重回扩张区间预示制造业开始触底回升带动需求回暖。

铅锌供需情况如何？**锌：供给端：**2024 年海外矿端主要增量在俄罗斯的 Ozernoye 矿、刚果的 Kipushi 矿以及墨西哥的 Buenavista 矿，新增产能为 40 万吨，国内新疆火烧云矿山为 2024 年最大增量，乐观预计贡献 10 万吨增量，但综合考虑品位下滑，锌价低迷等因素，我们预计矿端实际投产量或低于预期。此外，考虑到矿端偏紧、冶炼厂利润偏低我们预计冶炼端投产或有延后。**需求端：海外：**我们认为美国在降息预期下衰退风险较低，但欧元区在货币紧缩，外部需求收缩，部分财政支出撤出的背景下，我们预计 2024 年欧盟经济依旧疲弱，衰退风险不容小觑。**国内：**在当前地产相关政策放松，基建需求仍有韧性的情况下，我们认为 2024 年锌消费走弱的趋势将边际转缓。根据测算，**我们预计 2024 年锌海外和国内需求端的增速分别为 1%和 3.5%，整体增速为 2.3%。****铅：供给端：**根据 S&P，2024 年海外铅精矿整体增量为 16.6 万吨，同增 5%，略高于 2023 年同期。而国内由于近年来矿山投产项目周期较长，且产能较为分散，总体上矿端增速较慢，我们预计国内矿端整体增量为 1.7 万吨，供应增速为 1%。冶炼端，我们预计原生铅/再生铅产量有望持续提升。**需求端：海外方面**，美国政策呈现对新能源汽车的补贴倾斜，欧元区经济低迷，整体居民购车意愿较弱；**国内方面**，在传统领域放缓的情况下，出口与新基建或成为铅需求的亮点。根据测算，**我们预计 2024 年铅海外和国内需求端的增速分别为 2%和 2.3%，整体增速为 2.1%。**

铅锌价格后续怎么看？**锌品种上**，从锌的供给周期来看，我们认为当前锌处于扩产周期的末期，一方面，从指引上看，由于开采寿命临近、品位下降等因素，嘉能可，泰克等大型矿企下调了 2026 年的产量指引，较 2023 年分别下降 9 万吨/26 万吨，另一方面，2020 年后全球绿地项目资本开支显著下降，且海外目前多个在建、待开发的铅锌矿总体其开发条件、资源质量均不如当前在产矿山，因此新增产能对于推动全球锌矿产量复苏拉动有限。**中长期看**，不考虑不可抗因素，我们预计经过 2024 年下半年至 2025 年的产量释放期后，从 2026 年开始供应缺口或将扩大打开锌价上涨空间。**短期看**，我们预计 2024 年沪锌价格在 20000 元-25000 元之间偏强运行。**铅品种上**，我们认为价格更多取决于供给端，而供给端的核心变量在于原料废电池的供应，当前废电池供应端紧俏格局仍未缓解，我们建议重点跟踪废电池价格的变动，**整体上**，我们认为后续铅价或围绕 15500-18500 元呈现宽幅区间震荡。

风险提示： 1、矿端产能释放节奏不及预期，矿石品位超预期 2、海外经济衰退，需求不及预期

有色金属

评级：看好

日期：2024.05.14

分析师 王小芃

登记编码：S0950523050002

☎：021-61102510

✉：wangxiaopeng@wkzq.com.cn

分析师 刘艺帆

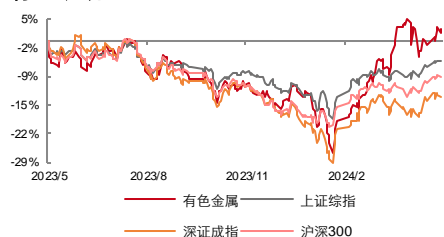
登记编码：S0950523050003

☎：18217026088

✉：liuyifan@wkzq.com.cn

行业表现

2024/5/14



资料来源：Wind，聚源

相关研究

- 《2023 年海内外年报总结：中国铜企蓄势待发，海外铜企沉稳老兵》(2024/4/9)
- 《危中寻机——我们对锂价是否过于悲观？》(2024/4/8)
- 《锂矿企业家在想什么？》(2024/4/3)
- 《硬质合金及刀具行业点评：中短期钨精矿供应紧张，叠加下游旺盛需求，硬质合金企业提价氛围渐浓》(2024/3/22)
- 《海外铜矿企季度更新：四大维度看 Q4 季报》(2024/3/4)
- 《大变局下的资源安全：中国战略性（关键）矿产如何涅槃重生？》(2024/3/1)
- 《铜：春节假期，海外事项一览》(2024/2/19)
- 《TC 价格跌至低位，铜冶炼厂该何去何从》(2024/1/25)
- 《并购对价“稀奇事”：金诚信以 2 美元对价并购非洲铜矿》(2024/1/24)
- 《锂思系列 1：碳酸锂价格会超跌么？》(2024/1/23)

内容目录

铅锌价格二月以来为何超预期上涨？	5
从商品属性看铅锌基本面行至何处	6
锌供给：矿端偏紧，冶炼端产能充足	6
矿端：海外投产低于预期，国内复产逐步修复	6
冶炼端：海外炼厂逐步复产，国内高利润驱动下产量高增.....	7
2024 年供给测展望：矿端投产或不及预期，冶炼端关注原料短缺扰动.....	9
锌需求：国内复苏仍是主基调，海外衰退风险仍存	11
海外：美国经济仍具韧性，欧元区经济低迷.....	11
国内：需求如期修复，静待稳增长持续发力.....	12
锌库存：LME 库存大幅提升，国内库存维持低位，	15
铅供给：矿端稳定修复，冶炼端产能大幅释放	16
矿端：海外同比微增，国内矿端供应保持韧性	16
冶炼端：海外扰动减弱，国内放量高增.....	17
2024 年供给测展望：矿端持续恢复，冶炼端增速或有回落.....	18
铅需求：海外需求较弱，国内关注出口&新基建	20
海外：终端需求疲软，关注补库需求	20
国内：终端消费放缓，出口与新基建或成亮点	21
铅库存：LME 库存创新高，国内累库明显	22
铅锌价格后续展望：矿紧锭松，中枢抬升	23
锌价后续展望：短期偏强震荡，中长期打开上涨空间.....	23
铅价后续展望：过剩趋势延续，价格宽幅震荡	24
风险提示	25

图表目录

图表 1：“二次通胀”预期下铅锌价格有望走高.....	5
图表 2：全球 PMI 触底回升带动锌价上涨.....	5
图表 3：海外主要矿企锌矿产量释放普遍不及预期（单位：万吨）	6
图表 4：23 年国内锌精矿产量逐步恢复	7
图表 5：矿山利润有所下降.....	7
图表 6：2023 年海外锌矿山成本略有抬升.....	7
图表 7：23 年海外能源价格下降	8
图表 8：全球精炼锌产量逐步恢复	8
图表 9：2024 年海外冶炼厂新增产能大致为 17.5 万吨.....	8
图表 10：2023 年国内精炼锌产量大幅提升.....	9
图表 11：中国锌精矿长单加工费处于历史高位.....	9
图表 12：加工费下行压缩冶炼厂利润.....	9
图表 13：冶炼副产品硫酸价格逐步提升.....	9
图表 14：2024 年海外矿山新增产能大致为 40 万吨.....	10
图表 15：2024 年国内矿山新增产能大致为 20 万吨.....	10
图表 16：2024 年海外冶炼厂新增产能大致为 17.5 万吨.....	10

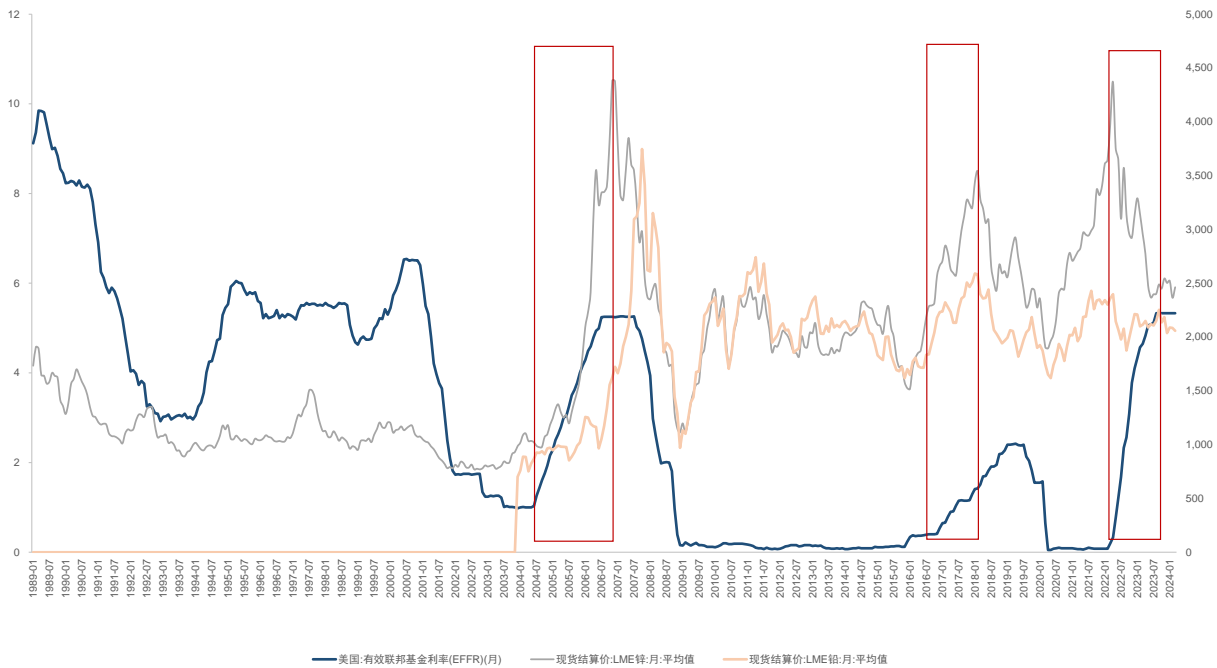
图表 17: 2024 年原生锌新增产能 17 万吨.....	10
图表 18: 2024 年再生锌新增产能 26.6 万吨.....	10
图表 19: 2023 年美国长短端收益率依旧倒挂.....	11
图表 20: 美国成屋销售依旧疲软, 但同比有所缓和.....	11
图表 21: 美国人均可支配收入稳步提升.....	11
图表 22: 美国通胀控制效果明显, 但近期有所回升.....	11
图表 23: 美国非农就业人口稳步增长.....	12
图表 24: 美国 PMI 重回扩张区间.....	12
图表 25: 欧元区通胀显著下行, 但近期有所回升.....	12
图表 26: 欧元区需求开始温和复苏.....	12
图表 27: 房屋新开工面积依旧疲软.....	13
图表 28: 房屋施工面积同比持续下降.....	13
图表 29: 保交楼政策下房屋竣工面积大幅提升.....	13
图表 30: 房屋销售面积同比依旧为负.....	13
图表 31: 预计 2024 年全球精炼锌消费量为 1390 万吨.....	14
图表 32: 基建投资保持稳定.....	14
图表 33: 汽车销量持续提升.....	14
图表 34: 新能源车渗透率持续提升.....	14
图表 35: 出口带动家电销量高增.....	14
图表 36: 风电投资完成额.....	15
图表 37: 太阳能投资完成额.....	15
图表 38: 全国公共充电桩数量.....	15
图表 39: 5G 基站数量.....	15
图表 40: 国内锌低库存运行.....	15
图表 41: 海外大幅交仓库存提升.....	15
图表 42: 2023 年海外矿山增量来自项目顺利提产&投产 (单位: 万吨).....	16
图表 43: 国内铅精矿产量下半年逐步恢复.....	16
图表 44: 铅精矿进口同比高增.....	16
图表 45: 海外冶炼产能逐步恢复 (单位: 万吨).....	17
图表 46: 海外原生铅产量逐步修复.....	17
图表 47: 海外再生铅原料受限.....	17
图表 48: 国内原生铅产能持续提升.....	18
图表 49: 国内再生铅产能大幅释放.....	18
图表 50: 国内原生铅产量大幅提升.....	18
图表 51: 国内再生铅产量持续提升.....	18
图表 52: 加工费下行带动原生铅冶炼亏损持续扩大.....	18
图表 53: 下半年再生铅价格上涨带动企业盈利能力提升.....	18
图表 54: 2024 年海外矿端产量预计持续增长.....	19
图表 55: 2024 年国内矿端增量较少.....	19
图表 56: 废电瓶价格持续提升.....	20
图表 57: 新增再生铅产能持续提升.....	20
图表 58: 美国机动车销量下半年疲软.....	20
图表 59: 美国制造业库存持续去化, 当前处于较低水平.....	20
图表 60: 欧元区综合 PMI 仍处于荣枯线以下.....	21
图表 61: 欧洲乘用车注册量.....	21
图表 62: 国内传统燃油车新增需求不足.....	21
图表 63: 国内新能源车渗透率持续提升.....	21

图表 64: 超标电动自行车过渡期未到期地区逐步减少.....	21
图表 65: 电动自行车销量逐步疲软.....	22
图表 66: 全国机动车保有量较高.....	22
图表 67: 预计 2024 年全球精炼锌消费量为 1312 万吨.....	22
图表 68: 国内精炼铅库存仍处历史性高位.....	23
图表 69: LME 持续累库	23
图表 70: 资本开支与锌价同向变动.....	24
图表 71: 2020 年后绿地项目资本开支下降明显.....	24
图表 72: 2024 年锌整体供给小幅过剩 (单位: 万吨)	24
图表 73: 资本开支与铅价同向变动.....	25
图表 74: 2020 年后绿地项目资本开支下降明显.....	25
图表 75: 2024 年铅整体供给持续过剩 (单位:万吨)	25

铅锌价格二月以来为何超预期上涨?

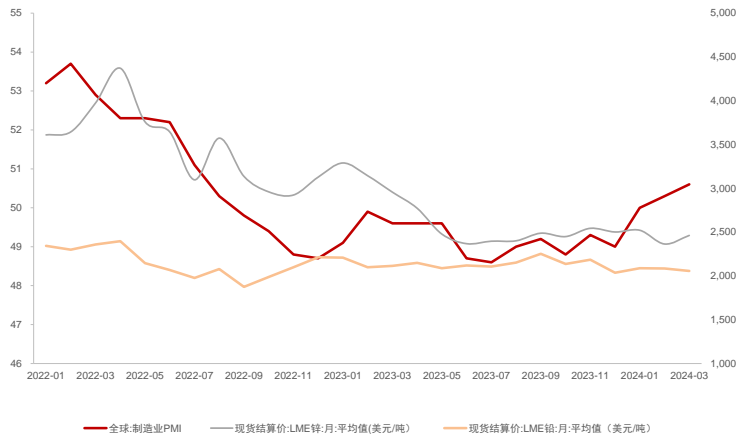
“二次通胀”预期下铅锌价格超预期上涨。通过历史复盘，我们发现加息周期前期铅锌价格往往上涨，其本质在于加息周期中就业数据强劲，经济景气向上，进而拉动工业金属的需求，而2022年以来俄乌冲突等因素造成供应链紊乱，以欧美为代表的经济体通胀高企，叠加美联储大规模加息，全球经济体加速走弱引发衰退预期造成2022年3月-2023年9月加息周期中铅锌价格出现背离下跌，而近期美国劳工部最近数据显示美国三月CPI同增3.5%，创2023年9月以来新高，叠加美国就业数据强劲，劳动力市场结构性紧张验证了美国经济的韧性，此外，制造业PMI数据与铅锌价格往往有较强的联动性，PMI从年初开始拐头向上重回扩张区间印证全球制造业开始触底回升，引发了后续“二次通胀”的预期进而带动铅锌价格超预期上涨。

图表 1: “二次通胀”预期下铅锌价格有望走高



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 2: 全球 PMI 触底回升带动锌价上涨



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

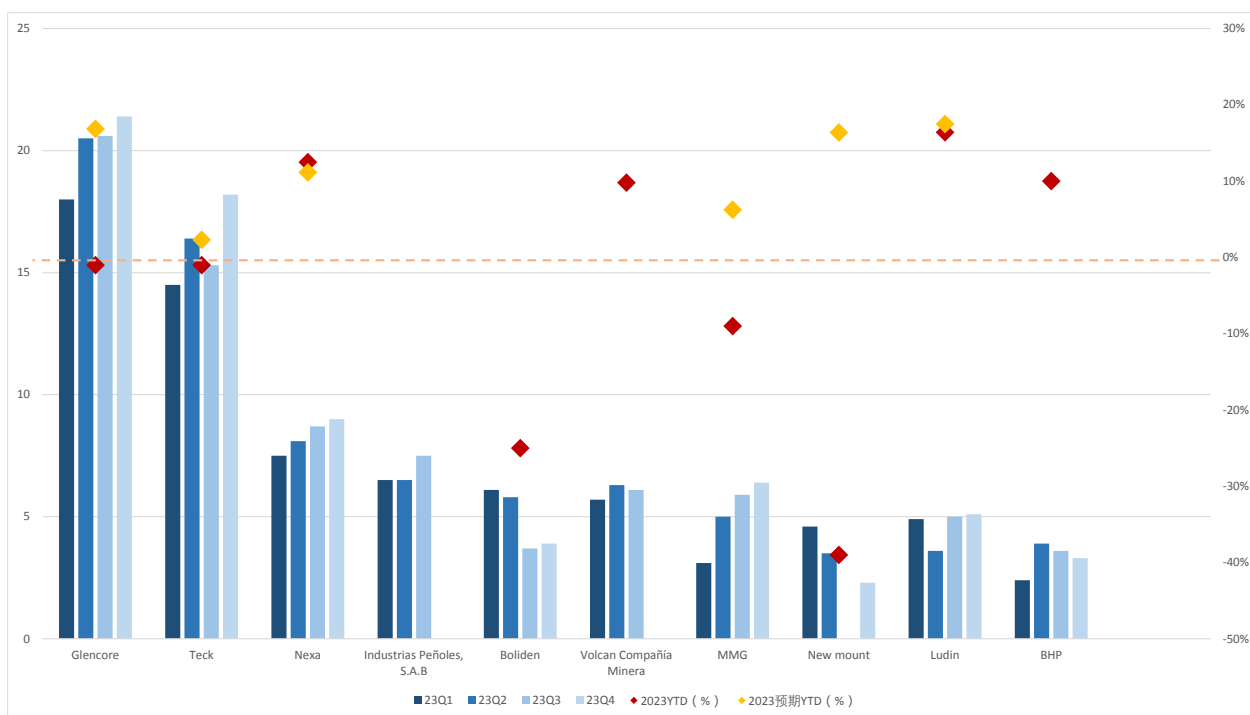
从商品属性看铅锌基本面行至何处

锌供给：矿端偏紧，冶炼端产能充足

矿端：海外投产低于预期，国内复产逐步修复

海外矿端：受到锌价下跌、极端天气，原矿品位下降、等多重因素影响，海外大部分矿企产量不及预期。一方面，2023年锌价下跌叠加能源价格高企使得部分企业关停了旗下矿山，另一方面，受到极端天气、罢工、原矿品位下降等因素影响，海外锌精矿释放不及预期，基于数据可得性，我们梳理了海外十家头部矿企的生产经营情况（产量合计占比约40.6%），除了秘鲁火山矿业、Lundin, Nexa, BHP产量实现提升外，其余大部分矿企产量均下降。此外，**从矿山扰动率上看**，根据样本企业2022年底的产量指引与2023年实际产量对比，扰动率大致为13%，大部分样本矿山实际产量均低于预期，**从格局上看**，十家样本矿企集中度基本保持不变，排名变化较小，嘉能可，泰克产量仍位于海外前三，分别实现权益产量80.5万吨/64.4万吨，New mount权益产量降幅较大，主要系Peñasquito矿山工会导致的罢工，整体上，我们预计2023年海外矿端同降2.3%（约20万吨）。

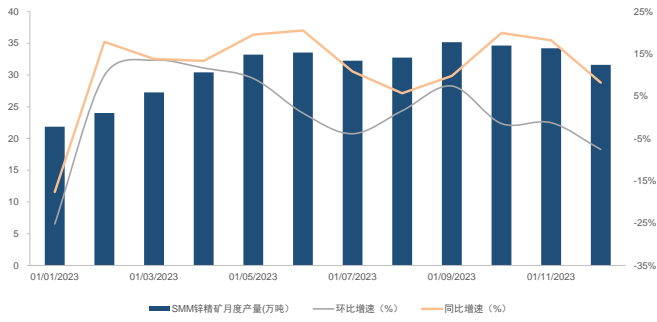
图表3：海外主要矿企锌矿产量释放普遍不及预期（单位：万吨）



资料来源：海外各上市公司公告，五矿证券研究所

国内矿端：疫后复产带动国内矿端产量提升。2023年，在锌价走低、矿山成本抬升的背景下，国内矿端供应相对保持韧性，主要系疫后企业生产恢复常态，中小型企业复产进度较快，整体上，国内矿端增量来自云南、河北、广西、内蒙古、新疆等地，根据SMM，2023年全国锌精矿增量约37万吨。

图表 4：23 年国内锌精矿产量逐步恢复



资料来源：SMM, 五矿证券研究所

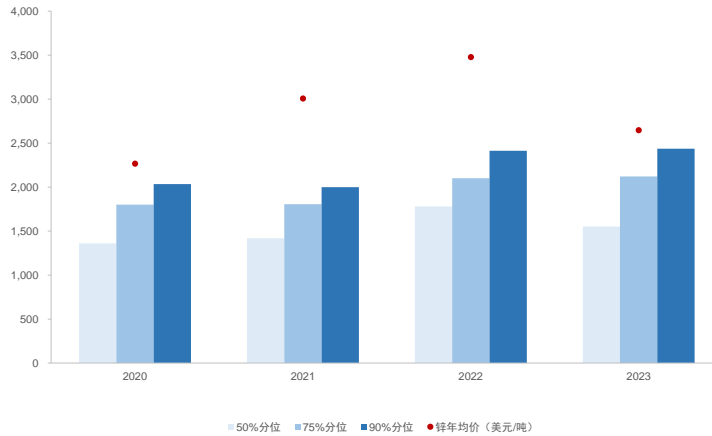
图表 5：矿山利润有所下降



资料来源：SMM, 五矿证券研究所

海外矿山成本略有抬升，国内矿山成本略有下降。从矿山成本端来看，疫后锌矿矿山成本曲线显著提升，根据 S&P 数据测算，2023 年海外矿山成本 75%、90% 分位线分别为 2121 美元/吨、2437 美元/吨，较 2022 年分别提升 19 美元、23 美元，2023 年锌价最低跌至 2257 元/吨，击穿 90% 分位线，近 10% 的海外矿企面临亏损，国内方面，根据 SMM，由于辅料价格回落，2023 年国内矿山 75% 分位线同降 800 元达到 13000 元/吨。

图表 6：2023 年海外锌矿山成本略有抬升

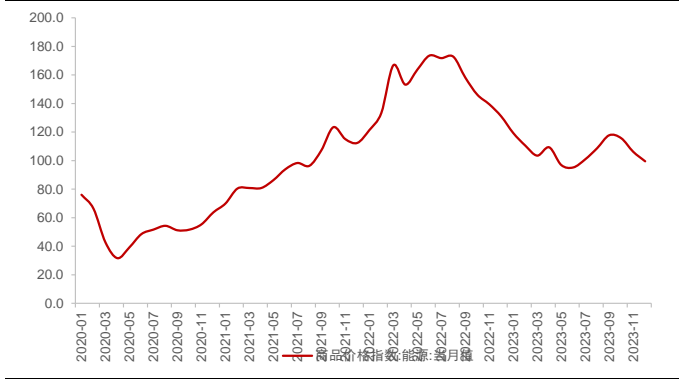


资料来源：s&p, 五矿证券研究所

冶炼端：海外炼厂逐步复产，国内高利润驱动下产量高增

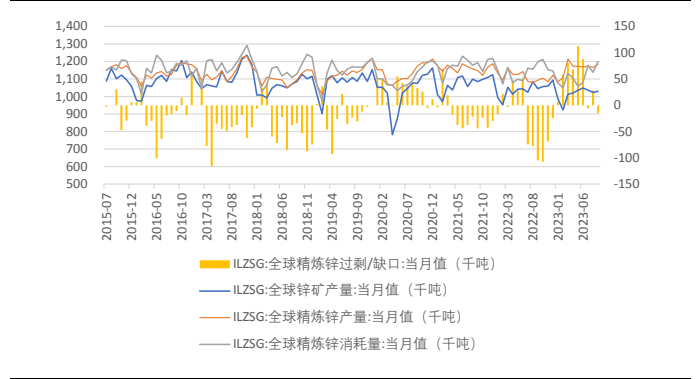
海外冶炼端：能源价格下降，海外冶炼厂逐步复产，复产进度低于预期。2023 年伴随能源价格回落，冶炼厂生产成本下行，前期因能源问题停减产的冶炼厂逐步复产，但部分厂商由于缺乏锌精矿供应叠加极端天气影响带来的检修，产量略低于预期。从海外大型冶炼厂看，嘉能可旗下冶炼厂 2023 年共生产 75.3 万吨，同增 10%，2022 年停产维护的 Nordenham 也将于 2024 年 Q1 重启，泰克资源 2023 年共生产 26.7 万吨，同增 7.2%，主要系冶炼设备更新后重启，Boliden 2023 年共生产 45.8 万吨，同降 4%，主要系设备维护检修。

图表 7: 23 年海外能源价格下降



资料来源: Ifind, 五矿证券研究所

图表 8: 全球精炼锌产量逐步恢复



资料来源: ILZSG, Wind, 五矿证券研究所

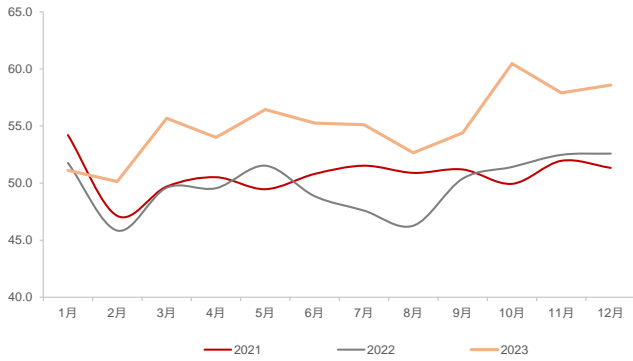
图表 9: 2024 年海外冶炼厂新增产能大致为 17.5 万吨

公司	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	2023YTD	2023YTD (%)	2022YTD(%)	原因
Glencore plc	14.1	20.5	20.1	20.7	7	10%	(-15%)	合并 CEZ 冶炼厂带来的产量增加
Teck	6.2	6.8	6.7	7	1.8	7.2%	(-10.8%)	2022 年冶炼设备更新造成低基数
Boliden AB	12.3	12.2	10.8	10.5	(-1.7)	(-4%)	(0%)	设备检修, 维护
Nexa				13.5	(-2)	(-3.5%)		焙烧炉利用率较低

资料来源: 海外各公司公告, 五矿证券研究所整理

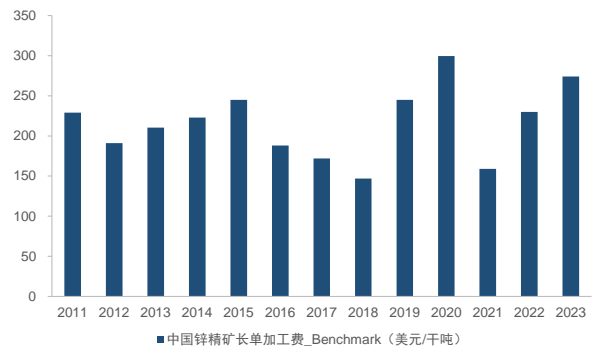
国内冶炼端: 冶炼厂利润高企, 锌锭产量大幅提升。根据 SMM, 2023 年中国精炼锌产量为 662 万吨, 同比高增 10.7%, 主要系矿端供应充足, 冶炼厂利润较高。一方面冶炼厂进口锌精矿加工费年度长单签订在 274 美元/干吨, 处于历史高位, 随着国内外加工费的共振下行, 长单价差给予冶炼厂一定利润空间, 另一方面冶炼副产品硫酸价格除了二季度有所下滑外持续上涨亦增厚了冶炼厂的利润空间, 因此, 除了已有产能开工意愿较外, 国内锌冶炼端的新投产能也纷纷达产, 增量主要集中在河南金利、贵阳皓钰、盛屯锌锗、南丹吉朗等新增产能的释放, 贡献量在 29.5 万吨, 此外, 四川、云南、湖南等地区冶炼厂增产贡献近 20 万吨, 从加工费上看, 全年加工费前高后低, 反映出下半年矿端偏紧的预期, 加工费的下滑亦压缩了部分冶炼厂的利润。

图表 10: 2023 年国内精炼锌产量大幅提升



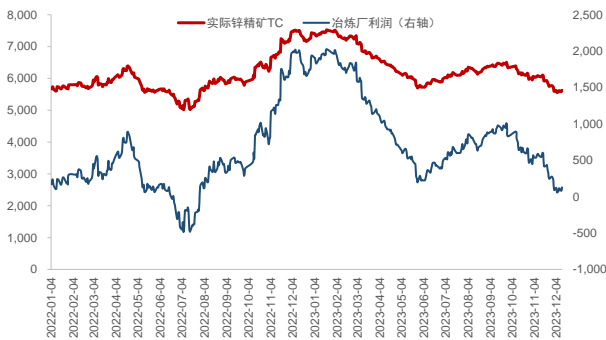
资料来源: SMM, 五矿证券研究所

图表 11: 中国锌精矿长单加工费处于历史高位



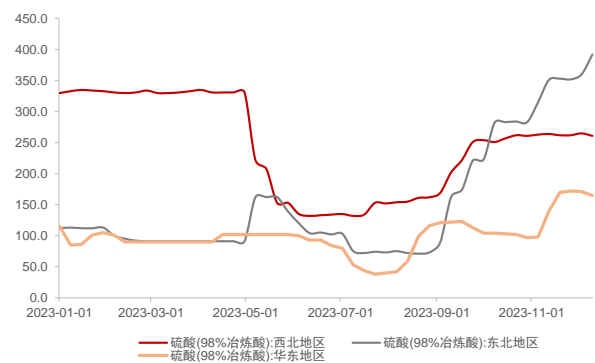
资料来源: SMM, 五矿证券研究所

图表 12: 加工费下行压缩冶炼厂利润



资料来源: SMM, 五矿证券研究所

图表 13: 冶炼副产品硫酸价格逐步提升



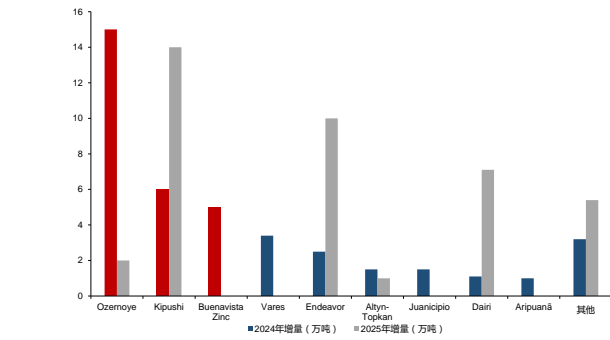
资料来源: SMM, 五矿证券研究所

2024 年供给测展望: 矿端投产或不及预期, 冶炼端关注原料短缺扰动

矿端: 海外锌矿投产或持续不及预计, 国内火烧云或为最大增量

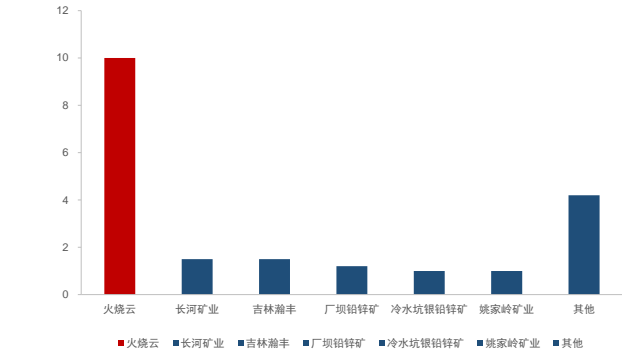
海外矿端: 根据 SMM, 2024 年海外新增矿山产能大致在 40 万吨, 主要增量在俄罗斯的 Ozemoye 矿、刚果的 Kipushi 矿以及墨西哥的 Buenavista 矿, 其中 Ozemoye 原计划于 2024 年 2 月投产, 现因大火释放或延后至三季度以后, 刚果的 Kipushi 矿预计在 Q3 投产, 而墨西哥的 Buenavista 当前进入到调试阶段, 预计在 2024 年 Q1 达产。从新增矿山的结构上看, 除了 Nexa 运营的 Aripuanã 矿山外, 其余矿山所属公司规模整体较小, 此外, 从新增矿山的成本上看, 成本曲线 80% 以后的新增项目大致占 20%, 投产干扰率较高。二者增加了投产的不确定性, 因此综合考虑新增产能释放周期、投产意愿、原矿品位的下滑, 我们预计 2024 年海外矿端实际投产量或低于预期; **国内矿端:** 对于国内矿端而言, 2024 年新能矿山产能大致在 16.3 万吨, 其中新疆火烧云矿山为 2024 年最大增量, 乐观预计贡献 10 万吨增量, 其余新增项目大部分在 2 万吨以内, 因此, 综合考虑品位下滑, 锌价低迷等因素, 我们预计国内矿供给弹性较低。

图表 14：2024 年海外矿山新增产能大致为 40 万吨



资料来源：SMM，五矿证券研究所整理

图表 15：2024 年国内矿山新增产能大致为 16.3 万吨



资料来源：SMM，五矿证券研究所整理

冶炼端：加工费下行叠加原料端趋紧，冶炼产量或不及预期

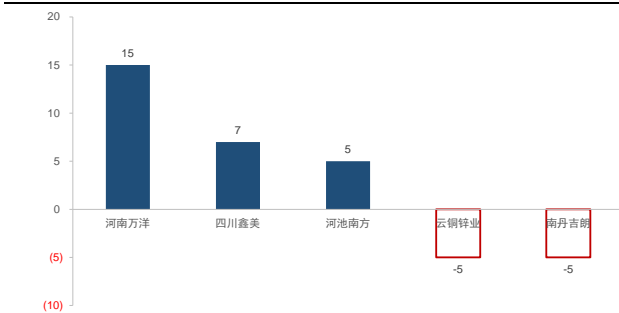
海外冶炼端：根据 SMM，2024 年海外新增冶炼产能大致在 17.5 万吨，其中嘉能可旗下年产能 16.5 万吨的 Nordenham 目前处于停产状态，预计 Q1 复产，年产能 12 万吨的俄罗斯铜业 Verkhny Ufalei 冶炼厂预计 Q3 投产，**但考虑到矿端偏紧，我们认为整体投产节奏或有延后**；**国内冶炼端：**根据 SMM，2024 年国内新增冶炼产能大致为 43.6 万吨，近年来新投产的冶炼厂除了河池南方、河南万洋两个比较大的产线外，其余均以再生锌厂为主，**考虑到矿端偏紧环境下加工费仍持续下行，我们预计精炼锌产能释放或低于预期，而再生锌受原料供应、环保等因素影响，我们预计实际投产或有延后。**

图表 16：2024 年海外冶炼厂新增产能大致为 17.5 万吨

所属公司	冶炼厂名称	地区	2024 变量 (万吨)
Glencore	Kazzinc	哈萨克斯坦	0.5
Glencore	Nordenham	德国	9
Kapuas Prima	Kapuas Prima	印尼	1
俄罗斯铜业	Verkhny Ufalei	俄罗斯	3
KZ	Townsville	澳大利亚	1
Penoles	Torreón	墨西哥	3
总计			17.5

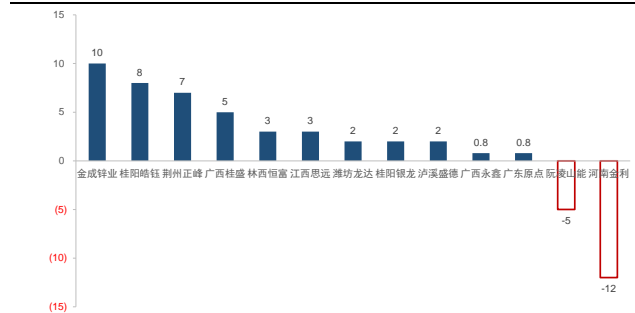
资料来源：SMM，五矿证券研究所

图表 17：2024 年原生锌新增产能 17 万吨



资料来源：SMM，五矿证券研究所

图表 18：2024 年再生锌新增产能 26.6 万吨



资料来源：SMM，五矿证券研究所

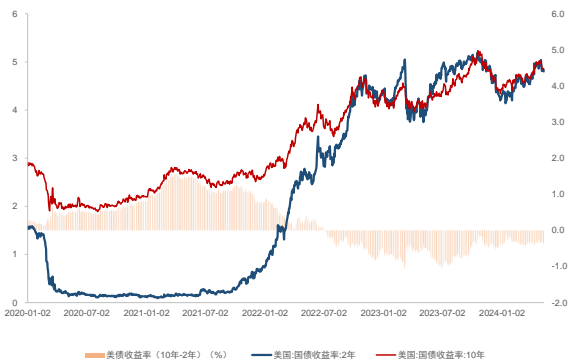
锌需求：国内复苏仍是主基调，海外衰退风险仍存

海外：美国经济仍具韧性，欧元区经济低迷

美国经济超预期增长，“软着陆”预期提升。根据美国商务部，在经历2022年高通胀、高利率双重打压后，2023年美国GDP同比提升2.5%，仍具韧性。具体看，美国消费支出依旧强劲，人均可支配收入达到61242美元，同增6.4%，就业层面，非农就业人口稳定增长，12月达到15.8万人，同增1.9%，通胀控制效果明显，CPI与核心CPI（不含食物、能源）分别从年初6.4%/5.6%回落至3.4%/3.9%，此外，拜登政府2023年财政政策逆势发力，三大法案支出快于预期，通过政府消费和投资带动经济发展，然而，2023年美国长短端利率依然倒挂，受到美联储持续加息影响，美国利率居高不下，削弱了居民购房、企业投资意愿，从美国成屋销售数据上看，12月季调折年数仅378万套，创2010年8月以来新低，此外，12月份PMI降至47.9，仍位于荣枯线以下，市场需求动力仍有待释放。

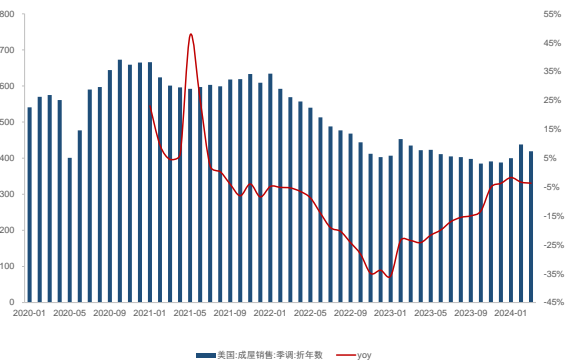
展望2024年，一方面，降息预期下，抵押贷款利率走低有望使得美国住房需求边际改善，另一方面，三大法案的支出力度在2024年有望持续加码进一步带动企业投资，但消费方面，美国超额储蓄的逐步消耗或将使得居民部门消费同比走低，综合来看，我们预计美国衰退风险较低，建议关注美联储降息进度以及大选结果，新一届政府对于基建法案、财政支出等政策力度将极大影响美国对锌的需求。

图表 19：2023 年美国长短端收益率依旧倒挂



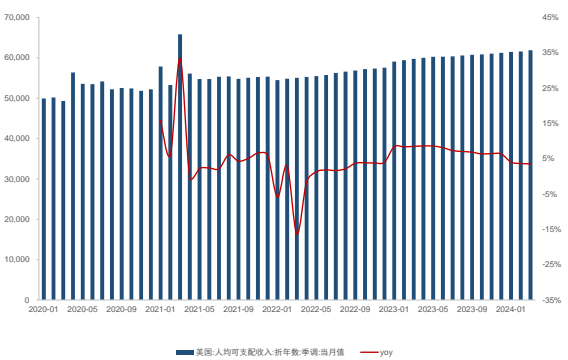
资料来源：同花顺 Ifind，五矿证券研究所

图表 20：美国成屋销售依旧疲软，但同比有所缓和



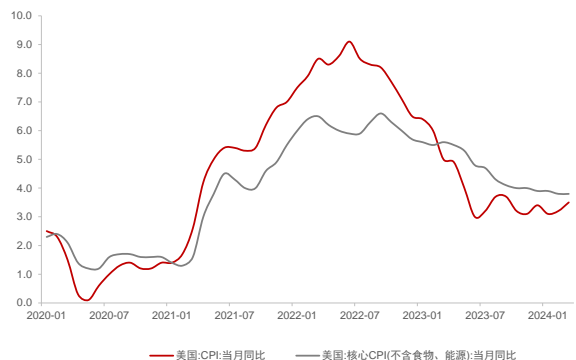
资料来源：同花顺 Ifind，五矿证券研究所

图表 21：美国人均可支配收入稳步提升



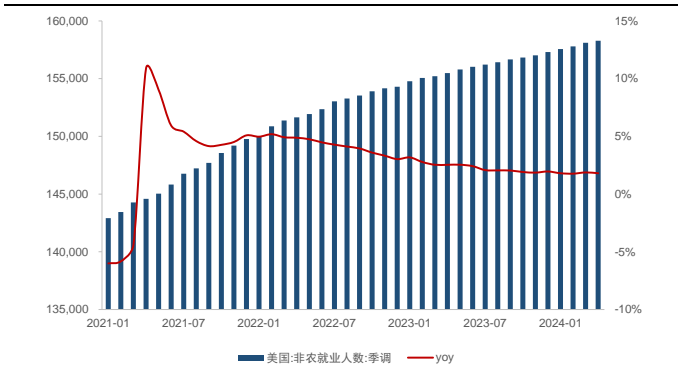
资料来源：同花顺 Ifind，五矿证券研究所

图表 22：美国通胀控制效果明显，但近期有所回升



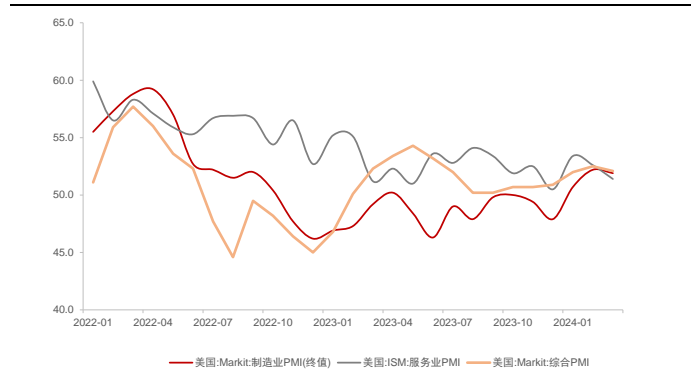
资料来源：同花顺 Ifind，五矿证券研究所

图表 23: 美国非农就业人口稳步增长



资料来源: 同花顺 Ifind, 五矿证券研究所

图表 24: 美国 PMI 重回扩张区间

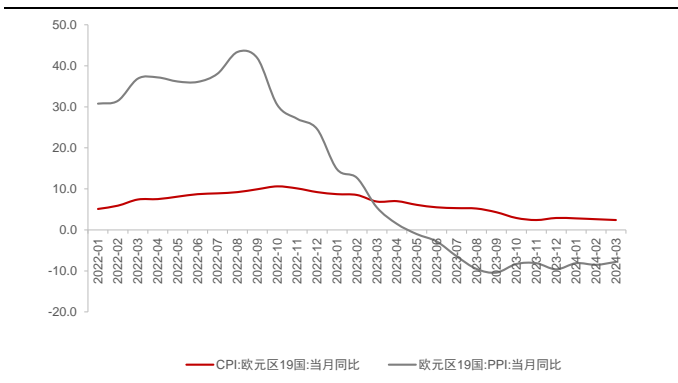


资料来源: 同花顺 Ifind, 五矿证券研究所

欧元温和复苏, 衰退风险仍存。根据欧盟统计局, 2023 年欧元区和欧盟去年 GDP 均增长 0.5%, 其中, Q4 环比增长 0.1%, 具体来看, 在 2023 年 3 月欧洲央行正式开启 QT (量化紧缩) 后, 欧元区通胀显著下行, 能源危机有所缓解, CPI/PPI 分别从年初 8.7%/14.8% 降至 2.9%/-9.6%, 而紧缩的货币政策亦侵蚀了消费者和企业信心, 抑制了消费&投资需求。

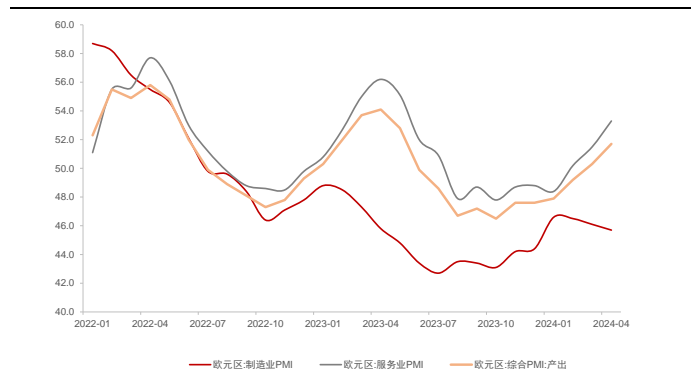
展望 2024 年, 在欧洲央行降息信号释放下, 我们预计 2024 年欧盟经济稳如复苏, 根据欧盟委员会最新预测, 将欧元区经济增速从 1.2% 下调至 0.8%。

图表 25: 欧元区通胀显著下行, 但近期有所回升



资料来源: 同花顺 Ifind, 五矿证券研究所

图表 26: 欧元区需求开始温和复苏



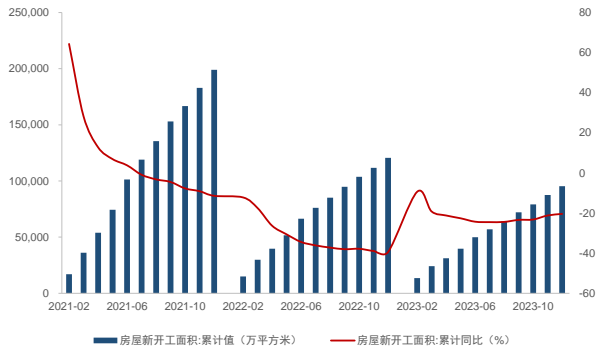
资料来源: 同花顺 Ifind, 五矿证券研究所

国内: 需求如期修复, 静待稳增长持续发力

地产: 政策作用下地产投资有望企稳:自 2021 年下半年房地产行业进入下行周期到现在, 大量房地产公司存在现金流量压力大的问题, 叠加商品房市场需求低迷, 12 月累计同比增长 -8.50%, 使得开发商投资意愿不强。从房地产建设周期来看, 竣工一般落后于新开工 2-3 年。开发商经营战略由扩张型转向收缩型将最先影响前期的拿地与开工, 其次是中后期的施工与竣工节奏受到负面影响。2023 年, 房屋新开工面积/施工面积/竣工面积分别同比 -20.4%/-7.2%/17%, 竣工端在“保交楼”强有力政策的支持下表现明显优于前两端。

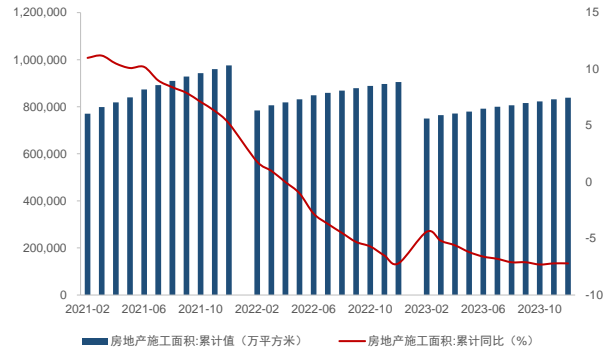
展望 2024 年, 在当下地产相关政策偏紧已边际趋缓的情况下, 地产十六条以及三支箭等地产政策的刺激下, 地产投资降势在 2024 年或将放缓, 此外, 对于金融市场, 央行已多次对金融机构进行预期引导, 传达对于房产融资管理的新理解新理念, 机构对房地产信贷收紧的预期将有所纠正, 适当放松涉房融资的限制。我们预计 2024 年地产端投资或将企稳, 整体增速持续收窄。

图表 27：房屋新开工面积依旧疲软



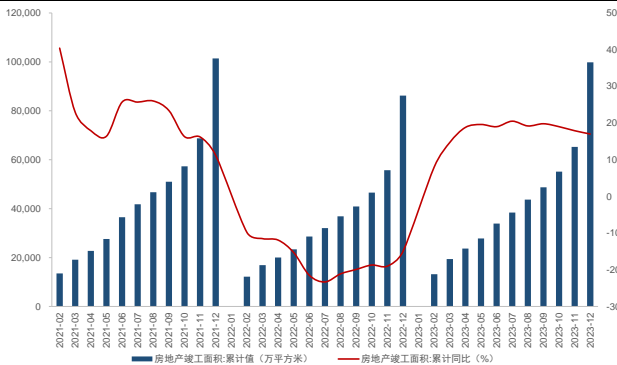
资料来源：同花顺 Ifind，五矿证券研究所

图表 28：房屋施工面积同比持续下降



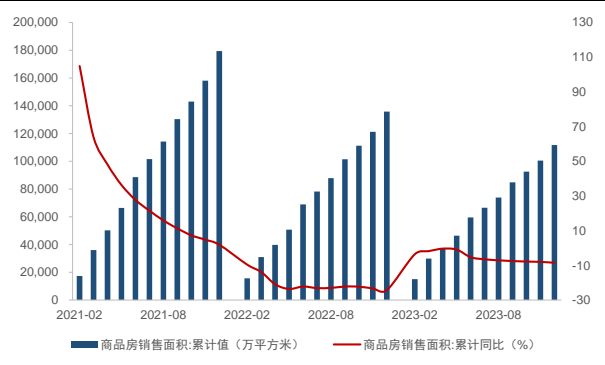
资料来源：同花顺 Ifind，五矿证券研究所

图表 29：保交楼政策下房屋竣工面积大幅提升



资料来源：同花顺 Ifind，五矿证券研究所

图表 30：房屋销售面积同比依旧为负



资料来源：同花顺 Ifind，五矿证券研究所

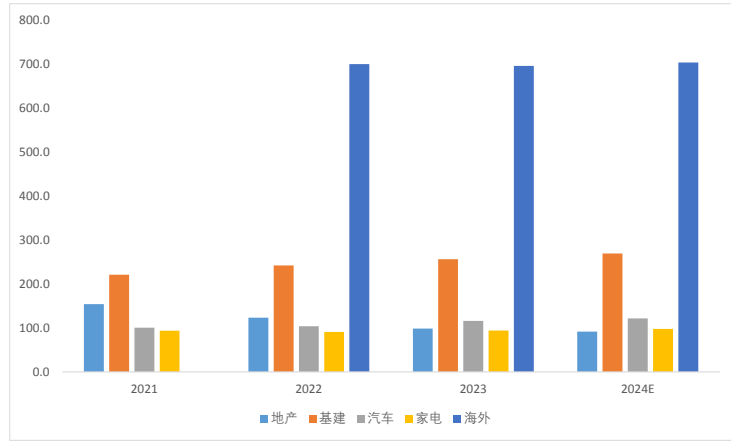
基建：老基建持续发力，新基建有望承接。传统基建方面，2023 年中国基建投资（不含农户）累计 8.2%，细分行业看，铁路运输业/道路运输业/水利管理业/公共设施管理业分别同比 25.2%/ -0.7%/5.2%/0.1%，铁路建设投资保持高位运行，另一方面，以风电、太阳能、充电桩以及 5G 基站为代表的新基建表现亮眼，风电/太阳能投资完成额累计分别同增 27.5%/38.7%，公共充电桩数全年维持 45% 以上的增长，5G 基站建造数量与占比均创新高，截至 2023 年年低达到 337.7 万座，占比较 2022 年提升 7.8pct 至 29.1%。展望 2024 年，考虑到政策端持续释放的积极信号以及全国范围内更大范围的复工复产，预计 2024 年传统基建对锌需求端的拉动仍将起到托底作用，新基建在政策力度倾斜下有望保持较高增速。

汽车&家电：汽车景气度维持高位，家电增速或有放缓。汽车方面，根据中汽协，2023 年中国汽车产销量分别为 3016 万辆/3009 万辆，分别同增 11.6%/12%，其中，燃油车保持稳定，新能源汽车持续快速增长，产销量分别为 958.7 万辆/949.5 万辆，同增 35.8%/37.9%，渗透率较 2022 年提升 5.9pct 达到 31.6%，展望 2024 年，在新能源车渗透率持续提升，全球轻量化大趋势下，我们预计汽车镀锌板的消费增速或有提升，但仍需考虑铝合金对镀锌钢板的替代。**家电方面**，受益于保交楼对竣工端的提振叠加出口强劲，2023 年中国冰箱/空调/洗衣机分别销售 1.7 亿台/0.9 亿台/0.8 亿台，分别同增 11.2%/15.4%/16.9%，展望 2024 年，在开工端连续两年负增长的背景下，我们预计 2024 年下半年竣工端增速或持续走低，家电端对锌需求的拉动有所放缓。

重点跟踪铁路投资、新基建、汽车对锌的拉动；整体上，从锌下游需求细分结构看，地产投资依旧疲软、家电在竣工端增速走低下增速或明显放缓，基建仍有望成为锌消费的主要动能，建议重点跟踪铁路投资以及风电、光伏等新基建的增速持续性，此外，在新能源汽车渗透率

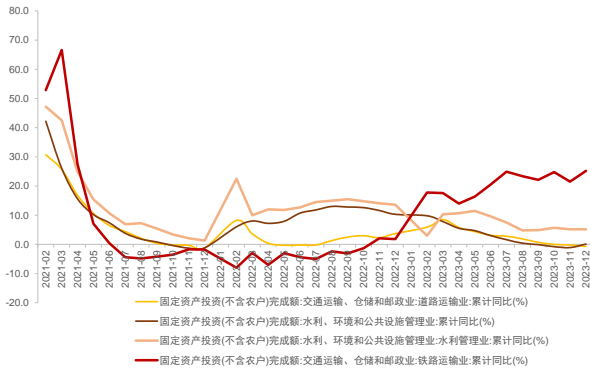
逐步走高的背景下，我们预计新能源汽车对锌的拉动将逐步增大，但仍需考虑铝合金对镀锌钢板的替代。根据我们测算，我们预计2024年锌海外和国内需求端的增速分别为1%和3.5%，整体增速为2.3%。

图表 31：预计 2024 年全球精炼锌消费量为 1390 万吨



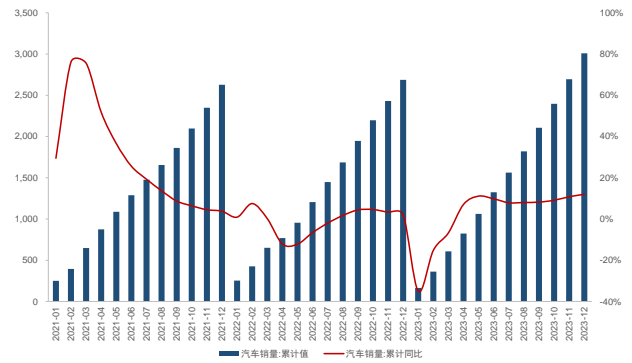
资料来源：华经产业研究院，五矿证券研究所预测

图表 32：基建投资保持稳定



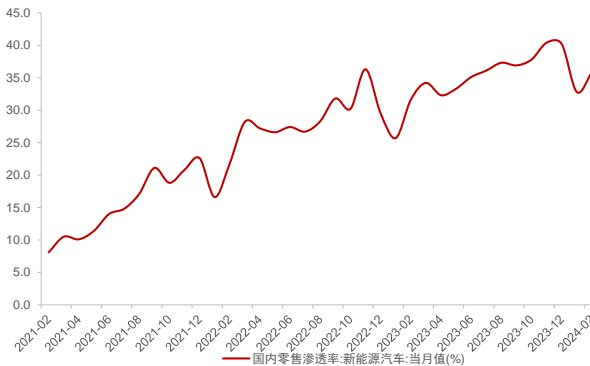
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 33：汽车销量持续提升



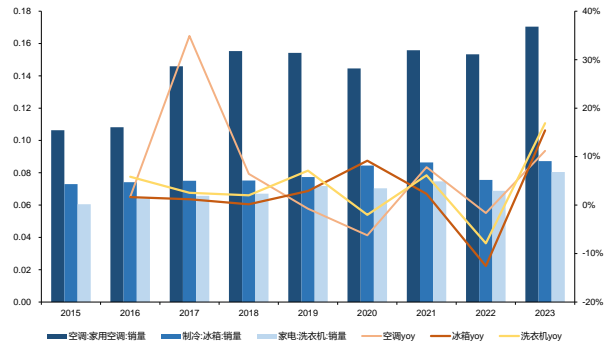
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 34：新能源车渗透率持续提升



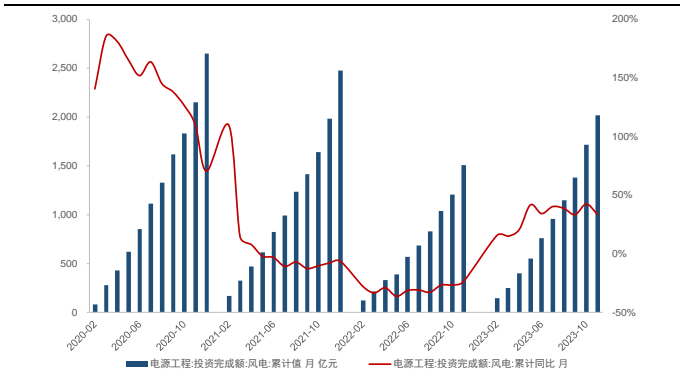
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 35：出口带动家电销量大增



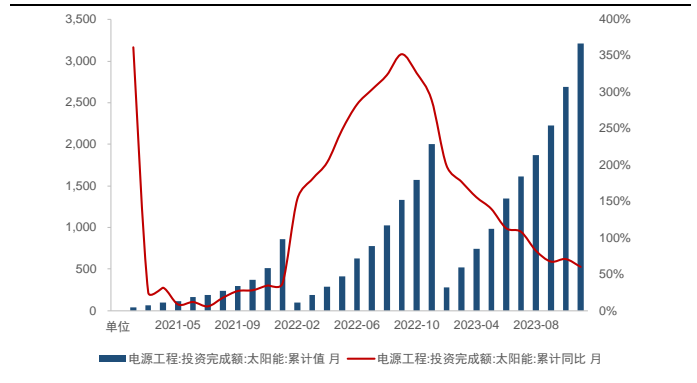
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 36: 风电投资完成额



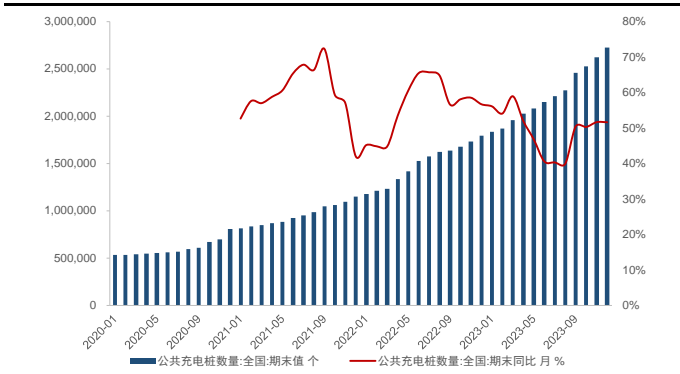
资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 37: 太阳能投资完成额



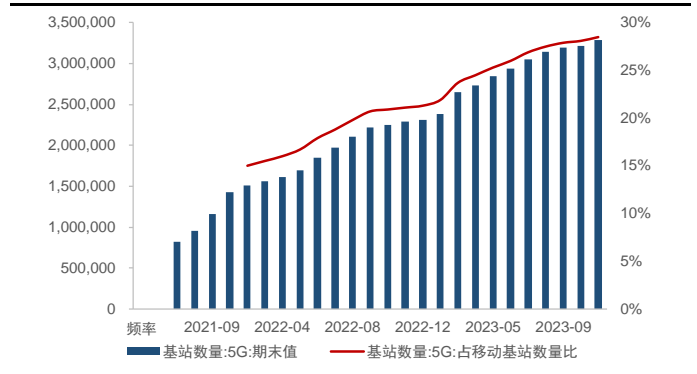
资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 38: 全国公共充电桩数量



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 39: 5G 基站数量

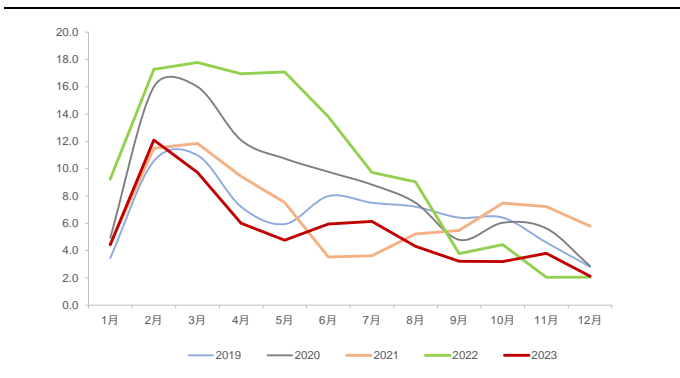


资料来源: Wind, 五矿证券研究所

锌库存：LME 库存大幅提升，国内库存维持低位，

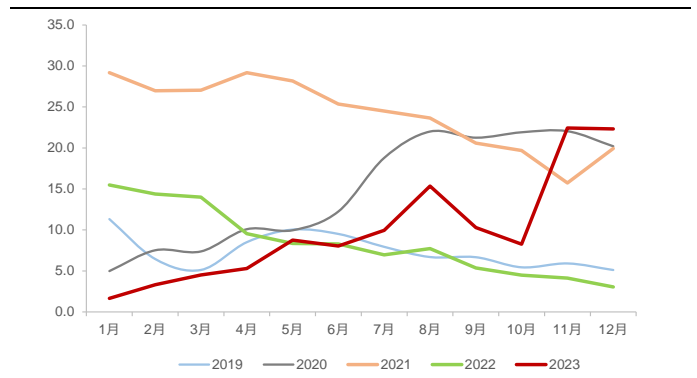
海外库存二度交仓上行，国内库存维持低位。海外库存方面，由于海外需求疲软，2023 年海外伦锌库存分别在 8 月，11 月两次大增，海外隐性库存显性化，当前 LME 库存已回升至历史正常水平，2024 年我们建议持续关注 LME 库存情况。国内库存方面，2023 年除了春节前后季节性累库外，整体库存持续震荡下行，三季度随着冶炼厂停产检修叠加锌价下跌刺激下游补库，锌锭库存加速去化，展望 2024 年，我们建议关注在矿端紧张，加工费处于低位的情况下国内低库存状态能否改善。

图表 40: 国内锌低库存运行



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 41: 海外大幅交仓库存提升



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

铅供给：矿端稳定修复，冶炼端产能大幅释放

矿端：海外同比微增，国内矿端供应保持韧性

海外矿端：2023年海外矿端实现恢复性增长。由于2023年铅价相对稳定，随着海外新增产能释放，2023年铅精矿市场供应呈现恢复性增长。其中主要增量来自亚洲和美洲，欧洲为负增长，基于数据的可得性，我们选取了6家样本头部矿企（产量占比约为16%），除了South32工人罢工，MMG旗下Rosebery火灾等不可抗因素外，其余矿企产量均实现恢复性增长。具体看，嘉能可的Zhairem (Kazzinc)、Lundin的Neves-Corvo、Zinkgruvan项目提产，Nexa的Aripuana项目顺利投产，Buenaventura的Uchucchacua银铅矿重启。从格局上看，整体上头部矿企未发生显著变化，嘉能可实现权益产量14.7万吨，稳居第三，根据国际铅锌小组，2023年海外铅矿同增3.9%。

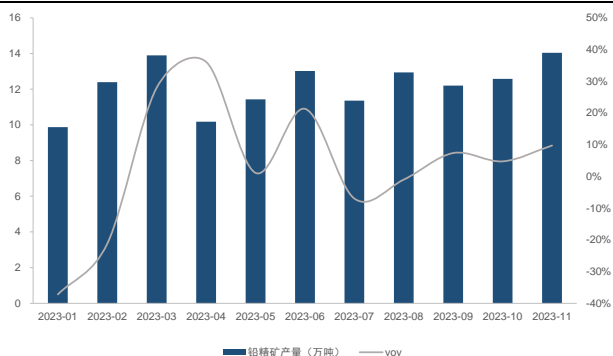
图表 42：2023 年海外矿山增量来自项目顺利提产&投产（单位：万吨）

矿业公司	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	2023YTD	2023YTD (%)	增/减产原因
Glencore plc	3.1	4	3.8	3.8	(-1.9)	(-11%)	南美资产处置，澳大利亚 LadyLorreta 矿寿命临近结束，品位下降；Kazzinc 产能爬坡
Boliden AB (publ)	1.3	1.4	1.0	1	(-0.8)	(-14%)	Q4 研磨设备维护使得研磨量有所下降
MMG Ltd.	0.6	0.9	1.1	1.3	0.0	0.0%	一季度 Rosebery 矿场因森林大火减少生产时长与劳动力短缺带来的减产同四季度开采浅地矿石提升的产量抵消。
Teck Resources Ltd.	2.3	2.4	2.1	2.5	1.6	17.5%	铅矿品位提升
Nexa Resources Perú S A A.	1.5	1.6	1.7	1.7	0.8	14%	矿石处理量提升
South32 Ltd.					(-1.9)	(-15%)	工人罢工

资料来源：各公司公告，五矿证券研究所整理

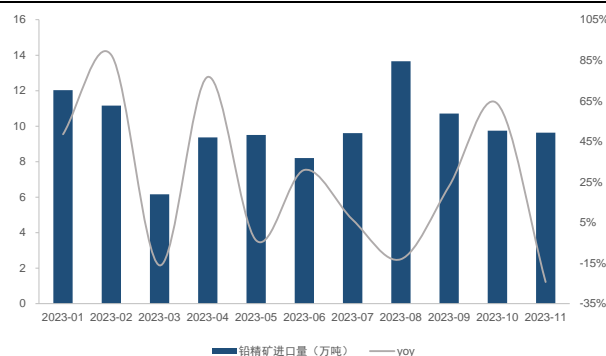
国内矿端：2023年铅精矿产量保持稳定。根据SMM，截至2023年11月，中国2023年铅精矿产量133.9万吨，与2022年基本持平。增量一方面系湖南、云南地区部分小型矿山完成合规整改后开工，另一方面，随着高海拔地区采矿技术的发展，西藏地区铅锌矿山项目顺利推进，扎西康、宝翔纳如松多等项目亦贡献了铅精矿增量，减量方面主要系内蒙地区露天煤矿事故后长达半年的安全检查及合规整改，此外，陕西八方山铅锌矿、江西东乡海润矿业、甘肃静宁铅锌矿等约8000吨/年铅精矿产能受政策、资源枯竭等原因闭坑停业。进口方面，尽管铅精矿进口总量同比大幅提升，但铅金属含量不及预期，进口TC仍维持低位报价。

图表 43：国内铅精矿产量下半年逐步恢复



资料来源：SMM，国家统计局，五矿证券研究所

图表 44：铅精矿进口同比高增



资料来源：SMM，五矿证券研究所

冶炼端：海外扰动减弱，国内放量高增

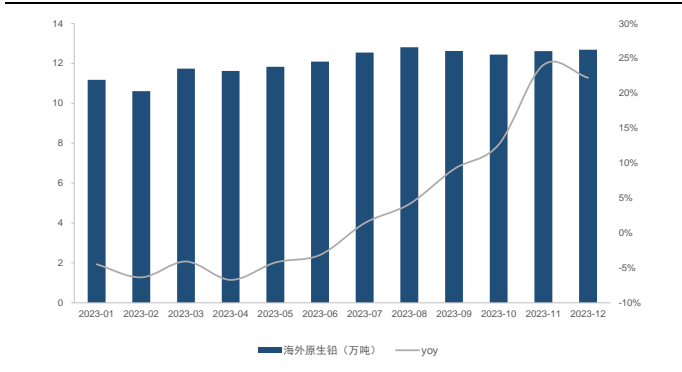
海外冶炼端：原生铅扰动减弱，再生铅原料受限。原生铅方面，根据 WBMS，2023 海外原生铅产量为 144.8 万吨，同增 3.1%，一方面系海外各大冶炼厂生产逐步恢复正常，另一方面，副产品白银价格的上涨使得部分冶炼厂提高了生产时长。具体看，增量方面，托克旗下的 Stolberg 冶炼厂经过一年关停后重启，Boliden, Tara 旗下的冶炼厂生产恢复稳定，不可抗力因素影响减弱。**再生铅方面**，2023 年海外再生铅产量为 527.4 万吨，同降 0.4%，推测系废电池供应受限。

图表 45：海外冶炼产能逐步恢复（单位：万吨）

矿业公司	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	2023YTD	2023YTD (%)	2022YTD (%)	增/减产原因
Hindustan Zinc Ltd.	5.4	5.0	5.7	5.6	1.1	5.3%	1.5%	由于冶炼副产品白银价格上涨，冶炼厂增加工作时长
Glencore plc	7.0	6.3	6.6	6.5	(-2.7)	(-9.3%)	9.67%	Mount Isa、Portovesme 白银含量减少使得冶炼厂降低铅锭产量
Boliden AB (publ)	2.1	2.0	1.9	1.6	0.5	7%	(-2%)	生产恢复稳定
Teck Resources Ltd.	1.6	1.6	1.7	1.7	1	16.8%	(-31%)	2022 年由于冶炼设备换新基数较低

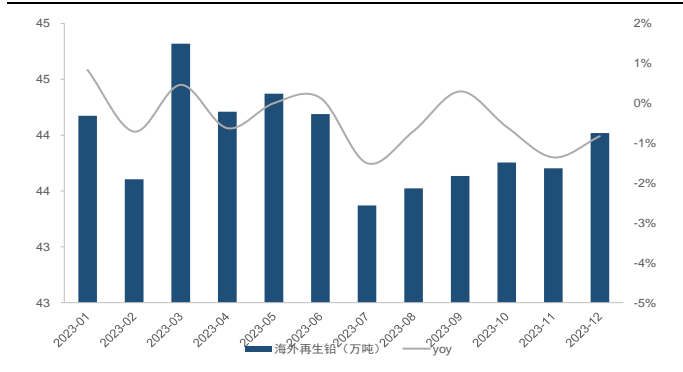
资料来源：海外各公司公告，五矿证券研究所整理

图表 46：海外原生铅产量逐步修复



资料来源：WBMS，五矿证券研究所

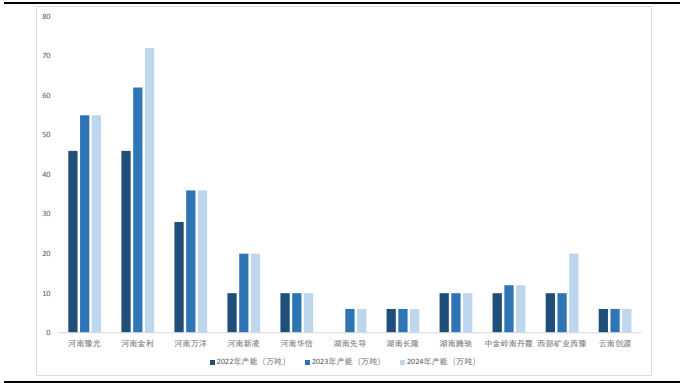
图表 47：海外再生铅原料受限



资料来源：WBMS，五矿证券研究所

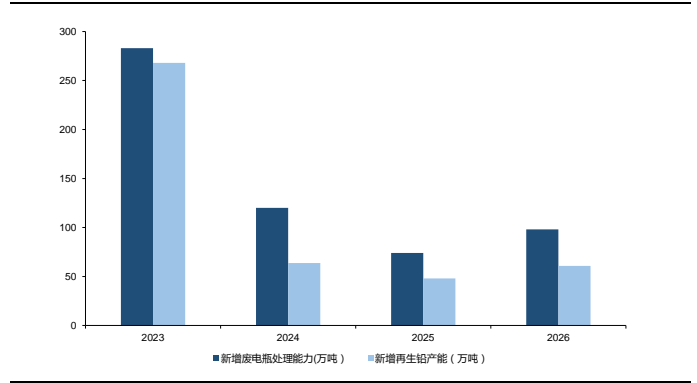
中国冶炼端：新增产能持续释放带动产量高增。原生铅方面，根据 SMM，2023 年中国原生铅产量 369.7 万吨，同增 12.8%，一方面系 2022 年粗铅技改检修等影响原生铅产量的不利因素消退，另一方面系部分前期新增产能投产，具体看，河南豫光、金利、新凌分别新增产能 9 万吨/16 万吨/10 万吨，万洋、丹霞粗铅完成技改后提产至 36 万吨/12 万吨，从加工费上看，由于矿端紧缺，2023 年铅精矿加工费整体下行，从年初 1200 元/吨降至 900 元/吨，尽管白银、硫酸等副产品价格提升，但冶炼厂整体仍处于亏损状态。**再生铅方面**，2023 年中国再生铅产量 462.9 万吨，同增 9.4%，主要系前期扩建产能投产叠加下半年铅价提升提振冶炼厂生产积极性，根据 SMM，2023 年国内新增废电瓶处理能力 283 万吨，再生铅新增产能 168 万吨，从再生铅企业的盈利角度看，虽然成本端废电瓶价格持续上涨，但下半年再生铅价格上涨带动下再生铅企业盈利能力有所提升。

图表 48：国内原生铅产能持续提升



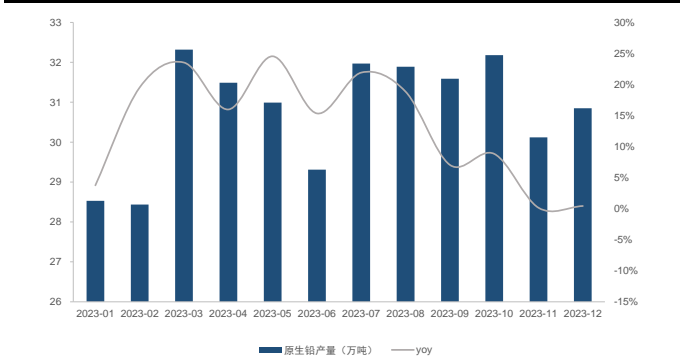
资料来源：SMM，五矿证券研究所整理

图表 49：国内再生铅产能大幅释放



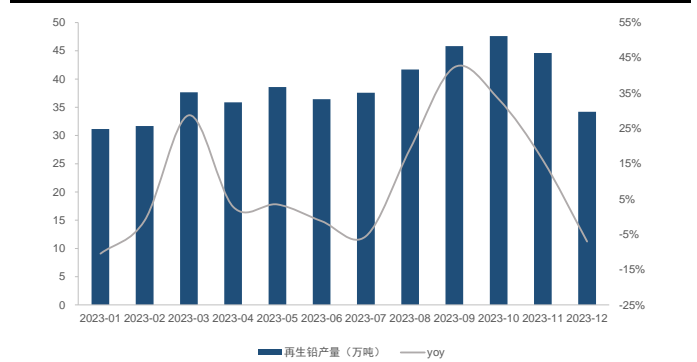
资料来源：SMM，五矿证券研究所整理

图表 50：国内原生铅产量大幅提升



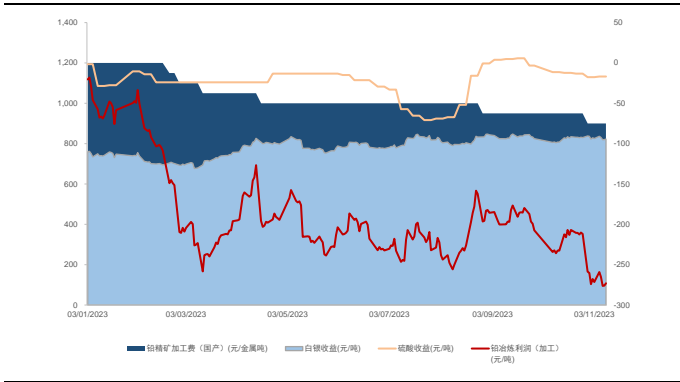
资料来源：SMM，五矿证券研究所

图表 51：国内再生铅产量持续提升



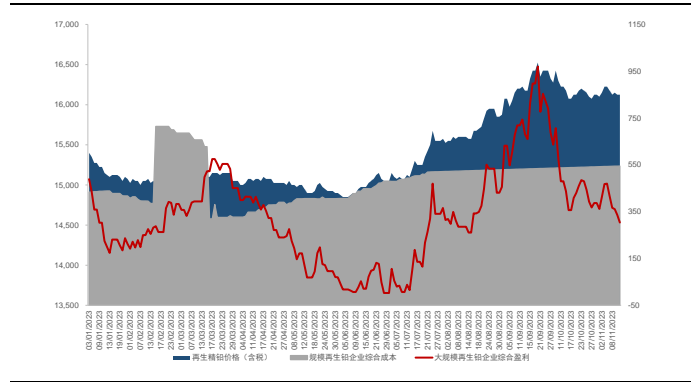
资料来源：SMM，五矿证券研究所

图表 52：加工费下行带动原生铅冶炼亏损持续扩大



资料来源：SMM，五矿证券研究所

图表 53：下半年再生铅价格上涨带动企业盈利能力提升



资料来源：SMM，五矿证券研究所

2024 年供给测展望：矿端持续恢复，冶炼端增速或有回落

铅矿端：海外矿端持续增长，国内供给弹性较低

海外矿端：我们梳理了海外前 25 大矿山规划，由于目前矿山端利润依然较好，在投产符合预期的情况下我们预计 2024 年海外矿山端仍维持较好增长，根据 S&P，2024 年海外铅精矿整体增量为 16.6 万吨，供给增速为 5%，略高于 2023 年同期，我们建议重点关注澳大利亚 Cannington、Century，俄罗斯 Ozernoye 等项目的投产情况。**国内矿端，**由于近年来矿山投产项目周期较长，且产能较为分散，总体上矿端增速较慢，根据 SMM，2024 年国内内蒙、湖南、青海等地区仍有部分项目投产，我们预计整体增量为 1.7 万吨，供应增速为 1%。

图表 54：2024 年海外矿端产量预计持续增长

所属公司	矿山名称	国家	产量（万吨）	2024 年产量变化（万吨）
South32	Cannington	澳大利亚	10.2	1.3
Kazzinc	Kazzinc	哈萨克斯坦	5	(-0.3)
Hindustan Zinc	Sindesar Khurd	印度	9.7	0.4
Teck Resources	Red dog	美国	9.3	0.5
Hindustan Zinc	Zaw ar Group	印度	6	(-0.1)
Hindustan Zinc	Rampura Agucha	印度	5.4	(-0.3)
Sibanye Stillwater	Century	澳大利亚	0	2
合计				4.2

资料来源：S&P，五矿证券研究所

图表 55：2024 年国内矿端增量较少

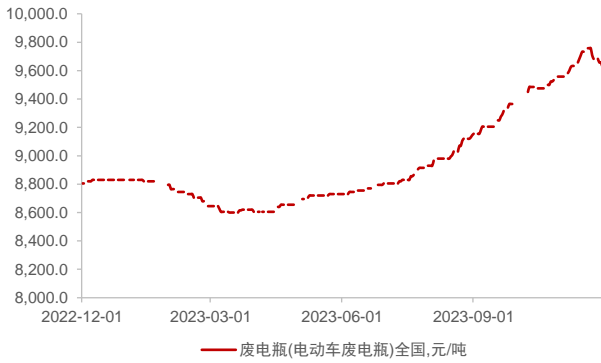
地区	所属公司	矿山	2022 年增量	2023 年增量	2024 年增量
内蒙古	兴业银锡	银漫	0.03	0.08	0.02
内蒙古	兴业银锡	乾金达	0	0.3	0.1
内蒙古	兴业银锡	荣邦（克什克腾油房西银铜铅锌矿）	0.04	0.04	0.03
内蒙古	查干矿业	查干矿业	0	0	0.5
江西	德安天宝矿业	张十八铅锌矿	0.5	0.1	0
西藏	驰宏锌锗	鑫湖矿业	0	0	0.13
西藏	宝翔矿业	纳如松多	0	0.42	0.28
湖南	水口山有色	康家湾铅锌矿	0.1	0	0.2
内蒙古	紫金矿业	三贵口铅锌矿	0	0.45	0
青海	都兰县多金属矿业	都兰多金属矿	0	0.1	0.4
合计			0.7	1.5	1.7

资料来源：SMM，五矿证券研究所

铅冶炼端：白银价格走高预期下原生铅弹性较高，再生铅产能持续扩张

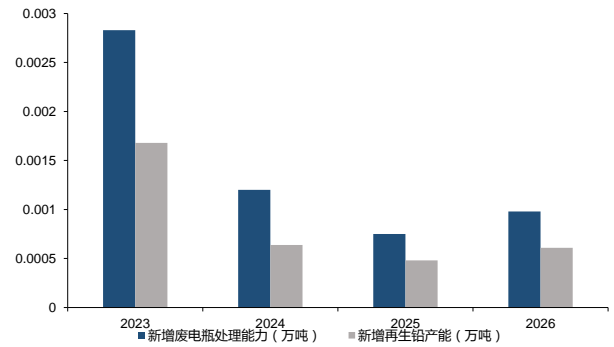
海外冶炼端：原生铅方面，降息预期下白银价格有望持续走高，铅精矿供给的增加将使得海外冶炼厂维持较高的产能利用率，我们预计 2024 年海外原生铅产量或持续修复。**再生铅方面**，废电池供应问题持续扰动状态下我们预计海外再生铅企业增产意愿不强。**国内冶炼端：原生铅方面**，2023 年在加工费持续走低、冶炼厂亏损常态化的情况下，我们观察到部分原生铅企业积极调整原料结构，升级设备技术，产品逐步多元化，通过增加白银、锑、铋等副产品的产出减少亏损，原生铅产量大幅提升，我们认为该趋势仍将持续，在不考虑铅价波动的基础上，2024 年在美联储降息预期下，副产品白银价格有望持续走强，进而提升原生铅企业的生产积极性。**再生铅方面**，一方面，近年来再生铅产能持续扩张，根据 SMM，2024-2026 年将分别新增再生铅产能 64 万吨、48 万吨、61 万吨，另一方面，再生铅原料废电瓶供不应求下价格持续走高，我们预计废电瓶原料价格高企在 2024 年仍会成为制约再生铅放量的关键因素。

图表 56: 废电瓶价格持续提升



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 57: 新增再生铅产能持续提升



资料来源: SMM, 五矿证券研究所

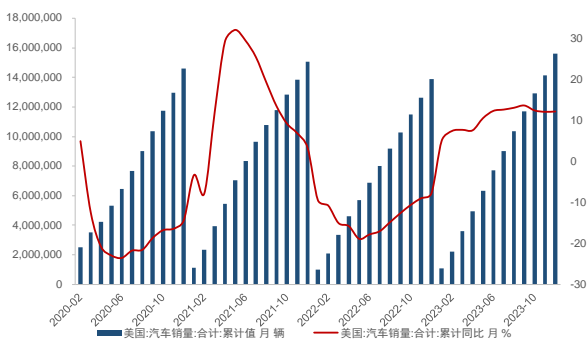
铅需求: 海外需求较弱, 国内关注出口&新基建

海外: 终端需求疲软, 关注补库需求

美国政策呈现对新能源汽车的补贴倾斜, 机动车销售数据不佳。2023年4月18日, 美国财政部与联邦税务局发布的新能源车相关 IRA 指南正式施行, 对符合条件的新能源汽车予以最高总额 7500 美元的信贷。受此影响, 尽管美国汽车销量 12 月累计同比高达 12%, 但使用铅蓄电池作为起动电源的机动车销量自下半年指南生效后销售数据表现疲软, 对精炼铅需求的提振作用有限。

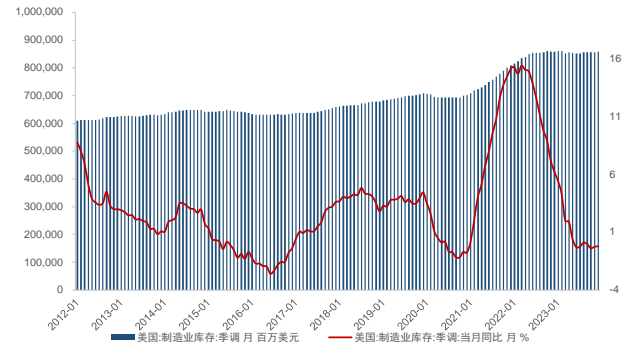
展望 2024 年, 美国经济仍有较强韧性, 一方面, 我们认为下半年美联储降息落地后将会提振汽车消费, 对铅需求有一定的支撑, 另一方面, 从库存周期上看, 美国的制造业库存经过 2023 年的去库当前处于较低水平, 预计年内去库到补库的周期切换对铅的需求有所拉动, 建议关注降息与大选等政策方向。

图表 58: 美国机动车销量下半年疲软



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

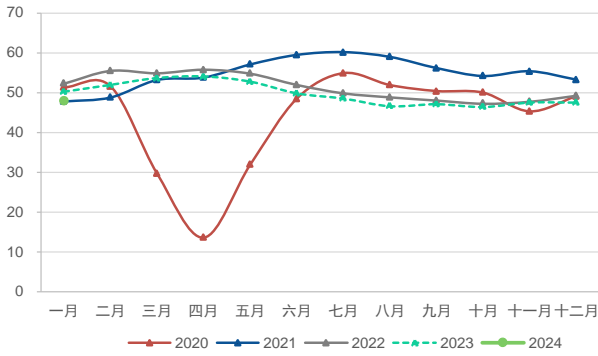
图表 59: 美国制造业库存持续去化, 当前处于较低水平



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

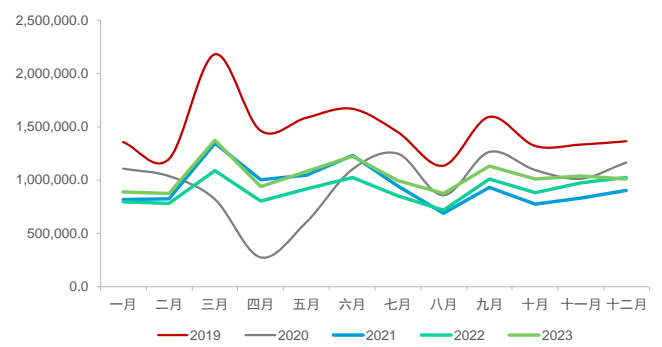
欧元区经济低迷, 居民购车意愿较弱。2023 年下半年, 欧元区 PMI 长期匍匐于 50%, 经济下行压力较大, 受此影响, 居民购车意愿较弱, 汽车销售市场低迷, 2023 年全年较 2019 年乘用车注册量下降 30%, 我们预计 2024 年随着欧元加息结束将出现一定程度的边际改善, 但整体仍缺乏上行动力。

图表 60: 欧元区综合 PMI 仍处于荣枯线以下



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 61: 欧洲乘用车注册量

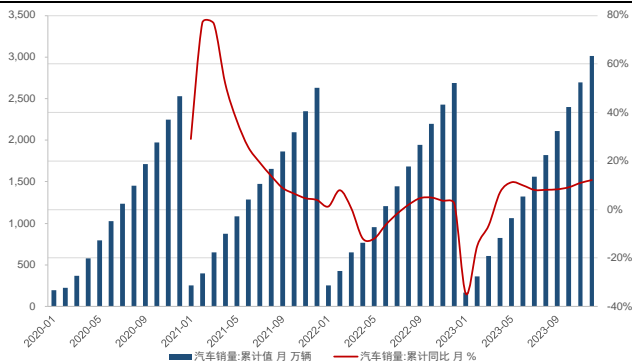


资料来源: Wind, 五矿证券研究所

国内: 终端消费放缓, 出口与新基建或成亮点

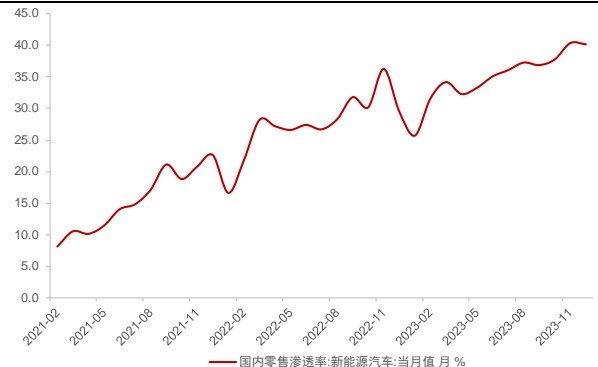
汽车终端消费新增需求不足, 替换需求成为支撑。2023 年, 国内汽车销量累计同增 12%, 维持了较高增速。然而, 其内部新能源车渗透率持续走高, 从年初 25.7% 提升至 12 月的 40.2%, 以铅蓄电池作为起动电源的传统燃油车销量遭受新能源车挤压。展望 2024 年, 根据中汽协预测, 2024 年中国汽车销售量预计同增 2%, 增速下降, 新增销售额难以对精炼铅需求起到提振作用, 而截止到 2023 年 12 月, 全国机动车保有量为 3.36 亿辆, 月同比增长约为 5%, 存量市场较大, 我们预计现存机动车替换旧电池需求将形成 2024 年精炼铅需求的主要支撑。

图表 62: 国内传统燃油车新增需求不足



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 63: 国内新能源车渗透率持续提升



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

“旧国标”过渡期临近, 电动自行车新装需求逐步走弱。受 2019 年 4 月 15 日起实行的《电动自行车安全技术规范》国家标准(简称“新国标”)监管集体投入使用的电动自行车于 2022 年进入淘汰周期。大范围的淘汰替换已提前透支电动自行车对于铅蓄电池的需求预期, 导致 2023 年替换需求回落, 展望 2024 年, 一方面旧国标过渡期未截止的地区逐步减少, 电动自行车新装需求逐年转弱, 另一方面, 随着锂价持续走低, 电动车用锂电池性价比逐步凸显, 我们预计锂电池将持续对铅电池形成冲击。

图表 64: 超标电动自行车过渡期未到期地区逐步减少

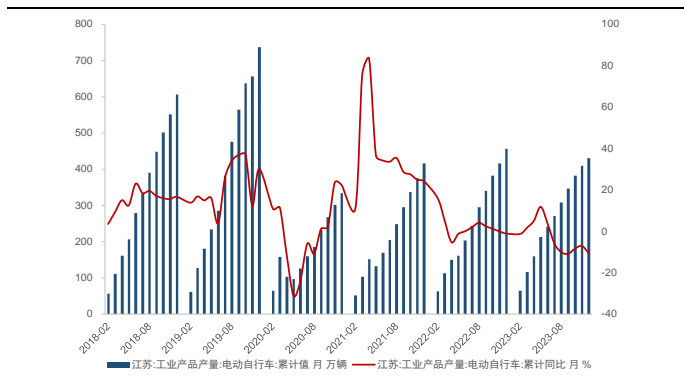
省份	开始日期	结束日期	备注
广西	2022 年 2 月 1 日	2025 年 2 月 1 日	已经注册登记取得临时号牌的电动自行车实行号牌过渡期管理。过渡期满后, 不得上道路行驶。
江苏	2019 年 4 月 15 日	2024 年 4 月 15 日	过渡期满后, 使用临时信息牌的电动自行车不得在

本市道路行驶。

江西 2022年6月30日 2025年6月30日 已购买超标电动车过度期满后不可在本省道路行驶

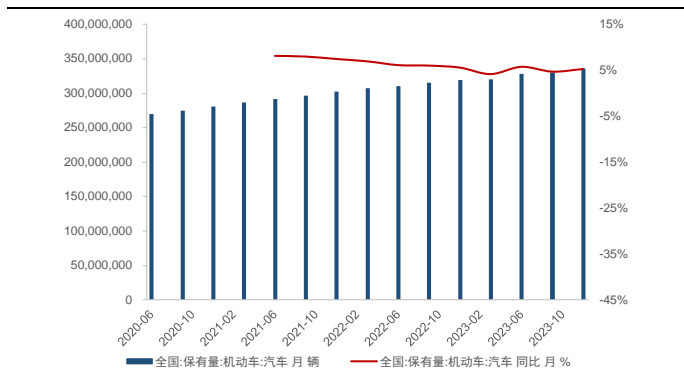
资料来源：各政府官网，五矿证券研究所

图表 65：电动自行车销量逐步疲软



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 66：全国机动车保有量较高

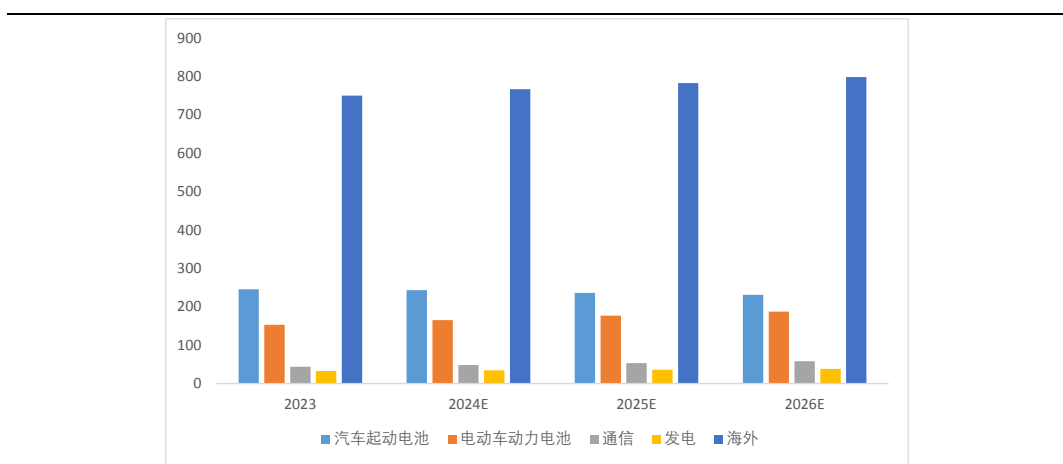


资料来源：Wind，五矿证券研究所

储能顺应新基建发展，政策红利带来机遇。2023年四季度，中央财政增发万亿国债，以转移支付的方式分配至地方，缓解地方债务问题，并以工代赈促进经济发展。基建作为政府支出的主要领域，预计后续重心将向以风电、太阳能、5G基站为代表的新基建转移。出于成本考虑，5G基站采用间断式供电模式，在一天中电费较低时对内部蓄电池进行充电并储能，在电费较高时释放蓄电池电能进行供电。因此，铅蓄电池需求量将随新基建普及而增长。展望2024年，储能领域或将成为精炼铅需求的主要增长点。建议关注新基建部分相关扩张型政策以及一万亿国债的具体落实情况。

重点跟踪铅酸电池替换需求对铅的托底作用：整体上，在新能源车补贴退坡，旧国标过渡期临近的背景下，我们认为新增需求或逐步走低，另一方面，在汽车和电动车高保有量的基础上，我们认为铅酸电池的替换需求将起到托底作用，根据我们测算，我们预计2024年铅海外和国内需求端的增速分别为2%和2.3%，整体增速为2.1%。

图表 67：预计 2024 年全球精炼锌消费量为 1312 万吨



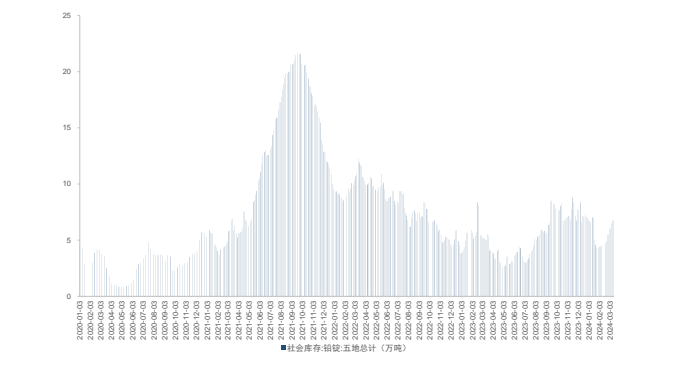
资料来源：华经产业研究院，五矿证券研究所

铅库存：LME 库存创新高，国内累库明显

LME 库存创新高，国内累库明显。2021、2022 年由于行业周期影响及再生铅产能投放打乱

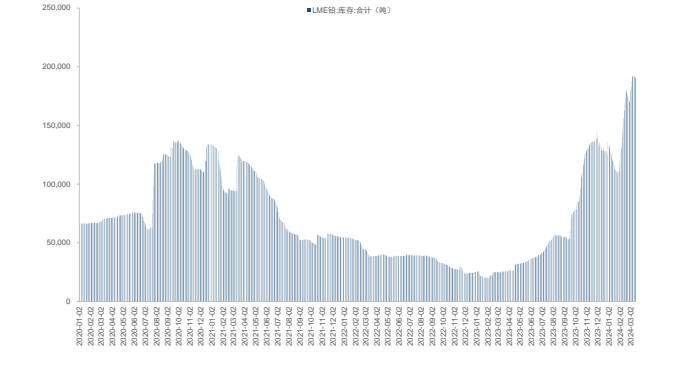
国内精炼铅整体供需节奏，国内铅锭社库累库最高超 20 万吨后逐步回落，2023 年由于原生铅产量快速增长，国内过剩程度有所加大，整体社会库存仍然处于历史性高位。海外方面，一方面海外需求疲软，叠加中国大幅出口，LME 库存今年以来库存持续累库，目前已经处于历史同期高位。我们认为 2024 年国内精炼铅社会库存仍有累库压力，LME 铅或随国内精炼铅出口继续表现为累库。

图表 68：国内精炼铅库存仍处历史性高位



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 69：LME 持续累库



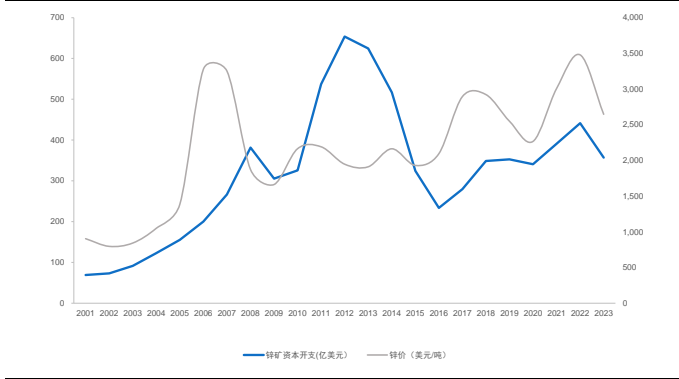
资料来源：Wind，五矿证券研究所

铅锌价格后续展望：矿紧锭松，中枢抬升

锌价后续展望：短期偏强震荡，中长期打开上涨空间

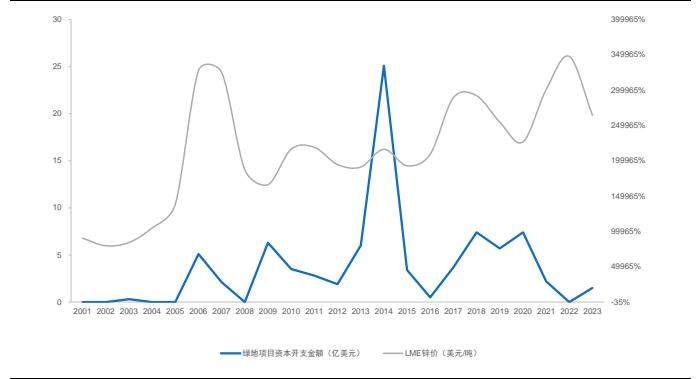
短期偏强震荡，中长期打开上升空间。短期看，根据供需平衡表，我们预计 2024 年整体供给端仍略有过剩，但过剩程度较 2023 年有所缓解，此外，在全球矿端预期偏紧的情况下，进口和国产冶炼厂 TC 仍有进一步下行压力，倒逼冶炼厂减产，对锌价将形成一定支撑作用，而另一方面，我们认为锌价短期上行的动力更多来自需求端海内外经济的修复情况，综合来看，我们预计 2024 年沪锌价格在 20000-25000 区间偏强震荡。**中长期看**，我们认为 2020 年后随着地缘冲突加剧，供应链重构等因素影响，供给端的关注度在逐步提升，从锌的供给周期来看，我们认为当前锌处于扩产周期的末期，一方面，从指引上看，由于开采寿命临近、品位下降等因素，嘉能可、泰克等大型矿企下调了 2026 年的产量指引，较 2023 年分别下降 9 万吨/26 万吨，另一方面，2020 年后全球绿地项目资本开支显著下降，而绿地项目从开始到建成普遍需要 3-5 年时间，且海外目前多个在建、待开发的铅锌矿总体其开发条件、资源质量均不如当前在产矿山，因此新增产能对于推动全球锌矿产量复苏拉动有限。**从节奏上看**，不考虑不可抗因素，我们预计经过 2024 年下半年至 2025 年的产量释放期后，从 2026 年开始供应缺口或将扩大，打开锌价上涨空间。

图表 70：资本开支与锌价同向变动



资料来源：Bloomberg，五矿证券研究所

图表 71：2020 年后绿地项目资本开支下降明显



资料来源：S&P，五矿证券研究所

图表 72：2024 年锌整体供给小幅过剩（单位：万吨）

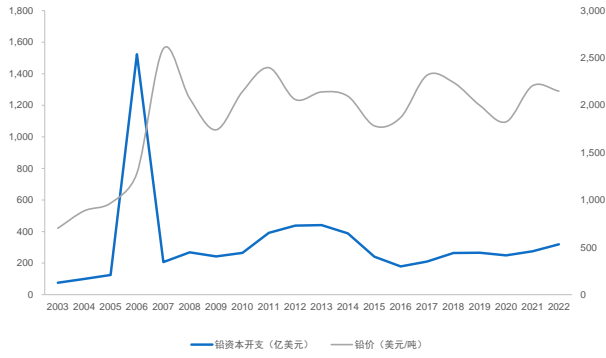
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
矿端						
中国						
产量	374.6	369.5	379.5	388.5	403.5	403.5
净进口量	171.5	194.3	213.3	213.3	213.5	210
消费量	550	532.6	595.8	604.8	617	620
供需平衡	(-3.9)	31.2	(-3)	(-3)	0	(-6.5)
全球						
产量	1174.6	1145.5	1150.5	1184.5	1240.5	1193.5
消费量	1188.6	1123.9	1175.3	1196.1	1232.1	1239
供需平衡	(-14)	21.6	(-24.8)	(11.6)	8.4	(45.5)
锭端						
中国						
供应量	608.6	597.8	662	672	685	685
净进口量	42.8	(-1.1)	37.4	21.7	21.7	21.7
消费量	674.8	605	684.8	691.7	699	705.5
供需平衡	(-4.4)	(-8.2)	14.6	2	7.7	1.2
全球						
供应量	1377.6	1327.8	1381.1	1402	1445	1445
消费量	1402.4	1336.2	1354.8	1381.8	1430.1	1466.3
供需平衡	(-24.8)	(-8.4)	26.3	20.2	15	(21.3)

资料来源：SMM，五矿证券研究所测算

铅价后续展望：过剩趋势延续，价格宽幅震荡

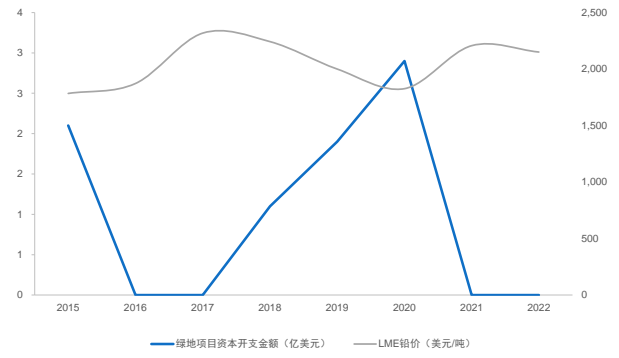
宽幅震荡，波动加剧。根据供需平衡表，2024 年铅过剩的局面仍存，且过剩程度较 2023 年或有所加剧。价格判断上，我们认为铅电池由于存量规模较大，且短期难以被锂电/钠电池大范围取代，需求端较为刚性，价格更多取决于供给端，而供给端的核心变量在于原料废电池的供应，当前废电池供应端紧俏格局仍未缓解，我们建议重点跟踪废电池价格的变动，整体上，我们认为后续铅价或围绕 15500-18500 元呈现宽幅区间震荡。

图表 73: 资本开支与铅价同向变动



资料来源: Bloomberg, 五矿证券研究所

图表 74: 2020 年后绿地项目资本开支下降明显



资料来源: S&P, 五矿证券研究所

图表 75: 2024 年铅整体供给持续过剩 (单位:万吨)

	2022	2023	2024E	2025E
原生铅产量	327.8	370	386.1	391.9
再生铅产量	371.7	413.7	434.3	440.9
净进口量	(-8.4)	(-19.5)	(-11.5)	(6.3)
消费量	696.3	758.8	802.5	827.9
供需平衡	(-5.2)	4.8	6.5	(1.4)

资料来源: SMM, 五矿证券研究所预测

风险提示

- 1、矿端产能释放节奏不及预期, 矿石品位超预期
- 2、海外经济衰退, 需求不及预期

分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师),以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。作者保证:(i)本报告所采用的数据均来自合规渠道;(ii)本报告分析逻辑基于作者的职业理解,并清晰准确地反映了作者的研究观点;(iii)本报告结论不受任何第三方的授意或影响;(iv)不存在任何利益冲突;(v)英文版翻译与中文版有所歧义,以中文版报告为准;特此声明。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现,也即以报告发布日后的6到12个月内的公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中:A股市场以沪深300指数为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在20%及以上;
		增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于5%~20%之间;
		持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间;
		卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下;
		无评级	预期对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间;
		看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

一般声明

五矿证券有限公司(以下简称“本公司”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户,本报告仅在相关法律许可的情况下发放,并仅为提供信息而发放,概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有,未经本公司书面许可,任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后,再注明出处为五矿证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时,也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的,本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构(以下简称“该机构”)发送本报告,则由该机构独自为此发送行为负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入或将产生波动;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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,不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下,报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下,本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利,不与投资者分享投资收益,也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。本公司及作者在自身所知情范围内,与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

特别声明

在法律许可的情况下,五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此,投资者应当考虑到五矿证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突,投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

联系我们

上海	深圳	北京
地址:上海市浦东新区东方路69号裕景国际商务广场A座2208室 邮编:200120	地址:深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦23层 邮编:518035	地址:北京市海淀区首体南路9号4楼603室 邮编:100037

Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

Investment Rating Definitions

The rating criteria of investment recommendations		Ratings	Definitions
The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.	Company Ratings	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
		ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
		HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
		SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
		NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
	Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
		NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
		CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

Contact us

Shanghai

Address: Room 2208, 22F, Block A, Eton Place, No.69 Dongfang Road, Pudong New District, Shanghai
Postcode: 200120

Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen
Postcode: 518035

Beijing

Address: Room 603, 4F, No.9 Shoutinan Road, Haidian District, Beijing
Postcode: 100037