

需求有望拉动铅价上行

——铅锌行业深度

行业评级：看好

2024年12月29日

分析师

沈皓俊

研究助理

沈家悦

邮箱

shenhaojun@stocke.com.cn

邮箱

shenjiayue@stocke.com.cn

证书编号

S1230523080011

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

我们认为，明年铅金属或存在机会。主要原因是需求端方面存在多个利好催化剂，而供给端再生铅与原生铅都存在约束，放量较难，因此2025年铅金属或存在机会。

催化剂一：新国标放宽电动自行车铅蓄电池整车重量要求。新国标电动车放宽车重要求，国标向铅电倾斜，有望提升电动自行车铅酸蓄电池市占率进一步回升。我们认为，新国标的放宽有助于铅蓄电池的市占率提升，铅蓄电池成本低、安全性高的特点具备独特优势

催化剂二：电动自行车铅蓄国补有望进一步拉动下游需求。商务部出台《推动电动车以旧换新实施方案》对交回个人名下老旧电动自行车并换购电动自行车新车的消费者予以补贴，同时对交回锂电池换购铅酸蓄电池的给予额外补贴，并鼓励企业端同时给予消费者补贴。

供给端方面，铅分为再生铅与原生铅两类，我们预计明年海内外原生铅增量或有限，同时再生铅受上游废旧铅酸蓄电池原料有限影响，供给增量也有限。明年无较大供给增量的释放。

需求端方面：增量多、存量稳。增量方面，我们看好国补政策（汽车与电动自行车）对铅酸蓄电池需求拉动带来的增量。同时存量的替换需求较为稳定，因此我们看好铅金属25年整体产业链需求景气。

25年需重点关注供给突发状况与下游需求景气度，我们预计随着下游需求逐渐释放，明年铅价或将逐步上行。

风险提示：美联储政策风险，下游需求不及预期。

1

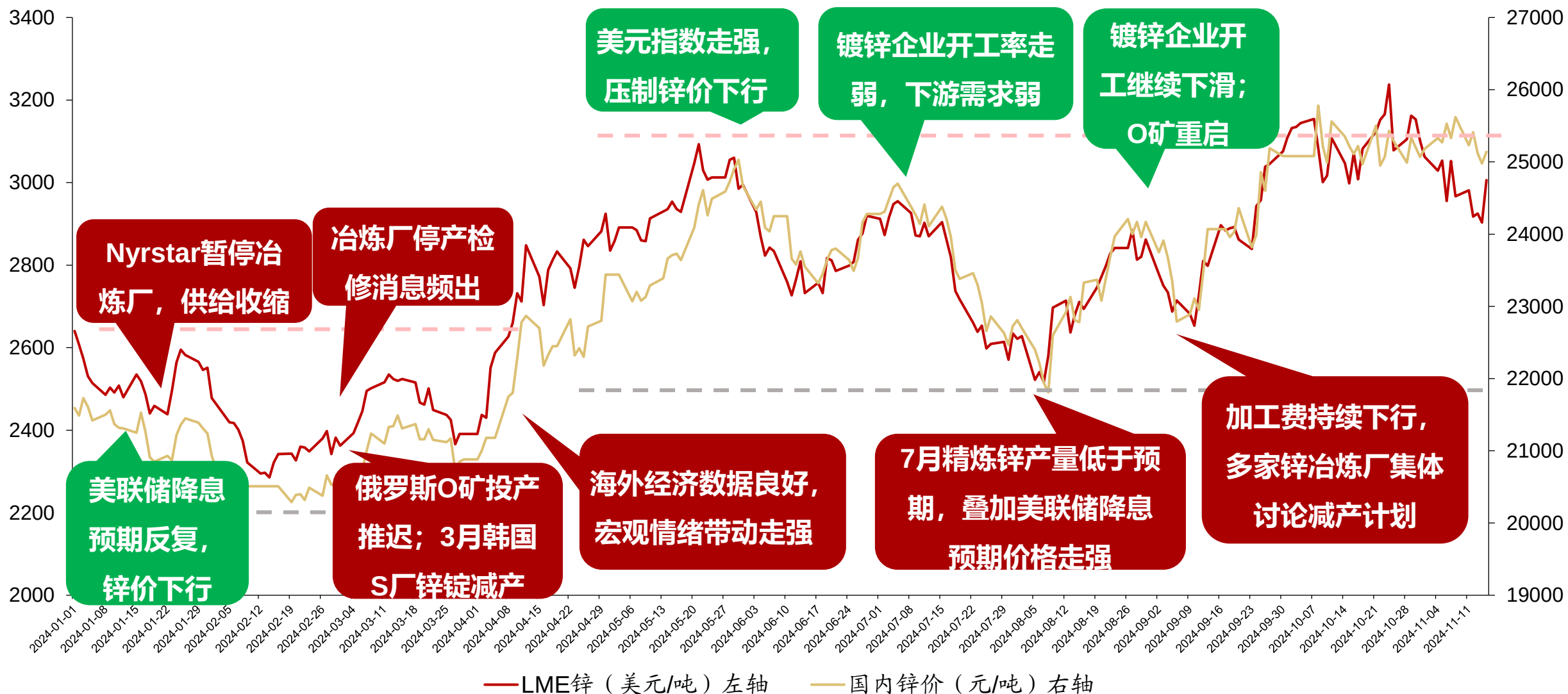
2024年复盘

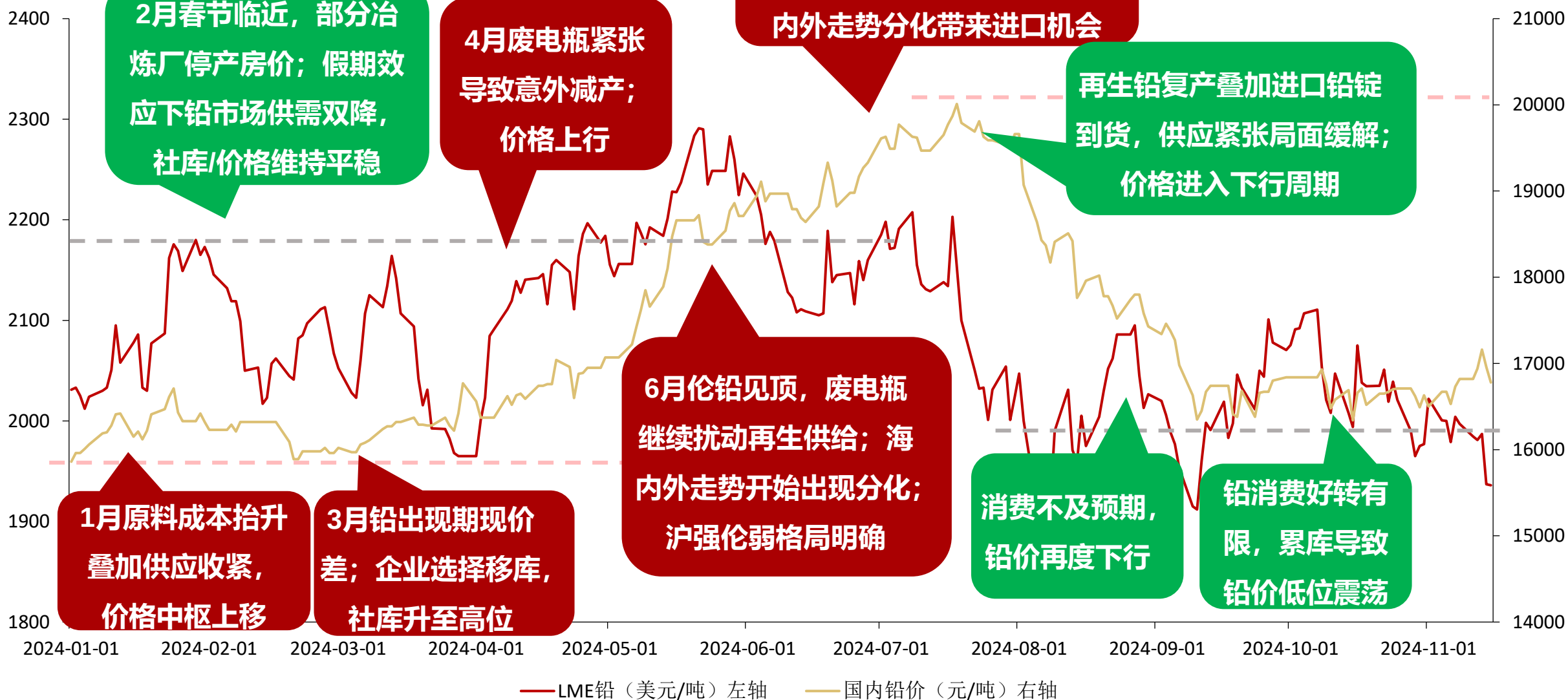
锌：全年三阶段，1-6月供给收缩锌价上行，6-8月需求侧弱势压制，9-11宏观预期改善+低加工费压制冶炼供给上行，整体呈现强势震荡的走势。

供给超预期收缩主导全年锌价走势,年初俄罗斯O矿延迟投产，Nyrstar停产，3月韩国冶炼厂停产，接连停产的信号释放全年供给紧张预期。而不断同比下降的锌精矿进口数则印证了海外锌精矿扰动较大的局面，最终使得全年“矿紧”成为既定事实，加工费不断下调，冶炼厂环节利润被不断压缩。但仅凭供给收缩难以使得金属走出单边上行趋势，需求侧的偏弱与宏观预期是2024年制约锌价上行的重要原因之一，最终全年锌价维持高位震荡，整体较为强势。

铅：全年先上后下，上半场看供给，下半场看需求

铅金属最为独特的一点是再生铅占据供给较大比例，而废旧电瓶是再生铅的重要原料。废旧电瓶的缺货与涨价在上半年对铅的供给增加形成较硬的约束，铅价上半年整体维持比较强势的走势，甚至一度接近2万/吨。但随后需求侧较弱叠加海外到货，短期供给矛盾得到缓解最终下行。全年整体走出了冲高回落的走势，全年最大亮点是年中沪铅较强，一度与伦铅形成背离走势，我们认为这也彰显了铅产业链供给弹性较差，供给短期内存在一定的刚性。





2

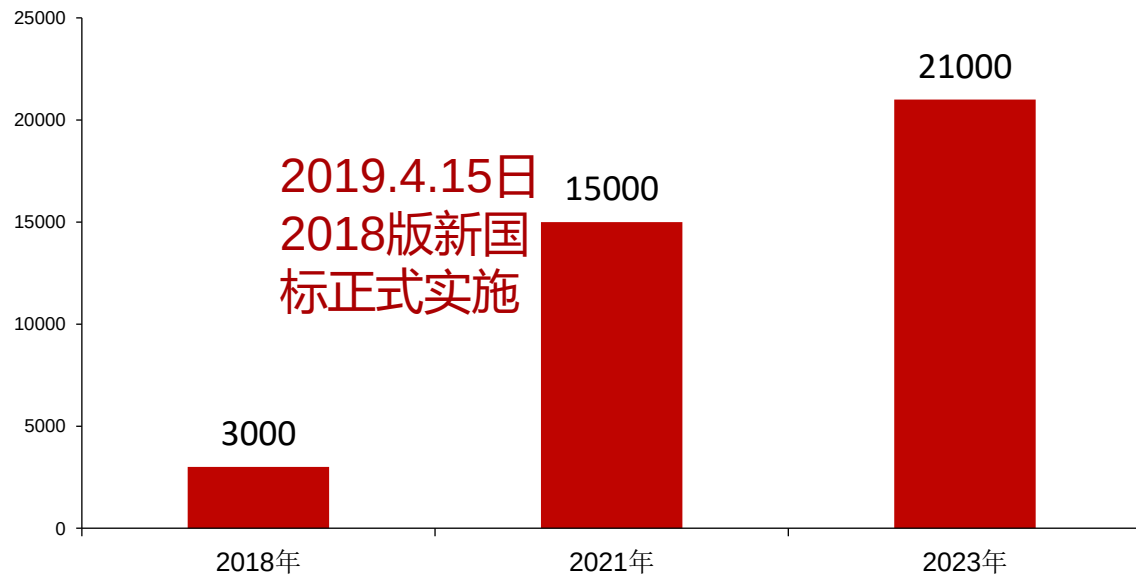
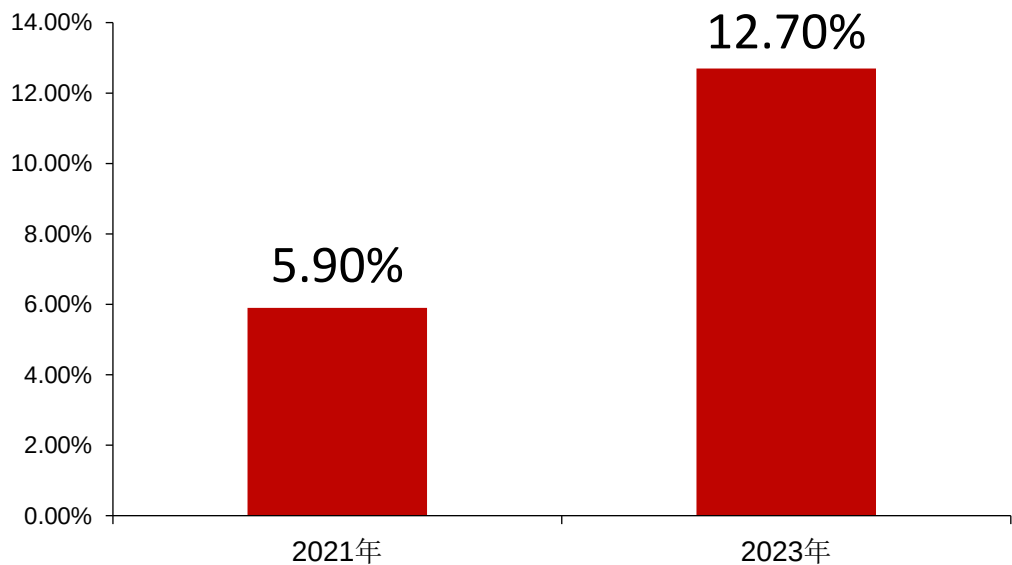
铅行业催化剂

存量：截止2023年底，电动自行车社会保有量超3.5亿辆，其中锂电池电动车约为5000万辆。

增量：2023年规上企业生产电动自行车4228万辆，其中国内主要电动自行车品牌发布的电动自行车新车型，配备锂离子蓄电池的比例已经超过20%。

为何新国标要鼓励铅酸蓄电池？：近年来电动自行车火灾数年均增长20%，2023年电动自行车占全年较大火灾中比例从5.9%上升至12.7%。电动自行车强化安全属性已迫在眉睫,因此铅蓄回归与渗透率进一步提升是出于安全与效率的综合考量。

图：2021、2023年电动自行车占全年较大火灾比例（%） 图：近年来电动自行车火灾数量上升



新国标放宽铅蓄电动自行车重量：新规规定使用电动自行车的整车重量由55公斤提升至63公斤，有效提高铅蓄电池车型的续航里程，但使用锂电池的整车重量不变。

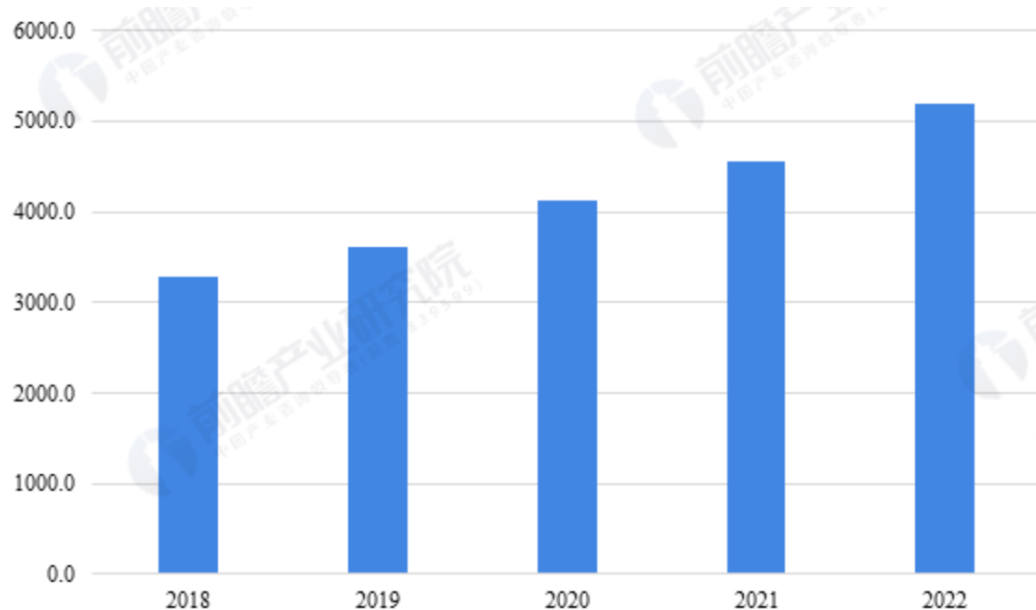
国补向铅酸蓄电池倾斜：政府对交回个人名下老旧电动自行车并换购电动自行车新车的消费者予以补贴，同时对交回锂电池换购铅酸蓄电池电动自行车的消费者，额外给予补贴。

我们认为，上述两项新政策对于铅酸蓄电池消费具有较强推动作用，有望带来铅酸蓄电池电动车销量增加与渗透率提升双重利好，有望推动电动自行车产量登上新台阶。

图：部分地区国补政策（以广州市为例）



图：2018-2022年中国电动自行车产量变化状况



3

供给端

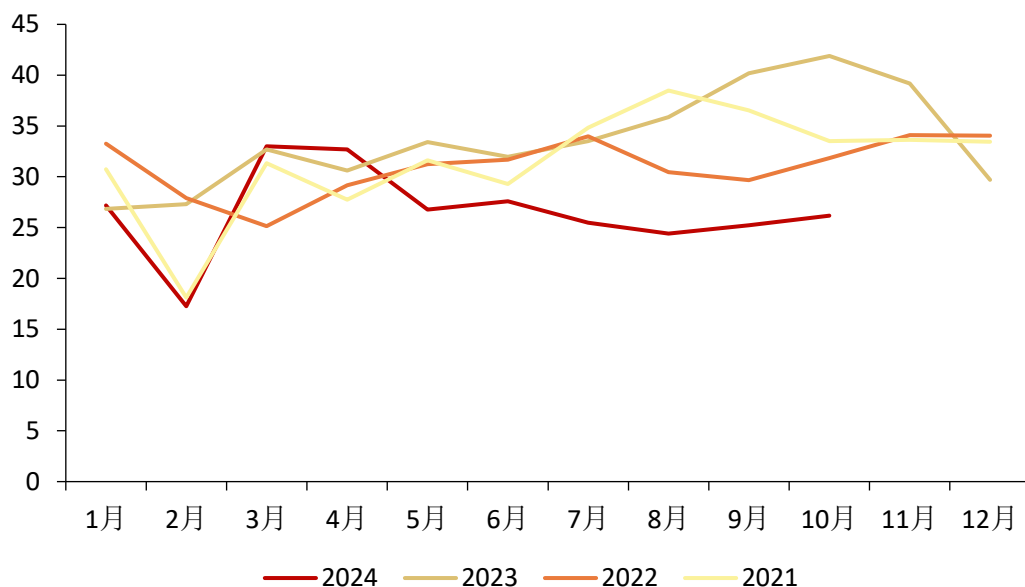
01 国内铅金属供应：再生铅严重低于往年同期水平

回顾2024年铅金属供应方面，再生铅受到上游废旧电瓶供应影响，4、5月放量后持续低迷，低于往年同期水平。再生铅废旧电瓶供应矛盾凸显。

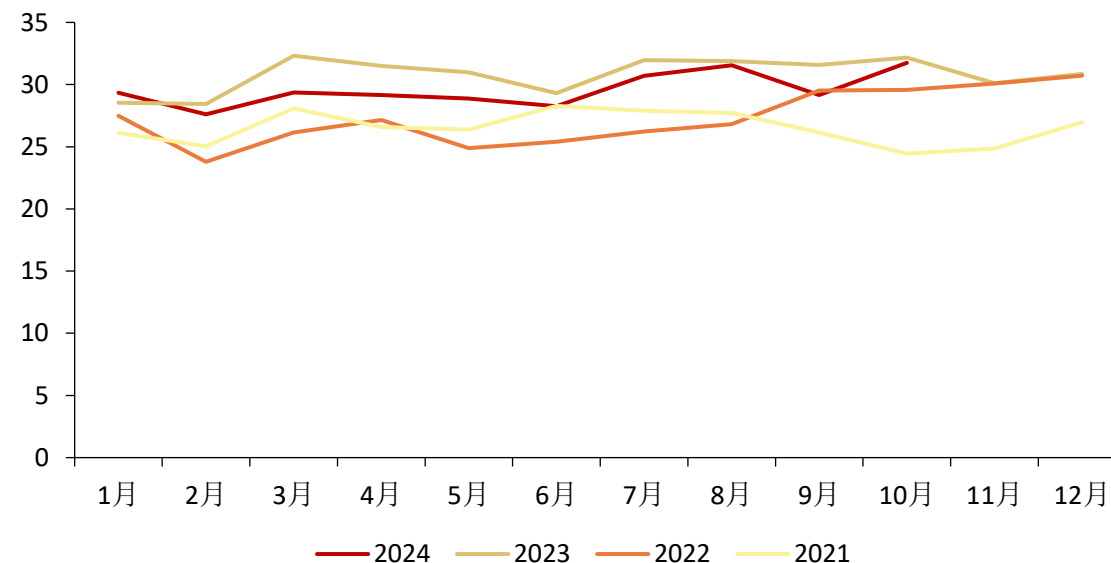
原生铅方面，精炼铅放量尚可，收到上游供给约束较少，大部分月份强于2022年水平但仍低于2023年同期水平。

总体来看，铅行业24年供给少于往年，供给约束是支撑价格上行的重要动力。

图：2021-2024年国内再生铅月度产量（万吨）



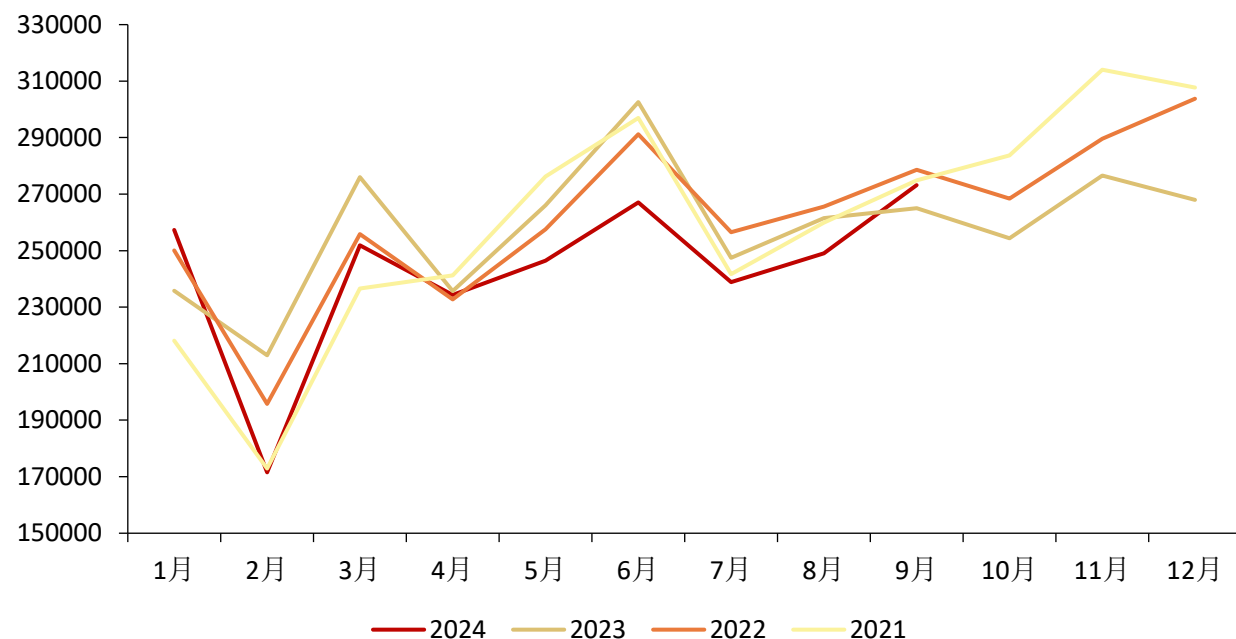
图：2021-2024年国内精炼铅月度产量（万吨）



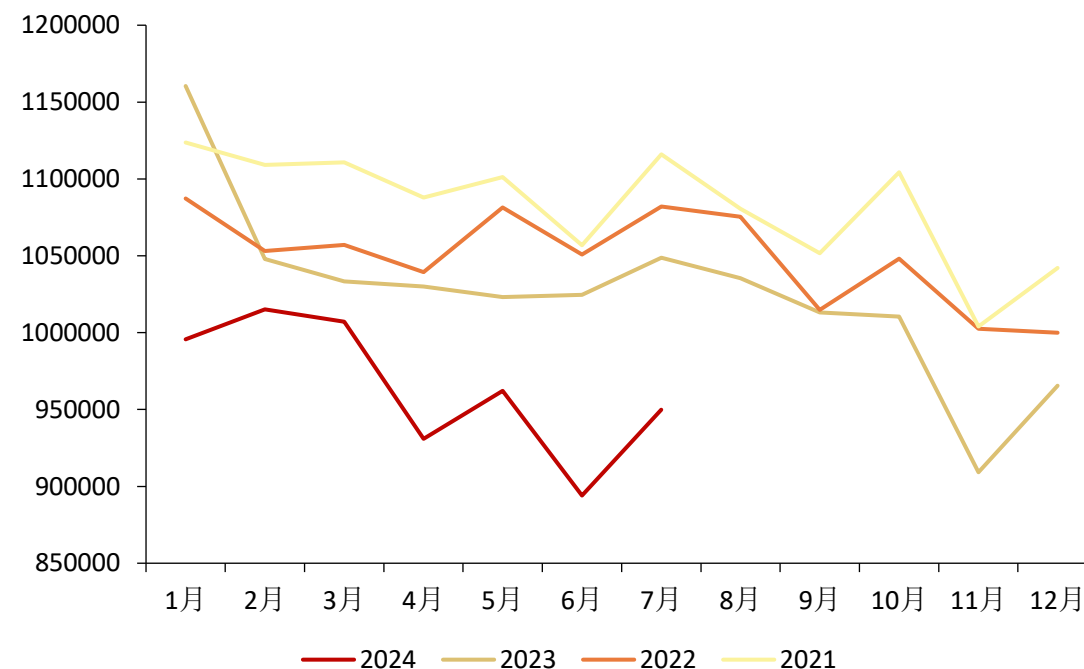
从全球视角看，2024年全球锌精矿产量严重低于预期，在一系列矿山、冶炼厂停产后，全球锌精矿产量显著低于往年水平，供给冲击助推全年锌价强势运行。

国内各大矿山则维持稳定，与往年水平相近。

图：2021-2024年国内锌精矿月度产量（吨）



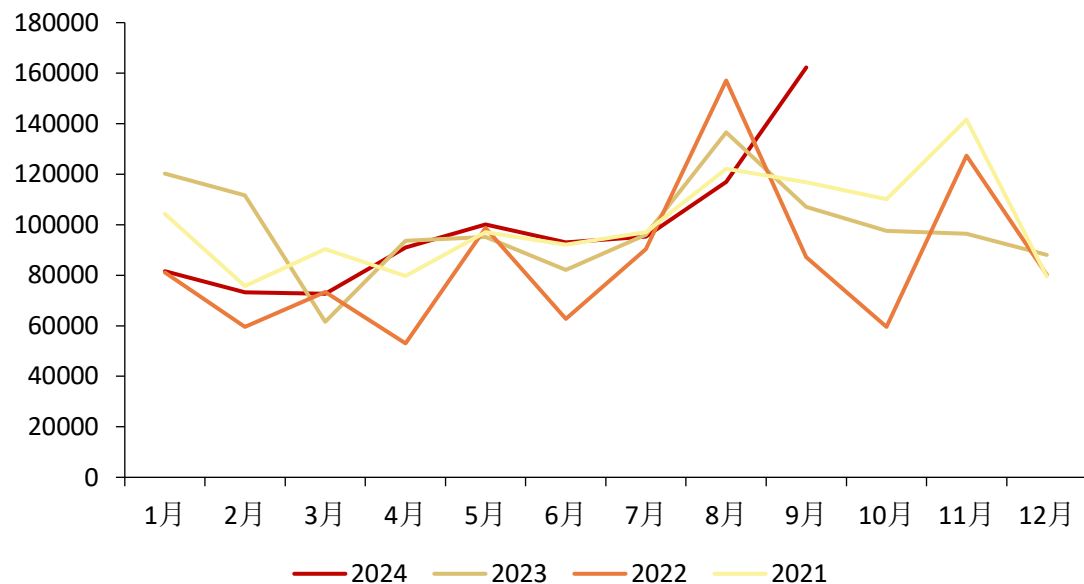
图：2021-2024年全球锌精矿月度产量（吨）



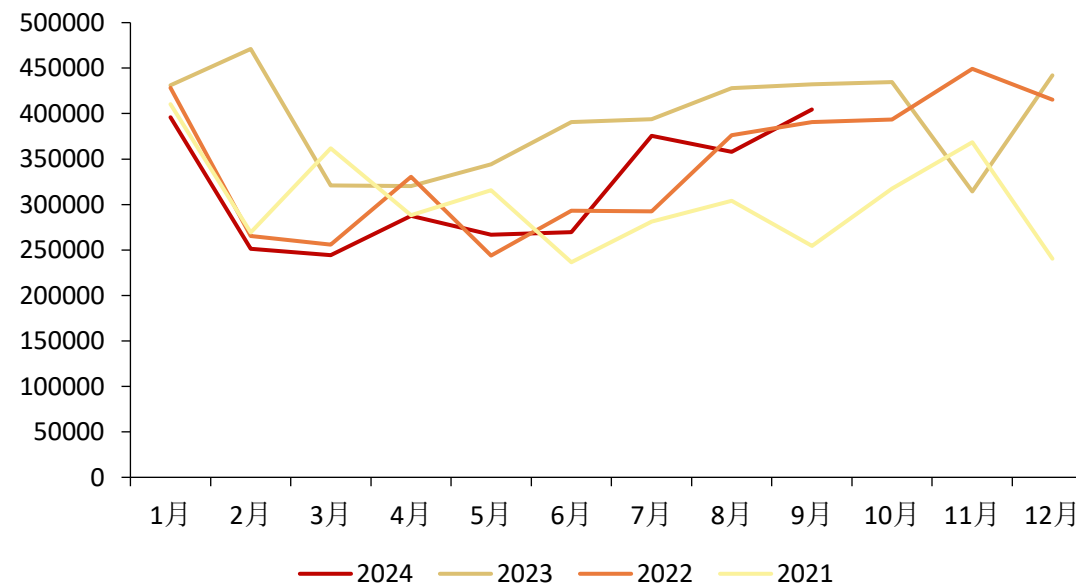
铅精矿在2024年4月后进口节奏显著加速，一路上行，但进口数量有限。海内外出现价差是进口飙升的重要原因之一。；

锌精矿进口数量整体低于往年平均水平，持续低下的进口矿石数量也是导致冶炼厂上游精矿原料紧张的重要原因之一。

图：我国从国外进口铅精矿（吨）



图：我国从国外进口锌精矿（吨）



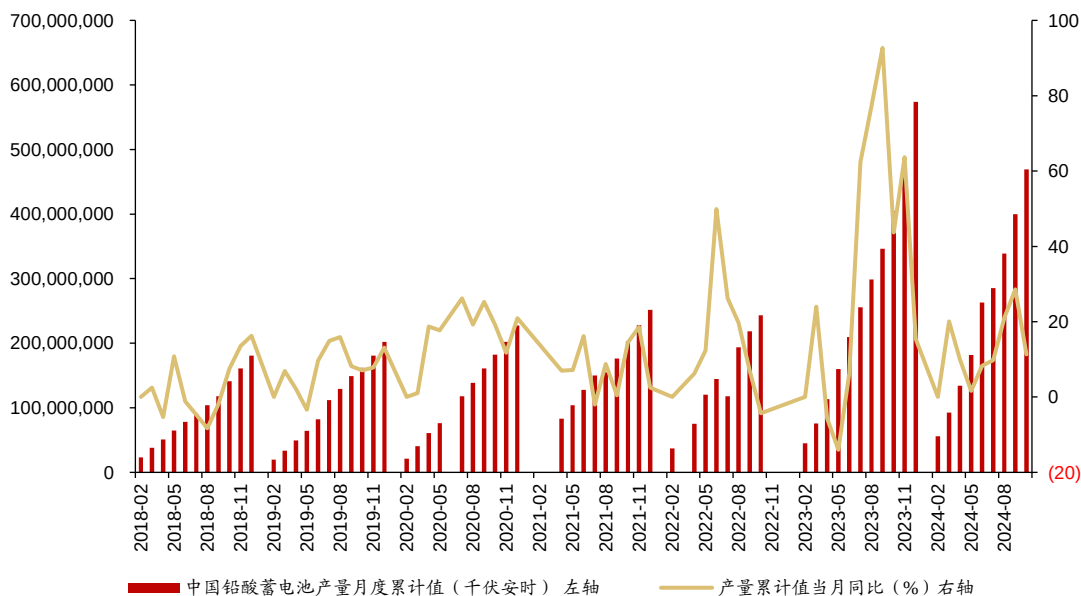
4

需求端

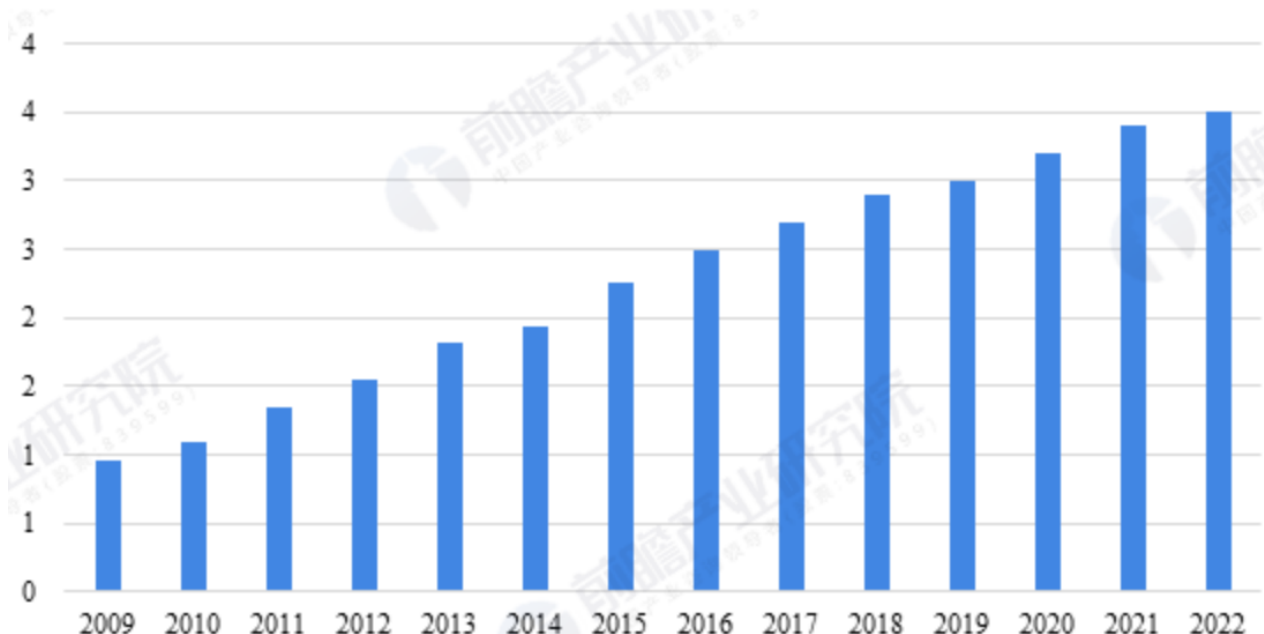
铅酸蓄电池作为铅金属下游最重要的需求之一，我们跟踪国内月度累计产量可以发现，自2018年，铅酸蓄电池产量整体呈现逐年递增的趋势。长期来看铅金属需求缓慢爬升。

具体到终端来看，国内电动自行车保有量逐年上升为替换需求提供稳固基础，铅酸蓄电池整体上看需定期更换，因此电动自行车保有量持续上升带来对铅酸蓄电池替换需求的持续上行。

图：铅酸蓄电池产量月度累计值与累计同比



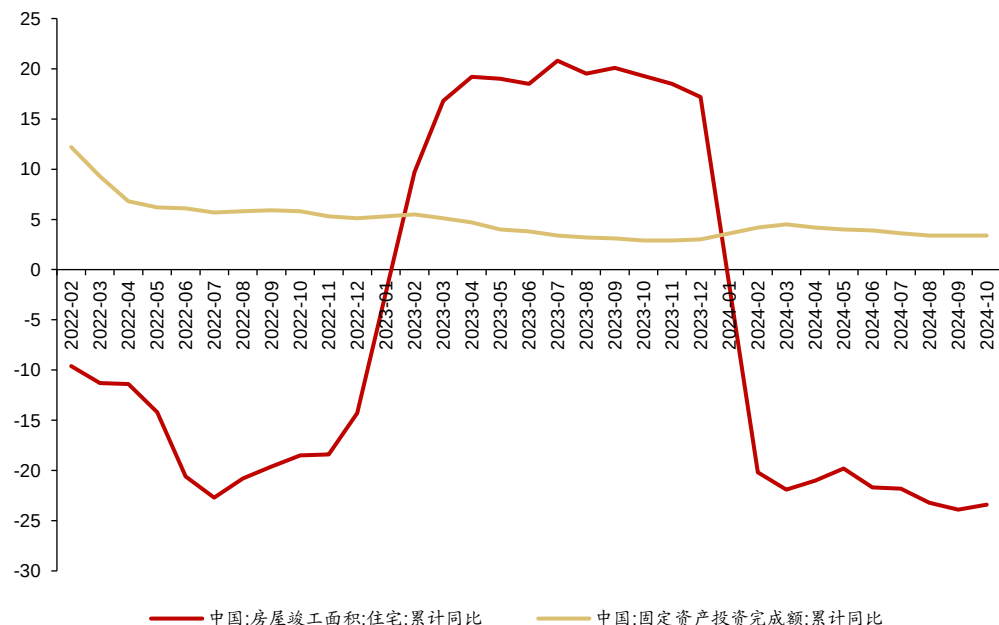
图：2009-2022中国电动自行车保有量（亿辆）



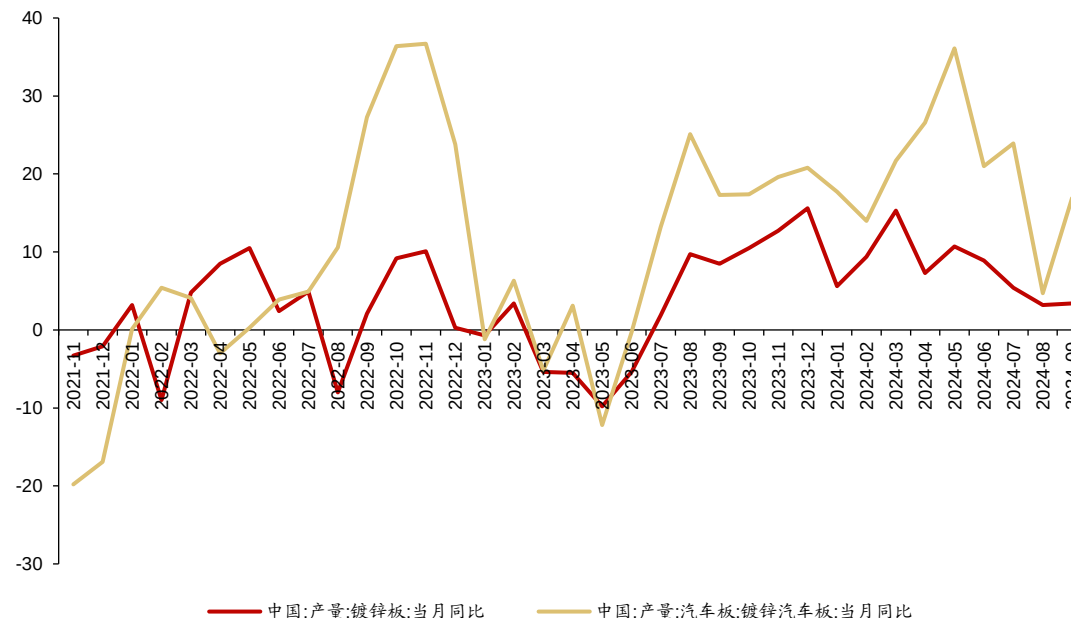
宏观环境拖累需求：从宏观看，基建和地产属于锌金属重要下游需求。

直接下游镀锌：总量来看，镀锌板整体仍维持小幅增长趋势，尤其是一、二季度需求比较强势，三四季度后增速回落，全年仍维持正增长。汽车镀锌板板块是镀锌板块维持高增长的细分模块，全年预计继续维持高增长。

图：房屋竣工面积与固定资产投资完成额累计同比



图：中国镀锌板与汽车镀锌板产量同比



图：全球精炼铅供需平衡（万吨）

	精炼铅产量（万吨）	精炼铅消费量（万吨）	全球精炼铅年度供需平衡（万吨）
2020	1230	1214	16
2021	1272	1266	6
2022	1250	1266	-16
2023	1284	1280	4
2024E	1314	1308	6
2024YOY	+2.3%	+2.2%	

- 1、**美联储政策风险：**若美联储加息政策超预期，将影响各金属价格，导致相关金属价格下行的风险。
- 2、**下游需求不及预期：**若全球宏观经济景气度不及预期，影响金属下游需求导致金属价格受影响。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>