

基本面转弱迹象已现，但支撑犹存

报告日期：2022年04月05日

★矿端：进口锡矿抵消国内产量不足

1-2月国内矿石总供应为23949吨，累计同比增加14%，进口矿石的增量有效的补充了国产矿石的紧张，锡矿总供给有所修复，目前全球锡矿生产利润处于历史高位，矿山边际增产意愿较高，但疫情以及缺乏资本开支导致增速较低，预计矿石供应将维持缓慢修复的状态。后续锡矿供应变量主要在于缅甸矿出口受疫情影响程度。

★冶炼端：全球锡冶炼产能小幅提升

1-2国内精炼锡总供给25170吨，同比去年降低11.6%，1月国内精炼锡产量的减量对一季度国内精炼锡供应造成了比较大的影响，预计后续随着缅甸矿进口的恢复，冶炼厂开工率也将持续回升，二季度国内精炼锡供给预计将录得小幅正增长。海外方面，随着冶炼厂从疫情的影响中逐步恢复，预计开工率将逐步上行。

★消费端：疫情压制内需，出口增速下滑明显

二季度电子产品对应的焊料消费增速由于国内终端消费能力下降、成本上行以及疫情等因素同比将出现一定下行，但随着国内疫情得到控制，环比预计会有所修复。锡材出口利润的下滑，以及海外供应链的修复预计将使国内锡材净出口数量下降。总体上二季度锡消费增速同比面临一定下行压力，环比增速情况要结合国内疫情恢复进度具体观察，预计整体要好于一季度。

★投资建议与建议

二季度在供需双弱的背景下，国内锡锭库存预计将维持低位，对价格形成一定支撑。同时海外累库压力有所缓解，后续对全球锡价的拖累减轻。预计二季度锡价总体将偏强运行。不过目前全球宏观扰动较大，俄乌冲突预期反复，美联储加息节奏较快，同时国内经济增长面临一定压力，因此需要增加风险意识，此外锡价目前处于历史高位，投资建议上我们推荐以谨慎的逢低买入思路为主，沪锡主力合约目标价（330000，360000）元/吨。

★风险提示：

国内疫情超预期，全球经济失速下行。



孙伟东 资深分析师(有色金属)

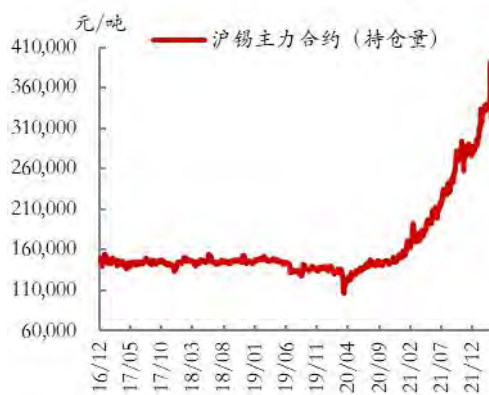
从业资格号：F3035243

投资咨询号：Z0014605

Tel: 8621-63325888

Email: weidong.sun@orientfutures.com

主力合约行情走势图（锡）



目录

1、矿端：进口锡矿抵消国内产量不足.....	4
2、冶炼端：全球锡冶炼产能小幅提升.....	6
3、消费端：疫情压制内需，出口增速下滑明显.....	8
4、基差：Back 维持，但弱于去年同期.....	11
5、投资意见与建议.....	13
6、风险提示.....	14

图表目录

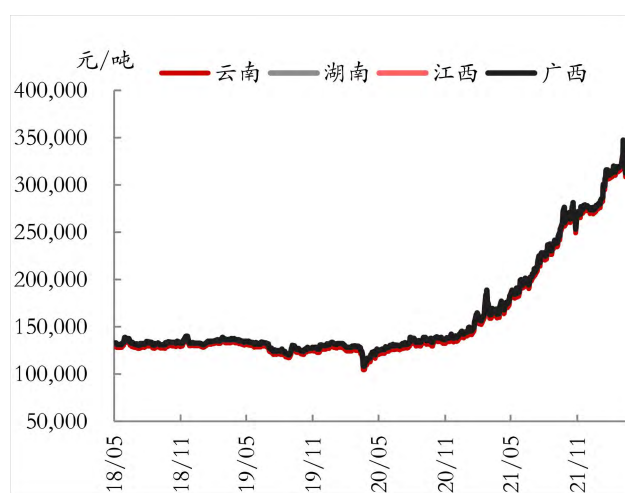
图表 1: 国产锡矿价格走势.....	4
图表 2: 国内锡矿加工费走势.....	4
图表 3: 国产锡矿产量变化.....	5
图表 4: 进口锡矿数量变化.....	5
图表 5: 国内锡矿总供给变化.....	5
图表 6: 非缅甸矿进口数量变化.....	5
图表 7: 国内精炼锡产量变化.....	6
图表 8: 国内精炼锡净进口量变化.....	6
图表 9: 国内精炼锡建成产能及开工率变化.....	7
图表 10: 云南、江西精炼锡企业开工率.....	7
图表 11: 印尼锡锭出口数量变化.....	7
图表 12: 国内锡企业库存变化.....	7
图表 13: 国内精炼锡总供给变化.....	8
图表 14: 国内再生锡产量变化.....	8
图表 15: 国内集成电路产量变化.....	9
图表 16: 国内电子计算机产量变化.....	9
图表 17: 国内智能手机产量变化.....	9
图表 18: 国内空调产量变化.....	9
图表 19: 国内镀锡板产量变化.....	10
图表 20: 国内镀锡板出口变化.....	10
图表 21: 国内 PVC 产量增速变化.....	10
图表 22: 国内光伏新增设备容量增速变化.....	10
图表 23: 国内锡材净进口数量变化.....	11
图表 24: 国内锡材出口数量变化.....	11
图表 25: 沪锡现货升贴水.....	12
图表 26: LME 锡现货升贴水.....	12
图表 27: 沪锡跨月月差.....	12
图表 28: 沪伦比值走势.....	12
图表 29: 上期所锡库存变化.....	13
图表 30: LME 锡库存变化.....	13

1、矿端：进口锡矿抵消国内产量不足

2022 年一季度国内锡矿价格维持了较快上行趋势，截至 3 月底云南 40%精锡矿价格上涨至 323750 元/吨，较上一季度上涨 47200 元，涨幅为 17%。国内矿石供应总体平稳，3 月底锡矿加工费维持高位，云南 40%锡矿加工费为 25000 元/吨，较上一季度增加 2000 元/吨，维持在历史相对高位。

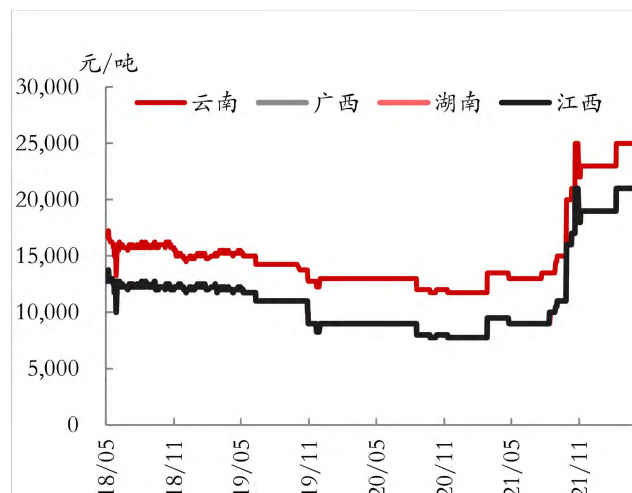
国产矿方面，1-2 月锡矿产量为 12000 金属吨，月平均产量与去年 12 月大致相当，但同比去年降低 29%。国产矿产量偏低一方面是环保等因素的影响，另一方面则是进口矿石的放量挤压了国内的份额。

图表 1：国产锡矿价格走势



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 2：国内锡矿加工费走势



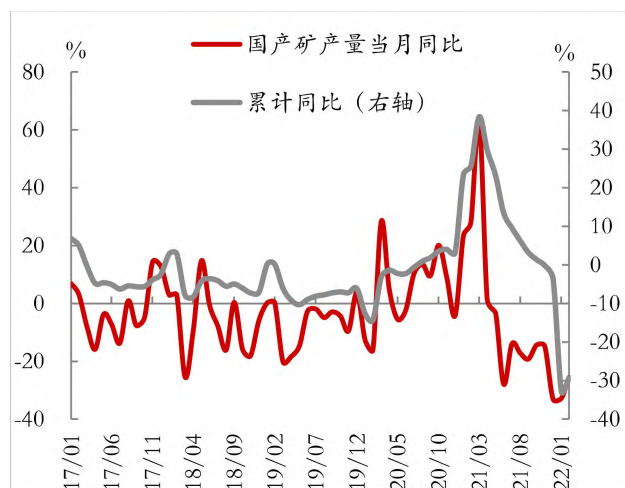
资料来源：SMM，东证衍生品研究院

1-2 月国内进口锡矿数量为 11945 金属吨，月平均进口量环比去年 12 月翻了一倍，与去年同期相比也翻了一倍的量。从 2021 年四季度开始进口锡矿成为影响国内供应最重要的边际量，2021 年 11 月缅甸由于疫情因素造成了进口通道关闭，自缅甸进口矿数量锐减，从 10 月的 3300 金属吨至 11、12 月降低至 1500 金属吨左右，两个月的时间国内进口数量降低超过 3000 金属吨，对国内矿石供应造成了很大的冲击，矿石价格也受此影响在此期间快速拉涨。缅甸矿的进口问题今年 1 月开始逐步恢复至常态影响基本解除。不过近期缅甸疫情再次加剧，再次引发市场对于缅甸矿供应的担忧，但据我们了解暂时没有对缅甸矿的进口造成实质影响，后续需要继续跟踪观察缅甸疫情。此外，缅甸矿进口数量的大幅波动，使得国内企业开始探索缅甸以外国家矿石来源，目前为止澳大利亚、老挝等国家的矿石进口数量有所提升，预计后续非缅甸矿进口数量会继续上升，缅甸矿比例会逐步下降。

综合国产矿与进口矿来看，1-2 月国内矿石总供应为 23949 吨，累计同比增加 14%，进

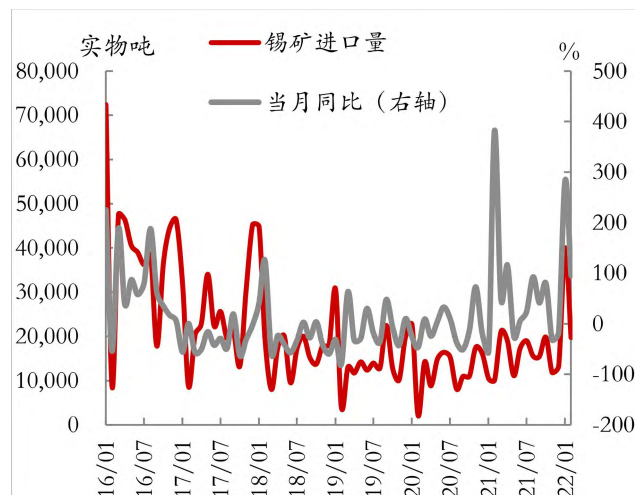
口矿石的增量有效的补充了国产矿石的紧张，锡矿总供给有所修复，目前全球锡矿生产利润处于历史高位，矿山边际增产意愿较高，但疫情以及缺乏资本开支导致增速较低，预计矿石供应将维持缓慢修复的状态。后续锡矿供应变量主要在于缅甸矿出口受疫情影响程度。

图表 3：国产锡矿产量变化



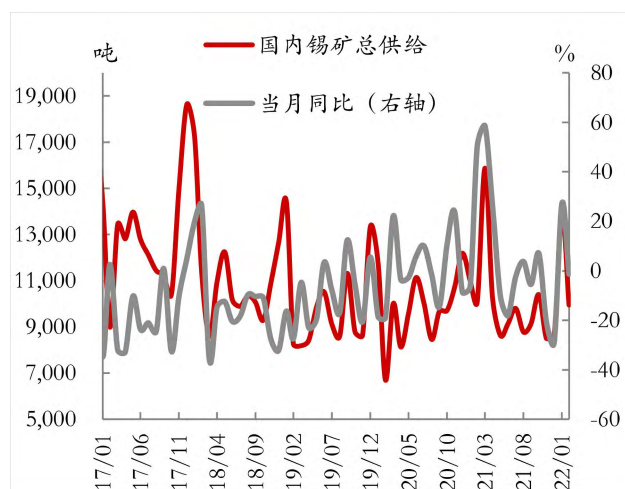
资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 4：进口锡矿数量变化



资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

图表 5：国内锡矿总供给变化



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 6：非缅甸矿进口数量变化

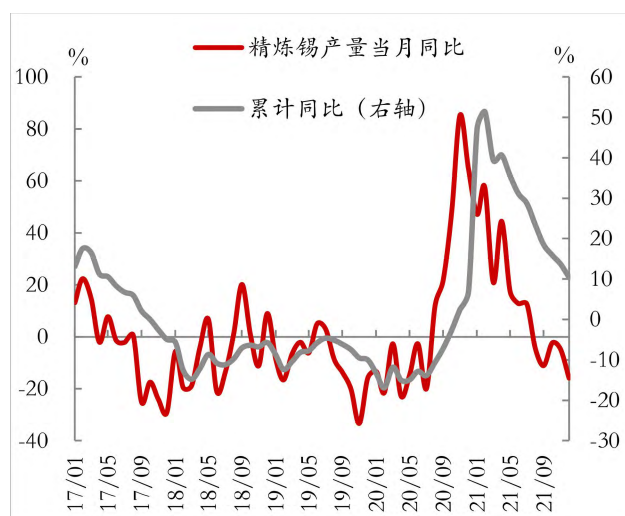


资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

2、冶炼端：全球锡冶炼产能小幅提升

1-2月国内精炼锡产量25709吨，累计同比去年减少7.2%。其中1月份精炼锡同比去年减量14.4%，造成了较大拖累，这与当时缅甸矿进口偏紧有一定关系。此外，去年上半年开始尤其进入下半年，国内精炼锡产量出现明显下滑，主要原因是受到国内双碳与限电等政策干扰。1-2月国内再生锡产量为4640吨，同比去年小幅下降1%，再生锡供应总体相对稳定。

图表7：国内精炼锡产量变化



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表8：国内精炼锡净进口量变化



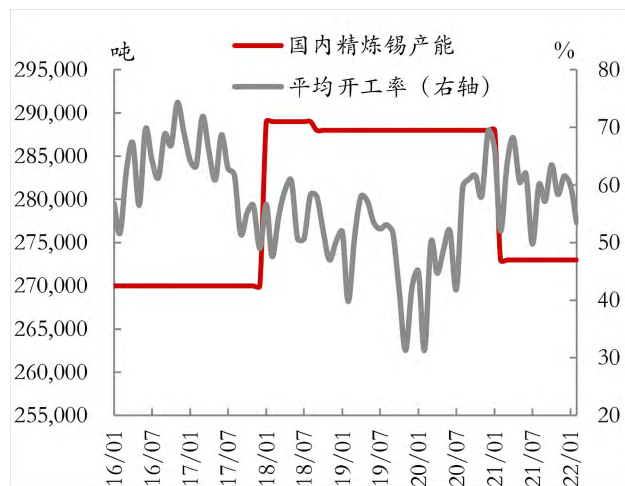
资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

2月国内精炼锡开工率为53.5%，环比降低6个百分点，原因是春节冶炼厂例行检修，同比增加1个百分点。节后冶炼厂由于利润较高，同时环保政策宽松，企业复产意愿较强，开工率有所上升。从近期云南、江西两省冶炼厂开工率的高频数据来看，环比均在逐步抬升，后续预计开工率将继续维持高位，但受制于矿石总体供应偏紧，国内冶炼厂开工率大幅上行的空间比较有限。海外方面，随着冶炼厂从疫情的影响中逐步恢复，预计开工率也将逐步上行，今年全球精炼锡产量增速预计将达到4%。

1-2月，国内精炼锡净出口407吨，去年同期出口数量为272吨。国内精炼锡进出口格局，自去年10月份开始出现一些边际变化。去年由于MSC等海外锡冶炼厂大幅减产，海外冶炼厂能较为短缺，国内锡锭出口数量不断增加。去年四季度开始，随着海外疫情影响逐步减弱，冶炼厂着手复产，海外锡缺口收窄，国内锡锭出口数量降低，随着锡锭进口窗口的打开，锡锭呈现出净进口的局面。最近国内进口锡锭数量有一定程度回落，与印尼锡锭出口锐减有关，1月印尼锡锭出口仅为1.2千吨，远低于12月8千吨，这主要与印尼出口政策调整有关，预计后续印尼锡出口仍将有一定影响，但总体影响不会很大。综合来看，二季度国内精炼锡长期将由净出口转为净进口格局。

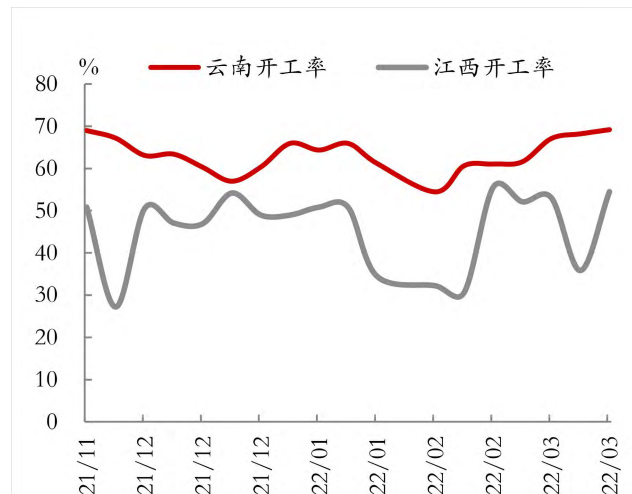
综合来看，1-2 国内精炼锡总供给 25170 吨，同比去年降低 11.6%，1 月国内精炼锡产量的减量对一季度国内精炼锡供应造成了比较大的影响，预计后续随着缅甸矿进口的恢复，冶炼厂开工率也将持续回升，二季度国内精炼锡供给预计将录得小幅正增长。

图表 9：国内精炼锡建成产能及开工率变化



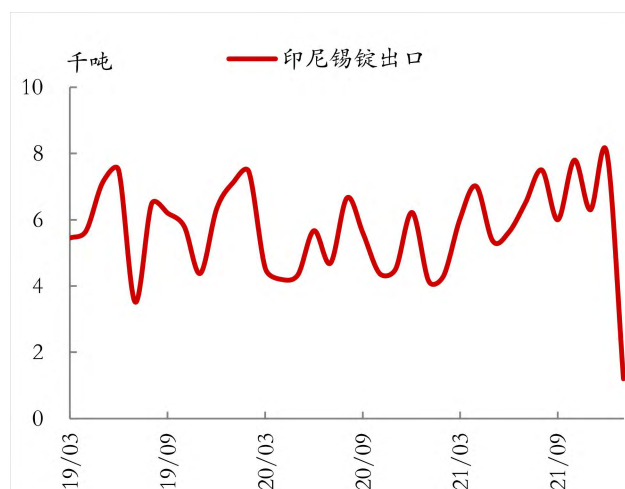
资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 10：云南、江西精炼锡企业开工率



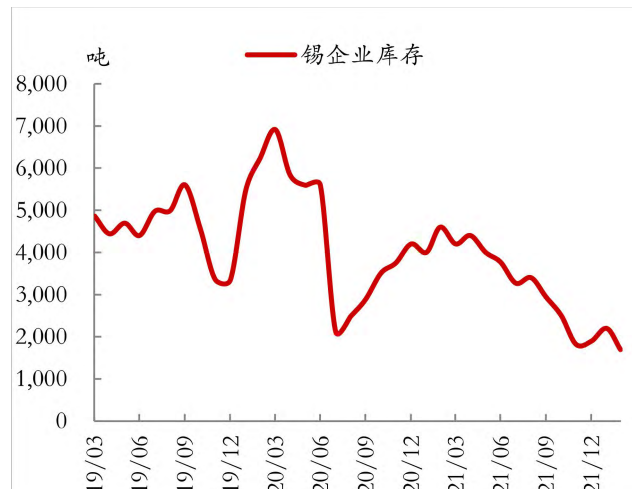
资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 11：印尼锡锭出口数量变化



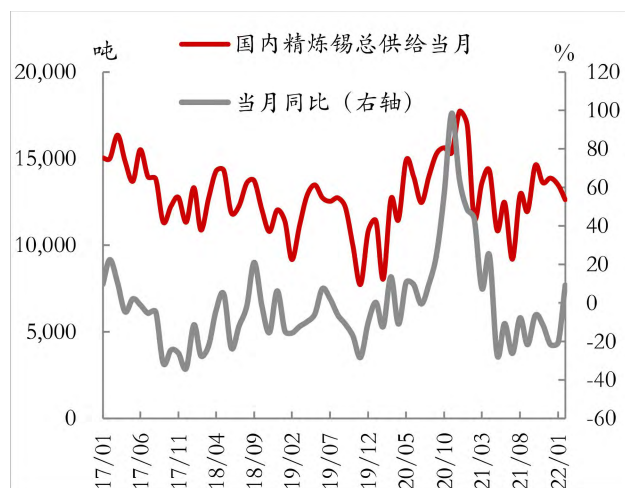
资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 12：国内锡企业库存变化



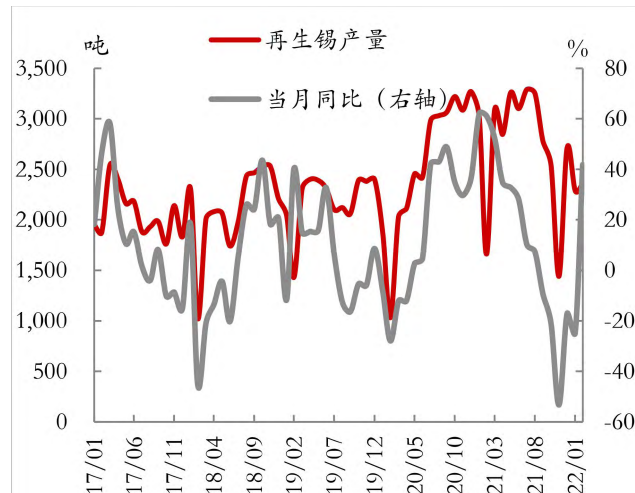
资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 13: 国内精炼锡总供给变化



资料来源: 东证衍生品研究院

图表 14: 国内再生锡产量变化



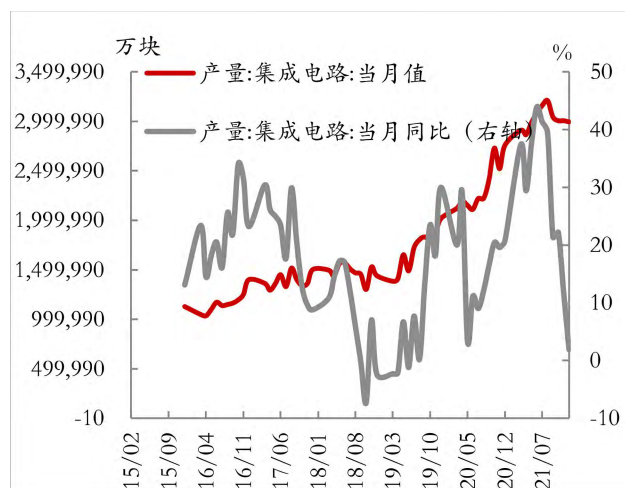
资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

3、消费端: 疫情压制内需, 出口增速下滑明显

1-2 月国内集成电路产量为 573.3 亿块, 同比去年降低 1.2%, 电子产品景气度明显下降。从细分下游领域来看, 去年国内计算机产销保持较快增速, 进入下半年增速略有下滑, 今年 1-2 月计算机销量继续下滑至 6184 万台, 增速同比下降 3.9%; 智能手机方面, 1-2 月国内产量为 1.5 亿台, 同比微增 0.8%, 去年中国智能手机市场呈现前高后低的走势, 今年由于部分产品供应受阻、中高端产品终端出货不及预期, 产量增速出现明显下行。1-2 月国内空调产量为 2926 万台, 同比增速为 3.9%, 内需总体比较一般, 出口在高基数下依然延续了高景气。总体来讲, 与焊料相关的电子产品内需受到原材料价格上涨、消费乏力以及疫情的影响而增速出现下滑, 二季度的消费主要要看国内疫情的防控情况, 在疫情有效控制的前提下, 预计消费会呈现前低后高的走势。

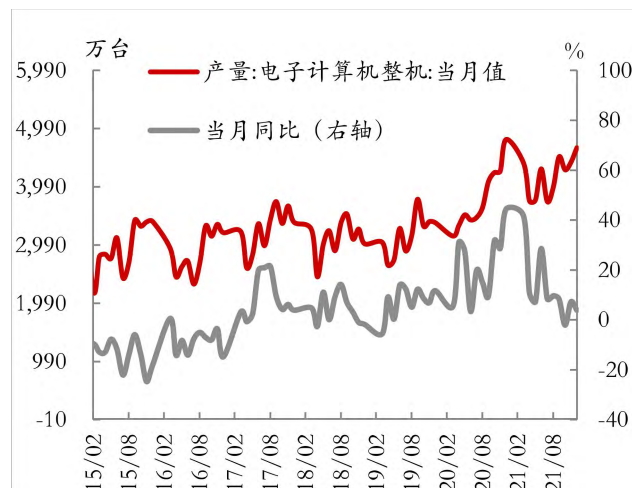
其他消费领域方面, 镀锡板内需表现尚可, 主要是由于疫情因素导致罐头领域消费增速较高, 出口方面保持了较高增速。化工需求方面, 1-2 月国内 PVC 产量为 363.9 万吨, 同比降低 7.8%。根据我们能化分析师的预测, 今年国内 PVC 产能释放空间, 全年产量增速偏低, 拖累相关锡化工领域的消费。2 月国内光伏新增装机 10.8GW, 同比去年增加 234%, 依旧保持较快增速。一季度海外光伏抢装数量较多, 拉动国内相关组件出口。在国内大型风光基地等政策的推动下, 预计二季度国内光伏用锡依然可以维持较高增速。

图表 15: 国内集成电路产量变化



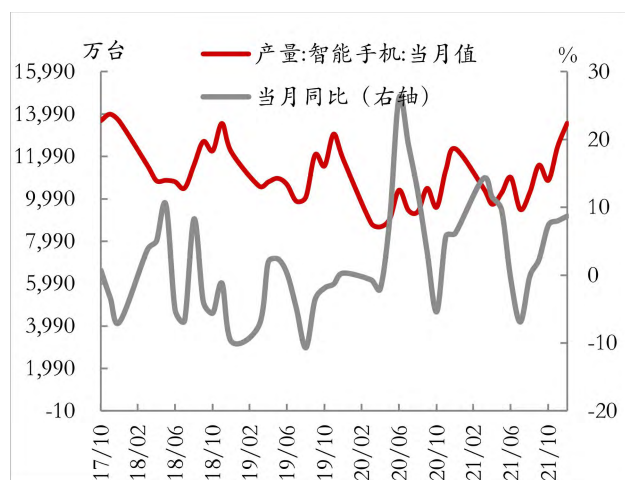
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 16: 国内电子计算机产量变化



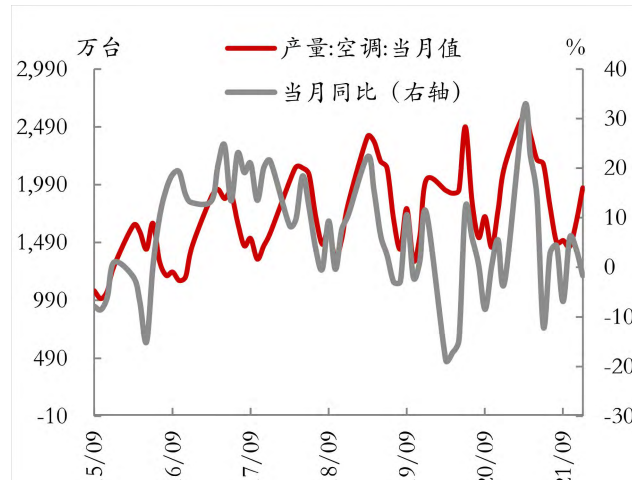
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 17: 国内智能手机产量变化



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

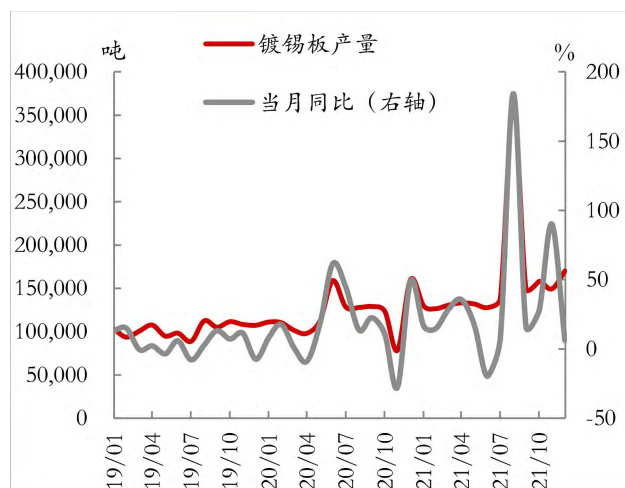
图表 18: 国内空调产量变化



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

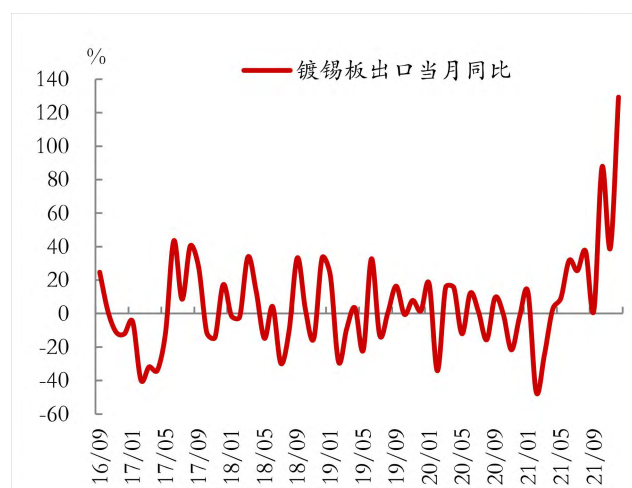
1-2 月国内出口锡材 1947 吨, 同比降低 10%。结合进口数据来看, 1-2 月国内锡材出口 708 吨, 去年同期则净进口 682 吨。去年年初开始内需的转弱令国内锡材进口需求量减少, 同时海外冶炼厂及加工产能的缺失令锡材出口数量增加。不过今年 1、2 月平均每个月 300 吨左右的锡材出口, 与去年年中 1000-2000 的出口量相比有明显的下降, 这是由于海外锡产业链供应能力已经有了较为明显的修复。预计二季度国内锡材净出口量将逐步下降。

图表 19: 国内镀锡板产量变化



资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

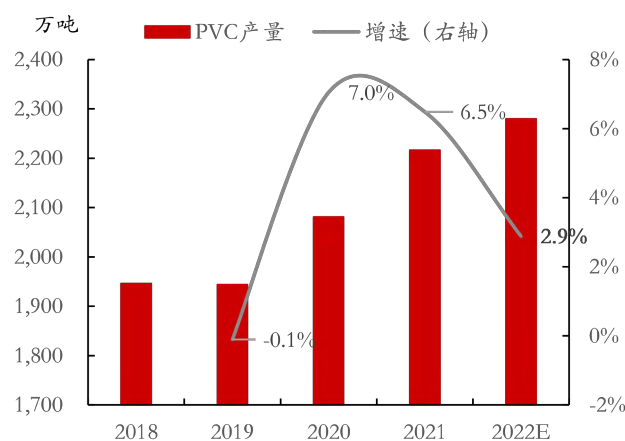
图表 20: 国内镀锡板出口变化



资料来源: 海关总署, 东证衍生品研究院

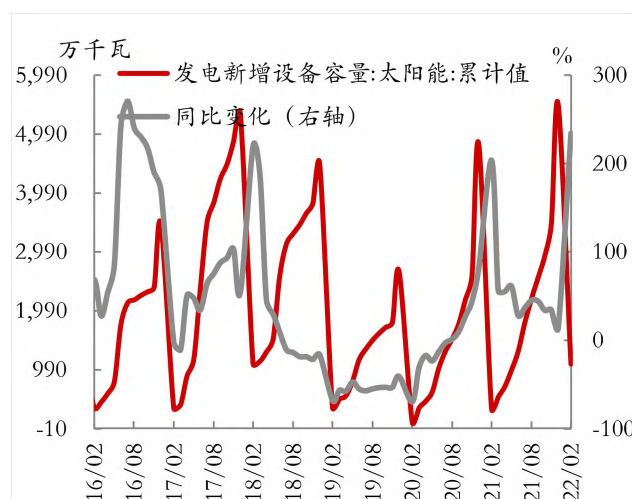
从锡材企业开工情况来看, 今年春节假期之后终端企业订单总体情况比往年要差一些, 该状态贯穿了整个一季度。其中内需偏差是一方面原因, 更重要的是出口订单由于各方面因素影响不及去年同期。从焊料企业角度看, 高的锡价在一定程度上挤压了企业利润, 从而影响了企业开工率。这其中对于大型焊料企业影响偏小, 对于中小规模企业受影响较大, 产量一季度总体情况不及预期。

图表 21: 国内 PVC 产量增速变化



资料来源: 东证衍生品研究院

图表 22: 国内光伏新增设备容量增速变化



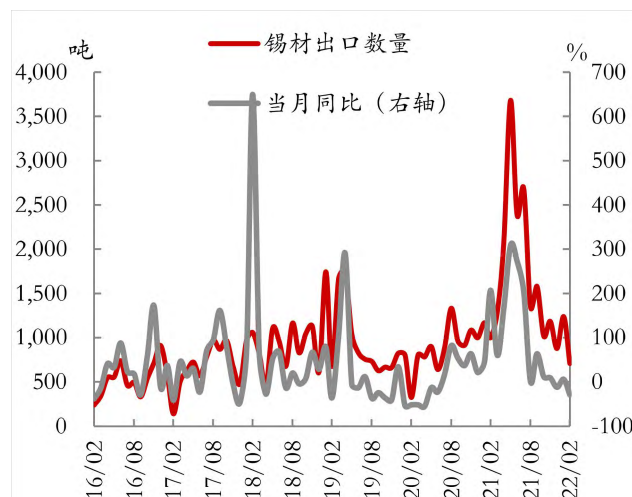
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 23: 国内锡材净进口数量变化



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 24: 国内锡材出口数量变化



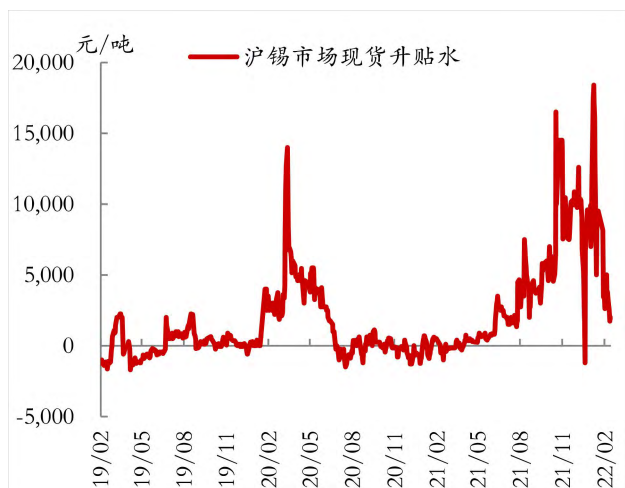
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

综合来看,二季度电子产品对应的焊料消费增速由于国内终端消费能力下降、成本上行以及疫情等因素同比将出现一定下行,但随着国内疫情得到控制,环比预计会有所修复。疫情带来的罐头消费增长令镀锡板消费保持较好增速。国内 PVC 今年产能扩产能力有限令化工锡消费增速相对较慢,光伏用锡得益于政策支持预计仍可以保持较快增速。此外,锡材出口利润的下滑,以及海外供应链的修复预计将使国内锡材净出口数量下滑。总体上二季度锡消费增速同比面临一定下行压力,环比增速情况要结合国内疫情恢复进度具体观察,预计总体情况要好于一季度。

4、基差: Back 维持,但弱于去年同期

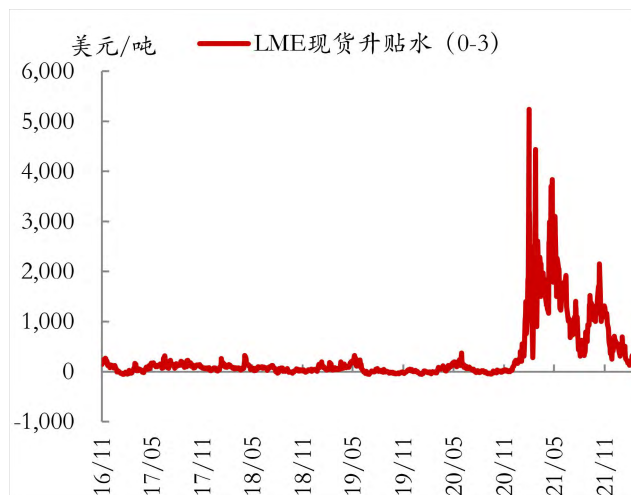
锡的基差以及月差结构在本轮锡牛市过程中表现的很强势,换句话说也是本轮行情重要的推动力之一。今年一季度,基差与月差出现一定程度的变化。国内方面,现货升水从去年四季度的 5000-10000 元/吨到今年一季度降低至 0-5000 元/吨,隔月月差同时从 5000-8000 元/吨降低至 2000-5000 元/吨,基差与月差同步走弱。主要有以下几点原因:第一,去年缅甸矿进口受阻导致的国内锡供应偏紧局面有所缓解,第二,春节累库因素压制了现货端价格,第三,节后疫情以及高价格造成下游拿货意愿降低从而导致结构走弱。期现结构的走弱一定程度上也反应出今年基本面总体不如去年强劲。对于二季度来讲消费虽然有所走弱,但锡锭累库压力不会很大,在库存同比偏低的情况下,对于结构是有一定支撑的,另外锡成本上涨向下游传导的难度相对较小,因此期现结构从 B 转为 C 可能仍需要较长时间。

图表 25: 沪锡现货升贴水



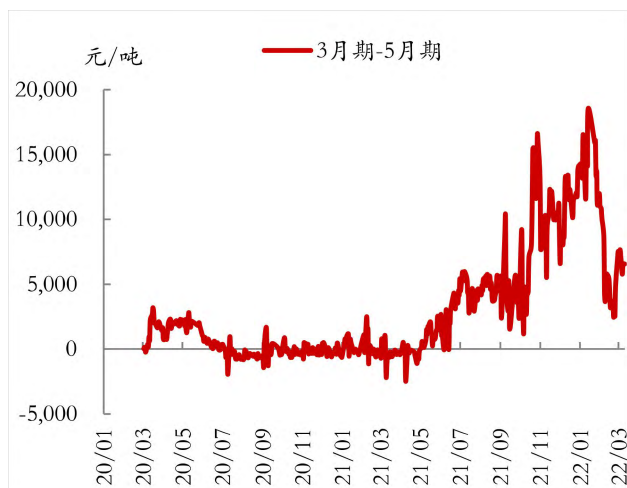
资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

图表 26: LME 锡现货升贴水



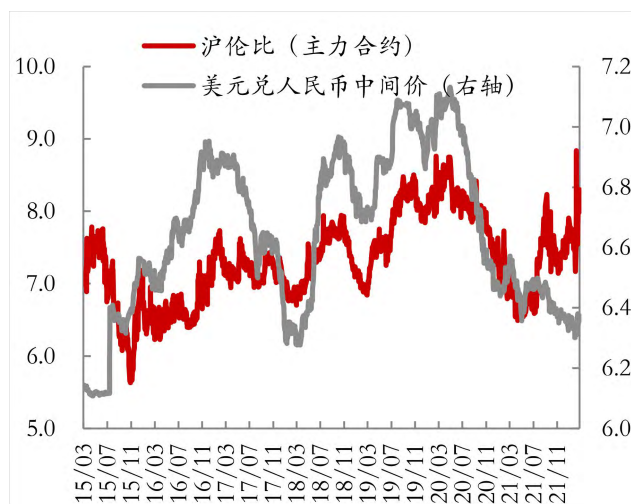
资料来源: LME, 东证衍生品研究院

图表 27: 沪锡跨月价差



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 28: 沪伦比值走势



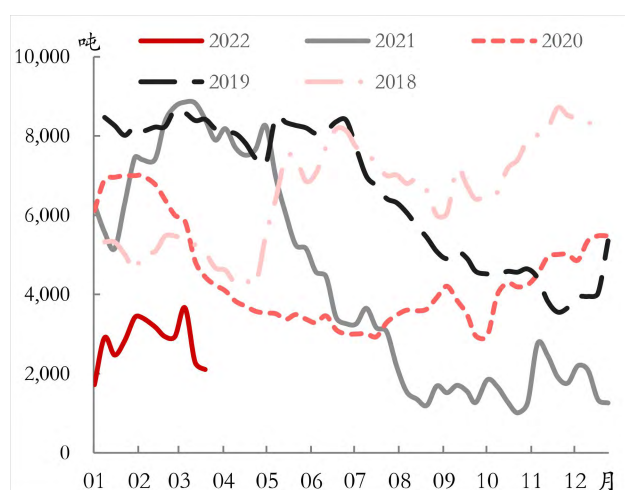
资料来源: LME, 东证衍生品研究院

海外方面, LME 升水从去年四季度开始便明显走弱, 大致回归到 2020 年底牛市启动前的水平, 主要原因是海外冶炼厂陆续复产缓解了锡供应紧张的状况。近期随着国内价格相对较强, 进口窗口打开, 海外锡锭的进口在一定程度上刺激了海外锡升水的反弹, 但结合内外供需来看, 海外本轮升水反弹的空间预计比较有限, 二季度海外升水预计仍将维持在 500 美元/吨左右。

5、投资意见与建议

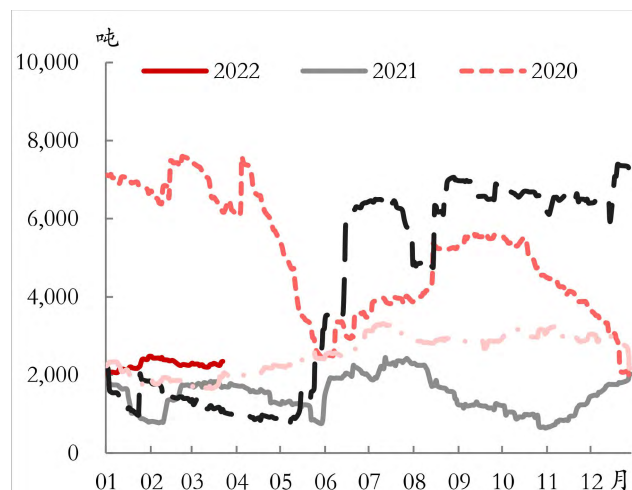
本轮锡牛市自 2020 年疫情以来已经持续了 2 年的时间，锡价从最低点翻了 3 倍。过去行情的驱动在不断变化，展望二季度，供应端缅甸矿石供应的恢复令国内矿石供应紧张程度明显缓解，但矿石总体增量有限，这限制了国内冶炼厂开工率的进一步上行，当然要警惕疫情后续对进口矿石可能带来的扰动。海外冶炼产能继续缓慢回升，边际锡锭供应有所增加，不过国内每个月一定数量的进口锡锭令海外供应压力总体不大。预计二季度全球锡供应维持小幅增长的状态。

图表 29：上期所锡库存变化



资料来源：上期所，东证衍生品研究院

图表 30：LME 锡库存变化



资料来源：LME，东证衍生品研究院

消费端，二季度国内锡下游电子品消费面临一定压力，尤其在长三角、珠三角地区疫情严重的背景下，锡材企业开工率出现明显下行，但总体来讲消费整体强度尚可，同时随着疫情的逐步好转，企业订单回补将带来一波消费增量。

综合来看，二季度在供需双弱的背景下，国内锡锭库存预计将维持低位，对价格形成一定支撑。同时海外累库压力有所缓解，后续对全球锡价的拖累减轻。预计二季度锡价总体将偏强运行。不过目前全球宏观扰动较大，俄乌冲突预期反复，美联储加息节奏较快，同时国内经济增长面临一定压力，因此需要增加风险意识，此外锡价目前处于历史高位，投资建议上我们推荐以谨慎的逢低买入思路为主，沪锡主力合约目标价(330000, 360000)元/吨。

6、风险提示

国内疫情超预期，全球经济失速下行。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司，注册资本金 23 亿元人民币，员工近 600 人。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所和上海国际能源交易中心会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

东证期货以上海为总部所在地，在大连、长沙、北京、上海、郑州、太原、常州、广州、青岛、宁波、深圳、杭州、西安、厦门、成都、东营、天津、哈尔滨、南宁、重庆、苏州、南通、泉州、汕头、沈阳、无锡、济南等地共设有 33 家营业部，并在北京、上海、广州、深圳多个经济发达地区拥有 134 个证券 IB 分支网点，未来东证期货将形成立足上海、辐射全国的经营网络。

自 2008 年成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持市场化、国际化、集团化的发展道路，打造以衍生品风险管理为核心，具有研究和技术两大核心竞争力，为客户提供综合财富管理平台的一流衍生品服务商。

分析师承诺

孙伟东

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com