

## 佤邦禁矿，锡价是否就此转势？

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669号

### 报告要点

4月17日开盘沪锡出现大幅跳涨，主要系有传言4月15日佤邦中央经济委员会发布文件称，为了及时的保护佤邦剩余的矿产资源，在不具备成熟的开采条件之前，暂停一切矿产资源的开采和挖掘。并将在2023年8月1日后矿山停止一切勘探、开采、加工等作业。作为我国最重要的锡矿供应地，佤邦的政策如果得到较好的落实，将对国内供应端构成较大冲击。根据历史经验来看，中国和印尼供应端阶段性收缩往往酝酿锡价阶段性大底，我们认为佤邦禁矿，加快锡价脱离底部，但上行的高度还取决于接下来电子等传统行业的恢复程度。



### 有色与新材料研究团队

研究员：  
沈照明  
021-80401745  
shenzhaoming@citicsf.com  
从业资格号：F3074367  
投资咨询号：Z0015479

李苏横  
0755-82723054  
lisuheng@citicsf.com  
从业资格号：F03093505  
投资咨询号：Z0017197

郑非凡  
zhengfeifan@citicsf.com  
从业资格证：F03088415  
投资咨询号：Z0016667

### 摘要：

从目前国内锡矿供应来看，缅甸占了较大的比重。2022年国内锡精矿累计进口24.4万实物吨，其中从缅甸进口18.7万实物吨锡精矿，占比达77%，而据我们测算，2022年从佤邦进口的锡矿贡献了国内精炼锡产量的18%左右。事实上，今年的供应扰动事件不少，在今年初，秘鲁暴力抗议事件就曾经影响圣菲拉尔锡矿的生产，导致全球锡矿生产减少约1%，如果佤邦停产将进一步加重全球的供应短缺。

但禁矿是否真的如我们意料中的严重？据了解，佤邦经济来源主要是农业和矿业，其中锡矿开采及出口在国内经济活动占据极为重要的地位，另外据有色网消息，锡矿出口税收收入是缅甸佤邦财政的重要来源。故如果完全暂停生产和出口将对居民和政府收入产生较大影响，但在政策引导下，产量收缩是难以避免的。

回归到基本面来看，一季度原生锡产量不及预期，由于再生锡产量的增加，锡锭总供应没有出现明显的下降，若佤邦的政策得到实施，供应端面临的短缺将会增加。而同时目前下游需求偏弱，且存在库存较高难去的困境，新能源带来的增量太小难以对需求形成提振，尚需等待大规模的消费复苏。综合来看，此前锡价就处于震荡筑底的状态，而供应端进一步的扰动，加快锡价见底回升，但上行的高度则取决于接下来电子等传统行业的恢复程度。

风险因素：供给扰动不及预期；电子行业恢复慢于预期

## 目录

摘要:	1
一、佤邦禁矿的具体影响	3
1.1 佤邦锡矿对国内供应极为重要	3
1.2 佤邦锡矿生产及出口或难以彻底关停	4
1.3 今年锡供应扰动较多	4
二、金属锡依然面临供需双弱困局	5
2.1 矿端供应早已偏紧，再生锡放量明显	6
2.2 需求未见明显好转	7
2.3 库存高位难去	9
免责声明	10

## 图表目录

图表 1: 2022 年全球锡矿产量分布	3
图表 2: 中国锡精矿进口来源	3
图表 3: 印尼锡锭出口	5
图表 4: 2022 年全球主要企业锡供应	5
图表 5: 中国锡矿产量	6
图表 6: 中国锡矿进口量	6
图表 7: 锡开工率	6
图表 8: 锡精矿加工费	6
图表 9: 中国精锡产量	7
图表 10: 中国精锡进口量	7
图表 11: 全球精锡消费结构	7
图表 12: 全球半导体月度销售额	8
图表 13: 全球半导体年销售额	8
图表 14: 中国锡焊料开工率	8
图表 15: 沪锡库存	9
图表 16: 两地库存	9

## 一、佤邦禁矿的具体影响

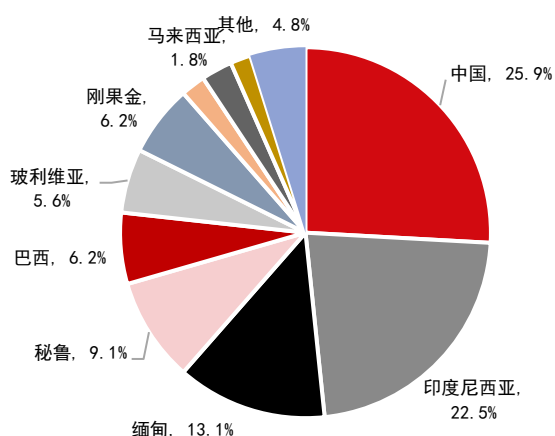
一份网传文件显示，4月15日佤邦中央经济委员会发布文件称，在佤邦对矿产资源开发的十几年中，前期由于经验不足，没有对整体矿产分布和地质情况进行全面的调研和有规模、系统性的开发，造成很多矿产被破坏性和浪费性的开采，为了及时的保护佤邦剩余的矿产资源，在不具备成熟的开采条件之前，暂停一切矿产资源的开采和挖掘。对合同尚未到期，还在开采的公司企业给予三个月时间，做好善后工作 2023 年 8 月 1 日后矿山停止一切勘探、开采、加工等作业，对于 8 月 1 日后仍违规作业的企业或个人，交司法部门严惩。受此消息影响，4 月 17-18 日沪锡大幅上涨。

### 1.1 佤邦锡矿对国内供应极为重要

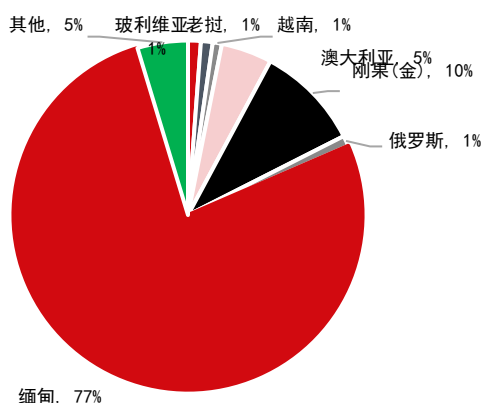
2022 年全球锡矿产量约 31 万吨，同比增长 2%，其中非洲、缅甸和巴西锡矿产量增长较大，普遍增幅在 10%以上，其中缅甸锡矿产量大幅增长约 6000 吨，主要是受益于佤邦政府锡矿库存的释放。佤邦锡矿开始大规模放量开始于 2013 年，随后缅甸成为全球第三大锡矿生产国家，但从 2017 年缅甸锡矿产量达到顶峰之后，由于面临着锡矿资源不断枯竭和品味的下降，缅甸锡矿在全球的比重逐年下滑。

2022 年国内锡精矿累计进口 24.4 万实物吨，其中从缅甸进口 18.7 万实物吨锡精矿，占比达 77%。但由于缅甸进口品位呈现下滑状态，实际金属量相对较小，2022 年缅甸进口锡折算后大约 4.2 万金属吨，占 2022 年国内精炼锡产量的 25.3% 左右，而根据国际锡业协会测算，佤邦又是缅甸锡矿的主要产区，佤邦地区锡矿产量占缅甸总产量的 70%以上，故从佤邦进口的锡矿占国内精炼锡产量的 18% 左右，占 2022 年国内总供应的约 16%。

图表 1：2022 年全球锡矿产量分布



图表 2：中国锡精矿进口来源



资料来源：USGS 安泰科 ITA 中信期货研究所

资料来源：SMM 中信期货研究所

## 1.2 佤邦锡矿生产及出口或难以彻底关停

佤邦经济来源主要是农业和矿业，其中从事农业的人口占 90%以上。佤邦分为北佤邦和南佤邦，北佤以矿产为主，大多是我国商人投资的，而南佤依靠农业种植，由于地处高寒山区，山多坝少，加之生产技术原始、落后，粮食生产还不能满足所需，所以佤邦的经济来源有限。

据悉，佤邦人口 60 万左右，以 2022 年佤邦供应的约 2.9 万金属吨锡矿为例，若取 15 万元/金属吨计算，可为佤邦创造 44 亿元的收入，假设再扣除一半从中国进口的材料成本，也可为人均创造 3700 元的生产总值，这对人均 GDP 仅 1200 美元的佤邦而言，将是重要的创收途径。

另据有色网了解，2022 年缅甸锡矿出口收入占缅甸财政收入约 31%，向缅甸佤邦上缴税收有 25-30%，但缅甸佤邦人口约占缅甸总人口约为 1%，由此可见，锡矿出口收入是缅甸佤邦财政的重要来源。

所以我们推测，锡矿开采和出口是缅甸佤邦民众创收和政府财政的重要来源，正是由于其重要性，所以在资源面临枯竭之时政府不得不出台相应措施对锡矿的开发做出管控。但也因为如此，**政府后续或很难完全暂停锡矿开采及出口**。不可否认的是，政府此举将对部分小型矿进行关停，锡矿的出口或许会减少，但完全停止可能面临困难。

## 1.3 今年锡供应扰动较多

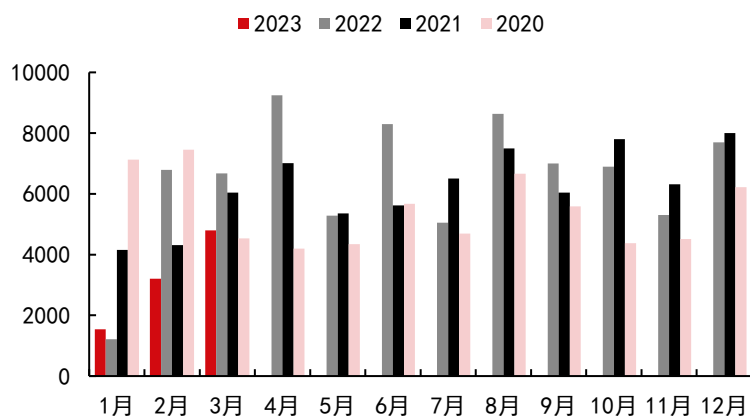
事实上，今年发生在锡矿端的供应扰动较多，包括印尼禁止锡锭出口的政策发酵、秘鲁暴力抗议事件导致的锡矿停产事件。前者或许还是在情绪上对锡的供应产生担忧，后者确是对全球锡供应产生实在的影响，造成供应减少。但实际造成的影响还是以佤邦停产的消息为最大。

### （一）印尼锡锭出口下滑

2023 年初以来，由于许可证发放的问题，一季度，印尼出口锡锭 9537 吨，同比减少 35%，出现了明显下滑，尽管后期可能会有所回升，但这也增加了市场对印尼锡锭出口禁令的担忧。2022 年 5 月，印尼投资部长/投资协调委员会(BKPM)主席 Bahlil Lahadalia 表示，印尼政府正考虑对铝土矿和锡出口实施禁令，以促进发展该国产业链下游矿产行业。而早在 2021 年 11 月，印尼总统则表示，可能会在 2024 年停止锡出口。印尼近十年锡锭出口表现相对稳定，年出口量在 6 万吨至 8 万吨左右。2013 年出口占产量比值达 1.42，近些年有所回落但也维持在 0.8 以上，从出口和产量比值可以看出，印尼锡锭的产出主要以出口为主。从印尼本国消费来看，近年来锡锭消费量均在 1 万吨及以下水平，消费占产量占比不到 15%，下游明显难以消化锡锭的过剩量。若印尼锡锭禁止出口，则全球锡锭供应将减少近 20%水平。印尼也是中国锡锭进口的主要来源国，对国内供应至关重要，2022 年中国进口锡锭 3.1 万吨，其中从印尼进口占比达到 78%。

图表 3：印尼锡锭出口

单位：吨



资料来源：SMM 中信期货研究所

## （二）圣拉斐尔锡矿停产

受秘鲁暴力抗议事件影响，2023 年 1 月，秘鲁矿业公司 Minsur 暂停全球最大的锡矿圣拉斐尔锡矿的运营。2022 年，Minsur 公司锡矿产量占比超全球 8%，而其在秘鲁的圣菲拉尔锡矿 2022 年产量占全球比重高达 7.3%，在停产近 2 月的时间里，对全球供应造成较大影响，导致全球锡矿供应减少 1%。

图表 4：2022 年全球主要企业锡供应

单位：吨

Order	Company	2021	2022	YOY
1	Yunnan Tin (China)	82,000	77,100	-6.00%
2	Minsur* (Peru)	31800	32,700	2.80%
3	Yunnan Chengfeng (China)	17,000	20,600	21.20%
4	PT Timah (Indonesia)	26,500	19,800	-25.30%
5	Malaysia Smelting Corp (Malaysia)	16,400	18,800	14.60%
6	Guangxi China Tin (China)	9,200	10,900	18.50%
7	Jiangxi New Nanshan (China)	11,600	10,800	-6.90%
8	EM Vinto (Bolivia)	12,100	10,300	-14.90%
9	Thaisarco (Thailand)	12,100	9,500	-21.50%
10	Aurubis Beerse (Belgium)	9,800	8,200	-16.30%

资料来源：ITA 中信期货研究所

## 二、金属锡依然面临供需双弱困局

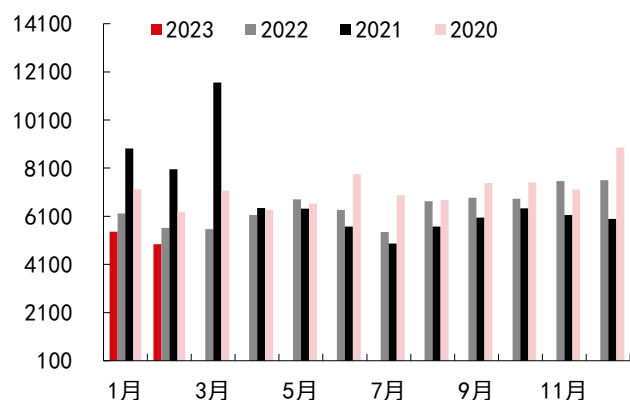
从目前基本面来看，锡依然面临供需双弱的困局，只是说在供应扰动下，供需的天平向需求端倾斜，供不应求的局面将在中期内有较大概率发生，但精锡的需求没有发生实质性的好转，并且在价格大幅上涨的情况下，需求或许受到抑制。其实在此前锡价就处于震荡筑底的状态，而供应端缅甸停矿事件的扰动，导致该筑底进度加快，锡价有望迎来震荡上行，但上行的高度由消费恢复情况决定。

## 2.1 矿端供应早已偏紧，再生锡放量明显

事实上，在缅甸禁矿消息之前，国内锡矿供应就处于较低水平。中国 2 月锡精矿产量为 4936 吨，同比减少 12%，环比减少 9.7%，1-2 月累计同比减少 12%，出现明显收缩。而从进口来看，2 月锡矿进口 1.7 万实物吨，同比减少 13%，1-2 月累计同比减少 44%。主要是由于缅甸和澳大利亚进口量的环比回落，以及缅甸进口精矿存在品位下降的问题。

图表 5：中国锡矿产量

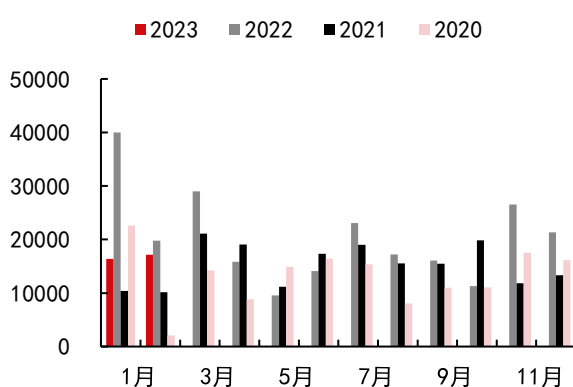
单位：吨



资料来源：SMM 中信期货研究所

图表 6：中国锡矿进口量

单位：实物吨



资料来源：Wind 中信期货研究所

另一方面，从锡锭开工率和加工费也能看到缺矿的端倪。在矿端扰动下锡矿供应偏紧，TC 持续回落，截至 4 月 18 日，云南 40%锡矿加工费降至 13500 元/吨，广西 60%锡矿加工费降至 9500 元/吨，冶炼利润大幅收窄。受此影响，云南精炼锡开工率大幅下滑，上周云南地区锡冶炼企业开工率为 58.94%，较前值 60.9%下降 1.96%，连续数周出现明显下滑。

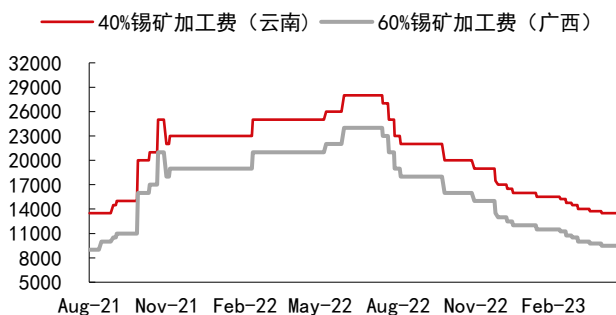
图表 7：锡开工率

图表 8：锡精矿加工费

单位：元/吨



资料来源：SMM 中信期货研究所



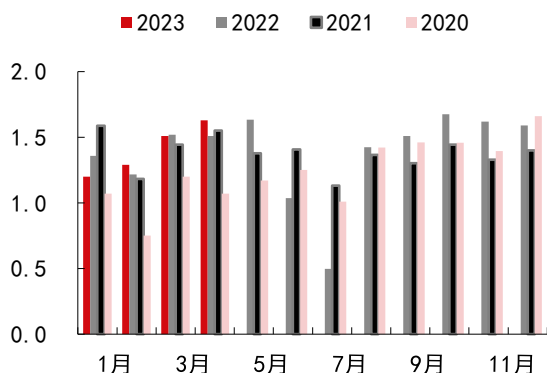
资料来源：SMM 中信期货研究所



再生锡放量下，锡锭供应未出现明显减少。3月中国精锡产量1.51万吨，同比减少0.5%，环比增长17%，一季度产量3.92万吨，同比减少4.3%。相对去年而言，国内精锡产量并没有出现明显减量，其中价格回升后再生锡的放量做出较大贡献。2月国内精锡进口1559吨，出口量1088吨，净进口较少。现阶段锡进口窗口逐渐有关闭的趋势，预计后续进口将有所减少。

图表 9：中国精锡产量

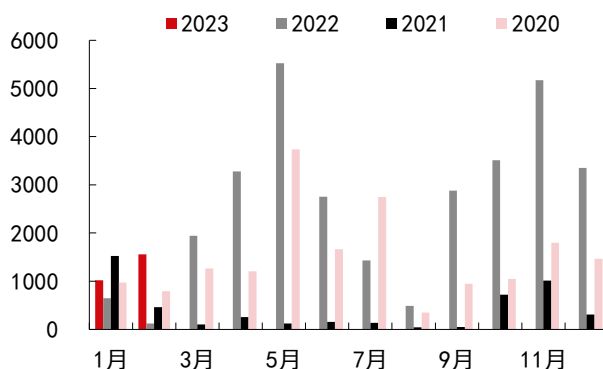
单位：吨



资料来源：SMM 中信期货研究所

图表 10：中国精锡进口量

单位：吨

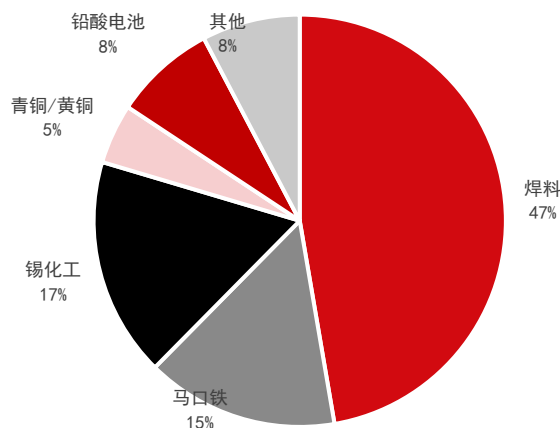


资料来源：SMM 中信期货研究所

## 2.2 需求未见明显好转

从锡的消费结构来看，全球精锡主要应用于焊料、马口铁和锡化工等，其中焊料占主要地位。焊料的应用与半导体密切相关，终端表现在手机电脑等产品。

图表 11：全球精锡消费结构



资料来源：SMM 中信期货研究所

全球半导体市场销售增速持续放缓，主要是受到全球电子行业需求偏弱拖累。2023年2月全球半导体销售额397亿美元，同比减少24.4%，环比减少4%。自2022年以来，半导体月度销售额稳步下滑。据全球半导体贸易统计组织预测，2023年将下降4.1%（此前预测为增长4.6%）。

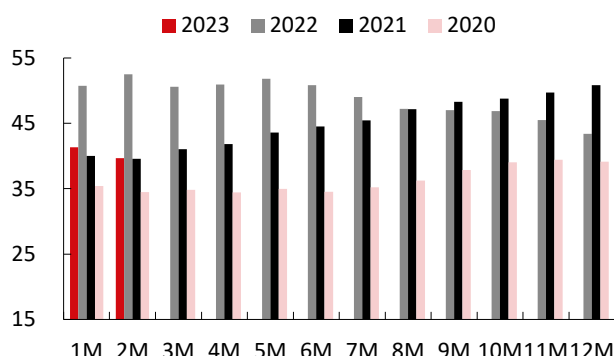
## 中信期货有色与新材料专题报告（锡）

图表 12：全球半导体月度销售额

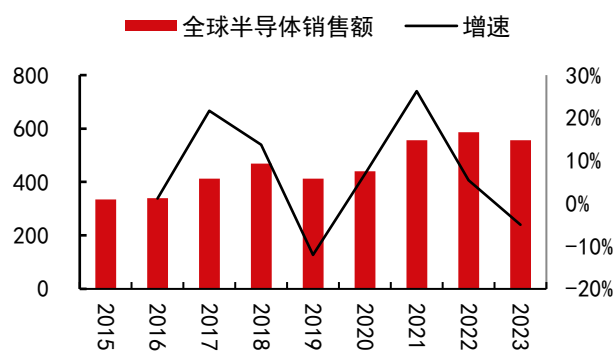
单位：十亿美元

图表 13：全球半导体年销售额

单位：十亿美元



资料来源：Wind 中信期货研究所



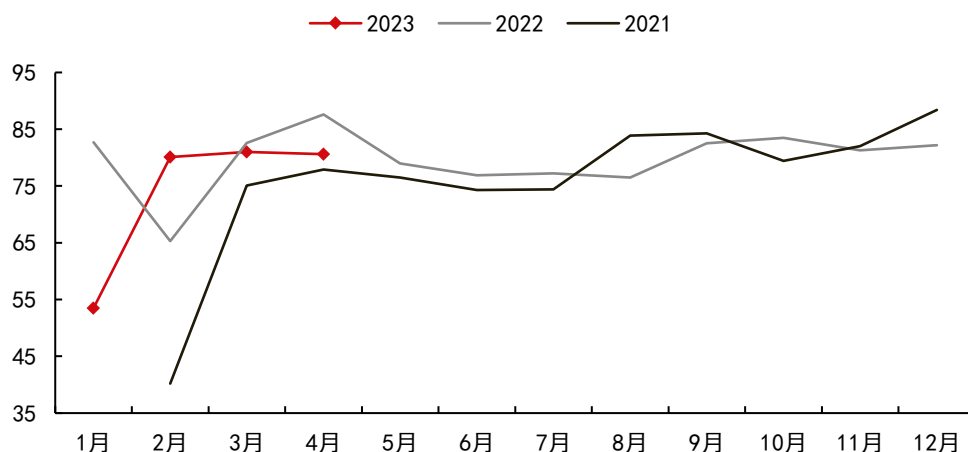
资料来源：Wind 中信期货研究所

从国内来看，根据 SMM 调研，3 月份国内下游焊料企业的开工率总体较 2 月份变动不大，企业合计开工率为 80.96%，较 2 月份提升 0.9 个百分点。从开工率的数据层面看，国内下游企业的生产状态依然未进入拐点。进入 4 月，锡终端需求逐渐开始进入淡季，部分中小型焊料企业表示对 4 月份的生产订单表现并不看好，对于 4 月份的产量持相对悲观状态；而大型焊料企业对于 4 月份的产量总体持较 3 月份稳定的观点，但大多数企业也并未给到增量预期。SMM 预计 4 月份样本内焊料企业总产量为 8020 吨，开工率为 80.6%。

除锡焊料以外，其他消费领域包括马口铁和锡化工等目前都没有明显的恢复。目前增长较快的新能源领域需求如光伏等占比过低，难以覆盖半导体偏弱对焊锡需求的减量。总体来看，目前下游消费尚未复苏是压制金属锡上行的关键因素。

图表 14：中国锡焊料开工率

单位：%



资料来源：SMM 中信期货研究所



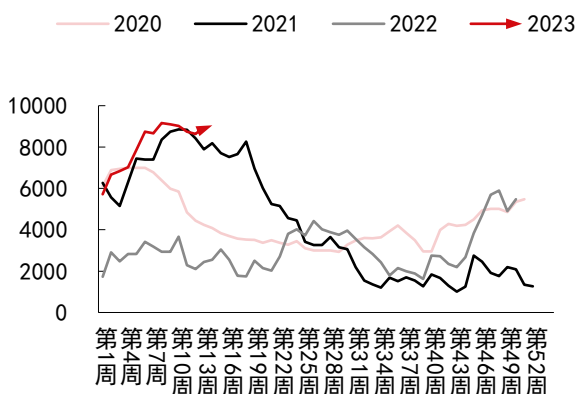
### 2.3 库存高位难去

从去年下半年以来，锡锭库存大幅回升，尤其是 11 月以来，沪锡仓单累库斜率变陡峭，实际显示下游需求还是偏弱。到 4 月 14 日，LME+SHFE 锡库存高达 10991 吨，一直处在高位震荡，尽管沪锡曾出现过去库的迹象，但目前看来并非拐点，同时周度的社会库存也呈现一个不断累库的状态。

如果最终佘邦禁矿得到落实，在供应减少的情况下，库存去化拐点将很快到来，否则，只有静待需求复苏。

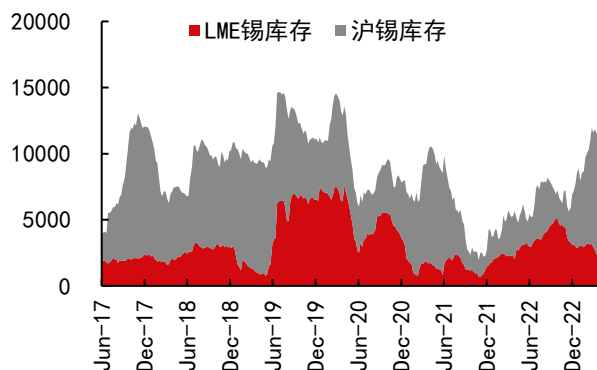
图表 15：沪锡库存

单位：吨



图表 16：两地库存

单位：吨



资料来源：Wind 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

## 免责声明

除非另有说明，本报告的著作权属中信期货有限公司。未经中信期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，此报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司的商标、服务标记及标记。中信期货有限公司不会故意或有针对性的将此报告提供给对研究报告传播有任何限制或有可能导致中信期货有限公司违法的任何国家、地区或其它法律管辖区域。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户。

中信期货有限公司认为此报告所载资料的来源和观点的出处客观可靠，但中信期货有限公司不担保其准确性或完整性。中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。此报告不应取代个人的独立判断。本报告和上述报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成给予阁下的私人咨询建议。

中信期货有限公司 2020 版权所有并保留一切权利。

## 深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>