

虚惊一掷，锡矿供应的缅北骗局

沪锡 · 专题研究

主要观点：

结合过往佤邦曼相矿区停产整顿、抛储节奏，我们认为8月佤邦封矿政策除了旨在保护矿产资源长期健康外，更可能存争取锡定价权的意图。

在年内最悲观的情景假设下，也即佤邦坚决严格执行断矿政策，那么今年9至12月，国内将继续存在12000吨金属锡的供应缺失。但在国内技改增量、再生锡补充以及印尼锡锭进口盈余下，供应缺口仍可收窄至少32%至8450金属吨甚至以下。并且，当前全球交易所锡库存高达1.4万余吨，即便上述的8千吨缺口被彻底打开，那么交易所库存下滑到的6千金属吨，也仅仅是过去3年历史平均水平，难以给锡价形成更强的支撑。

我们更倾向于认为佤邦锡矿断采政策远没有想象中的令人恐慌，反观更像是一场雷声大、雨点小的“缅北骗局”。更何况，政策执行后当地矿山管理仍存漏洞。对于佤邦中央经济委员会而言，真正意义上严格执行断矿政策并非易事，因此我们保持对禁令的长期性存疑态度。

锡价在供应紧张预期落空的前提下，当前运行于21万-23万区间已然达到了相对估值中性的水平。但根据上述的计算，供应缺口的收缩也使得价格突破前高的难度提升。在佤邦政策进展未明的背景下，21万确认为强支撑。不过，一旦“缅北骗局”现转机，价格仍将再度下泄，甚至21万之下的空间将被再次打开。

分析师：张维鑫

邮箱：zhangweixin@csc.com.cn

电话：023-81157296

期货交易咨询从业信息：Z0015332

发布日期：2023年9月6日

正文目录

一、锡价高空坠落.....	3
二、佤邦政策影响分析.....	4
2.1 佤邦锡矿供应概况.....	4
2.2 佤邦停采政策解读.....	5
2.3 佤邦政策后续分析.....	5
三、供应缺口获得缝补.....	7
3.1 国内生产虽弱，但技改增量与再生供应有望改善缺口.....	7
3.2 进口亏损窗口收窄，印尼锡锭进口中流砥柱.....	8
3.3 内外库存趋势分化，但显性库存居高难大降.....	9
四、总结与展望.....	10

图表目录

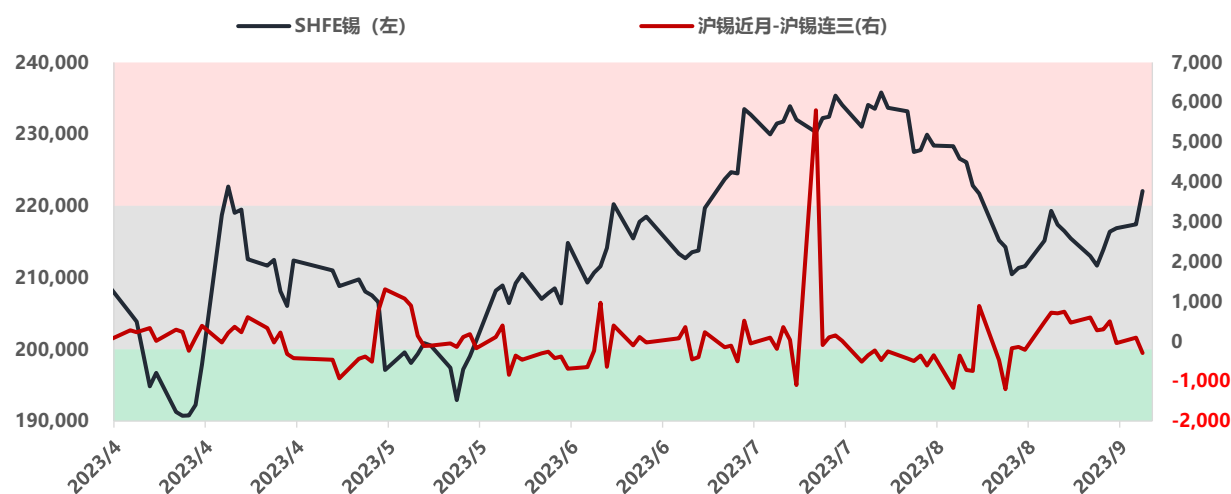
图表 1：沪铜主力合约及近远月期限结构（元/吨）.....	3
图表 2：伦锡及升贴水（美元/吨）.....	3
图表 3：缅甸佤邦拥有的领土.....	4
图表 4：曼相矿山地理位置.....	4
图表 5：佤邦锡矿停采政策时间线.....	5
图表 6：近年佤邦锡矿区整顿及出关事件梳理.....	6
图表 7：我国锡精矿平均加工费（元/吨）.....	7
图表 8：我国锡精矿产量（已停更）.....	7
图表 9：我国精锡产量（万吨，%）.....	7
图表 10：我国锡炼厂企业开工率（%）.....	7
图表 11：我国锡矿进口结构（2022 年累计口径）.....	8
图表 12：我国锡锭进口结构（2022 年累计口径）.....	8
图表 13：我国锡矿进口分布（吨）.....	8
图表 14：印尼锡锭出口分布（吨）.....	8
图表 15：我国锡进口盈亏水平（元/吨）.....	9
图表 16：全球交易所库存趋势（吨）.....	9
图表 17：国内锡锭社会库存（吨）.....	9

一、锡价高空坠落

4月末以来，低邦政策的流传与发酵刺激锡价高位震荡。我们曾在7月报告（《估值视角探究锡价峰极》）中，判断沪锡主力在22万的基础上很难突破24万，实际上后市沪锡主力至高达235810元，伦锡则最高达29100美元，完全符合报告预测。

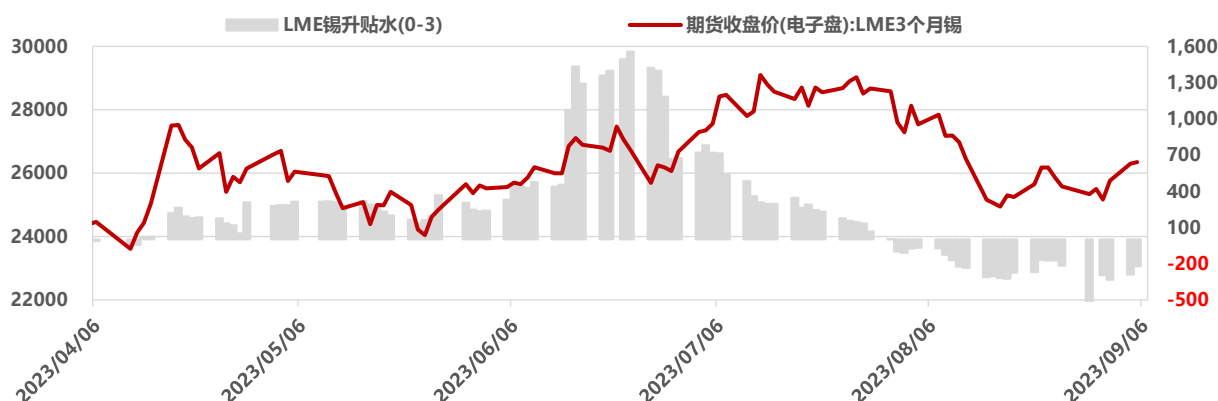
8月低邦政策正式落地，锡价却是见顶下跌，沪锡主力回归21-22万窄区间，伦锡回归2.5-2.8万美元区间。沪锡方面，8月近月合约自弱Contango转变为弱back结构，反映市场对远期供需格局收紧的担忧逐渐解除。伦锡方面，4至7月，伦锡（0-3）现货维持强BACK结构，8月以来却转为贴水，反映出海外现货供需转弱。

图表 1：沪铜主力合约及近远月期限结构（元/吨）



数据来源：WIND、中信建投期货

图表 2：伦锡及升贴水（美元/吨）



数据来源：WIND、中信建投期货

在佤邦政策兑现后，锡价却超乎市场此前判断，反向下跌。行情逆行现象折射出此次供应紧张问题显然远不及政策声明流传时令市场恐慌的程度。

二、佤邦政策影响分析

2.1 佤邦锡矿供应概况

佤邦是缅甸掸邦的第二特区，也是缅甸拥有独立政治体系与武装力量的自治邦，行政地理上划分为南北两部，北佤接壤中国云南省，以高寒山区为主要地形，矿产资源丰富。南佤则临近泰国、老挝交界处，行政区划上为佤邦行政事务管理委员会。佤邦地区人口约为 60 万，以佤语和汉语为官方语言，中文为正式行文语言。值得一提的是，佤邦坐落于“东南亚金三角”地区，不乏走私、博彩等黑色产业，是臭名昭著的缅北诈骗集团所在地之一。

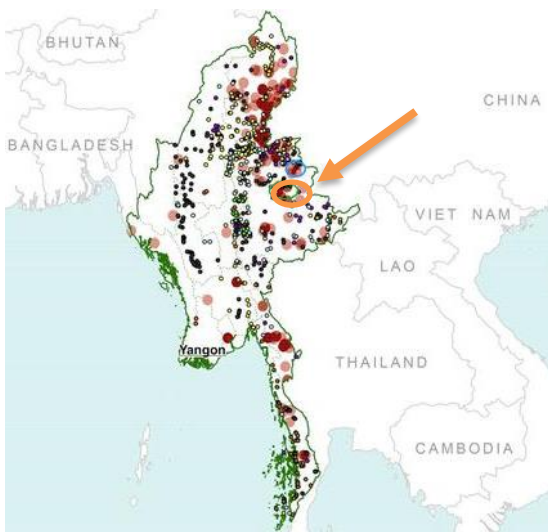
背靠北佤丰富的矿产资源，佤邦以采矿业与农业经济为主要收入来源。据 USGS，2022 年缅甸锡矿产量达 3.1 万吨，占比全球锡矿产量的 10%，其中**佤邦的锡产量占比缅甸全国约 70%**，这意味着佤邦锡矿年产量约有 2.17 万吨。佤邦的锡矿源分布在曼相矿区、邦阳锡矿区两大成矿区，前者是缅甸最主要的锡矿区，锡矿产量占缅甸全国产量比约 90%。曼相矿区位于勐能县，地理上与中国云南省普洱市接壤，可开发的矿区面积超过 200 平方千米，矿床中的主要矿物成分包括锡石、闪锌矿等，矿床锡产量占缅甸全国产量的 95%，是世界知名的锡多金属矿床，其矿权属佤邦特区财政部所有。**曼相锡矿开采的矿石精矿大多运输至云南普洱市个旧进行加工，陆运仅需约 3 小时。**据中国有色金属工业协会锡业分会调查，曼相锡矿区共有超 500 个采坑点（露采+洞采），目前在产坑道约 100 个。每年 8 月是佤邦的雨季，矿区经常发生坍塌事故，对矿山生产造成至少 2 个月的严重影响。2019 年起，曼相锡矿原矿品位已低至 1.5-2%，开采成本上涨，因此矿区计划自中端向深开拓，这就需要佤邦政府推出积极的优惠政策来整合矿区，吸引资本投入、扩大开发。

图表 3：缅甸佤邦拥有的领土



数据来源：亚洲时报、中信建投期货，标红为佤邦占有领土

图表 4：曼相矿山地理位置



数据来源：湖南核工业地质局、中信建投期货，黄色为曼相锡矿

2.2 佤邦停采政策解读

由于佤邦地区长期以来存在因开采作业不规范、无计划性勘探开发导致的矿区资源浪费、自然环境污染、安全事故频发的问题。为了可持续采矿作业、保护当地环境，4月17日佤邦中央经济委员会出台《关于暂停一切矿产资源开采的通知》红头文件，声明自8月1日起严格禁止锡矿一切勘探、开采和加工等作业，并遣散了大部分缅甸籍普通工人、禁止矿石运输车辆往来。不过，今年8月锡禁令严格执行不足一个月，佤邦中央经济计划委员会发布再次后续文件指出，8月底将核发选矿批文给各矿主，**当地选矿厂将可陆续恢复采选 200 万公吨的锡矿库存，但境内锡矿矿山依然处于停产状态**，并且停产时长仍未公布。

图表 5：佤邦锡矿停采政策时间线

日期	文件	主要内容
2023 年 4 月 15 日	《关于暂停一切矿产资源开采的通知》	前期由于勘探经验不足，很多矿产被破坏性和浪费性开采。为了及时的保护佤邦剩余矿产资源，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。2023 年 8 月 1 日后矿山停止一切勘探、开采、加工等作业。
2023 年 5 月 24 日	《关于执行“暂停一切矿产资源开采”的通知》	坚决贯彻执行《佤经字 2023-06 号》文件决定为 8 月 1 日停止作业而做好停产准备。包括露天开采区、选矿厂的渣堆、尾矿、道路、河道做好安全措施；矿洞可开展抽水作业，但决不可以从事堪探、开采等作业；处理工资结算、工人遣散等。
2023 年 8 月 21 日	《关于收回矿权及后续事项的决定》	2023 年 8 月 1 日后已经开采但还在洞内的矿，所有权属于佤邦政府。8 月 30 日前与矿主确定选矿完成日期。矿主完成原矿石选矿后，需要缴纳 30%实物税。矿山恢复探矿、采矿等未做进一步说明。

数据来源：佤邦中央经济委员会、中信建投期货

2.3 佤邦政策后续分析

（1）佤邦政策进展分析

我们回顾了此次重大锡矿停采政策之前，过去 10 年曼相矿床的生产经营状况发现，**佤邦锡矿常因雨季气候、技术问题、公共卫生等事件，在开采、运输缓解发生中断，最终生产受阻时长，短则 2、3 日，长可达 3 个月甚至 9 个月**。2005 年曼相矿床才发现高品位锡矿、轰动世界，2010 年曼相矿床才被正式开采，矿采历史并不长，再加上当地特殊的雨季及疫情的接连冲击，当地矿山曾发生渗水、坍塌事件。此外，由于佤邦矿业政策相对宽松，矿区各矿主均自行建有选矿厂，投资者纷至沓来，陆续出现了开采无序、炸药安全不合规、巷道交错导致坑口利益互相竞争，甚至精矿偷窃等问题。**据我们不完全统计，过去 10 年余里，曼相矿床至少经历了 5 次停滞时间较长、生产严重受阻、规模较大的出口停发甚至停产整顿事件**。

图表 6：近年佤邦锡矿区整顿及出关事件梳理

日期	事件	持续时长
2022 年 5 月	5 月 4 日，曼相矿山发生特大爆炸事故，为规范矿山安全生产，佤邦财政部工业矿产管理局发布关于停产整顿炸药安全的通知，不达标的矿洞禁止开工生产。	停产 3 个月
2022 年 3 月	佤邦因疫情大面积扩散进行全域封闭管理，佤邦锡矿全面停止运输。5 月初解封后，锡矿运输正常进行了一段时间，但 5 月底，境内再次因新增病例开始封闭，佤邦出口锡精矿全部停止发货。	间断性停发 2022 年 12 月通关
2021 年 8 月 2021 年 11 月	缅甸勐波县疫情，国内孟连口岸封关，影响锡矿运输，	停发 3 日 停发 2 日
2020 年 7 月	7 月，曼相矿洞发生渗水，雨季严重影响矿洞渗水修复。同时当地部分道路被雨水冲垮，运输受阻。8 月 20 日，曼相矿区再度因雨季发生坍塌，矿山生产受到严重影响，难以修复矿洞。	生产受阻 3 个月

数据来源：上海有色、国际锡协等公开新闻整理、中信建投期货

佤邦政府对锡精矿带来的丰厚收入存在较强的依赖。在缅甸开采成本中，除了开采费外，还有税收与承包费。佤邦锡矿开采投资商挂靠佤邦本地拥有采矿权的公司承保矿洞开采权、勘探权，因此投资首先需要**向矿权公司缴纳 10-20%的承包费**，其次需要**向佤邦政府上缴 30%的原矿现金税、25%的精矿实物税**，才能获得自行销售矿产品的权利。但实际开采中，投资者最终获得的矿量仅在 55%-60%左右。此外，佤邦中央经济计划委员会在**2022 年 7 月上调矿产品出口综合关税由 25%至 30%**。据 SMM, **2022 年佤邦锡矿出口税收收入向占缅甸财政总收入比约 31%**。在没有新增财政收入的情况下，当地就业情况恶化，并且政府需维系矿山基础设施的维持成本。

值得一提的是，2022 年一季度，锡价运行在 28-30 万区间一度飙升至 35 万。据 ITA，缅甸政府抛储锡精矿 1 万吨，全球锡库存自此开始逐步抬升，但至今年，佤邦政府锡矿库存不足四分之一，年初也并未开展抛储。这意味着，**8 月的封矿政策在保护矿产资源长期健康开采外，或存在博取更多锡市定价权的意图**。结合过去佤邦锡矿山停产整顿、抛储节奏，**我们认为本轮佤邦锡矿停采政策或为短期整改，对禁令长期性存疑。**

(2) 佤邦政策影响测算

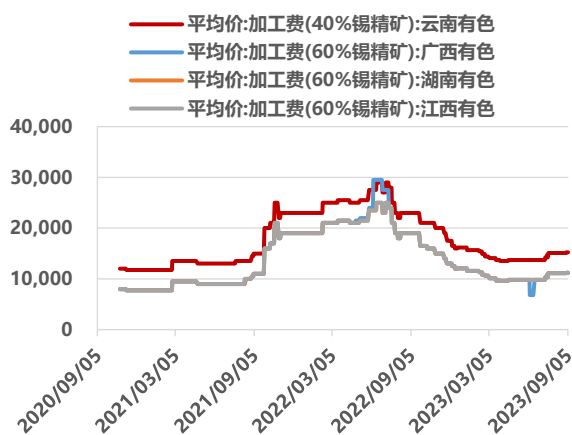
2022 年中国的锡矿砂及锡精矿 24.4 万吨进口结构中，缅甸锡矿砂及精矿进口共 18.7 万实物吨，占比达 77%，折合约 5.44 万金属吨，而上文提到佤邦地区锡产量占比 70%，佤邦约有 3.8 万金属吨锡出口至中国，这个量占全球锡锭产量约 10%。**相当于 8 月以来，中国月均损失了约 3000 金属吨的佤邦锡。**

三、供应缺口获得缝补

3.1 国内生产虽弱，但技改增量与再生供应有望改善缺口

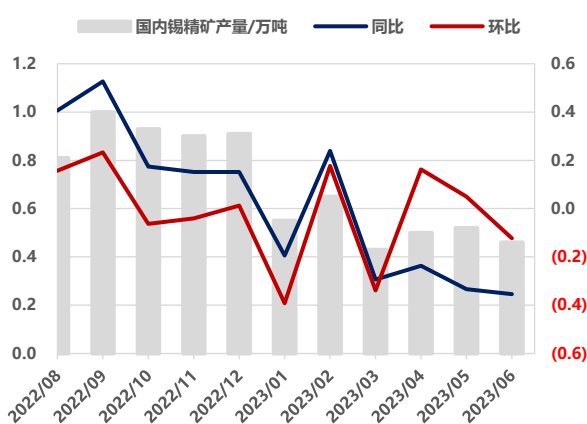
原料紧缺、单吨加工利润空间小叠加传统检修冲击，国内自产供应下坡。今年3月以来，国内锡精矿加工费长期处于低位，40%锡精矿加工费运行在1.51万元/吨，60%锡精矿加工费仅1.11万元/吨，冶炼厂单吨加工利润被挤压。此外，6月以来国内炼厂陆续开启传统例行检修，造成国内精锡产量有所下滑。

图表 7：我国锡精矿平均加工费（元/吨）



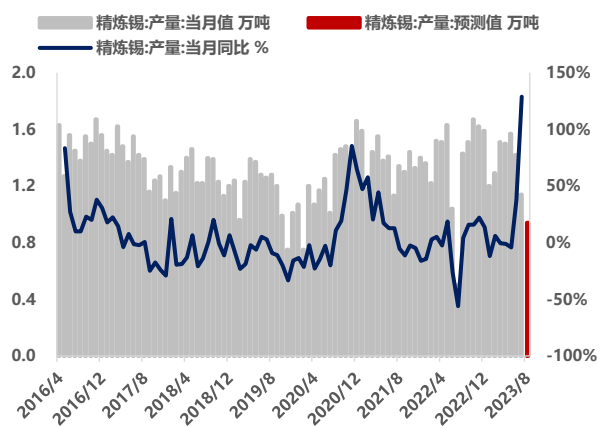
数据来源：Wind、中信建投期货

图表 8：我国锡精矿产量（已停更）



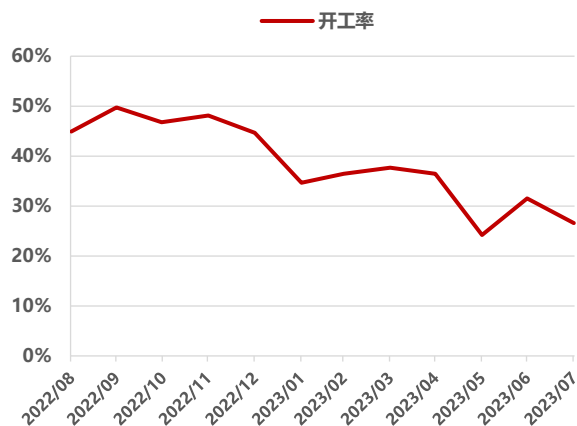
数据来源：百川盈孚，中信建投期货

图表 9：我国精锡产量（万吨，%）



数据来源：iFind、上海有色、中信建投期货

图表 10：我国锡炼厂企业开工率（%）



数据来源：百川盈孚，中信建投期货

不过，国内银漫矿业技术改造带来的金属锡增量，以及再生锡供应，有望弥补至少 1800 吨的供应缺口。7月银漫矿业完成技改，预计今年四季度后月产量可实现1000-1200吨金属锡，月提产达600-900吨，预计四季度锡金属产量可达约3583吨。此外，相较日、美等发达国家，虽然我国再生锡产量占比精锡仍偏

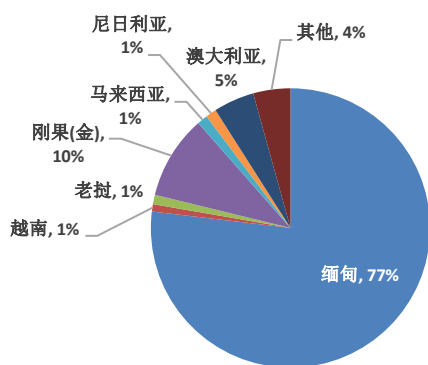
低，但据 ITA，我国再生锡占比精锡总产量已经达到 22%。尽管我国再生锡生产能力目前有限，但再生供应有望修复部分供应缺口。

3.2 进口亏损窗口收窄，印尼锡锭进口中流砥柱

我国锡矿进口严重依赖缅甸，佤邦断矿令传出后，锡价闻讯高舞，然而海外进口结构却并没有出现明显改善。6 月刚果（金）、俄罗斯锡矿合计进口量占比国内进口总量约 16%，环比改善仅 4 个百分点，对佤邦锡矿断采的弥补显然有限。

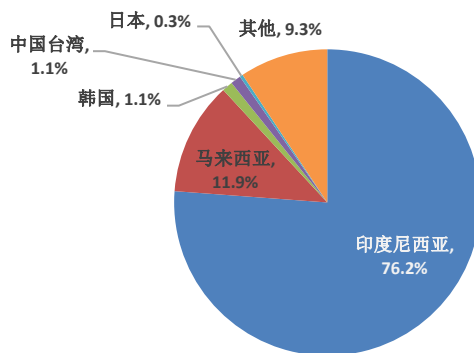
我国锡锭进口则依赖印尼出口。去年 11 月以来，锡进口亏损窗口打开，货源流入受阻。不过近期进口亏损有所收窄，且在 8 月中旬时偶有打开 5000 元/吨锡锭进口盈利。若以今年以来印尼锡锭折月出口至中国约 1597 金属吨锡的产量计算，相较于过去 2 年月均 1180 吨的精锡出口量，**年内印尼进口至中国的锡锭或可盈余 417 金属吨/月的金属锡以缓冲佤邦断矿带来的缺口。**

图表 11：我国锡矿进口结构（2022 年累计口径）



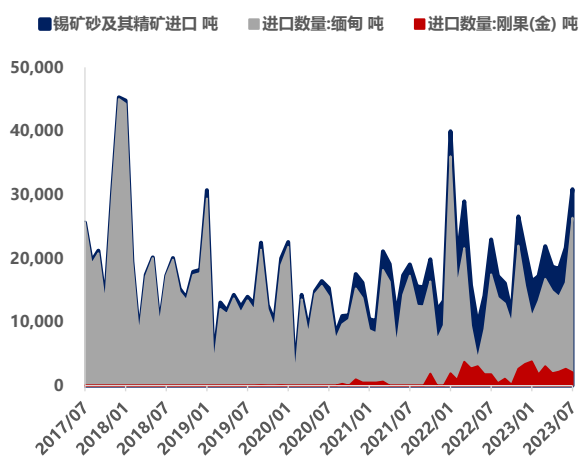
数据来源：iFind、中信建投期货

图表 12：我国锡锭进口结构（2022 年累计口径）



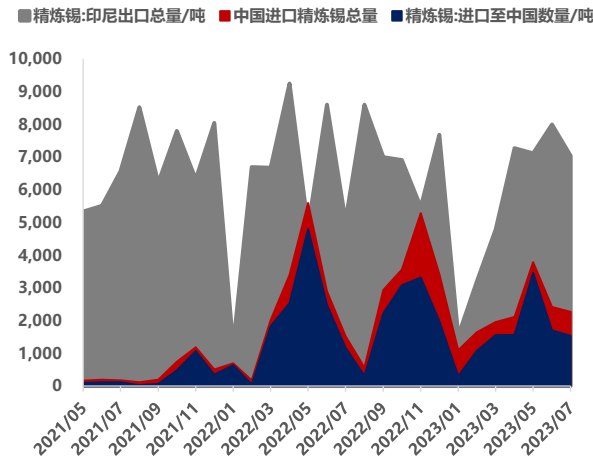
数据来源：Wind、中信建投期货

图表 13：我国锡矿进口分布（吨）



数据来源：Wind、中信建投期货

图表 14：印尼锡锭出口分布（吨）



数据来源：Wind、中信建投期货

图表 15：我国锡进口盈亏水平（元/吨）

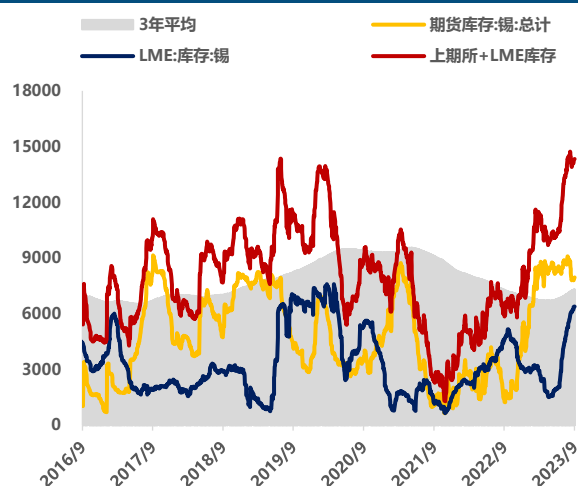


数据来源：Wind、中信建投期货

3.3 内外库存趋势分化，但显性库存居高难大降

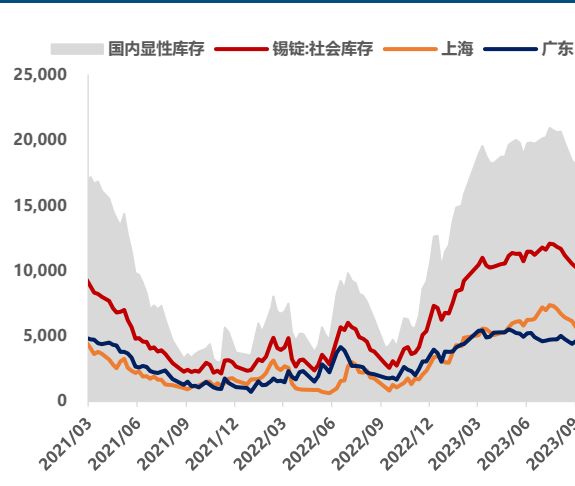
从库存趋势上看，LME 累库斜率突出，国内交易所库存及社会库存均自高位小幅去库。但从绝对存量上看，国内显性库存达 2 万吨余，而全球交易所锡库存达 1.4 万吨，接近三年库存平均水平的 2 倍，刷新近 7 年高位。在当前锡的终端消费孱弱、算力消费预期仍未落地与兑现的情景下，需求羸弱仍是拖累，库存大降概率不大。

图表 16：全球交易所库存趋势（吨）



数据来源：Wind、中信建投期货

图表 17：国内锡锭社会库存（吨）



数据来源：Wind、中信建投期货

四、总结与展望

结合过往佤邦曼相矿区停产整顿、抛储节奏，我们认为 8 月佤邦封矿政策除了旨在保护矿产资源长期健康外，更有可能存在争取全球锡市定价权的意图。

在年内最悲观的情景假设，即佤邦持续严格执行断矿政策下，今年 9 至 12 月，政策或将给国内带来 12000 金属吨的供应缺失。但在国内技改增量、再生锡以及印尼锡锭盈余的补充下，**供应缺口仍可收窄至少 32%至 8450 金属吨及以下**。此外，当前全球交易所锡库存高达 1.4 万余金属吨，即便上述的 8 千金属吨的缺口被彻底打开，交易所库存下滑到 6 千金属吨，也仅仅是过去 3 年历史平均水平，难以给锡价形成更强的支撑。

因此，我们更倾向于认为佤邦锡矿断采政策远没有想象中的恐慌，更像是一场雷声大、雨点小的“缅北骗局”。更何况当地矿山管理仍存漏洞，对于佤邦中央经济委员会而言，真正意义上严格执行矿产断采政策并非易事，我们保持对禁令的长期性存疑态度。

锡价在供应紧张预期落空的前提下，当前运行于 21 万-23 万区间已然达到了相对估值中性的水平。但根据上述的计算，供应缺口的收缩也使得价格突破前高的难度提升。在佤邦政策进展未明的背景下，21 万确认为强支撑。不过，一旦“缅北骗局”现转机，价格仍将再度下泄，甚至 21 万之下的空间将被再次打开。

联系我们

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com

获取更多研报报告、专业客户经理一对一服务、了解公司更多信息，扫描右方二维码即可获



重要声明

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更

改。

中信建投的销售人员、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不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。版权所有，违者必究。