

供应风险上升推高锡价，关注旺季 库存去化情况

报告要点

2025 年一季度，需求预期向好叠加供应扰动频发不断推高锡价，但现实消费偏弱对锡价仍有压制。进入二季度，预计锡供应紧张局面将进一步加深，同时刚果（金）动乱使得未来锡矿生产不确定性快速抬升，而国内下游消费进入旺季，届时锡库存有望出现快速去化。我们认为，二季度锡价有望震荡偏强运行，沪锡波动区间在 26-32 万元/吨。

摘要

主要观点：我们认为 2025 年二季度锡价有望震荡偏强运行，沪锡波动区间在 26-32 万元/吨。主要是基于以下几点：

核心逻辑：

（1）**供应方面**，锡供应紧张局面正在进一步加深，佤邦复产时间比预期稍晚、二季度难以贡献明显增量，印尼精炼锡生产和出口仍未完全恢复正常，国内银漫矿业突发安全事故已处于停采状态，同时，刚果（金）动乱使得未来锡矿生产不确定性快速抬升。我们大幅下修全年锡矿和精锡供应预期，预计 2025 年全球锡矿产量同比+2.7%至 28.6 万吨，精锡产量同比+1.1%至 37.6 万吨，中国精锡供应量同比+3.1%至 19.4 万吨；其中，二季度全球和中国精锡供应量预计为 9.2 万吨和 4.8 万吨，同比分别-0.7%和+3.5%。

（2）**需求方面**，2024 年半导体周期上行，带动精锡消费回暖，今年半导体仍处于景气周期中，全年销售额增速或达到 10%-15%左右，加上 AI 等概念加持以及相关消费、产业政策推动，预计 2025 年全球精炼锡需求将增长 3.2%至 38.5 万吨，中国精炼锡需求将增长 3.6%至 19.7 万吨。此外，由于“两新”政策扩容、光伏政策调整、比亚迪“智驾平权”加速智能驾驶技术普及等因素支持，今年上半年精锡需求预期相对乐观，预计二季度全球和中国精炼锡消费量为 10.0 万吨和 5.2 万吨，同比分别+9.7%和 17.9%。

（3）**供需平衡和库存方面**，预计 2025 年全球和中国锡供需将分别有 0.9 万吨和 0.3 万吨缺口，二季度或出现阶段性供需错配现象，全球精锡缺口将从一季度的 3906 吨扩大至 7881 吨，国内精锡将从一季度的过剩 4915 吨转为短缺 4190 吨，届时沪伦两市锡库存将快速去化。

风险提示：供应不确定性；经济复苏缓慢；中美贸易关系恶化

有色与新材料组：

研究员：

李苏横

从业资格号：F03093505

投资咨询号：Z0017197

郑非凡

从业资格号：F03088415

投资咨询号：Z0016667

白 帅

从业资格号：F03093201

投资咨询号：Z0020543

杨 飞

从业资格号：F03108013

投资咨询号：Z0021455

王雨欣

从业资格号：F03108000

投资咨询号：Z0021453

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

目录

一、 2025 年一季度锡行情回顾	5
二、 2025 年二季度锡市场观点和核心逻辑	5
三、 主产地供应扰动不断，产量增长或明显不及预期	6
（一） 2024 年锡矿供应	6
（二） 全球主要锡矿及冶炼企业生产状况	7
（三） 全球锡资源供应测算	8
（四） 中国锡资源供应	11
四、 下游消费继续弱复苏，二季度需求预期向好	11
（一） 2025 年锡消费延续复苏	12
（二） 消费需求测算	14
（三） 中国精锡下游消费	14
五、 锡供需平衡	16
六、 现货与库存	17
（一） 现货升贴水窄幅波动	17
（二） 关注旺季库存去化情况	17

图表目录

图表 1: 沪锡指数和 LME3 个月锡 单位: 元/吨、美元/吨.....	5
图表 2: 全球锡矿及精锡供应 单位: 千金属吨.....	6
图表 3: 2024 年锡矿生产分布 单位: %.....	6
图表 4: 锡业股份锡原料产量 单位: 万金属吨.....	7
图表 5: 华锡有色锡产销量 单位: 金属吨.....	7
图表 6: Timah 锡原料产量 单位: 金属吨.....	7
图表 7: Minsur 锡原料产量 (秘鲁) 单位: 金属吨.....	7
图表 8: Alphamin 锡原料产销量 单位: 金属吨.....	8
图表 9: MetalsX 锡原料产量 单位: 金属吨.....	8
图表 10: 中国从缅甸进口锡精矿 单位: 实物吨.....	9
图表 11: 印尼精炼锡出口量 单位: 金属吨.....	9
图表 12: 印尼两大交易所锡成交 单位: 金属吨.....	9
图表 13: 中国从刚果金进口锡精矿 单位: 实物吨.....	9
图表 14: 全球待投产锡矿项目 单位: 金属吨.....	10
图表 15: 全球锡矿供应预测 单位: 万吨.....	10
图表 16: 全球精锡供应预测 单位: 万吨.....	10
图表 17: 中国锡矿产量 单位: 吨.....	11
图表 18: 锡矿进口量 单位: 实物吨.....	11
图表 19: 中国精炼锡产量 单位: 万吨.....	11
图表 20: 精炼锡进口量 单位: 吨.....	11
图表 21: 全球精炼锡消费 单位: 万吨.....	12
图表 22: 全球精炼锡消费分地区 单位: %.....	12
图表 23: 全球锡消费结构 单位: %.....	12
图表 24: 全球半导体销售额 单位: 十亿美元.....	12
图表 25: 全球智能手机出货量 单位: 百万台.....	13
图表 26: 全球 PC 出货量 单位: 百万台.....	13
图表 27: 全球平板电脑出货量 单位: 百万台.....	13
图表 28: 全球新能源车销量 单位: 万辆.....	13
图表 29: 全球锡需求预测 单位: 万吨.....	14
图表 30: 电子计算机产量 单位: 万台.....	15

图表 31：手机出货量 单位：万台	15
图表 32：光伏新增装机 单位：万千瓦.....	15
图表 33：中国新能源汽车销量 单位：辆.....	15
图表 34：镀锡板产量 单位：万吨	15
图表 35：PVC 产量 单位：万吨.....	15
图表 36：全球锡供需预测 单位：万吨，%.....	16
图表 37：全球锡供需预测（季度） 单位：万吨，%.....	16
图表 38：中国锡供需预测 单位：吨，%.....	17
图表 39：沪锡现货升贴水 单位：元/吨.....	17
图表 40：伦锡 Cash-3M 单位：美元/吨.....	17
图表 41：LME+SHFE 锡库存 单位：吨.....	18
图表 42：沪锡库存季节性 单位：吨	18

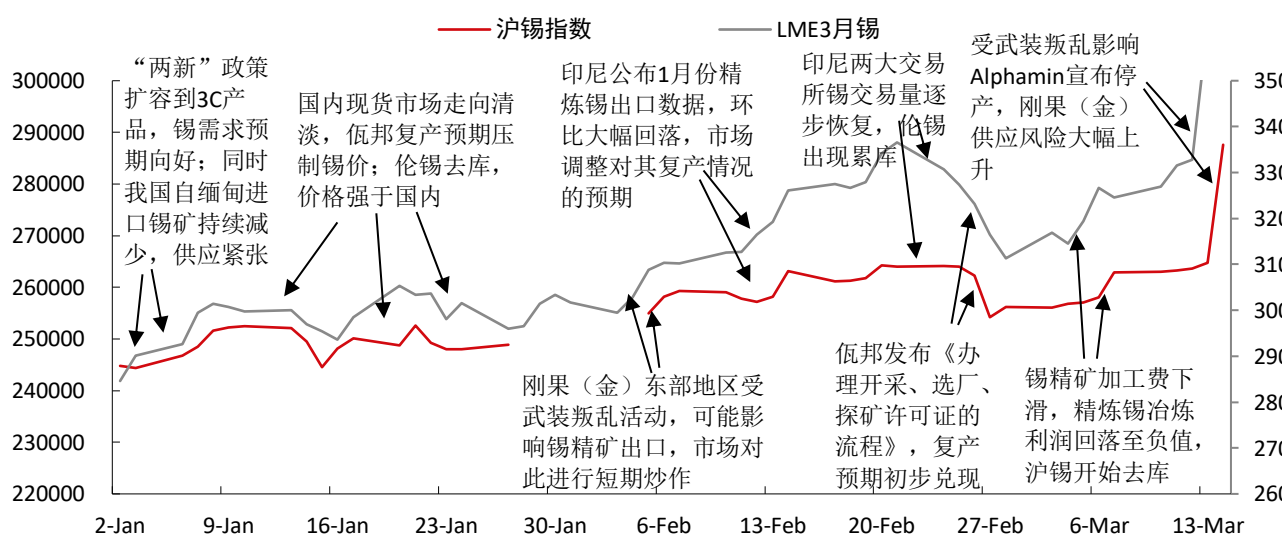
一、2025 年一季度锡行情回顾

2025 年一季度，需求预期向好叠加供应扰动频发不断推高锡价，截至 3 月 19 日，沪锡指数较年初已大幅上涨 15.2% 至 28.2 万元，其中 3 月 14 日单日涨幅就高达 8.7%，价格波动剧烈。

1 月初，刚开年国家发改委就在“中国经济高质量发展成效”系列新闻发布会上宣布，2025 年要加力扩围实施“两新”政策，首次将手机、平板、智能手表手环等 3C 产品纳入补贴范围。随后，1 月 15 日，商务部发布文件明确具体补贴品类和标准，各地陆续于 1 月 20 日起启动实施。“两新”政策扩容提振了锡需求预期，年初沪锡小幅上涨 2.8%。不过，佤邦复产预期始终对锡价形成压制，进入 1 月中下旬，临近春节假期，伴随国内现货市场走向清淡，锡价小幅回落后进入震荡区间。

2-3 月，春节后佤邦复产预期迟迟未得到兑现，刚果（金）东部地区出现武装叛乱活动，印尼公布 1 月份精炼锡出口数据不及预期，市场开始对供应风险进行炒作，与此同时 LME 锡库存快速去化，伦锡价格持续走高，沪伦比下滑。2 月底，佤邦工业矿产管理局发布《办理开采、选厂、探矿许可证的流程》，缅甸佤邦复产预期初步兑现，锡价单日大跌 3.7%。但下跌仅持续 2 日后，市场又重新回归到锡矿供应紧张的交易逻辑之上，锡价开始稳步回升。3 月 13 日，受武装叛乱影响刚果（金）锡矿生产商 Alphamin 宣布停产，此前市场持续酝酿的对刚果（金）供应风险的担忧集中爆发，锡价大幅上行，一度冲高到 29 万元以上。随着市场情绪缓和，近两日锡价开始进行震荡调整。

图表1：沪锡指数和 LME3 个月锡 单位：元/吨、美元/吨



资料来源：Wind 中信期货研究所

二、2025 年二季度锡市场观点和核心逻辑

我们认为 2025 年二季度锡价有望震荡偏强，沪锡波动区间在 26-32 万元/吨。主要是基于以下几点：

（1）供应方面，锡供应紧张局面正在进一步加深，今年佤邦复产时间比预期稍晚、二季度难以贡献明显增量，印尼精炼锡生产和出口仍未完全恢复正常，国内银漫矿业突发安全事故已处于停采状态，同时，刚果（金）动乱使得未来锡矿生产不确定性快速抬升。据此，我们大幅下修全年锡矿和精锡供应预期，预

计 2025 年全球锡矿产量同比+2.7%至 28.6 万吨，精锡产量同比+1.1%至 37.6 万吨，中国精锡供应量同比+3.1%至 19.4 万吨；其中，二季度全球和中国精锡供应量预计为 9.2 万吨和 4.8 万吨，同比分别-0.7%和+3.5%。

（2）需求方面，2024 年半导体周期上行，带动精锡消费回暖，今年半导体仍处于景气周期当中，全年销售额增速或达到 10%-15%左右，加上 AI 等概念加持以及相关消费、产业政策推动，预计 2025 年全球精炼锡需求将进一步增长 3.2%至 38.5 万吨，中国精炼锡需求将增长 3.6%至 19.7 万吨。此外，由于“两新”政策扩容、光伏政策调整、比亚迪“智驾平权”加速智能驾驶技术普及等因素支持，今年上半年精锡需求预期相对乐观，预计二季度全球和中国精炼锡消费量为 10.0 万吨和 5.2 万吨，同比分别+9.7%和 17.9%。

（3）供需平衡和库存方面，预计 2025 年全球和中国锡供需将分别有 0.9 万吨和 0.3 万吨缺口，二季度或出现阶段性供需错配现象，全球精锡缺口将从一季度的 3906 吨扩大至 7881 吨，国内精锡将从一季度的过剩 4915 吨转为短缺 4190 吨，届时沪伦两市锡库存将快速去化。

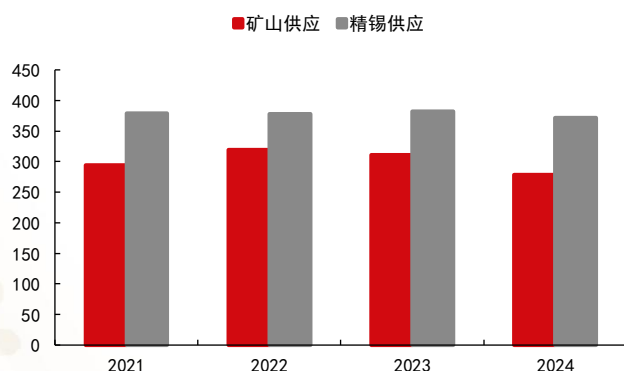
三、主产地供应扰动不断，产量增长或明显不及预期

2024 年全球锡矿遭受厄邦停矿、印度尼西亚出口配额审批等影响，实际产量出现明显下滑，但由于锡矿库存和再生锡的补充，全球锡锭生产受到实际影响较小。展望 2025 年，厄邦和印尼复产不及预期、刚果（金）受战乱影响锡矿产量或出现明显下滑、国内银漫矿业因安全事故拖累增产计划可能无法实现，预计 2025 年全球矿山和精锡产量分别增长 2.7%和 1.1%至 28.6 万吨和 37.6 万吨，中国精锡供应量将增长 3.1%至 19.4 万吨。

（一）2024 年锡矿供应

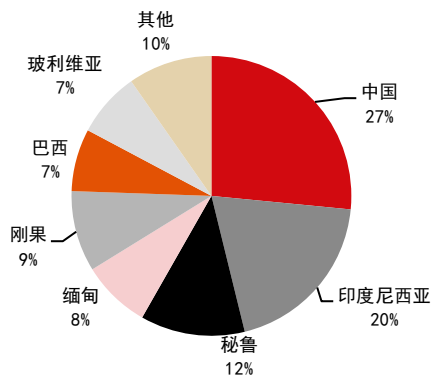
2024 年以来，缅甸厄邦禁矿一直未曾恢复，但由于依旧有不少库存，所以直到二季度厄邦供应才实际减少；同时印尼因为出口配额和腐败等问题，产量及出口量有明显下滑，截至目前依旧未能完全恢复；刚果（金）锡矿供应因为新项目有所提升，在一定程度上弥补了部分印尼和缅甸的减量。2024 年，全球锡矿和精炼锡供应分别达到 27.8 万吨和 37.2 万吨，同比去年-10.5%和-2.7%；从锡矿分布来看，锡矿供应前五分别是中国、印度尼西亚、秘鲁、缅甸和刚果，缅甸供应比重从 2023 年的 13%快速下滑至 2024 年的 8%。

图表2：全球锡矿及精锡供应 单位：千金属吨



资料来源：WBMS ITA Wind 中信期货研究所

图表3：2024 年锡矿生产分布 单位：%

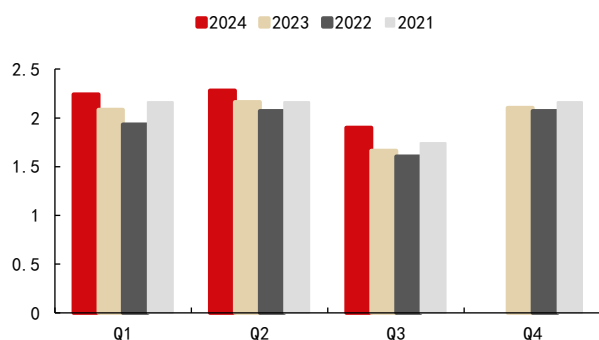


资料来源：WBMS ITA Wind 中信期货研究所

（二）全球主要锡矿及冶炼企业生产状况

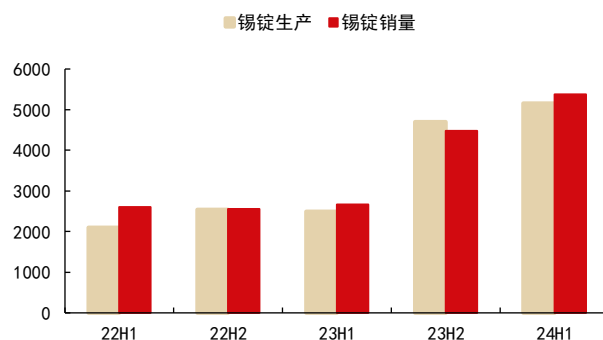
2024 年锡价表现强劲，全球主要锡矿冶炼企业利润丰厚，干劲十足。2024 年前三季度，锡业股份/Minsur（仅秘鲁）/Alphamin/MetalsX 四家企业分别供应锡 6.42/2.16/1.21/0.77 万吨，同比 2023 年同期分别增长 8.8%/22.8%/28.0%/12.6%，实现全面增长。此外，上半年华锡有色/印尼天马两家企业锡供应分别为 0.99/1.69 万吨，分别同比去年增长 106.4%和 19.2%。

图表4：锡业股份锡原料产量 单位：万金属吨



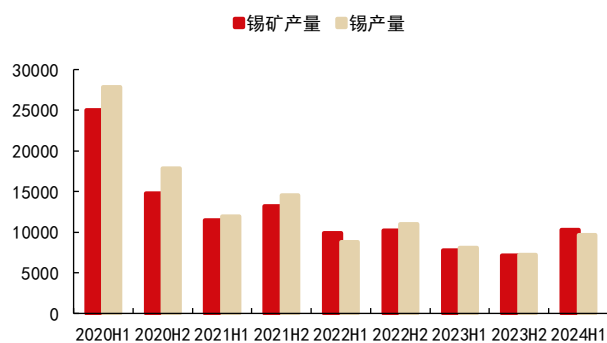
资料来源：公司公告 中信期货研究所

图表5：华锡有色锡产销量 单位：金属吨



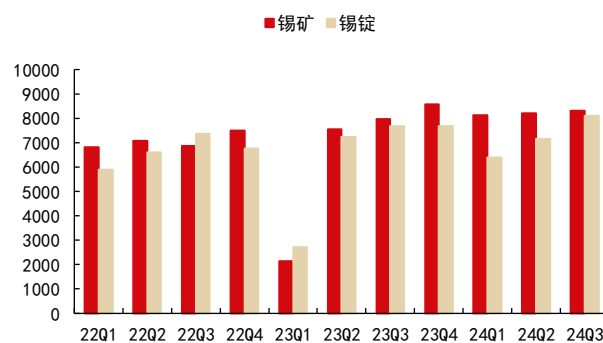
资料来源：公司公告 中信期货研究所

图表6：Timah 锡原料产量 单位：金属吨



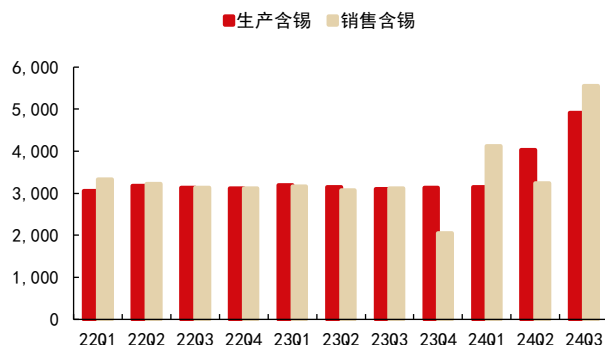
资料来源：公司公告 中信期货研究所

图表7：Minsur 锡原料产量（秘鲁） 单位：金属吨



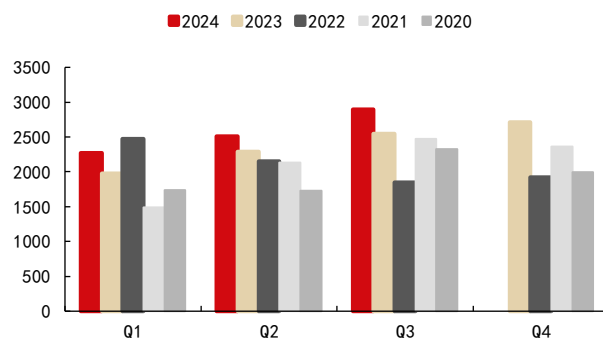
资料来源：公司公告 中信期货研究所

图表8: Alphamin 锡原料产销量 单位: 金属吨



资料来源: 公司公告 中信期货研究所

图表9: MetalsX 锡原料产量 单位: 金属吨



资料来源: 公司公告 中信期货研究所

（三）全球锡资源供应测算

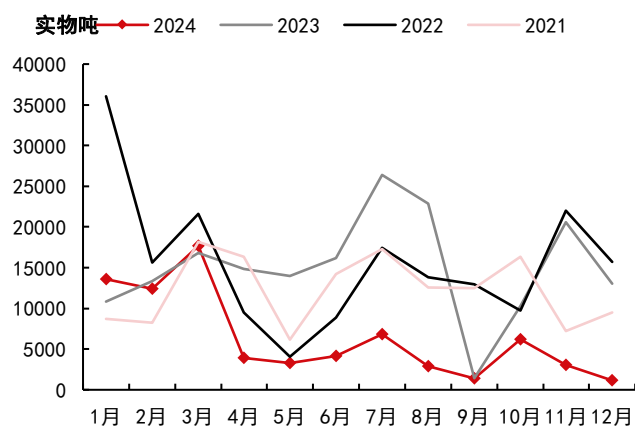
2025 年锡供应端的最大变量在于缅甸佤邦、印尼和刚果（金）。

缅甸方面，2 月 26 日，佤邦工业矿产管理局发布《办理开采、选厂、探矿许可证的流程》，复产预期初步兑现。由于复产所需流程较为复杂，需要 3 个月左右的时间进行人力物力筹备，因此，若复产顺利进行，那么预计 6 月份左右会有锡矿产出。正常情况下，缅甸锡矿年产量约 4.1 万吨，据此我们预计 2025 年全年缅甸锡矿产量将达到 2.4 万吨，比 2024 年小幅增长 3000 吨。

印尼方面，2024 年由于出口配额审批延迟及反腐行动，精炼锡出口受到明显压制。进入 2025 年，截至 1 月份当地精炼锡出口仍处于低位水平，当月出口量仅为 1566 吨，环比大幅回落 66%。根据印尼两大交易所锡现货成交情况，我们预计 2 月份印尼锡供应量将开始逐步恢复正常，2-3 月月均出口量或提升至 4000 吨左右，全年锡矿产量或上升 5000 吨至 5.8 万吨。此外，3 月 8 日，印尼能源和矿产资源部发布文件，表明正在考虑提高铜、锡等矿产的开采税。对于锡来说，此前固定 3% 费率的特许权使用费现在可能会根据市场价格调整为累进费率。若该文件得到实施，那么将进一步导致印尼出口精炼锡价格出现抬升。

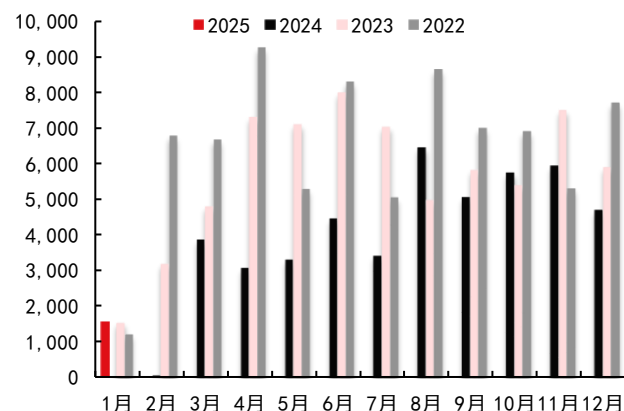
刚果（金）方面，受“M23”武装叛乱影响，3 月 13 日，Alphamin 已宣布决定暂停公司位于刚东地区北基伍省的 Bisie 锡矿开采作业。从该事件对锡供应的影响来看，预计将对今年刚果（金）及全球锡矿生产造成明显冲击。2024 年 Alphamin 锡矿总产量达 17324 吨，占刚果（金）产量比重为 69.3%，占全球产量比重为 6.2%。此前，Alphamin 曾发布 2025 年生产指引，预计全年产量将增长至 2 万吨。但是，根据目前状况来看，Bisie 矿已经停产且复产时间难以确定，2025 年 Alphamin 锡矿生产不但难有增量，反而可能出现明显减量，预计刚果（金）全年锡矿产量或下降至 1.5-2.0 万吨（2024 年为 2.5 万吨）。若局势进一步恶化，Bisie 矿停产时间大幅延长，则锡矿产量甚至可能会下降至 1.5 万吨以下。此外，刚果（金）所产锡矿的 70% 左右都会供给到国内，而这部分锡矿在 2024 年是弥补缅甸锡矿减量的重要来源，此次 Alphamin 停产或在 5 月份左右开始对国内锡矿供应造成影响。同时，考虑到 5 月份缅甸锡矿供应预计仍未恢复，因此到时候国内锡矿或面临明显短缺。

图表10：中国从缅甸进口锡精矿 单位：实物吨



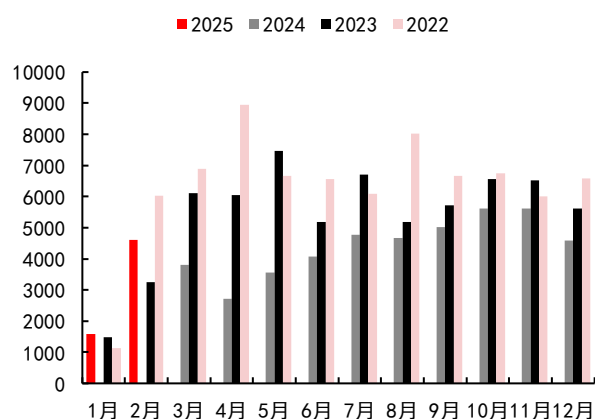
资料来源：WBMS ITA Wind 中信期货研究所

图表11：印尼精炼锡出口量 单位：金属吨



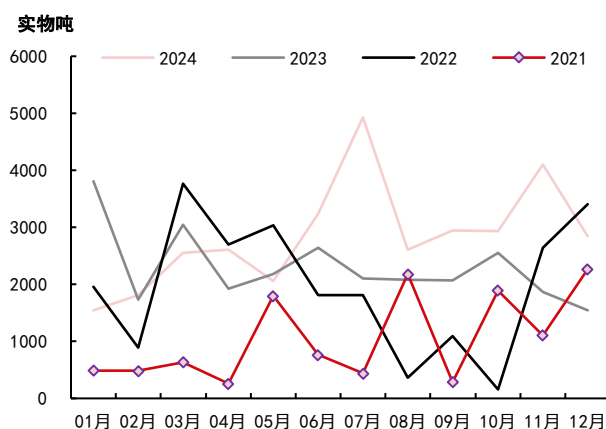
资料来源：WBMS ITA Wind 中信期货研究所

图表12：印尼两大交易所锡成交 单位：金属吨



资料来源：WBMS ITA Wind 中信期货研究所

图表13：中国从刚果金进口锡精矿 单位：实物吨



资料来源：WBMS ITA Wind 中信期货研究所

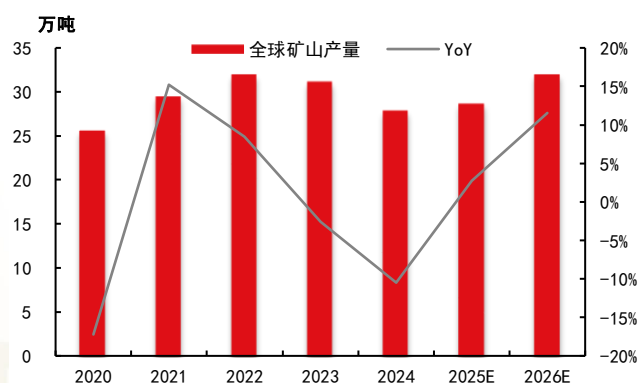
展望未来几年，新增锡矿项目较少。2021-2022 年锡价暴涨期间，全球锡矿勘探热情高涨，不少锡矿开发提上日程，原定于 2024-2025 年投产的澳大利亚 Rentails 和哈萨克斯坦 Syrymbet 等大型项目都不断被推迟。截至目前，未来两年有望投放的新项目包括澳大利亚 Ardlethan Tailings 项目、澳大利亚 Taronga 项目及西班牙 Oropesa 项目，其余大部分项目都还处于勘探或者研究过程当中。

图表14：全球待投产锡矿项目 单位：金属吨

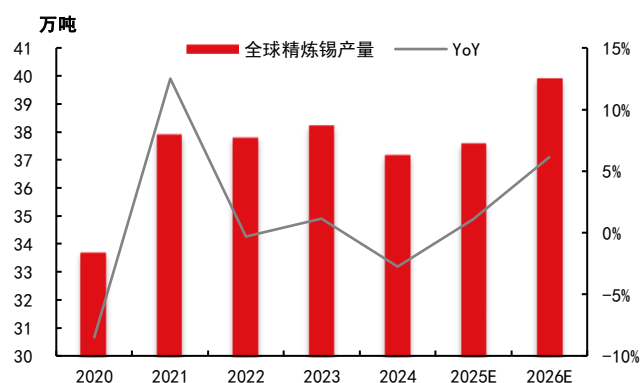
地区	矿山	企业	储量/资源量	产能	状态
澳大利亚	Rentails	Metals X	98000	5400	预计 2029
澳大利亚	Mount Lindsay	Venture Minerals	81000	2600	未定
澳大利亚	Ardlethan Tailings	Australian Tin Resources	66500	1000	中试, 预计 25Q1
澳大利亚	Taronga	First Tin	57000	3000	PFS, 预计 2026
澳大利亚	Heemskirk	Stellar Resources	77872	2200	预可行性研究
澳大利亚	Cleveland	Elementos	166100	2000	勘探
巴西	Massangana Tailings	Auxico Resources	250000	6000	未定
德国	Tellerhauser	First Tin	106000	3300	预计 2027
俄罗斯	Pyrkabay Stockworks	Seligdar	243000	8000	勘探
刚果	Manono	AVZ	130300	2000	搁置
哈萨克斯坦	Syrymbet	JSC Tin One Mining	492000	7500	2025 年建设
加拿大	East Kemptville	Avalon Advanced Materials		4000	PEA、延期
捷克	Cinovec	European Metals	335000	1000	可行性研究
秘鲁	Ayawilca	Tinka resources	106580	1500	初步经济性研究
摩洛哥	Achmmach	Kasbah	156000	4500	可行性研究
西班牙	Oropesa	Elementos	63900	3500	预计 2026
英国	Hemerdon	Tungsten West	30000	450	未定
英国	Redmoor	Cornwall Resources	136900		勘探
中国	维拉斯托	维拉斯托	148000	4000	未定

资料来源：Wind ITA SMM USGS 安泰科 中信期货研究所

总体来看，2025 年，缅甸佤邦和印尼生产恢复进度明显不及此前预期。当前市场预计佤邦将于年中完成复产并开始产出锡矿，但是仍面临一定的不确定性，此外政府征收 30% 的实物税也会变相减少出口中国的量；印尼精炼锡生产和出口正在恢复，但新总统上台后政策依旧存在变动的可能。除此之外，银漫矿业停采、刚果（金）供应风险大幅抬升，只有澳大利亚 Ardlethan 正式商业化生产会带来 1000 吨左右的增量。预计 2025 年全球矿山和精炼锡产量分别增长 2.7% 和 1.1% 至 28.6 和 37.6 万吨。

图表15：全球锡矿供应预测 单位：万吨


资料来源：WBMS ITA Wind 中信期货研究所

图表16：全球精炼锡供应预测 单位：万吨


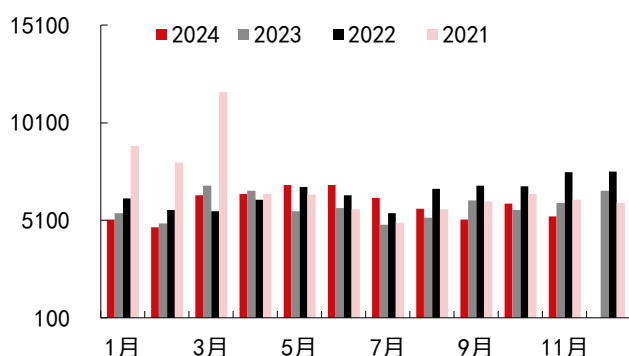
资料来源：WBMS ITA Wind 中信期货研究所

（四）中国锡资源供应

2024 年中国呈现锡矿供应偏紧而精锡供应宽松的格局。2024 年 11 月锡精矿产量 5296 吨, 同比-11.7%, 1-11 月累计产量 6.5 万吨, 累计同比-6.9%。2024 年全年国内锡精矿进口 15.9 万实物吨, 同比-36.2%。SMM 数据显示, 2024 年国内精炼锡产量为 18.4 万吨, 同比+9%; 进口精炼锡 2.16 万吨, 同比-35%。

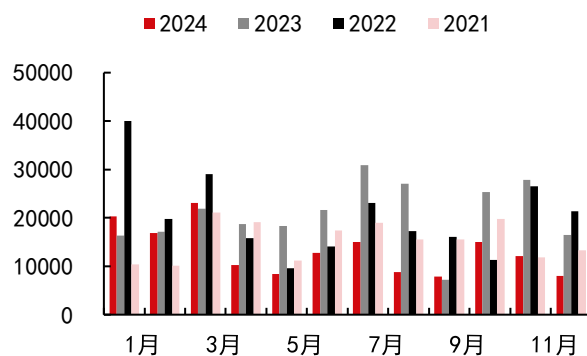
截至目前, 国内矿紧锭松的局面仍在延续。2025 年 2 月国内精炼锡产量为 14050 吨, 同比+22.6%, 1-2 月精炼锡累计产量为 2.97 万吨, 同比+10.8%。此外, 锡精矿加工费和精炼锡冶炼利润持续走低也反映了该现象。不过, 考虑到当前产业链上下游确实面临缺矿问题, 并且这一问题在二季度可能会更加严峻, 我们认为届时国内矿端紧张或进一步传导至锭端, 导致冶炼厂出现减产, 预计二季度中国精炼锡产量将-7.7%至 4.6 万吨。

图表17: 中国锡矿产量 单位: 吨



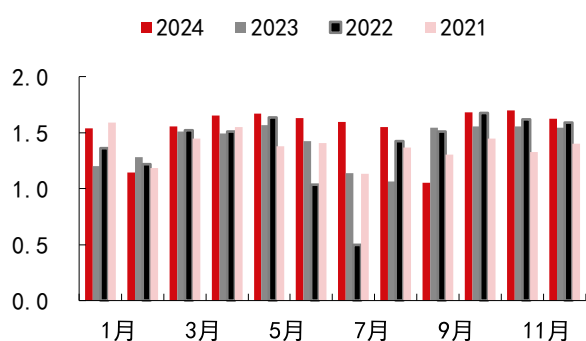
资料来源: SMM 中信期货研究所

图表18: 锡矿进口量 单位: 实物吨



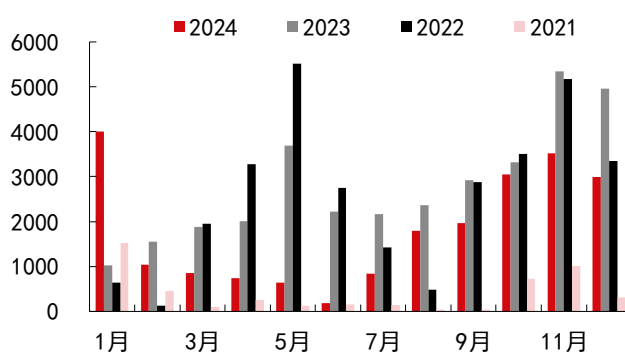
资料来源: SMM 中信期货研究所

图表19: 中国精炼锡产量 单位: 万吨



资料来源: SMM 中信期货研究所

图表20: 精炼锡进口量 单位: 吨



资料来源: SMM 中信期货研究所

四、下游消费继续弱复苏, 二季度需求预期向好

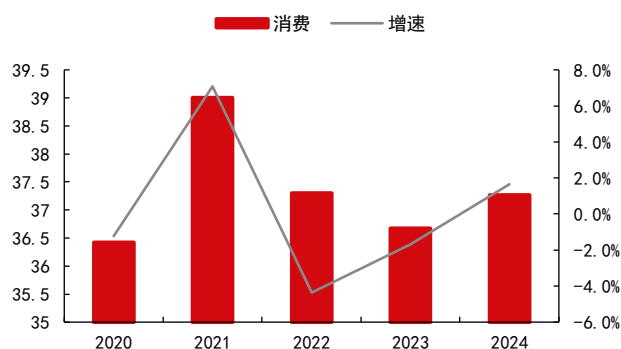
2024 年光伏、新能源车等新兴行业继续增长, 半导体迎来上行周期, 镀锡板、锡化工等有明显改善, 全球精炼锡需求同比增长 1.6%至 37.3 万吨, 中国精炼锡需求同比增长 1.8%至 19.0 万吨。2025 年仍处在

半导体上行周期中，加上 AI 等概念加持以及相关消费、产业政策推动，预计 2025 年全球精炼锡需求将进一步增长 3.2%至 38.5 万吨，中国精炼锡需求将增长 3.6%至 19.7 万吨。

（一）2025 年锡消费延续复苏

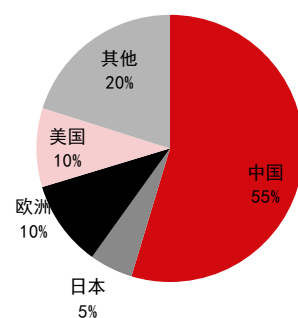
传统需求的复苏和新兴需求的增长带来 2024 年精炼锡消费的提升。2024 年全球精炼锡需求增长 1.6%至 37.3 万吨，其中中国占比从 2023 年的 54%进一步提升至 55%。

图表21：全球精炼锡消费 单位：万吨



资料来源：WBMS ITA Wind 中信期货研究所

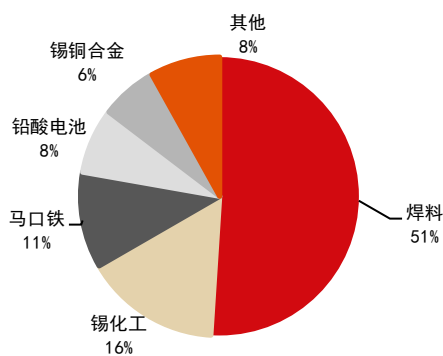
图表22：全球精炼锡消费分地区 单位：%



资料来源：WBMS ITA Wind 中信期货研究所

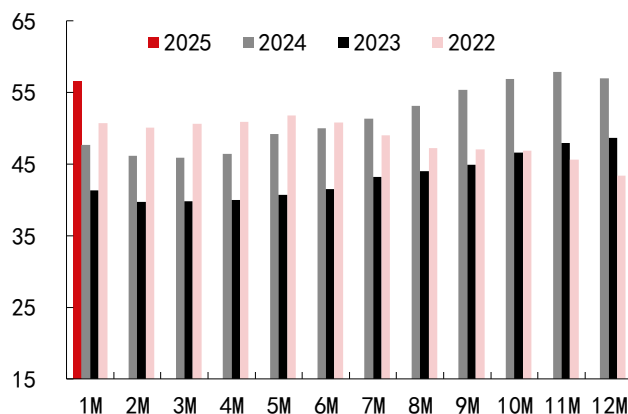
锡消费中锡焊料依旧是最主要板块，主要由半导体贡献增量，包括 3C 家电板块、光伏板块和汽车电子板块。2024 年全球半导体销售 6167 亿美元，同比增长 19.0%。WSTS 预计 2025 年存储和逻辑产业将推动半导体产值持续成长 12.5%至 6870 亿美元。

图表23：全球锡消费结构 单位：%



资料来源：WBMS ITA Wind 中信期货研究所

图表24：全球半导体销售额 单位：十亿美元



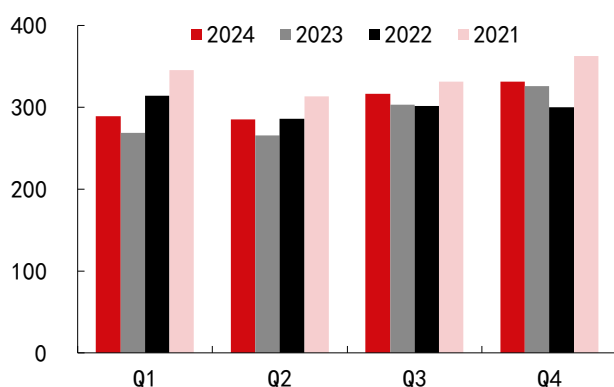
资料来源：WBMS ITA Wind 中信期货研究所

2024 年以来，伴随着主要经济体通胀放缓且经济弱复苏，3C 产品出货量也迎来修复。IDC 公布数据显示，2024 年全球智能手机出货量同比上涨 6.5%，达到 12.2 亿部；全球电脑出货量增长 3.4%，至 2.6 亿台；前三季度全球平板电脑出货同比增长 13.7%，至 1.0 亿台。2025 年消费电子保持复苏主调不变。在 AI

等概念的加持下，预计手机延续复苏趋势，全年同比增长约 3%。2024 年 PC 表现低于预期，主要由于头部企业 IT 支出疲弱，导致市场低迷，商用市场出现 19% 的大幅下滑。预计随着 2025 年经济回暖，商用市场有望触底复苏，全年 PC 出货量有望增长 5%。

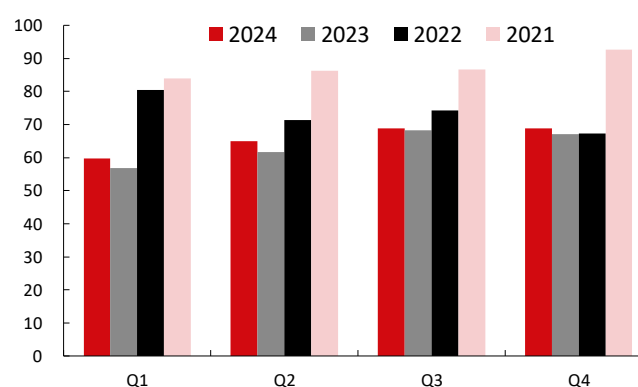
新能源领域继续增长。2024 年，全球新能源汽车销量 1681 万辆，同比+27%。2025 年，中国以旧换新政策加力扩围，有望持续托底消费释放；美国特朗普撤销新能源相关政策或影响新能源车需求释放；欧盟近期正考虑通过实施覆盖全欧盟的补贴计划来提振电动汽车需求。预计 2025 年全球新能源车销量增长 17% 至 1966 万辆，带动锡锭需求增长 0.2 万吨至 4.7 万吨。光伏预期上修，2025 年受新能源电价全面市场化改革影响，预计终端需求将受到提振，全球光伏新增装机有望达到 572GW，同比增长 7.9%，带动锡锭需求增长 0.3 万吨至 4.6 万吨。

图表25：全球智能手机出货量 单位：百万台



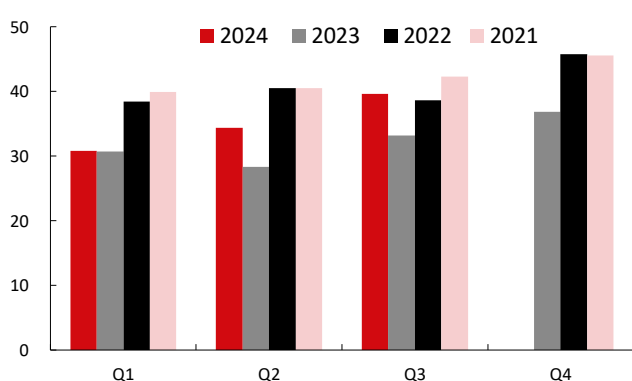
资料来源：iFind 中信期货研究所

图表26：全球 PC 出货量 单位：百万台



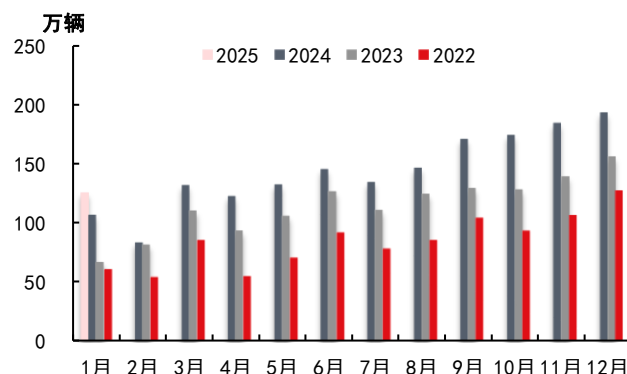
资料来源：iFind 中信期货研究所

图表27：全球平板电脑出货量 单位：百万台



资料来源：iFind 中信期货研究所

图表28：全球新能源车销量 单位：万辆



资料来源：iFind 中信期货研究所

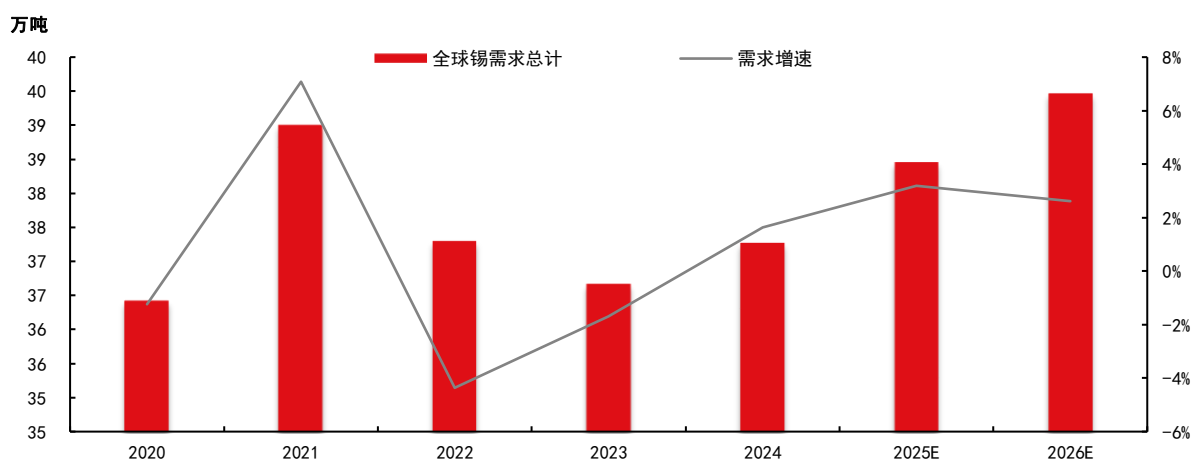
其他消费领域各有分化。锡化工和镀锡板是锡下游第二、三大消费领域，占 2024 年锡消费的 16% 和 12%，这些年受宏观因素影响较大，随着全球经济温和修复，预计 2025-2026 年或小幅增长，但中国或仍受美国镀锡板反倾销制裁的影响。铅酸电池预计持续增长，2024 年 8 月 5 部门联合发布《推动电动自行车以旧换新实施方案》，对交回老旧锂离子蓄电池电动自行车并换购铅酸蓄电池电动自行车的消费者，将适当

加大补贴力度，对电动自行车销量起到积极的带动作用，有利于推动铅蓄电池的需求增长。

（二）消费需求测算

总体来看，2024 年得益于半导体行业的回暖以及光伏、新能源汽车等需求的增长，锡焊料板块需求同比增长 3.0%至 19.4 万吨，较年初预期有所下调，主要是 3C 电子、家电、新能源车等行业表现稍不及预期，而光伏行业需求较年初有一定的上调，锡化工、镀锡板、铅酸电池有所回暖。全年来看，2024 年全球锡需求同比增长 1.6%至 37.3 万吨。2025 年随着通胀进一步回落，预计新能源板块继续增长，传统行业弱复苏延续，需求增长 3.2%至 38.5 万吨。

图表29：全球锡需求预测 单位：万吨



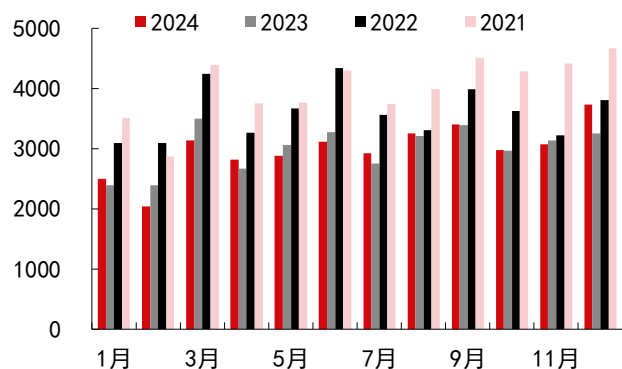
资料来源：Wind ITA WBMS USGS 安泰科 中信期货研究所

（三）中国精锡下游消费

2024 年国内传统消费板块有所回暖，新能源也维持向好趋势，但从初端来看稍不及预期。2024 年中国半导体销售额同比增长 19.9%至 1821 亿美元；电子计算机累计产量 3.6 亿台，同比-0.5%；手机出货量累计 3.1 亿部，同比+9%；新能源汽车累计销量 1286 万辆，同比增长 36%；光伏新增装机达到 278GW，同比增长 29%。传统板块方面，2024 年镀锡板产量累计 136 万吨，同比-2.9%；PVC 累计产量 2344 万吨，同比增长 2%。

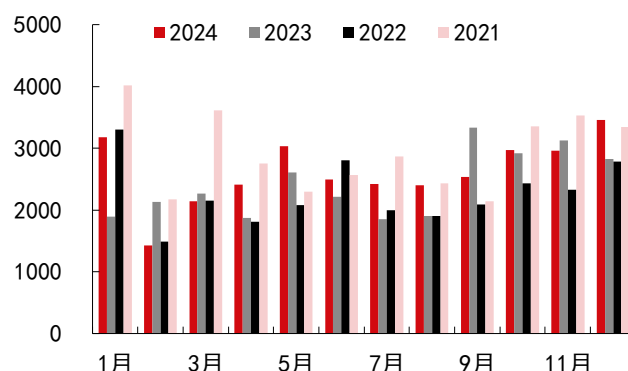
预计 2025 年国内锡消费延续复苏，精炼锡需求将增长 3.6%至 19.7 万吨。此外，由于光伏政策调整，一般工商业分布式光伏将在 5 月 1 日后禁止全额上网，项目投资回报率可能会大打折扣，并且 6 月 1 日后投产的新能源增量项目原则上全电量都需要进入市场交易，收益彻底与市场波动挂钩，因此上半年国内迎来光伏抢装潮，将明显带动精炼锡需求。

图表30：电子计算机产量 单位：万台



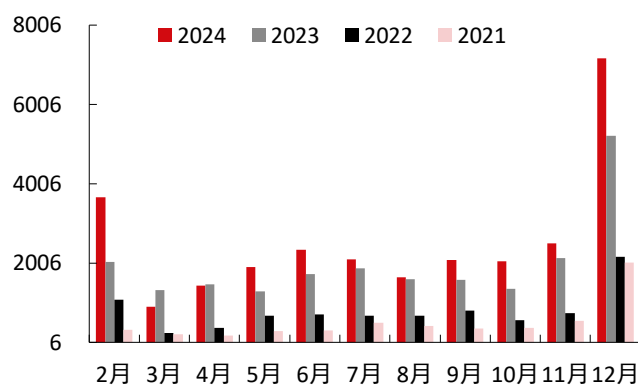
资料来源：WBMS ITA Wind 中信期货研究所

图表31：手机出货量 单位：万台



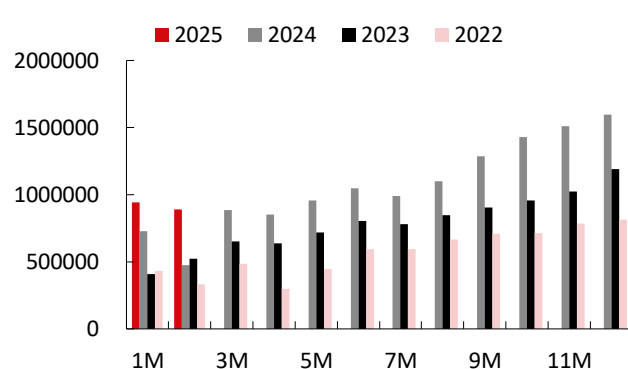
资料来源：WBMS ITA Wind 中信期货研究所

图表32：光伏新增装机 单位：万千瓦



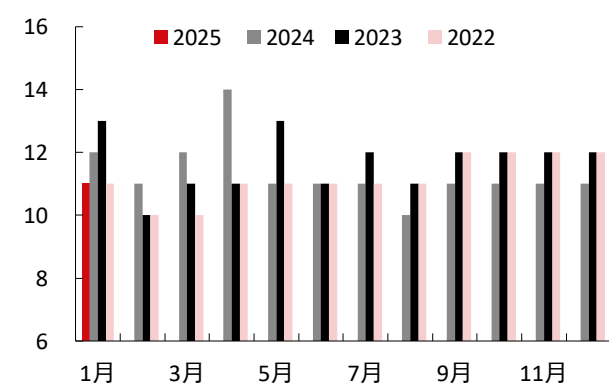
资料来源：WBMS ITA Wind 中信期货研究所

图表33：中国新能源汽车销量 单位：辆



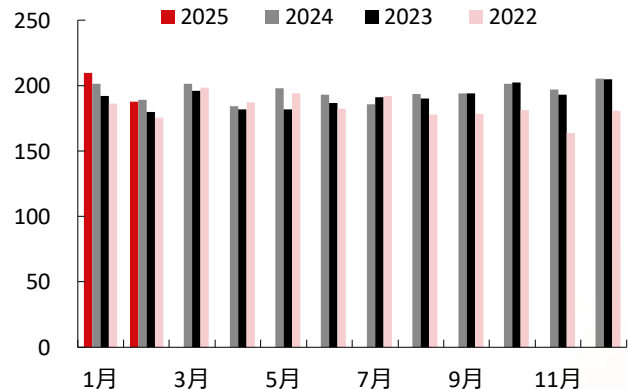
资料来源：WBMS ITA Wind 中信期货研究所

图表34：镀锡板产量 单位：万吨



资料来源：WBMS ITA Wind 中信期货研究所

图表35：PVC产量 单位：万吨



资料来源：WBMS ITA Wind 中信期货研究所

五、锡供需平衡

2024 年全球锡供需存在缺口，全球经历了隐性库存显性化并逐渐去库的过程。上半年印尼缅甸供应扰动超预期，造成伦敦大幅去库，但国内并未出现供应不足的问题，一是锡矿、再生锡废料和精锡库存较高，二是消费复苏相对缓慢，宏观乐观情绪拉升锡价之后也反过来抑制了需求，但是供应收缩需求走强的预期却一直存在。下半年开始，国内锡矿实际短缺，锡焊料加工费大幅走弱，沪锡库存也出现明显去化。2024 年，全球供需缺口大约在 1000 吨。

展望 2025 年，缅甸佤邦和印尼生产恢复进度明显不及此前预期，同时银漫矿业停采、刚果（金）供应风险大幅抬升，只有澳大利亚 Ardliehan 正式商业化生产会带来 1000 吨左右的增量。预计 2025 年全球矿山和精炼锡产量分别增长 2.7% 和 1.1% 至 28.6 和 37.6 万吨，中国精锡供应量同比+3.1% 至 19.4 万吨。需求方面，随着通胀进一步回落，预计新能源板块继续增长，传统行业弱复苏延续，2025 年全球精炼锡需求将进一步增长 3.2% 至 38.5 万吨，中国精炼锡需求将增长 3.6% 至 19.7 万吨。总体来看，预计 2025 年全球和中国锡供需将分别有 0.9 万吨和 0.3 万吨缺口，二季度或出现阶段性供需错配现象，全球精锡缺口将从一季度的 3906 吨扩大至 7881 吨，国内精锡将从一季度的过剩 4915 吨转为短缺 4190 吨。

图表36：全球锡供需预测 单位：万吨，%

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
矿山供应(万吨)	29.4	31.9	31.1	27.8	28.6	31.9
精锡产量(万吨)	37.9	37.8	38.2	37.2	37.6	39.9
供应增速	12.5%	-0.3%	1.2%	-2.7%	1.1%	6.1%
锡锭需求(万吨)	39.0	37.3	36.7	37.3	38.5	39.5
需求增速	7.1%	-4.4%	-1.7%	1.6%	3.2%	2.6%
供需平衡(万吨)	-1.1	0.5	1.6	-0.1	-0.9	0.4

资料来源：安泰科 ITA SMM 中信期货研究所

图表37：全球锡供需预测（季度） 单位：万吨，%

	2024	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2025E
全球供应	37.2	8.6	9.2	9.6	10.2	37.6
全球需求	37.3	9.0	10.0	9.4	10.0	38.5
供需平衡	-0.1	-0.4	-0.8	0.2	0.2	-0.9

资料来源：安泰科 ITA SMM 中信期货研究所

图表38：中国锡供需预测 单位：吨，%

	2024	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2025E
产量	183884	46661	45727	42928	51327	186642
净进口	4393	554	2219	833	3787	7393
供应	188277	47215	47947	43761	55113	194035
供应增速	-1.1%	5.4%	3.5%	2.6%	1.1%	3.1%
需求	189942	42300	52137	46234	55088	196742
需求增速	1.8%	10.7%	17.9%	-8.9%	-2.9%	3.6%
供需平衡	-1665	4915	-4190	-2474	25	-2707

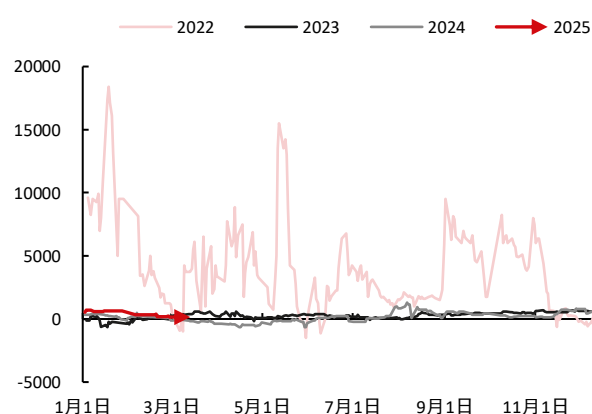
资料来源：安泰科 ITA SMM 中信期货研究所

六、现货与库存

（一）现货升贴水窄幅波动

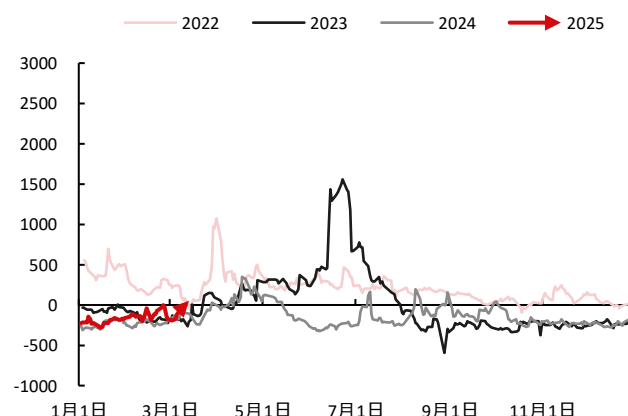
今年以来两市现货升贴水波幅不大。尽管有供应扰动一直存在，但全球消费改善力度有限，近期伦锡去库放缓、沪锡库存持续堆积对现货价格构成压制，故伦锡现货贴水窄幅波动、沪锡现货升水由年初的 700 元/吨逐步回落至当前的 150 元/吨。

图表39：沪锡现货升贴水 单位：元/吨



资料来源：SMM 中信期货研究所

图表40：伦锡 Cash-3M 单位：美元/吨



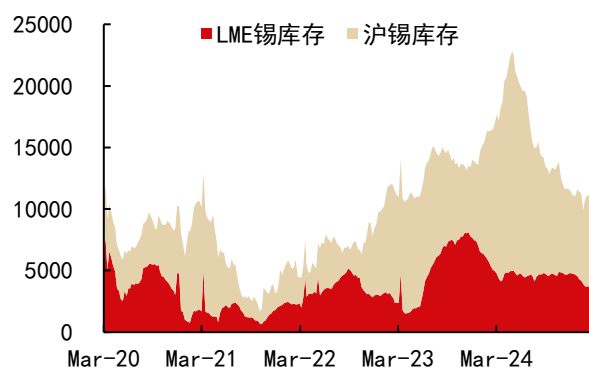
资料来源：Wind 中信期货研究所

（二）关注旺季库存去化情况

春节前后，LME 锡库存变化不大，SHFE 锡库存小幅累积，但总体表现好于往年同期。春节后，由于印尼精锡出口不及预期带动 LME 锡库存快速去化。但与此同时，国内消费恢复较为缓慢，加上锡价冲高后，产业链上下游存在抛售库存的行为，SHFE 锡库存仍未出现连续去化。截至 3 月 14 日当周，LME+SHFE 锡库

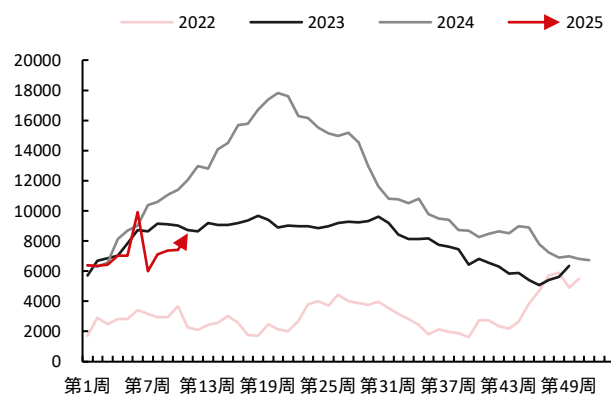
存为 12121 吨，较年初累积 997 吨，较春节后库存低点共累积 2205 吨。不过，随着时间进入二季度，缅甸佤邦锡矿供应仍未恢复、Alphamin 停产影响逐步显现，而国内下游消费进入旺季，预计锡库存将出现快速去化，建议对此保持持续关注。

图表41：LME+SHFE 锡库存 单位：吨



资料来源：SMM Wind 中信期货研究所

图表42：沪锡库存季节性 单位：吨



资料来源：SMM Wind 中信期货研究所

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本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所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

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会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且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。本报告不应取代个人的独立判断。本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。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不承担任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

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>