

摘要：

24 年上半年，由于佤邦复产推迟、印尼锡锭供应减少、电子消费复苏等现实和预期交织的因素，锡价重心震荡上移，从 23 万元/吨一路至 27 万元/吨左右。4-5 月矿紧预期部分兑现，但上半年矿端中性，锭端二次物料补充宽松，国内锡矿 TC 维稳上涨，供应端现实面整体偏弱。消费端，电子消费复苏的影响可能被高估，终端的隐性库存还需消化。展望后市，影响锡价的主要变量是佤邦复产长期延后和消费持续复苏的预期是否兑现。就基本面而言，下半年供需格局预计会有所改善，锡价有一定的上行空间，但上涨程度需要观望预期兑现的程度。考虑到目前沪锡高库存，需警惕矿端或消费端不及预期的风险。后续需关注国内终端消费的去库是否完成。

风险点：佤邦锡矿提前复产；终端消费主动去库较慢

1. 强预期，弱现实，锡价震荡走高

4 月以来，缅甸佤邦锡矿进口矿量的减少和印尼出口锡锭的低位引发了市场对矿端的担忧，叠加锡下游电子消费的复苏，以及宏观层面的降息传言，推动锡价重心震荡上移。佤邦复产日期迟迟不定，使市场对矿端传导至锭端供应短缺的强预期一直存在。本次锡价上涨在矿端包含了包括 4 月开始的长期矿紧预期。由于锡价高位下冶炼厂需求的增加，矿端在 4-5 月产生了一定程度的紧缺，兑现了部分预期，但由于矿端的现实整体较弱，随着冶炼端的季节性下调，另一部分预期需要持续观望。国内银漫矿业二期项目的预投产，提供了年总约 3500 吨左右的产量，但兑现较慢，上半年国内锡矿产量整体变化不大，下半年环比预计会有所提升。尽管进口矿实物吨下滑，但因为佤邦 4-5 月出口的尾矿和库存矿品位通常比现采矿较高，进口矿的整体品位上升，导致实际进口金属量同比变化小增。6 月初，佤邦当局宣布曼相地区的部分矿企恢复运输，使 4 月初一切矿洞停止工作后、积压的锡精粉可以运输，预计折合金属吨 2000-3000 吨，补充了 6-7 月的锡矿供应，上半年矿端供应预计同比上升 6%。在冶炼端 6 月底 7 月初可能进入停产检修的预期下，矿端将重新回到中性偏松。这也部分符合矿端加工费维稳小涨的趋势。24 年上半年矿端总体处于平衡的状态。

图 1 锡价走势（元/吨）

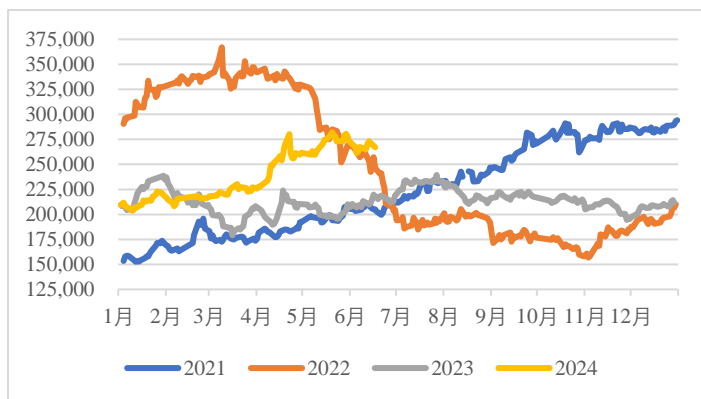
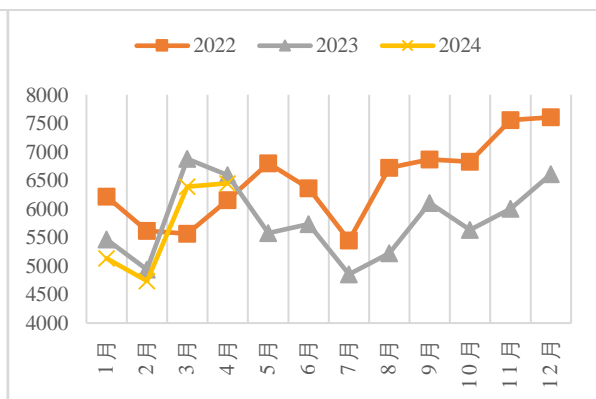
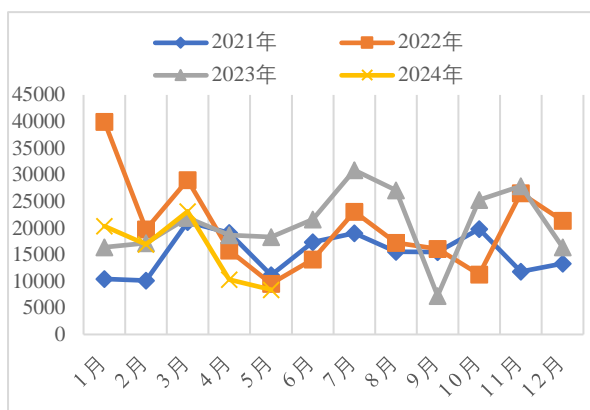


图 2 我国锡矿产量（吨）



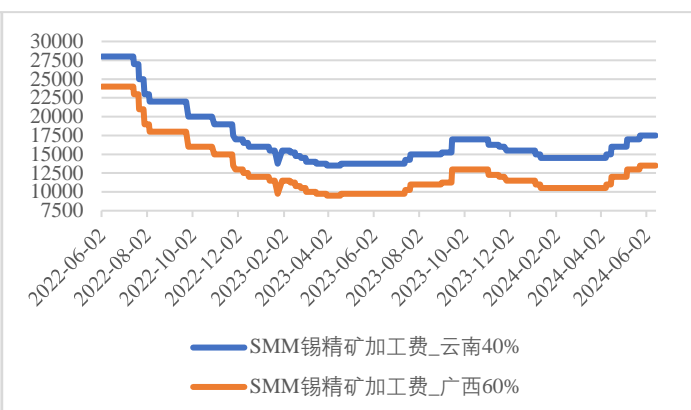
数据来源：SMM, 永安期货研究中心

图3 我国锡矿进口实物量(吨)



数据来源：海关总署, 永安期货研究中心

图4 我国锡精矿加工费(元/吨)



数据来源：海关总署, 永安期货研究中心

数据来源：SMM, 永安期货研究中心

锭端的现实面也较弱，二次物料供应量的提升进一步补充了锡锭供应源。在一季度锡价中枢整体上移的情况下，1-5月国内精炼锡产量保持同比增长。华锡有色的一季度财报披露，公司一季度锡锭产量为 3450 吨，同比增长 172%，云锡也呈现了类似的趋势。今年 2 月以来再生锡产量持续上升，5 月达到近三年最高值，再生比例也处于相对高位。

图5 国内精炼锡产量(吨)

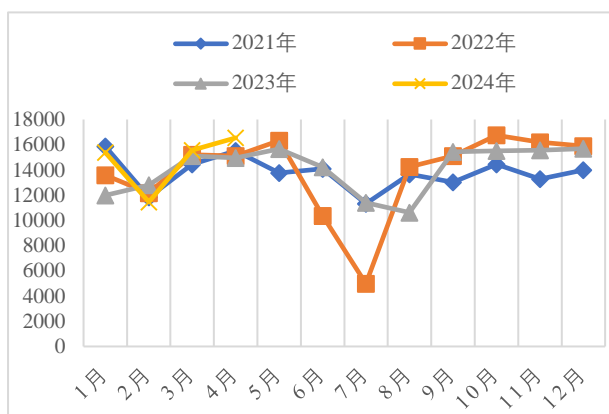
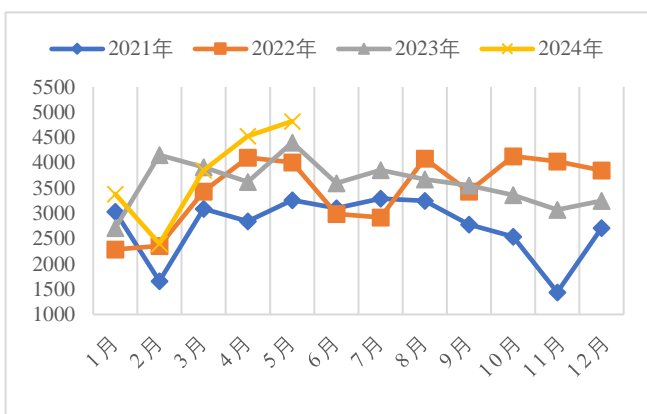


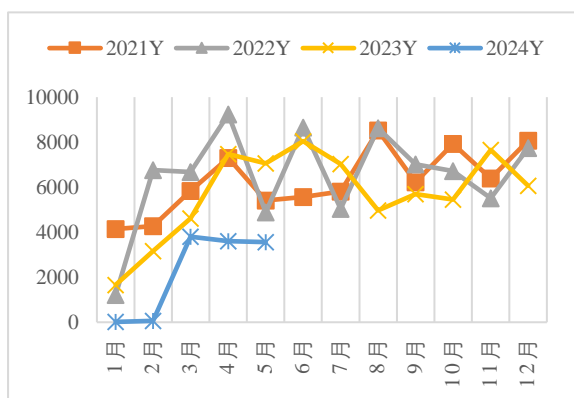
图6 再生锡产量(吨)



数据来源：SMM, 永安期货研究中心

数据来源：SMM, 永安期货研究中心

图7 印尼出口量(吨)



数据来源：印尼海关, 永安期货研究中心

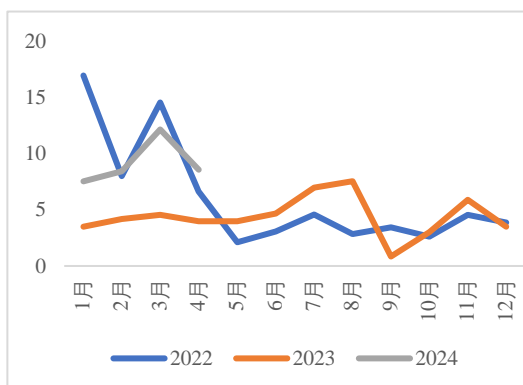
印尼锡锭出口方面，3月到5月锡锭出口一直维持在3000-4000吨的量级，单月同比下降70%左右，恢复速度之慢超出了市场的预期，使市场对海外锡锭供应产生了一定的疑虑。印尼方面传闻，截止6月中旬，锡锭出口量仍然较少，预计24年上半年锡锭出口同比下降50%左右。有以下假设可能：1、印尼打击行业腐败，超25家私矿和私人冶炼厂被查处，矿权和冶炼权回归至生产流程更长成本更高的Timah，印尼整体产量下滑；2、Timah受贪腐审查拖累，生产部门人员调动，产能有所下滑。

2. 后市：矿端需观佤邦，预期部分兑现

展望下半年，我国矿端较不明朗，强预期兑现的可能较大。再生锡和净进口增长空间有限，加上7-8月云南部分冶炼厂或进入环保检修期，锭端将小幅减产，锡锭供应端可能由偏松转中性。

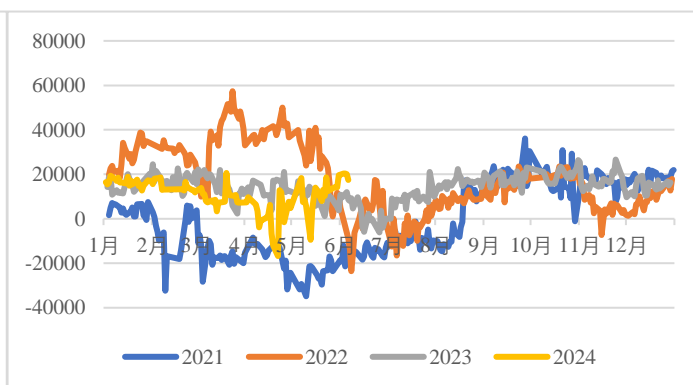
矿端预期能否兑现？近一个月，锡矿的进口盈利不断上行，刺激我国锡矿进口，在缅甸锡矿进口有限的情况下，预计未来几个月自非洲、南美等地的进口矿量会出现一定的同比增长。有消息源称，国产冶炼厂对非洲矿的报价高于东南亚冶炼厂的报价，使非洲矿集中流向我国。佤邦方面，禁矿的目的有二：一是收回军阀或私人的矿权分成，中央重新分配，以增加财政收入；二是整顿矿企市场，减少矿产浪费，提高开采的锡矿品位。由于尾矿、矿渣的进一步回收，矿产浪费等问题逐渐得到改善，但中央对矿权的分配是否全部完成还有待观望，目标尚未完全达成。锡矿的进口金额自去年10月起长期保持同比和环比增长，表明禁矿政策并没有给到佤邦当局十足的经济压力，从财政角度来说，佤邦没有急于复产的动力。从政策安排上讲，近日佤邦当局在矿山端的通知变多，后续可能会进一步恢复一些试探性政策。近段时间需警惕市场波动较大的可能。需要注意的是，由于长时间停产，机器开转、人员到位尚不齐全，从佤邦宣布复产到矿山完全开工需要一定的时间，可能会存在政策和矿端供应量上的劈叉。我们认为，若佤邦9月前正式投产，则矿端矛盾可能转弱，市场价格或有部分抢跑嫌疑；若推迟至四季度，则9月开始矿端会出现偏紧情形，盘面兑现该部分预期；若全年不复产，则下半年都整体偏紧，价格或有进一步走高空间。

图8 缅甸进口金额（亿元）



数据来源：海关总署，永安期货研究中心

图9 我国锡矿进口盈亏（元/吨）



数据来源：钢联，永安期货研究中心

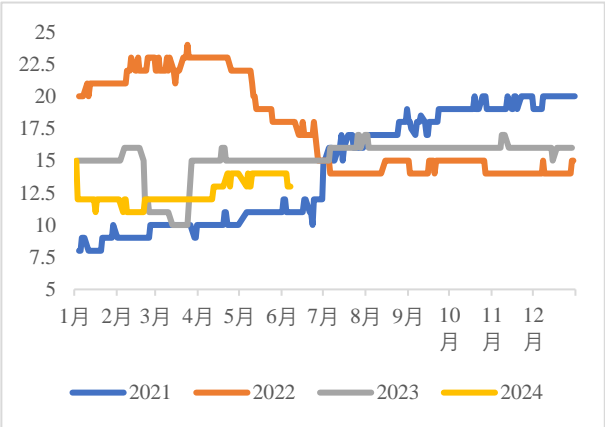
表 1 锡矿平衡测算

日期	国产矿金属量（金属吨）	yoy	矿进口实物量	缅甸进口量	缅甸矿进口金属量（金属吨）	其他国家锡矿进口金属量（金属吨）	总进口（金属吨）	总供应	yoy	原生锡（金属吨）	锡矿实际消费量（金属吨）	yoy	当月平衡（金属吨）	累计平衡
2024年12月	6200	7%	17500	13000	2990	2205	5195	11395	-4.3%	11165	11451	3.4%	-56	4503
2024年11月	5500	8%	18500	13500	3105	2450	5555	11055	-5.0%	11088	11372	4.9%	-317	4559
2024年10月	6000	7%	12500	6500	1495	2940	4435	10435	-3.9%	11122	11407	6.9%	-972	4877
2024年9月	5770	6%	10700	4500	1035	3038	4073	9843	-0.5%	9814	10065	9.0%	-222	5848
2024年8月	5700	8%	10000	3500	1050	3185	4235	9935	-0.2%	8670	8892	13.1%	1043	6071
2024年7月	6600	11%	18200	11000	2750	3528	6278	12878	3.8%	10018	10275	12.0%	2603	5028
2024年6月	6600	9%	17500	10000	3000	3750	6750	13350	6.1%	12450	12769	9.4%	581	2425
2024年5月	6670	10%	8414	3253	1236	2581	3817	10487	5.8%	10975	11256	7.9%	-770	1845
2024年4月	6449	6%	10296	3913	1370	3192	4561	11010	7.3%	12020	12328	10.8%	-1318	2614
2024年3月	6392	-2%	23104	17668	4947	2718	7665	14057	7.2%	11705	12005	12.5%	2052	3933
2024年2月	4738	-8%	16927	12368	3216	2234	5450	10187	3.1%	9060	9292	17.6%	895	1881
2024年1月	6449	-2%	20360	13569	3528	3328	6856	13304	10.5%	12010	12318	29.4%	986	986
2023年12月	6392	-12%	16405	13056	3003	1608	4610	11002	-4.4%	12435	12754	1.2%	-1752	15185
2023年11月	4738	-12%	27872	20574	4732	3503	8235	12973	-3.0%	12490	12810	1.0%	162	16936
2023年10月	5132	-13%	25299	10317	2373	7191	9564	14697	-3.7%	12160	12472	0.8%	2225	16774
2023年9月	6608	-13%	7263	1421	711	2804	3515	10123	-9.2%	11880	12185	1.4%	-2062	14549
2023年8月	6000	-13%	27080	22845	5254	2033	7287	13287	-8.3%	6951	7129	1.4%	6158	16611
2023年7月	5634	-12%	30875	26385	6069	2155	8224	13858	-10.2%	7540	7733	6.5%	6125	10453
2023年6月	6105	-11%	21647	16197	3725	2616	6341	12447	-12.0%	10628	10901	-1.9%	1546	4328
2023年5月	5226	-11%	18339	13951	3209	2106	5315	10541	-15.4%	11260	11549	-8.0%	-1008	2782
2023年4月	4855	-8%	18671	14842	3562	1838	5400	10255	-18.5%	11325	11615	-7.8%	-1361	3790
2023年3月	5733	-7%	21927	16786	4029	2467	6496	12229	-21.6%	11204	11491	-11.4%	738	5150
2023年2月	5574	-6%	17174	13329	3332	1846	5178	10752	-22.5%	8637	8858	-15.1%	1893	4412
2023年1月	6594	7%	16399	10802	2700	2743	5443	12037	-28.3%	9280	9518	-17.9%	2519	2519

数据来源：永安期货研究中心

二次物料方面，整体增长弹性有限。通常情况下，废锡价差和锡价有很强的关联性。24 年以来，废锡价差出现了走低的偏离。主要原因是，有部分中游企业上市后，提升了废锡回收的价格系数，拉高了整个产业的收货成本，降低了精锡和废锡的价差。后市展望，由于二次物料的回收率与回收技术相关，短期内难以大幅变动，维持在 25%-30%之间，目前再生锡产量已至高点，在收货成本拔高的情况下，产量大增的可能性更小。

图 10 废锡价差走势（元/公斤）



数据来源：SMM,永安期货研究中心

印尼锡锭出口恢复速度能否重回预期？由于私矿私锭产量的大量下滑和印尼政府对锡矿配额发放较少，印尼全年的出口量同比预计也会减少，影响到国内的锡锭进口量，使恢复速度有不及预期的风险。另外，新组的 Timah 高层正在积极建设锡下游企业，需跟踪印尼新政府的战略资源保护政策，可能影响到锡锭出口。

我国的进出口方面，受国内外比价持续下滑影响，近三个月我国进口窗口关闭，出口窗口打开。锡沪伦比的重心自 2 月至 4 月不断下滑，外强内弱，从 3 月份开始，我国进口盈亏持续下滑至-30000 元/吨以下。精锡由净进口转净出口，净出口量为 1188 吨，为近三年最高。6 月后，随着进口盈亏不断回升，国内进口窗口将持续打开，净出口转为净进口。但由于主要进口国印尼进口量的下滑，国内净进口值同比也可能下滑。

图 11 国内锡锭净进口量（吨）

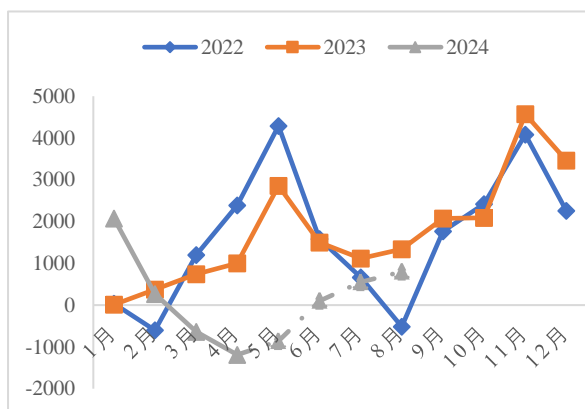
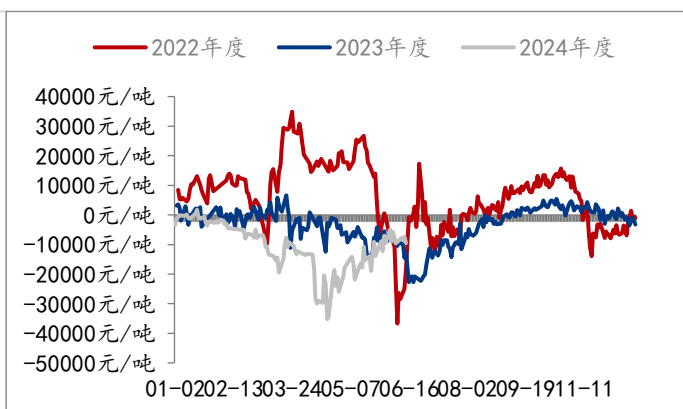


图 12 国内锡锭进口盈亏



数据来源：海关总署，永安期货研究中心

数据来源：钢联，永安期货研究中心

表 2 锡锭平衡推演

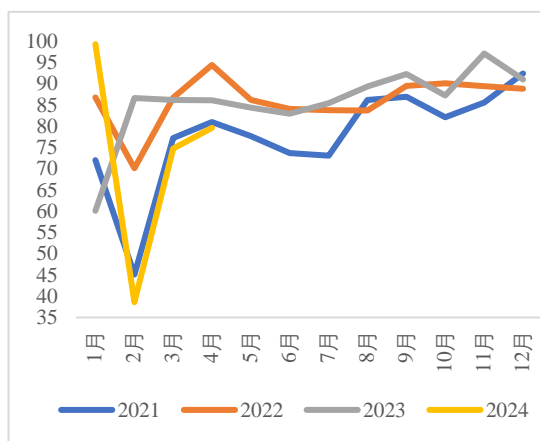
日期	精炼锡产量	净进口	总供应	yoy	▲社库	▲厂库	表消	yoy	当月平衡	累积平衡
2024年12月	13956	2630	16125	-8%	-100	-250	16225	-9%	-350	3325
2024年11月	13860	1839	15629	-7%	-200	-210	15829	-8%	-410	3675
2024年10月	13902	1499	15351	-5%	100	40	15251	-8%	140	4085
2024年9月	13085	1311	14396	-4%	700	-160	13696	-6%	540	3945
2024年8月	11560	1100	12360	-1%	-1000	-40	13360	-4%	-1040	3405
2024年7月	12523	1350	13073	-2%	-500	-30	13573	-4%	-530	4445
2024年6月	13900	1000	14000	-3%	-3118	322	17118	-4%	-2796	4975
2024年5月	16005	1862	15143	-1%	1210	-262	13933	-7%	948	7771
2024年4月	16545	1188	15357	4%	-533	150	15890	-2%	-383	6823
2024年3月	15556	1639	14917	8%	1835	-350	13082	-3%	1485	7206
2024年2月	11460	1264	11724	6%	2394	-450	9330	3%	1944	5721
2024年1月	15390	2078	17468	46%	2717	1060	14751	42%	3777	3777
2023年12月	15685	3463	19148	2%	374	500	18774	4%	874	2511
2023年11月	15560	4570	20130	2%	2409	160	17721	3%	2569	1637
2023年10月	15523	2090	17613	3%	-1711	-70	19324	5%	-1781	-932
2023年9月	15430	2077	17507	4%	673	30	16834	4%	703	849
2023年8月	10621	1337	11958	4%	-1510	635	13468	3%	-875	146
2023年7月	11395	1119	12514	7%	-1538	480	14052	5%	-1058	1021
2023年6月	14223	1501	15724	0%	32	-850	15692	-3%	-818	2079
2023年5月	15660	2856	18516	-5%	336	-110	18180	-7%	226	2897
2023年4月	14945	1005	15950	-4%	302	-255	15648	-9%	47	2671
2023年3月	15114	743	15857	-1%	847	-950	15010	-10%	-103	2624
2023年2月	12792	377	13169	0%	155	1795	13014	-10%	1950	2727
2023年1月	11990	10	12000	-12%	1587	-810	10413	-21%	777	777

数据来源：永安期货研究中心

3. 消费面：焊锡低迷，终端去库，接单增加才能重振消费

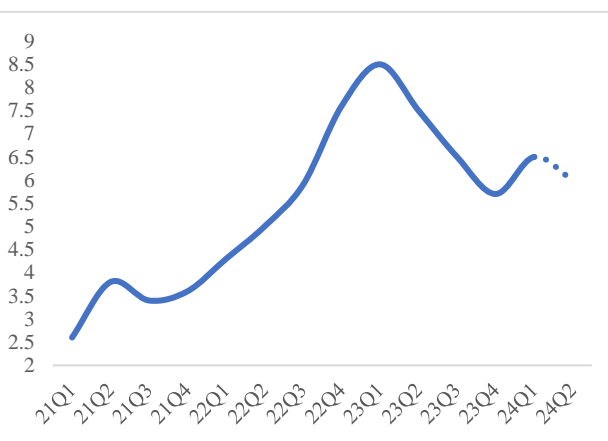
今年上半年电子消费复苏引领，市场部分给出消费看好的预期。24年一季度我国集成电路产量同比增长超20%，智能手机产量同比增长约5%。半导体封装价格今年上半年价格整体上调，验证了半导体消费复苏的态势。但事实上，由于消费电子长期萧条，该部分增速主要用于行业去库。23年Q1，库存月数达到历史高位8.6个月后，持续去库至23年Q4。长期的行业去库使电子消费对锡焊料的订单需求相对较弱。二季度，电子消费进入传统淡季，环比可能出现下调。若二、三季度库存水位变动不大，可能说明主动去库基本结束，行业进入供需匹配的阶段，对焊锡料的需求回到正常状态。

图 13 焊锡企业开工率



数据来源：SMM,永安期货研究中心

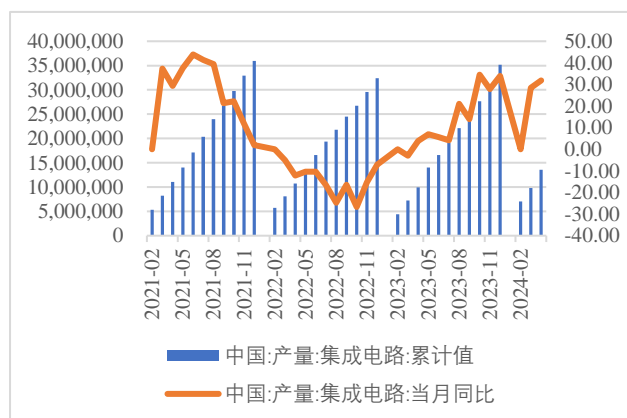
图 14 国内半导体平均库存月数



数据来源：WIND,永安期货研究中心

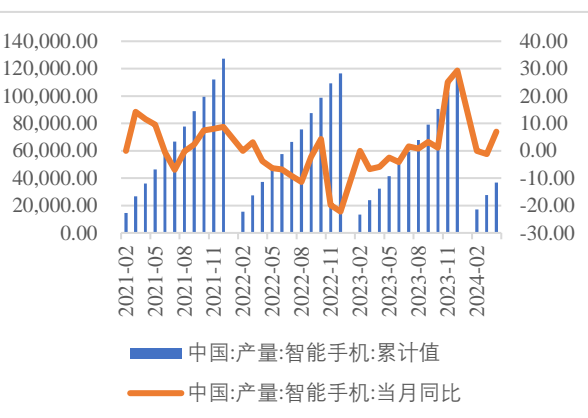
具体到与精锡直接相关的焊锡领域，24年上半年焊锡需求较为一般。由于锡价高位，也由于22-23年库存积累，24年上半年焊锡企业主要以观望为主，除非有自身订单刚需，并不急于补货。因此锡焊料企业开工率同比有所下降。4月后锡焊料企业开工率环比上升，但是否能恢复同比开工率，需要等待终端板块对焊锡的需求。

图 15 中国集成电路产量



数据来源：WIND,永安期货研究中心

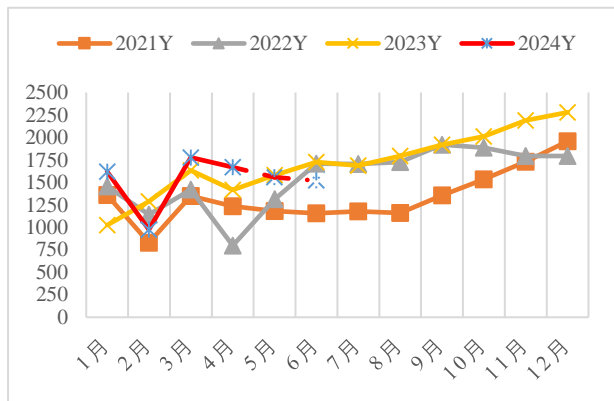
图 16 中国智能手机产量（吨）



数据来源：WIND,永安期货研究中心

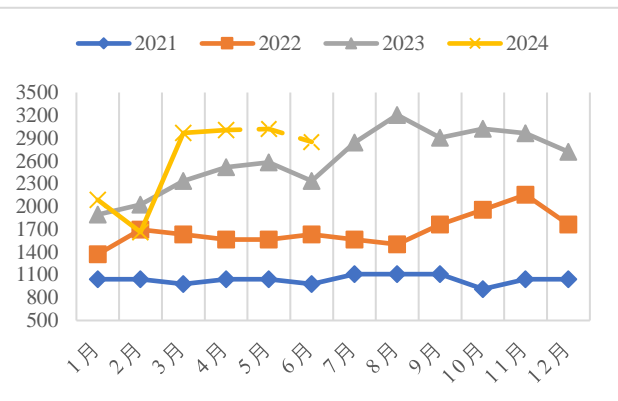
新能源终端板块，一季度较为强势，但可能进入淡季下滑阶段。汽车和光伏市场都于3月强势反弹后开工率环比连续下滑，但仍保持同比增长。二季度受消费淡季影响，预计新能源板块的用锡量环比下滑，同比维稳。由于新能源模块产能消化的问题，后续能否延续增速需要观望。

图 17 汽车消费用锡拟合（吨）



数据来源：WIND,永安期货研究中心

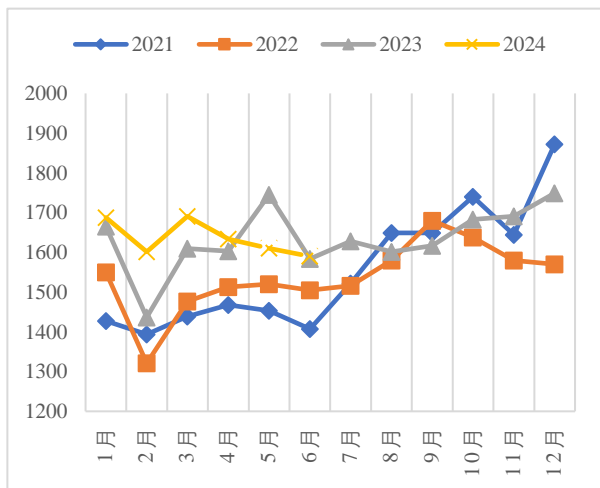
图 18 光伏消费用锡拟合（吨）



数据来源：WIND,永安期货研究中心

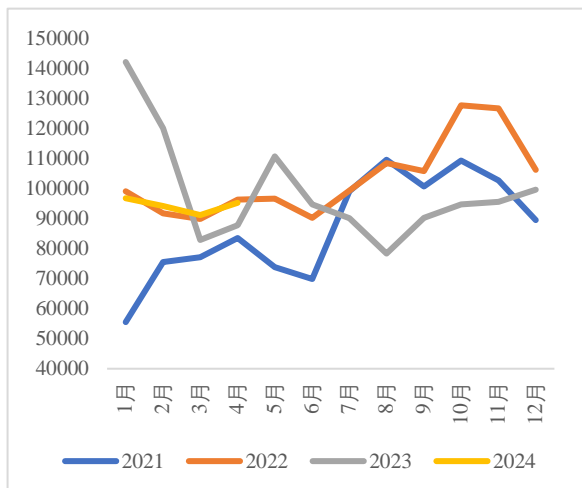
马口铁用锡消费出现回暖，23年随着PMI的回升略有增长，累计同比增长6.3%，主要用于消化库存。23年马口铁市场。24年库存方面已进入供需匹配期，一季度同比增长6%，一定程度上能体现对锡的需求。但整体开工率环比下滑，二季度消费淡季，累加反倾销调查的影响，同比出现一定的下滑。

图 19 马口铁消费用锡拟合（吨）



数据来源：SMM, 永安期货研究中心

图 20 马口铁库存变化（吨）



数据来源：SMM, 永安期货研究中心

总结：24年上半年锡终端消费回暖，但主要处于行业去库排产期，消费复苏的强预期并不能直接反映到锡的消费上，实际上，由于锡价高位，没有终端订单刚需，锡焊料企业选择观望，现实精锡消费不及预期。下半年终端消费若能维持同步增速，去库结束，对焊锡产生大量的订单需求，则国内外都能兑现消费强势的预期。

4. 总结

当前锡的价格为弱现实下强预期的反映，存在部分的抢跑。供应端，矿端的强预期依赖于佤邦禁矿的持续性，已部分兑现至价格，但仍需警惕上半年矿端整体中性的情况下佤邦提前复产，产生一定的利空；消费端，复苏的强预期取决于电子消费库存去化的时间点，若终端消费的增速迟迟不能反映到锡焊料订单的需求上，警惕消费不及预期。展望下半年，弱现实的基本面可能适当改善，价格重心有概率上移，但在高库存的承压下，上行空间可能有限；若供需持续不及预期，警惕锡价有回落的风险。