



金瑞期货
JINRUI FUTURES

金瑞期货锡半年度报告

——供需双弱下关注未来矿端变化

2019年6月27日

金瑞网站：www.jrqh.com.cn

客服热线：400-888-8208

沪锡指数（周线）



数据来源：博易大师，金瑞期货整理

核心观点：

- **矿端对冶炼端表现依旧偏紧，加工费持续下调。**支撑锡价的长期逻辑是缅甸资源枯竭带来的锡精矿短缺，但是随着新增矿源的释放，可以缓解缅甸下滑的冲击。但短期对于国内的冶炼需求，矿端表现依旧偏紧，加工费重心持续下移，云南40°加工费1.35-1.45万元/吨，60°加工费1-1.1万元/吨，部分60°加工费甚至报至万元以下，逼近炼厂成本线。
- **低加工费下冶炼厂减产或加速流转。**低加工费下，冶炼厂利润环比走差或出现亏损的情况下最优的选择是减产或停产，如个旧云帆，由于加工费低位，自年初停产至今，4、5月份部分个旧江西的冶炼厂也加入到减产的队伍，但更多的企业是选择加速流转，保持矿和锭的快速快出，从SMM统计的全国产量数据来看，今年上半年实现锡锭产量7.5万吨，同比仅下滑3%。
- **国内消费疲弱主导市场。**由于中美贸易摩擦，尤其是中兴以及华为等电子行业龙头的制裁，电子行业需求明显走弱，其中1-4月份部分重点行业维持了负增长，5月份累积同比增速大部分转正，但增速仍处于较低水平，环比改善有限。除电子行业消费走软外，镀锡板、锡化工等均受到贸易摩擦的影响订单同环比走差，预计下半年消费疲弱的窘境难有较大幅度改善。
- **上半年出口利好提振，下半年影响或有限。**去年底国家提高部分锡产品的出口退税，叠加印尼限制出口导致境外紧张国内现货出口亏损收窄等的影响，国内净出口（6项）增量明显，并且根据草根调研了解到的一季度低出口亏损时国内出口干货在万吨左右，所以上半年出口有效的缓解了国内过剩局面，去化了部分社会库存以及冶炼厂库存，而下半年，由于境外供应改观，出口亏损扩大，反向抑制出口。
- **供需双弱下关注矿端变化。**当前以及下半年，供需双弱的状态或将持续，而出口方面对国内的帮助亦有限，所以基本面趋于平淡。但是当前矿端偏紧，加工费或继续下调，倒逼冶炼厂减产，所以下方空间有限，而对于上行空间，或受制于消费，所以整个来说，下半年的锡价维持区间波动，核心区间14-15万。并且云锡被五矿收购之后，资源整合或令中小冶炼产能洗牌。

金瑞期货研究所

涂礼成（F3005226）

电话：0755-88601339

邮箱：tulicheng@jqh.com.cn

请务必阅读正文之后的免责条款部分

正文目录

一、供需双弱，锡价低位震荡.....	3
二、缅矿供应下滑趋势不改，但预期多样化补充.....	3
三、国内消费疲弱主导市场，出口利好有限.....	5
3.1 境内消费疲弱	5
3.2 下半年境外走弱出口利好有限	5
四、总结与展望—供需双弱局面难改.....	6

图表目录

图表 1 锡价低位震荡	3
图表 2 缅矿进口实物吨同比下滑	4
图表 3 澳大利亚俄罗斯补充	4
图表 4 加工费重心下修	4
图表 5 冶炼厂开工率提升空间不大	4
图表 6 电子行业产量增速走低	5
图表 7 镀锡板订单环比走差	5
图表 8 主要消费地港口 pre 回调	6
图表 9 出口亏损扩大	6
图表 10 未来出口提振有限	6
图表 11 终端消费增速拟合与表观消费增速	7
表格 1 锡金属供需平衡（万吨）	8

一、供需双弱，锡价低位震荡

供应端，虽然长期逻辑是缅甸资源枯竭带来的锡精矿短缺，但是从今年1-4月份的进口数据来看，实物吨确实出现了较为明显的下滑，叠加银漫矿山在2月底因矿难关闭，实际了解下来上半年的锡矿供应是缩减的。未来银漫复产以及部分小矿复产或对当前矿端紧张有所缓解。

虽然供应端下滑，但是实际需求受到贸易摩擦的影响，订单下滑明显，呈现供需双弱格局。国内受益于上半年出口的利好刺激，并未出现明显的垒库，但是随着境外隐形库存的显性化，以及欧美消费的难以独善其身，下半年国内在出口的抑制下，或出现少量垒库现象。锡价或陷入低位震荡，唯一有所期待的是锡矿加工费的下调倒逼冶炼厂减产。

图表 1 锡价低位震荡



资料来源：Wind, 金瑞期货

二、缅甸供应下滑趋势不改，但预期多样化补充

虽然市场预期缅甸产出未来大概率下滑，但境内外的补充以及缅甸库存的释放导致拐点延后。

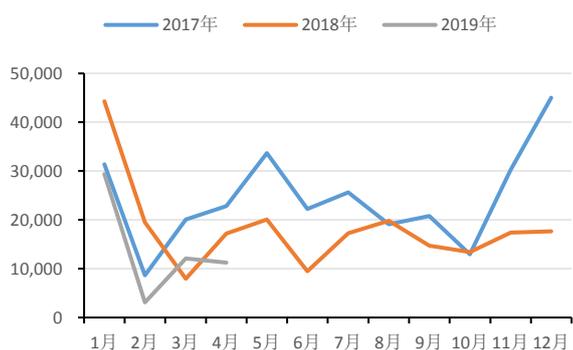
今年1-4月份，中国从缅甸进口锡精矿5.58万实物吨，同比下滑近37%，但是考虑到去年低邦有抛储，今年存在低邦大庆导致的运输中断，以及今年以来进口矿源品位的提升（调研以及折算的单位金额等方面验证），实际产出下滑的金属量有限。此外今年2月底的银漫因事故停产也影响了当前的供应，但是近期听闻有复产。

锡矿供应有减有增，全球部分项目加快了投产进度，根据国际锡协的消息，Alphamin公司在3月初宣布，刚果（金）的Bisie锡项目正接近全面投产，年产能可在1万金属吨，并且澳大利亚的锡采矿业也正在加速发展，雷尼森矿山尽管今年1月丛林大火威胁到生产，停产两天，但该公司仍实现了创纪录的产量，澳大利亚锡矿公司2月18日宣布，其位于塔斯马尼亚州的格兰维尔东部矿山已经开始开采，第一个区块的平均含锡量为2.1%，

去年4月，该公司获准将年选矿量上限提高至4万吨左右，并恢复在格兰维尔东部露天矿场的开采。

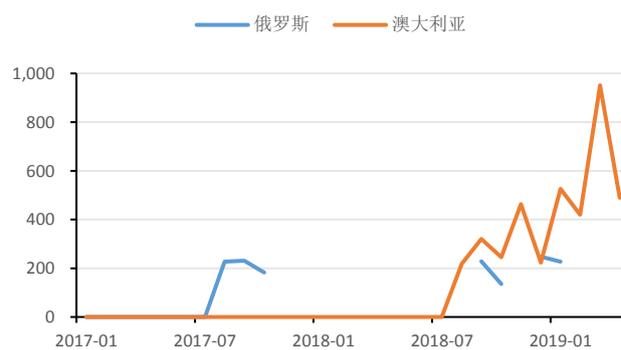
从我国的海关进口数据可以发现，去年8月份开始，中国进口锡矿中开始出现澳大利亚的身影，此外未来国内也有部分小矿山计划投产，大型矿山维拉斯托按计划预计在明年投产。

图表 2 锡矿进口实物吨同比下滑



资料来源：海关总署，金瑞期货

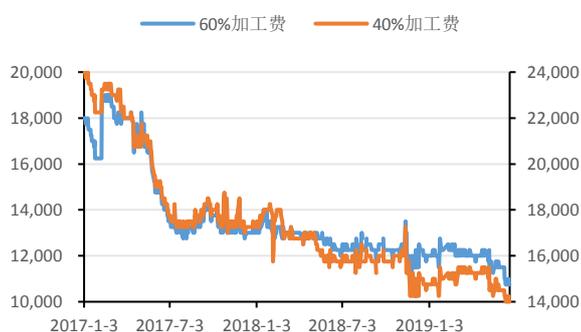
图表 3 澳大利亚俄罗斯补充



资料来源：海关总署，金瑞期货

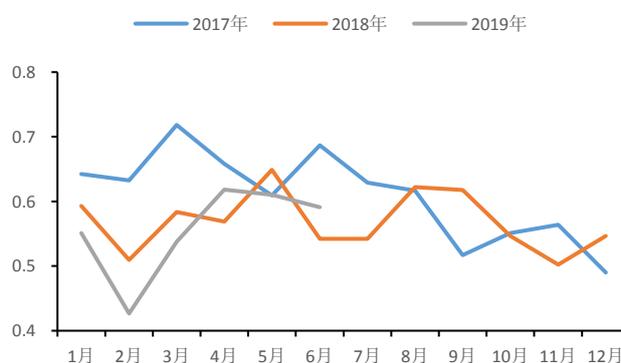
短期多样化补充有限，澳大利亚主要对口的是云锡，所以整个来说锡矿的供应仍较为偏紧，根据我们的了解，部分冶炼厂在市场上出现了抢矿的现象，而且在当前价格低位下，上游矿商出货意愿也偏低，所以导致近期加工费持续下移。在加工费前景暗淡的情况下，部分冶炼厂的策略是减停产，如个旧云帆，自年初停产至今，但仍有部分冶炼厂选择继续生产，保持矿与锭的快进快速，加快资金的流转，无形中提高了产能利用率，但是在这种模式下，会加快上游矿端的消耗，最终使得矿的供需平衡恶化，进而加工费继续走低，倒逼冶炼厂减产。

图表 4 加工费重心下移



资料来源：SMM，金瑞期货

图表 5 冶炼厂开工率提升空间不大



资料来源：SMM，金瑞期货

三、国内消费疲弱主导市场，出口利好有限

3.1 境内消费疲弱

由于中美贸易摩擦，对电子行业龙头中兴与华为等的制裁，需求明显走弱，虽然近期有新闻报道华为手机的出货量维持高位，但是根据我们的调研了解，部分产品的订单已经开始环比走弱。

根据我们对中端加工企业以及下游消费企业的交流来看，由于出口订单存在很大的不确定性，下游对此类订单趋于谨慎或直接不接单。从数据上看，1-4月份部分电子重点行业维持了负增长，5月份累积同比增速大部分转正，但增速仍处于较低水平，环比改善有限。并且我们了解到部分焊锡产能向境外转移，贸易摩擦令全球订单资源再度配置的过程中出现效率损失，需求相应收缩。

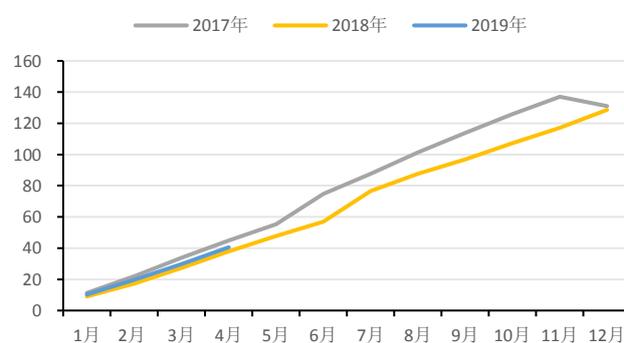
此外镀锡板、锡化工等均受到贸易摩擦的影响订单同环比走差，预计下半年消费疲弱的窘境难有较大幅度改善。

图表 6 电子行业产量增速走低



资料来源：国家统计局，金瑞期货

图表 7 镀锡板订单环比走差



资料来源：SMM，金瑞期货

3.2 下半年境外走弱出口利好有限

2017 年国内取消精锡出口关税，批准云锡加工出口手册，2018 年年底，提高了部分锡产品的出口退税率，这些贸易政策的出台大大提高了我国锡产品在国际市场的竞争力，出口增量明显，扭转了净进口的局面。并且 2018 年 10 月份，印尼出于争夺定价权以及资源保护等方面的原因，取消了国内两家检测机构中的一家资质（印尼锡锭出口专门检测机构，过检之后的锡锭通过 ICDX 交易平台交易出口），导致只有天马可以出口锡锭（天马 2018 年产量在 3.34 万吨，印尼年出口量在 7 万吨左右），境外供应收紧预期陡然上升。

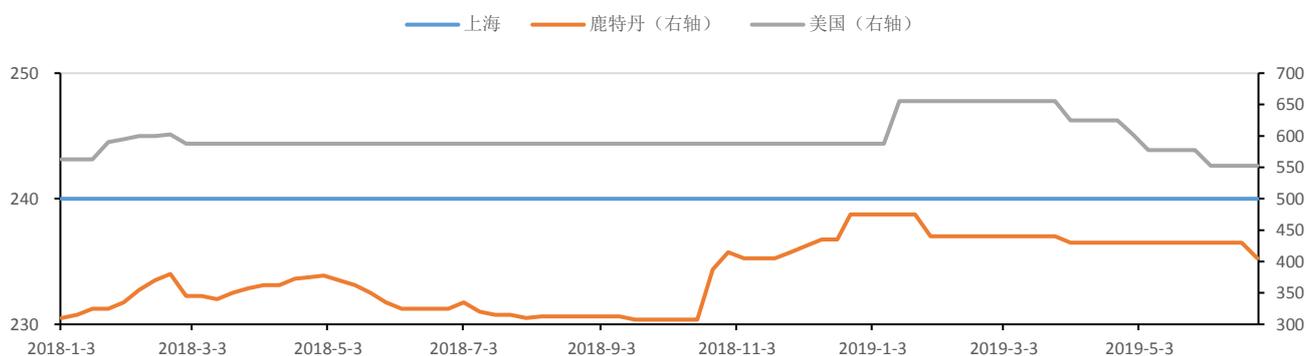
在境外供需偏紧的格局下，1 季度折算的现货出口亏损大幅收窄，一度跌至 1000 元/吨，市场预期国内将出现大量的出口，根据我们的草根调研，了解到 1 季度国内出口干货

的量在万吨左右（或是以其他名目出口），极大的缓解了国内的过剩局面。

此外通过已有数据折算，2019年1-4月出口（海关编码80011000, 80012021, 80012029, 80030000, 80070030, 80070090）5860吨，同比增长78%，同类别产品进口加总为2625吨，同比增长11%，净出口同比增长248%，有效缓解国内过剩压力。

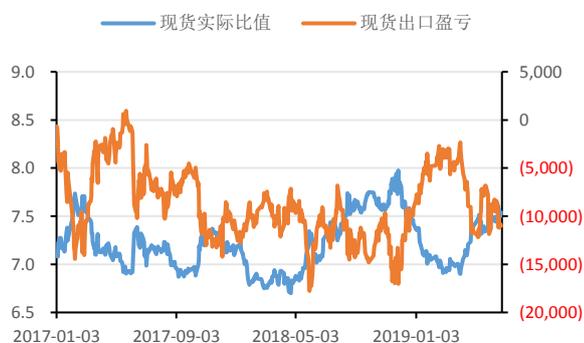
但是随着境外印尼出口的放开，以及隐形库存的显性化，未来境外供应格局出现变化，出口亏损扩大下反向抑制国内的出口，所以下半年出口对国内的利好有限。

图表 8 主要消费地港口 pre 回调



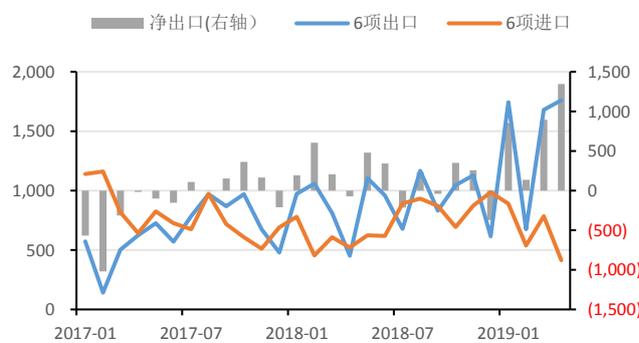
资料来源: Bloomberg, 金瑞期货

图表 9 出口亏损扩大



资料来源: Wind, SMM, 金瑞期货

图表 10 未来出口提振有限



资料来源: 海关总署, 金瑞期货

四、总结与展望—供需双弱局面难改

对于整个锡市场来看，当前矿端由于缅甸供应的下滑趋势难以改变，而多样化补充短期难以扭转趋势，相对国内的冶炼产能，供需呈现紧张格局，加工费保持下滑趋势近2年，近期云南40°加工费1.35-1.45万元/吨，60°加工费1-1.1万元/吨，部分60°加工费甚至报至万元以下，逼近炼厂成本线。

而消费端，由于贸易摩擦的影响，需求转弱明显，去年我们测算的国内表观消费一度达到-10%，而今年，仍未有明显好转，从数据上看，1-4月份部分电子重点行业维持了负

增长，5 月份累积同比增速大部分转正，但增速仍处于较低水平，环比改善有限。而其他下游，如镀锡板、锡化工等，也同样受到贸易摩擦的影响订单出现下滑，而且替代与环保也令上述行业颇为受伤，预计下半年消费疲弱的窘境难有较大幅度改善。

而落脚到库存，海外从最低位的库存 600 多吨交仓回升至 6000 多吨，大量隐形库存显性化，未来我们认为仍有一定的交仓量级，所以对整个价格来说仍有一定的压力，对国内也会形成负反馈。上半年国内提高出口退税叠加印尼出口减少，导致净出口增加的效果，到了下半年或会因为印尼放开出口及境外高库存的负向作用而打折，并且国内如果继续维持当前供需双弱的格局，大概率会累库存。

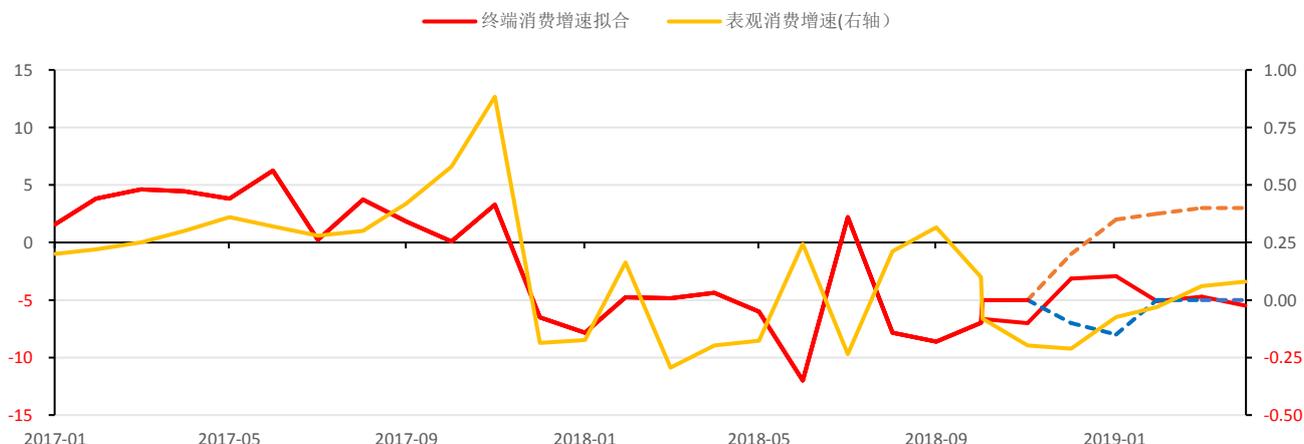
而对于国内的库存情况，根据我们的调研了解，矿端以及冶炼厂库存其实上半年出现了较为明显的下降，矿端主要是产量下降速度高于锭的产出下降速度，加速了库存的消化，而冶炼厂库存更多的是出口利好的消化，根据 SMM 的数据，6 月初的冶炼厂库存较年初下降近 2000 吨至 4600 吨左右。

所以对于未来如果矿的产出没有明显改善，冶炼厂也不减产，或加速矿端库存去化，加工费前景继续恶化，最终会倒逼冶炼厂减产。关注低价下冶炼厂供应变化。

策略方面，当前供需双弱的格局或继续维持，所以我认为价格将继续维持区间震荡的走势，核心波动区间 14-15 万元/吨，短期或表现偏弱，但随着加工费的继续恶化，冶炼厂大概率会出现减产，在供应减少的刺激下，锡价或出现反弹，所以下半年建议逢低在区间下沿附近做多。

而套利方面，由于境外持续交仓以及印尼出口放开的供应增量预期，境外表现弱于国内，出口亏损扩大而进口亏损收窄，根据历史统计的数据，近两年现货进口亏损的极大值为 8000 元/吨，最新值是 9800 元/吨，所以可以等待海外价格平稳之后建立正套，而且当前的结构也利于头寸的移仓。

图表 11 终端消费增速拟合与表观消费增速



资料来源：SMM, Wind, 金瑞期货

表格 1 锡金属供需平衡 (万吨)

		2018	2019 Q1	2019 Q2	2019 Q3	2019Q4	2019 (f)	2020 (f)
全球	产量	35.76	7.88	8.32	8.57	8.82	33.59	34.89
	消费量	35.11	7.85	8.35	8.52	8.70	33.50	34.89
	平衡	0.65	0.03	(0.03)	0.05	0.12	0.09	0.00
中国	产量	15.09	3.41	4.00	3.96	3.91	14.75	14.61
	消费量	14.72	3.42	3.53	3.79	3.82	14.56	14.36
	进口	0.89	0.30	0.28	0.20	0.35	1.13	1.40
	出口	1.08	0.50	0.50	0.30	0.40	1.70	1.80
	平衡	0.17	(0.21)	0.25	0.07	0.04	(0.38)	(0.15)

数据来源: ITRI, SMM, 海关总署, 金瑞期货整理

分析师声明

负责撰写本研究报告的研究分析师，在此申明，报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正。作者薪酬的任何部分不会与本报告中的具体建议或观点直接或间接相联系。

免责声明

本报告仅供金瑞期货股份有限公司（以下统称“金瑞期货”）的客户使用。本公司不会因为接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告由金瑞期货制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开的资料，但金瑞期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。金瑞期货可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，并非作为或被视为实际投资标的交易的邀请。投资者应该根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或者间接损失负任何责任。

本报告版权归金瑞期货所有。未获得金瑞期货事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道。

金瑞期货研究所

地址：广东省深圳市福田区彩田路东方新天地广场 A 座 31 楼

电话：0755 - 8860 5629

传真：0755 - 8367 9900