

2018年11月27日

锡

10月缅甸锡矿进口量环比下行

■10月锡矿进口量环比下降符合预期，缅甸锡矿供给收缩逻辑正在兑现。11月26日最新披露的海关进口数据显示，10月缅甸进口锡矿实物量1.33万吨，环比下降8.9%，同比上升3.6%，2018年1~10月累计同比下降15.47%。考虑到目前缅甸佤邦露天矿资源逐步耗竭，原矿库存正快速消耗，10月缅甸锡矿进口实物量环比继续下降符合预期。从金属量角度看，如果按平均品位25%折算，10月缅甸进口锡矿金属量约3347吨，环比下降8.9%，同比增加3.63%。2018年1-10月的缅甸进口锡金属总量估计为4.6万吨，与去年同期估计的5.05万吨相比（2017年平均品位按23%折算），累计同比下降约5.5%。

■缅甸佤邦的锡矿出矿具有明显的季节模式。缅甸佤邦的地形以山地为主，每年5-10月为雨季，月均300-400毫米的降水量对锡矿的生产和运输造成较大干扰，月均锡矿出货量实物吨仅为2-3万吨左右；而每年11月-次年4月为缅甸旱季，月均降水量不足20毫米，缅甸锡矿生产及运输条件则明显改善，月均锡矿出货量实物吨升至4万吨左右。

■考虑到11、12月通常是雨季结束、旱季开始的出货高峰期，我们预计11、12月缅甸锡矿进口量将环比上升，但累计同比下行趋势不改。10月缅甸雨季基本结束，佤邦锡矿生产恢复正常，考虑到运输及报关存在一定时滞，11、12月应为缅甸旱季出货量高峰期，未来2个月锡矿进口量大概率环比上升，这也符合过去几年的缅甸进口量的季节规律。同时，考虑到缅甸出矿量整体下降的大趋势，11、12月锡矿进口量累计同比仍有望继续下降。我们的预测表明，11、12月缅甸月均出货量或超5000金属吨，2018年缅甸锡矿产量将整体下降至5.5万吨，同比下降19%。2018年或是缅甸进口锡金属量的同比下行拐点之年。

■短期国内冶炼、选矿产能停减产主导锡市，但扰动因素较为复杂，变异性强。短期锡价上涨的逻辑主要有四点：一是以云南锡业、个旧自立为代表的冶炼厂密集检修；二是国内冶炼工艺难以处理缅甸佤邦浮选精矿，原料供需结构性不匹配导致减产；三是选厂年底搬迁影响国内锡精矿产量；四是大量交易所库存因仓单业务被锁定后导致现货紧张。但是，短期扰动因素较为复杂，变异性强。一是未来印尼ICDX交易所或将逐步恢复正常，印尼锡矿出口量预计环比上行；二是以云南锡业、个旧自立为代表的冶炼厂例行检修导致的停产将在1-2月内逐渐恢复供应，预计受减产影响5700吨左右/月的锡锭供应将恢复正常；三是考虑年底流动性较为紧张，锡锭生产企业或将加快出货进度，抛货行为或将增多。

■我们更加看好中长期缅甸锡矿产量系统性下行对锡价中枢的抬升。一是缅甸正在用全球2%的储量供应全球21%的产量，储采比仅有2年，高强度的供应难以持续，当前原矿品位已由10%-20%系统性下降1%左右，出矿量同比下行拐点已现；二是当前尾矿库及精矿库存已处于历史低位，目前缅甸精矿库存大约2万吨金属量（财政部1.5万吨，民间库存5000吨），且佤邦财政部因财政支出项目基本完成，无大幅抛售动机；三是中国、印尼等供给大国锡矿供给囿于环保和资源逐步稀缺，供应弹性受限。四是中国冶炼厂因原料短缺导致被迫减产的影响短期内难以消除，按月度来算，预计影响产量2830吨/月，占2017年中国锡锭产量的1.7%，占2017年全球产量0.8%左右。我们的测算表明，2018-2020年佤邦锡矿出口量为5.5万吨、4.6万吨、4.2万吨，同比降幅分别为19%、16%、9%，2018-2020年全球精锡市场供需平衡为-0.36、-1.75、-3.19万吨，供需缺口将逐步扩大。

■风险提示：1) 缅甸、中国、印尼供给收缩弱于预期；2) 下游需求低迷。

行业动态分析

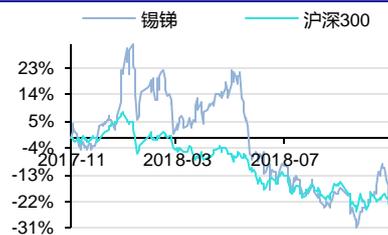
证券研究报告

投资评级 领先大市-A

维持评级

首选股票 目标价 评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-5.62	-5.64	12.52
绝对收益	-6.64	-13.43	-9.92

齐丁 分析师

SAC 执业证书编号：S1450513090001
qiding@essence.com.cn
010-83321063

黄孚 分析师

SAC 执业证书编号：S1450518090001
huangfu@essence.com.cn

王建润 报告联系人

wangjr@essence.com.cn
010-83321037

相关报告

锡牛渐来 2018-11-09

内容目录

1. 10月锡矿进口量符合预期，缅甸锡矿供给收缩逻辑正在兑现.....	3
2. 缅甸佤邦的锡矿出矿具有明显的季节模式.....	3
3. 锡市场短期扰动因素较为复杂，变异性强.....	4
3.1. 短期国内冶炼、选矿产能停减产主导锡市.....	4
3.2. 短期锡市场扰动因素较为复杂.....	5
3.3. 风物长宜放眼量，看好中长期缅甸锡矿产量系统性下行对锡价中枢的抬升.....	5
4. 全球锡供需平衡表（2018-2020年）：供需缺口将呈扩大态势.....	6

图表目录

图 1: 2014-2018 年 10 月缅甸锡矿进口量增速变化.....	3
图 2: 2014-2018 年 10 月缅甸锡矿月度进口量.....	3
图 3: 11-12 月为缅甸传统出货旺季.....	3
图 4: 2017 年是缅甸精矿产量拐点，2018 年是缅甸金属量拐点.....	4
图 5: 预计 2018-2020 年缅甸锡矿产量持续下行.....	5
表 1: 11 月以来国内冶炼厂停产检修情况.....	4
表 2: 2018-2020 年锡供需平衡表预测.....	6

1. 10月锡矿进口量符合预期，缅甸锡矿供给收缩逻辑正在兑现

根据11月26日披露的海关数据，10月缅甸锡矿进口实物量1.33万吨，环比下降8.9%，同比上升3.6%，1-10月累计同比下降15.47%。考虑到目前缅甸佤邦露天矿资源逐步耗竭，原矿库存正快速消耗，10月缅甸锡矿进口实物量环比下降符合预期。

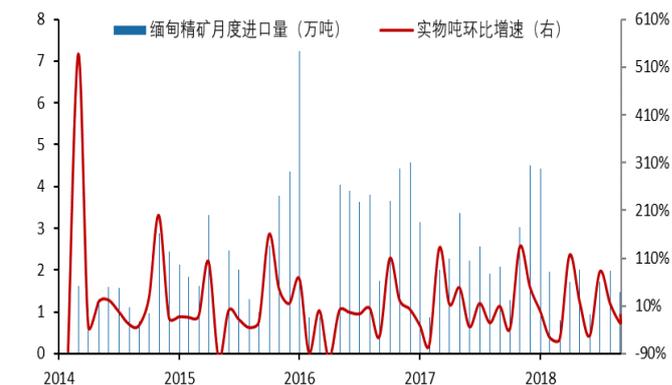
从金属量角度看，如果按平均品位25%折算，10月缅甸进口锡矿金属量约3347吨，环比下降8.9%，同比增加3.63%。2018年1-10月的缅甸进口锡金属总量估计为4.6万吨，与去年同期估计的5.05万吨相比（2017年平均品位按23%折算），累计同比下降约5.5%。

图1：2014-2018年10月缅甸锡矿进口量增速变化



资料来源：中国海关，安信证券研究中心

图2：2014-2018年10月缅甸锡矿月度进口量变化

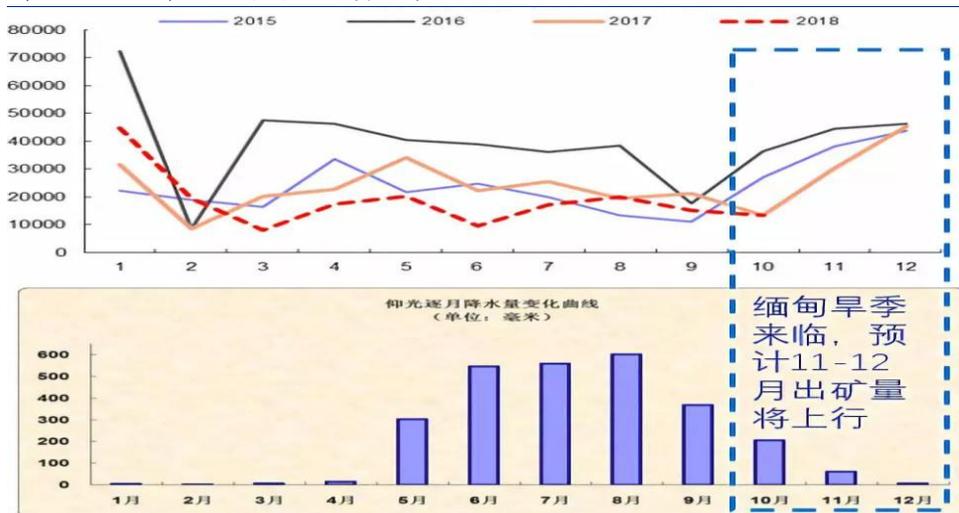


资料来源：中国海关，安信证券研究中心

2. 缅甸佤邦的锡矿出矿具有明显的季节模式

缅甸锡矿出矿量具有明显的季节模式，表现为雨季出矿量下行，旱季出矿量上升。缅甸佤邦地形以山地为主，每年5-10月为缅甸雨季，月均300-400毫米的降水量对锡矿的生产和运输造成较大影响，月均锡矿出货量实物吨在2-3万吨左右。每年11月-次年4月为缅甸旱季，月均降水量不足20毫米，缅甸锡矿生产及运输条件明显改善，月均锡矿出货量实物吨在4万吨左右。

图3：11-12月为缅甸传统出货旺季

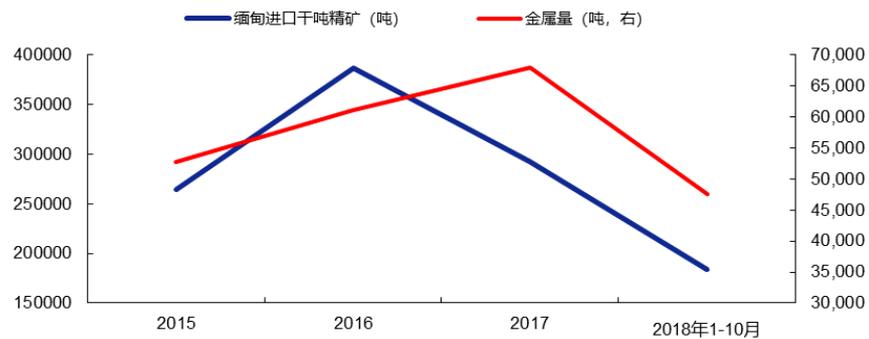


资料来源：ITRI，安信证券研究中心

10 月缅甸雨季基本结束，佤邦锡矿生产恢复正常，考虑到运输及报关存在一定时滞，11、12 月为缅甸旱季出货量高峰期，预计月度环比上升，但累计同比下降趋势不改。

根据历史数据，11、12 月通常为缅甸进口锡矿量的高峰，预计未来 2 个月锡矿进口量将环比上升，但考虑到缅甸出矿量整体下降的大趋势，11、12 月锡矿进口量累计同比仍有望继续下降。根据我们测算，11、12 月缅甸月均出货量或超 5000 吨金吨，2018 年缅甸锡矿产量将整体下降至 5.5 万吨，同比下降 19%。2018 年或是缅甸进口锡金属量的下行拐点之年。

图 4：2017 年是缅甸精矿产量拐点，2018 年是缅甸金属量拐点



资料来源：安信证券研究中心

3. 锡市场短期扰动因素较为复杂，变异性强

3.1. 短期国内冶炼、选矿产能停减产主导锡市

短期国内锡现货偏紧，锡价快速上涨。一是以云南锡业、个旧自立为代表的冶炼厂密集检修。预计影响产量 5700 吨左右/月，占 2017 年中国锡锭产量的 3%，占 2017 年全球产量 1.6%。

表 1：11 月以来国内冶炼厂停产检修情况

公司	停产减少产量 (月, 吨)	复产增加产量 (月, 吨)	产能变化原因
云南乘风	500		原料不足
云锡集团	5,000		例行检修
金冶公司	500		原料不足
云鑫			原料不足
马鞍山伟泰	300		原料不足, 环保限产
个旧自立矿业	400		例行检修
南山矿业	300		搬迁工厂
广西华锡	300		产线故障修复
汉和锡业			原料不足
河北鑫越	30		环保限产
江西自立	300		公司自查产品质量
崇义源升	300		原矿不足
惠州德恒星		30	原料补充
个旧云新		100	产线故障修复
安徽金鸿		100	使用渣碱生产, 品位提高
赣州赤鼎再生资源		300	增开一台电炉
会昌小山锡业		200	生产刚需
遂昌汇金		30	原料不足
个旧易通	100		原料不足
永康广胜	50		例行检修
赤峰大井子	260		例行检修 20
衡阳旺发	200		设备故障你间隙 20 天
总计	8,540	760	
净减少	7,780		

资料来源：ITRI，安信证券研究中心

二是国内冶炼工艺难以处理缅甸佤邦浮选精矿，原料供需结构性不匹配导致减产。按月度来算，预计影响锡锭产量 2830 吨/月，占 2017 年中国锡锭产量的 1.7%，占 2017 年全球产量 0.8% 左右。三是旧选厂年底搬迁影响国内锡精矿产量，预计影响量为 1000 吨精矿/月，按半年来算，预计影响锡金属量共计 2400 吨，占中国 1.4% 以上的产量；四是大量交易所库存因仓单业务被锁定后导致现货紧张。

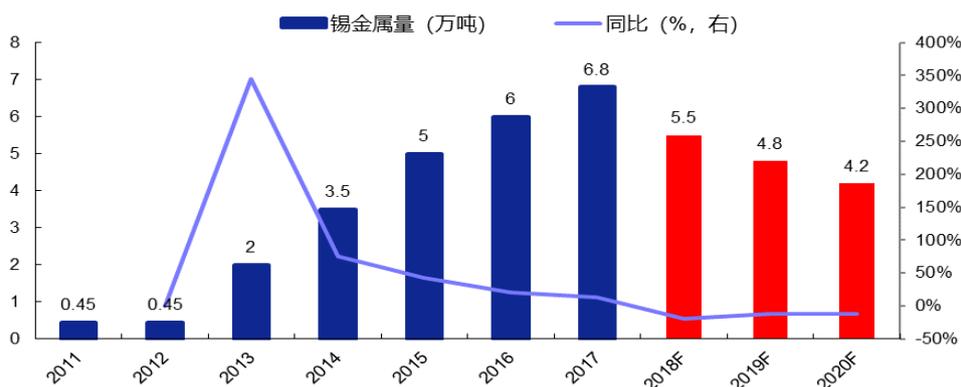
3.2. 短期锡市场扰动因素较为复杂

短期锡市场扰动因素较大，锡价大幅波动。一是未来印尼 ICDX 交易所或将逐步恢复正常，印尼锡矿出口量预计环比上行；二是以云南锡业、个旧自立为代表的冶炼厂例行检修导致的停产将在 1-2 月内逐渐恢复供应，预计受减产影响 5700 吨左右/月的锡锭供应将恢复正常；三是考虑到年底将至，流动性较为紧张，锡锭生产企业或将加快出货进度以回收现金流，年底抛货行为或将增多。

3.3. 风物长宜放眼量，看好中长期缅甸锡矿产量系统性下行对锡价中枢的抬升

全球锡矿供应有望系统性收缩，我们更加看好中长期缅甸锡矿产量系统性下行对锡价中枢的抬升。一是缅甸正在用全球 2% 的储量供应全球 21% 的产量，储采比仅有 2 年，高强度的供应难以持续，当前原矿品位已由 10%-20% 系统性下降 1% 左右，出矿量同比下行拐点已现；二是当前尾矿库及精矿库存已处于历史低位，目前缅甸精矿库存大约 2 万吨金属量（财政部 1.5 万吨，民间库存 5000 吨），且佤邦财政部因财政支出项目基本完成，无大幅抛售动机；三是中国、印尼等供给大国锡矿供给囿于环保和资源逐步稀缺，供应弹性受限。四是中国冶炼厂因原料短缺导致被迫减产的影响短期内难以消除，按月度来算，预计影响产量 2830 吨/月，占 2017 年中国锡锭产量的 1.7%，占 2017 年全球产量 0.8% 左右。我们的测算表明，2018-2020 年佤邦锡矿出口量为 5.5 万吨、4.6 万吨、4.2 万吨，同比降幅分别为 19%、16%、9%。

图 5：预计 2018-2020 年缅甸锡矿产量持续下行



资料来源：ITRI，安信证券研究中心

4. 全球锡供需平衡表 (2018-2020 年): 供需缺口将呈扩大态势

我们认为, 鉴于缅甸产量下行拐点的出现, 印尼、中国自身锡产品供应弹性较弱, 以及库存逐步消耗殆尽, 未来锡出现供需缺口为大概率事件, 这一缺口的大小则主要取决于东南亚各国未来资本开支的强弱。目前缅甸、印尼、马来西亚等锡矿生产大国均面临矿石品位下降, 开采成本提升的困扰, 各国也在积极招商引资, 吸引外国资本进入本国锡产业开发。我们认为短期内新增锡矿量有限, 一是矿业开发资本支出巨大, 二是矿业开发周期相对较长, 三是各国对资本的保护政策仍需时间检验, 资本不会快速进入东南亚各国。长期来看, 锡矿远端缺口存在, 锡价上行空间将逐步打开。我们预计 2018-2020 年全球精锡供需平衡为-0.37、-1.75、-3.19 万吨, 未来锡供给将逐渐偏紧, 供需缺口将呈现扩大态势, “锡牛”有望渐来。

表 2: 2018-2020 年锡供需平衡表预测

单位 (万吨)	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
全球锡矿供给	31.11	28.36	28.43	31.63	31.04	30.85	30.66
yoy		-8.86%	0.26%	11.27%	-1.9%	-0.6%	-0.6%
中国	10.34	8.52	7.80	8.22	8.40	8.57	8.74
yoy		-17.60%	-8.45%	5.38%	2.2%	2.0%	2.0%
缅甸	3.50	5.00	6.00	6.80	5.50	4.80	4.20
yoy		42.86%	20.00%	13.33%	-19.1%	-9.0%	-3.0%
印尼	8.83	7.04	6.96	8.30	8.50	8.67	8.76
yoy		-20.27%	-1.14%	19.25%	2.4%	2.0%	1.0%
秘鲁	2.31	1.95	1.88	1.78	1.91	1.95	1.97
yoy		-15.58%	-3.59%	-5.32%	7.3%	2.0%	1.0%
其他国家	6.13	5.85	5.79	6.53	6.73	6.86	7.00
yoy		-4.65%	-0.98%	12.85%	3.0%	2.0%	2.0%
全球精炼锡供给	36.98	33.56	33.88	35.76	36.52	36.29	36.08
yoy		-9.25%	0.95%	5.55%	2.1%	-0.6%	-0.6%
中国	17.50	15.90	16.50	17.50	18.03	18.39	18.75
yoy		-9.14%	3.77%	6.06%	3.0%	2.0%	2.0%
印尼	6.98	6.74	6.69	7.50	7.58	7.65	7.73
yoy		-3.44%	-0.74%	12.11%	1.0%	1.0%	1.0%
马来西亚	3.50	3.02	2.68	2.72	2.75	2.77	2.80
yoy		-13.71%	-11.26%	1.49%	1.0%	1.0%	1.0%
秘鲁	2.42	2.02	1.95	1.80	1.78	1.84	1.87
yoy		-16.53%	-3.47%	-7.69%	-1.0%	3.0%	2.0%
其他国家	6.58	5.88	6.06	6.24	6.39	5.65	4.92
yoy		-10.64%	3.06%	2.97%	2.0%	1.0%	2.0%
全球锡消费量	35.07	33.75	34.60	35.72	36.87	38.05	39.27
yoy		-3.76%	2.52%	3.24%	3.2%	3.2%	3.2%
锡焊料			16.61	17.43	18.13	18.94	19.80
yoy				4.96%	4.0%	4.5%	4.5%
锡化工			5.88	6.04	6.17	6.32	6.48
yoy				2.63%	2.2%	2.5%	2.5%
马口铁			4.84	4.82	4.73	4.68	4.63
yoy				-0.45%	-2.0%	-1.0%	-1.0%
铅酸蓄电池			2.77	2.96	3.11	3.27	3.43
yoy				7.11%	5.0%	5.0%	5.0%
铜合金			1.73	1.79	1.82	1.86	1.90
yoy				3.24%	2.0%	2.0%	2.0%
其他			2.77	2.86	2.91	2.97	3.03
yoy				3.24%	2.0%	2.0%	2.0%
供需平衡	1.91	-0.19	-0.72	0.04	-0.36	-1.75	-3.19

资料来源: ITRI, 安信证券研究中心

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

齐丁、黄孚声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
北京联系人	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034