

会议助理：

三，晨起半小时，迎接金九银十。

分析师 1：

各位投资者，各位领导，上午好。我是东方证券有色研究员金哲敦。那么今天上午我们这个金金属讲，这个讲座的内容。主要是我们锡的这个专题。那么目前锡也是我们推荐位置相对比较靠前的一个品种。那主要的逻辑其实还是基本面的一个强支撑，以及说整个金融属性的加持。所以说在 3~4 季度的这个窗口之内，我们维持一个强推荐。那么在之前我们的这个电话会当中，我们已经大概把我们整个锡供需相关比较细致的内容和各位投资者有所汇报。那么所以这次我们还是想从我们这个最新的宏观环境以及最新的供需出发，给各位投资者和领导更新和梳理一下我们目前最新期的观点和框架。

首先，站在目前这个节点上，我还是想复盘一下过去的息价。就我们可以发现，从去年 10 月份开始，这个到今年目前这个节点上，整个锡的现货价格，它的金融属性都是呈现出一个非常的强相关。包括从去年四季度开始，整个锡价随着降息交易预期的这个空前高涨，我们可以看到出现了一个大幅度的抬升。然后包括今年一季度，我们看到随着整个美国流动性预期的反复扭转，总共有三次扭转，所以锡价和黄金价格基本是呈现高度相关的一个走势，甚至说基本稳。

那么从今年二季度开始，也就是四月份开始，大家可以看到这个图的右侧。随着锡供应端，像缅甸、刚果金这些地方出现了一些扰动，然后伴随着整个半导体叙事的强化，那其实锡是走出了一个相对独立的行情，整体的中枢是上移的。就是 6 月份的时候，因为整个海外加息交易强化，所以金融属性有一波下杀，但是整体相对于黄金还是独立性比较高的。所以我们认为就是站在目前这个节点上，锡它还是回到了它作为这么一种半金融属性品种的这么一个位置，也就是同时受到金融属性和供需两重的影响。

那所以说我觉得站在现在这个节点，往下半年的窗口去展望。随着这个沃什上台之后，市场发现他这个嘴上和他的肢体动作越来越不协调。那所以他就导致了一个不确定性，所以我们倾向于认为整个下半年的金融属性交易就不会像去年四季度到今年一季度这么极端，一边倒的这么一种情况，因为整体还是交易一个不确定性的混沌状。那么所以总结来说，就今年下半年这个窗口之内，我们依旧可以预期，这个锡价的走势还是由这个金融属性和供需双主导。

那么权益端的情况和商品端其实还有一个略微不一样的一个点，就是说我这里放了一个图，就各位领导可以看一下。红蓝色的这个 k 线表示的是这个锡业股份，相当于是作为这个锡权益端的一个标的。它的一个走势。然后紫色的线，就是这个紫色的 K 线，代表的是这个上期所锡价，相当于是商品价格的走势。那我们会看到从去年底，就同样的时间点开始，去年 Q4，这个到至今，权益端的走势其实基本和息价是高度一致的。但是我们看到像五月就是六月上旬开始，整个半导体板块向上冲顶，然后六月六月见顶，然后七月份快速下杀。

整个权益端都是出现了一定的相关性。就是在这个 6 月到 7 月这个时间窗口之内，权益端和商品端其实是出现了一定背离。所以总结下来就是我们在未来，还是需要注意，就是权益端的交易仍然要考虑到整个半导体板块的情绪。就是如果半导体板块出现一些极端的交易情绪的话，那么会和商品端有一些不一样的走势，这个是之后可能需要注意的一个点。好，然后就是我们还是回到这个商品商品这一侧，就既然我们刚讲了框架里面，我们下半年还是按

照金融属性加供需双因素的这么一个分析框架，那我们后面就大概拆解一下这个。

看看下半年这两端分别的一个情况。首先流动性这一块，前两天我们的研究员也和各位投资者分享过了，就是贵金属和铜，当中应该也提到了很多。那我这里也就简单地讲一下。我的观点，就整体而言，就我们组还是看这个下半年就业疲软，以及说特朗普大选之前，这个降息动力这个持续，所导致的流动性预期交易持续转宽的这么一个过程。那最近大家可能比较关注的就是说这个贝森特，贝森特在这个债市做出这么一个托底动作，包括后续也说可能会直接采用这个 TGA 账户去做万亿美元规模的这么一个操作。

那其实这些信号都反映出了当前这整个美国财政利息支出压力其实是非常大的。而且就是大家应该也可以感受到，就是贝辛特他其实是有点着急的，或者说是非常着急的。因为如果我们往回看，他在 6 月 24 号的这个发言里面，就是当时是那个加息交易这个空前高涨的时候，在那段时间里，他已经主动提出说他当时举了一个例子，就拿格林斯潘当时加息的那个例子来举例。就他说，就算格林斯潘当时加了一次息，那后续也是连续降息。所以就是，他其实是，我觉得，他其实是非常着急的，他一直非常害怕美债这边出问题。

但是我们反观沃什这边，就沃什的话，他一直声称，说自己这个有自己的一个团队，自己的一套模型，可以精准的预判这个未来的美国通胀和经济的走势。但是就是我们看下来，其实这也只是他的一套说辞，对吧？就其实我们可以发现他其实大概率他完全不知道自己要干什么。他其实整个当前的这个美国的宏观变化，或者说这个经济预期已经是完全超出了他们这个所谓的团队可以预测到的。所以沃什其实他也只是在推演，很大概率他完全也不知道自己要做什么。

而且我们就可以发现，其实沃什他现在面临的是有三方压力。第一方就是财政，我们刚讲的这个贝森集成那样，他肯定也能感感受得到。第二方其实来自于企业，就咱们我们现在看到这个美国的那些 AI 的那些大厂，那些 super scaler 他们整个现金流和融资的情况，其实都是在边际转向不好的这么一个情况。就如果他们现在还是搞加息，那对于企业那边肯定是非常不好。好，那么第三方的话，我觉得就还是这个特朗普，来自特朗普的压力。就虽然特朗普年初提名沃什的时候，他说是非常信任他，但是就是你就想，就去年，从去年下半年到今年上半年，他也是说了这么久的这个，Power too late，对吧？

然后包括沃什竞选的时候也是带着这个缩表加这个降息的这么一个理念上去的。所以如果他现在搞加息，那其实一定程度上就是在这个打特朗普的脸，对吧？所以我们就是倾向于认为未来这个随着沃什面临这个越来越大的压力，他在这个行动上，或者说至少在嘴上他会慢慢的开始松口，就是，然后市场可能也会随着他一个定调的一个弱化转变。然后继续往流动性宽松的这个方向去交易。所以我们觉得在目前这个时间点上，整个金融属性交易的大方向还是会向好。

这是我们的一个观点。那我就不多讲了。然后讲一讲供需这一块。就目前供需的情况，其市场已经相对比较一致的预期，就是说未来三年供需这边会有一个缺口。那无非就是大小的问题。所以我这边主要就是想更新一下下半年可能供应扰动的一些情况。就有哪些情境可能会导致这个缺口扩大？或者说这个价格催化更强，以及说每种扰动情境可能会发生的一些情况。其实供应这边下半年主要的看点就三块，一块是缅甸，一块是印尼，还有一个是刚果。缅甸这边的话，咱们之前也有提到，一方面就是它的这个锡精矿出口，因为雨季的到



矿洞这个复产的民营参标它的一些不规范，所以整一个上半年它的复产进度都是比较慢的。

我们可以看到最左边这张图，它基本都是在按 40%左右的利用率去复产那么我们展望下半年，我觉得可以关注两个事情，就是一个投资者问的比较多的就是厄尔尼诺，大家可能会比较担心，说厄尔尼诺如果造成了东南亚地区的一个干旱。那是否他这个语句的逻辑就不成立了？那么其实我们如果再看最近的天气，我们可以发现不是的，因为厄尔尼诺造成的干旱主要是印尼中部，像加里曼丹，还有爪哇那边。然后往北可能就是泰南，和那个苏门答腊，这些地方可能会有干旱。

但是像这个缅甸，它主要的锡产区是在它的北部，东北部，佤邦那个地区。然后佤邦地区的话，目前降水还是基本没有受到这个季风改变的影响，整个降水还是比较高位，甚至相对于往年平均值，这个去平还是一个正值，所以在今年下半年这个雨季的因素会持续对缅甸的这个供应施压。然后第二个我认为非常重要点，就可能是这个柴油这段下半年可能会发生一些比市场预期更严重的一个情况，因为包括我们现在看到，其实整个全球的电能，它是比这个原油产能更缺的。

就包括现在整，这个东南亚这个电解加它的服务还没有更新，但是最新的裂解价差仍然是保持在 70~80 美金的一个很高的一个位置上。就是整体我们现在看到，包括俄罗斯、中亚，还有一些中东的炼厂被摧毁之后。整个燃油，它的供应，尤其是柴油，它是非常紧缺的一个状态。那么所以，现在中国开始是个释放成品，这个国内成品的库存来平抑全球这个成品的价格的一个波动。但是目前中国的库存也开始快速的下滑，就我们可以预见，如果下半年这个海峡问题仍然没有解决。

或者说这个电能仍然没有解决，中国又因为可能因为国内像这个保护这个产品安全，资源安全的这些情况，如果它停止了柴油燃油的出口，那么最有可能受到冲击的就是东南亚和东北亚。所以，那么如果下半年这个燃油危机和雨季同步冲击的话，下半年可能会超出市场预期发生更减掉，这个是缅甸这边的情况。然后后面就是印尼。印尼这边的话，上半年大家都知道，因为这个 RKA B 延迟的问题，所以导致上半年它整个出量都不尽人意。到了 6 月份，6 月下旬的时候，基本就是 RKA B 审批恢复。

所以到了下半年，我们看到从 7 月份开始，缅甸它整个锡的出口是回到了一个正常的上量通道。那么包括我们看最近 8 月份它缅甸这个交易所锡的成交情况，我们能够看到 8 月份开始基本就是正常往上爬坡的这么一个状态。所以下半年缅甸像 PT 天马这些，它往上走量基本算是板上钉钉的事了。那其实这边值得关注的一个点就是手工矿。就是我们看到 8 月 7 号的这么一个新闻，就是当地那个手工矿民和这个天马公司产生了冲突因为他们这个收购价没有谈妥，然后直接去那个天马公司，把他们办公室给砸了。

然后政府的话，他是起草了一个这个 per price 这个解决方案，说是后续会安排这个收购。但是就当时我们给市场的预期是，这个打款最乐观，至少 15 天，也就是最少这个手工矿要到 8 月底才能完成收购。后到 10 月初左右才能真正地转化为西定流入到市场。但是我们看到目前的一个新闻，就是官方这边还是没有任何消息，所以其实确实不如我们这个就没有最，没有达到这个最乐观的预期。那么这个缅甸手工矿这部分出量可能还要再往后一点，时间节点可能会到 10 月下旬或者说 11 月。

这个是后续我们值得关注的一个点。包括我们看到就天马，天马公司它今年上半年大概是产了 1.1 万吨的精锡，那么下半年全年是产 3 万吨。那么我们就是关注，一个是下半年它自身的上量情况，这个的话应该比较稳定了，可以往上爬。那么第二个就是说，他能不能在下半年，和这个当地的手工矿主完成这个锡精矿收购的谈判，然后把它的量给做上去。所以其实我们这边预期的话，下半年基本可能就是在，就全年来看，它的 guidance 原来设置的是 3 万吨，但我们全年来看可能会在 2.4~2.6 万吨的一个出货量的水平，就光这边。

那么具体多还是少，那就取决于它这个手工矿后续能不能谈妥。然后是刚果金这边，刚果金的话，我们在上次电话会的时候也跟各位投各位投资者讲了，就是主要的逻辑就是在新，今年下半年，它的这个埃博拉疫情还在往上走，整个病例数还在往上走。所以导致整个埃博拉，它的这个因素在定价里面无法被证伪的这么一个逻辑。因为如果我们去复盘往期埃博拉的这么一个病例数的周期的话，我们可以发现一般来说至少会在，我觉得最早吧，最早会在这个，这个病例数见顶。

最早也在今年底了，然后最晚可能会在明年中。所以整个今年下半年埃博拉的这个疫情，这个会往上走。那么我们再看到目前这个最大的这个锡矿山 B 它所在地方是没有受到波及的，就一切是蛮正常的。我们看到上半年它的产量是 1 万吨，然后全年的指引是 2 万吨。所以目前是我们看到没有受到一定的干扰，但是它的管理层也说了，如果一旦疫情扩散到了矿山，那么马上就是对矿山进行关停。所以下半年这个强催化这个因素会一直在。然后我们最近看到的一个情况就是就是这个 BC 矿，它是在刚果金的东部，是在这个北极五省，然后疫情主要是在东北部。

那么目前我们看到的一个情况就是，在这个 BC 矿的南部。是南极湖省，已经出现了一部分因为这个小的手工矿，因为埃博拉疫情关停的情况。所以我个人觉得，就是整个下半年这一部分还是非常有点，非常值得展望的。因为小的手工矿已经多多少少受到一定影响，那大矿山的运营，后续像物料这些，一旦任何一个环节受到扰动，整个脆弱的供应链都会导致它的量出现一定问题。所以这就是供应端的一个情况。就站在我们的角度总结一下，我们认为像缅甸还有刚果金目前这个情况，可能下半年的缺口还会比市场预想的要大。

这是供应这边的情况。然后需求这边的话，就是大家应该也就比较熟悉了。像今年整个光伏，还有消费电子都是不太 OK 的状态。像光伏的话，中我今年大概就是腰斩以上，这么一个降幅。那全球维度上可能就是负 10% 这么一个降幅。然后在 3C，就消费电子这一块，今年也是受到这个存储价格高涨，所以 3C 这一块今年表现也不太好。所以我们如果从总量上来看，2026 年的增量可能相较于 2025 年就只有小几千吨的增量。今年的需求确实就从光伏、汽车、电网这个基本盘来说。

可能确实不太尽如人意，但是我们如果往后面看，就是我们看光伏后面，27、28 年大概率就是我们这边大概觉得可能 27 年会是零增长。然后 28 年的话，回到正常这个小个位数的增长轨道。然后这个消费电子这边的话，随着整个存储价格，这个价格粘性被消费者所接受，我们觉得 27 年、28 年还是会回到一个正增长的轨道，包括 A I P C 的这个渗透，都会带来这个单位消费电子用气量等等。所以这块其实二七年二八年基本可以是稳中略增的这么一个水平。

然后汽车这块我个人就更乐观一点，因为汽车它整个耗息，它是跟这个智驾水平挂钩。是

这个，它和动力竞是不太一样，就是整一个支架，它只要继续在渗透，那这一块的增长就是会延续。那然后就是大家比较关注 AI 这个事情。然后上次的话，在会上也和各位投资者汇报了，我们 AI 的话大概测算出来 30 年会有 3 万吨以上的一个增量，那么对应到整个锡的需求盘子大概可能就是百分之十，略不到百分之十的这么一个占比。那么 2026 2027 年基本就是每年三五千吨。

这么一个增量。所以我觉得我们觉得就未来可见的，就是锡的价格，它的边际驱动会越来越跟这个 AI 相关挂钩。说白了，就是说是一个供给去追赶 AI 需求增速的这么一个过程。这块我就不多讲了，因为是这样，就是需求，因为目前大家都是比较一致地去看未来的缺口。所以大家需求这一块更应该关注的是价格能上涨到多少，然后去消灭这一可能哪一部分的需求。那我们拆开来看，就是首先是占 53% 的一个焊料。那焊料这边的话，其实压力最大的是光伏，但是光伏，就整一个光伏它的这个利润可能就 1 是这个锡带来的，所以光伏这边它的压力也没有大家想的那么大。

然后锡盘和锡化工，锡盘其实就是软磁铁。压力最大的其实是这个马口铁。因为如果我们看今年上半年国内这个马口铁的利润，基本就是在 160~200 块钱每吨，那海外可能相对来说更高一点。然后一吨马口铁大概平均要有两公斤的锡。所以如果按照目前实点，就是 42 万的锡价来看，可能再往上涨 8~10 万，也就是到 50 万左右。马口铁，它的这个静态利润特别毛批。就静态利润。所以就是我们这边觉得锡价后续上涨幅度可能还是要观察两个事情。第一个就是 50 万关口，因为到了这个关口之后马口铁的利润可能会出现一定的边际变化。

然后第二个就是马口铁企业是否能将加工费顺下去。就这一块的话，其实我个人还是比较乐观，因为马口铁，包括这个西化工，西化工它利润就更好。就马口铁和西化工，它们其实都是一个加工费的逻辑，就是原料加上加工费的一个模式。所以理论上，它是有能力去把加工费向下游的这个像这个灌装。包装这些领域去顺下去的。所以就是到了 50 万的话，就可以观察一下吧。马口铁他们往下去顺价的一个节奏，就可能短期会有一定成本压力。长期往往那个谈妥的话，就不太用担心马口铁这边去替代，而且马口铁这边其实大家的工艺都比较成熟了，如果再去用个铁或者塑料去替代的话，其实动力也没有那么强。

所以后续就是这两个事情，50 万的一个关口，然后还有这个能否在加盟费剩下去，这两个事情是需求端比较值得关注的。好，那这个大概就是咱们供需整一个的一个情况。那么如果我们看下半年，如果我们按月来看，怎么去看下半年这个锡价的走势？首先库存这边，目前上期所，然后伦交所，包括这个中国的社会库存，其实都是处在一个比较低的位置上，可以说是三年三年之中的低位了。那么尤其是七月底出现了一个强备库，然后到了八月因为可能七月份这个备库有一定透支，然后又开始慢慢的有这个补的趋势在。

分析师 2:

那么我们看这个需求的季节性，就是首先 3~5 月份它有个小阳春，然后 8 月份的话可能会有一个走出淡季的一个备，然后到了 10~11 月份，就是走入旺季之后，需求又有一个比较强的增长。然后一般 6~7 月就是淡季，然后 10 月份的话因为有这个国庆双节的这么一个情况在，所以可能这些企业会提前在 8~9 月份完成备。

分析师 1:

这是目前，如果按月看需求的这么一个情况。那我们如果落实到这个公示评估表上。就我们

还是觉得从目前八月份到九月份可能还会维持一个大体的累库，因为6~7月份确实透支了一部分的这个累库需求。那么到了10~11月我们觉得随着旺季到来，会再度走入这个去库周期。那么就从月度供需平衡，就是我们如果把这个月度供需平衡和价格对比起来，我们可以发现其实价格一般会领先于这个月供需1~2个月去反应。譬如说，我们看这个一二月份，价格持续地往高走。

那么其实是对应了3~4月份它的去库。然后3月份价格的回调，其实是对应了4月份的累库，包括像4~5月份价格的回升，那对应的是6~7月份的去库。那么我们看到，目前，像6月份这个价格又开始有所回调，那其实对应的是这个可能在8月份左右的这么一个。那么如果从10~11月份旺季强去库的这么一个角度来看，我们觉得十月上旬之前吧，或者说十月十月末之前，因为十二月份它也是一个供需基本平衡的一个状态，所以我是觉得可能十月结束之前都是一个比较安全的价格交易窗口。

那么落实到价格上，我这边大概也有一个，做了个图，就我们怎么看下半年的价格。首先，8月底到9月初，我们觉得还会有一轮节前的强备货，到时候价格可能，就如我们，我，我们上次这个观点保持一致，是我们还是觉得有概率会冲击44万甚至以上。那么到了9月中旬，或者说9月面临三个因素的压制，一个就是整个美联储，他准备开始一期会议，那么金融属性的交易可能会短期的退潮，因为大家可能会像多头仓位可能短期都会演出必写。那么第二个因素就是说中秋，因为今年中秋和国庆基本都是连在一起了，所以有可能在下旬之前，企业会备货，全部把它备完，可能在9月1~2第二周，会把这个备货的工作给做完。

分析师 2:

所以到了9月中下旬开始，可能会有一定的这个，备库缺口的一个压力。

分析师 1:

然后第三个因素就是盈曼的复产，因为盈曼它是7月底它把这个财产全部停掉，如果我们按照上次上一轮生产周期。

分析师 2:

然后略微拉长一点，因为这次因为是这个两年内叫什么？第二次发生这个事故了，所以这次的这个周期可能会越长。

分析师 1:

那如果我们按照两个月来锚的话，其实九月底十月初就是可能市场会慢慢的开始交易慢，所以。在9月底10月初还是可以观测一下。就是届时我们是觉得，期价可能会有一段时间的震荡，但是在8月底到9月初，我们觉得或者到9月的第二周之前，我们觉得价格还是会有一个比较强的催化。那么到了10月份往后，就是我们刚刚讲的，可能会有几个观察窗口。第一个是10月下旬开始，我们看缅甸手工矿，那部分能否把收购价谈妥？能否在这个10月下旬把量给放出来？

然后第二个就是12月份开始，随着缅甸逐渐走出雨季，然后到时候也要观测一下。柴油的裂解价差能否回落到往期的正常水平？届时我们需要观察，缅甸能否从这个百分之四五十的利用率，然后往上爬。这是第二个需要关注的时间点。然后所以下半年我们整体还是看中枢上移，这么一个息价走势。那有的投资者可能会比较关注，说目前，因为目前整个下游都是

处在一个叫什么？刚需，就没有那种主动的。他们的价格动作就是说 42 万以上，他们可能不点价，到 42 万以下，他们才点价进行这个拿货的动作。

那这一块的话，我个人认为其实不用特别担心，因为现在目前市场主要预期的还是未来三年的缺口和去库这么一个趋势，所以下游其实是认识到这一点，所以他们会，他们会逢低备库。但是他们会逐步地把这个价格底部交易上去。这也是为什么我们看今年整个下半年期价中枢还是会保持一个上移的走势。那么到了，如果到了 9 月下旬。确定了这个加息进程往后拖延，就 9 月份仍然不加息。那么整个下半年，其实流动性的压制就进一步的解除，然后一旦刚果金或者那边有任何的干扰，可能价格就会出现一个跳涨。

下游一旦发现他们这个刚需补进行不下去了，供应商发现要出现一些事情了，那么可能会，就会造成一被抢库，甚至说一满逼仓的情况，那到时候价格就可能真的是往 50 万 50 万以上走了。那么那个时候我们就，就像之前说的，需要观测这个 50 万这个关口的一个压力，以及是否能，这个往 55 万以上冲。那么整体的话，我们还是这个息价，我们还是往新高去看，这是我们对于价格的一个。那么权益端的话，就是我们之前也提到了，因为权益端的话，它还是跟这个 AI 的叙事有一定的关联性。

所以我们这边目前的观点是，在这个存储价格见顶，或者 AI capex 增速见，实质性见顶之前，权益端的 AI 叙事都不会被证伪，因为如果我们之前存储见底的行情的话。一般是在这个下游长存长新开始破产，也就是一阶岛存储的一阶岛被证伪的时候，整个存储的行情才进行了一个鉴定所以我觉得类比一下锡，只要我们的锡它的需求端，它的需求端直接对应的是这个硬件的扩产。如果硬件扩产一阶岛没有被证伪，也就是说存储价格没有见顶，或者说 AI 加 capex 增速没有见顶。

觉得，整个权益端它不会出现一个强跑，就领先于期货端强跑向下的这么一个过程。这个是我们权益端的一个观点。好，那么最后的话就是我们的一个公司推荐。那我们主要锡这块就是四个标的，锡业股份、华锡有色、兴业银锡和金新路。那么我们主推还是锡业股份，因为相对来说它的锡的增长潜力可能相对来说比较大，并且它的这个纯度比较高。然后如果投资者如果想交易短期交易这个金融属性的强反弹，那么其实可以关注一下新银期，因为银价的话可能会在未来一段时间，如果这个流动性宽松预期持续交易的话可能会走出比金价更强的弹性。

然后其他的话，大家也可以关注这个华锡有色和金钼。那么具体标的分析，我们会在 9 月份有一个，我们还会有一讲电话会，讲的是这个锡标的。差异性和弹性的东西。届时我们会再和大家去进行一个拆解。那么我们今天的整个电话会大概就到这里结束，那么也谢谢各位投资者的参与，我们之后再见，谢谢！

分析师 2：

你是家长吗？