



有色金属行业研究

买入（维持评级）

行业点评
证券研究报告

金属材料组

分析师：李超（执业 S1130522120001）
lichao3@gjzq.com.cn

分析师：王钦扬（执业 S1130523120001）
wangqinyang@gjzq.com.cn

锑：“第二波”上涨或将开启

事件

2024年7月16日，锑锭价格为15.74万元/吨，周度、月度和年度价格分别持平、+0.01%和+104.84%。

点评

价格历史新高，持续时间亦创历史新高。本轮锑价于6月7日上涨至15.74万元/吨，创历史新高。上一轮历史峰值为11万元/吨（2011年3月末）；对比历次价格波段，峰值持续时间均未超过半个月，随即下跌；本轮价格持续月余，已属难得，我们认为本轮价格上涨，是产能周期驱动下原料紧缺的真实反映，市场对于进口矿、过度炒作和隐形库存释放的担忧可解。价格僵持的原因，系部分低价库存消化及阻燃剂集中补库于6月初结束。随着低价库存消化及新一轮补库有望启动，我们认为锑价有望重回上涨趋势。

原料紧缺倒逼减产，供应链持续收缩。本周锑精矿、锑锭和氧化锑开工率分别为37.76%/25.39%/36.96%。由于资源萎缩枯竭，锑精矿开工率持续历史低位；而对于中下游冶炼环节，锑锭和氧化锑开工率先后于3月和5月反常性下降，均在6月份步入极低开工水平，同比均下滑15pct以上。据SMM“6月中下旬国内再次出现了大批量锑冶炼厂家停产的状况，5月份SMM全国跟踪的33家锑冶炼厂已有19家处于停产状态”；除检修原因外，大部分厂家停产主要原因为缺乏原料导致的“无米下锅”。6月锑锭/氧化锑产量同比、环比分别-15%/-10%、-3%/-5%。

进口矿显著不及预期，硬缺口不惧冲击。据SMM“由于流程受阻或者付款问题，俄矿短期进口到国内可能性仍然很小；甚至市场有传言传出极地黄金计划将停采锑矿，预计暂停到2028年”。在俄罗斯矿存在显著减量预期，塔吉克斯坦新矿投放仍存较大不确定性的情况下，市场前期对于进口矿的担忧可解。经过我们测算1-5月国内锑累计缺口已超过1万吨，极端情况下，即便考虑俄矿和塔矿进口通道打开，进口矿供应亦难以填补硬缺口的量，价格中枢有望持续上行。

库存：显性持续历史低位，隐形库存担忧可解。截至2024年7月16日，国内锑锭和氧化锑库存分别为3680/5960吨，仍处于历史低位，仅能满足2-3周的需求。根据我们测算，1-5月国内锑表观消费量和测算终端消费量增速分别为负增长和+25%，终端消费增速显著强于表观消费量，表明隐形库存亦加速去化。

光伏需求良好、传统需求稳健，旺季或迎新一轮涨价。截至6月国内光伏玻璃和化纤产量分别累计同比+59%/+15%，塑料和橡胶制品产量5月累计同比分别+2%/+2%。后市看由于下半年光伏玻璃为生产旺季，塑料、化纤产品在8-9月亦为传统产量高峰，新一轮备货或在7月下旬即开启，低库存、原料紧缺导致的低开工下或迎第二轮涨价。

硬缺口、低库存持续，锑价长牛可期。考虑海外极地黄金存在产量缩减预期，塔金项目进展仍存在较大不确定性；政策限制下国内锑矿难有增量，因此我们预测2024-2026年全球锑供应量分别为13.7/14.0/14.6万吨，同比增速分别为2%/2%/3%，需求分别为15.2/16.2/16.9万吨，对应供应缺口分别为1.5/2.1/2.2万吨，硬缺口持续存在且逐步扩大，锑价有望持续上涨。基于目前仅2-3周的库存水平，我们认为锑价长牛可期。

投资建议与估值

短期供应冲击担忧可解，旺季涨价有望到来；中长期传统需求和光伏需求有望共振，境内难有增量叠加海外矿供应增长乏力，锑供需有望持续向好。建议关注：湖南黄金（金锑双轮，驱动成长）、华钰矿业（手握稀缺锑资源增量）、华锡有色（业务成功转型，锡锑资源优厚）。

风险提示

新矿投放超预期；需求不及预期；锑阻燃剂替代超预期。



行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究