

2025 年 01 月 20 日

投资评级：看好（首次）

证券分析师

田源
SAC: S1350524030001
tianyuan@huayuanstock.com
张明磊
SAC: S1350525010001
zhangminglei@huayuanstock.com
郑嘉伟
SAC: S1350523120001
zhengjiawei@huayuanstock.com
田庆争
SAC: S1350524050001
tianqingzheng@huayuanstock.com

联系人

方皓
fanghao@huayuanstock.com

板块表现：



春节备货驱动钼钨坚挺，“外热内冷”下锑差价持续提升

——小金属双周报（2025/1/6/-2025/1/19）

投资要点：

- **钼：春节备货季在即，需求旺盛状态下维持“量增价稳”态势。**据 SMM 数据披露，近两周 45%-50%钼精矿集中成交价格稳定在 3600 元/吨度上下，钼铁主流招标价格守稳 23 万元/吨关口，钼价“主稳”基调得以落实。我们认为，伴随大型钼矿山持续释放货源，买方市场需求持续跟进，市场交易活跃，钼价底部支撑明显。与此同时，受钢厂提价“负反馈”及部分钼铁冶炼厂被迫削减产能影响（钼铁招价格与成本倒挂），钼价短期需等待春节备货需求刺激实现突破。建议关注：金钼股份。
- **钨：钨价总体稳步上升，价格预期分歧下成交量企稳。**具体数据看，55%黑钨精矿议价从 14.35 万元/标吨上行至 14.375 万元/标吨；APT 议价从 21.2 万元/吨上行至 21.275 万元/吨；钨粉未议价暂稳，成交等待跟进。钨价总体呈现稳步上升局面，市场询盘气氛有所活跃。但由于买卖双方对价格预期存在分歧，市场成交量未见显著增长。我们认为，当前钨市场矿产供应紧张局面对钨价实现有效支撑，但消费需求不足仍为钨价上涨主要矛盾，预计春节假期前市场状况将保持不变，受情绪推动价格或小幅提升。建议关注：中钨高新、厦门钨业。
- **锡：锡市波动与不确定性并存，沪锡价格多空因素交织下经历了显著起伏。**数据端看，本周（1.13-1.17）沪锡价格呈现先跌后涨态势，前三交易日跌幅达-2.91%，后两交易日小幅修复至 24.99 万元。供应端方面，精炼锡产量在 12 月份下滑 4.41%，春节临近可能导致产量持续下降，云南与江西两省的精炼锡冶炼企业开工率小幅下滑至 63.04%，加工费不断下探，显示出原料供应压力增大。需求端方面，新能源产业和电子产业的复苏预期较好，尤其是电动汽车和可再生能源领域对锡的需求增长，有助于中长期内稳固锡价。然而，短期内由于库存低位及政策变化等因素，市场情绪趋于谨慎导致出货量有限，交易活跃度持续降低，预计锡价将维持震荡上行态势。建议关注：锡业股份、华锡有色、兴业银锡。
- **锑：“外热内冷”环境下海内外价差持续扩大，政策变动仍为国内锑价增长主驱动力。**海外看，受冶炼产能与技术等因素影响，海外锑品供不应求的状况短时间内很难明显改善，锑价延续上涨态势。国内看，临近春节国内锑市场成交冷淡，上游冶炼厂以挺价为主。具体数据看，若按 7.3 的汇率计算，国内外价差已超过 16 万元/吨，海外锑价已达到国内锑价两倍以上。我们认为，当前节点下国内锑价预计将保持平稳运行，价格上行主要驱动力仍为进出口政策性转变。建议关注：华锡有色、湖南黄金、华钰矿业。
- **风险提示：宏观经济波动风险、下游需求不及预期风险、进出口政策变动风险等。**

内容目录

1. 近两周价格情况	4
2. 钼	4
3. 钨	5
4. 锡	6
5. 铋	7
6. 风险提示	7

图表目录

图表 1: 小金属价格变动情况	4
图表 2: 钼精矿价格情况 (单位: 元/吨度)	4
图表 3: 钼铁价格情况 (单位: 万元/吨)	4
图表 4: 钼铁月度进口量情况 (单位: 吨)	4
图表 5: 钼酸铵月度进口量情况 (单位: 吨)	4
图表 6: 钼铁钢招量情况 (单位: 吨)	5
图表 7: 黑钨精矿价格情况 (单位: 万元/吨)	5
图表 8: 仲钨酸铵价格情况 (单位: 万元/吨)	5
图表 9: 钨条价格情况 (单位: 万元/吨)	5
图表 10: 碳化钨粉价格情况 (单位: 万元/吨)	5
图表 11: SHFE 锡走势 (单位: 万元/吨)	6
图表 12: LME 锡走势 (单位: 万美元/吨)	6
图表 13: SHFE 锡库存情况 (单位: 吨)	6
图表 14: LME 锡库存情况 (单位: 吨)	6
图表 15: 精炼锡产量情况 (单位: 万吨)	6
图表 16: 锡矿砂进口量情况 (单位: 吨)	6
图表 17: 国内锑价情况 (单位: 万元/吨)	7
图表 18: 国际锑价情况 (单位: 万美元/吨)	7
图表 19: 锑精矿价格情况 (单位: 万元/金属吨)	7
图表 20: 氧化锑出口量情况 (单位: 吨)	7

1. 近两周价格情况

图表 1: 小金属价格变动情况

品种		单位	价格	14日变动	30日变动	年初至今
钼	钼精矿	元/吨度	3605	0.00%	0.00%	0.00%
	钼铁(Mo60)	万元/吨	23.1	0.00%	-0.43%	-0.43%
钨	黑钨精矿	万元/吨	14.3	0.70%	1.42%	0.70%
	仲钨酸铵	万元/吨	21.28	0.95%	1.31%	1.07%
锡	SHFE 锡	万元/吨	24.99	2.34%	1.74%	2.06%
	LME 锡	万美元/吨	2.94	2.71%	1.38%	1.73%
铋	铋锭	万元/吨	14.2	-0.70%	-2.07%	-0.70%
	铋精矿	万元/金属吨	12.1	0.00%	-1.63%	0.00%

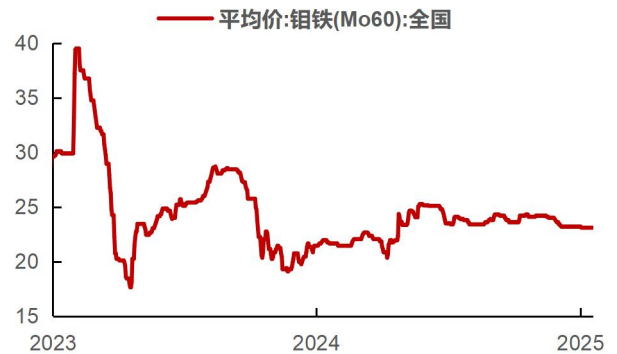
资料来源: iFIND, 华源证券研究所

2. 钼

近两周, 钼精矿价格为 3605 元/吨度持平, 钼铁(Mo60)价格为 23.10 万元/吨持平。

图表 2: 钼精矿价格情况 (单位: 元/吨度)


资料来源: iFIND, 华源证券研究所

图表 3: 钼铁价格情况 (单位: 万元/吨)


资料来源: iFIND, 华源证券研究所

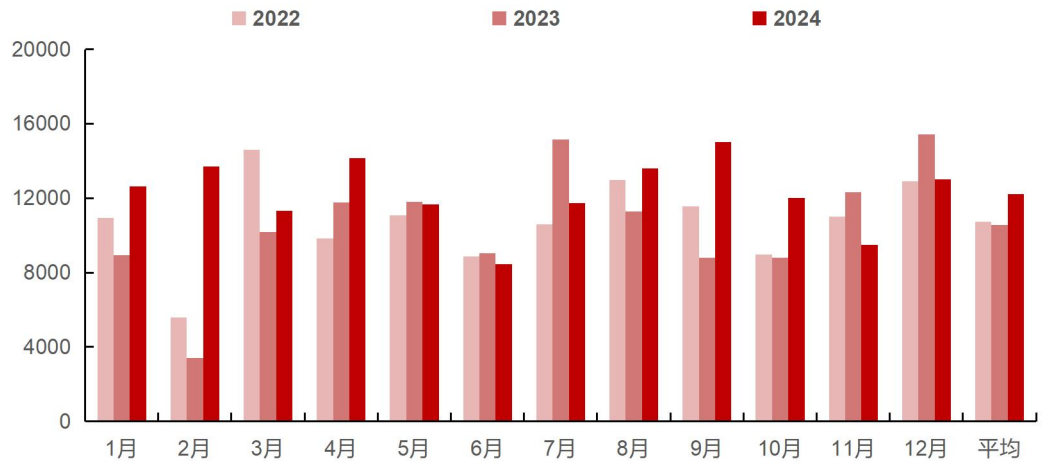
图表 4: 钼铁月度进口量情况 (单位: 吨)


资料来源: iFIND, 华源证券研究所

图表 5: 钨酸铵月度进口量情况 (单位: 吨)


资料来源: iFIND, 华源证券研究所

图表 6: 钼铁钢招量情况 (单位: 吨)

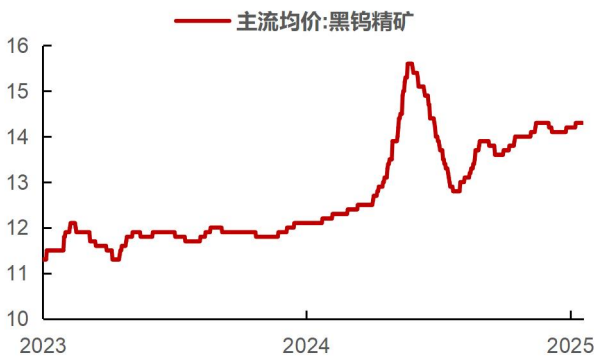


资料来源: 钨钼云商公众号, 钨都贸易网, 华源证券研究所

3. 钨

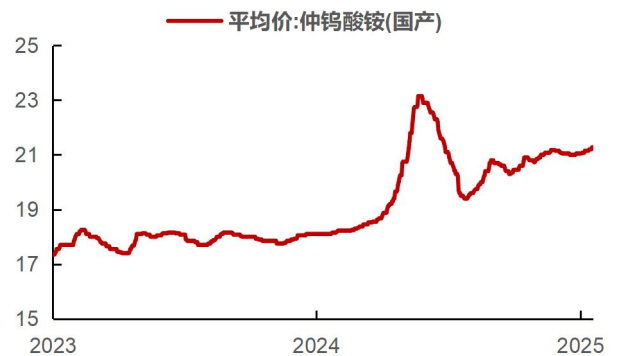
近两周, 黑钨精矿价格上涨 0.70%至 14.30 万元/吨, 仲钨酸铵价格上涨 0.95%至 21.28 万元/吨。

图表 7: 黑钨精矿价格情况 (单位: 万元/吨)



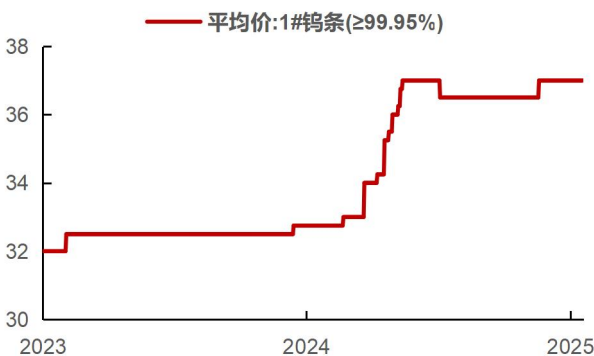
资料来源: iFIND, 华源证券研究所

图表 8: 仲钨酸铵价格情况 (单位: 万元/吨)



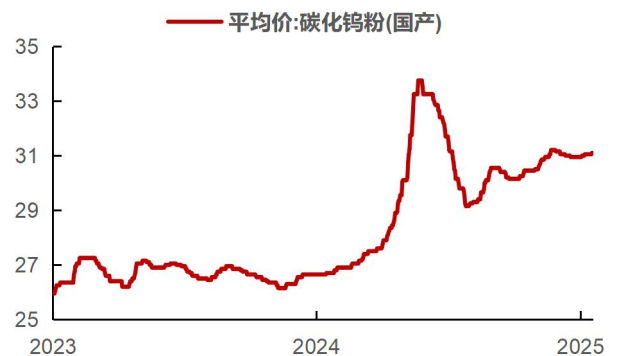
资料来源: iFIND, 华源证券研究所

图表 9: 钨条价格情况 (单位: 万元/吨)



资料来源: iFIND, 华源证券研究所

图表 10: 碳化钨粉价格情况 (单位: 万元/吨)



资料来源: iFIND, 华源证券研究所

4. 锡

近两周，SHFE 锡上涨 2.34%至 24.99 万元/吨，LME 锡上涨 2.71%至 2.94 万美元/吨。

图表 11: SHFE 锡走势 (单位: 万元/吨)



资料来源: iFIND, 华源证券研究所

图表 12: LME 锡走势 (单位: 万美元/吨)



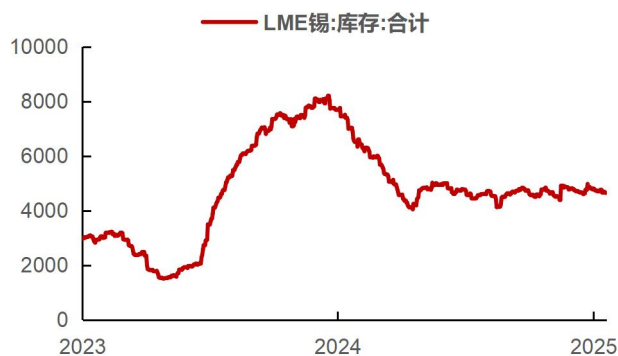
资料来源: iFIND, 华源证券研究所

图表 13: SHFE 锡库存情况 (单位: 吨)



资料来源: iFIND, 华源证券研究所

图表 14: LME 锡库存情况 (单位: 吨)



资料来源: iFIND, 华源证券研究所

图表 15: 精炼锡产量情况 (单位: 万吨)



资料来源: iFIND, 华源证券研究所

图表 16: 锡矿砂进口量情况 (单位: 吨)



资料来源: iFIND, 华源证券研究所

5. 铋

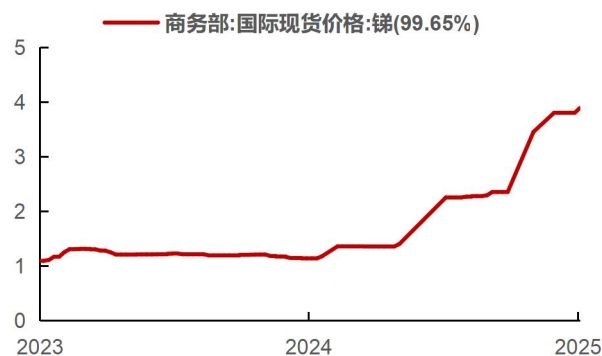
近两周, 铋锭价格下跌 0.70%至 14.20 万元/吨, 铋精矿价格为 12.10 万元/金属吨持平。

图表 17: 国内铋价情况 (单位: 万元/吨)



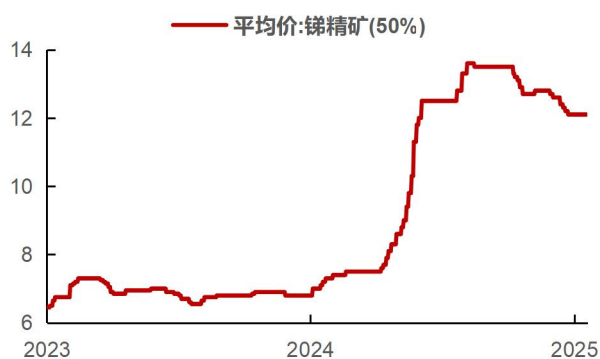
资料来源: iFIND, 华源证券研究所

图表 18: 国际铋价情况 (单位: 万美元/吨)



资料来源: iFIND, 华源证券研究所

图表 19: 铋精矿价格情况 (单位: 万元/金属吨)



资料来源: iFIND, 华源证券研究所

图表 20: 氧化铋出口量情况 (单位: 吨)



资料来源: iFIND, 华源证券研究所

6. 风险提示

宏观经济波动风险、下游需求不及预期风险、进出口政策变动风险等。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 - 5% ~ + 5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数。