



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：光伏抢装+出口修复+进口减弱，强烈看多涨价

事件

根据百川盈孚，2月24日国内锑锭价格为14.6万元/吨，周度/月度分别上涨3%/4%；海外价格为4.96万美元/吨，周度/月度分别上涨2%/14%。

点评

光伏有望抢装，内需持续发力。

2月9日国家发改委和国家能源局发布的《关于深化新能源上网电价市场化改革，促进新能源高质量发展的通知》，根据通知2025年6月1日及以后投产的增量项目，纳入机制的电量规模根据国家明确的各地新能源发展目标完成情况等动态调整，机制电价由各地通过市场化竞价方式确定。根据北极星太阳能光伏网：代表着6月1日并网后的项目，收益测算模型将发生重大变化；而文件出台后，各方对于项目实际结算电价的测算方式仍没有清晰地认识，考虑到操作难度，赶在6月1日之前完成项目并网更为安全、稳妥，光伏将再现“531”抢装潮。锑作为光伏玻璃澄清剂不二选择（此前已有“毒玻璃”事件爆出、高额处罚威慑下锑使用有望得到保证），有望受益产量回升；冶炼厂原料紧缺，因而玻璃厂商更无法备库，且产业内酝酿玻璃涨价有望提供顺价空间。

外需持续修复，价格拐点已至。

历经2024年10月出口暂停，11-12月出口已恢复至管制前25%/46%分位，出口地主要为东南亚和非洲。鉴于海外锑品供应链秩序正重构，我们认为海外新的平衡机制建立后有望对锑的内外价差进行修复。随着其余地区出口或面临逐步放开，国内锑金属供应有望重回供不应求阶段。

进口矿走弱开始兑现。

自出口管制开始，海内外价差逐步拉大，但由于国内冶炼厂与海外矿商存在长协、且议价权更强（冶炼环节集中度大于矿山，国内强于海外），因而截止24年12月仍有较高水平进口；今年1月开始长协订单逐步去化、海外矿进口回归市场定价，海外高溢价造成进口经济性显著下降、进口量开始下滑，因而原料大幅紧缺，进一步助推价格上涨。

库存持续历史低位。

截至2月下旬国内锑锭和氧化锑库存分别为0.37万吨/0.62万吨，60日涨幅分别为-3.4%/-1.9%，90日涨幅分别为-7.4%/-3.3%；即便面对4Q24内需、外需同时下降，国内主流锑品并未发生明显累库，表明锑的原料短缺局面尚未有任何改善；库存仍处历史较低水平。

海外大矿有望减产，供需缺口持续扩大。

根据亚洲金属网，伴随俄罗斯金锑矿产量下滑，2025俄罗斯金锑矿进口量有望大幅下滑；且海外较国内存在较高溢价，进口经济性较低。

投资建议与估值

随着出口有望逐步恢复至较高水平，叠加光伏或有抢装，内外需共振有望带动锑品需求快速提升，且海外高溢价持续将导致国内锑矿进口量显著下降，锑价拐点向上的趋势有望逐步确立；终端光伏玻璃有望涨价，锑顺价空间或有望进一步打开，且锑作为辅料玻璃厂难有库存累积，因此我们强烈看多锑价上涨。建议关注：华锡有色（锡锑涨价齐驱，成长弹性兼具）、湖南黄金（金锑双轮，驱动成长）。

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