

有色金属

证券研究报告
2025年03月05日

锑价上行原因分析与持续性展望

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

刘奕町

分析师

SAC 执业证书编号: S1110523050001

liuyiting@tfzq.com

曾先毅

分析师

SAC 执业证书编号: S1110524060002

zengxianyi@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 《有色金属-行业研究周报: 鸽派政策押注加强, 金价再上涨》 2025-01-26
- 《有色金属-行业深度研究: 有色资源品的投资逻辑发生了哪些变化?》 2024-07-09
- 《有色金属-行业深度研究: 金属&新材料行业研究框架》 2024-06-30

2025年开年以来锑价持续上涨突破历史新高,截至2025年3月3日,中国有色金属协会锑业分会对于99.65%纯度的锑锭平均报价达到16.5万元/吨,较上一个报价日上涨7000元/吨,较1月2日的14.3万元/吨上涨15.4%。

复盘2024年, 锑价由供给侧推动上涨, 受需求侧压制回调

24H1 锑价上行: 主因5月环保督察进驻湖南, 矿山生产受影响; 俄罗斯进口阶段性受阻; 上半年光伏、家电终端高景气+贸易商炒作等多重因素催化, 上半年锑价出现大幅上行。

24H2 锑价下行: 7月起光伏玻璃开始去产能, 需求边际弱化; 9月中旬锑加入出口管制, 出口需求缺位, 锑价出现回落。

24年定价因子重现, 向利好锑价的方向持续深化

供给侧: 高内外价差导致进口供给缺位。2024年8月, 商务部、海关总署公告对锑等物项实行出口管制。管制发布后, 中国10月出口量降至冰点, 海外的供给缺失随即带来海内外价差由2.8万/吨显著扩大至21.1万/吨。随着外盘价格显著高于内盘价格, 我国锑矿进口快速回落。12月锑矿进口仅466金属吨(1-8月均值为1437吨)。随着内外盘价差的进一步扩大, 我们预计进口量将进一步降低, 国内进口原料也将愈发紧张。

需求侧: 光伏抢装为光伏侧需求注入景气, 出口需求亦逐步恢复。《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》的推出直接催生了存量项目“抢并网”与增量项目“抢备案”两种抢装逻辑。从高频数据看, 目前光伏玻璃产能利用率、库存等数据出现了积极的拐点, 光伏侧的回暖有望支撑锑需求上行。此外, 出口量也较去年9月的冰点逐步修复至12月的1700吨, 达到正常出口量的64%, 出口需求的恢复有望支撑锑价上行。

看好锑价上行持续度, 行业公司有望充分受益

综合分析:

(1) 去年4、5月支撑锑价上行的供给侧扰动再次出现, 且随着内外盘价差的持续扩大正不断深化, 进口原料的缺位或将持续更长时间。

(2) 去年7月、9月导致锑需求走弱的因子出现了反转, 光伏抢装潮的到来逆转了去年光伏去产能的颓势, 且此种景气度有望至少持续至6月; 出口的修复则逆转了去年出口需求缺位的尴尬。

整体而言, 今年锑的供需与去年相比, 向着更难解的供给扰动与更有希望的需求景气演绎。我们认为, 这样的供需边际变化有望推动锑价持续上行, 不断刷新历史新高。建议关注锑板块公司: 华锡有色, 湖南黄金, 华钰矿业。

风险提示: 供给大幅增长的风险, 需求不及预期的风险, 金属价格大幅波动的风险。

内容目录

1. 2024 年锑价影响因素复盘.....	3
2. 正向定价因素持续深化，负面定价因素出现反转.....	3
2.1. 供给端：高内外盘价差带来的进口缺位	3
2.2. 需求侧：光伏&阻燃等存量需求预期向好，出口需求逐步恢复	5
2.2.1. 光伏抢装为光伏侧需求注入景气	5
2.2.2. 阻燃需求有望触底回暖	6
2.2.3. 出口需求亦在加速恢复	7
2.3. 供需共振，锑价有望持续上行	7
3. 风险提示.....	7

图表目录

图 1：2024 年锑价复盘（单位：元/吨）	3
图 2：我国锑出口以氧化锑为主（单位：金属吨）	4
图 3：锑出口管制后，内外盘价格快速扩大（左轴：内、外盘锑价均值；右轴：内外盘价差）	4
图 4：24 年 9 月后锑进口量大幅回落（单位：金属吨）	5
图 5：24H2 光伏玻璃经历去产能阶段，目前出现拐点	6
图 6：24H2 光伏玻璃产能利用率降低，目前出现拐点	6
图 7：24H2 光伏玻璃持续累库，当目前出现拐点	6
图 8：光伏玻璃价格拐点上行	6
图 9：溴素产量出现触底反弹	6
图 10：溴素产能利用率出现触底反弹	6
图 11：锑出口量（全口径）降至冰点后正逐步恢复（单位：金属吨）	7

1. 2024 年锑价影响因素复盘

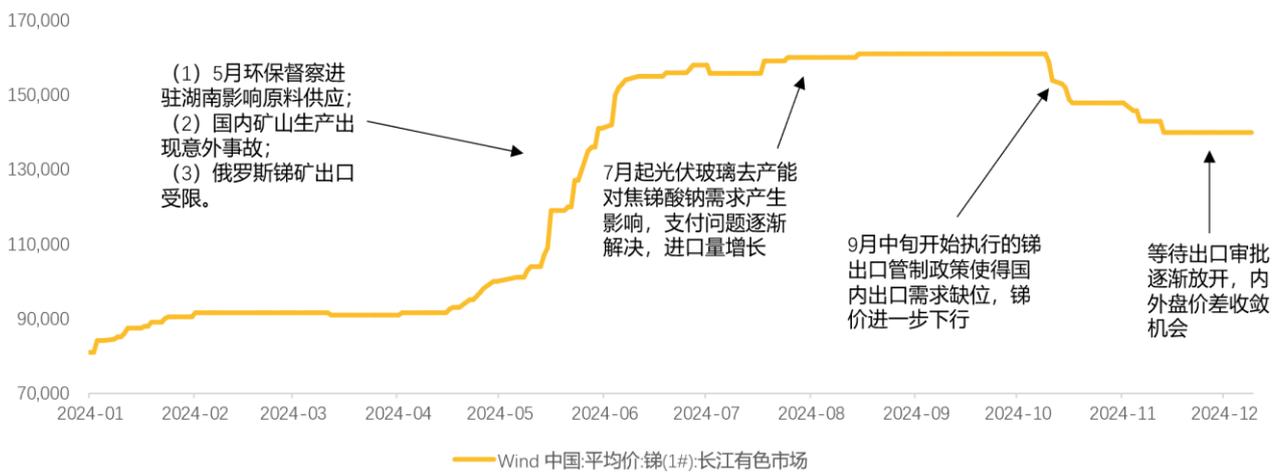
2024 年锑价回顾：供需紧张，上半年锑价迎来大幅上涨，下半年内外盘价差迅速扩大

——全年价格回顾：2024 年锑价上涨 69%，均价 13.06 万/吨。最大值 16.25 万/吨，最小值 8.45 万/吨。

——上半年锑价上行：主因 5 月环保督察进驻湖南影响原料供应；国内矿山生产出现意外事故；俄罗斯锑矿出口受限。

——下半年锑价下行：7 月起光伏玻璃开始去产能，需求边际弱化；9 月中旬锑加入出口管制，出口需求缺位，锑价出现回落。

图 1：2024 年锑价复盘（单位：元/吨）



资料来源：钢联数据，天风证券研究所

总而言之，24H1 的上涨受供给侧催化，24H2 的下跌受需求侧影响。

2. 正向定价因素持续深化，负面定价因素出现反转

2025 年开年以来锑价持续上涨突破历史新高，截至 2025 年 3 月 3 日，中国有色金属协会锑业分会对于 99.65% 纯度的锑锭平均报价达到 16.5 万元/吨，较上一个报价日上涨 7000 元/吨，较 1 月 2 日的 14.3 万元/吨上涨 15.4%。

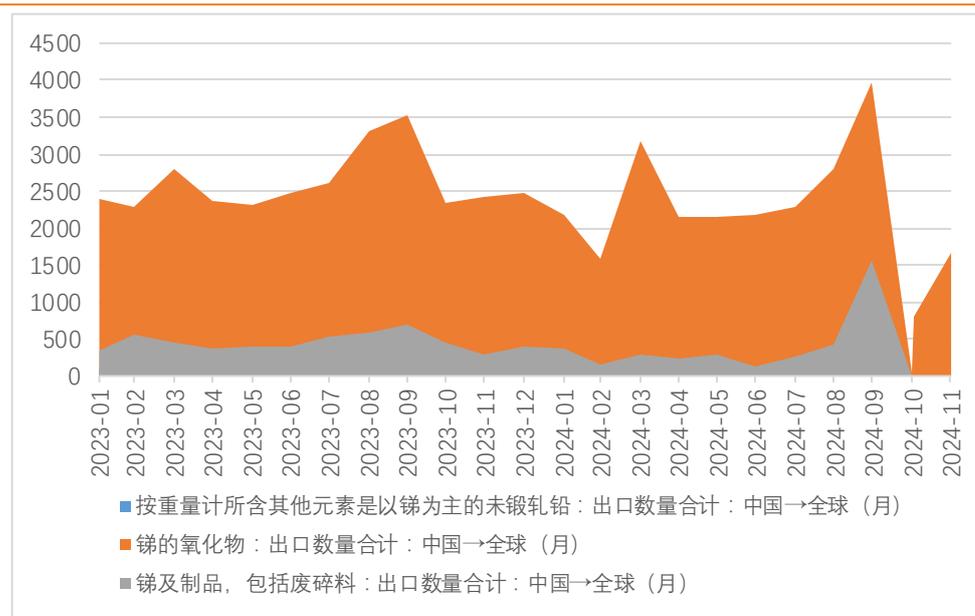
今年以来锑价大幅上行是由供需两端共振所推动。供给端扰动类似于去年的重演，需求端变化则是去年的反转。

2.1. 供给端：高内外盘价差带来的进口缺位

2024 年 8 月 15 日，商务部、海关总署公告对锑等物项实行出口管制，管制内容包含锑矿及原料、金属锑及制品、纯度大于等于 99.99% 的锑的氧化物、金锑冶炼分离技术等物项，并于 9 月 15 日开始实施。

中国出口量较大，是全球重要的锑供给国。据我们测算，2023 年中国全口径出口量（包含以锑为主的未锻轧铅、锑的氧化物与含废碎料的锑及制品）为 3.76 万金属吨；2024 年 1-8 月月平均出口量为 2657 吨。

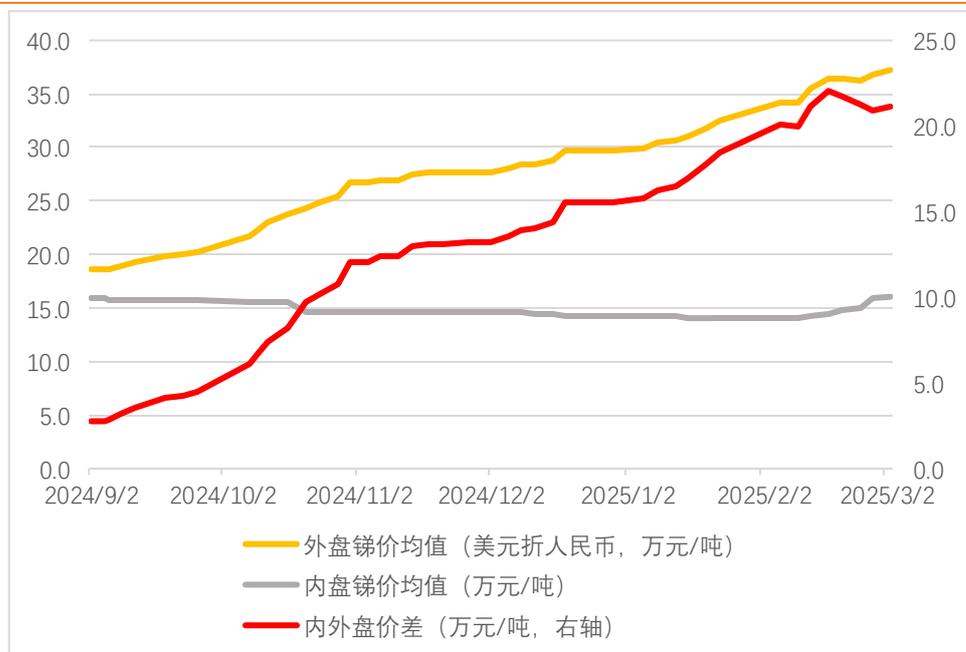
图 2：我国锑出口以氧化锑为主（单位：金属吨）



资料来源：钢联数据，天风证券研究所

出口管制发布后，中国 10 月出口量降至冰点，海外的供给缺失随即带来海内外价差的快速扩大。2024 年 9 月 2 日，前英国金属导报（Fastmarkets）2#锑锭报价为 2.5-2.6 万美金/公吨，按 7.3 汇率折算，彼时外盘价格为 18.6 万/吨；彼时 2#锑锭内盘报价为 15.7-16 万/吨，彼时内外盘价差为 2.8 万/吨。截至 2025 年 3 月 3 日，Fastmarkets 2#锑锭报价为 5-5.2 万/美元/公吨，按 7.3 汇率折算，目前外盘价格为 37.23 万/吨，而 2#锑锭内盘报价为 16-16.1 万/吨，当前内外盘价差显著扩大至 21.1 万/吨。

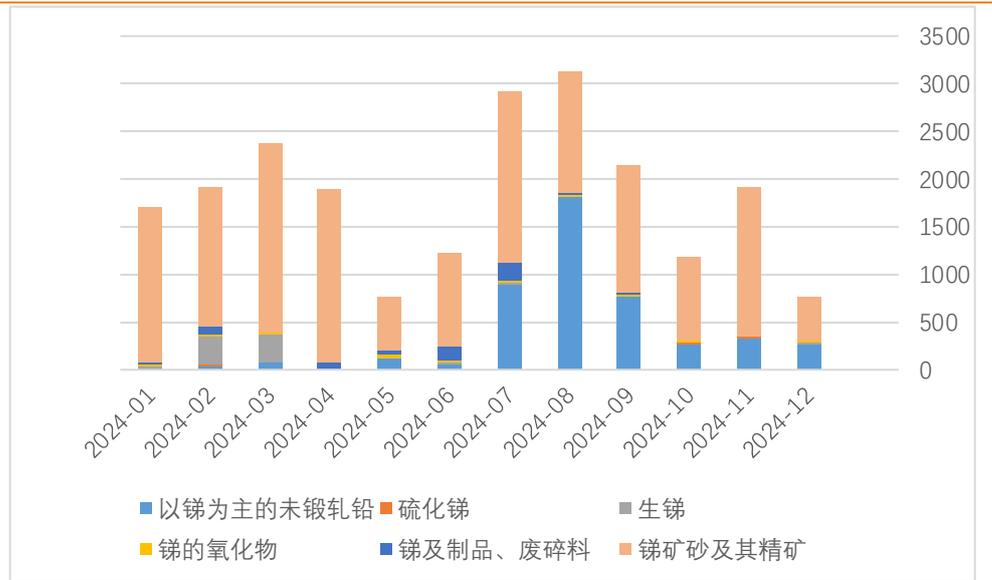
图 3：锑出口管制后，内外盘价格快速扩大（左轴：内、外盘锑价均值；右轴：内外盘价差）



资料来源：贵州五矿公众号，天风证券研究所

随着外盘价格显著高于内盘价格，我国锑矿进口快速回落。我国锑进口包含以锑为主的未锻轧铅、硫化锑、生锑、锑的氧化物、锑及制品、废碎料、锑矿砂及其精矿，其中以未锻轧铅与锑矿为主。2023/2024 年我国锑精矿进口 1.3/1.6 万金属吨，全口径锑进口 1.5/2.2 万金属吨。虽然总量有所增长，但细看 24 年 9 月后进口量快速回落，至 12 月锑矿进口仅 466 金属吨（1-8 月均值为 1437 吨），全口径锑进口仅 770 吨（1-8 月均值为 1989 吨）。

图 4：24 年 9 月后锑进口量大幅回落（单位：金属吨）



资料来源：钢联数据，天风证券研究所

我们认为随着内外盘价差的进一步扩大，进口量将进一步降低，国内进口原料也将愈发紧张。当前进口原料的受限，与 24 年 4 月供给侧的扰动相似，成为推动锑价上行的主要动力。

2.2. 需求侧：光伏&阻燃等存量需求预期向好，出口需求逐步恢复

2.2.1. 光伏抢装为光伏侧需求注入景气

24 年中开始的光伏玻璃去产能进程使得锑光伏端需求弱化，一定程度上推动了锑价在下半年走弱。据钢联数据，24 年 7 月 2 日光伏玻璃有效产能登顶 11.65 万吨/日后转向下行，直至 2025 年 2 月 17 日触底 8 万吨/日；光伏玻璃产能利用率亦在 24 年 7 月 3 日达到 93.6% 后转向下行，直至 2025 年 2 月 17 日触底 66.45%。

目前光伏行业迎来抢装潮，光伏玻璃需求出现向上拐点。据国家发改委与能源局联合发布的《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》(136 号文)明确以 2025 年 6 月 1 日为节点，存量项目沿用原有电价机制，增量项目则需通过市场化竞价确定电价。这一政策直接催生了两种抢装逻辑：

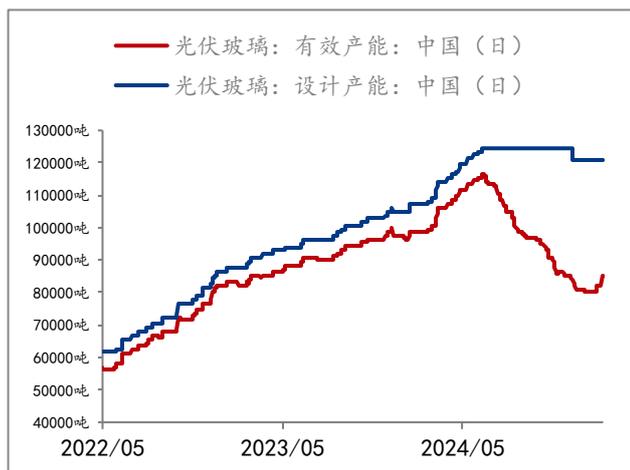
一是存量项目“抢并网”：为锁定较高的固定电价或补贴收益，企业需在 6 月前完成项目投产。例如，山东、河南等分布式光伏大省已出现集中并网现象。

二是增量项目“抢备案”：市场化电价可能压缩未来收益空间，开发商加速推进项目前期审批，以规避政策不确定性。

从高频数据亦可验证光伏侧需求正在回暖，景气度至少有望持续至 531 抢装结束前。从光伏玻璃有效产能、产能利用率、光伏玻璃库存、光伏玻璃价格等高频数据看，都结束了自去年中以来不断恶化的形式，出现了反转的迹象，也印证了光伏行业目前出现了实质性回暖。

焦锑酸钠在光伏玻璃中作为澄清剂使用，光伏玻璃需求回暖有望为锑需求带来向上拉动，为锑价上行提供支撑。光伏玻璃有多种澄清剂可选，以焦锑酸钠($Na_2H_2Sb_2O_7 \cdot 4H_2O$)为主的复合澄清剂具有较好的效果，适配光伏超白压延玻璃。超白压延玻璃中铁含量较低，通常限制了硫酸盐澄清剂的低温分解作用，而焦锑酸钠作为一种高价氧化物澄清剂，分解温度低，能直接放出氧，因此生产光伏超白玻璃常用的澄清剂是三氧化二锑与硝酸钠或者复合澄清剂焦锑酸钠。伴随光伏抢装潮的到来，24 年弱化的光伏侧需求迎来反转，有望为锑价上行提供支撑。

图 5：24H2 光伏玻璃经历去产能阶段，目前出现拐点



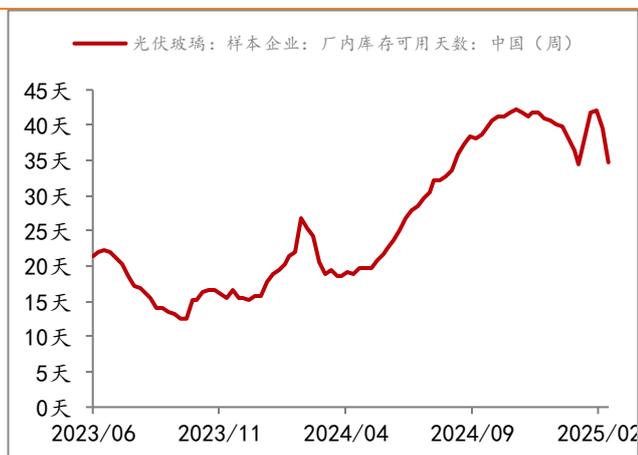
资料来源：钢联数据，天风证券研究所

图 6：24H2 光伏玻璃产能利用率降低，目前出现拐点



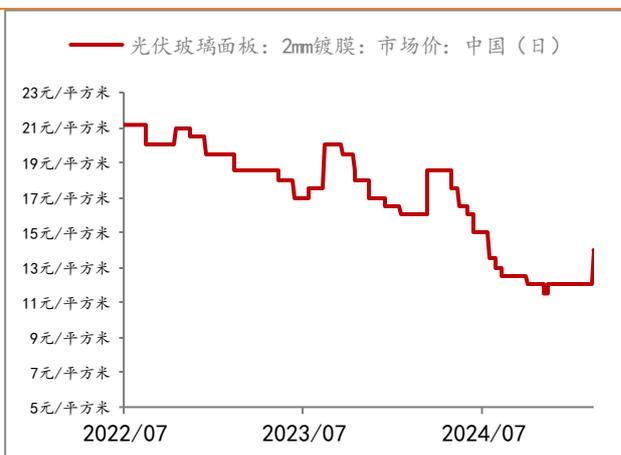
资料来源：钢联数据，天风证券研究所

图 7：24H2 光伏玻璃持续累库，当目前出现拐点



资料来源：钢联数据，天风证券研究所

图 8：光伏玻璃价格拐点上行

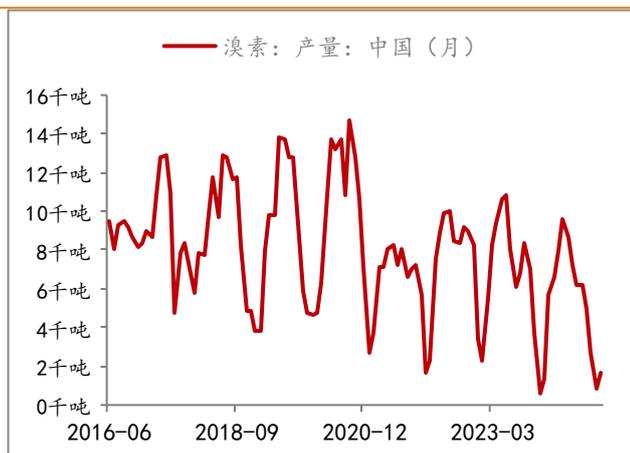


资料来源：钢联数据，天风证券研究所

2.2.2. 阻燃需求有望触底回暖

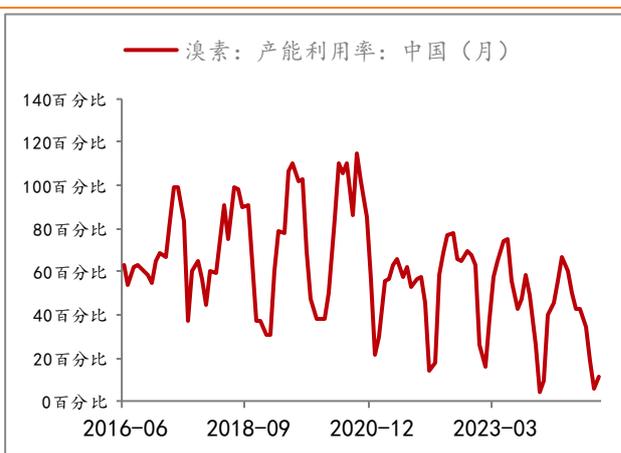
我们用溴素产量表征阻燃剂需求，而溴素产量具有明显的周期性。目前，溴素产量、产能利用率进入触底反弹周期，有望为梯需求提供上行支撑。

图 9：溴素产量出现触底反弹



资料来源：钢联数据，天风证券研究所

图 10：溴素产能利用率出现触底反弹

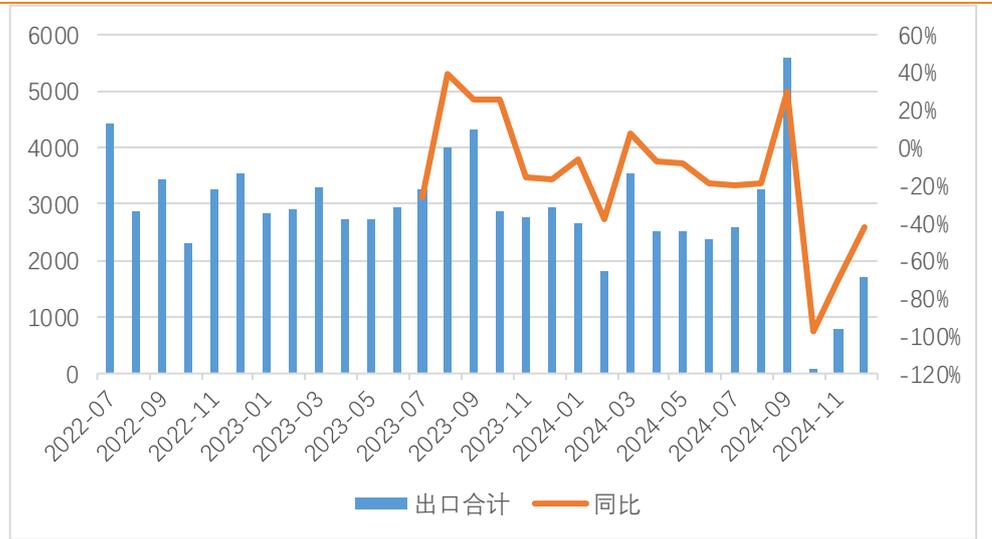


资料来源：钢联数据，天风证券研究所

2.2.3. 出口需求亦在加速恢复

自 24 年 10 月出口降至冰点后，11、12 月出口量处于逐步修复过程中。其中，12 月全口径锑出口约 1700 吨，参考 1-8 月平均出口量 2657 吨，12 月出口水平已修复至正常水平的 64%，出口需求冰点已过，出口端需求的恢复有望为国内锑需求带来上行支撑。

图 11：锑出口量（全口径）降至冰点后正逐步恢复（单位：金属吨）



资料来源：钢联数据，天风证券研究所

2.3. 供需共振，锑价有望持续上行

综合分析，我们可以看到：

(1) 去年 4、5 月支撑锑价上行的供给侧扰动再次出现，且随着内外盘价差的持续扩大正不断深化，进口原料的缺位或将持续更长时间。

(2) 去年 7 月、9 月导致锑需求走弱的因子出现了反转，光伏抢装潮的到来逆转了去年光伏去产能的颓势，且此种景气度有望至少持续至 6 月；出口的修复则逆转了去年出口需求缺位的尴尬。

整体而言，今年锑的供需与去年相比，向着更难解的供给扰动与更有希望的需求景气演绎。我们认为，这样的供需边际变化有望推动锑价持续上行，不断刷新历史新高。

3. 风险提示

供给大幅增长的风险，需求不及预期的风险，金属价格大幅波动的风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com