



# 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：出口恢复确立价格拐点，重视板块二轮布局机会

### 事件

根据安泰科，据市场人士称，近期我国对某些国家的氧化锑（出口）申请渠道打开。

### 点评

**出口现状：9月或存在抢出口，管制实施后出口暂停。**

根据海关数据，9月我国出口氧化锑为4549吨，分别环比/同比+34.21%/+10.95%。由于出口管制于9月15日正式生效，我们认为，9月上旬存在较为明显的“抢出口”情况。据安泰科，在出口管制的影响下，9月15日开始至10月末，未有锑品出口。

**内外价差超10万元/吨，国内价格修复空间大。**

自8月《出口管制》公告发布，海内外锑价走势完全相反。自8月15日至10月30日，海外、国内价格分别+52%、-11%至3.55万美元/吨、14.34万元/吨；测算价差超过10万元/吨。在出口审批开始恢复，出口秩序有望逐步恢复的情况下，我们认为国内锑价有望向海外锑价修复。11月5日国内锑锭价格为14.74万元/吨，较10月末上涨近3.51%。

**需求最差时刻或已过去。**

1) 外需：根据百川盈孚，2023年全年/2024年前三季度全国氧化锑产量为11.27/7.80万吨，而出口量分别为3.58万吨/2.80万吨；氧化锑作为锑品的主要形式，测算出口比例已超过30%。历经一个半月的出口暂停，出口恢复审批意味着外需有望触底回升。2) 内需：由于24H1光伏玻璃产量扩张较快，于7月开始冷修，周度产量环比持续下降，10月最后一周产量较7月峰值下滑50%。我们测算2024年1-9月光伏玻璃内需占比已超过40%，光伏玻璃产量持续下滑对内需造成显著拖累。但近期光伏玻璃周度产量环比下滑逐步减缓、终端库存有见顶趋势，我们认为内需进一步恶化的空间较为有限。外需从零开始恢复、内需下降空间有限，我们认为锑需求最差时刻或以过去。

**库存持续历史低位。**

截至10月末国内锑锭和氧化锑库存分别为0.36万吨/0.61万吨，60日涨幅分别为-0.5%/+2.0%，90日涨幅分别为+0.6%/+3.2%；即便面对内需、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。仍处历史较低水平。

**供需缺口有望持续扩大，价格持续看涨。**

截至9月，我们测算国内锑消费缺口已超过2万吨，俄矿潜在的造成集中冲击的概率亦较小。且俄矿存在较强的减产、停产预期，因而后续不必担心因地缘关系改变而俄矿恢复进口。年度供需来看，由于以极地黄金为代表的存量海外矿存在品位下滑、甚至存在停产预期的问题，新增项目存在较大不确定，国内锑矿增量少且释放周期较长，我们测算2024-2026年的供给增速为-3%/+3%/+4%；需求端光伏景气度高位延续，阻燃剂、铅蓄电池需求良好，因而我们测算2024-2026年需求增速为+7%/+6%/+5%。因而24-26年全球锑缺口有望持续扩大。

### 投资建议与估值

锑品出口审批恢复，光伏玻璃冷修和累库趋缓，需求最差时刻或已过去；库存仍处历史低位，供给难有边际增量，内外价差巨大的情况下，我们认为国内锑价有望迎来拐点，开启二轮上涨。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：北京市东城区建国内大街 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