

策略点评 20250821

重视小金属“涨价”投资机会——主题掘金 (250821)

2025 年 08 月 21 日

证券分析师 陈刚

执业证书: S0600523040001

cheng@dwzq.com.cn

研究助理 孔思迈

执业证书: S0600124070019

kongsm@dwzq.com.cn

■ 7 月反内卷政策叠加雅江水电站、生育补贴等内需提振构成顺周期方向的“政策底”，市场在 7 月-8 月初基本完成了对于 PPI、ROE 拐点的交易，但空间交易仍需等待。回顾 2015-2017 年的供给侧改革行情，如果后续 PPI 拐点得到确认，则本轮有色板块亦不会缺席。但在此之前，不妨关注有色板块具备独立景气特征的小金属分支，其中锑、钨、钴、稀土等处于涨价趋势中或价格上行空间有望打开，建议重点关注。

■ 锑：内外盘价差持续走扩，出口管制放松后锑价有望进一步上行

锑内外盘价差走扩之下走私行为抬头，5 月起商务部管制导致出口量下滑。商务部 2024 年 8 月 15 日开始对部分锑、超硬材料等相关物项实施出口管制，此后锑内外盘价差开始快速走扩，若取美元兑人民币汇率为 7.18，则价差由 2024 年 9 月 2 日 0.49 元/吨提升至 2025 年 5 月 6 日的 18.49 元/吨，由此催生出大量走私行为，不法分子利用虚假申报、第三国转运等手法规避监管。据观察者网报道，去年 12 月至今年 4 月，美国从泰国和墨西哥进口了 3834 吨锑氧化物，这一数量几乎超过了此前三年总和。为解决这一问题，我国政府自 5 月 9 日以来开展打击战略矿产走私出口专项行动，5-7 月份我国锑氧化物出口明显下降，截至 7 月 22 日，中国对泰国的锑出口在 4 月达到历史最高点后下降了 90%，并且自 4 月以来对墨西哥的锑出口已为 0，走私遏制初有成效。

商务部明确将合规出口审批提上日程，锑有望迎来量价齐升。在针对锑走私打击行动获得阶段性成果后，出口管制定调出现转变。7 月 10 日，商务部发言人表示锑和镓等战略矿产具有明显的军民两用属性，对其实施出口管制符合国际通行做法，同时中国作为负责任的大国，也充分考虑各国对上述战略矿产的合理民用需求，依法依规对相关出口许可申请进行审查，并批准合规申请。7 月 19 日，国家出口管制工作协调机制办公室在打击战略矿产走私出口专项行动推进会上强调要制定并发布战略矿产合规出口工作指引，战略矿产合规、有序出口提上日程。后续随合规出口放开，锑金属一方面将迎来出口量的修复，同时内外盘价差的收敛将使国内价格中枢进一步上移，量价齐升之下利润弹性将充分打开。

■ 钨：配额收缩叠加出口管制，8 月钨价单吨突破 20 万

2025 年 5 月自然资源部首批钨矿开采指标为 5.8 万吨（三氧化钨含量 65%），较 2024 年第一批下达指标减少 6.45%，其中江西、湖南等主产区配额削减超 10%，供给存收缩预期。此前 2025 年 2 月商务部、海关总署对钨等相关物项实施出口管制。供给收缩叠加出口管制，年内钨价持续走高，截至 2025 年 8 月 20 日，累计涨幅近 50%，单吨价格突破 20 万元大关。伴随供给约束及下游硬质合金及钨材需求的稳步增长，钨价上行空间仍存。

■ 钴：刚果金出口管制致供给收缩，外部政策扰动影响大

刚果金于 2025 年 2 月 22 日宣布临时禁止钴产品出口 4 个月，后又于 6 月将禁令延期 3 个月至 9 月 22 日，作为钴资源占比超 75% 的国家，其出口禁令短期内将对全球钴供应造成显著冲击，2025 年 2 月 24 日-8 月 20 日国内钴金属价格上涨超 65%。根据商务部官网信息，今年 3 月刚总理曾表示，政府计划在禁令期满后通过出口配额管理钴的国际供应，并寻求与另一主要生产国——印度尼西亚开展合作，以共同稳定全球供应和价格。若刚果金政府后续实施出口配额政策，钴价中枢有望抬升。

■ 稀土：量稳价增的景气分支，战略性价值重估在即

大国博弈背景下稀土战略安全重要性凸显，板块正迎来价值重估。2025 年 4 月 4 日，中方首次实施中重稀土出口管制作关税反制，对欧美军工、汽车制造等领域生产造成严重冲击，出口管制仅 2 个月后，美日德等海外

相关研究

《星座组网、招标提速，重视商业航天产业趋势——主题掘金（250819）》

2025-08-20

《市场过度 Price in 美联储降息预期？——港股&海外周观察》

2025-08-18

车企及行业协会由于稀土材料缺乏纷纷发出停产警告。6月19日，商务部表示将依法依规不断加快对稀土相关出口许可申请的审查，以维护全球供应链稳定。这一拉锯过程充分体现了稀土资源“优势在我”的属性，其对于国家安全、供应链稳定的战略价值不可低估。为应对这一“卡脖子”威胁，美国国防部4亿美元注资本土稀土生产商MP Materials，但3-5年内仍难以打破我国在稀土冶炼领域构筑的技术壁垒，稀土板块的战略价值重塑仍将持续。

国内稀土存在供给刚性，量稳价增之下景气度持续验证。从总量上看，稀土配额增速有所放缓，2024年我国开采和冶炼分离指标分别为27万吨、25.4万吨，增速显著低于2021-2023年，此外打击走私矿产使对外供给进一步收缩。在此背景下，国内各主要稀土价格持续上涨，截至2025年8月20日，镨钕氧化物/氧化镧/氧化铈年度涨幅分别达55%/15.2%/36%，此外永磁材料端的烧结钕铁硼7月以来涨幅超15%。7月北方稀土、包钢股份等龙头亦上调25Q3稀土精矿交易价格。从量上来看，今年1-7月中国稀土出口总量较2024年同期增长13%，除6月因出口许可发放导致海外厂商集中备货外，其余时间出口量基本保持稳定。北方稀土、中国稀土等龙头中报业绩高增，量稳价增之下，行业景气度得到验证。

注：本文所涉及个股或者公司仅代表与产业链或交易热点有关联，本文所引述的资讯、数据、观点均以展示为目的，不构成投资建议，个股层面请参照东吴证券研究所各行业组所推荐标的。

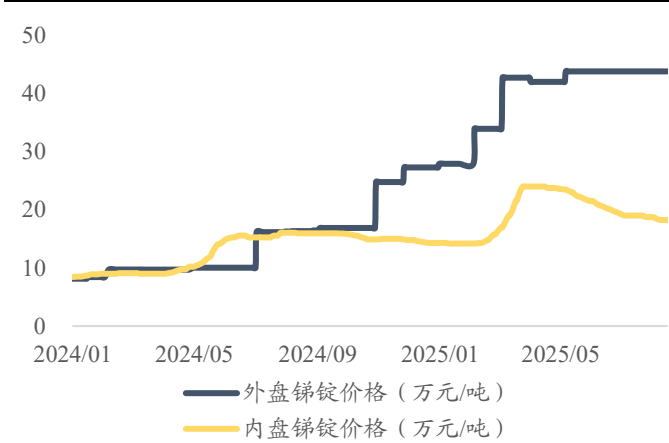
■ **风险提示：**经济增长不及预期；政策推进不及预期；地缘政治风险；海外降息节奏及特朗普政府对华政策不确定性风险等。

表1：我国对战略金属的出口管制措施整理

时间	部门	文件/事件	内容
2023年7月3日	商务部、海关总署	《商务部 海关总署公告2023年第23号 关于对镓、锗相关物项实施出口管制的公告》	对 镓、锗 相关物项实施出口管制，满足相关特性的物项，未经许可，不得出口。
2024年8月15日	商务部、海关总署	《商务部 海关总署公告2024年第33号 关于对锑等物项实施出口管制的公告》	对部分 锑、超硬材料 等相关物项实施出口管制，未经许可，不得出口。
2024年12月3日	商务部	《商务部公告2024年第46号 关于加强相关两用物项对美国出口管制的公告》	禁止两用物项对美国军事用户或军事用途出口；原则上不予许可 镓、锗、锑、超硬材料 相关两用物项对美国出口；对石墨两用物项对美国出口，实施更严格的最终用户和最终用途审查。
2025年2月4日	商务部、海关总署	《商务部 海关总署公告2025年第10号 公布对钨、锑、铋、钼、铟相关物项实施出口管制的决定》	对 钨、锑、铋、钼、铟 相关物项实施出口管制，出口经营者出口应依据相关规定向国务院商务主管部门申请许可。
2025年4月4日	商务部、海关总署	商务部 海关总署公告2025年第18号 公布对部分中重稀土相关物项实施出口管制的决定	首次将 钪、钇、铈、镝、铕、镱、铥 等 7 类中重稀土及相关物项（如钪钴永磁体、镱铁合金）纳入出口管制清单
2025年5月9日	国家出口管制工作协调机制办公室	部署开展打击战略矿产走私出口专项行动	各部门要聚焦战略矿产领域，加强源头管控，形成打击合力，针对伪报瞒报、夹藏走私、“第三国”转口等典型规避手法， 重点打击战略矿产走私出口 。依法加快办理并公布一批违法出口案件，深挖幕后非法实体和走私网络。

数据来源：商务部官网，中国政府网，东吴证券研究所

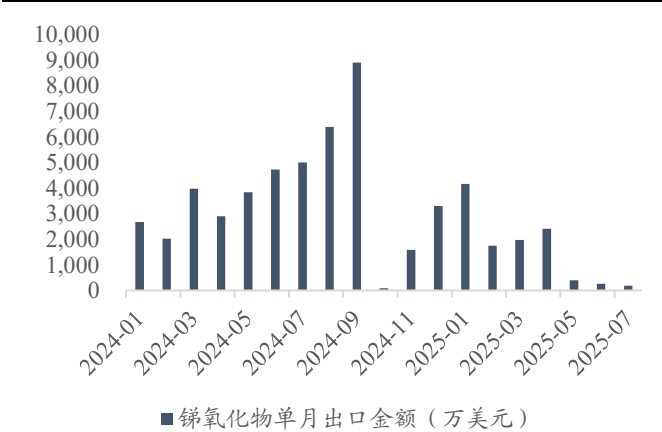
图1：截至 2025/8/18，锑锭内外盘价差超 25 万元



数据来源：同花顺 iFind，东吴证券研究所

注：外盘价格以 2025/8/20 美元兑人民币汇率 7.18 换算

图2：2025 年 5-7 月锑氧化物单月出口金额快速下降



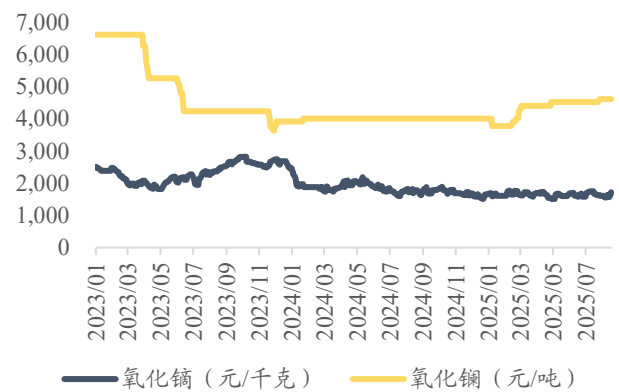
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3: 镨钕氧化物 2025 年 5 月以来价格持续上涨



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 氧化镨、氧化镧市场报价



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 钨精矿价格 4 月以来持续上扬



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 国内钴价自刚果金出口禁令以来涨幅超 65%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表2：小金属板块核心标的梳理

分类	股票代码	股票名称	市值（亿元）	申万二级行业
锑	601020.SH	华钰矿业	197.9	工业金属
	002155.SZ	湖南黄金	307.4	贵金属
	600301.SH	华锡有色	180.0	小金属
	600961.SH	株冶集团	139.2	工业金属
稀土	600111.SH	北方稀土	1,642.3	小金属
	600010.SH	包钢股份	1,195.6	普钢
	000831.SZ	中国稀土	485.4	小金属
	600259.SH	广晟有色	213.7	小金属
	600392.SH	盛和资源	417.3	小金属
永磁材料	300748.SZ	金力永磁	404.1	金属新材料
	000970.SZ	中科三环	189.0	金属新材料
	300224.SZ	正海磁材	155.5	金属新材料
	600366.SH	宁波韵升	182.6	金属新材料
	002645.SZ	华宏科技	97.0	环保设备Ⅱ
	301141.SZ	中科磁业	90.6	金属新材料
	000795.SZ	英洛华	136.8	金属新材料
	688077.SH	大地熊	39.9	金属新材料
	603072.SH	天和磁材	144.0	金属新材料
	600980.SH	北矿科技	53.0	专用设备
钨	000657.SZ	中钨高新	436.9	小金属
	600549.SH	厦门钨业	423.7	小金属
	002842.SZ	翔鹭钨业	34.6	小金属
	002378.SZ	章源钨业	126.1	小金属
钴	603799.SH	华友钴业	774.2	能源金属
	301219.SZ	腾远钴业	192.0	能源金属
	300618.SZ	寒锐钴业	120.6	能源金属

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：表中市值数据截至 2025 年 8 月 20 日收盘；表中个股仅代表与本文所提及小金属行业有关联，仅作为展示，不代表投资建议，个股层面请参照东吴证券研究所各行业组所推荐标的

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>