

2025年2月8日

# 缅甸佤邦锡矿复产预期或落空，对锡价有所支撑

## 有色-能源金属行业周报

### 报告摘要：

#### ► 本周国内锂盐价格环比下跌，后市或维持震荡

截止到本周四，国内工业级碳酸锂（99.0%为主）市场成交价格区间在 7.35-7.55 万元/吨，市场均价 7.45 万元/吨，较上周下跌 1.32%；国内电池级碳酸锂（99.5%）市场成交价格区间在 7.6-7.8 万元/吨，市场均价为 7.7 万元/吨，较上周下跌 1.28%。国内电池级粗粒氢氧化锂价格为 6.9-7.3 万元/吨，市场均价 7.1 万元/吨；电池级微粉氢氧化锂市场价格为 7.45-7.9 万元/吨，均价 7.675 万元/吨；国内工业级氢氧化锂市场价格 6.05-6.6 万元/吨，均价在 6.325 万元/吨。据 SMM 数据，截至 2 月 6 日，碳酸锂样本周度库存总计 10.77 万吨，较 1 月 23 日去库 822 吨，上游冶炼厂较 2 月 6 日累库 4542 吨至 3.7 万吨，中下游材料厂去库 6264 吨至 3.19 万吨，其他环节（包括电池厂、主机厂等）累库 900 吨至 3.88 万吨。本周碳酸锂库存小幅去库。供应端，本周含春节假期，锂盐厂停产放假较多，仅部分厂家维持生产，碳酸锂整体产量下滑。智利 1 月出口到国内碳酸锂量达 1.9 万吨，预计 2 月国内进口量提高。碳酸锂总库存下滑，受节假日物流影响，现货市场停滞，厂家库存累积，下游库存下降，贸易库存略有下行，其他库存下降。截至 2025 年 2 月 7 日，期货仓单量为 48387 吨。需求端，下游产量受假期影响环比小幅下滑，但同比去年增量较大，多数下游企业维持开工。节前下游厂家多备货充足，短期内外采需求较低。本周下游对碳酸锂观望较浓，询盘冷清，大贴水工碳及准电有少量成交。某电池厂所属锂矿复产，叠加 1 月出口数据，本月供应端预计较为充足。复产消息影响市场预期，期货面看空情绪渐浓，多空仍在博弈。下游有节后补货需求预期，预计短期内碳酸锂现货价格区间震荡。

#### ► 本周普氏锂精矿报价环比下调，后市锂矿价格或随锂盐价格震荡

截止到 2 月 7 日，普氏能源咨询锂精矿（SC6）评估价格为 855 美元/吨（FOB，澳大利亚），较 1 月 31 日报价下调 5 美元/吨。2 月 6 日，进口锂辉石原矿市场均价 685 元/吨度；非洲 SC5% 市场均价为 568 美元/吨；澳洲 6% 锂辉石 CIF 市场均价在 870-920 美元/吨。当前锂矿市场询盘与报价活跃度有限。供应端依旧宽松，供应商等待下游需求回暖。部分依赖外采锂矿的小型锂盐厂，因节后行情走势不明，对后续锂矿采购持观望态度。锂矿市场现供应充裕但需求存疑的局面，预计锂矿价格在短期内随碳酸锂价格震荡。

#### ► 本周沪镍价格环比上涨，海外供给扰动仍存

### 评级及分析师信息

行业评级：推荐

### 行业走势图



分析师：晏溶

邮箱：yanrong@hx168.com.cn

SACNO：S1120519100004

### 相关研究：

1. 《能源金属周报|锡供需格局仍然偏强，锡价下行空间相对受限》

2024.08.04

2. 《能源金属周报|锡供需格局仍然偏强，锡价下行空间相对受限》

2024.07.28

3. 《能源金属周报|锡价受锡矿紧张预期支撑较强，下行空间或有限》

2024.07.21

截止到 2 月 7 日，LME 镍现货结算价报收 15575 美元/吨，较 1 月 31 日上涨 3.56%，LME 镍总库存为 175710 吨，较 1 月 31 日增加 1.98%；沪镍报收 12.73 万元/吨，较 1 月 27 日上涨 2.35%，沪镍库存为 35,341 吨，较 1 月 27 日减少 2.24%；硫酸镍报收 26,900 元/吨，较 1 月 24 日持平。根据百川周报，供应方面，节前印尼镍矿商协会(APNI)透露，政府已批准的 2025 年镍矿 RKAB 配额已达 2.9849 亿吨，市场供应增加，镍成本支撑下行。但节后菲律宾政府表示将在五年过渡期内逐步禁止本地开采的原矿出口，受此消息影响，镍价小幅上行。国内精炼镍方面，春节期间部分镍企生产略有放缓。全国主流精炼镍厂家维持生产，但华东、华南等精炼镍厂家产量小幅下降，东北地区厂家出板日期延后，镍市场整体开工小幅下滑。需求方面，本周下游多数不锈钢企业尚未复工，节后镍市场交投冷清，目前镍市基本维持询价多接单少的氛围，商家表示总体活跃度依旧不足，不少人选择观望。新能源领域，新能源汽车以及消费电子产品均有补贴政策，市场需求尚在，但三元电池装车量结构性问题加剧，市场份额被磷酸铁锂电池挤占明显，且春节后复工，前驱体厂尚未开始询价，需求整体较为低迷。合金方面，市场消费增速是纯镍需求亮点但占比不大。整体来看，本周用家采购数量不多，现货市场成交一般。

### ► 本周钴价平稳运行，需求仍偏弱势

截至 2 月 7 日，电解钴报收 16.45 万元/吨，较 1 月 27 日价格持平；氧化钴报收 102.5 元/千克，较 1 月 27 日持平；硫酸钴报收 2.72 万元/吨，较 1 月 24 日持平。根据百川周报，供应方面，本周国内硫酸钴产量预计 700 金属吨，较上周产量减少，开工率同步下调。由于受国内春节假期的影响，叠加下游三元前驱体需求弱势，硫酸钴冶炼厂停产检修较多，市场开工并不积极，场内整体供给量减少，市场开工低位。同时，据了解四川某厂家硫酸钴投产计划延期，预计 25 年完成其投产及试生产。需求方面，因春节前下游电芯厂备货，2 月需求降低，节后来看，三元材料企业询单意愿偏低，同时刚刚复工，市场暂无新单成交。2 月 7 日，四氧化三钴报价 111 元/千克，较 1 月 27 日价格持平。根据百川周报，供应方面，本周国内四氧化三钴产量预计 2080 吨，较上周产量减少，开工率同步下调。国内春节假期期间，部分四氧化三钴冶炼厂进行停产检修，导致总体产量有所减少。此外，由于下游钴酸锂的需求较为疲软，大部分有备货计划的企业已经提前完成采购，节后市场行情表现偏弱态势。需求方面，1 月数码产品补贴政策下发，一定程度上对市场产生利好影响，但因春节后一、二季度多为市场淡季，预计利好因素支撑有限。电子烟市场持续萎靡，近日，英国政府发布了一次性电子烟禁令指导细则，禁令将于 2025 年 6 月 1 日起正式生效，后期或将对国内电子烟出口产生一定影响。

### ► 本周稀土价格偏强运行，观望稀土管理条例及稀土指标下达情况

截止到 2 月 7 日，氧化镧均价 4000 元/吨，较 1 月 27 日价格持平；氧化铈均价 8,240.00 元/吨，较 1 月 27 日价格上涨 2.87%；氧化镨均价 43.71 万元/吨，较 1 月 27 日价格上涨

2.52%；氧化钼均价 43 万元/吨，较 1 月 27 日价格上涨  
2.87%；氧化镨钕均价 42.75 万元/吨，较 1 月 31 日价格上涨  
2.4%；氧化镱均价 1,690.00 元/公斤，较 1 月 27 日上涨  
1.50%；氧化铟均价 5,990.00 元/公斤，较 1 月 27 日价格上涨  
1.10%。根据百川周报，供应相对稳定，上游生产企业假期正  
常开工，节后持续稳定，氧化物和金属供应量变化不大，厂家  
以交货为主，市场现货流通数量增加有限。新增订单继续观  
望，磁材企业陆续开工，赶交春节前订单为主，节后新增订单  
不多，对应订单补货为主，更多需求有待观望，当前表现相对  
稳定。市场情绪谨慎，春节后报价推涨，实际接货谨慎，少量  
商家有看涨情绪，积极跟进为主，市场整体保持谨慎观望态度  
居多。

### ► 本周沪锡价格环比上涨，缅甸佤邦锡矿复产预期或落空

截止到 2 月 7 日，LME 锡现货结算价 31,110.00 美元/  
吨，环比 1 月 31 日上涨 4.10%，LME 锡库存 4,180.00 吨，环  
比 1 月 31 日减少 2.68%；沪锡加权均价 25.85 万元/吨，较 1  
月 27 日价格上涨 4.12%；沪锡库存 9,913.00 吨，较 1 月 27 日  
增加 40.85%。锡精矿端，周内锡精矿加工费暂无调整，当前  
云南地区的锡精矿加工费为 13500 元/吨，江西地区的加工费  
为 9500 元/吨。春节期间江西等地小厂停产放假，市场对矿  
采买需求减少，节后依旧延续锡精矿紧缺行情，后续加工费可  
能继续回落。锡锭：周内现货成交偏弱，国内冶炼厂逐步进入  
放假模式，下游领域尚未停工企业采买积极性不高，整体看炼  
厂放假规模弱于下游企业，市场供应端压力仍存。锡锭端，周  
内市场成交表现冷清，节后冶炼厂陆续恢复生产，市场人士陆  
续复工，下游领域复产进程稍缓，实际采买暂未明显改善。根  
据印尼贸易部数据，印尼 12 月锡出口量达到 4685.28 吨，同  
比减少 21.59%，环比减少 21.11%。2024 年全年锡出口量 4.49  
万吨，同比减少 34.66%。整体来看，缅甸佤邦锡复产节奏仍  
不明朗，印尼精炼锡出口恢复较缓慢，12 月出口量同环比均  
大幅下滑，且低于正常水平，供应端干扰未有效解除，中短期  
或将无法恢复正常。综合来看，缅甸佤邦锡矿复产预期落空，  
叠加近期地缘政治影响下非洲战乱再起，市场对锡矿主要进口  
来源国刚果（金）的供应稳定性显担忧，以上因素都对锡价有  
所支撑。

### ► 本周锑锭价格平稳运行，后市需关注下游需求情况

截止到本周四，2#低铋锑锭出厂含税价 13.9-14.2 万元/  
吨，2#高铋锑锭出厂含税价 13.8-14.1 万元/吨，1#锑锭出厂含  
税价 14-14.3 万元/吨，0#锑锭出厂含税价 14.3-14.6 万元/  
吨，均较上周同期价格稳定。本周，春节假期结束，各企业相  
继开工，但目前整体市场还处于有价无市状态，锑产品价格变  
化不大，较节前保持一致，目前锑市场成交稀少，因此本周锑  
价格稳定。后市需关注下游需求情况。

### ► 本周 APT 价格较为平稳，市场供给总体偏弱

截至 2 月 7 日，白钨精矿（65%）报价 14.35 万元/吨，环  
比 1 月 24 日价格持平；黑钨精矿（65%）报价 14.50 万元/

吨，环比 1 月 24 日价格持平；仲钨酸铵（88.5%）报价 21.30 万元/吨，环比 1 月 24 日日价格持平。根据百川周报，供应方面，本周原料供应趋紧。矿山停产检修持续，原料端复工复产步伐缓慢，产业链企业节日氛围仍浓郁，场内业者操作不多，市场供给总体偏弱，原料社会面库存相对稳定，整体供应相对紧缩。需求方面，本周终端需求不多。节后市场逐步复苏，消费亟待释放，当前刚需走货支撑市场，产业链上下游缓慢恢复，部分业者对后市存在畏高情绪，新增订单寥寥，观望短期实质需求表现。月初长单价支撑较强，奠定钨市偏高位运行基调，当前场内节日氛围仍未完全消散，少部分厂家仍未复工，市场购销相对平静，询单报价积极性一般，部分厂家节前备货充足，或元宵节前后才会进场操作，短期市场僵持观望为主。

### ► 铀供给偏紧预期持续，对铀价或有支撑

根据同花顺数据，12 月全球铀实际市场价格为 60.22 美元/公吨，行至近 15 年高位。受地缘政治波动、美国降息预期等因素影响，全球经济波动加剧，同时全球能源供求关系持续紧张，能源安全与能源独立形势非常严峻；同时，天然铀供给端的结构性短缺困境与需求端不断增长的核电发展态势，使铀供给偏紧预期持续发酵，铀价行至高位。尽管现货价格高位震荡、长贸铀价持续上涨，但仍不能推动大量天然铀供应释放至市场中，铀矿复产、投产及重启不及预期情形频发，供应端存在较大不确定性。同时，随着美国制裁俄罗斯低浓铀法案落地，未来或将造成全球天然铀供需格局转变。哈原工宣布旗下 Inkai 铀矿从 2025 年 1 月 1 日起停产，但已于 1 月 27 日宣布复产，对全球一次铀供给冲击有限。综合来看，行业的供需格局对铀价形成的支撑仍然保持乐观的态势。

### 投资建议

本周碳酸锂库存小幅去库，国内碳酸锂价格环比下跌，2024 年年初至今，受制于锂价持续走低，已有四座矿山宣布暂时停产，若锂价延续弱势运行，不排除海内外产能进一步出清的可能，减产规模或将继续扩大，届时锂行业供给有望得到修复。但需注意本轮周期矿山暂停运营不牵扯股权变更或者司法纠纷，重启速度要较此前 1-3 年的重启周期迅速的多，也成为压制锂盐价格的重要因素。此外，之前涉及纠纷的 Manono 矿宣布预计将于 2026 年第一季度投产，或提升全球锂供给预期。我们维持后市锂盐价格继续震荡的看法，锂供给格局仍待继续出清。我们推荐关注成本曲线处于行业较低分位，且未来 2-3 年仍有供给增量的公司，受益标的有【雅化集团】、锂云母原料自给率 100%的【永兴材料】、【中矿资源】以及【赣锋锂业】。

本周氧化镨钕价格环比上涨，综合来看，供应端相对稳定，春节后库存累积不多，以交付前期订单为主，需求一般，继续观望后市订单情况，市场表现谨慎，刚需跟进为主，同时观望稀土管理条例及稀土指标的下达情况。受益标的：【北方稀土】、【金力永磁】。

本周沪锡价格环比上涨。整体来看，缅甸佤邦锡复产预期落空，印尼精炼锡出口恢复较缓慢，供应端干扰未有效解除。印尼 12 月锡锭出口量同环比均大幅下跌，且仍低于正常水平，中短期或将无法恢复正常。短期供应端矿紧格局不变，对锡价仍有支撑。受益标的：【兴业银锡】、【华锡有色】、【锡业股份】。

综合来看，后市锑市场价格或将持续稳定为主。目前海内外锑价相差悬殊，若出口逐步恢复，价格有望向海外高价修复，可持续关注后续出口情况及市场表现。此外，特朗普政府对外加征关税政策导致的中美贸易摩擦延续或支撑锑价上行。受益标的：【湖南黄金】、【华钰矿业】。

综合来看，根据目前的供需格局，天然铀需求与一次供应之间的缺口在中长期仍然存在。伴随着在产项目产能利用率的提升及产量的衰减期的到来，一次供应缺口的补足将依赖于复产项目的落地以及新项目投产的进度。但新建项目建设的延迟和复产项目进度不及预期均导致铀行业供需格局偏紧。受益标的：中广核集团旗下海外铀资源开发的投、融资的唯一平台，且为国内铀业龙头的【中广核矿业】。

### 风险提示

- 1) 全球锂盐需求量增速不及预期；
- 2) 全球锂盐供给超预期；
- 3) 锡下游焊料等需求不及预期；
- 4) 缅甸佤邦锡矿主产区曼相矿区复产时间超预期；
- 5) 锡矿在建项目建设进度超预期；
- 6) 俄镍流入带来的供给增量超预期；
- 7) 全球锑矿供给超预期；
- 8) 全球钨矿供给超预期；
- 9) 地缘政治风险。

## 正文目录

1. 缅甸佷邦锡矿复产预期或落空，对锡价有所支撑.....	7
1.1. 锂行业观点更新.....	7
1.2. 镍钴行业观点更新.....	18
1.3. 稀土磁材行业观点更新.....	20
1.4. 锡行业观点更新.....	22
1.5. 锑行业观点更新.....	24
1.6. 钨行业观点更新.....	25
1.7. 铀行业观点更新.....	26
1.8. 行情回顾.....	28
2. 风险提示.....	31

## 图表目录

图 1 碳酸锂样本周度库存 (吨) .....	17
图 2 锂精矿价格情况 (美元/吨) .....	18
图 3 LME 镍库存及价格 .....	19
图 4 沪镍库存及价格 .....	19
图 5 氧化钴&电解钴价格走势 (元/吨) .....	20
图 6 四钴&硫酸钴价格走势 (元/吨) .....	20
图 7 氧化镧价格趋势 (元/吨) .....	21
图 8 氧化镨、氧化铈价格趋势 (元/吨) .....	21
图 9 氧化钕价格趋势 (元/吨) .....	21
图 10 氧化镝、铽价格趋势 (元/吨) .....	21
图 11 氧化镨钕价格趋势 (元/吨) .....	22
图 12 钕铁硼毛坯价格趋势 (元/吨) .....	22
图 13 沪锡价格及库存 .....	24
图 14 LME 锡价格及库存 .....	24
图 15 锑锭价格 (万元/吨) .....	25
图 16 锑精矿价格 (万元/金属吨) .....	25
图 17 白钨精矿 (65%) 及黑钨精矿 (65%) 价格 .....	26
图 18 仲钨酸铵 (88.5%) 价格 .....	26
图 19 全球铀实际市场价格 (美元/吨) .....	28
图 20 涨幅前十 .....	28
图 21 涨幅后十 .....	28
表 1 锂行业价格变动周度复盘 .....	28
表 2 镍行业价格变动周度复盘 .....	29
表 3 钴行业价格变动周度复盘 .....	29
表 4 稀土行业价格变动周度复盘 .....	29
表 5 锡行业价格变动周度复盘 .....	30
表 6 钨钼行业价格变动周度复盘 .....	30
表 7 锑行业价格变动周度复盘 .....	30
表 8 钨行业价格变动周度复盘 .....	30

## 1. 缅甸佷邦锡矿复产预期或落空，对锡价有所支撑

### 1.1. 锂行业观点更新

#### 1.1.1. 一周国内外锂资源信息速递

##### 1、青海省人民政府办公厅印发《青海省 2025 年一季度“开门红”若干举措》

青海省人民政府办公厅印发《青海省 2025 年一季度“开门红”若干举措》。其中提出，推动重点项目稳产满产投产。提速盐湖股份 4 万吨基础锂盐、汇信 2 万吨碳酸锂等项目建设。

##### 2、Pibara Minerals 2024Q4 产量同比增长 7% 至 18.82 万吨，单位运营成本环比持平

###### 一、生产经营情况

2024Q4 锂精矿产量为 18.82 万吨（SC 5.2%），与上一季度的 22.01 万吨（SC 5.3%）相比下降了 14%，同比增长 7%。与上一季度相比，产量有所减少，原因是成功过渡到 P850 运营模式，Ngungaju 工厂处于维护和保养（C&M）状态，并计划停机以增加 P680 破碎和分选能力。

2024Q4 锂辉石精矿销售总量为 20.41 万千吨，环比下降 5%，同比增长 28%，出货产品的氧化锂平均品位为 SC 5.3%，

2024Q4，锂回收率超过内部预测，平均回收率为 72.1%（上一季度为 75.3%）。然而，按照计划，由于 P680 破碎和分选的提升和优化，Pilgan 加工厂的锂回收率在此期间受到影响。这些影响被一系列加工改进部分抵消，包括进一步优化 P680 初级排渣设施。与 Pilgan 工厂 P1000 回路扩建相关的小型连接和调试工作也于 2024Q4 开始。

与上一季度相比，2024Q4 按离岸价计算的单位运营成本（不包括运费和特许权使用费）小幅上涨 2%，至 621 澳元/干吨（406 美元/干吨，美元计价环比持平）。根据 P850 运营模式，由于将 Ngungaju 工厂纳入维护和保养（C&M）状态，2024Q4 的运营成本开始下降，但被较低的销售量抵消。2024Q4 是降低运营成本和优化产量的过渡期。

2024Q4 按到岸价 (CIF) 计算的单位运营成本也比上一季度高出 2%，为 731 澳元/千吨 (478 美元/千吨，美元计价环比持平)，由于平均实际价格上涨抵消了运输成本下降，导致特许权使用费增加。

2024Q4 锂辉石精矿平均估计实现销售价格为 700 美元/千吨 (CIF 中国，基于 SC 5.3% 产品品位)。以 SC6.0 品位等效折算，锂辉石精矿的平均估计销售价格为 796 美元/千吨 (CIF 中国)。

2024Q4 达成了一项包销协议，淘汰了最近表现低于市场平均水平的定价机制。此外，重新协商了另一项客户包销定价机制，以便更好地与市场平均水平保持一致，该机制自 2025 日历年开始生效。这些变化将确保集团包销协议的平均实现价格与市场更好地保持一致。集团将继续通过利用承购协议中规定的审查机制，响应现行市场价格参考变化，以实现市场定价。

3、Greenbushes 2024Q4 锂精矿产量环比减少 3% 至 39.2 万吨，单位现金成本环比增长 17% 至 324 澳元/吨

#### 一、格林布什锂矿 (100% 基础)

1) 生产经营情况- Greenbushes 2024Q4 锂精矿产量为 39.2 万吨，环比减少 3%。季度产量下降是由于尾矿再处理和技术级工厂加工吨数减少 (生产了 35.9 万吨化学级和 3.3 万吨技术级锂精矿)。- 现金成本 (生产) 环比增长 17% 至 324 澳元/吨，反映出产量下降、维护成本上升以及上一季度确认的递延剥离调整。- 2024Q4 的锂矿销售量为 31.2 万吨，环比下降 20%，现金成本 (生产) 增长 17% 至 324 澳元/吨，反映出产量下降、维护成本上升以及上一季度确认的递延剥离调整。- 2024Q4 锂精矿总销量 (化学级和技术级) 的平均实现价格为 736 美元/吨 (FOB，澳大利亚)，而上一季度为 872 美元/吨。

2) 主要资本支出项目- 本季度 Greenbushes 的主要项目包括化学级工厂 3 (CGP3) 和尾矿储存设施 (TSF)。永久营地已于本季度完工。- 2024Q4 Greenbushes 的维持、增长和递延废物总支出为 1.489 亿澳元 (2024Q3: 2.02 亿澳元)，其中 2024Q3 的大部分资本支出与 CGP3、TSF 和递延剥离有关。

二、Kwinana 氢氧化锂工厂 (100% 基础)- 尽管本季度氢氧化锂工厂一期 (LHP1) 已完成大规模停产，但季度氢氧化锂产量仍环比增长。本季度生产的 1,593 吨产品中，95% 为电池级规格。- 本季度在 LHP1 上共花费了 3160 万澳元的维持和改进资本支出 (2024Q3: 2030 万澳元)。IGO 预计 2025H1 的资本支出运行率将低于 2024H2。

-自 10 月大规模停产以来，生产率一直在稳步提升。TLEA 预计未来几个月将逐步实现绩效改进。-由于氢氧化锂的市场状况和环比销售额下降，Kwinana 的库存有所增加。-本季度 EBITDA 亏损 1.055 亿澳元（2024Q3：亏损 5560 万澳元），受可实现净值调整环比增加的严重影响，确认了 2024 年 12 月 31 日库存成本与现行市场价格的公允价值之间的差额。-季度结束后，TLEA 股东同意停止氢氧化锂工厂二期 (LHP2) 的所有工作。-该决定基于对 LHP1 的运营绩效、未来资本支出和运营成本、项目执行进度和预计未来净现金流的详细评估，确定 LHP2 在经济上不可行。-IGO 还于 2025 年 1 月 20 日宣布，它正在评估 Kwinana 的账面价值，预计将在其 2024H2 财务业绩中确认为 TLEA 净亏损份额的一部分。

4、MIN 2024Q4 权益锂精矿总产量环比减少 13% 至 13.6 万吨，权益锂精矿总销量环比减少 28% 至 14.4 万吨

1) 整体

2024Q4，公司权益锂精矿总产量为 13.6 万吨，环比减少 13%，同比减少 18%。

2024Q4，公司权益锂精矿总出货量为 14.3 万吨，环比减少 20%，同比减少 16%。

2024Q4，公司权益锂精矿总销量为 14.4 万吨，环比减少 28%，同比增加 33%。

2024Q4，公司权益锂精矿销量的加权平均实现价格为 827 美元/吨（折 SC6 锂精矿），环比上涨 1%。

2) MT MARION（100%基础）

2024Q4 锂精矿产量为 11.6 万吨，环比减少 15%，同比减少 30%，符合锂精矿产量与当前市场条件保持一致并提供更高品位产品的指导方针。

2024Q4 锂精矿发运量为 11 万吨，环比减少 38%，同比减少 36%。发运锂精矿的平均品位为 4.4%，上一季度为 4.1%。2024Q4 锂精矿发运量折 SC6 为 8.2 万吨，环比减少 32%，同比减少 32%。

2024Q4 锂精矿销售量为 11.2 万吨，环比减少 49%，同比减少 36%。

随着工厂改进，包括湿式高强度磁选机 (WHIMS) 和进料品位的提高，本季度产品的平均品位提高至 4.4%，上一季度为 4.1%，如前所述，尽管产量较低，但更高的进料品位预计将持续到 2025H1。

按 SC6 计算，2024Q4 Mt Marion 的锂精矿平均售价为 816 美元/干吨，环比持平（按 4.4% 计算为 596 美元/干吨）。

本季度实施了几项先前提出的成本削减措施。这些措施包括改变员工名单，将挖掘机车队从 4 台减少到 2 台，从而减少约 190 个岗位，并将移动资产从现场解散，这些资产将被出售或重新部署。

2024H2 按 SC6 折算的锂精矿离岸成本预计为 1,076 澳元/干吨。随着成本削减措施的实施以及预期的回收率提高，2025 财年按 SC6 折算的锂精矿成本指引维持在 870-970 澳元/干吨。

### 3) WODGINA (100% 基础)

2024Q4 锂精矿产量为 10.8 万吨，环比增加 5%，原因是矿石质量有所改善，加工了更多新鲜矿石，此外还实施了回收改进计划，同比减少 2%。

2024Q4 锂精矿发运量为 12.2 万吨（折 SC6 为 11.8 万吨），环比增加 32%，同比减少 6%，按 SC6 计算，锂精矿平均实现价格为 834 美元/吨，环比下降 1%（按 5.7% 计算为 800 美元/吨）。

如之前宣布的，本季度实施了多项成本削减措施。这些措施包括改变员工名册，导致约 130 个职位减少，以及移动资产的停租和遣散。

2024H2 按 SC6 折算的锂精矿离岸成本预计为 1,013 澳元/干吨。随着成本削减措施的实施以及 2025H1 产量增加导致单吨成本下降，2025 财年按 SC6 折算的锂精矿成本指引维持在 800-890 澳元/干吨。

### 4) BALD HILL

鉴于当前的市场状况以及这是公司现金成本最高的业务，Bald Hill 于 11 月被纳入 C&M。因此 2024Q4 锂精矿产量环比减少 36% 至 2.5 万吨，出货量环比减少 39% 至 2.7 万吨。

在此期间，该矿山正在维护中，并已采取措施确保快速重启，包括保留三个月的破碎机工序矿石库存以及矿坑中的爆破库存。

在向 C&M 过渡结束时，该业务约 300 名员工中有三分之二以上被保留或重新部署到业务的其他部分。

Bald Hill 锂辉石精矿季度平均销售价格为 829 美元/干吨（以 SC6 为基础），环比上涨 5%（以 5.0% 为基础，为 683 美元/干吨）。

2024H2 按 SC6 折算的锂精矿离岸成本预计为 1,153 澳元/千吨，高于公司 2025 财年 800-890 澳元/千吨的指导价格，此前公司决定将矿山转型为 C&M，并因此导致产量下降。

5、NAL 项目 2024Q4 锂精矿产量环比减少 2% 至 5.09 万吨，销量环比增加 35% 至 6.6 万吨

#### 一、北美锂业 NAL 项目生产运营情况

##### 1) 产量

2024Q4 开采矿石量为 370,409 湿吨，环比增加 54%，因为采矿率按预期增加。本季度的矿山运营重点是矿石生产和原矿库存水平的优化。由于上一季度受岩土和脱水限制，采矿活动在本季度有所增加。尽管有所改善，但由于历史地下采矿区周围有主动和计划的安全要求，生产力限制仍在继续。本季度运往 ROM 堆的矿石给矿 Li<sub>2</sub>O 平均品位为 1.16%，与上一季度持平。

2024Q4 选矿厂加工了 342,855 吨矿石，环比下降 4%，平均给矿品位为 1.16%，冬季天气影响了一些破碎机性能，但加工回收率略有提高，部分抵消了这一影响。

2024Q4 磨机利用率为 90%，2024 年 10 月完成的一次重大停机影响了本季度的业绩。在线分析仪的安装造成了一定的产量损失，但通过改进工艺数据分析和更好的工艺控制，预计可以弥补这一损失。

2024Q4，碎矿穹顶通过在计划内和计划外的破碎机停机期间保持稳定的给矿和运营，继续提供稳定的运营，使磨机利用率从去年同期的 75% 稳定在 90%。

2024Q4 氧化锂回收率为 68%，环比高出一个百分点，这与运营过程中的纪律有关。

2024Q4 锂精矿产量依然强劲，达到 50,922 吨，环比减少 2%，平均品位为 5.3%。

##### 2) 销量

2024Q4 销售的锂精矿总量为 66,035 吨，环比增加了 35%。本季度有两批海运货物离港，其中一批货物卖给了 Piedmont Lithium，另一批货物则同时卖给了 Piedmont Lithium 和国际锂市场。

另有一批约 14,000 吨的货物出售给了 Piedmont Lithium，但在本季度末仍堆放在魁北克港口，以优化海运成本。由于产品所有权已从 NAL 转移至 Piedmont，因此这批货物已计入季度收入。

与上一季度相比，平均实际售价（离岸价）下降了 1%，为 1,054 澳元/公吨（686 美元/公吨）。虽然本季度现货锂价格略有改善，但现有销售合同包含回顾性价格公式，导致实现销售价格改善存在滞后。

Piedmont 承购协议中销售比例的提高以及国际销售报价期的积极调整对实际定价产生了积极影响。

公司继续实施有限的远期销售计划，利用锂产品远期价格中目前存在的正价差。假设成本表现稳定，公司预计远期销售安排和持续的生产/成本优化将有助于 NAL 实现更强劲的财务业绩。

截至 2024 年 12 月 31 日，共有 18,757 吨锂辉石精矿成品堆放在 NAL、运输途中或港口。这包括 2024 年 12 月出售给 Piedmont 的约 14,000 吨精矿。

6、SK Innovation 2024Q4 电池业务实现收入 1.60 万亿韩元；营业亏损 3,594 亿韩元

#### 一、整体盈利情况

##### 1) 2024Q4 整体盈利情况

2024Q4 SK Innovation Co., Ltd. 综合收入为 19.41 万亿韩元（1048.14 亿元人民币），营业利润为 1,599 亿韩元（8.63 亿元人民币），标志着公司已恢复盈利。

该公司将第四季度的扭亏为盈归功于炼油利润率的提高，以及将 11 月 1 日合并后 SK Innovation E&S 的营业利润纳入其中。

##### 2) 2024 年整体盈利情况

随着与 SKE&S（现为 SK Innovation E&S）的合并完成，SK Innovation 已建立起涵盖石油、液化天然气 (LNG) 和其他能源领域的综合能源价值链。随着能源业务协同效应的形成，SK Innovation E&S 的全年业务贡献预计将在 2025 年进一步提高盈利能力和财务稳定性。

2024 年 SK Innovation E&S 的年度营业利润为 1.12 万亿韩元（60.48 亿元人民币），其中 11 月和 12 月的营业利润为 1,234 亿韩元（6.66 亿元人民币），反映在 SK Innovation 的第四季度收益中。

SK Innovation 全年实现综合收入 74.72 万亿韩元（4034.88 亿元人民币），营业利润 3155 亿韩元（17.04 亿元人民币）。

## 二、2024Q4 分部门盈利情况

### 2024Q4 分部门盈利情况

1) 炼油业务收入为 11.69 万亿韩元（631.26 亿元人民币）；营业利润为 3,424 亿韩元（18.49 亿元人民币）。在取暖油需求增加和有利汇率的支持下，炼油利润率提高，库存增加，推动了利润率的恢复。

2) 石化业务收入为 2.37 万亿韩元（127.98 亿元人民币）；运营亏损 842 亿韩元（4.55 亿元人民币）。尽管销售量增加，但主要产品的价差下降和库存损失导致了该部门的运营亏损。

3) 润滑油业务收入为 9,707 亿韩元（52.42 亿元人民币）；营业利润 1,395 亿韩元（7.53 亿元人民币）。虽然由于季节性需求减弱和销售价格下降导致营业利润环比下降，但该业务部门保持了稳定的年度盈利能力。

4) 勘探与生产（E&P）业务收入为 3,792 亿韩元（20.48 亿元人民币）；营业利润为 1,458 亿韩元（7.87 亿元人民币）。由于销售量增加、有利的汇率和天然气价格上涨，抵消了全球石油价格下跌的影响，营业利润连续增长。

5) 电池业务收入为 1.60 万亿韩元（86.4 亿元人民币）；营业亏损 3,594 亿韩元（19.41 亿元人民币）。与上一季度相比，销售额增加了 1,679 亿韩元（9.07 亿元人民币）。然而，包括库存估值损失在内的一次性成本以及对增长计划的持续投资导致了运营亏损。该业务部门受益于美国《通货膨胀削减法案》（IRA）规定的先进制造业生产税收抵免（AMPC）813 亿韩元（4.39 亿元人民币），比上一季度增长 34%。

6) 材料业务收入为 312 亿韩元（1.68 亿元人民币）；运营亏损为 742 亿韩元（4.01 亿元人民币）。尽管销售量增加，但与库存相关的一次性成本导致了营业亏损。

7) SK Innovation E&S 收入 2.35 万亿韩元（126.9 亿元人民币）；营业利润 1,234 亿韩元（6.66 亿元人民币）。与上一季度相比，季节性电力需求下降和全球油价疲软影响了盈利能力。

### 2024 年分部门盈利情况

1) 炼油业务收入 49.84 万亿韩元 (2691.36 亿元人民币); 营业利润 4,611 亿韩元 (24.90 亿元人民币)。

2) 石化业务收入 10.35 万亿韩元 (558.9 亿元人民币); 营业利润 1,253 亿韩元 (6.77 亿元人民币)。

3) 润滑油业务收入 4.24 万亿韩元 (228.96 亿元人民币); 营业利润 6867 亿韩元 (37.08 亿元人民币)。

4) 勘探与开采业务收入 1.48 万亿韩元 (79.92 亿元人民币); 营业利润 5,734 亿韩元 (30.96 亿元人民币)。

5) 电池业务收入 6.27 万亿韩元 (338.58 亿元人民币); 运营亏损 1.13 万亿韩元 (61.02 亿元人民币)。

6) 材料业务收入 1,334 亿韩元 (7.20 亿元人民币); 营业亏损 2,827 亿韩元 (15.27 亿元人民币)。

7) SK Innovation E&S 收入 2.35 万亿韩元 (126.9 亿元人民币); 营业利润 1,234 亿韩元 (11-12 月业绩) (6.66 亿元人民币)。

7、截至 2024 年 12 月 31 日的九个月内,松下控股合并销售额同比增长 2%, 归母净利润同比减少 28%

#### 一、截至 2024 年 12 月 31 日的九个月业绩情况

截至 2024 年 12 月 31 日的九个月内,松下能源宣布于 2024 年 5 月开始向美国市场的重型电动卡车供应锂离子电池。松下能源于 2024 年 5 月宣布,开始向美国市场的重型电动卡车供应锂离子电池,由总部位于挪威的 Hexagon Purus ASA 和 HINO MOTORS SALES U.S.A., INC. 负责分销。2024 年 9 月,松下能源还宣布开始筹备与 SUBARU 公司和马自达汽车公司合作,在日本建立新工厂并加强锂离子电池生产能力的计划。此外,2024 年 8 月, Panasonic Connect Co., Ltd. 的子公司 Blue Yonder Holding, Inc. 此外,公司还于 2024 年 12 月完成了松下汽车系统株式会社 (“PAS”) 的股份转让。因此, PAS 已成为一家采用权益法的公司,不再是该公司的合并子公司。

截至 2024 年 12 月 31 日的九个月内,公司合并销售额同比增长 2%, 达到 64,039 亿日元。这主要得益于 Lifestyle, Connect 和 Industry 业务销售额的增长,

以及货币换算的影响，尽管 Energy 领域销售额有所下降，以及汽车领域 PAS 非合并的影响。与去年同期相比，营业利润增加了 9%，达到 3,483 亿日元，税前利润增加了 7%，达到 3,957 亿日元。这主要归功于销售额的增长和合理化的进展，尽管固定成本随着通货膨胀而增加，战略投资增加，以及记录了与 PAS 股份转让相关的费用。

归属于松下控股株式会社股东的净利润为 2,884 亿日元，比去年同期减少了 28%。这是由于 2024 财年所得税减少的影响，公司决定通过特别股东大会清算松下液晶显示器有限公司（“PLD”）并免除 PLD 的债务。

## 二、2024Q4 分业务板块的业绩情况

### 1) Lifestyle

销售额同比增长 4%，达到 26,662 亿日元。这主要得益于除热泵型热水器（A2W）以外的空气质量和空调产品以及电气建筑材料的稳定销售，以及汇率的影响（尽管 A2W 在欧洲的销售额有所下降）和其他因素。营业利润为 956 亿日元，与上年基本持平。这主要是由于空气质量和空调产品以及电气建筑材料的销售增加（尽管 A2W 在欧洲和其他产品的销售额下降，以及汇率恶化）。

### 2) Automotive

销售额为 8,050 亿日元，同比减少 15%，营业利润为 301 亿日元，同比减少 10%。由于该部门的 2025 财年业绩是基于约 8 个月的期间，因此随 PAS 于 2024 年 12 月 2 日完成股权转让而不再合并，销售额和营业利润与去年同期相比均有所下降。

### 3) Connect

销售额同比增长 11%，达到 9,466 亿日元。这主要得益于 Gemba Solutions 的销售额增加，包括大型项目在内的订单稳定，以及过程自动化、航空电子和 Blue Yonder 等业务的销售额增加，再加上汇率的影响。营业利润增至 442 亿日元。这主要归功于过程自动化、Gemba Solutions 和 Blue Yonder 等业务的销售额增长，尽管媒体娱乐业务的销售额因市场环境恶化等因素而有所下降。

### 4) Industry

销售额同比增长 5%，达到 8,184 亿日元。这主要是由于尽管工业用继电器的销售额有所下降，而且随着以欧洲为主的市场不景气，汽车用继电器和电容器的销售额也有所下降，但用于生成式人工智能服务器的产品的销售额增加，以及汇率的影

响。营业利润增至 425 亿日元。这主要得益于销售额的增长、合理化、价格调整以及日元贬值的影响。

#### 5) Energy

销售额为 6,453 亿日元，同比下降 9%。这主要是由于日本工厂减产导致车载销售额下降，以及原材料价格下降导致的价格调整，尽管工业/消费类销售额因数据中心储能系统的良好销售而有所增长。营业利润与去年同期相比增至 963 亿日元。这主要得益于储能系统销售额的增长，以及工业/消费领域材料市场价格的改善，以及北美车载设备工厂盈利能力的提高，尽管日本工厂减产导致汽车电池销售额下降，以及 Kansas 和 Wakayama 工厂产能提升成本的增加。

#### 6) 其他（未纳入报告分业务部门的其他业务活动）

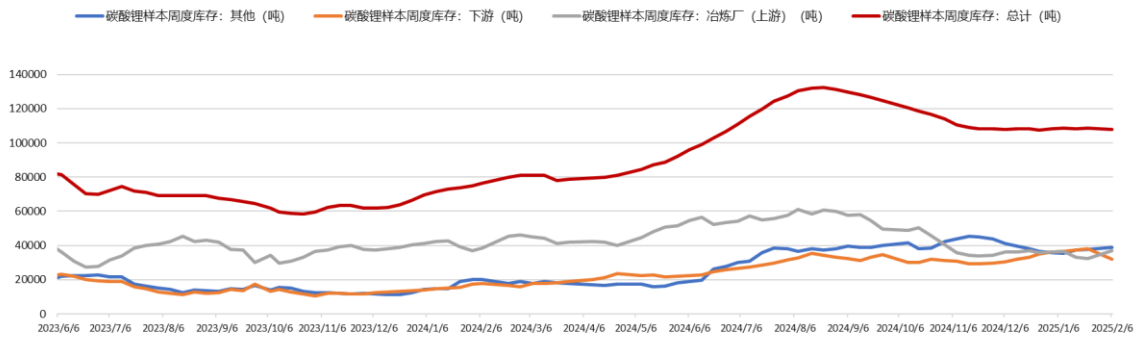
销售额同比增长 10%，达到 12,392 亿日元。营业利润增至 688 亿日元，与去年同期相比有所增长。

### 1.1.2. 本周国内锂盐价格环比下跌，后市或维持震荡

**本周国内锂盐价格环比下跌，后市或维持震荡。**截止到本周四，国内工业级碳酸锂（99.0%为主）市场成交价格区间在 7.35-7.55 万元/吨，市场均价 7.45 万元/吨，较上周下跌 1.32%；国内电池级碳酸锂（99.5%）市场成交价格区间在 7.6-7.8 万元/吨，市场均价为 7.7 万元/吨，较上周下跌 1.28%。国内电池级粗粒氢氧化锂价格为 6.9-7.3 万元/吨，市场均价 7.1 万元/吨；电池级微粉氢氧化锂市场价格为 7.45-7.9 万元/吨，均价 7.675 万元/吨；国内工业级氢氧化锂市场价格 6.05-6.6 万元/吨，均价在 6.325 万元/吨。据 SMM 数据，截至 2 月 6 日，碳酸锂样本周度库存总计 10.77 万吨，较 1 月 23 日去库 822 吨，上游冶炼厂较 2 月 6 日累库 4542 吨至 3.7 万吨，中下游材料厂去库 6264 吨至 3.19 万吨，其他环节（包括电池厂、主机厂等）累库 900 吨至 3.88 万吨。本周碳酸锂库存小幅去库。供应端，本周含春节假期，锂盐厂停产放假较多，仅部分厂家维持生产，碳酸锂整体产量下滑。智利 1 月出口到国内碳酸锂量达 1.9 万吨，预计 2 月国内进口量提高。碳酸锂总库存下滑，受节假日物流影响，现货市场停滞，厂家库存累积，下游库存下降，贸易库存略有下行，其他库存下降。截至 2025 年 2 月 7 日，期货仓单量为 48387 吨。需求端，下游产量受假期影响环比小幅下滑，但同比去年增量较大，多数下游企业维持开工。节前下游厂家多备货充足，短期内外采需求较低。本周下游对碳酸锂观望较浓，询盘冷清，大贴水工碳及准电有少量成交。某电池厂所属锂矿复产，叠加 1

月出口数据，本月供应端预计较为充足。复产消息影响市场预期，期货面看空情绪渐浓，多空仍在博弈。下游有节后补货需求预期，预计短期内碳酸锂现货价格区间震荡。

图 1 碳酸锂样本周度库存 (吨)

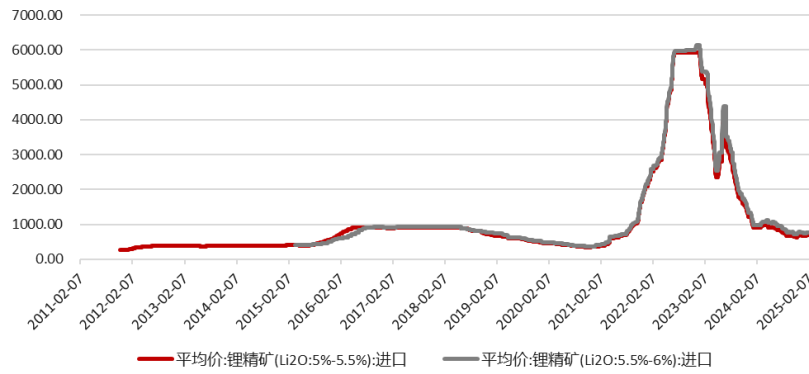


资料来源：SMM，华西证券研究所

### 1.1.3. 本周普氏锂精矿报价环比下调，后市锂矿价格或随锂盐价格震荡

本周普氏锂精矿报价环比下调，后市锂矿价格或随锂盐价格震荡。截止到 2 月 7 日，普氏能源咨询锂精矿 (SC6) 评估价格为 855 美元/吨 (FOB, 澳大利亚)，较 1 月 31 日报价下调 5 美元/吨。2 月 6 日，进口锂辉石原矿市场均价 685 元/吨度；非洲 SC5% 市场均价为 568 美元/吨；澳洲 6% 锂辉石 CIF 市场均价在 870-920 美元/吨。当前锂矿市场询盘与报价活跃度有限。供应端依旧宽松，供应商等待下游需求回暖。部分依赖外采锂矿的小型锂盐厂，因节后行情走势不明，对后续锂矿采购持观望态度。锂矿市场现供应充裕但需求存疑的局面，预计锂矿价格在短期内随碳酸锂价格震荡。

图 2 锂精矿价格情况（美元/吨）



资料来源：Wind，华西证券研究所

本周碳酸锂库存小幅去库，国内碳酸锂价格环比下跌，2024 年年初至今，受制于锂价持续走低，已有四座矿山宣布暂时停产，若锂价延续弱势运行，不排除海内外产能进一步出清的可能，减停产规模或将继续扩大，届时锂行业供给有望得到修复。但需注意本轮周期矿山暂停运营不牵扯股权变更或者司法纠纷，重启速度要较此前 1-3 年的重启周期迅速的多，也成为压制锂盐价格的重要因素。此外，之前涉及纠纷的 Manono 矿宣布预计将于 2026 年第一季度投产，或提升全球锂供给预期。我们维持后市锂盐价格继续震荡的看法，锂供给格局仍待继续出清。我们推荐关注成本曲线处于行业较低分位，且未来 2-3 年仍有供给增量的公司，受益标的有【雅化集团】、锂云母原料自给率 100%的【永兴材料】、【中矿资源】以及【赣锋锂业】。

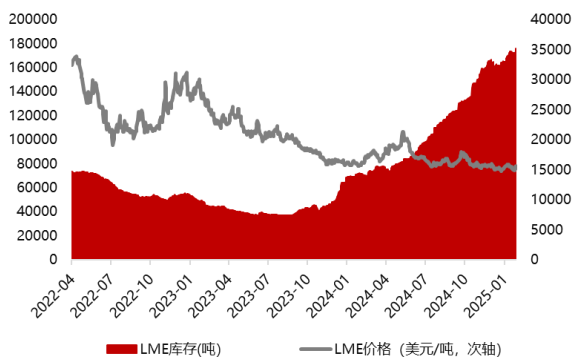
## 1.2.镍钴行业观点更新

### 1.2.1 本周沪镍价格环比上涨，海外供给扰动仍存

截止到 2 月 7 日，LME 镍现货结算价报收 15575 美元/吨，较 1 月 31 日上涨 3.56%，LME 镍总库存为 175710 吨，较 1 月 31 日增加 1.98%；沪镍报收 12.73 万元/吨，较 1 月 27 日上涨 2.35%，沪镍库存为 35,341 吨，较 1 月 27 日减少 2.24%；硫酸镍报收 26,900 元/吨，较 1 月 24 日持平。根据百川周报，供应方面，节前印尼镍矿商协会(APNI)透露，政府已批准的 2025 年镍矿 RKAB 配额已达 2.9849 亿吨，市场供应增加，镍成本支撑下行。但节后菲律宾政府表示将在五年过渡期内逐步禁止本地开采的原矿出口，受此消息影响，镍价小幅上行。国内精炼镍方面，春节期间部分镍企生产略有放缓。全国主流精炼镍厂家维持生产，但华东、华南等精炼镍

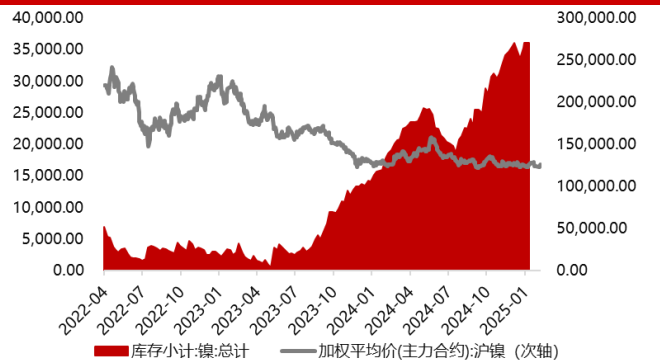
厂家产量小幅下降，东北地区厂家出板日期延后，镍市场整体开工小幅下滑。需求方面，本周下游多数不锈钢企业尚未复工，节后镍市场交投冷清，目前镍市基本维持询价多接单少的氛围，商家表示总体活跃度依旧不足，不少人选择观望。新能源领域，新能源汽车以及消费电子产品均有补贴政策，市场需求尚在，但三元电池装车量结构性问题加剧，市场份额被磷酸铁锂电池挤占明显，且春节后复工，前驱体厂尚未开始询价，需求整体较为低迷。合金方面，市场消费增速是纯镍需求亮点但占比不大。整体来看，本周用家采购数量不多，现货市场成交一般。

图 3 LME 镍库存及价格



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 4 沪镍库存及价格



资料来源：Wind，华西证券研究所

### 1.2.3 本周钴价平稳运行，需求仍偏弱

截至 2 月 7 日，电解钴报收 16.45 万元/吨，较 1 月 27 日价格持平；氧化钴报收 102.5 元/千克，较 1 月 27 日持平；硫酸钴报收 2.72 万元/吨，较 1 月 24 日持平。根据百川周报，供应方面，本周国内硫酸钴产量预计 700 金属吨，较上周产量减少，开工率同步下调。由于受国内春节假期的影响，叠加下游三元前驱体需求弱势，硫酸钴冶炼厂停产检修较多，市场开工并不积极，场内整体供给量减少，市场开工低位。同时，据了解四川某厂家硫酸钴投产计划延期，预计 25 年完成其投产及试生产。需求方面，因春节前下游电芯厂备货，2 月需求降低，节后来，三元材料企业询单意愿偏低，同时刚刚复工，市场暂无新单成交。2 月 7 日，四氧化三钴报价 111 元/千克，较 1 月 27 日价格持平。根据百川周报，供应方面，本周国内四氧化三钴产量预计 2080 吨，较上周产量减少，开工率同步下调。国内春节假期期间，部分四氧化三钴冶炼厂进行停产检修，导致总体产量有所减少。此外，由于下游钴酸锂的需求较为疲软，大部分有备货计划的企业已经提前完成采购，节后市场行情表现偏弱态势。需求方面，1 月数码产品补贴政策下发，一定程度上对市场产生利

好影响，但因春节后一、二季度多为市场淡季，预计利好因素支撑有限。电子烟市场持续萎靡，近日，英国政府发布了一次性电子烟禁令指导细则，禁令将于 2025 年 6 月 1 日起正式生效，后期或将对国内电子烟出口产生一定影响。

图 5 氧化钴&电解钴价格走势（元/吨）



资料来源：同花顺，华西证券研究所

图 6 四钴&硫酸钴价格走势（元/吨）



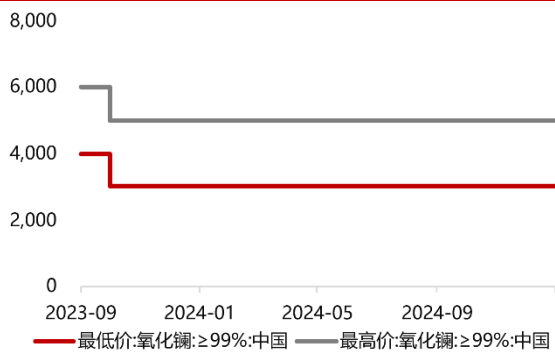
资料来源：Wind，华西证券研究所

### 1.3. 稀土磁材行业观点更新

#### 1.3.2. 本周稀土价格偏强运行，观望稀土管理条例及稀土指标下达情况

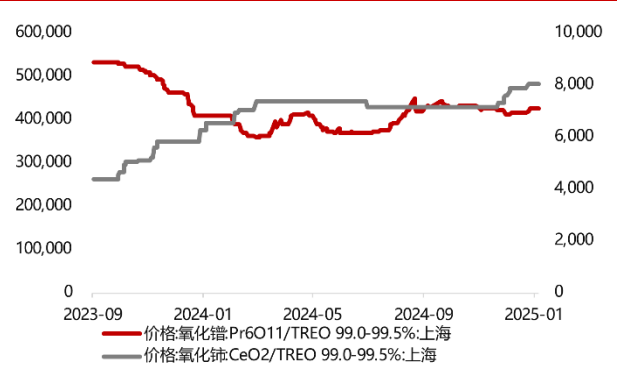
截止到 2 月 7 日，氧化镧均价 4000 元/吨，较 1 月 27 日价格持平；氧化铈均价 8,240.00 元/吨，较 1 月 27 日价格上涨 2.87%；氧化镨均价 43.71 万元/吨，较 1 月 27 日价格上涨 2.52%；氧化钕均价 43 万元/吨，较 1 月 27 日价格上涨 2.87%；氧化镨钕均价 42.75 万元/吨，较 1 月 31 日价格上涨 2.4%；氧化镝均价 1,690.00 元/公斤，较 1 月 27 日上涨 1.50%；氧化铽均价 5,990.00 元/公斤，较 1 月 27 日价格上涨 1.10%。根据百川周报，供应相对稳定，上游生产企业假期正常开工，节后持续稳定，氧化物和金属供应量变化不大，厂家以交货为主，市场现货流通数量增加有限。新增订单继续观望，磁材企业陆续开工，赶交春节前订单为主，节后新增订单不多，对应订单补货为主，更多需求有待观望，当前表现相对稳定。市场情绪谨慎，春节后报价推涨，实际接货谨慎，少量商家有看涨情绪，积极跟进为主，市场整体保持谨慎观望态度居多。

图 7 氧化镧价格趋势 (元/吨)



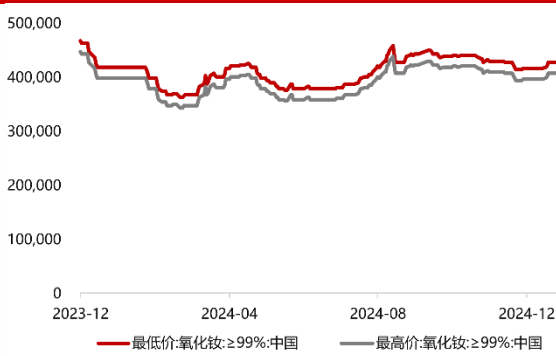
资料来源: 同花顺, 华西证券研究所

图 8 氧化镨、氧化铈价格趋势 (元/吨)



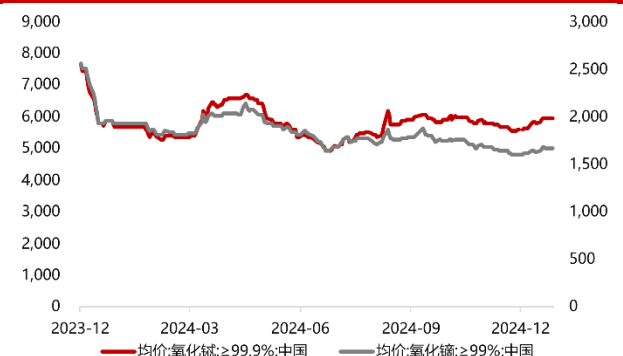
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 9 氧化钕价格趋势 (元/吨)



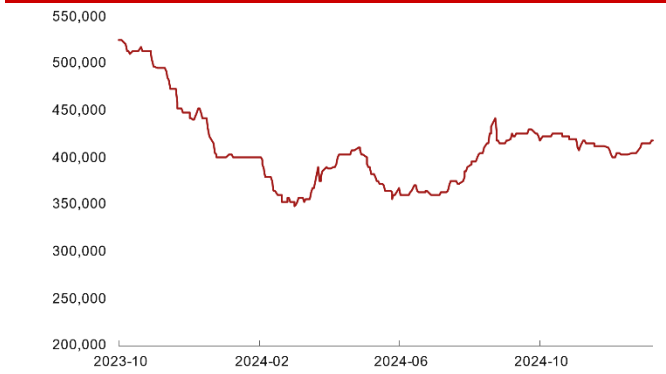
资料来源: 同花顺, 华西证券研究所

图 10 氧化镝、铽价格趋势 (元/吨)



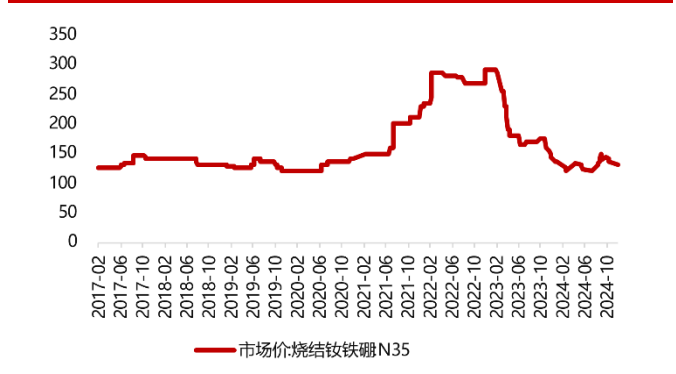
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 11 氧化镨钕价格趋势（元/吨）



资料来源：同花顺，华西证券研究所

图 12 钕铁硼毛坯价格趋势（元/吨）



资料来源：Wind，华西证券研究所

本周氧化镨钕价格环比上涨，综合来看，供应端相对稳定，春节后库存累积不多，以交付前期订单为主，需求一般，继续观望后市订单情况，市场表现谨慎，刚需跟进为主，同时观望稀土管理条例及稀土指标的下达情况。。受益标的：【北方稀土】、【金力永磁】。

## 1.4. 锡行业观点更新

### 1.4.1. 一周国内外信息速递

Alphamin 2024Q4 锡产量环比增长 7%至 5237 吨，锡销量环比下降 11%至 4942 吨

#### 一、生产经营情况

1、2024Q4 2024Q4 加工矿石的数量为 23.29 万吨，环比增长 2%，同比增长 121%；锡品位为 3%，略高于上一季度的 2.9%。加工设施表现异常出色，本季度整体工厂回收率平均为 75%，高于 73% 的目标。

2024Q4 锡产量为 5237 吨，环比增长 7%，同比增长 68%。

2024Q4 锡销量为 4942 吨，环比下降 11%，主要系上一季度的 5552 吨销量包括清理约 600 吨的销售积压，同比增长 142%。与以往一样，第四季度经历了强降雨，影响了出境道路状况和运输时间，因此第四季度的销量比锡产量低 295 吨，积压预计将在 2025 年 1 月清理完毕。

2、2024 年 2024 年加工矿石数量为 73.81 万吨，同比增长 84%；锡品位为 3.1%，低于去年同期的 4.2%。

2024 年锡产量为 17324 吨, 同比增长 38%, 在 17000 至 18000 吨的指导范围内。这一增长是 Mpama South 扩建项目增产的结果, 该项目于 2024Q2 完成。

2024 年锡销量为 17865 吨, 同比增长 57%。

3、2025 年指引 2025 年的锡产量指引约为 20,000 吨, 预计全年将受益于 Mpama South 扩建。

## 二、财务业绩情况

1、2024Q4/2024Q4 锡平均实现价格为 30371 美元/吨, 环比下跌 4%, 同比上涨 21%。

2024Q4 锡单位销售 AISC 预计为 15106 美元, 环比下跌 4%, 同比上涨 3%。主要原因是作为先前宣布的与 Gerald Metals 延长锡精矿包销协议的条件, 营销费用减少了约 60%。

2024Q4 EBITDA 预计为 7620 万美元, 比上一季度的实际值低 17%, 原因是上述原因导致销售量下降, 以及锡价下跌 4%。较去年同期实际值增长 275%。

2、2024 年 2024 年锡平均实现价格为 30345 美元/吨, 同比上涨 17%。

2024 年锡单位销售 AISC 预计为 15323 美元, 同比上涨 8%。

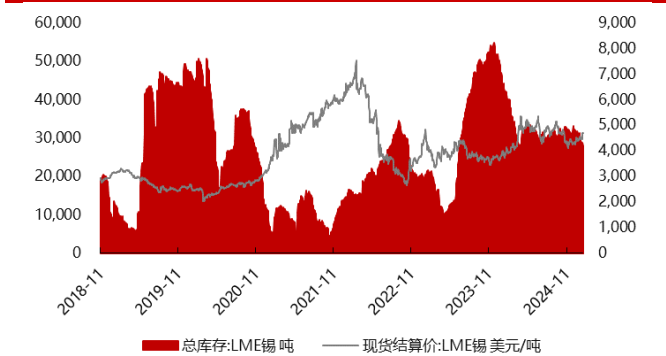
2024 年 EBITDA 预计增长 102%, 达到 2.74 亿美元 (2023 年实际值: 1.36 亿美元), 原因是 Mpama South 扩建后锡产量和销售量增加, 以及平均锡价上涨 17% 至 30345 美元/吨。

### 1.4.2. 本周沪锡价格环比上涨, 缅甸佤邦锡矿复产预期或落空

截止到 2 月 7 日, LME 锡现货结算价 31,110.00 美元/吨, 环比 1 月 31 日上涨 4.10%, LME 锡库存 4,180.00 吨, 环比 1 月 31 日减少 2.68%; 沪锡加权平均价 25.85 万元/吨, 较 1 月 27 日价格上涨 4.12%; 沪锡库存 9,913.00 吨, 较 1 月 27 日增加 40.85%。锡精矿端, 周内锡精矿加工费暂无调整, 当前云南地区的锡精矿加工费为 13500 元/吨, 江西地区的加工费为 9500 元/吨。春节期间江西等地小厂停产放假, 市场对矿采买需求减少, 节后依旧延续锡精矿紧缺行情, 后续加工费可能继续回落。锡锭: 周内现货成交偏弱, 国内冶炼厂逐步进入放假模式, 下游领域尚未停工企业采买积极性不高, 整体看炼厂放假规模弱于下游企业, 市场供应端压力仍存。锡锭端, 周内市场成交表现冷清, 节后冶炼厂陆续恢复生产, 市场人士陆续复工, 下游领域复产进程稍缓, 实际采买暂未明显改善。根据印尼贸易部数据, 印尼 12 月锡

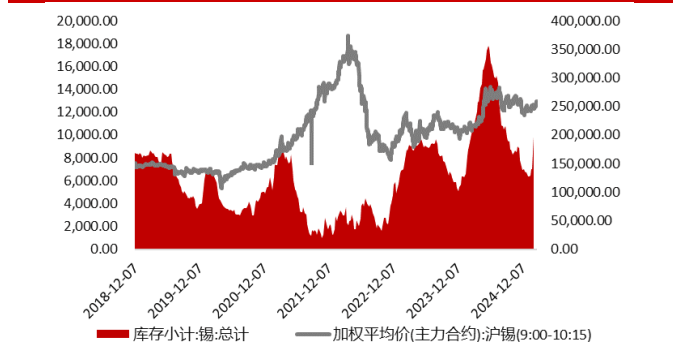
出口量达到 4685.28 吨，同比减少 21.59%，环比减少 21.11%。2024 年全年锡出口量 4.49 万吨，同比减少 34.66%。整体来看，缅甸佤邦锡复产节奏仍不明朗，印尼精炼锡出口恢复较缓慢，12 月出口量同环比均大幅下滑，且低于正常水平，供应端干扰未有效解除，中短期或将无法恢复正常。综合来看，缅甸佤邦锡矿复产预期落空，叠加近期地缘政治影响下非洲战乱再起，市场对锡矿主要进口来源国刚果(金)的供应稳定性显担忧，以上因素都对锡价有所支撑。

图 13 沪锡价格及库存



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 14 LME 锡价格及库存



资料来源：Wind，华西证券研究所

本周沪锡价格环比上涨。整体来看，缅甸佤邦锡复产预期落空，印尼精炼锡出口恢复较缓慢，供应端干扰未有效解除。印尼 12 月锡锭出口量同环比均大幅下跌，且仍低于正常水平，中短期或将无法恢复正常。短期供应端矿紧格局不变，对锡价仍有支撑。受益标的：【兴业银锡】、【华锡有色】、【锡业股份】。

## 1.5. 锑行业观点更新

### 1.5.1 本周锑锭价格平稳运行，后市需关注下游需求情况

截止到本周四，2#低铋锑锭出厂含税价 13.9-14.2 万元/吨，2#高铋锑锭出厂含税价 13.8-14.1 万元/吨，1#锑锭出厂含税价 14-14.3 万元/吨，0#锑锭出厂含税价 14.3-14.6 万元/吨，均较上周同期价格稳定。本周，春节假期结束，各企业相继开工，但目前整体市场还处于有价无市状态，锑产品价格变化不大，较节前保持一致，目前锑市场成交稀少，因此本周锑价格稳定。后市需关注下游需求情况。

图 15 锑锭价格 (万元/吨)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 16 锑精矿价格 (万元/金属吨)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

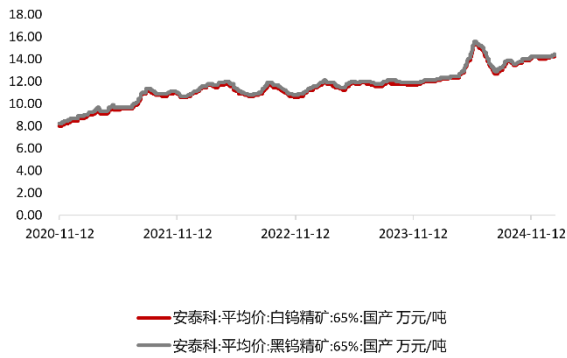
综合来看,后市锑市场价格或将持续稳定为主。目前海内外锑价相差悬殊,若出口逐步恢复,价格有望向海外高价修复,可持续关注后续出口情况及市场表现。此外,特朗普政府对外加征关税政策导致的中美贸易摩擦延续或支撑锑价上行。受益标的:【湖南黄金】、【华钰矿业】。

## 1.6. 钨行业观点更新

### 1.6.2. 本周 APT 价格较为平稳, 市场供给总体偏弱

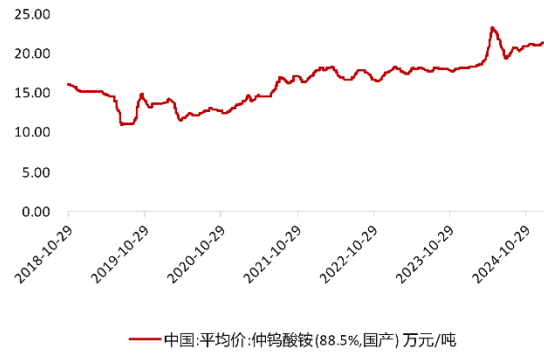
截至 2 月 7 日,白钨精矿(65%)报价 14.35 万元/吨,环比 1 月 24 日价格持平;黑钨精矿(65%)报价 14.50 万元/吨,环比 1 月 24 日价格持平;仲钨酸铵(88.5%)报价 21.30 万元/吨,环比 1 月 24 日日价格持平。根据百川周报,供应方面,本周原料供应趋紧。矿山停产检修持续,原料端复工复产步伐缓慢,产业链企业节日氛围仍浓郁,场内业者操作不多,市场供给总体偏弱,原料社会面库存相对稳定,整体供应相对紧缩。需求方面,本周终端需求不多。节后市场逐步复苏,消费亟待释放,当前刚需走货支撑市场,产业链上下游缓慢恢复,部分业者对后市存在畏高情绪,新增订单寥寥,观望短期实质需求表现。月初长单价支撑较强,奠定钨市偏高位运行基调,当前场内节日氛围仍未完全消散,少部分厂家仍未复工,市场购销相对平静,询单报价积极性一般,部分厂家节前备货充足,或元宵节前后才会进场操作,短期市场僵持观望为主。

图 17 白钨精矿（65%）及黑钨精矿（65%）价格



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 18 仲钨酸铵（88.5%）价格



资料来源: Wind, 华西证券研究所

## 1.7. 铀行业观点更新

### 1.7.1. 一周国内外铀信息速递

2024Q4 Langer Heinrich 矿山 U3O8 产量环比减少 0.2% 至 63.8 万磅，销量环比减少 19.7% 至 50 万磅

#### 一、生产经营情况

2024Q4，公司 U3O8 产量为 638,409 磅，环比减少 0.2%。

2024Q4，公司单位生产成本为 42.3 美元/磅，环比上涨 1.0%。

本季度的产量符合管理层的预期，LHM 仍有望实现修订后的 2025 财年 300 - 360 万磅 U3O8 的产量指导目标。

在 11 月份工厂按计划停产期间成功完成了一系列改进工作之后，12 月份生产了 308,604 磅 U3O8，这是自 2024 年 3 月 LHM 重新开始商业生产以来的最高月产量。值得注意的是，停产后的 LHM 回收率显著提高，工厂供水也趋于稳定。

停产在计划内完成（12 天），包括一系列工厂改进和日常维护活动。工厂改进包括在浸出蒸汽回路中安装改进的燃烧器技术，在 CCD 回路中改进泵和管道，以及在浸出回路中翻新和改进热交换基础设施。

由于 LHM 运营团队确定并完成了对运营控制的改进，以及在停产期间实施的其他各种工厂改进和优化措施，工厂回收率得到了大幅提高。

停产后的 NamWater 的供水量显著提高。停产后的水流量达到了 LHM 重启以来的最高持续速率，12 月期间没有发生与水有关的运营中断。停机还使运营得以提高储水设施的水位，预计这将为更好地管理 LHM 工厂的水平衡提供缓冲。

在本季度内，运营过程中库存矿石的品位和质量仍然存在变化。公司正在审查优化机会，包括推进采矿和矿石混合战略，以降低矿石给料的变化水平。

本季度的持续资本支出主要与下一个尾矿库（T5F6）的建设成本有关。

## 二、LHM 2024Q4 销售及市场营销

2024Q4，公司 U3O8 销量为 500,143 磅，环比减少 19.7%。

2024Q4，公司 U3O8 平均实现价格为 66.9 美元/磅，环比下跌 4.8%。

向公司西方客户的销售在本季度得到确认，向美国和欧洲的加工厂交付了铀精矿。季度销售额和实际价格取决于合同定价机制的组合以及各季度的交货时间。销售量和实现价格均低于上一季度，原因是运输计划的变化导致与市场相关的交付推迟到了 2025 年 1 月。

Paladin 继续发展其世界级的承购合同，本季度又签订了一份销售协议。公司目前与全球一级客户签订了 11 份承购合同，在矿山寿命期内，LHM 产量的约 50% 已签约。

公司将利用强劲的铀市场行情，继续加强其合同储备，并重点关注全球顶级交易商。

### 1.7.2. 铀供给偏紧预期持续，对铀价或有支撑

根据同花顺数据，12 月全球铀实际市场价格为 60.22 美元/公吨，行至近 15 年高位。受地缘政治波动、美国降息预期等因素影响，全球经济波动加剧，同时全球能源供求关系持续紧张，能源安全与能源独立形势非常严峻；同时，天然铀供给端结构性短缺困境与需求端不断增长的核电发展态势，使铀供给偏紧预期持续发酵，铀价行至高位。尽管现货价格高位震荡、长贸铀价持续上涨，但仍不能推动大量天然铀供应释放至市场中，铀矿复产、投产及重启不及预期情形频发，供应端存在较大不确定性。同时，随着美国制裁俄罗斯低浓铀法案落地，未来或将造成全球天然铀供需格局转变。哈原工宣布旗下 Inkai 铀矿从 2025 年 1 月 1 日起停产，但已于 1 月 27 日宣布复产，对全球一次铀供给冲击有限。综合来看，行业的供需格局对铀价形成的支撑仍然保持乐观的态势。

综合来看，根据目前的供需格局，天然铀需求与一次供应之间的缺口在中长期仍然存在。伴随着在产项目产能利用率的提升及产量的衰减期的到来，一次供应缺口的补足将依赖于复产项目的落地以及新项目投产的进度。但新建项目建设的延迟

和复产项目进度不及预期均导致铀行业供需格局偏紧。受益标的：中广核集团旗下海外铀资源开发的投、融资的唯一平台，且为国内铀业龙头的【中广核矿业】。

图 19 全球铀实际市场价格（美元/吨）

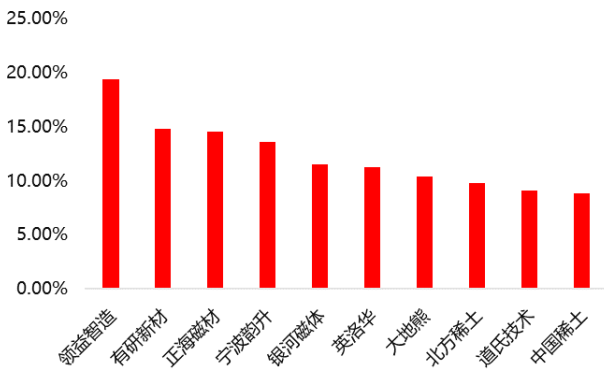


资料来源：Wind，华西证券研究所

## 1.8.行情回顾

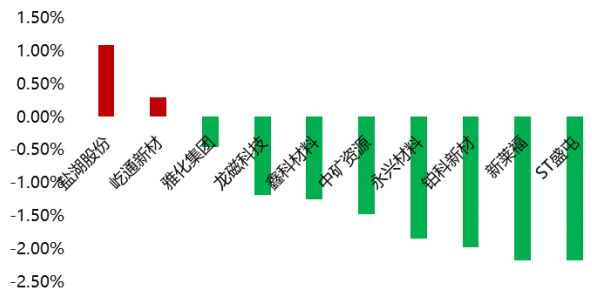
### 1.8.1.个股表现

图 20 涨幅前十



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 21 涨幅后十



资料来源：Wind，华西证券研究所

### 1.8.2.一周周度价格复盘

表 1 锂行业价格变动周度复盘

	周度价格	周变动 (%)
锂辉石精矿 (SC5.5-SC6)	757.00	0.00%
电池级碳酸锂	7.73	-0.82%
电池级氢氧化锂	7.06	0.00%

注：均为周五报价

资料来源：Wind，华西证券研究所

表 2 镍行业价格变动周度复盘

	周度价格/库存	周变动 (%)
LME 镍(库存, 吨)	175710.00	1.98%
沪镍(库存, 吨)	35341.00	-2.24%
LME 镍价格	15575.00	3.56%
沪镍价格	127270.00	2.23%
镍铁(Ni:8-15%)均价	960.00	0.00%
镍板 1#	128830.00	2.68%
电池级硫酸镍	26900.00	0.00%

注：均为周五价格/库存；国外价格为美元/吨，镍铁价格为元/镍点，其余均为元/吨

资料来源：Wind，同花顺，华西证券研究所

表 3 钴行业价格变动周度复盘

	周度价格	周变动 (%)
电解钴	16.45	0.00%
氧化钴	102.50	0.00%
硫酸钴	2.72	0.00%
四氧化三钴	111.00	0.00%

注：硫酸钴及四钴为周五报价；钴中间品(25%-35%，CIF 中国)价格为美元/磅，四氧化三钴价格为元/千克，其余均为万元/吨

资料来源：Wind，同花顺，华西证券研究所

表 4 稀土行业价格变动周度复盘

	周度价格	周变动 (%)
氧化镧	4000.00	0.00%
氧化铈	8240.00	2.87%
氧化镨	437110.00	2.52%
氧化钕	430000.00	2.87%
氧化镨钕	427500.00	2.40%
氧化镱	1690.00	1.50%
氧化铽	5990.00	1.10%
烧结钕铁硼(N35)	130.00	-3.70%

注：烧结钕铁硼为 10 月 9 日报价，对比基准为 9 月 9 日报价，其他均为周五价格；钕铁硼毛坯、镨、铽单位为元/公斤，其余均为元/吨

资料来源：Wind，同花顺，华西证券研究所

表 5 锡行业价格变动周度复盘

	周度价格/库存	周变动 (%)
LME 锡价格	31100.00	4.10%
LME 锡 (库存, 吨)	4285.00	-2.68%
沪锡价格	258530.00	4.12%
沪锡 (库存, 吨)	9913.00	40.85%

注: 均为周五价格, LME 价格为美元/吨, 其他单位均为万元/吨

资料来源: Wind, 同花顺, 华西证券研究所

表 6 锰钒行业价格变动周度复盘

	周度价格	周变动 (%)
锰	锰矿 (44%)	55.00
	电解锰	1.40
	硅锰	0.65
	电池级硫酸锰	0.59
钒	钒铁	8.40
	钒	1250.00
	五氧化二钒	7.30

注: 均为周五价格, 锰矿、钒为元/吨度, 其他单位均为万元/吨

资料来源: Wind, 同花顺, 华西证券研究所

表 7 铋行业价格变动周度复盘

	周度价格	周变动 (%)
铋精矿 (50%)	121000.00	0.00%
铋锭 (99.65%)	142000.00	0.00%

注: 均为周五价格, 铋精矿价格为元/金属吨, 铋锭单位为元/吨

资料来源: Wind, 华西证券研究所

表 8 钨行业价格变动周度复盘

	周度价格	周变动 (%)
白钨精矿 (65%)	14.35	0.00%
黑钨精矿 (65%)	14.50	0.00%
仲钨酸铵 (88.5%)	21.30	0.00%

注: 均为周五价格, 单位均为万元/吨

资料来源: Wind, 同花顺, 华西证券研究所

## 2.风险提示

- 1) 全球锂盐需求量增速不及预期;
- 2) 全球锂盐供给超预期;
- 3) 锡下游焊料等需求不及预期;
- 4) 缅甸佤邦锡矿主产区曼相矿区复产时间超预期;
- 5) 锡矿在建项目建设进度超预期;
- 6) 俄镍流入带来的供给增量超预期;
- 7) 全球锑矿供给超预期;
- 8) 全球钨矿供给超预期;
- 9) 地缘政治风险。

### 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。