

# 电力问题扰动锌铝供应，关注需求修复及提振

## 有色-基本金属行业周报

### 报告摘要:

#### ► 贵金属：美联储官员表态存分歧，衰退渐近彰显黄金投资价值

本周 COMEX 黄金上涨 2.46% 至 1,862.80 美元/盎司，COMEX 白银上涨 3.11% 至 21.39 美元/盎司。SHFE 黄金上涨 0.59% 至 415.58 元/克，SHFE 白银下跌 0.26% 至 4,931 元/千克。本周金银比走低至 87.11。本周 SPDR 黄金 ETF 持仓减少 176,658.43 金衡盎司，SLV 白银 ETF 持仓减少 2,124,990.90 盎司。

近期通胀黏性及美国经济韧性令市场担忧美联储加息超预期，而本周多位美联储官员表态显示，虽均将降通胀作为重要目标，但对后续加息终点水平及步伐呈现出一定的分歧。美联储理事沃勒表示，若经济指标意外强劲，通胀并未缓和，将支持利率上调，联储将采取措施将通胀降至 2%；柯林斯也表示为抑制通胀需要进一步加息，后续加息将取决于此后的经济数据；明尼阿波利斯联储主席卡什卡利对加息 25 或 50 个基点持开放态度，由于通胀消退不及预期，后续可能会上调对未来加息的预期路径；亚特兰大联储主席博斯蒂克表示加息影响滞后，倾向以较慢步伐加息，并认为与去年 12 月公布的点阵图一致，将联邦利率提升至 5%-5.25%，并全年保持以抑制通胀。因而美联储仍有一定加息空间，后续仍将如鲍威尔所重申的“在限制性区间里维持一段时间”。但从美联储官员的表态，以及对经济的担忧来看，剩余的加息空间已不多，未来加息将渐近尾声，关注下周非农就业及本月美联储议息会议传递出的更多信息。

美国堪萨斯联储在经济公报中指出，与通胀的其他组成部分相比，租金通胀对劳动力市场状况的反应更大，劳动力市场紧张或使住房通胀继续上升。在就业紧张推升工资、住宅通胀黏性高、能源价格反弹、PPI 再回升等作用之下，通胀仍具有韧性。而经济依旧显示出疲弱迹象，美国第四季度实际 GDP 年化季率修正录得 2.7%，不及预期；2 月制造业 PMI 仍低于荣枯线；虽本周初请失业金人数走低，但华尔街日报报道称近期私营部门的招聘信息显示出对工人的需求的放缓，而裁员潮已蔓延至科技公司之外；美国 2 月谘商会消费者信心指数连续第二个月下降；且较此前更高终点且更长时间的加息将令衰退风险继续升温，美国衰退风险将渐行渐近。

整体而言，加息渐尽、衰退渐近的大方向较为明晰，对全球经济前景担忧继续升温、俄乌冲突仍在持续，黄金继续彰显其避险价值。

#### ► 基本金属：云南限电再起锌铝面临减量，国内经济可期消费或边际好转

本周 LME 市场铜、铝、锌、铅价格较上周上涨 2.63%、2.22%、2.56%、1.73%，锡价格较上周下跌 4.40%。SHFE 市

### 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

### 分析师：周志璐

邮箱：zhouzll@hx168.com.cn  
SACNO：S1120522080002

### 研究助理：温佳贝

邮箱：wenjb@hx168.com.cn

### 研究助理：黄舒婷

邮箱：huangst@hx168.com.cn

### 相关研究：

- 《基本金属周报|美联储鹰声令宏观承压，电力问题扰动锌铝供应》  
2023.2.26
- 《行业深度|电解铝：2023 年国内供增有限需求转暖，盈利有望迎来修复》  
2023.2.6
- 《行业点评|云南第二轮电解铝减产落地，铝基本面边际继续改善》  
2023.2.21

场，铜、铝价格较上周上涨 0.30%、0.75%，锌、铅、锡价格较上周下跌 0.13%、0.36%、6.09%。

### 铜：矿端产量修复大于事故减量，需求回暖关注消费力度

宏观方面，近期美国通胀黏性及经济韧性令市场预期美联储加息超预期，本周多位美联储官员表态对后续加息终点存在分歧，但均认为通胀为关注重点，整体无更多增量信息，关注三月议息会议所传达的信号。

基本上，铜矿端扰动依旧，但前期因事故减停产的矿山正逐渐或有望逐渐恢复。印尼自由港旗下 Grasberg 铜矿已于 2 月 27 日宣布重新开始运营，这一世界第二大铜矿于 2 月 12 日因暴雨山体滑坡导致的破坏而暂停采矿及加工工作。同时，巴拿马政府和第一量子有望在未来两周内就 Cobre Panama 铜矿的合同达成协议。而智利 1 月铜采矿活动扩大，Hillgrove 也正筹集资金重启 Kanmantoo 铜矿。减量方面，赞比亚 Mopani 因事故致工人死亡后暂停一个矿井作业。整体而言，铜矿端呈现增量多于减量的态势，未来大型矿山陆续投产，铜矿趋于宽松为市场共识，扰动不改宽松趋势。冶炼端，后续随着冶炼厂生产恢复以及新产能投放落地，铜产量继续实现增长，中期供应走向宽松。

展望未来，铜价驱动的更多边际变化来自消费端。海外存在衰退担忧，国内在多重刺激政策之下，2023 年市场对中国经济有较好预期。目前下游仍在持续恢复，季节性消费回归，以及未来对铜消费的边际好转预期或将带动铜价表现。

### 铝：国内产量增长不及预期，旺季渐近消费可期

海外方面，地缘政治问题仍在对电解铝供应产生扰动。继上周美国对俄铝制裁落地之后，本周 LME 如预期宣布暂停俄罗斯金属在美国仓库注册仓单；同时美国铝业协会支持美国对俄铝征收 200% 关税的决定，但目前为止制裁俄铝的措施仅限于美国境内，同时 LME 美国仓库几无俄罗斯金属，因而并无很大影响。此外，其他国家暂未加入共同制裁俄铝的行列，且托克准备购买俄罗斯铝业铝产品与嘉能可竞争，因而目前看，俄铝产品仅是在贸易流向上发生变化，对海外供应扰动有限。

国内方面，本周云南电解铝企业已完成此轮限电减产的要求，云南本轮减产共涉及产能 78 万吨，加之去年 9 月因来水偏枯导致的至今尚未复产的减产，共计减产超 40%，云南电解铝总运行产能回落至 326 万吨，低于去年同期 337 万吨水平。两轮减停产的量预计到丰水期来临之后才重新恢复。而贵州在前期三轮减产之后，近期由于省内电力略有宽松，部分企业少量复产，但由于部分原料及电力形势的担忧，目前复产相对缓慢。复产方面，目前广西和四川电解铝厂处于小幅逐步复产之中，同时内蒙古和甘肃新投产产能也逐渐释放。整体上，电解铝运行产能增幅不及预期。中期而言，限电结束之后，在新投产产能之下，电解铝生产仍将维持增量，但也逐渐逼近国内规定的产能上限，且水电荷载之下，电力扰动或仍将影响铝供应的稳定性，此外价格向上的弹性还在于需求能否与之匹配。

而需求端，节后需求持续恢复中，即将进入旺季消费可期，加之对国内 2023 年经济较为看好，市场对铝下游需求有乐观预期，供应端再度出现限电担忧，加之消费边际好转或带动铝价反弹。

### 铅：供应稳中有增，淡季将近制约消费表现

供应端，原生铅厂开工率如预期继续环比抬升，再生铅方面，开工率亦是稳中有升。展望下周，随着原生与再生铅新建及扩建产能的释放，供应端将进一步趋于宽松。而消费端，下游铅蓄电池逐渐进入消费淡季，本周开工率大致持稳，但后续或将走弱。在供应逐步释放而消费逐渐走入淡季的背景下，后续预计仍将呈现小幅过剩格局。

### 锌：云南限电再起扰动供应，需求好转基本面有望改善

海外方面，市场对于能源问题的担忧持续缓和，但目前原有的停产炼厂几乎仍维持减停产状态，同时未来电力问题或仍存不确定性。挪威海德鲁一高管表示，公司不会仅因能源成本下滑而增产，还会考虑到需求是否强劲的因素，因而短期供应复产压力并不大。而极低库存的现实也显示海外供需依旧紧张。

原料端，此前因事故停产的五矿澳洲 Dugald River 矿山目前仍未复产，该矿年产量为 17 万吨以上的锌，海外锌矿再面扰动。国内方面，同样继续受到自去年以来扰动频发的影响。云南水电紧张之下，锌冶炼厂继铝之后受到限电影响，对冶炼端供应造成影响而目前再生锌生产尚未受电力问题影响，但产能利用率较低。云南电力供应问题及检修，缓解近期以来的供应压力，并令锌产量再度不及预期。展望未来，中期全球矿产难放量，冶炼端仍可能面临国产及进口矿有限的原料紧张问题，而国内电力供应的扰动也仍可能继续导致供应不及预期。

节后消费回归节奏较快，今年节后库存拐点的高度远低于去年节后时期，库存低位叠加供应扰动利好锌价弹性，同时在地产政策、基建消费转暖以及对于我国 2023 年经济表现的乐观预期之下，锌价或有提振。

### 锡：矿端有望复产供应端修复，需求疲弱再度累库

供应端，根据秘鲁政府的一份声明，Minsur 在与秘鲁当局和社区达成协议后将恢复圣拉斐尔锡矿的运营，这一秘鲁最大锡矿此前因抗议活动而暂停，下周将继续进行会议讨论，若该矿恢复，将有助于缓解当下原料紧张的现状。而目前冶炼端开工率已恢复至较高水平，进口亦有补充，但消费表现并不乐观，本周再度呈现较大累库。供应恢复之下价格或将较为弱势，中期表现关注消费向上弹性对价格的拉动。

## ► 小金属：钼高价抑制消费关注需求提振，钒电池高景气有望带动钒价继续上行

本周钼精矿价格较上周下跌 8.98%，钼铁价格较上周下跌 5.80%。近期钼价自高位有所回落，主因是前期钼产品价格一路上涨之后，下游畏高情绪渐浓，影响刚需，同时近期钢招表现不佳，存在压价现象，并进一步抑制需求表现。而上行动力有待关注在国内政策发力之下，后续需求修复情况。

本周五氧化二钒价格较上周下跌 1.76% 至 13.95 万元/吨，钒铁持平上周于 15.50 元/吨，钒电池指数本周上涨 1.26% 报收 1581.11 点。短期钒产品价格受淡季及下游钢招影响。中期而言，钒电池这一长时储能领域高景气将继续带动钒产品需求，去年下半年以来，钒产品价格稳步上行，而近几个月以来钒液流电池项目的持续推出，将令供需格局更趋紧张，继续带动钒价稳步上行。

### 风险提示

- 1) 美联储政策收紧超预期，经济衰退风险；
- 2) 俄乌冲突继续恶化；
- 3) 国内疫情影响消费超预期；
- 4) 海外能源问题再度严峻。

## 正文目录

1. 电力问题扰动锌铝供应，关注需求修复及提振.....	7
1.1. 贵金属.....	7
1.1.1. 一周重点新闻.....	7
1.1.2. 贵金属：美联储官员表态存分歧，衰退渐近彰显黄金投资价值.....	8
1.1.3. 价格及库存.....	9
1.2. 基本金属.....	11
1.2.1. 一周重点新闻.....	11
1.2.2. 铜：矿端产量修复大于事故减量，需求回暖关注消费力度.....	12
1.2.3. 铝：国内产量增长不及预期，旺季渐近消费可期.....	13
1.2.4. 铅：供应稳中有增，淡季将近制约消费表现.....	14
1.2.5. 锌：云南限电再起扰动供应，需求好转基本面有望改善.....	14
1.2.6. 锡：矿端有望复产供应端修复，需求疲弱再度累库.....	14
1.2.7. 价格及库存.....	15
1.3. 小金属.....	17
1.3.1. 一周重点新闻.....	17
1.3.2. 小金属：钼高价抑制消费关注需求提振，钒电池高景气有望带动钒价继续上行.....	19
1.3.3. 价格变化.....	19
1.4. 行情回顾.....	21
1.4.1. 行业板块表现.....	21
1.4.2. 个股表现.....	22
2. 风险提示.....	22

## 图目录

图 1 SHFE 黄金价格及库存（元/克,千克）.....	10
图 2 COMEX 黄金价格及库存(美元/盎司,金衡盎司).....	10
图 3 SHFE 白银价格及库存（元/千克,公斤）.....	10
图 4 COMEX 白银价格及库存(美元/盎司,金衡盎司).....	10
图 5 金银比.....	11
图 6 COMEX 非商业净多持仓（张）.....	11
图 7 SPDR 黄金 ETF 持仓（金衡盎司）.....	11
图 8 SLV 白银 ETF 持仓（盎司）.....	11
图 9 SHFE 基本金属涨跌（2021.1.4 为基期）.....	15
图 10 LME 基本金属涨跌（2021.1.4 为基期）.....	15
图 11 SHFE 铜价及库存（元/吨，吨）.....	15
图 12 LME 铜价及库存（美元/吨，吨）.....	15
图 13 SHFE 铝价及库存（元/吨，吨）.....	16
图 14 LME 铝价及库存（美元/吨，吨）.....	16
图 15 SHFE 锌价及库存（元/吨，吨）.....	16
图 16 LME 锌价及库存（美元/吨，吨）.....	16
图 17 SHFE 铅价及库存（元/吨，吨）.....	16
图 18 LME 铅价及库存（美元/吨，吨）.....	16
图 19 SHFE 锡价及库存（元/吨，吨）.....	17
图 20 LME 锡价及库存（美元/吨，吨）.....	17
图 21 钨精矿价格（万元/吨）.....	19
图 22 钨产品价格（万元/吨）.....	19
图 23 钼精矿及钼铁价格（元/吨，万元/基吨）.....	20
图 24 海绵钛价格（万元/吨）.....	20
图 25 镁锭价格（元/吨）.....	20

图 26 锗产品价格（元/千克） .....	20
图 27 精铟价格（元/千克） .....	20
图 28 铬产品价格（元/吨） .....	20
图 29 精铋价格（元/吨） .....	21
图 30 锑锭及锑精矿价格（元/吨） .....	21
图 31 一周板块涨跌（%） .....	21
图 32 有色细分行业周涨跌（%） .....	22
图 33 个股涨幅前十（%） .....	22
图 34 个股跌幅前十（%） .....	22

## 1. 电力问题扰动锌铝供应，关注需求修复及提振

### 1.1. 贵金属

#### 1.1.1. 一周重点新闻

##### 1. 堪萨斯联储：劳动力市场紧张或使住房通胀继续上升

美国堪萨斯联储在经济公报中指出，与通胀的其他组成部分相比，租金通胀对劳动力市场状况的反应更大。该联储将劳动力市场紧张和租金通胀之间的联系归因于就业增长和工资增长带来的对租赁市场的更大需求。尽管目前的在线租金要价指标表明，官方的租金通胀指标将会下降，但该联储警告称，只要劳动力市场仍然紧张，租金通胀就可能保持在疫情前的水平之上。（新浪财经）

##### 2. 美国劳动力市场开始降温 或使美联储减小紧缩力度

据华尔街日报报道，近期美国企业对工人的需求显示出放缓迹象，尽管官方报告显示劳动力市场持续升温，但私营部门的招聘信息显示出了这一预期已久的趋势。Zip Recruiter 和 Recruit Holdings 这两家大型在线招聘公司称，他们的数据显示，实际招聘数量的下降幅度超过了官方数据。一直以来，劳动部公布的强劲的职位空缺和招聘数据是美联储官员认为美国经济过热、助长高通胀的最重要原因之一。但如果今后劳工部的报告与目前私营部门的招聘数据显示的（下降）趋势一致，那么就有理由预计美联储官员采取积极行动的压力会有所减轻。（金十数据）

##### 3. 美国至 2 月 24 日当周初请失业金人数

美国至 2 月 24 日当周初请失业金人数录得 19 万人，低于预期。其实自今年 1 月初以来，首次申请失业救济的人数便一直低于 20 万人。在寻求控制通货膨胀的同时，美联储正在寻找劳动力市场降温的迹象，这也说明它可能不喜欢初请失业金数据发出的信号。展望未来，我们预计美国企业的裁员数量将增加，并且预计失业率将在 2023 年底上升至 4.5%。（新浪财经）

##### 4. 美联储 3 月加息 50BP 的概率为 29.2%

据 CME“美联储观察”：美联储 3 月加息 25 个基点至 4.75%-5.00% 区间的概率为 70.8%，加息 50 个基点至 5.00%-5.25% 区间的概率为 29.2%；到 5 月累计加息 25 个基点的概率为 0%，累计加息 50 个基点的概率为 67.3%，累计加息 75 个基点至 5.25%-5.50% 区间的概率为 31.2%，累计加息 100 个基点至 5.50%-5.75% 区间的概率为 1.5%。（金十数据）

## 5. 美国消费者信心在 2 月份再次下降

美国 2 月谘商会消费者信心指数录得 102.9，为连续第二个月下降。值得注意的是，预期指数现在已远低于 80——该水平通常预示着明年将发生经济衰退。世界大型企业联合会经济部高级主管 Ataman Ozyildirim 说：虽然 2 月份消费者对当前商业状况的看法有所恶化，但基于对就业机会的更有利看法，现状指数仍略有上升。然而，展望未来，前景似乎更加悲观。对未来六个月就业、收入和商业状况的预期在 2 月份都大幅下降。（金十数据）

### 1.1.2. 贵金属：美联储官员表态存分歧，衰退渐近彰显黄金投资价值

近期通胀黏性及美国经济韧性令市场担忧美联储加息超预期，而本周多位美联储官员表态显示，虽均将降通胀作为重要目标，但对后续加息终点水平及步伐呈现出一定的分歧。美联储理事沃勒表示，若经济指标意外强劲，通胀并未缓和，将支持利率上调，联储将采取措施将通胀降至 2%；柯林斯也表示为抑制通胀需要进一步加息，后续加息将取决于此后的经济数据；明尼阿波利斯联储主席卡什卡利对加息 25 或 50 个基点持开放态度，由于通胀消退不及预期，后续可能会上调对未来加息的预期路径；亚特兰大联储主席博斯蒂克表示加息影响滞后，倾向以较慢步伐加息，并认为与去年 12 月公布的点阵图一致，将联邦利率提升至 5%-5.25%，并全年保持以抑制通胀。因而美联储仍有一定加息空间，后续仍将如鲍威尔所重申的“在限制性区间里维持一段时间”。但从美联储官员的表态，以及对经济的担忧来看，剩余的加息空间已不多，未来加息将渐近尾声，关注下周非农就业及本月美联储议息会议传递出的更多信息。

美国堪萨斯联储在经济公报中指出，与通胀的其他组成部分相比，租金通胀对劳动力市场状况的反应更大，劳动力市场紧张或使住房通胀继续上升。在就业紧张推升工资、住宅通胀黏性高、能源价格反弹、PPI 再回升等作用之下，通胀仍具有韧性。而经济依旧显示出疲弱迹象，美国第四季度实际 GDP 年化季率修正值录得 2.7%，不及预期；2 月制造业 PMI 仍低于荣枯线；虽本周初请失业金人数走低，但华尔街日报报道称近期私营部门的招聘信息显示出对工人的需求的放缓，而裁员潮已蔓延至科技公司之外；美国 2 月谘商会消费者信心指数连续第二个月下降；且较此前更高终点且更长时间的加息将令衰退风险继续升温，美国衰退风险将渐行渐近。

整体而言，加息渐尽、衰退渐近的大方向较为明晰，对全球经济前景担忧继续升温、俄乌冲突仍在持续，黄金继续彰显其避险价值。

### 1.1.3. 价格及库存

本周 COMEX 黄金上涨 2.46% 至 1,862.80 美元/盎司，COMEX 白银上涨 3.11% 至 21.39 美元/盎司。COMEX 黄金库存减少 30,671 金衡盎司，COMEX 白银库存减少 1,441,904 金衡盎司。SHFE 黄金上涨 0.59% 至 415.58 元/克，SHFE 白银下跌 0.26% 至 4,931 元/千克。SHFE 黄金库存较上周持平，SHFE 白银库存减少 21,587 千克。

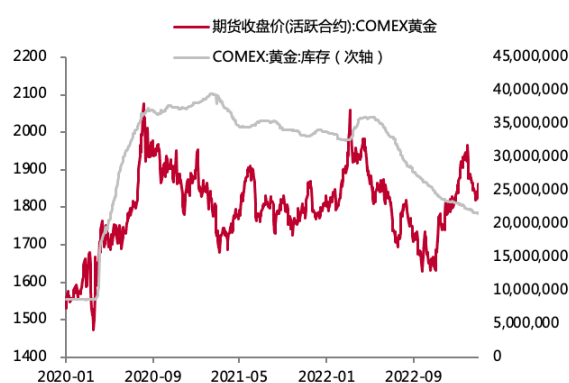
本周金银比走低至 87.11。本周 SPDR 黄金 ETF 持仓减少 176,658.43 金衡盎司，SLV 白银 ETF 持仓减少 2,124,990.90 盎司。

图 1 SHFE 黄金价格及库存 (元/克, 千克)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 2 COMEX 黄金价格及库存(美元/盎司, 金衡盎司)



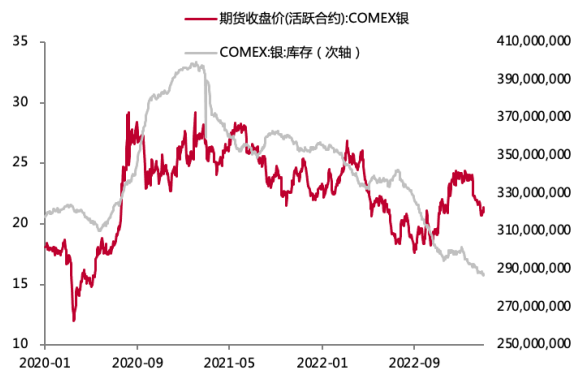
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 3 SHFE 白银价格及库存 (元/千克, 公斤)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 4 COMEX 白银价格及库存(美元/盎司, 金衡盎司)



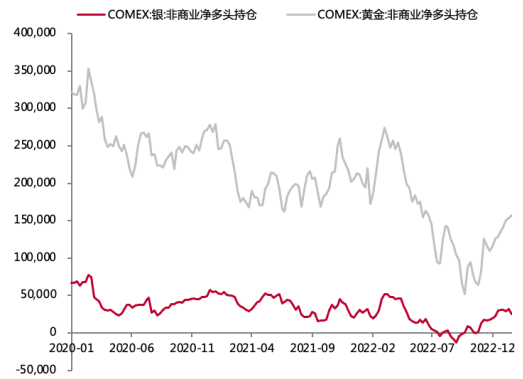
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 5 金银比



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 6 COMEX 非商业净多持仓（张）



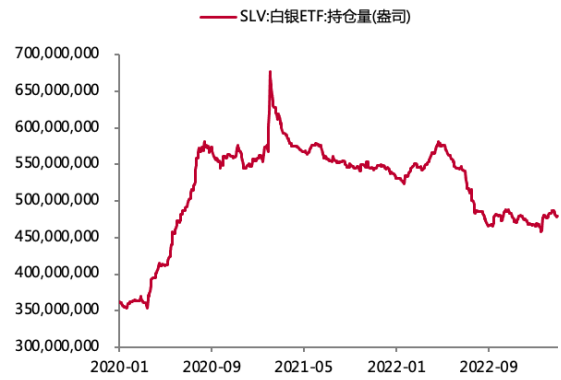
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 7 SPDR 黄金 ETF 持仓（金衡盎司）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 8 SLV 白银 ETF 持仓（盎司）



资料来源：Wind，华西证券研究所

## 1.2.基本金属

### 1.2.1.一周重点新闻

#### 1. 云南电解铝企业均已完成此次减产工作

从二月底云南铝厂确定减产到现在已有十多天，根据最新调研获悉，目前涉及的电解铝企业均已完成此次减产工作，此次涉及到三大电解铝企业，加上 9 月份的第一轮减产，企业累计减产总量均超过了 40% 的年化产能，新一轮减产总产能达 78 万吨左右，影响月产量约为 6.5 万吨左右，云南电解铝总运行产能回落至 326 万吨，低于去年同期 337 万吨水平。（SMM）

#### 2. 调研：云南锌炼厂因电力紧张减停产

据调研，云南主要的 10 家锌冶炼厂年产能 111 万吨，月产能为 9.25 万吨。3 月份云南锌冶炼厂预估影响量 2.035 万吨，占比 22%。其中 3 家锌冶炼厂正常生产，5 家冶炼厂减产，2 家冶炼厂停产。短期来看，云南锌冶炼厂减停产对华南市场锌价影响较大，华南市场有较大可能性由贴水状态转为升水状态。长期来看，目前国内锌锭社会库存正处于累库末期，若云南锌冶炼厂持续减产，甚至加大减产力度，国内锌锭累库周期的拐点将提前到来，将对锌价有一定的支撑。但目前国内锌下游消费未完全释放，而且还处于锌矿过剩向锌锭过剩转变过程。（Mysteel）

### 3. Freeport: 全球第二大铜矿印尼 Grasberg 重新开始运营

外媒 2 月 27 日消息，Freeport-McMoRan 的首席执行官 Richard Adkerson 表示，印尼山体滑坡后，Grasberg 铜矿重新开始运营，包括开采和工厂，并表示这将对 2023 年全年影响不大，正在采取措施减轻影响。2 月 12 日晚间，因印尼暴雨和山体滑坡的破坏，Freeport 暂停其 Grasberg 铜矿的采矿和加工工作。Freeport-McMoRan 预计 2023 年第一季度的销售额将低于此前 1 月份提供的约 40.8 万铜和 30 万盎司黄金的指导。2022 年 Grasberg 铜总产量为 74.8 万吨。（上海金属网）

### 4. Minsur 将在社区达成协议后恢复 San Rafael 锡矿开采

秘鲁政府在一份声明中表示，Minsur 在与秘鲁当局和社区达成协议后将于本月底全面恢复南美最大锡矿—San Rafael 锡矿的运营，双方预计在 3 月 6 日将继续举行会议进行讨论。（SMM）

### 5. Cochilco: 智利 1 月铜产量同比增长 2.9%

据外媒报道，智利国家铜业委员会（Cochilco）周四表示，智利 1 月份铜产量增长 2.9% 至 437,900 吨。其中：Codelco 的铜产量同比增长 5.1% 至 127,000 吨；必和必拓控股的 Escondida 铜矿的铜产量增长 15.2% 至 93,300 吨；Collahuasi 铜矿的铜产量同比下降 16.4% 至 42,900 吨。（上海金属网）

## 1.2.2. 铜：矿端产量修复大于事故减量，需求回暖关注消费力度

宏观方面，近期美国通胀黏性及经济韧性令市场预期美联储加息超预期，本周多位美联储官员表态对后续加息终点存在分歧，但均认为通胀为关注重点，整体无更多增量信息，关注三月议息会议所传达的信号。

基本上，铜矿端扰动依旧，但前期因事故减停产的矿山正逐渐或有望逐渐恢复。印尼自由港旗下 Grasberg 铜矿已于 2 月 27 日宣布重新开始运营，这一世界第二大铜矿于 2 月 12 日因暴雨山体滑坡导致的破坏而暂停采矿及加工工作。同

时，巴拿马政府和第一量子有望在未来两周内就 Cobre Panama 铜矿的合同达成协议。而智利 1 月铜采矿活动扩大，Hillgrove 也正筹集资金重启 Kanmantoo 铜矿。减量方面，赞比亚 Mopani 因事故致工人死亡后暂停一个矿井作业。整体而言，铜矿端呈现增量多于减量的态势，未来大型矿山陆续投产，铜矿趋于宽松为市场共识，扰动不改宽松趋势。冶炼端，后续随着冶炼厂生产恢复以及新产能投放落地，铜产量继续实现增长，中期供应走向宽松。

展望未来，铜价驱动的更多边际变化来自消费端。海外存在衰退担忧，国内在多重刺激政策之下，2023 年市场对中国经济有较好预期。目前下游仍在持续恢复，季节性消费回归，以及未来对铜消费的边际好转预期或将带动铜价表现。

### 1.2.3. 铝：国内产量增长不及预期，旺季渐近消费可期

海外方面，地缘政治问题仍在对电解铝供应产生扰动。继上周美国对俄铝制裁落地之后，本周 LME 如预期宣布暂停俄罗斯金属在美国仓库注册仓单；同时美国铝业协会支持美国对俄铝征收 200% 关税的决定，但目前为止制裁俄铝的措施仅限于美国境内，同时 LME 美国仓库几无俄罗斯金属，因而并无很大影响。此外，其他国家暂未加入共同制裁俄铝的行列，且托克准备购买俄罗斯铝业铝产品与嘉能可竞争，因而目前看，俄铝产品仅是在贸易流向上发生变化，对海外供应扰动有限。

国内方面，本周云南电解铝企业已完成此轮限电减产的要求，云南本轮减产共涉及产能 78 万吨，加之去年 9 月因来水偏枯导致的至今尚未复产的减产，共计减产超 40%，云南电解铝总运行产能回落至 326 万吨，低于去年同期 337 万吨水平。两轮减停产的量预计到丰水期来临之后才重新恢复。而贵州在前期三轮减产之后，近期由于省内电力略有宽松，部分企业少量复产，但由于部分原料及电力形势的担忧，目前复产相对缓慢。复产方面，目前广西和四川电解铝厂处于小幅逐步复产之中，同时内蒙古和甘肃新投产产能也逐渐释放。整体上，电解铝运行产能增幅不及预期。中期而言，限电结束之后，在新投产产能之下，电解铝生产仍将维持增量，但也逐渐逼近国内规定的产能上限，且水电荷载之下，电力扰动或仍将影响铝供应的稳定性，此外价格向上的弹性还在于需求能否与之匹配。

而需求端，节后需求持续恢复中，即将进入旺季消费可期，加之对国内 2023 年经济较为看好，市场对铝下游需求有乐观预期，供应端再度出现限电担忧，加之消费边际好转或带动铝价反弹。

#### 1.2.4. 铅：供应稳中有增，淡季将近制约消费表现

供应端，原生铅厂开工率如预期继续环比抬升，再生铅方面，开工率亦是稳中有升。展望下周，随着原生与再生铅新建及扩建产能的释放，供应端将进一步趋于宽松。而消费端，下游铅蓄电池逐渐进入消费淡季，本周开工率大致持稳，但后续或将走弱。在供应逐步释放而消费逐渐走入淡季的背景下，后续预计仍将呈现小幅过剩格局。

#### 1.2.5. 锌：云南限电再起扰动供应，需求好转基本面有望改善

海外方面，市场对于能源问题的担忧持续缓和，但目前原有的停产炼厂几乎仍维持减停产状态，同时未来电力问题或仍存不确定性。挪威海德鲁一高管表示，公司不会仅因能源成本下滑而增产，还会考虑到需求是否强劲的因素，因而短期供应复产压力并不大。而极低库存的现实也显示海外供需依旧紧张。

原料端，此前因事故停产的五矿澳洲 Dugald River 矿山目前仍未复产，该矿年产量为 17 万吨以上的锌，海外锌矿再面扰动。国内方面，同样继续受到自去年以来扰动频发的影响。云南水电紧张之下，锌冶炼厂继铝之后受到限电影响，对冶炼端供应造成影响而目前再生锌生产尚未受电力问题影响，但产能利用率较低。云南电力供应问题及检修，缓解近期以来的供应压力，并令锌产量再度不及预期。展望未来，中期全球矿产难放量，冶炼端仍可能面临国产及进口矿有限的原料紧张问题，而国内电力供应的扰动也仍可能继续导致供应不及预期。

节后消费回归节奏较快，今年节后库存拐点的高度远低于去年节后时期，库存低位叠加供应扰动利好锌价弹性，同时在地产政策、基建消费转暖以及对于我国 2023 年经济表现的乐观预期之下，锌价或有提振。

#### 1.2.6. 锡：矿端有望复产供应端修复，需求疲弱再度累库

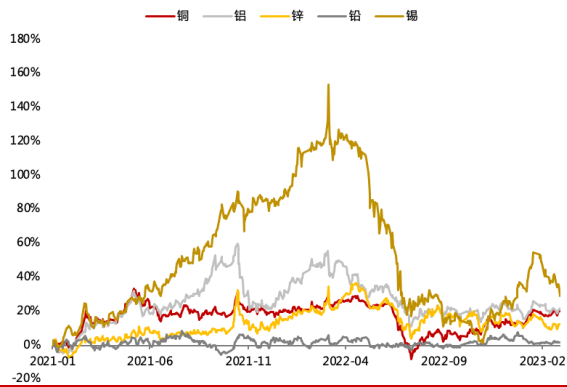
供应端，根据秘鲁政府的一份声明，Minsur 在与秘鲁当局和社区达成协议后将恢复圣拉斐尔锡矿的运营，这一秘鲁最大锡矿此前因抗议活动而暂停，下周将继续进行会议讨论，若该矿恢复，将有助于缓解当下原料紧张的现状。而目前冶炼端开工率已恢复至较高水平，进口亦有补充，但消费表现并不乐观，本周再度呈现较大累库。供应恢复之下价格或将较为弱势，中期表现关注消费向上弹性对价格的拉动。

### 1.2.7. 价格及库存

本周 LME 市场铜、铝、锌、铅价格较上周上涨 2.63%、2.22%、2.56%、1.73%，锡价格较上周下跌 4.40%。SHFE 市场，铜、铝价格较上周上涨 0.30%、0.75%，锌、铅、锡价格较上周下跌 0.13%、0.36%、6.09%。

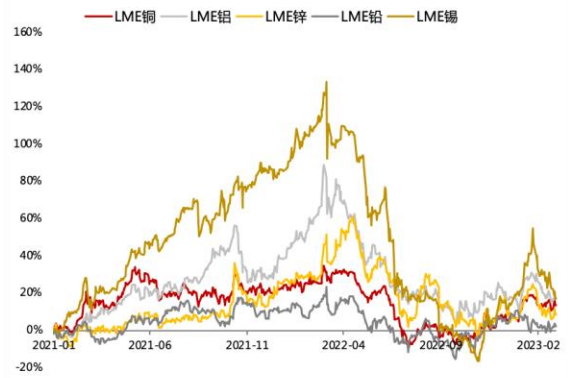
库存方面，LME 市场铜、铝、锌库存较上周增加 10.62%、0.20%、5.24%，铅、锡库存较上周减少 0.50%、8.15%。SHFE 市场铝、锌、锡库存较上周增加 2.26%、2.23%、5.66%，铜、铅库存较上周减少 4.55%、1.01%。

图 9 SHFE 基本金属涨跌 (2021.1.4 为基期)



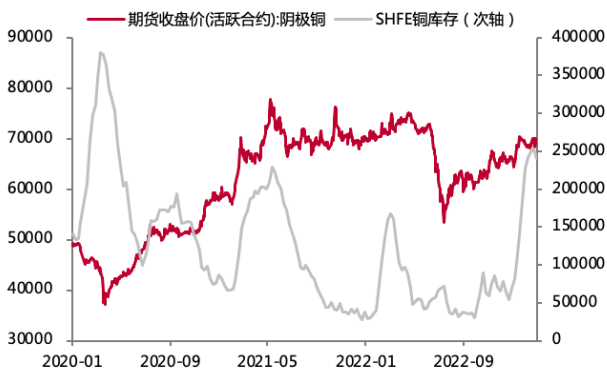
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 10 LME 基本金属涨跌 (2021.1.4 为基期)



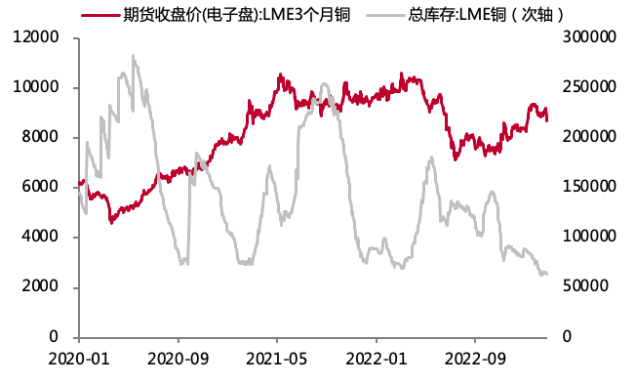
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 11 SHFE 铜价及库存 (元/吨, 吨)



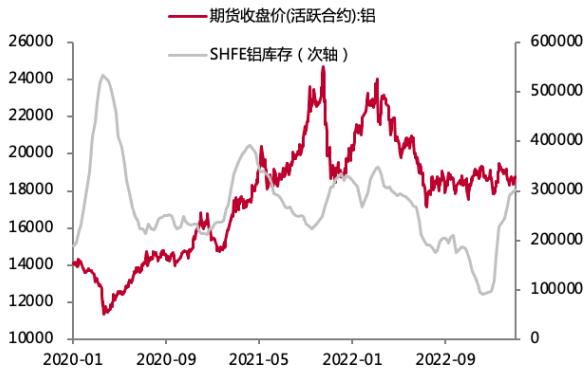
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 12 LME 铜价及库存 (美元/吨, 吨)



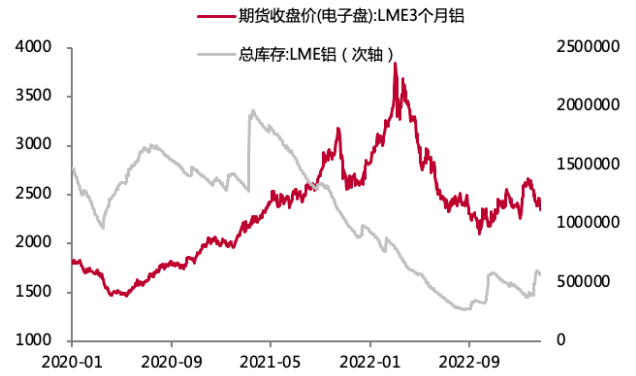
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 13 SHFE 铝价及库存 (元/吨, 吨)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 14 LME 铝价及库存 (美元/吨, 吨)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 15 SHFE 锌价及库存 (元/吨, 吨)



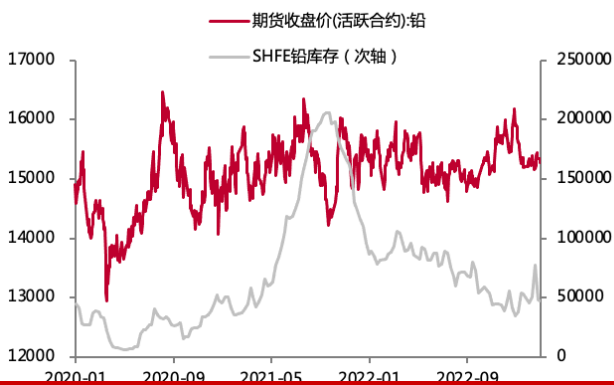
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 16 LME 锌价及库存 (美元/吨, 吨)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 17 SHFE 铅价及库存 (元/吨, 吨)



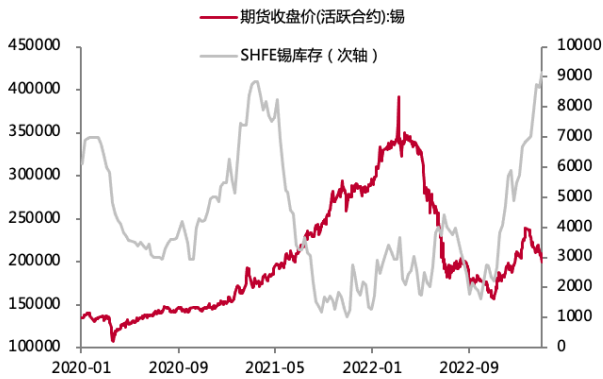
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 18 LME 铅价及库存 (美元/吨, 吨)



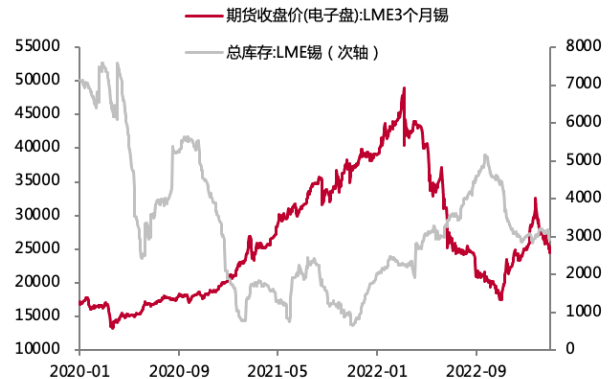
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 19 SHFE 锡价及库存 (元/吨, 吨)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 20 LME 锡价及库存 (美元/吨, 吨)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

## 1.3. 小金属

### 1.3.1. 一周重点新闻

#### 1. Eskom 警告南非需要为长期严重停电做好准备

据南非独立传媒网站 2 月 27 日报道, 南非国家电力公司 Eskom 警告称, 受一些潜在风险影响, 南非需要为自本周开始的长期严重停电做好准备。Eskom 此前一周在晚间高峰时段连续两个晚上削减超过 7000 兆瓦装机容量, 以保护国家电网免于崩溃。

Eskom 发电负责人托马斯·康拉迪表示, 计划外故障持续保持在高水平已构成将电力减载提高至第 8 阶段的严重风险, 同时天气条件恶劣导致 Eskom 在获取煤炭方面面临问题。(驻南非共和国大使馆经济商务处)

#### 2. 厦门钨业新增光伏用钨丝项目预计下半年建设完成

2 月 24 日, 厦门钨业在投资者互动平台表示, 根据公司《2022 年年度业绩快报公告》数据显示, 2022 年公司细钨丝销量约 272 亿米, 同比增长约 202.89%。公司权属企业厦门虹鹭新增年产 200 亿米细钨丝产线设备项目已经基本建设完成; 新增 600 亿米光伏用钨丝项目预计在 2023 年下半年建设完成。(厦门钨业)

#### 3. 钛白粉企又集中发函涨价 待发订单已排至 4 月中

距离上次发涨价函尚不足一月, 国内钛白粉企业日前再度集中发函涨价。二发涨价函, 钛白粉企底气来自于目前企业低库存与在手大量订单。有相关企业人士对财联社记者表示, 多家大型钛白粉企业目前已经处于“封单”状态, 不再接受低价订单, 而目前企业的订单已经排到 4 月中旬。钛白粉企业目前普遍库存不

高，而产品价格偏低，连发涨价函是为了让钛白粉价格能到一个合理区间，让企业能够有一定利润。

在龙佰集团(002601.SZ)、中核钛白(002145.SZ)、惠云钛业(300891.SZ)公告涨价后，安纳达(002136.SZ)跟涨，宣布自3月1日起，全面上调各型号钛白粉价格。其中，国内客户销售价格上调1000元/吨，外贸销售价格上调150美元/吨，提价幅度约为6%。受此影响，3月1日A股钛白粉板块盘中集体冲高。

数据显示，2月钛白粉产品主流均价15290元/吨，环比上涨4.36%。隆众资讯行业分析师王晓倩对财联社记者表示，钛白粉企业对客户议价多采用一单一议的方式，落实涨价函的价格需要时间。2月钛白粉企业对于涨价落实情况较好，多数国内企业每吨至少上涨500元，而本次发函后，有钛白粉企主流产品的最高报价已经到了16500元/吨，比价格最低时上涨约2000元/吨。

目前钛白粉原料价格较高，生产一吨钛白粉的原料成本超过15000元/吨，不少企业亏损生产，持续涨价对于企业来说，是一个对抗成本压力的最好选择。

钛白粉企业相关人士对财联社记者表示，和去年同期相比，钛白粉价格偏低，底部有价格反弹的需求。去年同期，钛白粉价格在19600元/吨左右，比目前价格高20%以上，按照去年价格，钛白粉涨价空间还是比较大的。现在钛白粉企业普遍看好今年下游房地产复苏，而企业库存普遍偏低，生产没有压力，开工率普遍提升。

行业数据显示，今年2月，钛白粉行业开工率69.2%，环比增加1.64%。光大证券研报指出，目前钛白粉行业进入底部区间，提价叠加下游需求恢复有望驱动景气度修复。随着宏观经济和房屋竣工的持续恢复，涂料开工率有望触底回升，从而提振钛白粉需求。

而从房地产行业开复工情况来看，目前超过预期。百年建筑网行业数据显示，截至2月底，全国12220个工程项目开复工率为86.1%，周环比提升9.6个百分点，同比提升5.7个百分点。华东和华中地区开工率已超过九成，元宵过后，复工率速度有所加快。

不过，目前钛白粉能否进入一个持续涨价周期，业内人士保持谨慎乐观态度。有相关企业人士对财联社记者表示，今年以来钛白粉企业联合发函涨价步调一致，是基于行业整体健康发展的需求，从目前订单情况来看，钛白粉在5月前维持涨势可能性较大。只要短期内需求不大幅下滑，产品价格不跳水大跌，钛白粉今年大概率会进入一个涨价周期。（财联社）

### 1.3.2. 小金属：钼高价抑制消费关注需求提振，钒电池高景气有望带动钒价继续上行

本周钼精矿价格较上周下跌 8.98%，钼铁价格较上周下跌 5.80%。近期钼价自高位有所回落，主因是前期钼产品价格一路上涨之后，下游畏高情绪渐浓，影响刚需，同时近期钢招表现不佳，存在压价现象，并进一步抑制需求表现。而上行动力有待关注在国内政策发力之下，后续需求修复情况。

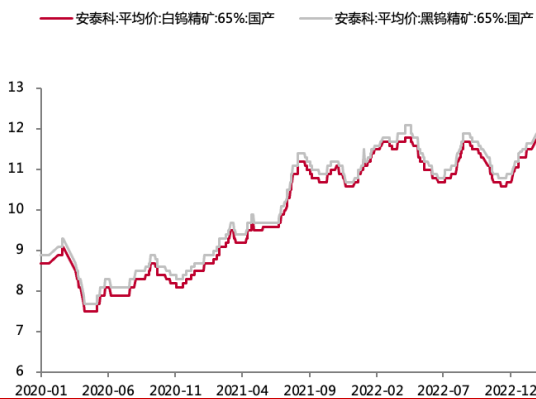
本周五氧化二钒价格较上周下跌 1.76% 至 13.95 万元/吨，钒铁持平上周于 15.50 元/吨，钒电池指数本周上涨 1.26% 报收 1581.11 点。短期钒产品价格受淡季及下游钢招影响。中期而言，钒电池这一长时储能领域高景气将继续带动钒产品需求，去年下半年以来，钒产品价格稳步上行，而近几个月以来钒液流电池项目的持续推出，将令供需格局更趋紧张，继续带动钒价稳步上行。

锑锭、锑精矿价格较上周持平。锑原料供应刚性，而下游需求端光伏前景巨大，供需两方面共同作用，推升锑产品价格高位。

精铟价格较上周下跌 3.22%。二氧化锗、锗锭价格较上周持平，海绵钛价格较上周持平。白钨精矿、黑钨精矿价格较上周持平，APT、钨铁价格较上周下跌 0.28%、0.56%。高碳铬铁价格较上周上涨 1.06%、金属铬价格较上周持平。精铋价格较上周上涨 2.00%。镁锭价格较上周下跌 1.31%。

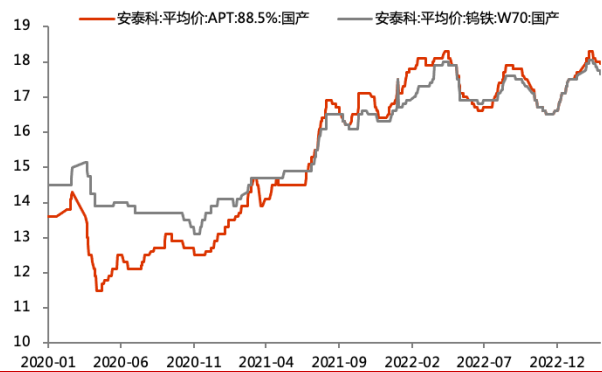
### 1.3.3. 价格变化

图 21 钨精矿价格（万元/吨）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 22 钨产品价格（万元/吨）



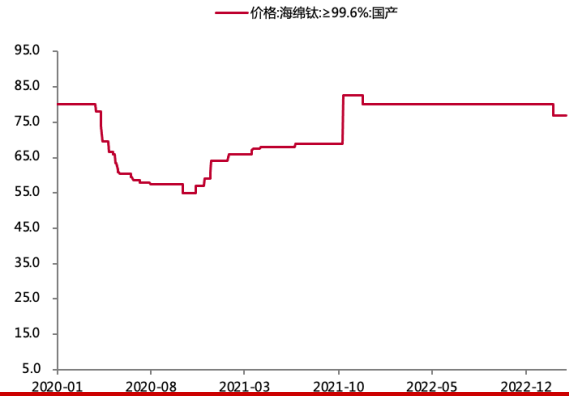
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 23 钼精矿及钼铁价格 (元/吨, 万元/基吨)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 24 海绵钛价格 (万元/吨)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 25 镁锭价格 (元/吨)



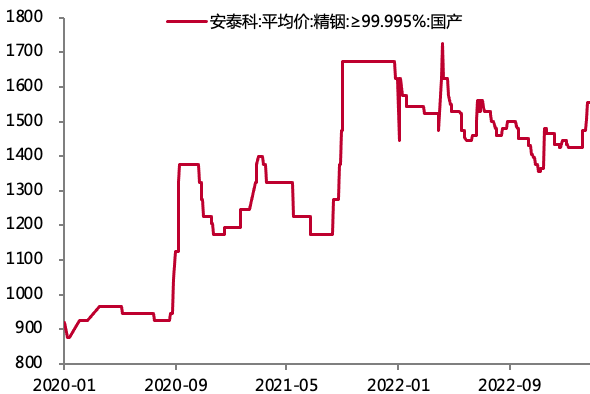
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 26 钒产品价格 (元/千克)



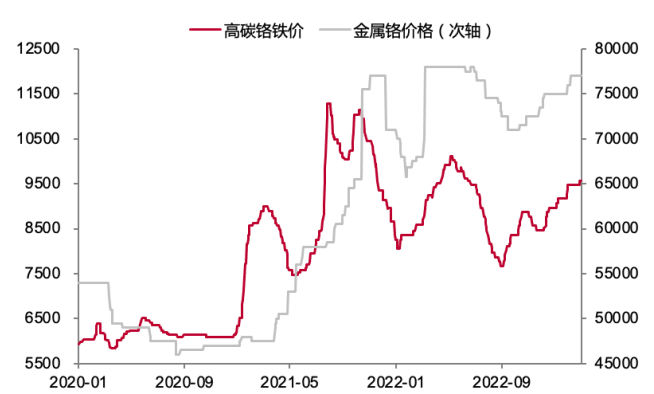
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 27 精钨价格 (元/千克)



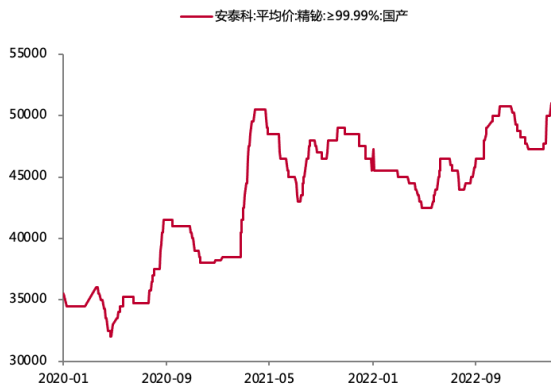
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 28 铬产品价格 (元/吨)



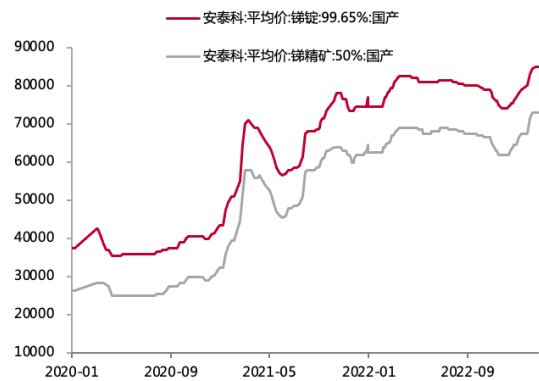
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 29 精铋价格（元/吨）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 30 锑锭及锑精矿价格（元/吨）

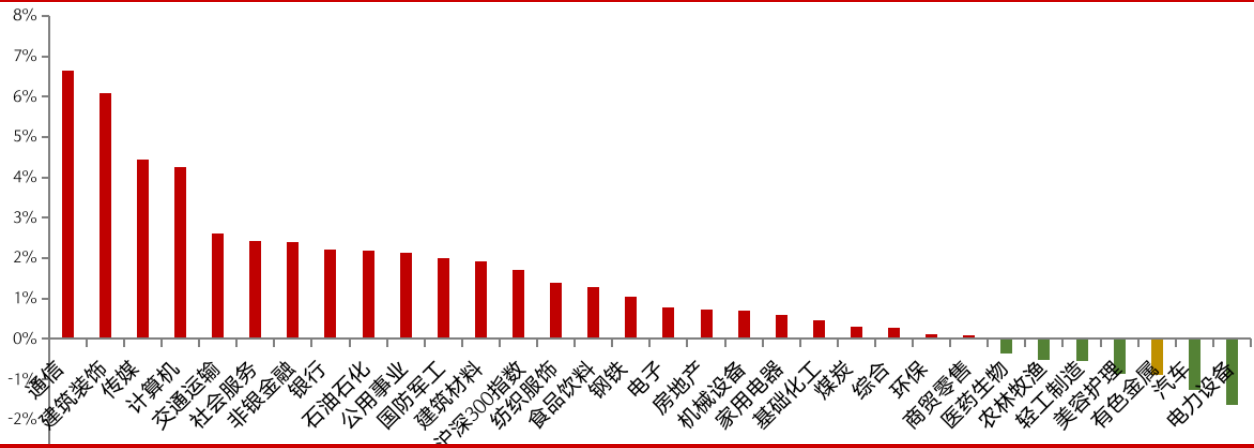


资料来源：Wind，华西证券研究所

## 1.4. 行情回顾

### 1.4.1. 行业板块表现

图 31 一周板块涨跌（%）

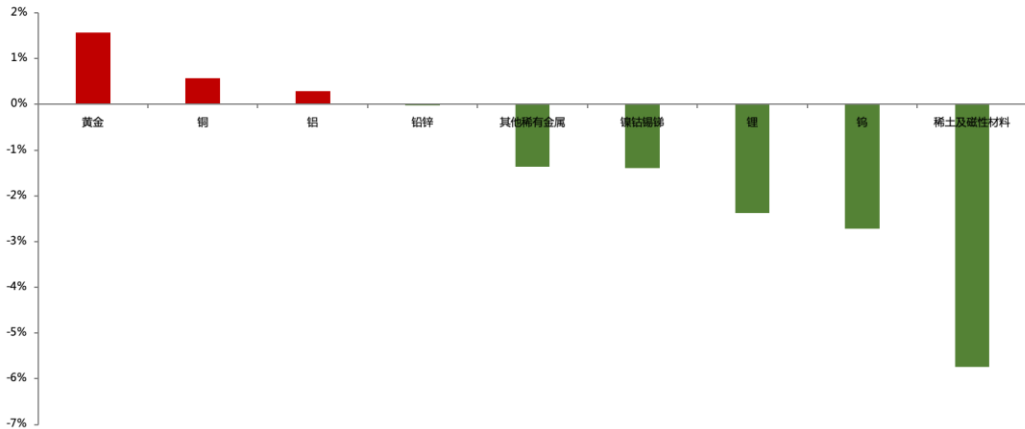


资料来源：Wind，华西证券研究所

本周上证指数报收 3328.39 点，周涨幅 1.87%；沪深 300 报收 4,130.55 点，周涨幅 1.71%；本周 SW 有色金属板块跌幅 0.89%。

从细分行业看，子行业中黄金、铜、铝涨幅分别为 1.57%、0.58%、0.28%，铅锌、其他稀有金属、镍钴锡锑、锂、钨、稀土及磁性材料跌幅分别为 0.02%、1.36%、1.40%、2.37%、2.71%、5.74%。

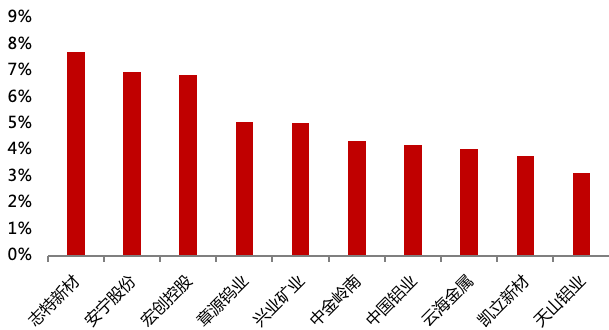
图 32 有色细分行业周涨跌 (%)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

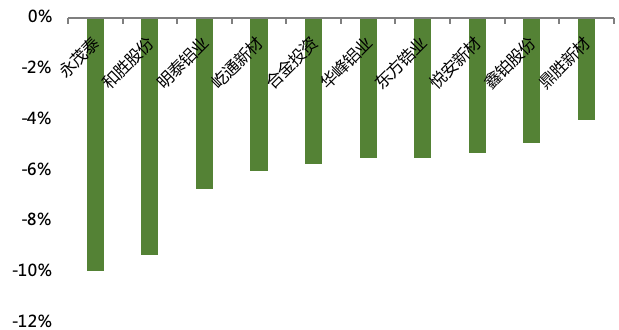
### 1.4.2. 个股表现

图 33 个股涨幅前十 (%)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 34 个股跌幅前十 (%)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

基本金属、贵金属、除稀土外的小金属、除磁材外的金属新材料的上市公司中，周涨幅前五分别是志特新材、安宁股份、宏创控股、章源钨业、兴业矿业，涨幅分别为 8%、7%、7%、5%、5%。跌幅前五分别是永茂泰、和胜股份、明泰铝业、屹通新材、合金投资，跌幅分别为 10%、9%、7%、6%、6%。

## 2. 风险提示

- 1) 美联储政策收紧超预期，经济衰退风险；
- 2) 俄乌冲突继续恶化；
- 3) 国内疫情影响消费超预期；
- 4) 海外能源问题再度严峻。

### 分析师与研究助理简介

晏溶：2019年加入华西证券，现任环保公用行业首席分析师。华南理工大学环境工程硕士毕业，中级工程师，曾就职于广东省环保厅直属单位，6年行业工作经验+1年买方工作经验+3年卖方经验。2021年入围新财富最佳分析师评选电力及公用事业行业，2021年新浪金麒麟最佳新锐分析师公用事业行业第二名，2021年Wind金牌分析师电力及公用事业行业第四名；2020年Wind金牌分析师电力及公用事业行业第三名，2020年同花顺iFind环保行业最受欢迎分析师。

周志璐：2020年加入华西证券，澳大利亚昆士兰会计学硕士，两年卖方研究经验。

温佳贝：2022年4月加入华西证券。英国布里斯托大学理学硕士，FRM Holder。

黄舒婷：2022年4月加入华西证券，2年有色金属研究经验，曾就职于招商期货担任有色金属研究员。

### 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。