

► **本周商品价格迎来调整。**本周(2.27-3.3)上证综指上涨 1.87%，沪深 300 指数上涨 1.71%，SW 有色指数下降 1.14%。贵金属方面本周 COMEX 黄金上涨 1.02%，白银下跌 2.17%。主要工业金属价格中 LME 铝、铜、锌、铅、镍、锡分别变动 2.22%、2.63%、2.56%、1.73%、0.99%、-4.40%；主要工业金属库存中 LME 铝、铜、锌、铅、镍、锡分别变动 0.20%、10.62%、5.24%、-0.50%、0.35%、-8.15%。

► **工业金属：中国二月制造业 PMI 为 52.6%，创 2012 年 4 月以来新高，下游消费回暖逐步确认。**核心观点：欧元区、德国、法国、意大利等经济体综合 PMI 重回荣枯线上方，且通胀持续降温，加大市场对于欧元区“软着陆”预期。国内 PMI 消费回暖迹象显现，开工率回升、库存开始去库均提振市场信心。铜方面，尽管周初美元指数走强压制铜价，但国内强劲经济数据从基本面支撑铜价，下游开工率回升，社库周度去库 1.63 万吨，需求回暖逐步验证，看好铜价高位运行。铝方面，供给端，云南地区电解铝完成限电减产要求，加上去年 9 月减产，合计规模达 195 万吨，需求端临近消费旺季，多数加工板块开工率出现上行，库存虽然仍处于累库区间，但增幅放缓。**重点关注：**紫金矿业、洛阳钼业、云铝股份、神火股份、天山铝业、索通发展、南山铝业、西部矿业。

► **能源金属：锂盐厂库存较高叠加需求弱势锂价承压，钴现货市场偏紧价格触底反弹，能源金属价格分化。**核心观点：车企销量走势分化，锂盐厂库存较高，市场情绪偏悲观，短期价格预计仍将低迷。锂方面，江西地区督查事件仍在继续，短期对碳酸锂价格形成支撑，尽管下游正极厂需求在恢复，但锂盐厂库存体量较大，短期市场预期仍较为悲观，锂价短期或仍以小幅下调为主。钴方面，需求仍低迷，但由于前期钴价下跌回收料采购偏谨慎，近期回收钴产量受限，叠加价格低位下游开始补库，支撑钴价触底反弹。镍方面，硫酸镍较镍板价差缩小，成本存在支撑，但下游三元企业订单依旧承压，价格接受度较差，目前硫酸镍价格高位难降。**重点关注：**华友钴业、中矿资源、赣锋锂业、天齐锂业、永兴材料等。

► **贵金属：美元指数走弱，金价震荡反弹。**核心观点：前期核心 PCE 物价指数 1 月同比涨幅超市场预期，加息预期升温，金价承压，但本周中国 2 月制造业 PMI 数据强劲，叠加德国通胀急升，加强欧元区加息预期，打压美元指数，金价触底反弹。截至 3 月 3 日，据 CME “美联储观察”，美联储 5 月累计加息 50bp 的概率为 64.6%，较上周有所下降。短期来看美元指数走弱，长期来看包括中国、印度和土耳其在内的各国央行对黄金的需求依然强劲，俄乌冲突持续发酵，金价支撑较强，看好金价上行走势。**重点关注：**山东黄金、招金矿业、中金黄金、银泰黄金、赤峰黄金和湖南黄金。

► **风险提示：**需求不及预期、供给超预期释放、海外地缘政治风险等。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
601899.SH	紫金矿业	11.98	0.60	0.76	0.91	20	16	13	推荐
603993.SH	洛阳钼业	5.98	0.24	0.33	0.48	25	18	12	推荐
000807.SZ	云铝股份	13.92	1.06	1.24	1.65	13	11	8	推荐
603799.SH	华友钴业	58.10	2.44	2.78	5.67	24	21	10	推荐
002460.SZ	赣锋锂业*	70.93	3.64	9.69	10.07	19	7	7	/
002466.SZ	天齐锂业	80.23	1.41	12.36	13.04	57	6	6	推荐
000792.SZ	盐湖股份	24.47	0.82	3.23	3.28	30	8	7	推荐
000762.SZ	西藏矿业	40.15	0.27	2.19	3.04	149	125	13	推荐
600988.SH	赤峰黄金	18.64	0.35	0.44	0.88	53	42	21	推荐
000975.SZ	银泰黄金	11.55	0.46	0.45	0.71	25	26	16	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 3 月 3 日收盘价；未覆盖公司数据采用 wind 一致预期）

推荐

维持评级



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 张航

执业证书：S0100522080002

邮箱：zhanghang@mszq.com

分析师 张建业

执业证书：S0100522080006

邮箱：zhangjianye@mszq.com

研究助理 张弋清

执业证书：S0100121120057

邮箱：zhangyiqing@mszq.com

相关研究

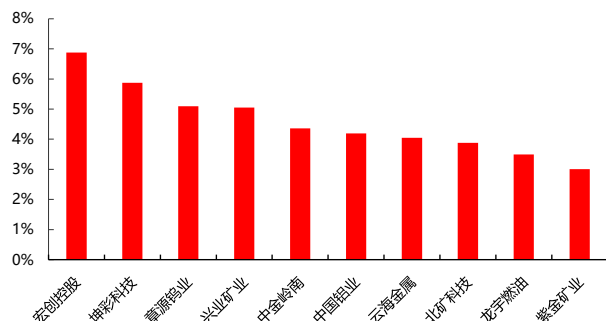
1. 锑行业深度报告：稀缺的“能源金属” -2023/02/27
2. 有色金属周报 20230226：美联储加息预期升温，国内需求复苏态势明确-2023/02/26
3. 有色金属周报 20230219：海外经济强劲支撑加息预期，国内需求进入验证窗口-2023/02/19
4. 有色金属周报 20230212：节后需求复苏逐步开启，商品价格有望获得提振-2023/02/12
5. 有色金属周报 20230205：商品迎来调整，认准“弱美元”+“需求复苏”的大势-2023/02/05

目录

1 行业及个股表现	3
2 基本金属	3
2.1 价格和股票相关性复盘	5
2.2 工业金属	5
2.3 铅、锡、镍	11
3 贵金属、小金属	13
3.1 贵金属	13
3.2 能源金属	16
3.3 其他小金属	18
4 稀土价格	20
5 风险提示	22
插图目录	23
表格目录	24

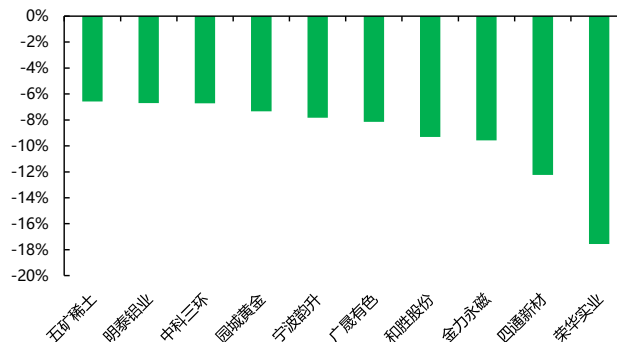
1 行业及个股表现

图1：本周涨幅前 10 只股票 (2/27-3/3)



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：本周涨跌幅后 10 只股票 (2/27-3/3)



资料来源：wind，民生证券研究院

2 基本金属

表1：金属价格、库存变化表

			单位	价格/库存 2023/3/3	一周来	变化 本月来	今年来
基本金属价格							
LME 价格	铝(当月)	美元/吨	2394	2.22%	0.93%	0.23%	
	铜(当月)	美元/吨	8923.5	2.63%	-0.63%	6.56%	
	锌(当月)	美元/吨	3043	2.56%	0.28%	2.54%	
	铅(当月)	美元/吨	2118	1.73%	0.55%	-7.59%	
	镍(当月)	美元/吨	24570	0.99%	-1.29%	-17.88%	
	锡(当月)	美元/吨	24640	-4.40%	-1.70%	-1.04%	
国内价格	铝(当月)	元/吨	18775	0.75%	1.71%	0.40%	
	铜(当月)	元/吨	69820	0.30%	1.12%	5.37%	
	锌(当月)	元/吨	23475	-0.13%	1.38%	-1.22%	
	铅(当月)	元/吨	15295	-0.36%	-0.36%	-3.96%	
	镍(当月)	元/吨	187090	-8.01%	-5.48%	-19.36%	
	锡(当月)	元/吨	199500	-6.09%	-4.65%	-5.85%	
基本金属库存							
铝	LME 库存	万吨	56.47	0.20%	1.77%	25.41%	
	上海期交所库存	万吨	30.26	2.26%	2.26%	215.60%	
铜	LME 库存	万吨	7.06	10.62%	-66.64%	-34.65%	
	COMEX 库存	万吨	1.60	-14.25%	-6.50%	-54.51%	
	上海期交所库存	万吨	24.10	-4.55%	-4.55%	247.90%	
	LME 库存	万吨	3.52	5.24%	5.40%	9.76%	
锌	上海期交所库存	万吨	12.37	2.23%	2.23%	504.68%	
	LME 库存	万吨	2.50	-0.50%	-0.50%	-0.70%	
铅	上海期交所库存	万吨	4.75	-1.01%	-1.01%	34.94%	
	LME 库存	万吨	4.47	0.35%	1.33%	-19.36%	
镍	上海期交所库存	万吨	0.29	14.72%	14.72%	15.54%	
	LME 库存	万吨	0.29	-8.15%	-0.68%	-2.01%	
锡	上海期交所库存	万吨	0.92	5.66%	5.66%	66.98%	

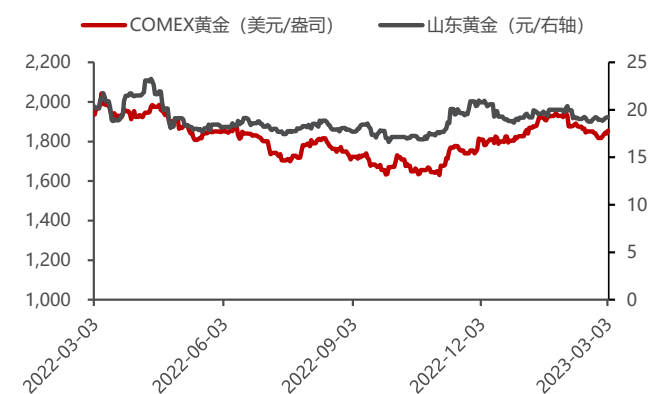
贵金属价格						
COMEX 价格	黄金	美元/盎司	1862.80	1.02%	1.81%	1.79%
	白银	美元/盎司	21.39	-2.17%	0.30%	-11.56%
国内价格	黄金	元/克	415.58	0.59%	0.71%	1.18%
	白银	元/千克	4931.00	-0.26%	1.15%	-8.06%
小金属价格						
	钼精矿	元/吨度	5290	-3.64%	-2.76%	22.74%
	钨精矿	元/吨	118500	-0.42%	-0.42%	3.04%
	电解镁	元/吨	22600	-1.31%	-1.31%	-2.16%
	电解锰	元/吨	16700	0.00%	0.00%	-2.34%
	锑锭(1#)	元/吨	87000	0.00%	0.00%	16.00%
	海绵钛	元/千克	77	0.00%	0.00%	-3.75%
	铬铁(高碳)	元/吨	9600	1.05%	0.00%	6.67%
	钴	元/吨	285000	0.00%	0.00%	-9.24%
	铋	元/吨	51000	0.99%	0.00%	8.51%
	钽铁矿	美元/磅	108	2.86%	1.89%	26.32%
	二氧化锗	元/千克	5500	1.85%	0.00%	12.24%
	铟	元/千克	1525	-3.17%	-0.65%	6.27%
	碳酸锂(工业级)	元/吨	322500	-8.25%	-5.56%	-32.03%
	碳酸锂(电池级)	元/吨	357500	-6.54%	-3.51%	-31.18%
	五氧化二钒	元/吨	141000	0.00%	0.00%	11.46%
稀土						
稀土氧化物	氧化镧	元/吨	6650	0.00%	0.00%	0.00%
	氧化铈	元/吨	6800	0.00%	0.00%	0.00%
	氧化镨	元/吨	685000	-4.20%	-2.84%	-11.04%
	氧化钕	元/吨	665000	-2.92%	-1.48%	-4.32%
	氧化铈	元/千克	1990	-9.55%	-6.79%	-20.24%
	氧化铈	元/千克	11100	-12.25%	-10.12%	-20.43%
	镨钕氧化物	元/吨	642000	-6.55%	-5.45%	-9.70%
稀土金属	金属镧	元/吨	26000	0.00%	0.00%	0.00%
	金属铈	元/吨	26500	0.00%	0.00%	1.92%
	金属镨	元/吨	855000	-3.39%	-2.29%	-10.47%
	金属钕	元/吨	855000	-3.39%	-2.29%	-10.47%
	金属铈	元/千克	2790	-7.77%	-4.62%	-12.13%
	金属铈	元/千克	14850	-7.76%	-7.19%	-15.38%
	镨钕合金	元/吨	642000	-6.55%	-5.45%	-9.70%

资料来源: Wind, 亚洲金属网, 民生证券研究院

注: 一周指 2 月 27 日-3 月 3 日

2.1 价格和股票相关性复盘

图3：黄金价格与山东黄金股价走势梳理



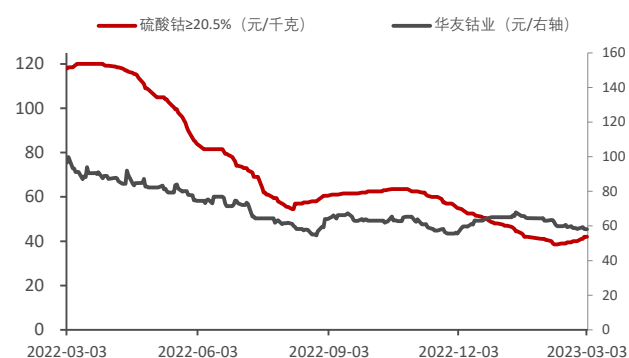
资料来源：wind，民生证券研究院

图4：阴极铜价格与江西铜业股价走势梳理



资料来源：wind，民生证券研究院

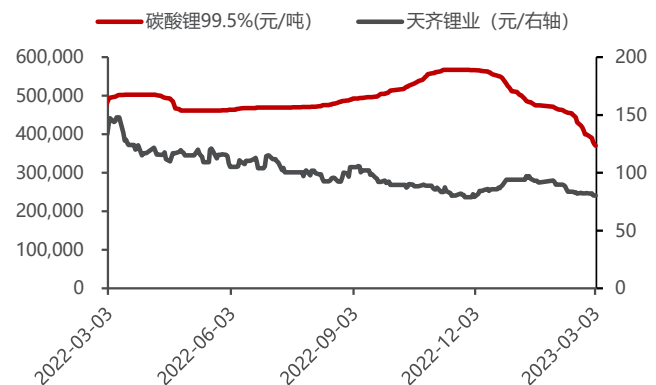
图5：华友钴业股价与硫酸钴价格走势梳理



资料来源：wind，民生证券研究院

注：左轴单位为元/吨

图6：天齐锂业股价与碳酸锂价格走势梳理



资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 工业金属

2.2.1 铝

(1) 价格周度观点

本周（2.27-3.3） 沪铝涨跌，周一沪铝 2304 合约开于 18,570 元/吨，周内最低点录得 18,320 元/吨。周内高点 18,795 元/吨，至周五 15:00 收于 18,775 元/吨，周度涨 140 元/吨，涨幅 0.75%。伦铝周一开于 2,344 美元/吨，周内最低点 2,329.5 美元/吨，周内最高点 2,455 美元/吨，本周五 15:00 为 2,417.5 美元/吨，涨 73.5 美元/吨，涨幅 3.14%。宏观面：本周宏观市场维持此前状态，海外方面美国 1 月 PCE 超预期上涨强化美联储加息预期。法国、西班牙、德国等欧洲大国通常超预期也使得欧洲央行加息预期更加强烈。国内方面：国家统计局公布国内 2 月制造业 PMI，非制造业 PMI 以及综合 PMI 分别为 52.6、56.3 和 56.4，均较

上月上涨且连续两个月处于扩张区间，提振铝价，且本周国务院、人民银行、商务部、财政部接连发声，降低企业融资成本、加大财政政策扩张力度，稳定汽车、家居等大宗消费，巩固经济增长企稳回升势头。**新闻方面**，云南神火铝业有限公司2月18日开始减产电解铝，预计3月份电解铝产量43,500吨左右。受云南省电力供应不足冲击，应政府要求于2月18日开始减产电解铝，2月27日减产完成。本周次减产共计19.8万吨电解铝产能，涉及147台500KA的电解槽。2月份电解铝产量约60,000吨，较1月份基本持稳，预计3月份电解铝产量将降低至43,500吨左右。东阳光与遵义市政府以及广州汽车集团股份有限公司于2022年12月签署《战略合作框架协议》，为充分利用遵义市电解铝资源，拟与遵义市播州区政府签订招商引资协议书，由公司在遵义市播州区建设年产17万吨高端新能源铝材项目，项目总投资额预计10亿元。

(2) 价格和库存

表2：铝价格统计

	2023-3-2		日变化		周变化		月变化	
	价格 (元/吨)	元/吨	涨跌幅	元/吨	涨跌幅	元/吨	涨跌幅	
电解铝	18,530	90	0.49%	-90	-0.48%	-470	-2.47%	
氧化铝	2,900	-20	-0.68%	-20	-0.68%	-30	-1.02%	
铝土矿（澳洲进口）	373.21	-3.21	-0.85%	-1.19	-0.32%	9.10	2.50%	
铝土矿（广西）	474.6	0.0	0.00%	0.0	0.00%	0.0	0.00%	
铝土矿（山西）	542.4	0.0	0.00%	0.0	0.00%	0.0	0.00%	
预焙阳极	5,850	0	0.00%	-20	-0.34%	-200	-3.31%	
动力煤	1190.0	0.0	0.00%	35.0	3.03%	30.0	2.59%	

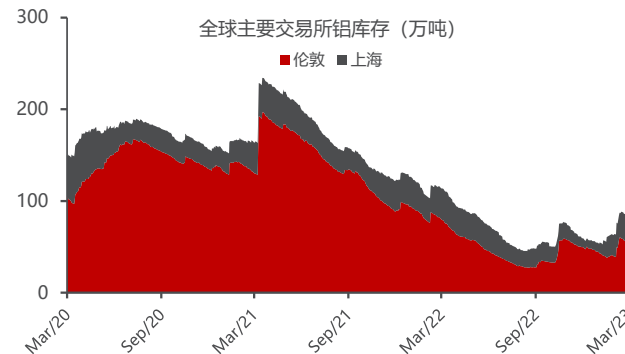
资料来源：wind，民生证券研究院整理

图7：上海期交所同 LME 当月期铝价格



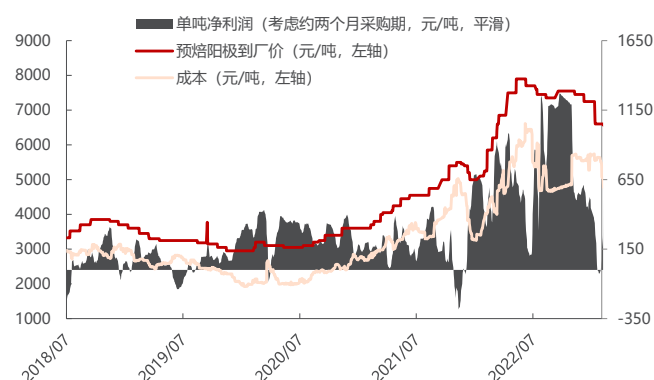
资料来源：wind，民生证券研究院

图8：全球主要交易所铝库存



资料来源：wind，民生证券研究院

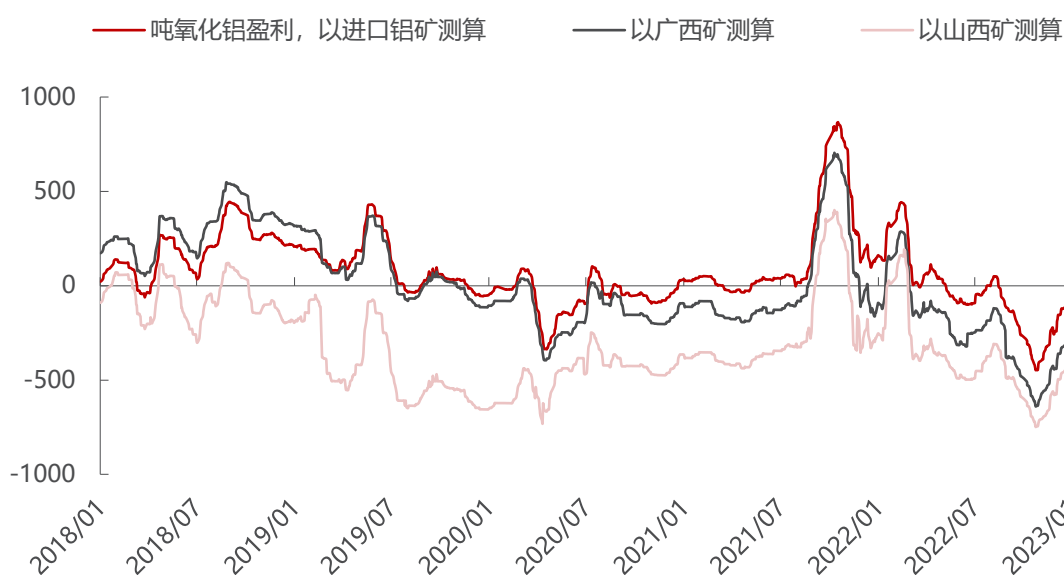
(3) 利润

图9：预焙阳极单吨净利润梳理


资料来源：SMM，民生证券研究院

图10：电解铝单吨盈利梳理

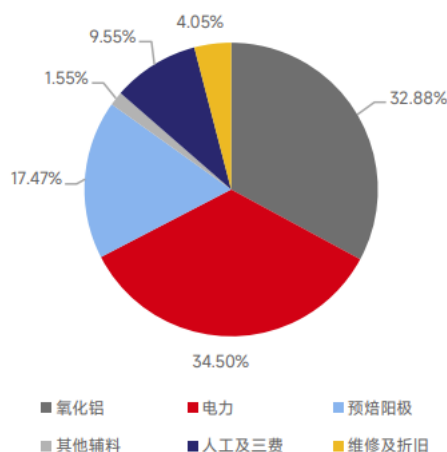

资料来源：SMM，民生证券研究院

图11：氧化铝单吨盈利梳理（单位：元）


资料来源：wind，百川资讯，民生证券研究院

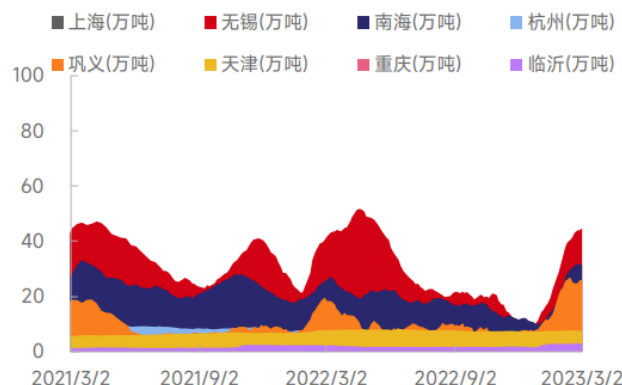
(4) 成本库存

图12：2022年1月全国平均电解铝完全成本构成



资料来源：SMM，民生证券研究院

图13：铝国内主要消费地库存（万吨）



资料来源：SMM，民生证券研究院

图14：国产和进口氧化铝价格走势



资料来源：SMM，民生证券研究院

注：图中澳大利亚氧化铝 FOB 价格为右轴

2.2.2 铜

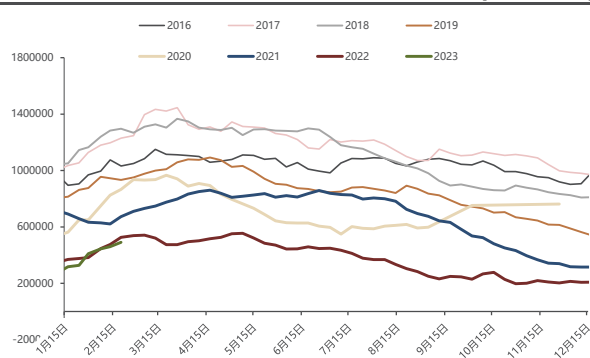
(1) 价格周度观点

本周 (2.27-3.3)：周初，美国 PCE 物价指数年率录得 4.7%，同比增加 0.1 个百分点，远远超出市场所预期的 4.3%。数据表现美国经济富有韧性，通胀走高预期提升，美联储加息预期再次升温，美元指数大幅反弹，突破 105 关口。周初受美元走强影响，铜价承压走低。欧元区，德国、法国、意大利 等经济体综合 PMI 重回荣枯线上方，且通胀持续降温，使得市场对于欧元区经济“软着陆”的预期增加，对铜等风险资产价格具有一定支撑。周内，中国二月制造业 PMI 为 52.6%，比 1 月扩张 2.5 个百分点，连续两个月位于荣枯线上方。强劲的制造业数据为市场带来信心，周中铜价受宏观数据利好支撑止跌回升。基本面，三月伊始消费逐渐复苏，铜产业各端口消费都有逐步回暖的迹象。截至 3 月 3 日 SMM 全国主流地区铜库存为 30.91 万吨，较上周五减少 1.63 万吨。值得关注的是，本周全国主流库存的去库幅度较大是

主因冶炼厂出口增多，入库较少。**新闻方面**，英国英美资源公司受恶劣天气及旗下多个项目矿石品位走低拖累，2022 年其铜产量当量走低 2%。2022 年该公司铜产量共计为 664,500 吨，较 2021 年的 647,200 增加 3%；镍产量共计为 39,800 吨，较 2021 年的 41,700 吨下滑 5%；铁矿产量共计为 5,930 万吨，较 2021 年的 6,380 万吨走低 7%；炼钢煤产量共计为 1,500 万吨，较 2021 年的 1,490 万吨基本持平；锰矿产量共计为 370 万吨，较 2021 年无变动。海亮股份拟与全资子公司香港海亮控股有限公司共同出资在印度尼西亚设立控股子公司—印尼海亮新能源材料有限公司（暂定名），其中香港海亮控股有限公司持股 90%，公司持股 10%。印尼海亮新能源材料有限公司负责年产 10 万吨高性能电解铜箔项目的建设运营。该项目投资总额 59 亿元。

(2) 价格、库存和加工费

图15：三大期货交易所铜库存合计+保税区（单位：吨）



资料来源：wind, SMM, 民生证券研究院

图16：铜精矿加工费（美元/吨）



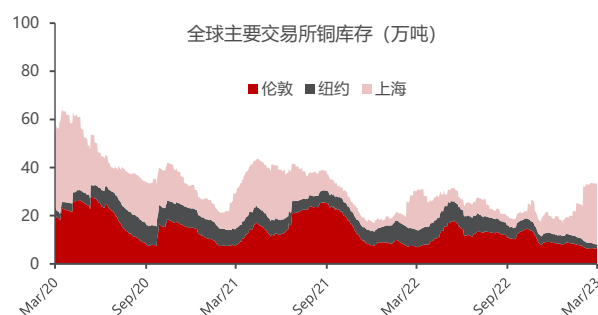
资料来源：wind, SMM, 民生证券研究院

图17：上海期交所同 LME 当月期铜价格



资料来源：wind, 民生证券研究院

图18：全球主要交易所铜库存



资料来源：wind, 民生证券研究院

2.2.3 锌

(1) 价格周度观点

本周（2.27-3.3）伦锌方面：周初，美国1月PCE数据同比上升4.7%，超过预估的4.3%和前值的4.4%；1月核心PCE环比上升0.6%，为2022年8月以来最大增幅，强化了市场

对通胀下降但加息仍将持续的预期，伦锌小幅受挫。受美国耐用品订单月率意外暴跌影响，美元指数跳水，伦锌上方压力减弱，伦锌迅速上行高位震荡。美国 2 月 Markit 制造业 PMI 终值录得 47.3，不及预期；美国 2 月 ISM 制造业 PMI 录得 47.7，低于预期的 48 和前值的 47.4，一系列不及预期的经济数据扰动市场，美元指数走软，伦锌震荡上行。但随后美国至 2 月 24 日当周初请失业金人数再次下降，欧元区 2 月 CPI 年率初值降幅小于预期，同时基础物价出现飙升，市场对加息情况担忧再起，叠加海外复产带来的供应端压力，伦锌重心下挫，回吐部分涨幅。伦锌截至本周五 15:00，伦锌收涨报 3069 美元/吨，周内涨 102 美元/吨，涨幅 3.44%。

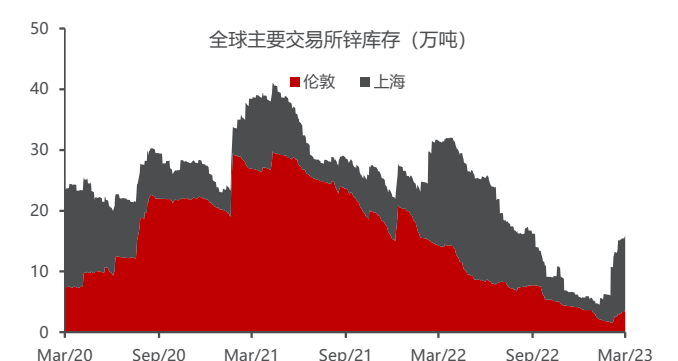
沪锌方面：周初，受海外通胀数据影响，沪锌受外盘拖累重心下挫，再度失守 23000 关口。受海外数据提振以及国内 PMI 数据超预期两眼表现提振市场，表明国内较为强劲的复苏态势，沪锌走势较为强劲，重心上抬。但增长并未一直持续，受海外加息情况的扰动，沪锌跳空低开，但同时各地房地产以及汽车相关政策提振以及市场对即将召开的两会具有较好预期，宏观面利好的同时云南限电一事扰动供应端，锌价抹平跌幅重回高位。沪锌截至本周五 15:00，沪锌收跌报 23475 元/吨，周内跌 30 元/吨，跌幅 0.13%。**新闻方面：**加拿大伦丁矿业近日公布了 2022 年第四季度以及全年产量结果，同时发布了 2023 年产量指导。2022 年第四季度，公司产量包括 56,552 吨铜，44,308 吨锌和 4,096 吨镍，上年同期分别为 76,996 吨铜，36,830 吨锌和 4,101 吨镍。2022 年，公司铜产量为 249,659 吨，低于上年的 262,884 吨；锌产量 158,938 吨，高于上年的 143,797 吨；镍产量 17,465 吨，不及上年的 18,353 吨。2023 年产量指导为 236,000-260,000 吨铜，180,000-195,000 吨锌和 13,000-16,000 吨镍。中金岭南公司铅锌采选年产金属量 30 万吨生产能力。公司直接掌控的已探明的铅锌铜等有色金属资源总量近千万吨。公司 2023 年主要产品生产计划为：矿山铅锌精矿金属量 27.67 万吨、铜金属量 9,657 吨、银金属量 122 吨、金金属量 217 公斤；冶炼铅锌金属量 42.40 万吨、阴极铜 40 万吨、银锭 181 吨。

图19：上海期交所同 LME 当月期锌价格



资料来源：wind，民生证券研究院

图20：全球主要交易所锌库存



资料来源：wind，民生证券研究院

(2) 加工费&社会库存

图21：国产-进口锌加工费周均价



资料来源：SMM，民生证券研究院

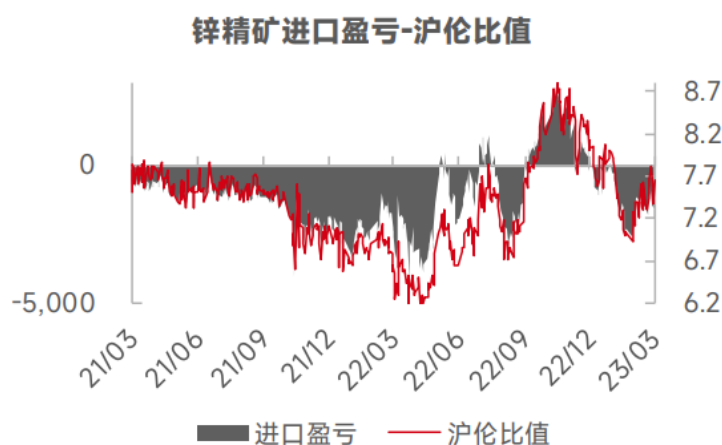
注：图中进口周均价为右轴

图22：锌七地库存（万吨）

国内主流消费地锌锭社会库存（含SHFE仓单 单位：万吨）										
日期	上海	广东	天津	江苏	浙江	山东	河北	原三地总计	七地总计	
2023/2/10	5.75	3.50	7.18	0.62	0.85	0.35	0.30	16.43	18.55	
2023/2/13	6.11	3.42	7.14	0.69	0.79	0.35	0.28	16.67	18.78	
2023/2/17	6.04	3.21	6.91	1.14	0.59	0.35	0.21	16.16	18.45	
2023/2/20	6.02	3.21	6.83	1.00	0.58	0.35	0.16	16.06	18.15	
2023/2/24	5.89	3.22	6.83	1.11	0.60	0.35	0.13	15.94	18.13	
2023/2/27	6.04	3.17	6.93	1.08	0.64	0.33	0.15	16.14	18.34	
2023/3/3	5.90	3.01	7.40	0.93	0.71	0.33	0.13	16.31	18.41	
较上周五变化	0.01	-0.21	0.57	-0.18	0.11	-0.02	0.00	0.37	0.28	
较本周一变化	-0.14	-0.16	0.47	-0.15	0.07	0.00	-0.02	0.17	0.07	

资料来源：SMM，民生证券研究院

图23：锌进口比值及盈亏



资料来源：SMM，民生证券研究院

注：沪伦比值为右轴，进口盈亏单位为元/吨

2.3 铅、锡、镍

- **铅**：本周伦铅 0-3 合约价格开于 2081.5 美元/吨，周初价格逐渐回升，周三时期曾一度上穿 30 日均线。但在周四美国明尼亚波利斯联储主席卡什卡利表示，对 3 月加息 25 基点还是 50 基点持开放态度，并倾向于继续推高终点利率的预期，此前该联储是偏鸽派人士，而市场对美联储加息的终点利率预期值也达到 5.5%。受此影响伦铅价格在周四逐渐回落，跌势延续至周五，截止周五北京时间下午 3 点伦铅合约价格为 2112.5 美元/吨，周内上涨 1.49%。**新闻方面**，英国瓦斯特资源公司 2 月 27 日宣布，它已收到其全资所有的位于特兰西瓦尼亚阿普塞尼山脉的白塔普拉伊多金属矿的技术规划报告。报告总结了白塔普拉

伊（安东尼奥+白塔罗西）现有矿产资源的潜在升级，包括符合矿石储量委员会（JORC）的 1,165- 1,265 万吨勘探目标，铜品位 0.98%至 1.69%，铅品位 0.23%至 0.57%，锌品位 0.17%至 0.62%。金贵银业决定对下属综合厂粗铅冶炼系统进行年度停产检修。底吹、硫酸、还原炉、烟化炉生产线从 2023 年 3 月 1 日开始，预计 2023 年 4 月 20 日前完成全部年度检修计划。本次粗铅系统检修属年度例行计划检修，其它生产车间（系统）正常生产，不会对公司本年度生产经营产生重大影响。

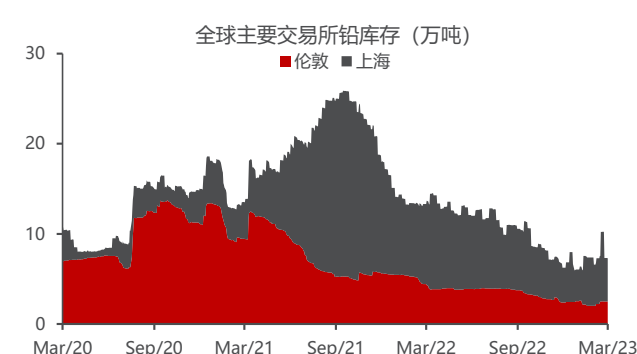
- **锡：**供给端，云南江西两省冶炼厂开工率已恢复至较高水平，锡矿供给紧张，暂未对冶炼厂生产带来显著影响；进口锡持续到港，但受春节季节性因素影响，到货量较少。需求端，锡价跌破 20 万元/吨大关，下游观望情绪较强，未能明显激发下游采购意向。本周社会库存再度明显累库，此前的去库迹象夭折。近期沪锡主力合约成交量与持仓量均大幅增加，大资金进场，放大了锡基本面的疲软，致使锡价出现大幅下跌。考虑到“两会”即将召开，政策导向将强力调动未来预期，预计锡价将出现较大幅度波动。虽然经济修复，消费复苏仍需较长时间传导至锡产业链，大幅累库、需求萎靡的现状，难以单靠积极预期缓解。**新闻方面**，刚果锡精矿 60%min 生产商之一的卡帕达矿业（Kapata Mining）2 月份锡精矿产量翻番至 60 金属吨左右。该公司锡精矿 60%min 年产能 800 金属吨，2022 年总产量约为 360 金属吨，目前无库存。他们通过当地经销商出口至亚洲（主要是泰国）。1 月份中国共计 10 家锡锭生产商减产，上个月为 6 家，去年同期为 14 家。1 月份减产锡锭生产商分布为云南 3 家，江西 3 家，中国台湾 2 家，广东 2 家。1 月份上述 10 家减产生产商共计生产锡锭 3,215.00 公吨，比上月减少 2,695.00 公吨，平均每家减少 269.50 公吨。
- **镍：**周内消息面频发，镍价呈现下行走势。具体来看，3 月 1 日据市场消息得知 LME 美国仓库禁俄镍，但据 SMM 调研得知当前美国地区 LME 暂无实质性库存，因此对镍价并无影响。3 月 2 日，有市场消息称，俄罗斯最大的镍生产商 Nor Nickel 正在以人民币计价的方式向中国出售镍，现货价格定价方式为上海期货交易所和伦敦金属交易所的混合价格。镍盘面难逃大幅波动。俄镍选择以人民币计价，用两市混合定价，有利于定价回归基本面。供给端，受昨日俄镍沪镍定价消息面影响，沪镍大幅下行现货升水跟跌，日内成交出现明显好转。镍铁方面，据 SMM 调研，贸易商手中库存高位，其中不乏手上库存较多的贸易商急于抛货。需求端来看，据 SMM 调研，近期成交清淡，市场提货意愿较弱，公共仓中累积的现货库存量较大。综上，近期消息面频发镍价一路下行现货市场成交略有回暖。预计下周沪镍价格 180000-195000 元/吨。**新闻方面**，加拿大镍 28 资本公司 2 月 27 日公布了旗下最大资产，位于巴布亚新几内亚的拉姆镍钴矿项目 2022 年第四季度和 2022 年全年的令人振奋的运营业绩。拉姆项目 2022 年第四季度的镍产量为 8,480 吨，较去年同期增长 33%，全年混合氢氧化物中的镍含量在 34,302 吨，与 2021 年相比上升 9%，达设计产能的 105%。2022 年第四季度拉姆项目钴产量为 702 吨，比去年同期上涨 21%，全年混合氢氧化物中的钴含量为 2,987 吨，与 2021 年基本持平。拉姆项目 2022 年第四季度的镍销量为 13,613 吨，全年镍销量达 37,250 吨。2022 年第四季度钴销量为 1,150 吨，全年钴销量在 3,289 吨。澳大利亚资源矿产公司 2 月 28 日宣布，已通过审核和重新评估，证实芬兰若萨科罗项目硫化镍资源量达 4,210 万吨，镍含量为 168,400 吨，钴含量为 6,700 吨。这项矿物资源评估是在两个蛇纹岩矿体内进行的，每个矿体各有 4 个独立的镍矿化区，长度为 1,750 米，宽度为 8-50 米，平均厚度为 10 米。科马提岩地质区域也在勘探许可范围内，但目前尚未对该区域的延伸地带进行充分勘探。近期开展的案头调查结果显示，部分矿层镍和铜品位分别为 0.89%和 3.15%，但尚未进行充分测试。

图24：上海期交所同 LME 当月期铅价格



资料来源：wind，民生证券研究院

图25：全球主要交易所铅库存



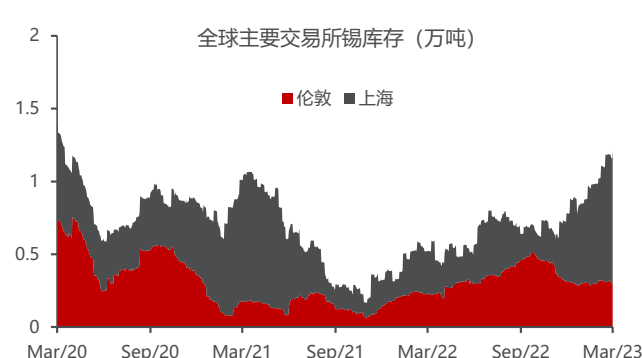
资料来源：wind，民生证券研究院

图26：上海期交所同 LME 当月期锡价格



资料来源：wind，民生证券研究院

图27：全球主要交易所锡库存



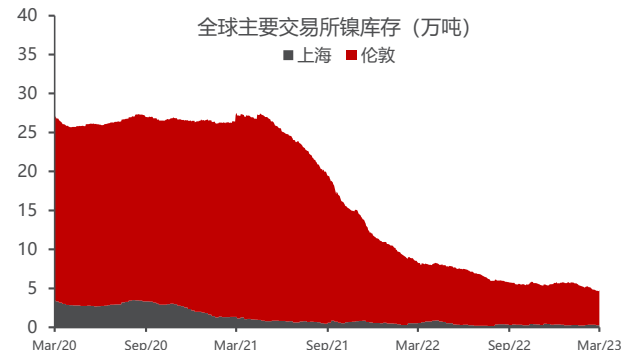
资料来源：wind，民生证券研究院

图28：上海期交所同 LME 当月期镍价格



资料来源：wind，民生证券研究院

图29：全球主要交易所镍库存



资料来源：wind，民生证券研究院

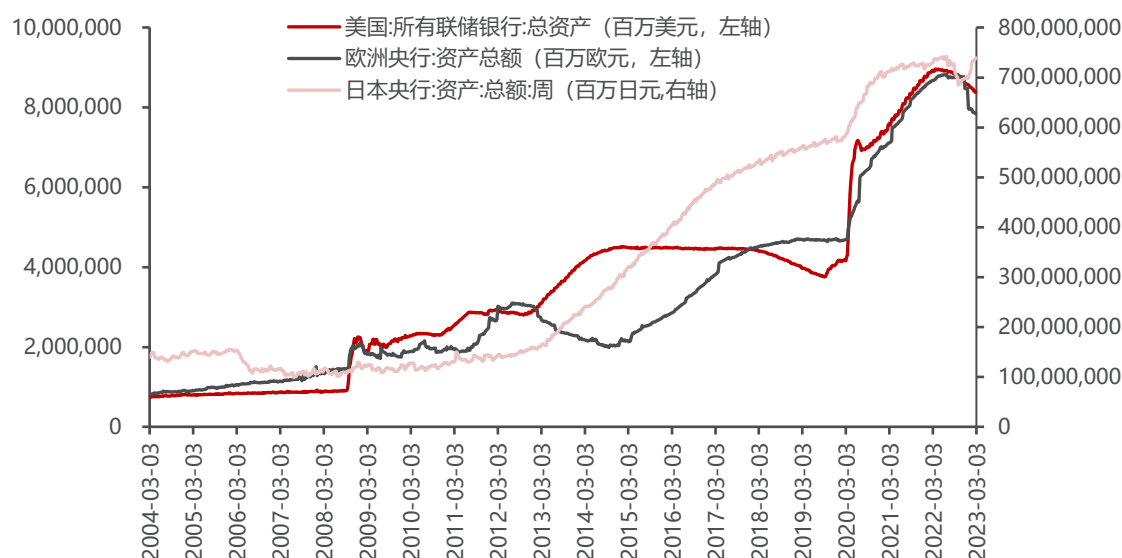
3 贵金属、小金属

3.1 贵金属

- **黄金：**本周（2.27-3.3）金银延续震荡走势，价格重心较上周下移。继鹰派会议纪要之后，

美联储最青睐的 PCE 通胀指标超出市场预期并刺激美元大涨突破 105 关口，COMEX 黄金承压跌向 1810 美元/盎司，COMEX 白银跌出 21 美元。美元触及高位后有所回落，也让金银价格获得了一丝喘息机会，COMEX 金银分别反弹至 1840 和 21 美元附近水平，国内黄金运行至 114 元/克附近，国内白银期现价格弱稳于 4900 关口下方。

图30：各国央行的资产总额情况



资料来源：wind，民生证券研究院

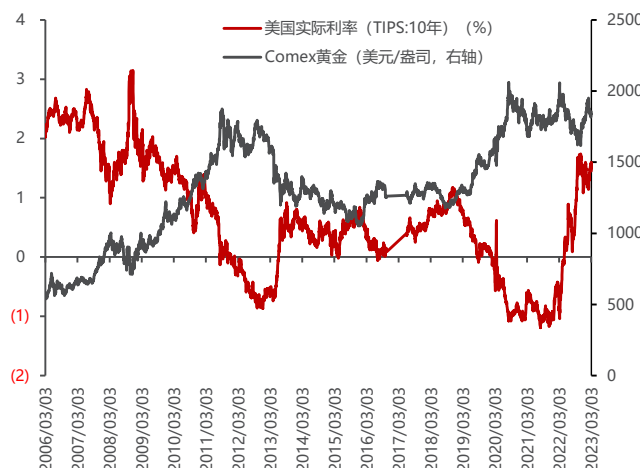
(1) 央行 BS、实际利率与黄金

图31：美联储资产负债表资产组成



资料来源：wind，民生证券研究院

图32：Comex 黄金与实际利率



资料来源：wind，民生证券研究院

(2) ETF 持仓

图33: 黄金 ETF 持仓 (单位: 金衡盎司)



资料来源: wind, 民生证券研究院

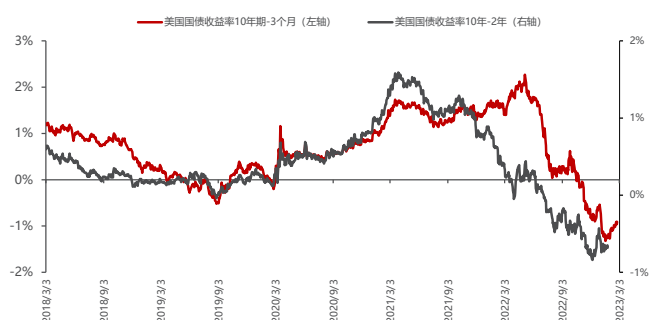
图34: 白银 ETF 持仓 (单位: 盎司)



资料来源: wind, 民生证券研究院

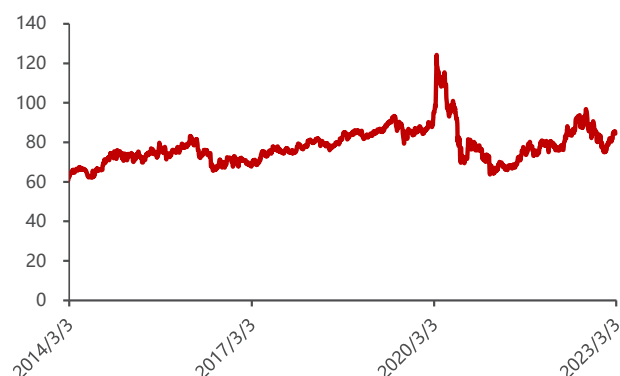
(3) 长短端利差和金银比

图35: 美国国债收益率 (%)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图36: 金银比



资料来源: wind, 民生证券研究院

(4) COMEX 期货收盘价

图37: COMEX 黄金期货收盘价



资料来源: wind, 民生证券研究院

图38: COMEX 白银期货收盘价



资料来源: wind, 民生证券研究院

3.2 能源金属

3.2.1 钴

- **电解钴**：近期电解钴价格有所上行。当前头部厂商因为交储流入零单现货较少，叠加头部厂商出厂价格仍居于高位。贸易商库存低位，欧洲电钴库存偏紧外盘电钴价格高位情绪面影响国内电钴价格坚挺。考虑到下月交储需求缩减，流通于现货市场的电钴有望增长。叠加价格与钴盐价差较大，因此预测下月电钴价格或将出现下行。
- **钴盐及四钴**：本周硫酸钴价格持续上行。供给端，近期回收端冶炼厂受碳酸锂价格频频下调影响，对回收料采购谨慎，因此回收端钴产量受限。需求端，贸易商囤货潮刚过，本周前驱厂商开启新一轮询价采购。综合带动硫酸钴价格上行。近期四氧化三钴价格有所上行。近期数码市场持续清淡。但近期受广东地区陶瓷厂商补库需求氧化钴市场近期较为火热，因四钴与氧化钴可替换使用，因此近期在氧化钴价格带动下，四钴价格有所上行。
- **三元材料**：本周三元材料价格大幅下行。锂盐价格下跌抵消前驱价格上涨，制造成本继续下跌。整体开工情况较2月稍有好转但仍处低位，动力市场需求仍持弱。现货市场以数码小单为主，成交清淡，观望情绪浓厚，部分企业降库存规避跌价风险，存在低价成交。后市预期原料价格下跌下，仍具跌价空间。

表3：钴系产品价格一览

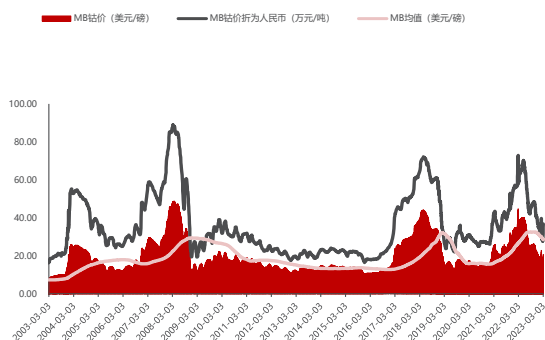
品种	产品类别	价格单位	当周价格	双周变动	1个月变动	年初至今	12个月最高	12个月最低
钴粉	99.5%min 中国	元/公斤	266.5	2.70%	-11.31%	-16.85%	652.5	259.5
MB 钴	低级钴	美元/磅	16.4	0.31%	-5.75%	-15.25%	40.13	21.75
金属钴	99.8%min 中国	元/公斤	285	2.89%	-3.39%	-9.24%	560	277
钴精矿	6-8%中国到岸	美元/磅	6.95	-1.42%	-12.58%	-24.86%	29.15	6.95
四氧化三钴	73.5%min 中国	元/公斤	167.5	1.82%	-4.01%	-15.19%	427.5	164.5
硫酸钴	20%min 中国	元/吨	41500	6.41%	-1.19%	-13.54%	122000	38000
氧化钴	72%min 中国	元/公斤	170.5	6.23%	-1.16%	-12.34%	402.5	160.5

资料来源：Wind, LME, 上期所, COMEX, 民生证券研究院整理

注：数据截至2023年3月3日

(1) 价差跟踪

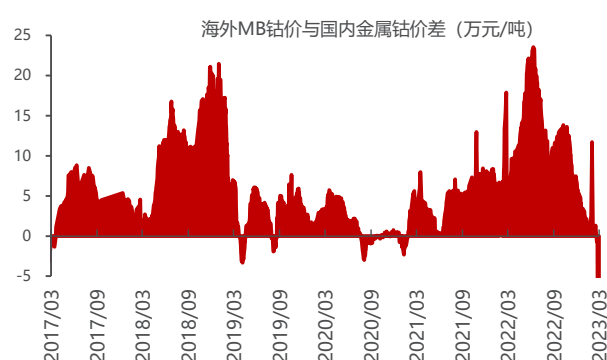
图39：MB 钴美金及折合人民币价格



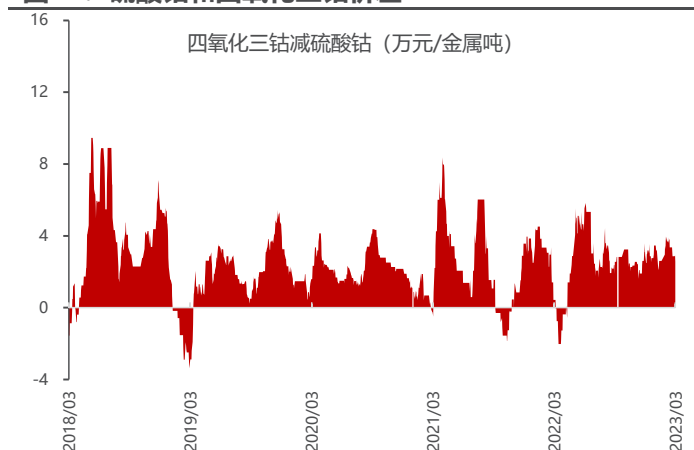
资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

注：美元汇率为对应当日中间汇率

图40：海内外钴价及价差



资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

图41：硫酸钴和四氧化三钴价差


资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

图42：金属钴现货和无锡盘价格差


资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

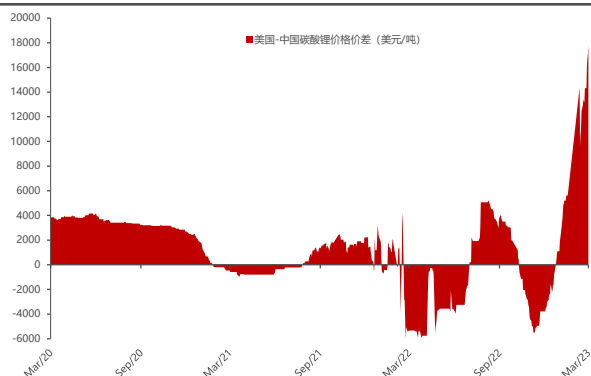
3.2.2 锂

（1）高频价格跟踪及观点

- **碳酸锂**：本周碳酸锂价格继续下调。江西地区督查事件仍在继续，恢复时间尚不明确，对碳酸锂价格形成一定支撑。且由于正极厂前期消耗锂盐库存较多，随开工率上升，近期存在一些刚需采购成交。但由于锂盐厂库存体量较大，且主流厂家报价均有下调，贸易商低价抛货，叠加后市悲观预期，预计短期内碳酸锂价格仍以下调为主。目前锂盐价格持续下跌，或探到部分外采锂辉石精矿企业的成本线，后续碳酸锂价格下跌幅度或有所放缓。
- **氢氧化锂**：本周氢氧化锂价格仍有下调。国内价格方面，由于下游需求仍未见明显起色，近期氢氧化锂价格持续下跌；但氢氧化锂市场流通量相对较小，且贸易商炒作成分较少，因此氢氧化锂跌幅较缓。海外价格方面，主因欧洲市场逐渐复苏，电池厂采购备货增加，海外价格高于国内；但受到国内价格持续下跌影响，氢氧化锂海外价格仍维持跌势。价格预期方面，预计后市氢氧化锂价格持续下跌，但跌势仍小于碳酸锂。
- **磷酸铁锂**：本周磷酸铁锂价格下跌。市场方面，从企业的订单反馈来看，目前成交以刚需为主，新增订单偏少，成交价格进一步走低。在成品库存压力下，低价出货行为出现。原料方面，主原料碳酸锂延续跌势，磷酸铁价格暂稳。综合作用下，磷酸铁锂成本支撑不足。刚刚过去的2月，磷酸铁锂市场在下游需求较少和原料价格波动影响下，产销恢复较慢。预计下周，磷酸铁锂价格仍有下跌之势。
- **钴酸锂**：近期碳酸锂价格大幅下行，四钴价格相对稳定，但碳酸锂价格对钴酸锂成本影响更大。数码市场表现依旧较差，成本与需求导致钴酸锂价格大幅下行。预计下周随原料价格波动，钴酸锂价格仍有下行空间。

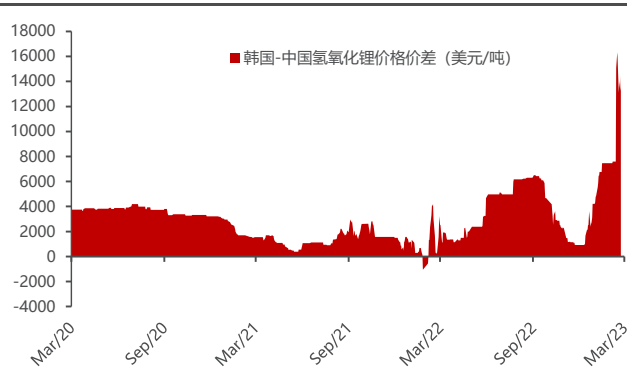
(2) 价差跟踪

图43：国内外碳酸锂价差



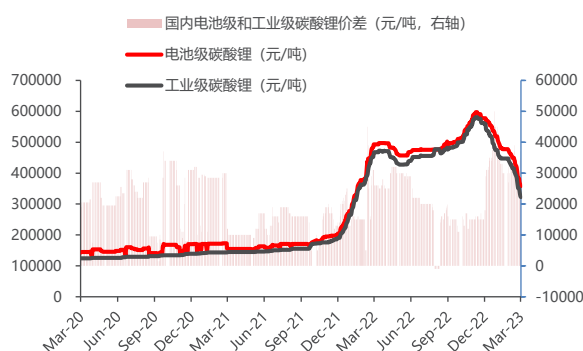
资料来源：wind，亚洲金属网，民生证券研究院

图44：国内外氢氧化锂价差



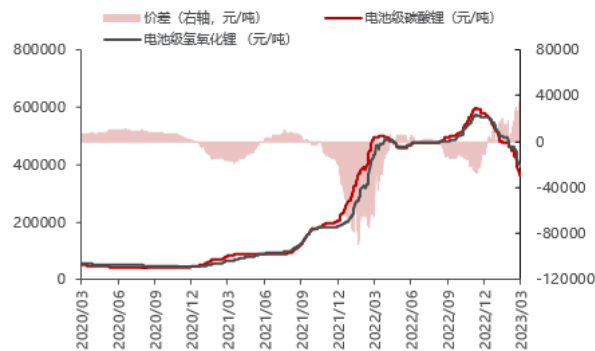
资料来源：wind，亚洲金属网，民生证券研究院

图45：国内电池级碳酸锂和工业级碳酸锂价差



资料来源：wind，亚洲金属网，民生证券研究院

图46：国内氢氧化锂和碳酸锂价差



资料来源：wind，亚洲金属网，民生证券研究院

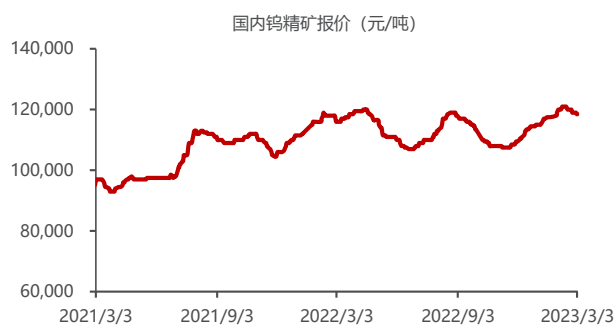
3.3 其他小金属

图47：国内钼精矿价格



资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

图48：国内钨精矿价格



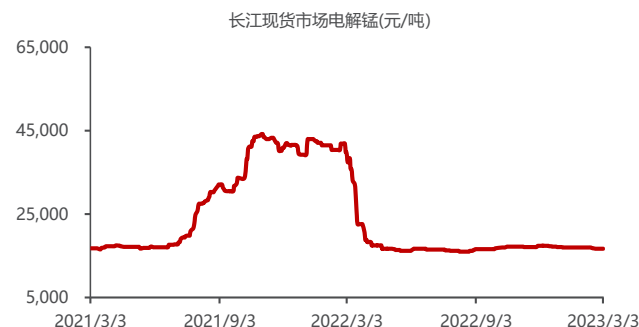
资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

图49：长江现货市场电解镁价格



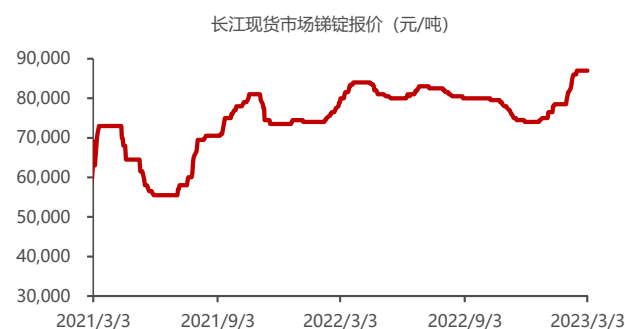
资料来源：wind，民生证券研究院

图50：长江现货市场电解锰价格



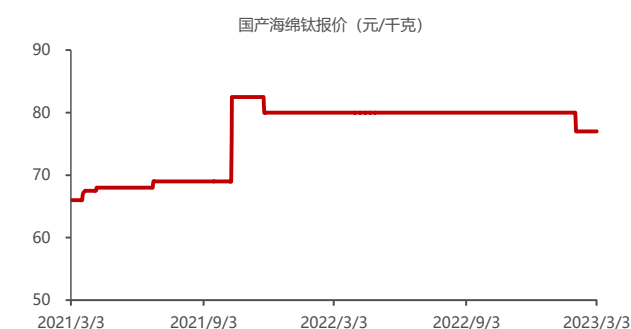
资料来源：wind，民生证券研究院

图51：长江现货市场锑锭价格



资料来源：wind，民生证券研究院

图52：国产海绵钛价格



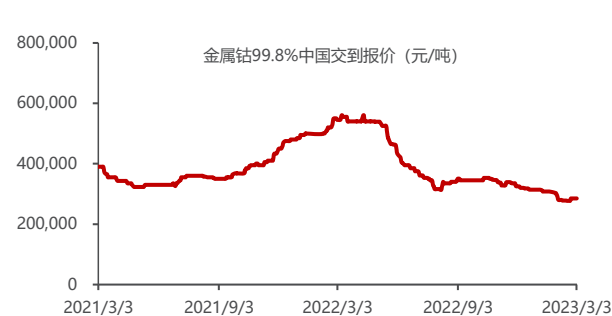
资料来源：wind，民生证券研究院

图53：国产高碳铬铁价格



资料来源：wind，民生证券研究院

图54：长江现货市场金属钴价格



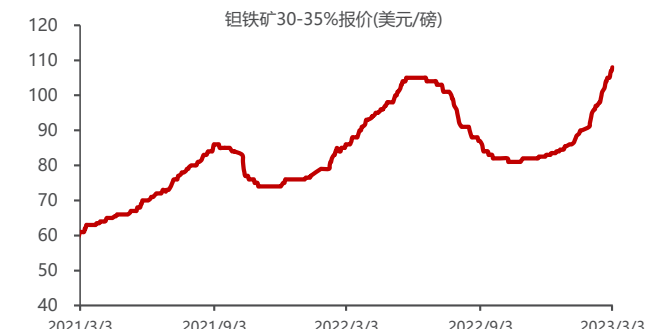
资料来源：wind，民生证券研究院

图55: 国内精钢 99.99%价格



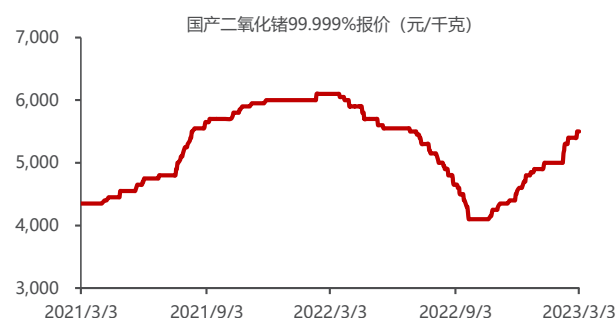
资料来源: wind, 民生证券研究院

图56: 钽铁矿 30%-35%价格



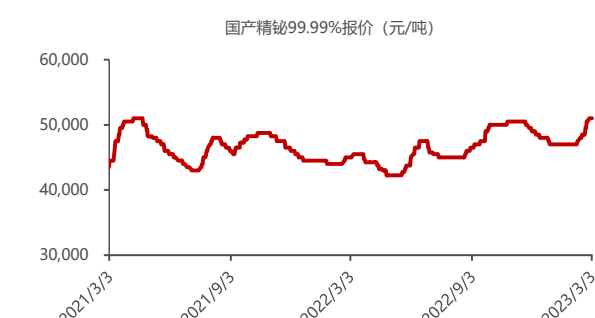
资料来源: wind, 民生证券研究院

图57: 国产二氧化锆价格



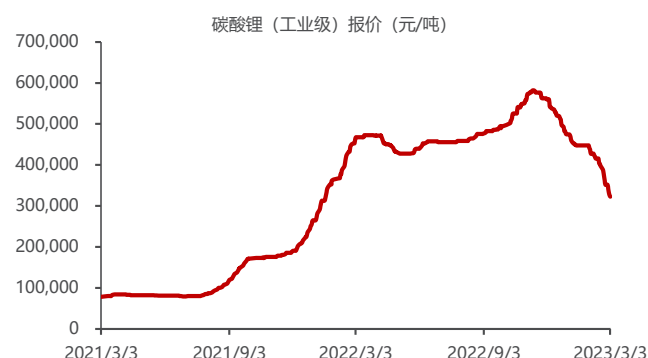
资料来源: wind, 民生证券研究院

图58: 国产精铋价格



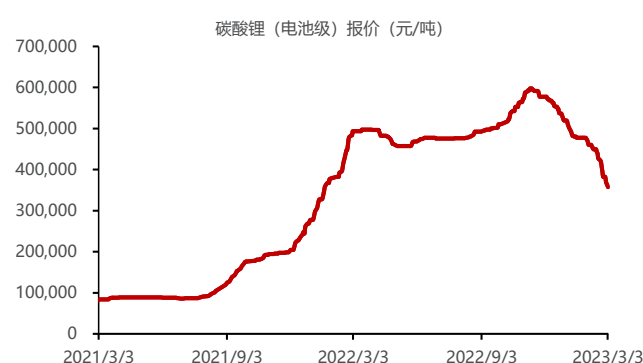
资料来源: wind, 民生证券研究院

图59: 碳酸锂 (工业级) 价格



资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

图60: 碳酸锂 (电池级) 价格

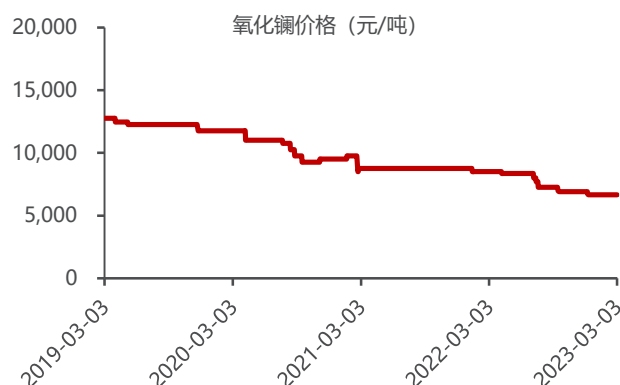


资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

4 稀土价格

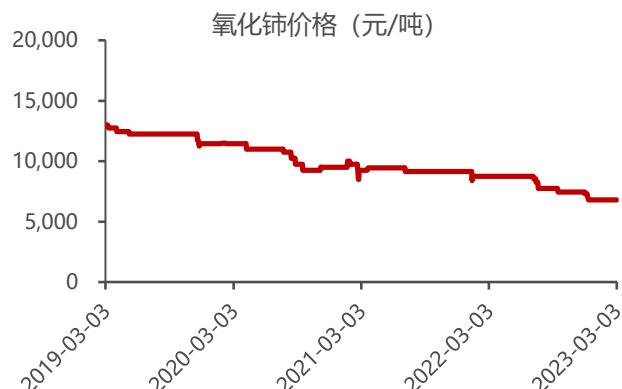
- **稀土磁材:** 从供给端来看, 多数分离厂和金属厂仍保持正常生产, 有部分小型金属厂由于严重的成本倒挂选择小幅减产; 从需求端来看, 磁材企业订单情况仍不乐观, SMM 预计短期稀土价格或将继续承压运行。

图61：氧化镧价格



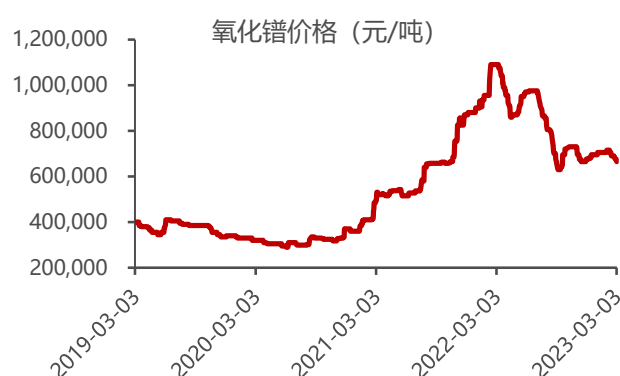
资料来源：wind，民生证券研究院

图62：氧化铈价格



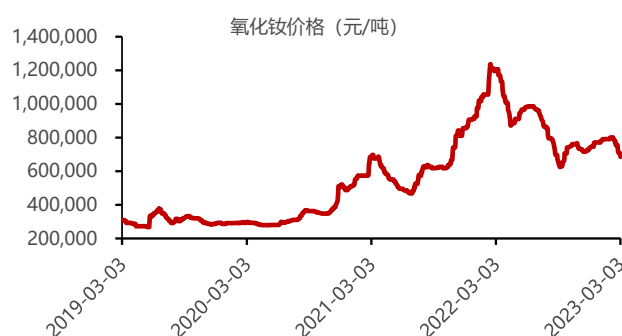
资料来源：wind，民生证券研究院

图63：氧化镨价格



资料来源：wind，民生证券研究院

图64：氧化钕价格



资料来源：wind，民生证券研究院

图65：氧化镱价格



资料来源：wind，民生证券研究院

图66：氧化铽价格



资料来源：wind，民生证券研究院

5 风险提示

1、需求不及预期：美联储加息，全球经济有下行风险，加上国内疫情可能反复，需求或弱于预期。

2、供给超预期释放：受限于产能，加上供应干扰较大，供给端释放较慢，若资本开支大幅上升，供应可能有超预期释放。

3、海外地缘政治风险：俄乌冲突加剧以及南美政策均影响供应，同时地缘冲突风险也影响市场避险情绪，影响未来金属需求。

插图目录

图 1: 本周涨幅前 10 只股票 (2/27-3/3)	3
图 2: 本周涨跌幅后 10 只股票 (2/27-3/3)	3
图 3: 黄金价格与山东黄金股价走势梳理	5
图 4: 阴极铜价格与江西铜业股价走势梳理	5
图 5: 华友钴业股价与硫酸钴价格走势梳理	5
图 6: 天齐锂业股价与碳酸锂价格走势梳理	5
图 7: 上海期交所同 LME 当月期铝价格	6
图 8: 全球主要交易所铝库存	6
图 9: 预焙阳极单吨净利润梳理	7
图 10: 电解铝单吨盈利梳理	7
图 11: 氧化铝单吨盈利梳理 (单位: 元)	7
图 12: 2022 年 1 月全国平均电解铝完全成本构成	8
图 13: 铝国内主要消费地库存 (万吨)	8
图 14: 国产和进口氧化铝价格走势	8
图 15: 三大期货交易所铜库存合计+保税区 (单位: 吨)	9
图 16: 铜精矿加工费 (美元/吨)	9
图 17: 上海期交所同 LME 当月期铜价格	9
图 18: 全球主要交易所铜库存	9
图 19: 上海期交所同 LME 当月期锌价格	10
图 20: 全球主要交易所锌库存	10
图 21: 国产-进口锌加工费周均价	11
图 22: 锌七地库存 (万吨)	11
图 23: 锌进口比值及盈亏	11
图 24: 上海期交所同 LME 当月期铅价格	13
图 25: 全球主要交易所铅库存	13
图 26: 上海期交所同 LME 当月期锡价格	13
图 27: 全球主要交易所锡库存	13
图 28: 上海期交所同 LME 当月期镍价格	13
图 29: 全球主要交易所镍库存	13
图 30: 各国央行的资产总额情况	14
图 31: 美联储资产负债表资产组成	14
图 32: Comex 黄金与实际利率	14
图 33: 黄金 ETF 持仓 (单位: 金衡盎司)	15
图 34: 白银 ETF 持仓 (单位: 盎司)	15
图 35: 美国国债收益率 (%)	15
图 36: 金银比	15
图 37: COMEX 黄金期货收盘价	15
图 38: COMEX 白银期货收盘价	15
图 39: MB 钴美金及折合人民币价格	16
图 40: 海内外钴价及价差	16
图 41: 硫酸钴和四氧化三钴价差	17
图 42: 金属钴现货和无锡盘价格差	17
图 43: 国内外碳酸锂价差	18
图 44: 国内外氢氧化锂价差	18
图 45: 国内电池级碳酸锂和工业级碳酸锂价差	18
图 46: 国内氢氧化锂和碳酸锂价差	18
图 47: 国内铝精矿价格	18
图 48: 国内钨精矿价格	18
图 49: 长江现货市场电解镁价格	19
图 50: 长江现货市场电解锰价格	19
图 51: 长江现货市场锑锭价格	19
图 52: 国产海绵钛价格	19
图 53: 国产高碳铬铁价格	19
图 54: 长江现货市场金属钴价格	19

图 55: 国内精钢 99.99%价格.....	20
图 56: 钼铁矿 30%-35%价格	20
图 57: 国产二氧化锆价格	20
图 58: 国产精铋价格	20
图 59: 碳酸锂（工业级）价格.....	20
图 60: 碳酸锂（电池级）价格.....	20
图 61: 氧化镧价格	21
图 62: 氧化铈价格	21
图 63: 氧化镨价格	21
图 64: 氧化钕价格	21
图 65: 氧化铈价格	21
图 66: 氧化铽价格	21

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 金属价格、库存变化表	3
表 2: 铝价格统计	6
表 3: 钴系产品价格一览	16

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026