

美就业降温及加息风险渐显，关注黄金配置机会

有色-基本金属行业周报

报告摘要:

► 贵金属：美国就业渐有降温迹象，硅谷银行破产再度提示暴力加息风险，衰退渐近彰显黄金投资价值

本周 COMEX 黄金上涨 0.53% 至 1,872.70 美元/盎司，COMEX 白银下跌 3.65% 至 20.61 美元/盎司。SHFE 黄金上涨 0.28% 至 416.76 元/克，SHFE 白银下跌 3.14% 至 4,776 元/千克。本周金银比走高至 90.89。本周 SPDR 黄金 ETF 持仓减少 288,105.45 金衡盎司，SLV 白银 ETF 持仓增加 735,386.60 盎司。

美国劳工部发布的数据显示，美国 2 月非农就业人数增加 31.1 万人，超预期的 20.5 万人，并低于前值的 50.4 万人。虽非农就业超预期，但在失业率和薪资增速方面出现了降温迹象，失业率从 3.4% 增长至 3.6%；而平均小时薪资月率仅增长 0.2%，低于预期，且为一年以来最低；整体劳动参与率略有上升。在这一喜忧参半的就业数据公布之后，最新数据显示，投资者预计美联储加息 50 个基点的概率为 48.4%，加息 25 个基点的概率为 51.6%。

虽然非农就业人数超预期，但薪资增速的意外降温令“工资-物价螺旋通胀”出现缓和的苗头，也令市场对美联储持续鹰派的担忧有所缓解。除了 2 月就业数据释放缓和信号，关于 3 月就业情况，周四公布的上月初请失业金人数超预期及前值增长，并创下 2022 年 12 月 24 日以来的新高；此外，裁员潮蔓延至科技行业之外，也令未来就业降温更加有迹可循，而这些或是就业降温更加显性的逐步表现。本周鲍威尔在听证会上发言称，美联储未来的加息幅度可能超出此前预期，传递出鹰派信号；而在随后的听证会上，鲍威尔发言有所缓和，表示尚未决定 3 月加息幅度，并认为具体加息幅度仍需观察即将公布的就业、通胀、零售数据等之后再决定。鲍威尔发言显示，目前美国通胀仍是美联储后续政策的重要关注点。在周五就业数据暂缓市场对加息的担忧之后，下周即将公布的 CPI 数据将更为重要且对 3 月加息幅度更具决定性。

同时，本周五硅谷银行破产事件也再度显示美联储过往多次激进加息的负面作用。美国硅谷银行的客户主要是初创科技企业以及风险投资公司等，此次事件的发生，一方面是美联储持续加息之后，债券融资成本抬升；另一方面，加息之下美国经济衰退风险升温，去年底开始的科技行业裁员潮也显示行业正面临困境，初创企业纷纷取走存款，对硅谷银行流动性危机的担忧导致挤兑，最终硅谷银行破产。事件发生后，美股恐慌指数 VIX 飙升，避险情绪驱动之下金价也大幅走高，目前硅谷银行倒闭对金融体系的负面影响主要在美国国内，但也同时再度提示美联储持续加息的弊端，以及给经济带来的风险。当下美国经济数据已有降温苗头，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。此次硅谷银行破产事件，加之对经济的担忧，剩余的加息空间将进一

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：zhouzhi1@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：

1. 《基本金属周报|电力问题扰动锌铝供应，关注需求修复及提振》

2023.3.6

2. 《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

3. 《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

步收窄，未来加息将渐近尾声。

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：海外铝厂因高电价再减产，国内经济可期 消费渐有复苏

本周 LME 市场铜、铝、锌、铅、锡价格较上周下跌 1.64%、3.65%、4.40%、2.36%、8.06%。SHFE 市场，铜、铝、锌、铅、锡价格较上周下跌 1.45%、2.72%、2.58%、0.92%、6.29%。

铜：海外矿端继续修复，去库加速关注消费力度

宏观方面，本周公布的非农就业数据超预期，但薪资增速及失业率指标有降温迹象，同时进入 3 月之后，上周初请失业金人数超预期增长，显示就业降温苗头，市场对于美联储加息的担忧有所缓和，宏观压力暂缓。

基本上，前期因扰动停产的海外铜矿正逐步恢复正常生产。上周印尼自由港旗下 Grasberg 铜矿已在暴雨导致的暂停后重新恢复作业；本周巴拿马政府及第一量子 Cobre Panama 的运营合同达成一致，矿石加工及港口精矿装载工作也逐步恢复；秘鲁国内的抗议也已大部分解除，秘鲁矿山将开始将铜精矿运往出口港口。上述世界级大矿自事故中复产，将令铜矿产量继续回归增长态势，未来大型矿山陆续投产，以及前期已投项目的逐步达产，铜矿趋于宽松为市场共识，前期扰动不改宽松趋势。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，驱动铜价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。目前下游消费力度较此前增加，季节性库存拐点已出现，且本周去库加速。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：海外电解铝因高电价再减产，内外供应不及预期消费可期

海外方面，近两周海外高电价再度导致出现新的电解铝停产，斯洛文尼亚铝业公司 Talum 表示将于 4 月关闭剩余 80% 的电解槽；德国 Speira 公司因能源成本高企将关闭 Rheinwerk 铝冶炼厂剩余 50% 的产能。虽欧洲能源危机已经度过最严峻的时期，但当下电价仍使能源密集型的铝行业面临减停产风险，令海外铝供应再度不及预期。

国内方面，两轮因限电导致的减产均已落地，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：再生铅因设备故障及检修减产，消费淡季受政策利好支撑

供应端，本周原生铅受几家冶炼厂检修、湖南地区原料偏紧致使产量计划下调等因素影响，开工率较上周有所下滑。再生铅供应方面，安徽再生铅厂由于故障致设备停产、检修等因素作用之下，开工率有所下滑，未来多家再生铅厂近期有检修计划，而江西地区炼厂也有计划在 4 月检修，后续将有减量。消费端，下游铅蓄电池逐渐进入消费淡季，本周开工率有所下滑，但后续在新国标之后部分省市超标电动车进入淘汰期的影响之下，铅蓄电池配套消费的好转有望支撑消费力度。再生铅供应减量，消费末季节性走弱等原因对铅价有所支撑。

锌：海外供应难言恢复，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。一方面是近两周欧洲原铝厂再传停产，二是海外下游消费不佳之下冶炼厂无动力复产，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，五矿澳洲 Dugald River 矿山目前仍未复产，海外锌矿再面扰动。国内方面，2 月锌锭产量因生产天数等原因环比略有减少，而云南水电紧张之下，锌冶炼厂继铝之后受到限电影响，对冶炼端供应造成影响；目前再生锌产能利用率较低。云南电力供应问题及检修，暂缓近期以来的供应压力，但在其他地区正常生产之下，3 月锌产量有望实现环比增长。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：供应端持续修复，需求疲弱有所拖累

供应端，锡矿加工费持续回落，但目前尚未造成停产，此外，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，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，供应端暂无更多扰动。当下消费表现并不乐观，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，中期钒电池高景气有望带动钒价中枢再抬升

本周钼精矿价格较上周下跌 3.09%，钼铁价格较上周下跌 3.03%。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。本周钼产品

价格依旧呈现下跌态势，终端客户刚需采购仍未明显改善，但上游钼原料供应偏紧问题依旧存在，跌幅相对下游钼产品而言较小。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持平于 13.95 万元/吨，钒铁价格较上周下跌 0.65% 至 15.40 万元/吨，钒电池指数本周下跌 2.43% 报收 1542.63 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，钒产品价格稳步走强，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。

投资建议

美国非农就业数据显示降温迹象，本周美国硅谷银行破产事件再度显示暴力加息之后美国所面临的经济衰退风险，同时考虑到对后续经济的担忧，剩余的加息空间将进一步收窄，未来加息将渐近尾声。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，彰显黄金配置价值，建议关注黄金投资机会。

受益标的：银泰黄金、赤峰黄金、中金黄金。

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. 美就业降温及加息风险渐显，关注黄金配置机会.....	6
1.1. 贵金属.....	6
1.2. 基本金属.....	10
1.3. 小金属.....	17
1.4. 行情回顾.....	21
2. 风险提示.....	23

图目录

图 1 SHFE 黄金价格及库存 (元/克, 千克)	9
图 2 COMEX 黄金价格及库存 (美元/盎司, 金衡盎司).....	9
图 3 SHFE 白银价格及库存 (元/千克, 公斤)	9
图 4 COMEX 白银价格及库存 (美元/盎司, 金衡盎司).....	9
图 5 金银比.....	10
图 6 COMEX 非商业净多持仓 (张)	10
图 7 SPDR 黄金 ETF 持仓 (金衡盎司)	10
图 8 SLV 白银 ETF 持仓 (盎司)	10
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)	20
图 22 钨产品价格 (万元/吨)	20
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 锆产品价格 (元/千克)	20
图 27 精铟价格 (元/千克)	21
图 28 铬产品价格 (元/吨)	21
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 (%)	22
图 32 有色细分行业周涨跌 (%)	22
图 33 个股涨幅前十 (%)	23
图 34 个股跌幅前十 (%)	23

1.美就业降温及加息风险渐显，关注黄金配置机会

1.1.贵金属

1.1.1.一周重点新闻

1. 美国 2 月非农就业数据依然热得发烫 但失业率、薪酬增速双双走软

北京时间周五晚 21 时 30 分，美国劳工部发布 2 月非农就业报告。由于美国 1 月经济数据呈现猛烈返潮的异常景象，市场也在热切期待 2 月数据来验证此前的数据到底是机缘巧合下的异常，还是新一轮经济升温的开端。

根据报告，美国 2 月季调后非农就业人数为 31.1 万人(预期 20.5 万人)，失业率 3.6%(预期 3.4%)；市场颇为关心的平均小时工资年率为 4.6%(预期 4.7%)。同时去年 12 月和今年 1 月的非农就业数据分别下修 2.1 万和 1.3 万，至 23.9 万和 50.4 万。失业率的上升也与劳动参与率，特别是 25-54 岁人口的劳动参与率恢复到疫情前水平有关。

在就业市场极度火热的背景下，薪酬增速也是对加息预期极具影响力的数据。在 2 月非农报告中，不论是环比数据(0.2%)还是同比数据(4.6%)均低于市场预期，这也是报告发布后美股市场回暖的重要原因之一。

考虑到本周引发美股银行股重挫的硅谷银行事件，本身也与美联储激进加息有一定关联，叠加非农数据显示劳动力市场走软、薪酬增速下滑，报告发布后市场对 3 月 FOMC 会议加息 25 个基点的预期，迅速从一天前的 31% 飙升至 56%。
(财联社)

2. 美国季度普查数据证实：科技公司在裁员之前曾大举招人

根据美国劳工统计局周三（3 月 8 日）发布的就业和工资季度普查数据，软件出版商和另外三个关键行业 1-9 月增加了 91,334 名员工，这显示在去年四季度开始“裁员潮”之前，美国科技公司仍在一直增加人手。普查提供的信息比劳工统计局发布的月度数据详细得多，但更滞后。它涵盖了美国 95% 以上的就业，来源于各州的失业保障税记录。事实上，直到去年最后几个月，从疫情期间开始的科技公司招聘潮才开始减弱，此后，苹果公司到英特尔在内的各公司都在暂停招聘或裁员，以应对更加动荡的经济。美国劳工统计局定于 5 月发布的下一轮数据可能会开始反映这些裁员。（格隆汇）

3. 美国上周初请失业金人数超预期

周四，美国上周初请失业金人数录得 21.1 万，升至 2022 年 12 月 24 日当周以来新高，超过了预期的 19.5 万和前一周的 19 万，时隔七周首次升至 20 万人上方。在大规模裁员潮的背景下，这一数据宣告了其诡异下降趋势的终结；与此同时，2 月挑战者企业裁员人数录得近 7.8 万人，同比增长超 400%。（金十数据）

4. 美国 2 月就业市场喜忧参半

在美联储考虑是否加快加息步伐之际，美国就业市场交出了一份喜忧参半的数据。

劳工部周五发布的报告显示，2 月新增非农就业人数 31.1 万人，虽然远低于前值的 50.4 万人，但依然高于道琼斯预期的 22.5 万人。这意味着就业市场依然火爆。与此同时，失业率升至 3.6%，高于预期的 3.4%；劳动力参与率小幅上升至 62.5%，为 2020 年 3 月以来的最高水平。平均时薪同比增长 4.6%，低于预期的 4.8%；环比增长 0.2%，同样低于预期的 0.4%。

就业报告或促使美联储在 3 月 21-22 日的政策会议上继续加息，但加息 50 个基点的可能性并不显著。因为尽管就业市场依然紧张，招聘需求超过了可用工人的数量，但如果劳动力供应的改善和某些部门的工资增长放缓持续下去，将有助于美联储实现抑制通胀的目标。

芝加哥商业交易所利率观察工具 FedWatch 的最新数据显示，投资者预计美联储加息 50 个基点的概率为 48.4%，加息 25 个基点的概率为 51.6%。（界面新闻）

5. 美国今年头两个月集装箱进口量暴跌两成

3 月 9 日周四，加拿大物流公司 Descartes Systems Group 发布的一份报告显示，美国海运集装箱进口量在今年前两个月下降了 20%。今年 1 月和 2 月，以 20 英尺当量单位计算的入境美国集装箱总量为 380 万个，较 2022 年同期的 478 万个有所减少，基本和 2019 年同期的水平相当。有媒体评论称，美国通胀飙升和利率上升的经济负担主要落在了那些低收入消费者身上。鉴于消费占美国 GDP 的 68.5%，集装箱航运业令人不安的放缓表明美国经济正显示出步履蹒跚的迹象。（华尔街见闻）

1.1.2. 贵金属：美国就业渐有降温迹象，硅谷银行破产再度提示暴力加息风险，衰退渐近彰显黄金投资价值

美国劳工部发布的数据显示，美国 2 月非农就业人数增加 31.1 万人，超预期的 20.5 万人，并低于前值的 50.4 万人。虽非农就业超预期，但在失业率和薪资增

速方面出现了降温迹象，失业率从 3.4% 增长至 3.6%；而平均小时薪资月率仅增长 0.2%，低于预期，且为一年以来最低；整体劳动参与率略有上升。在这一喜忧参半的就业数据公布之后，目前芝加哥商业交易所利率观察工具 FedWatch 的最新数据显示，投资者预计美联储加息 50 个基点的概率为 48.4%，加息 25 个基点的概率为 51.6%。

虽然非农就业人数超预期，但薪资增速的意外降温令“工资-物价螺旋通胀”出现缓和的苗头，也令市场对美联储持续鹰派的担忧有所缓解。除了 2 月就业数据释放缓和信号，关于 3 月就业情况，周四公布的上月初请失业金人数超预期及前值增长，并创下 2022 年 12 月 24 日以来的新高；此外，裁员潮蔓延至科技行业之外，也令未来就业降温更加有迹可循，而这些或是就业降温更加显性的逐步表现。本周鲍威尔在听证会上发言显示，目前美国通胀仍是美联储后续政策的重要关注点。在周五就业数据暂缓市场对加息的担忧之后，下周即将公布的 CPI 数据将更为重要且对 3 月加息幅度更具决定性。

同时，本周五硅谷银行破产事件也再度显示美联储过往多次激进加息的负面作用。美国硅谷银行的客户主要是初创科技企业以及风险投资公司等，此次事件的发生，一方面是美联储持续加息之后，债券融资成本抬升；另一方面，加息之下美国经济衰退风险升温，去年底开始的科技行业裁员潮也显示行业正面临困境，初创企业纷纷取走存款，对硅谷银行流动性危机的担忧导致挤兑，最终硅谷银行破产。事件发生后，美股恐慌指数 VIX 飙升，避险情绪驱动之下金价也大幅走高，目前硅谷银行倒闭对金融体系的负面影响主要在美国国内，但也同时再度提示美联储持续加息的弊端，以及给经济带来的风险。当下美国经济数据已有降温苗头，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。此次硅谷银行破产事件，加之对经济的担忧，剩余的加息空间将进一步收窄，未来加息将渐近尾声。

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 0.53% 至 1,872.70 美元/盎司，COMEX 白银下跌 3.65% 至 20.61 美元/盎司。COMEX 黄金库存减少 132,331 金衡盎司，COMEX 白银库存减少 1,667,217 金衡盎司。SHFE 黄金上涨 0.28% 至 416.76 元/克，SHFE 白银下跌 3.14% 至 4,776 元/千克。SHFE 黄金库存较上周持平，SHFE 白银库存减少 112,193 千克。

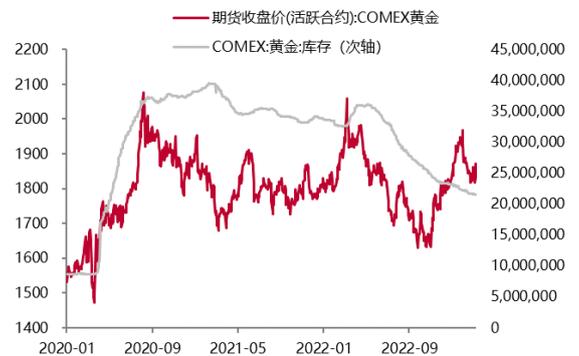
本周金银比走高至 90.89。本周 SPDR 黄金 ETF 持仓减少 288,105.45 金衡盎司，SLV 白银 ETF 持仓增加 735,386.60 盎司。

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)



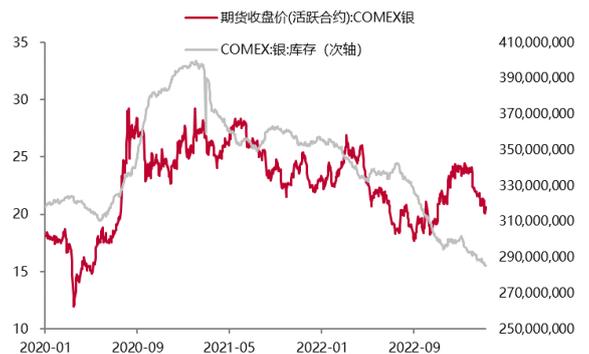
资料来源: Wind, 华西证券研究所

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)



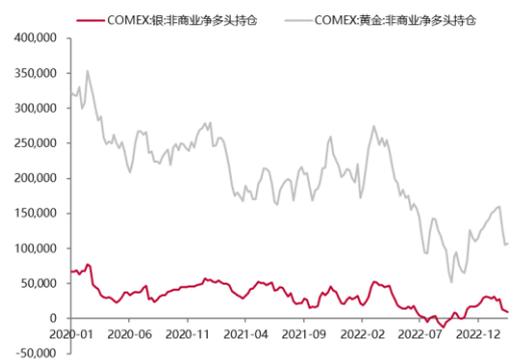
资料来源: Wind, 华西证券研究所

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. 必和必拓：短期内铜供应很可能会出现一定过剩

必和必拓 3 月 9 日发布大宗商品市场展望：在中国需求复苏的引领下，今年全球铜需求仍将持续增长。从供给方面看，许多期待已久的项目将在 2023-2024 年陆续达产，包括在秘鲁、智利、中非和蒙古的项目。尽管这些项目实际交付和产量提升方面仍可能遇到了一系列问题，但我们预计到 2024 年年底，铜矿供应量将在 2021 年的基础上提升约 12%。不仅是原生铜矿供应量会增加，废铜的供应量预计也会增加，这是由于多种原因：包括中国废铜资源增长、铜价上涨以及物流复苏等。

未来两年内，行业必须消化这些新增的供应量，而发达国家的需求预计将处于低谷，所以中国市场将至关重要。直觉告诉我们，短期内全球供需平衡大概率会被打破，铜供应很可能出现一定过剩。

在度过这一阶段后，预计 2020 年代的后半段铜市场将再度面临供应不足，且缺口可能会持续扩大，使得价格更持久地维持在高位得以刺激新的供应增长。长期看，10 年后的边际价格要么取决于低风险地区的低品位棕地扩产项目，要么取决于高风险地区的高品位绿地开发项目。显然这两种铜资源项目的开发成本都不会低。（文华财经）

2. 巴拿马政府和第一量子就 Cobre Panama 铜矿运营合同达成一致

外媒 3 月 8 日消息，根据双方签署的一份声明，巴拿马政府和第一量子矿业就经营 Cobre Panama 运营合同的最终文本达成一致。新合同将保证巴拿马政府每年至少有 3.75 亿美元的收入，合同有效期为 20 年，并可续约 20 年。通过这份合同巴拿马政府预计将获得比以前合同多十倍的收入。拟议的这份特许权合同需要经过 30 天的公众评议，并需要得到巴拿马内阁、总审计长和国民议会的批准。第一量子公司发布的另一份声明称，巴拿马海事局将在周三发布公告，同意其子公司巴拿马矿业公司在港口恢复精矿装载作业。该公司估计会在未来几天里恢复矿石加工。（上海金属网）

3. 抗议活动放缓后，秘鲁铜开始流入港口

外电 3 月 7 日消息，秘鲁能源和矿业部长 Oscar Vera 表示，在为期三个月的抗议活动导致运输受阻后，秘鲁矿山开始再次将铜精矿运往港口用于出口。该部长周一称，他已经与一些公司举行了会议，并补充称从五矿集团（MMG Ltd）旗下 Las Bambas 等矿的出货预计将在未来数日内到达秘鲁的沿海。该矿产量占到全球铜产量的 2%。“我们的矿业走廊几乎畅通无阻，”Vera 说道。“几天内，可能就在本周，Las Bambas 矿将把矿物运送到沿海。”尽管仍有一些抗议活动，Vera 称除了南部 Puno 省的几个地区以外，国内局势已经正常化。（文华财经）

4. 德国 Speira 公司将关闭 Rheinwerk 铝冶炼厂，因能源成本高企

外电 3 月 9 日消息，德国铝生产商斯佩拉（Speira）周四表示，由于能源价格高企，将关闭旗下 Rheinwerk 铝冶炼厂的运营，去年其被迫削减一半产量。尽管西欧的能源危机已经度过了高峰期，但其仍影响能源密集型铝生产。2022 年，西欧的产量减少了 12.5%。这场能源危机始于 2021 年，并在俄乌冲突升级后恶化。“斯佩拉公司决定全面缩减 Rheinwerk 铝冶炼厂的运作，”该公司在一份声明中称，并表示将投资 3,000 万欧元，以提高 Rheinwerk 的回收能力。

由于电价居高不下，该公司在去年 10 月削减该厂铝产量 50%。斯佩拉公司表示，决定在 2023 年下半年关闭 Rheinwerk 剩余的 7 万吨液态铝生产，这将使其转型成为一个铝轧制和回收公司。欧洲很多冶炼厂的生产成本仍然很高，而伦敦金属交易所（LME）三个月期铝价格已经较一年前的峰值下跌了 37%。市场对俄罗斯金属可能受到制裁的担忧并未成为现实，而中国的消费回升速度也不在预期内，导致铝价重挫（文华财经）

5. 斯洛文尼亚 Talum 铝业停止原铝生产

斯洛文尼亚铝业公司 Talum 将于 4 月关闭其剩余的铝电解熔炉。在生产原铝近 60 年后，Talum 计划在 4 月份关闭剩余的铝电解炉。这家总部位于基德里耶沃的公司最近已转向铝加工和其他利润更丰厚的业务。

能源价格的快速上涨迫使斯洛文尼亚生产商 Talum 在 2022 年将原铝产量削减至产能的 20% 左右。自 2021 年初以来，欧洲的电价上涨了 10 倍。原铝的生产是能源密集型的，使得某些地点的生产无法进行。

这家斯洛文尼亚铝生产商是该国前十大铝出口商之一，每年生产 5 万吨原铝，每年生产超过 11 万吨铝产品。AlCircle 最近发布的行业重点报告《2023 年全球铝工业展望》显示，2022 年西欧的原铝产量下降约 12.6%，约为 290 万吨。然而，由于电力成本过高，最近西欧的许多铝冶炼厂关闭了生产。（AlCircle）

1.2.2. 铜：海外矿端继续修复，去库加速关注消费力度

宏观方面，本周公布的非农就业数据超预期，但薪资增速及失业率指标有降温迹象，同时进入 3 月之后，上周初请失业金人数超预期增长，显示就业降温苗头，市场对于美联储加息的担忧有所缓和，宏观压力暂缓。

基本上，前期因扰动停产的海外铜矿正逐步恢复正常生产。上周印尼自由港旗下 Grasberg 铜矿已在暴雨导致的暂停后重新恢复作业；本周巴拿马政府及第一量子 Cobre Panama 的运营合同达成一致，矿石加工及港口精矿装载工作也逐步恢复；秘鲁国内的抗议也已大部分解除，秘鲁矿山将开始将铜精矿运往出口港口。上述世界级大矿自事故中复产，将令铜矿产量继续回归增长态势，未来大型矿山陆续投产，以及前期已投项目的逐步达产，铜矿趋于宽松为市场共识，前期扰动不改宽松趋势。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，驱动铜价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。目前下游消费力度较此前增加，季节性库存拐点已出现，且本周去库加速。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：海外电解铝因高电价再减产，内外供应不及预期消费可期

海外方面，近两周海外高电价再度导致出现新的电解铝停产，斯洛文尼亚铝业公司 Talum 表示将于 4 月关闭剩余 80% 的电解槽；德国 Speira 公司因能源成本高企将关闭 Rheinwerk 铝冶炼厂剩余 50% 的产能。虽欧洲能源危机已经度过最严峻的时期，但当下电价仍使能源密集型的铝行业面临减产停产风险，令海外铝供应再度不及预期。

国内方面，两轮因限电导致的减产均已落地，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：再生铅因设备故障及检修减产，消费淡季受政策利好支撑

供应端，本周原生铅受几家冶炼厂检修、湖南地区原料偏紧致使产量计划下调等因素影响，开工率较上周有所下滑。再生铅供应方面，安徽再生铅厂由于故障致设备停产、检修等因素作用之下，开工率有所下滑，未来多家再生铅厂近期有检修计划，而江西地区炼厂也有计划在 4 月检修，后续将有减量。消费端，下游铅蓄电池逐渐进入消费淡季，本周开工率有所下滑，但后续在新国标之后部分

省市超标电动车进入淘汰期的影响之下，铅蓄电池配套消费的好转有望支撑消费力度。再生铅供应减量，消费未季节性走弱等原因对铅价有所支撑。

1.2.5. 锌：海外供应难言恢复，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。一方面是近两周欧洲原铝厂再传停产，二是海外下游消费不佳之下冶炼厂无动力复产，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，五矿澳洲 Dugald River 矿山目前仍未复产，海外锌矿再面扰动。国内方面，2月锌锭产量因生产天数等原因环比略有减少，而云南水电紧张之下，锌冶炼厂继铝之后受到限电影响，对冶炼端供应造成影响；目前再生锌产能利用率较低。云南电力供应问题及检修，暂缓近期以来的供应压力，但在其他地区正常生产之下，3月锌产量有望实现环比增长。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：供应端持续修复，需求疲弱有所拖累

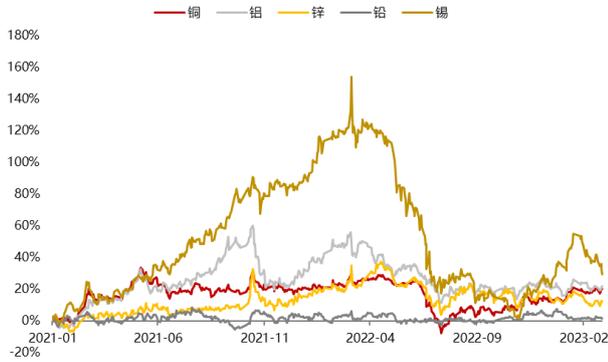
供应端，锡矿加工费持续回落，但目前尚未造成停产，此外，Minsur 在与秘鲁当局和社区达成协议后将恢复圣拉斐尔锡矿的运营，若该矿恢复，将有助于缓解当下原料紧张的现状。而目前冶炼端开工率已恢复至较高水平，进口亦有补充，供应端暂无更多扰动。当下消费表现并不乐观，供应恢复之下价格或将较为弱势，中期表现关注消费向上弹性对价格的拉动。

1.2.7. 价格及库存

本周 LME 市场铜、铝、锌、铅、锡价格较上周下跌 1.64%、3.65%、4.40%、2.36%、8.06%。SHFE 市场，铜、铝、锌、铅、锡价格较上周下跌 1.45%、2.72%、2.58%、0.92%、6.29%。

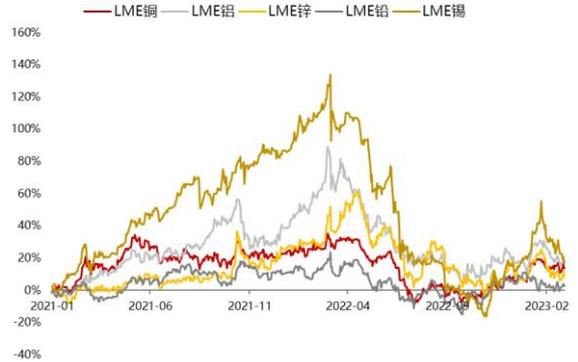
库存方面，LME 市场铜、铝、锌、铅、锡库存较上周减少 1.93%、3.37%、4.67%、1.78%、7.81%。SHFE 市场铜、铝、锌、铅、锡库存较上周减少 0.72%、1.75%、1.76%、0.85%、6.36%。

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)



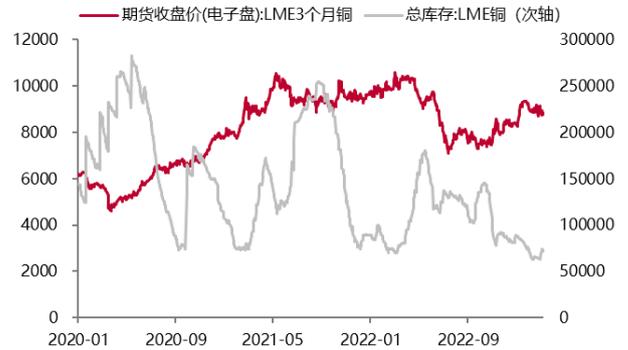
资料来源：Wind，华西证券研究所

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. 南非新任电力部长致力于实施“能源行动计划”以应对能源危机

3月8日, 南非新任电力部长拉莫格帕表示, 尽管减少轮流停电是目前的首要任务, 但面临的问题远比表面上看起来的要多。其目前的唯一任务是完成已经到位的“能源行动计划”, 而其中只有一部分是降低减负荷的严重程度和频率。

在1月份与国家能源危机委员会举行会议后, 总统和政府部门确定了五项关键干预措施, 这些措施已成为国家能源行动计划的主要重点。这些包括: 解决与 Eskom 的问题, 提高当前电力供应的可及性; 鼓励和加快私人对发电能力的投资; 加快从可再生能源、天然气和电池存储中采购新容量; 增强企业和家庭投资屋顶太阳能的能力; 实施电力行业的根本性变革。

新电力部长周二(3月7日)对 ENCA 表示, 他将在本周与 Eskom 董事会会面, 并计划正面解决能源危机, 将个别失败的单位作为改进的第一个点。预计部长将在未来 20 天内与相关利益相关者会面, 并起草一份更详细的实施计划。他说, 81 个机组将投入运行, 所有这些机组都必须恢复运行, 以确保南非拥有稳定的基本电力负荷。

此外, 预计电力部部长还将协助私营实体改善电力供应的过程。例如, 拉莫格帕说, 他的部门已经与农业部门会面, 以稳定粮食安全。以及和大型零售商商量将他们的太阳能电力反馈回电网。

目前还没有向公众公布时间表, 但在能源行动计划中, 已经提供了结束减负荷的路线图。

2月2日，根据政府官员和各部门的说法，如果路线图提出的项目获得成功，南非可以在未来12到18个月内减少负荷减少的发生。应对能源危机是一项艰巨的任务，该新部长表示，这需要时间。不过，相信电力公司将结束减负荷。
(51 不锈钢)

2. 厦门钨业：2022年净利同比增23.77% 光伏用钨丝已批量出货

厦门钨业日前接受机构调研时表示，2022年公司总资产398.5亿元，同比增长21.12%；净资产100.11亿元，同比增长7.8%；实现合并营业收入482.05亿元，同比增长51.34%；实现归属净利润14.59亿元，同比增加23.77%。光伏用钨丝项目目前正稳步推进，已批量出货。2022年公司光伏用钨丝销量约为160亿米。（长江有色金属网）

3. 钛白粉市场或进入卖方时刻 龙头企业透露“订单快速增长”

“近期，公司钛白粉两次提价后，一季度订单快速增长，产、销量均处于高位。”钛白粉龙头龙佰集团公司人士向财联社记者表示，目前钛白粉的市场行情较为旺盛。

除龙佰集团外，中核钛白、惠云钛业、金浦钛业、安纳达（002136.SZ）等企业均在3月集中宣布钛白粉价格上涨。这已是今年国内钛白粉企业二度掀起涨价潮，累计涨价达2000元/吨，涨幅超过10%。

财联社记者从钛白粉企业人士处了解到，在低迷大半年后，今年钛白粉走出价格低谷，一是因为成本端传导，硫酸、钛精矿均有所涨价；二是需求端拉动，主要因房地产复苏超预期，令钛白粉厂商订单激增。而市场也在加速洗牌过程中，行业龙头纷纷扩建产能，规模优势愈发凸显；中小厂商仍然存在减产或亏损现象。

两度提价，龙头企业上调涨幅相近。今年以来，国内钛白粉市场景气度旺盛，产品价格持续上行。本月初，各大厂商再度上调钛白粉价格。值得关注的是，上述钛白粉企业在今年2月初已经进行过一波涨价，涨价幅度与此次提价幅度一致。

货源偏紧，有厂家订单接至4月。钛白粉企业频繁涨价的底气，来自于在手的大量订单，供不应求的钛白粉已然变成卖方市场。据龙佰集团近日披露，2023年2月份公司钛白粉销量近12万吨，创历史新高，其中出口占比约为55%。公司人士向财联社记者表示，今年下游企业预期向好，囤货需求增加，加之各项利好政策不断出台落地，公司也针对市场提升价格，目前新单签约情况较好。本轮涨价后，公司钛白粉板块盈利改善。

其他钛白粉厂商亦是如此。惠云钛业也在投资者互动平台表示，今年以来公司钛白粉产销情况良好，目前其生产线基本处于满负荷生产，2月以来产品销售呈量价回升，当前订单充足。

观察后市，短期供不应求局面难改。在龙头企业纷纷推进扩产计划，通过提升市场占有率来占据优势。根据龙佰集团披露，公司推动瑞尔鑫生产线改造升级，提高钛精矿产能，在建规划产能实现后，钛白粉年产能可达170万吨；此外，近日中核钛白拟以2亿-3.1亿元，认购齐峰新材发行的定增股票，双方计划探索从钛白粉到装饰原纸的全产业链模式。（财联社）

1.3.2. 小金属：钼高价抑制消费关注需求提振，中期钒电池高景气有望带动钒价中枢再抬升

本周钼精矿价格较上周下跌3.09%，钼铁价格较上周下跌3.03%。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。本周钼产品价格依旧呈现下跌态势，终端客户刚需采购仍未明显改善，但上游钼原料供应偏紧问题依旧存在，跌幅相对下游钼产品而言较小。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。

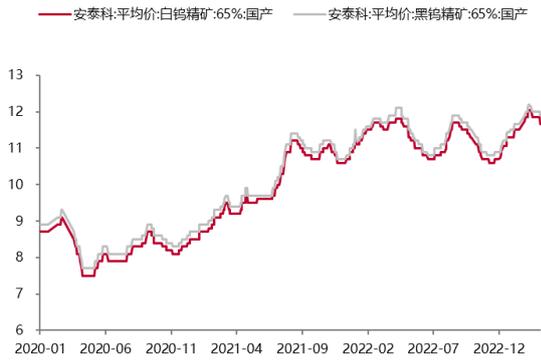
本周五氧化二钒价格较上周持平于13.95万元/吨，钒铁价格较上周下跌0.65%至15.40万元/吨，钒电池指数本周下跌2.43%报收1542.63点。短期钒产品价格受淡季及下游钢招影响。中期而言，钒电池这一长时储能领域高景气将继续带动钒产品需求，去年下半年以来，钒产品价格稳步走强，而近几个月以来钒液流电池项目的持续推出，将令供需格局更趋紧张，继续带动钒价稳步上行。

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。

二氧化锗、锗锭价格较上周上涨1.57%、1.09%，海绵钛价格较上周持平。精铋价格较上周上涨0.98%。精铟价格较上周持平。镁锭价格较上周下跌1.77%。白钨精矿、黑钨精矿、APT、钨铁价格较上周下跌1.69%、0.83%、1.39%、1.13%。高碳铬铁价格较上周下跌0.52%，金属铬价格较上周持平。

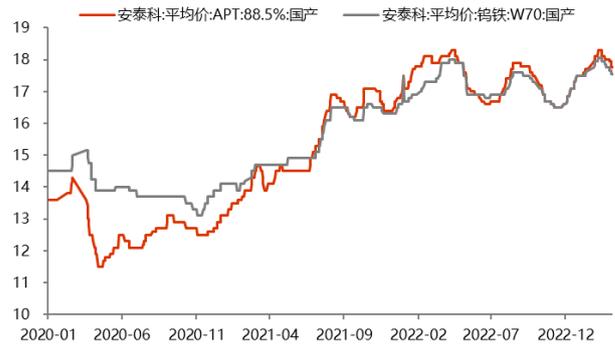
1.3.3. 价格变化

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)



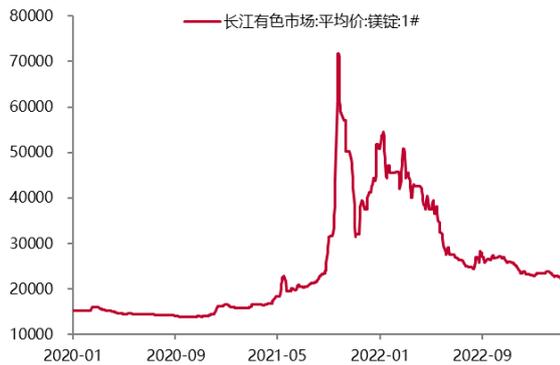
资料来源: Wind, 华西证券研究所

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 精钢价格（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）

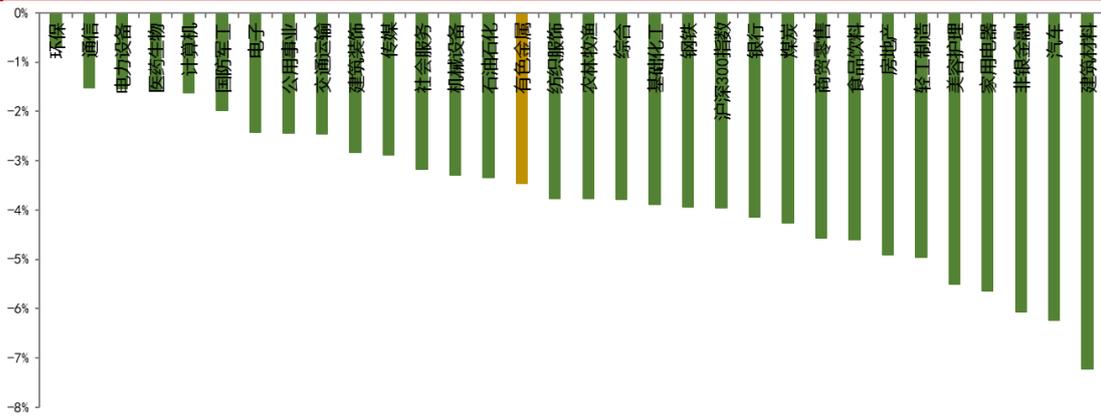


资料来源：Wind，华西证券研究所

1.4.行情回顾

1.4.1.行业板块表现

图 31 一周板块涨跌 (%)

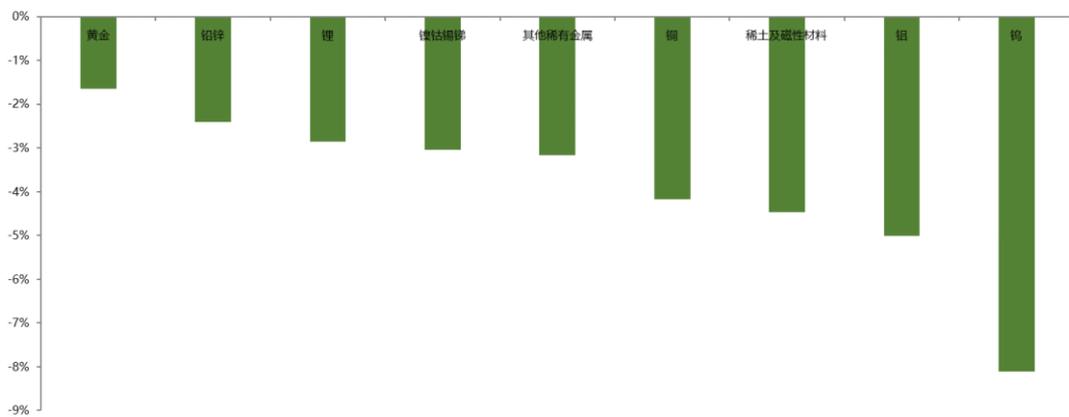


资料来源: Wind, 华西证券研究所

本周上证指数报收 3,230.08 点, 周跌幅 2.95%; 沪深 300 报收 3,967.14 点, 周跌幅 3.96%; 本周 SW 有色金属板块跌幅 3.46%。

从细分行业看, 子行业中黄金、铅锌、锂、镍钴锡锑、其他稀有金属、铜、稀土及磁性材料、铝、钨跌幅分别为 1.64%、2.41%、2.85%、3.04%、3.17%、4.17%、4.46%、5.00%、8.11%。

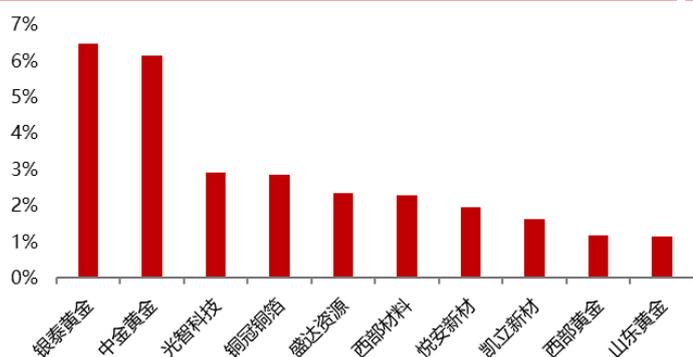
图 32 有色细分行业周涨跌 (%)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

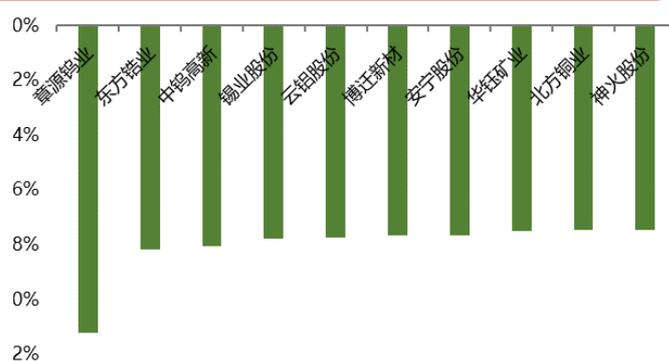
1.4.2. 个股表现

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, 周涨幅前五分别是银泰黄金、中金黄金、光智科技、铜冠铜箔、盛达资源, 涨幅分别为 6%、6%、3%、3%、2%。跌幅前五分别是章源钨业、东方锆业、中钨高新、锡业股份、云铝股份, 跌幅分别为 11%、8%、8%、8%、8%。

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。