

流动性叠加复苏，广谱有色全面牛市

——有色金属行业2023年度行业策略报告

姓名：李帅华（分析师）

SAC编号：S1340522060001

邮箱：lishuaihua@cnpsec.com

2022年12月23日

- 我们认为，当前影响工业金属和黄金价格以及权益估值的主要因素是两个：**美联储加息放缓以及明年降息预期，国内经济复苏预期**。当前这两个关键因素正在发生一些积极的变化，很有可能成为金属价格走出底部乃至反转的催化剂。
 - ✓ 受到年内激进加息的影响，美国需求表现出疲软，经济承压，出现衰退征兆，叠加金融市场风险累计；以及加息效果传导至实体经济进而影响通胀存在一定时滞性，或将促使美联储在明年转向——停止加息或直接降息。
 - ✓ 中央一系列重要会议均定调明年稳增长，随着疫情放开，基建、地产等有望迎来复苏。
- **基本金属**：铜、铝供应端存在明显瓶颈，下游需求向好，行情大年有望启动。
- **贵金属**：作为大类资产，伴随加息放缓及后续停止加息，流动性边际改善，金价有望上行，突破现有价格区间。
- **锂**：全球供应不确定性增强，预计锂价小幅调整后开始反弹，届时锂板块有望迎来估值修复，看好国内锂资源企业。
- **稀土**：南北“双寡头”格局初步形成，资源配置进一步优化，下游需求稳步增长，预计2023年价格将趋于稳定。
- **磁材**：下游新能源、消费电子、节能变频家电等领域增长态势良好，拉动磁材需求。
- **风险提示**：宏观经济大幅波动，需求不及预期，供应释放超预期，项目进度不及预期。

目录

CONTENTS

- 一、行情回顾及2023年机会
- 二、铜铝：需求复苏，行情大年
- 三、贵金属：美联储加息放缓
- 四、锂：依旧处于紧平衡
- 五、稀土：价格趋于稳定
- 六、磁材：下游需求火爆

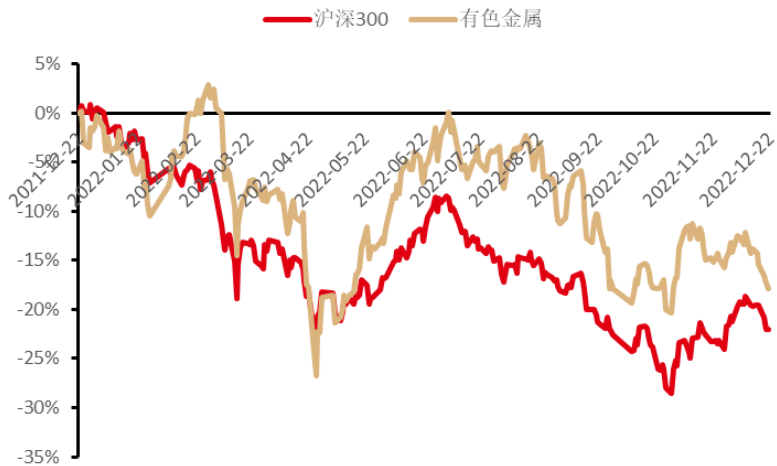
01

有色金属回顾及机会推荐

有色金属市场表现回顾

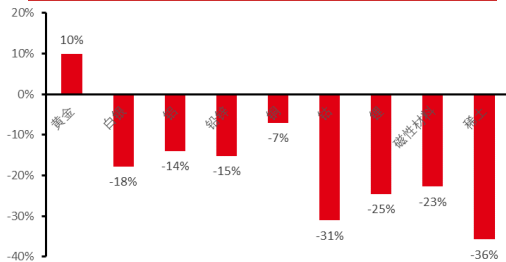
- 2022年初至今（截止2022年12月20日），沪深300下跌21.5%，有色指数下跌16.9%，跑赢大盘5.6个百分点。有色板块中，表现最好的是黄金板块，上涨10%，跑赢有色行业31.5个百分点；其次为铜，下跌7%，跑赢有色行业14.5个百分点。
- 有色个股中，年初至今涨幅最大的是吉翔股份，上涨104.5%；其次为神火股份，上涨74.0%。

图表1：有色金属和沪深300的涨跌对比

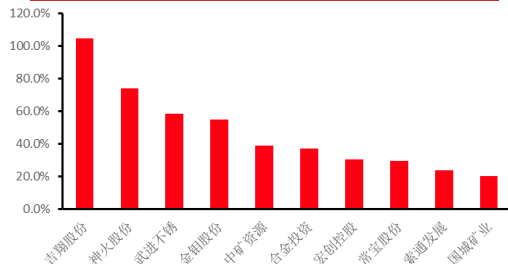


数据来源：Wind，中邮证券研究所

图表2：2022年金属子行业涨跌幅



图表3：2022年以来涨跌幅前10只股票

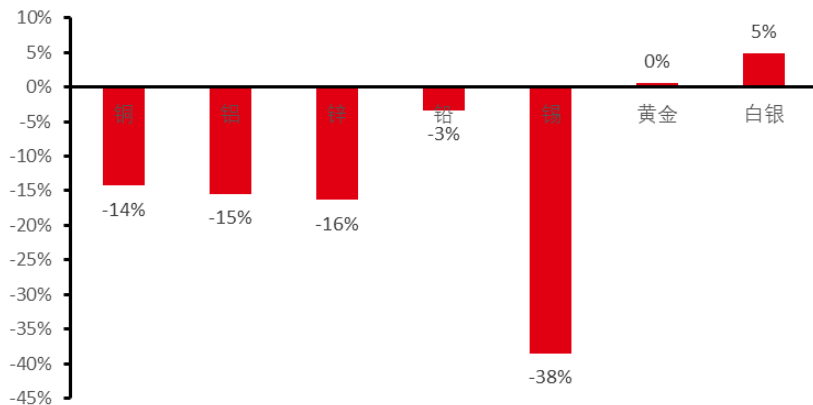


数据来源：Wind，中邮证券研究所

有色金属市场表现回顾

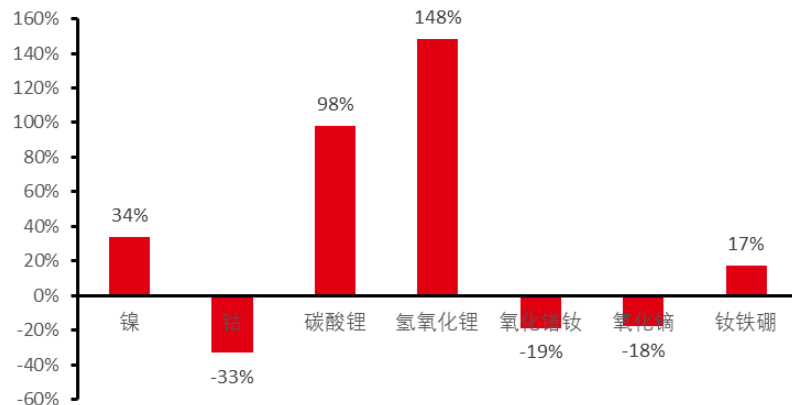
- 从金属价格来看，2022年初至今（截至2022年12月20日）工业金属价格普遍下跌，其中铜价下跌14%，铝价下跌15%，锌价下跌16%，铅价下跌3%，锡价下跌38%；贵金属中，金价上涨0%，白银价格上涨5%。
- 能源金属价格表现较好，碳酸锂锂价上涨98%，氢氧化锂上涨148%，镍价上涨34%；稀土中，氧化镨钕价格下跌19%，钕铁硼价格上涨17%，氧化镝价格下跌18%。

图表4：2022年基本金属和贵金属价格涨跌幅



数据来源：Wind，中邮证券研究所

图表5：2022年新能源金属和稀土价格涨跌幅

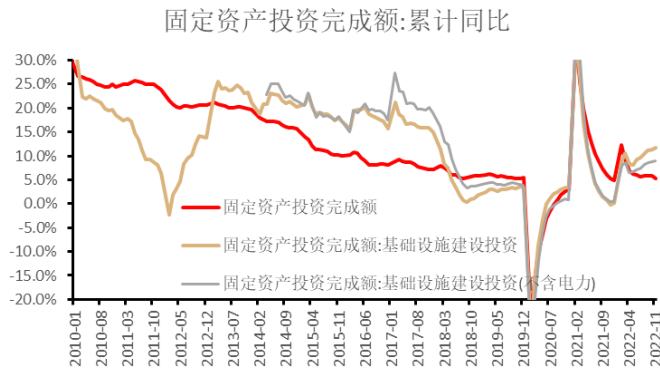


数据来源：Wind，中邮证券研究所

定调稳增长，明年基建、地产迎来需求修复

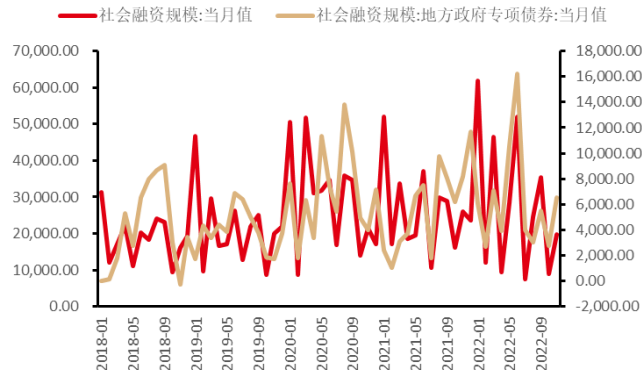
- ▶ 12月6日召开的中央政治局会议释放出稳增长的强烈信号，明确明年要坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展的合力。中央经济工作会议围绕稳增长要求加大中央财政支出力度，将提振消费摆上优先位置，重新强调房地产的支柱产业地位。
- ▶ 地方债发行带动下，一批重大基建项目正在加快冲刺全年目标。国家统计局数据显示，2022年1-10月基础设施投资同比增长8.7%，连续6个月回升。随着国内地产、基建、制造业的复苏，基本金属需求有望迎来边际改善。
- ▶ 疫情防控放开，经济复苏指日可待。12月7日国务院联防联控发布了“新十条”，提出非高风险区不得限制人员流动，不得停工、停产、停业，经济复苏指日可待。

图表6：国内固定资产投资完成额累计同比增长



数据来源：Wind，中邮证券研究所

图表7：国内社会融资规模（亿元）



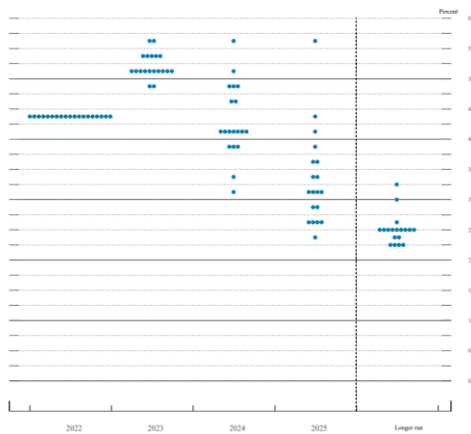
数据来源：Wind，中邮证券研究所

美联储进入加息末期，明年或将降息

- ▶ 美国时间12月14日晚美联储加息50bp符合预期加息幅度首次回落——预示加息进程进入后半段，明年下半年可能降息。最新点阵图显示明年的联邦基金利率预期中值由4.6%上调至5.1%。据Fedwatch Tool预测23年2月和3月将分别加息25bp；由此可推测明年5月或为最后一次加息，即将出现拐点。
- ▶ 通胀有回落趋势，货币紧缩政策的累计效果、时滞性逐步显现。最新11月份数据显示，美国CPI回落至7.1%；核心CPI回落至6.0%。受到年内激进加息的影响，美国需求表现出疲软，经济承压、出现衰退征兆，叠加金融市场风险累计；以及加息效果传导至实体经济进而影响通胀存在一定时滞性，或将促使美联储在明年转向——停止加息或直接降息。

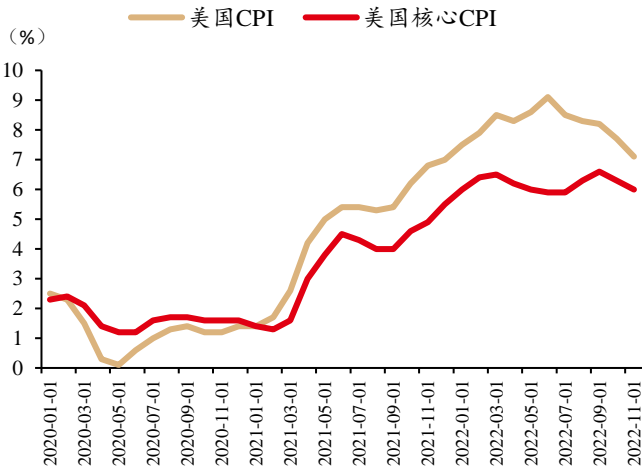
图表8：联邦基金利率目标区间预期中值

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



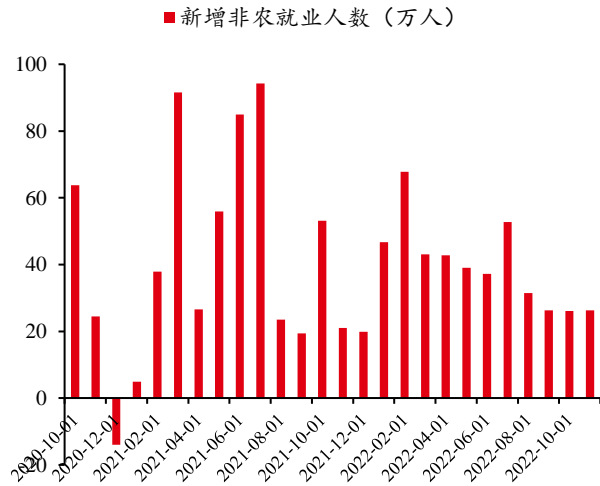
数据来源：美联储官网，中邮证券研究所

图表9：美国CPIvs核心CPI (%)



数据来源：Wind，中邮证券研究所

图表10：新增非农就业人数 (万人)



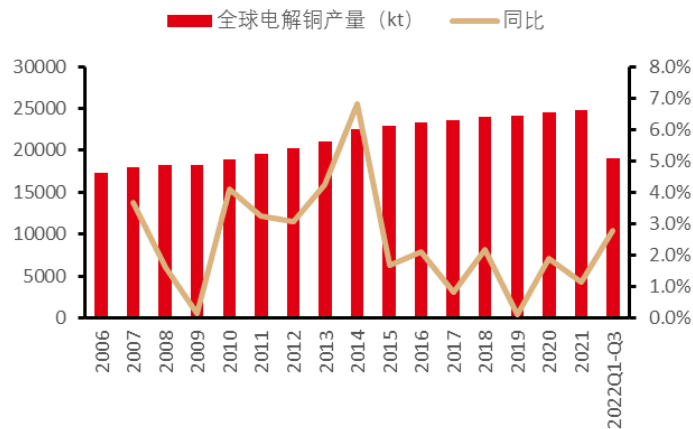
数据来源：Wind，中邮证券研究所

铜铝：需求迎来复苏，供应 端存在明显瓶颈

铜：南美事故频发，供应增量不及预期

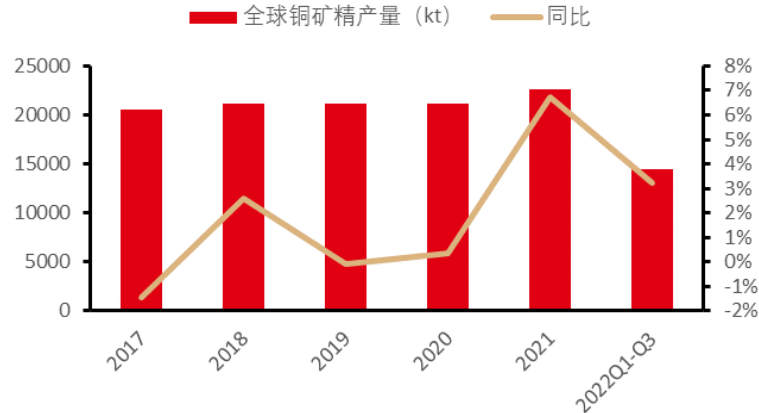
- 根据ICSG数据，2022年1-9月全球铜矿产量1614.3万吨，同比增长3.5%，产能利用率约79%，主要由于智利、秘鲁铜矿产量增长受阻。2022年1-9月全球精炼铜产量1900.1万吨，同比增长2.3%，其中，原生精炼铜产量1590.6万吨，再生精炼铜产量309.5万吨。
- 智利、秘鲁铜产量全球占比37%，社区、环境等问题频发。2022年1-9月智利铜矿产量下滑6.7%，主要由于疫情、矿山品位下滑、干旱缺水、旷工等因素影响，秘鲁铜矿产量仅增1.4%，主要由于Cuajone铜矿以及Las Bambas铜矿停产时间延长。

图表11：全球电解铜产量及同比 (kt)



数据来源：ICSG，中邮证券研究所

图表12：全球铜精矿产量及同比 (kt)

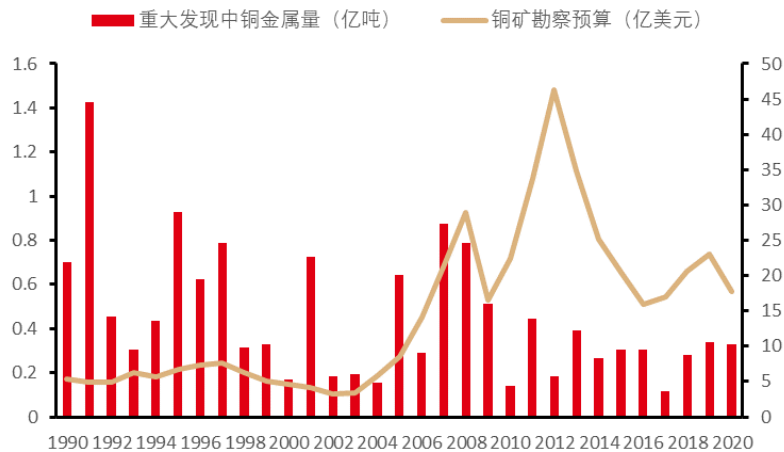


数据来源：ICSG，中邮证券研究所

铜：企业资本开支持续不足

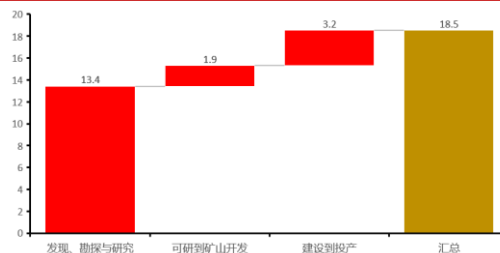
- 铜矿资本开支不足，新增铜矿明显不足。标普数据显示铜矿的从发现、勘探到投产一般需要18年，过去10年新的重大铜矿发现严重不足。2020年以来铜矿资源量增加4600万吨，但新发现的铜矿只有600万吨。
- 2021年全球铜企的资本开支约为531亿美元，相较于2012年最高值1208亿美元，下降56%。

图表13：全球电解铜产量及同比 (kt)



数据来源：标普，中邮证券研究所

图表14：铜矿山从发现到投产的时间



图表15：铜矿山从发现到投产的时间

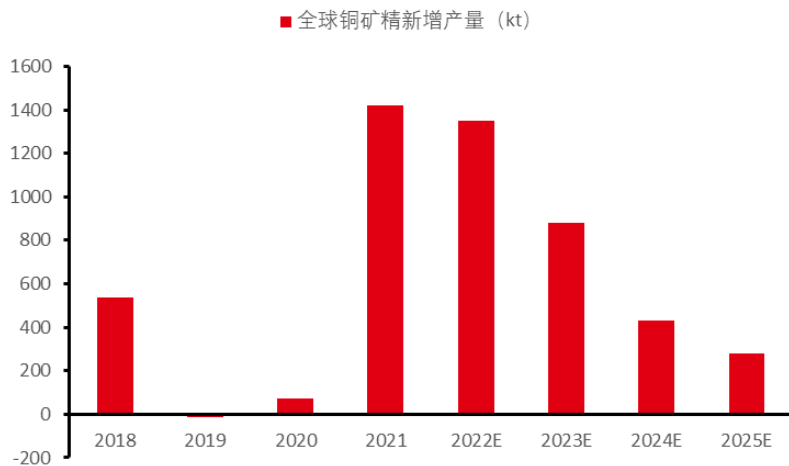


数据来源：标普，彭博，中邮证券研究所

铜：2023年之后全球铜矿新增下滑

- **新建项目不足，2023-2025年铜矿新增产量逐步下降。**受益于2016-2017年那轮铜矿资本开支扩张，我们看到近两年全球新建铜矿产能增长较多。2022-2025年新投产项目中，绿地项目占主导达67%，而绿地项目需要大量筹建工作，建设周期长，速度慢；投资回报期长；文化因素带来的跨国人员管理困难等问题都将为项目投产带来更多不确定性。
- 预计2022-2025年全球新增铜矿增量分别为135万吨、88万吨、43万吨、28万吨，增量不断下降。

图表16：全球铜精矿新增产量 (kt)



数据来源：ICSG，中邮证券研究所

图表17：全球铜矿投产计划 (万金属吨)

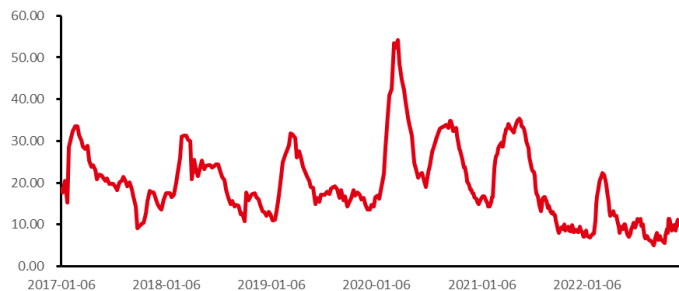
	2022E	2023E	2024E	2025E
Kamoa-Kakula	240	110	100	60
Oyu Tolgoi	25	60	100	120
El Teniente		125	150	100
Olympic Dam	35	45	55	
Cobre Panama	30	50	20	
Gunnison		16	7	
驱龙	64	80		
Quebrada II	60	140		
Mirador	28	75		
Rosemont	60	65		
Chuquicamata	52	51		
Rosemont	60	65		

数据来源：各公司公告，中邮证券研究所

铜：库存处于极低水平

➤ 当前全球铜库存正处于历史地位，铜价易涨难跌。

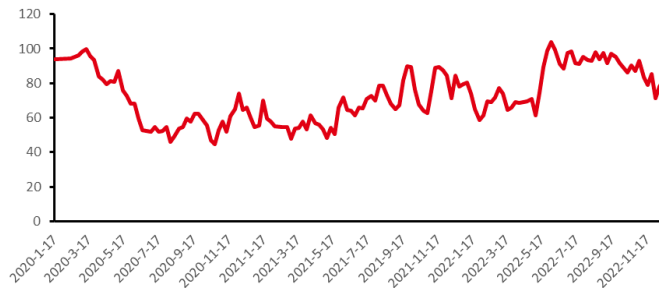
图表18：国内电解铜现货库存（万吨）



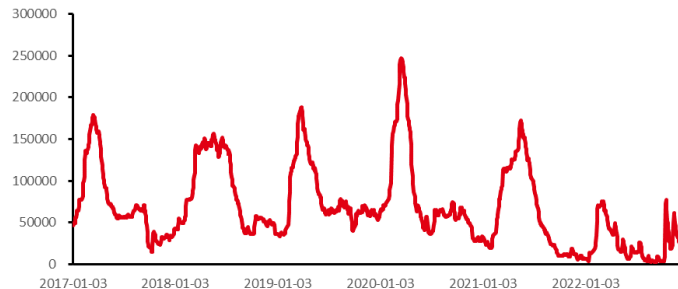
图表19：LME全球电解铜库存（吨）



图表20：国内港口铜精矿库存（万吨）



图表21：SHFE电解铜库存（吨）



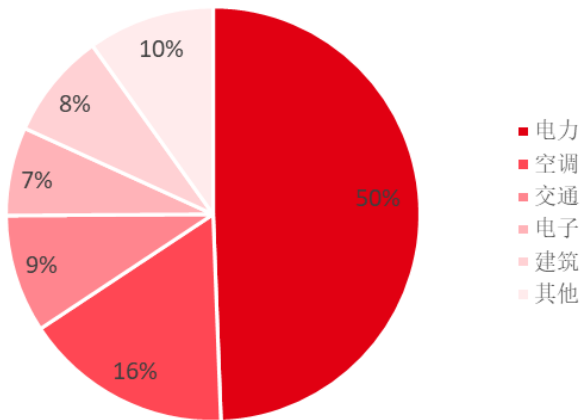
数据来源：钢联，中邮证券研究所

数据来源：Wind，中邮证券研究所

铜：社会用电持续提升，电网投资继续加大

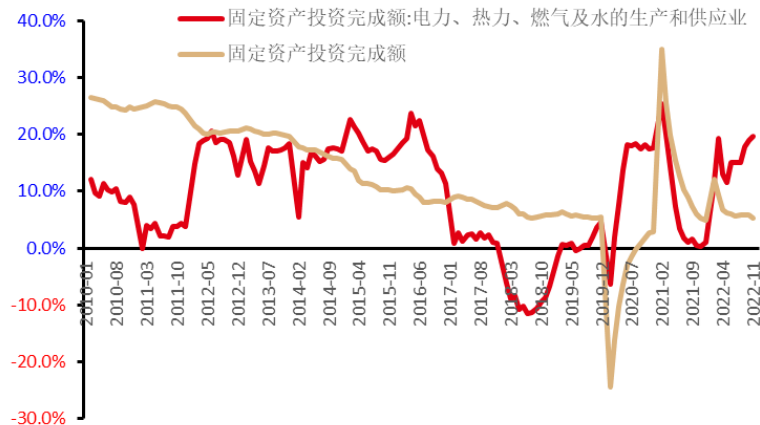
- **电网投资稳步提升，传统需求稳中有进。**中国各终端行业铜消费中电力电网行业占比较高，根据SMM统计2020年中国各终端行业铜消费中，电力占比49.4%，其余分散在空调制冷（16.3%）、交通（9.2%）、电子（6.9%）、建筑（8.3%）等领域。
- 2022年1-11月份全国全社会用电量78588亿千瓦时，同比增长3.5%，国内电力等产业固定资产投资完成额同比增长19.6%。截至2022年11月底，全国发电装机容量25.1亿千瓦，同比增长8.1%。国内用电、发电的稳步增长，预计明年电网投资有望继续加大，这将强有力的支撑了铜消费。

图表22：中国铜下游需求占比



数据来源：SMM，中邮证券研究所

图表23：电力等行业固定资产投资完成额累计同比



数据来源：Wind，中邮证券研究所

铜：资源端限制明显，全球供需继续紧缺

- ▶ 未来供给端放量受限，新能源强力拉动需求增长，预计2024年供需将现明显短缺。未来随着新能源转型需求将逐步凸显。光伏、新能源汽车和风电三大领域将带动铜需求量。根据ICSG数据口径，我们预计2022~2025年全球精炼铜供给缺口分别为28/10/35/83万吨。当前铜库存保持在低位，预计铜价易涨难跌。
- ▶ 重点关注：紫金矿业、铜陵有色、江西铜业等（以上公司尚未覆盖）。

图表24：全球铜供需平衡表（万吨）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
原生铜产量	2008	2070	2068	2193	2281	2324	2352
再生铜产量	401	384	415	400	400	400	400
全球总产量	2409	2455	2482	2593	2681	2724	2752
增速		1.9%	1.1%	4.4%	3.4%	1.6%	1.0%
新能源汽车	18	27	51	97	127	152	182
风电	42	60	75	83	91	100	110
光伏	45	50	70	91	100	110	121
传统领域	2330	2359	2330	2350	2374	2397	2421
全球总需求	2435	2496	2526	2621	2691	2759	2835
增速		2.5%	1.2%	3.7%	2.7%	2.5%	2.7%
供需平衡	(26)	(42)	(44)	(28)	(10)	(35)	(83)

数据来源：ICSG，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表25：公司估值情况（wind一致预期，截至2022/12/22）

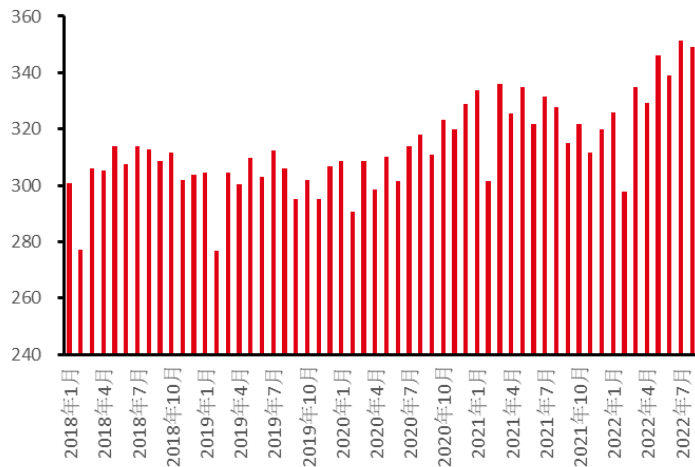
证券简称	2022E PE	2023E PE	2024E PE	2022E PB	2022E EPS
江西铜业	9.5x	10.0x	9.6x	0.8x	1.78
铜陵有色	11.8x	9.8x	9.4x	1.4x	0.28
紫金矿业	11.5x	10.2x	9.1x	1.3x	0.87

数据来源：Wind，中邮证券研究所

铝：冶炼端瓶颈明确，国内供应偏紧

- 电解铝产能天花板明确，供应扩张受限。**2022年11月15日，工信部、发改委、生态环境部三部门联合印发《有色金属行业碳达峰实施方案》，确保2030年前有色金属行业实现碳达峰。巩固化解电解铝过剩产能成果，研究差异化减量置换。据SMM统计截至12月初SMM国内电解铝建成产能至4526万吨（包含已建成未投产的产能），国内电解铝运行产能4059万吨，全国电解铝开工率约为89.7%，达到4500万吨/月的电解铝产能“天花板”，未来国内电解铝供应或呈偏紧态势。

图表26：中国电解铝月产量（万吨）



数据来源：钢联，中邮证券研究所

图表27：2023年国内电解铝新增产能情况（万吨）

省份	公司	项目产能	23年投产产能
云南	云铝股份	310	83
云南	神火股份	90	18
云南	宏泰铝业	165	18
云南	其亚铝业	35	7
四川	广元中孚	50	24
四川	广元弘昌晟	12	6
四川	阿坝铝业	20	12
四川	启明星铝业	25	13
内蒙古	白音华铝业	46	20
贵州	贵州元豪铝业	8.7	8.7
广西	百矿铝业	50	30
广西	广西广投银海	70	20
河南	豫港龙泉	60	8
河南	南山铝业	84	6
合计		1025.7	273.7

数据来源：公司公告，中邮证券研究所

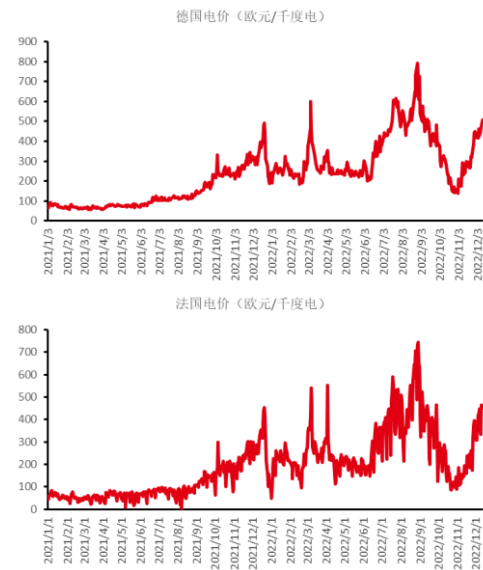
铝：海外能源价格高企，电解铝纷纷减产

➤ 海外电解铝受能源价格高企影响，产能受冲击严重。2021年来，欧洲天然气价格大幅上涨，电解铝能源高企，企业生产成本快速提升。随着年初俄乌冲突影响，欧洲天然气供应进一步减少，天然气价格再度上涨，迫使欧洲电解铝企业开始减产。据SMM截止2022年11月30日，欧洲电解铝产能在已建成的260万吨产能中已减产238万吨，减产比例达到58%。

图表28：欧洲电解铝厂减产情况

国家	企业	建成产能 (万吨)	减产产能 (万吨)	备注
法国	Aluminium Dunkerque Industries France	28.5	4.7	2022年1月10号宣布减产10%，下周进一步减产5%
法国	Aluminium Dunkerque Industries France	28.4	5.8	欧洲最大的铝冶炼厂法国敦刻尔克铝业公司（Aluminium Dunkerque Industries France）将减产22%，高管们警告称，电价飙升正威胁到该行业的生存。
荷兰	Aldel (Aluminium Delfzijl BV)	11.0	11.0	Aldel铝厂17万吨的产能，宣布减产60%-70%。其中有5万吨的再生铝产能，减产比例在原铝11万吨基础上。9月2日宣布全部减产
德国	Primary Products Hamburg	13.0	3.9	Trimet铝业旗下铝厂近日因能源价格问题减产近30%
德国	Niederlassung Voerde	9.5	2.9	Trimet铝业旗下铝厂近日因能源价格问题减产近30%
德国	Essen	16.5	8.3	3月17日，德国Trimet旗下Essen电解铝厂减产进一步扩大至50%
德国	Speira	23.5	12.0	8月23日消息：德国铝生产商斯佩拉（Speira）在考虑将其德国冶炼厂的产量削减至总产能的50%。因能源成本问题考虑9月份是否进行减产
斯洛伐克	Slovalco	17.5	17.5	Slovalco铝厂2022年2月7日宣布进一步减产至60%。2022年8月17日宣布9月底全部关停
罗马尼亚	Alro Slatina	26.5	15.9	第一阶段减产60%
罗马尼亚	Alro Slatina	26.5	10.6	第一阶段已经减产60%，9月初企业对外宣布可能在2023年5月前停止生产
西班牙	San Ciprian Works	22.8	22.8	2021.12.29签署停产协议，于2022.1.1执行，在2024年重启生产
黑山	Podgorica	6.0	6.0	黑山国有电力公司C12月31日停止对KAP铝厂供电，Podgorica铝厂关停
斯洛文尼亚	Kidricevo	8.5	2.8	Talum铝厂宣布2022年计划产量减少30%
斯洛文尼亚	Talum	8.4	6.7	能源价格高企，斯洛文尼亚铝冶炼厂Talum将产量削减至20%
挪威	Lista	9.4	3.1	美铝于8月30日宣布，因能源问题削减其Lista铝厂三分之一的产能，一条约3.1万吨的生产线的削减预计将在14天内完成
英国	Lochaber	4.8	4.8	据外媒8月16日消息，阿尔万斯英国铝业公司(Alvance British Aluminium)最新公布的未审计账目显示，该公司上年亏损了400万英镑，由于有16个月没有审计账目，这给其Lochaber铝冶炼厂的前景带来了重大的不确定性。
合计		260.8	138.8	

图表29：德国、法国电价（欧元/千度电）



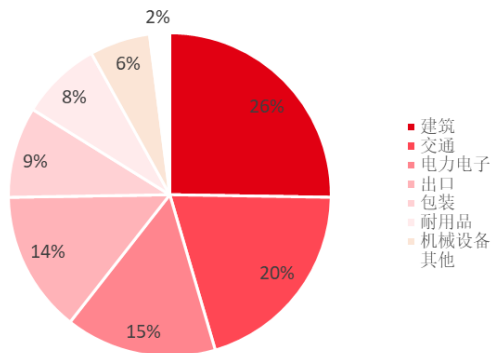
数据来源：彭博，公司公告，中邮证券研究所

数据来源：彭博，中邮证券研究所

铝：基建、地产复苏，需求企稳回升

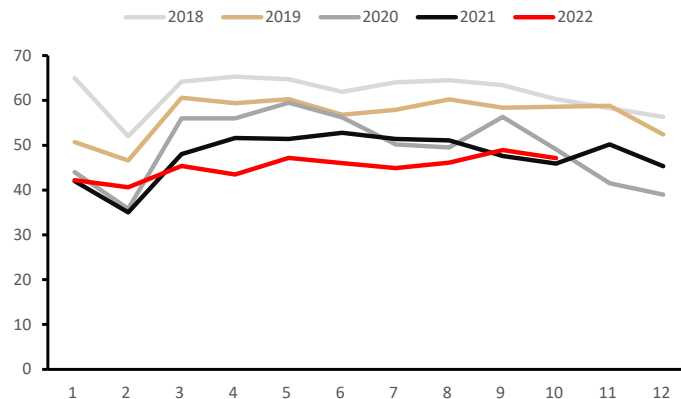
- 国内铝消费构成中建筑、基建占比较大，明年消费有望企稳回升。12月6日召开的中央政治局会议释放出稳增长的强烈信号，明确明年要坚持稳字当头、稳中求进。地方债发行带动下，一批重大基建项目正在加快冲刺全年目标。国家统计局发布的数据显示，今年前10个月，基础设施投资同比增长8.7%，增速比前三季度加快0.1个百分点，连续6个月回升。
- 房地产销售处于磨底阶段，复苏方向是明确的。政策端，稳楼市已形成稳需求、保交楼、稳主体等三位一体的组合拳。前期缺位明显的稳主体政策，自11月以来在以“三箭齐发”为代表的稳融资政策引领下，开始迅速补齐、推进。销售端，市场对于后续销售能否企稳复苏存在分歧，但我们认为未来销售复苏方向是确定的，但过程可能是缓慢且充满波动的。房地产行业从长期看仍然是十万亿级别的市场，经过2022年的大幅调整，商品住宅销售量或已接近市场真实需求水平。我们认为当前销售处于磨底阶段，复苏方向是明确的。

图表30：国内电解铝的需求占比



数据来源：SMM，中邮证券研究所

图表31：国内铝杆月度开工率季节性情况 (%)

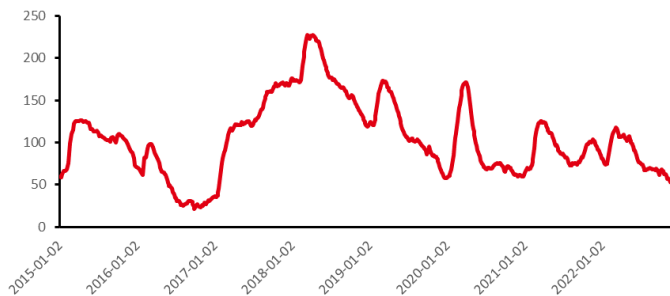


数据来源：钢联，中邮证券研究所

铝：库存处于极低水平

➤ 当前铝库存正处于历史地位，铝价有望得到支撑。

图表32：国内电解铝现货库存（万吨）



图表34：国内电解铝厂内库存（万吨）

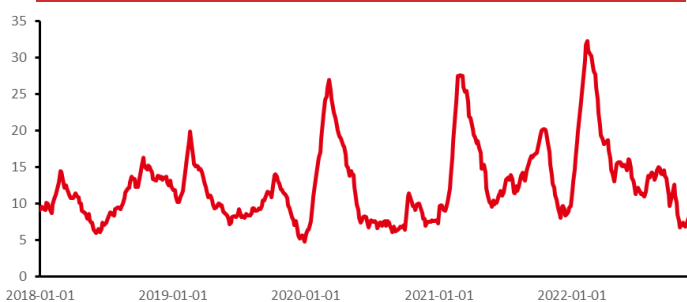


数据来源：钢联，中邮证券研究所

图表33：全球交易所铝库存（吨）



图表35：国内铝棒现货库存（万吨）



数据来源：Wind，钢联，中邮证券研究所

铝：下游需求利好不断，未来缺口持续扩大

- 下游需求多项利好，光伏、新能源汽车等用量持续增长。**（1）目前风光大基地、整县光伏等政策的推进，国内的光伏装机量有显著增长，根据中国光伏行业协会CPIA的预测，到2025年我国新增光伏装机量有望达到110GW。（2）新能源汽车电池载重较大，铝合金以其质量轻、抗拉抗压强度高、延展性好等优异的特性，正广泛应用于新能源车领域，新能源车单车用铝量逐步提高。（3）2022年国家电网计划投资金额为5012亿元，首次突破5000亿元，创历史新高。预计2023年电网建设特别是特高压和配电网两个领域将迎来加速期，对铝的需求将会不断提升。
- 根据国际铝业协会数据口径，我们预计2023年全球原铝过剩7万吨，2024-2025年全球原铝短缺25/65万吨。**
- 重点关注：云铝股份、天山铝业（未覆盖）、南山铝业（未覆盖）等。**

图表36：全球铝供需平衡表（万吨）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
中国原铝产量	3504	3708	3850	4048	4198	4250	4300
海外原铝产量	2861	2825	2884	2734	2634	2650	2650
全球总产量	6366	6533	6734	6782	6832	6900	6950
增速		2.6%	3.1%	0.7%	0.7%	1.0%	0.7%
中国铝需求量	3644	3957	4013	4093	4155	4225	4265
海外铝需求量	2913	2435	2861	2700	2670	2700	2750
全球总需求	6557	6392	6874	6793	6825	6925	7015
增速		-2.5%	7.5%	-1.2%	0.5%	1.5%	1.3%
供需平衡	(191)	141	(140)	(11)	7	(25)	(65)

数据来源：国际铝业协会数据，中邮证券研究所

图表37：公司的估值情况（wind一致预期，截至2022/12/22）

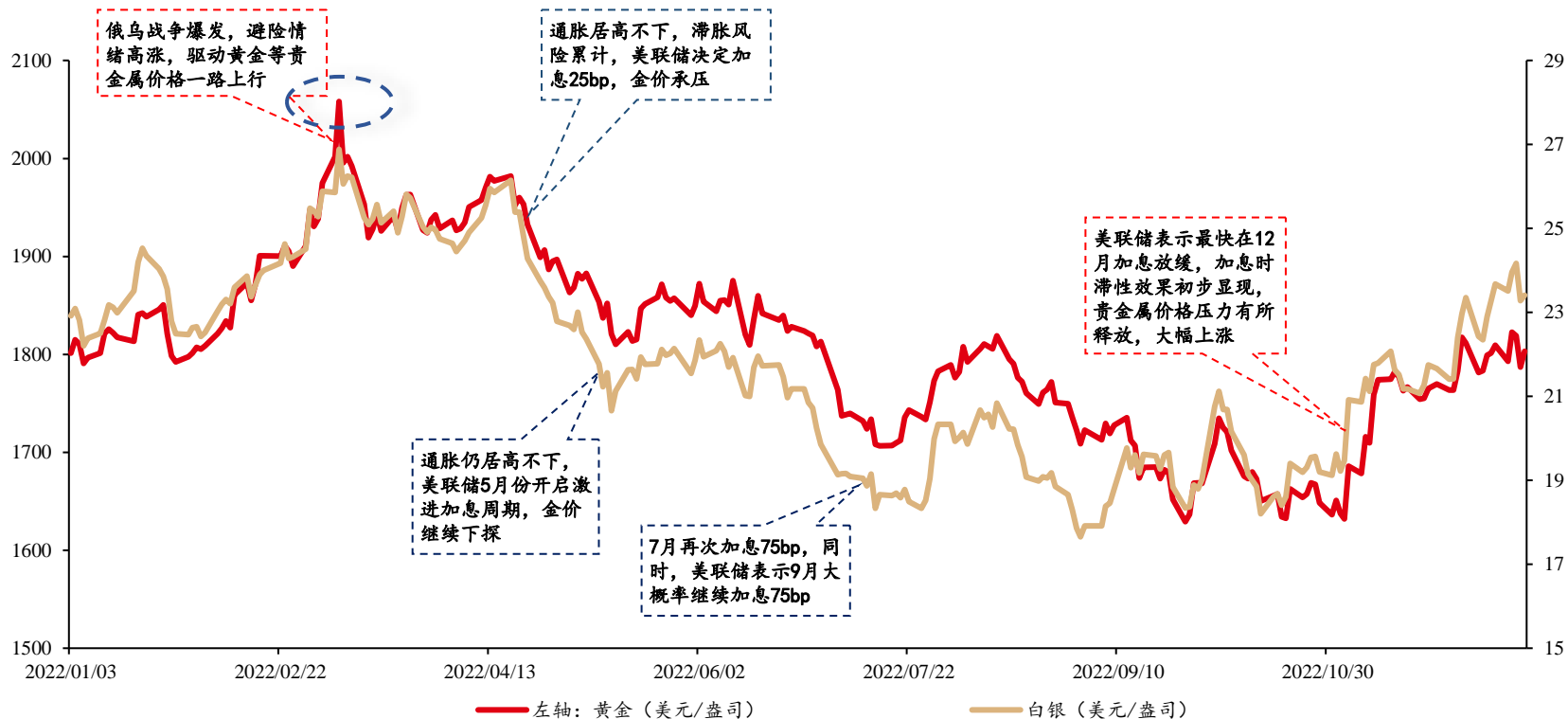
证券简称	2022E PE	2023E PE	2024E PE	2022E PB	2022E EPS
云铝股份	7.5x	6.4x	5.8x	1.6x	1.40
南山铝业	9.9x	8.7x	7.7x	0.9x	0.33
天山铝业	8.9x	7.4x	6.6x	1.5x	0.88

数据来源：Wind，中邮证券研究所

贵金属：美联储加息转向， 配置价值凸显

回顾今年贵金属价格走势

图表38：今年以来，贵金属价格走势（美元/盎司）



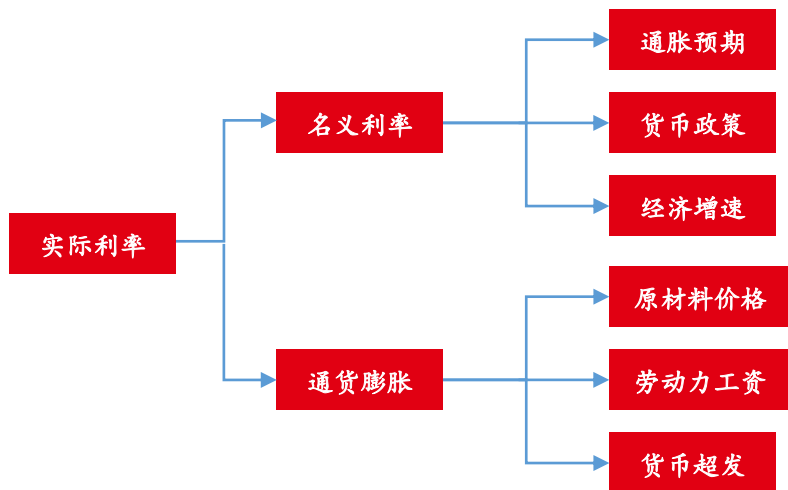
数据来源：Wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

黄金价格与实际利率

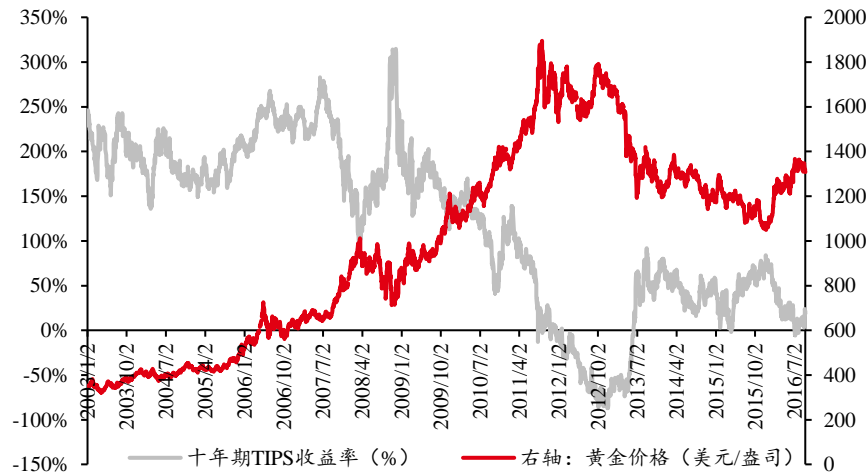
- ▶ 黄金具有货币属性作为“超货币”进而衍生出金融属性、投资属性和避险属性
- ▶ 黄金价格与实际利率高度负相关，黄金是无息资产实际利率，反映了持有黄金的机会成本
 - ✓ 实际利率=名义利率-通货膨胀预期
 - ✓ 实际利率是市场利率与通胀博弈后的结果，受到原材料价格、经济增速、通胀预期、货币政策等多方因素共振影响。

图表39：实际利率分析框架



数据来源：Wind，中邮证券研究所

图表40：黄金价格vs十年期TIPS收益率



数据来源：Wind，中邮证券研究所

当前实际利率的主要驱动因素：美联储加息

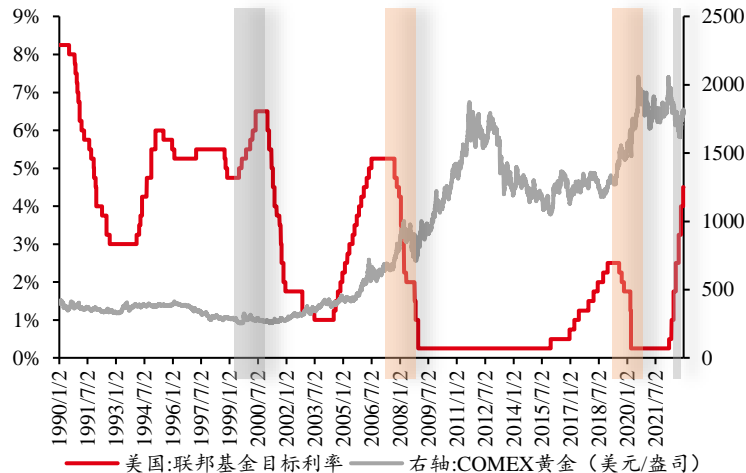
- ▶ 美国时间12月14日晚，美联储加息50bp，加息放缓——预示加息进程进入后半段。CPI、PMI等多项数据反映通胀正在回落，加息对经济的负面影响逐步显现，需求疲软、经济衰退风险加大，或将促使美联储在明年转向——停止加息或直接降息
- ▶ 自今年3月以来，美联储连续多次加息，使得利率中枢不断抬升，金价一度承压；历史上，美联储加息转向降息时，往往金价随之上涨
- ✓ 截至目前，7次加息合计400bp，联邦基金目标利率区间达到425-450bp；最新2年期和10年期美债利率分别达到4.24%和3.67%，同比分别增长3.46pct和2.04pct，另外美债倒挂，有经济衰退预警

图表41：美国2年期债券vs10年期债券收益率（%）



数据来源：Wind，中邮证券研究所

图表42：联邦基金目标利率vsCOMEX黄金价格



数据来源：Wind，中邮证券研究所

- ▶ 黄金等贵金属作为大类资产，伴随加息放缓及后续停止加息，流动性边际改善，金价有望上行，突破现有价格区间
- ▶ 黄金价格上涨将拉动黄金板块公司股价上涨尤其高成长性的矿产金公司将显著跑赢大盘
- ▶ 重点关注低估值、高成长的黄金上市公司如赤峰黄金、银泰黄金（未覆盖）、山东黄金（未覆盖）、招金矿业（未覆盖）等

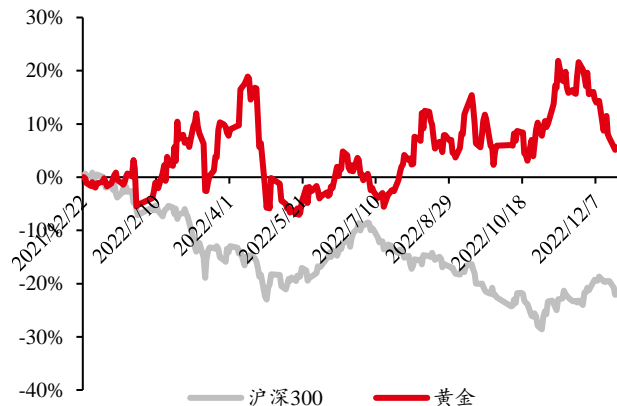
图表43：黄金板块上市公司可比估值

公司的估值情况（wind一致预期，截至2022/12/22）

证券代码	证券简称	12月22日 收盘价(元)	2022E PE	2023E PE	2024E PE	2022E PB	2022E EPS
600988	赤峰黄金	18.64	27.4x	17.5x	13.5x	5.3x	0.68
600489	中金黄金	7.64	/	/	/	/	/
600547	山东黄金	18.84	64.8x	38.5x	27.5x	2.8x	0.29
黄金行业平均			46.1x	28.0x	20.5x	4.1x	0.49

数据来源：Wind，中邮证券研究所

图表44：黄金板块vs沪深300



数据来源：Wind，中邮证券研究所

锂：海外不确定性增大，看好国内锂企业

锂：新能源汽车快速发展

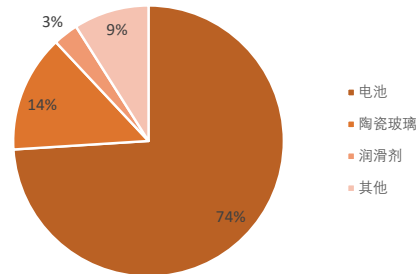
- ▶ **动力电池为未来锂需求主要驱动。**根据高工锂电统计，2021年全球电池领域中用锂量占比为74%，其中动力电池又占到电池领域用锂量的68%，新能源汽车带动的动力电池增长成为未来锂的主要需求驱动力。
- ▶ **新能源汽车产量高速增长，预计2022年国内新能源销量600-650万辆。**2021年国内新能源汽车产量达354.5万辆，市场占有率达到13.4%，同比增加8pct。中国汽车工业协会常务副会长兼秘书长预计：2022年新能源汽车将达到600-650万辆，同比增长42%，市场占有率有望超过18%。
- ▶ **2025年全球新能源汽车产量预计突破2400万辆。**为了推动碳中和，各国纷纷推出新能源汽车补贴政策，鼓励新能源汽车发展。美国加州计划2035年起禁止传统燃油车上市销售，德国也规定2030年后禁售传统汽车，计划上路700万至1000万辆电动汽车。据EV-Volumes的数据显示，2021年全球新能源车型累计销量近650万辆，较去年同期增长108%。我们预计全球新能源汽车销量将由2021年的650万辆增长至2025年的2400万辆。

图表45：全球新能源汽车销量预测（万辆）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	
全球新能源汽车销量	323	650	1080	1400	1900	2400	
国内产量(万辆)	136.7	350	680	900	1200	1500	
yoy	13.4%	156.0%	94.3%	32.4%	33.3%	25.0%	
海外产量(万辆)	186	300	400	500	700	900	
yoy	83.8%	60.9%	33.3%	25.0%	40.0%	28.6%	
国内	电量(万度)	6405	15450	34000	45000	60000	75000
	三元占比	64%	48%	45%	50%	55%	55%
	三元电池(万度)	4099	7416	15300	22500	33000	41250
海外	电量(万度)	9320	15000	20000	25000	35000	45000
	三元占比	90%	80%	80%	80%	80%	80%
	三元电池(万度)	8388	12000	16000	20000	28000	36000

数据来源：中汽协，Markline，中邮证券研究所

图表46：2021年锂资源下游用量占比情况

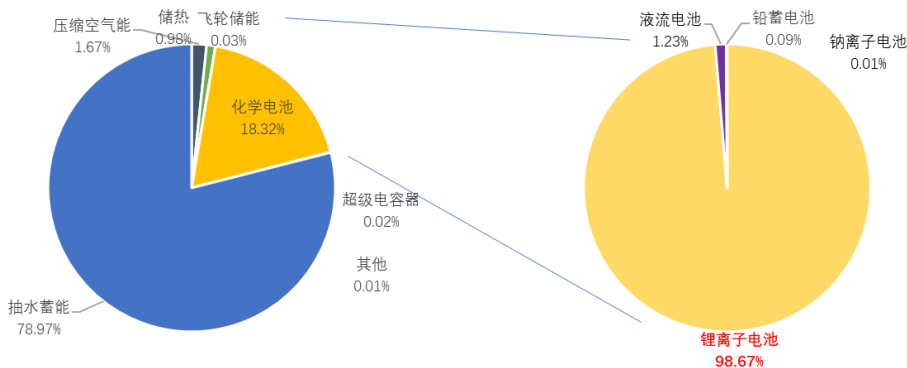


数据来源：智研咨询，中邮证券研究所

锂：储能行业空间广阔，锂需求可期

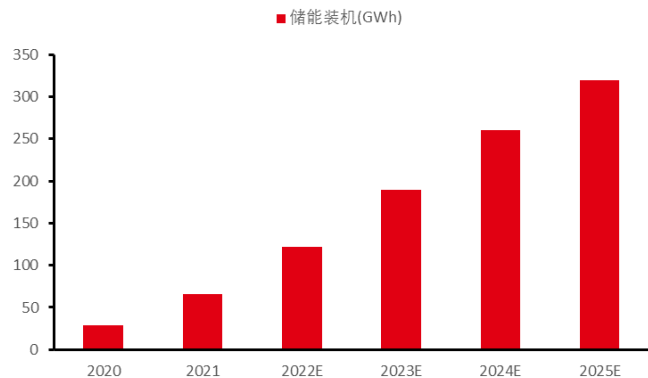
- **预计2025年全球储能装机量将达到320GWh。**在碳中和的驱动下，风电、光伏发电将改变全球未来的电力系统。由于风电、光伏可再生发电具有波动性、间歇性，电力系统将需要更多的储能。根据GGII统计数据显示，2021年中国锂电池储能总出货量为37GWh，同比增长超过110%。根据EV Tank数据显示2021年全球储能电池出货量为66.3GWh，同比增长132.6%。我们预测2025年全球储能装机量将达到320GWh。
- **LFP在储能领域替代三元，钠离子电池商业应用加速。**虽然目前海外市场多采用三元电池，但是铁锂电池相比三元电池拥有更高的循环次数、更低的购置成本与更高的安全性，铁锂电池相比三元更适用于储能领域。钠离子电池拥有成本优势且原料充足，预计2022-2025年开始实现产业化。

图表47：国内储能形式占比情况



数据来源：《2021年中国储能技术研究进展》，中邮证券研究所

图表48：全球储能装机量预测（GWh）



数据来源：EV Tank，中邮证券研究所

锂：海外加速扩张，存在不及预期的风险

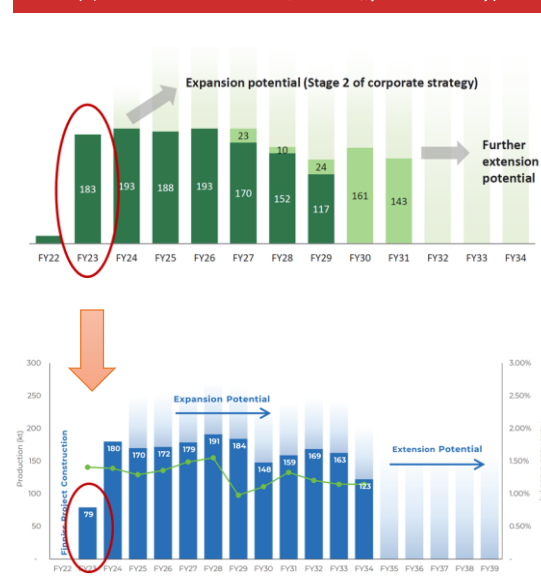
- 海外锂矿减产+新建项目推迟，锂资源扩产不容易。（1）Allkem下调2023年财年的锂精矿产量到14-15万吨，较2022财年产量19.4万吨下降约25%。（2）Core最新Finniss项目锂精矿的2023年产量指引为7.9万吨，较此前18.3万吨的产量指引下降10.4万吨。（3）Critical的Rose矿山原本计划是2023年投产的，现已推迟到2024年。（4）Sayona的Authier矿山投产推迟了一个季度。当今全球经济下滑，通货膨胀严重，人力、疫情等各种问题都会制约增量出来。

图表49：海外锂辉石扩产情况（吨）

海外锂矿	所属公司	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
GreenBushes	天齐锂业/ALB/IGO	704000	1061692	1308244	1400000	1680000	1700000
Mt Marion	赣锋/MRL	519000	422000	482000	550000	600000	600000
Mt Cattlin	Galaxy Resources	108658	230065	163407	145000	170000	170000
Pilgan+Ngunjaju	Pilbara Minerals	180851	324217	468667	570000	630000	680000
Mibra	AMG	90000	90000	90000	130000	130000	130000
Wodgina	ALB/MRL			100000	400000	400000	400000
Kathleen valley	Liontown				200000	300000	
Goulamina	SPV/赣锋				100000	300000	
Finniss	Core Lithium				80000	170000	188000
Manono	AVZ				100000	350000	400000
Grota do Cirilo	Sigma			10000	200000	200000	300000
Bikita	中矿		50000	90000	90000	480000	480000
Tanco	中矿		2000	24000	36000	36000	36000
Rose	Critical					80000	120000
锂精矿合计（吨）		1602509	2179974	2736318	3701000	5226000	5804000
折合LCE合计（吨）		200263	272497	342040	462625	653250	725500
LCE增量（吨）		(34215)	72233	69543	120585	190625	72250
LCE增速（%）		-15.30%	13.09%	15.20%	22.84%	27.50%	15.69%

数据来源：各公司官网，中邮证券研究所

图表50：CoreFinniss项目锂精矿不及预期



数据来源：Core公告，中邮证券研究所

锂：海外政策风险不断，看好国内锂企业

➤ 自主可控重要性凸显，国内锂资源开发有望加速。近期海外锂矿不确定性增加，加拿大要求总共企业剥离在加锂矿资产，南美的锂三角阿根廷、玻利维亚和智利正在考虑建立“锂业OPEC”，津巴布韦计划针对锂矿等关键资源征收出口税等，海外锂资源开发不确定性增加。我国锂资源严重依赖进口，为维护锂资源自主可控，需加快国内资源的开发，让国内锂企业担当定海神针的作用，因此我们持续看好国内锂盐湖、锂云母、四川锂矿等企业，看好未来的成长。

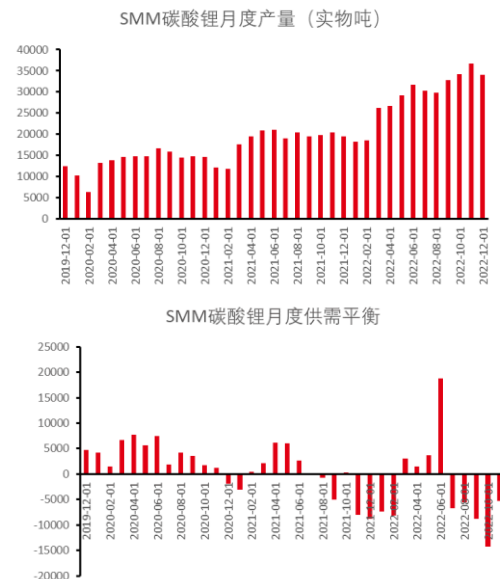
图表51：国内锂辉石及锂盐湖产量预计（吨）

国内锂矿&盐湖	公司	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
甲基卡134号脉	融捷股份	7487	7051	10256	10256	23077	60256
业隆沟锂多金属矿	盛新锂能/阿坝州	1372	6410	8974	9615	9615	9615
李家沟矿区	川能动力/雅化集团			2564	10256	17949	23077
马尔康金鑫	众和股份			2564	7692	20513	20513
雅江措拉	天齐锂业						1282
德扯弄巴	斯诺威						1282
察尔汗盐湖	盐湖股份	10000	15000	30000	35000	35000	70000
	藏格控股	4400	6000	8000	10000	10000	10000
西台吉乃尔	中信国安	3000	5000	10000	10000	10000	10000
	恒信融	2000	5000	10000	15000	20000	20000
东台吉乃尔	青海锂资源	10000	10000	20000	20000	30000	30000
一里坪	五矿盐湖	8000	10000	10000	20000	20000	20000
扎布耶盐湖	西藏扎布耶	4600	9016	10000	10000	17000	30000
捌千错盐湖	金圆股份			500	2000	7000	12000
LCE合计(吨)		50859	73478	122359	157821	213154	306026
LCE增量(吨)		25531	22619	48881	35462	55333	92872
LCE增速(%)			44.47%	66.53%	28.98%	35.06%	43.57%

数据来源：各公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表52：SMM碳酸锂产量及平衡（实物吨）



数据来源：SMM，中邮证券研究所

锂：供应增长难兑现，预计保持紧平衡

- ▶ **预计2022-2025全球锂资源保持紧平衡。**我们预计2025年全球锂资源产量将达到166万吨LCE当量。而需求方面，新能源汽车、储能等领域推动着锂用量不断上升，预计2025年全球锂资源需求将达到170万吨，缺口为4万吨，2022-2025年全球锂资源保持紧平衡状态。
- ▶ **观点：**虽然当前锂价和锂板块有所调整，但我们认为明年锂价仍保持高位，随着锂价调整到位以及新能源汽车产业链估值的提升，明年锂板块有望迎来布局的新机会。重点关注：天齐锂业、中矿资源、西藏矿业、国城矿业（未覆盖）等。

图表53：全球锂资源平衡情况（LCE万吨）

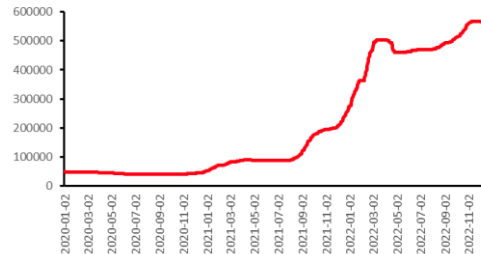
(LCE万吨)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
海外锂矿	20	27	34	48	65	73
海外锂盐湖	14	17	23	33	39	43
中国锂矿	1	1	2	5	7	12
中国盐湖	4	6	10	13	14	19
中国锂云母	3	5	7	13	16	20
供应合计	43	56	77	111	142	166
动力电池	15	27	46	66	97	119
3C电池	8	8	9	9	9	9
储能电池	1	3	10	15	19	23
传统工业	13	18	18	19	19	19
需求合计	37	56	83	109	144	170
缺口	6	0	(6)	2	(2)	(4)

数据来源：各公司公告，中邮证券研究所

图表54：公司估值情况（wind一致预期，截至2022/12/22）

证券简称	2022E PE	2023E PE	2024E PE	2022E PB	2022E EPS
天齐锂业	6.2x	5.7x	5.5x	3.5x	13.13
中矿资源	9.4x	6.1x	4.2x	3.9x	7.40
西藏矿业	18.7x	13.5x	8.3x	6.2x	2.06

图表55：国内碳酸锂价格（元/吨）

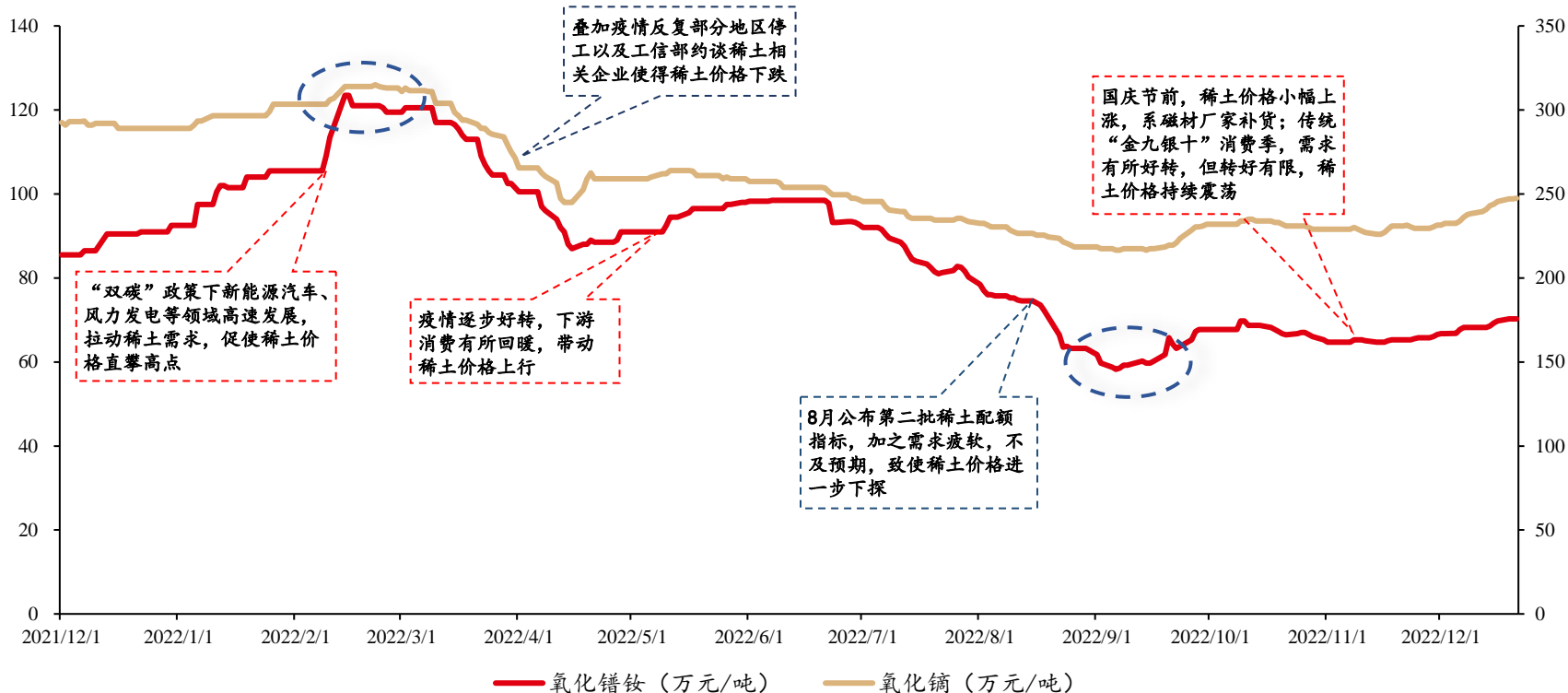


数据来源：Wind，中邮证券研究所

稀土：双寡头格局形成，价格趋于稳定

回顾稀土价格走势

图表56：今年以来，稀土产品价格走势（万元/吨）

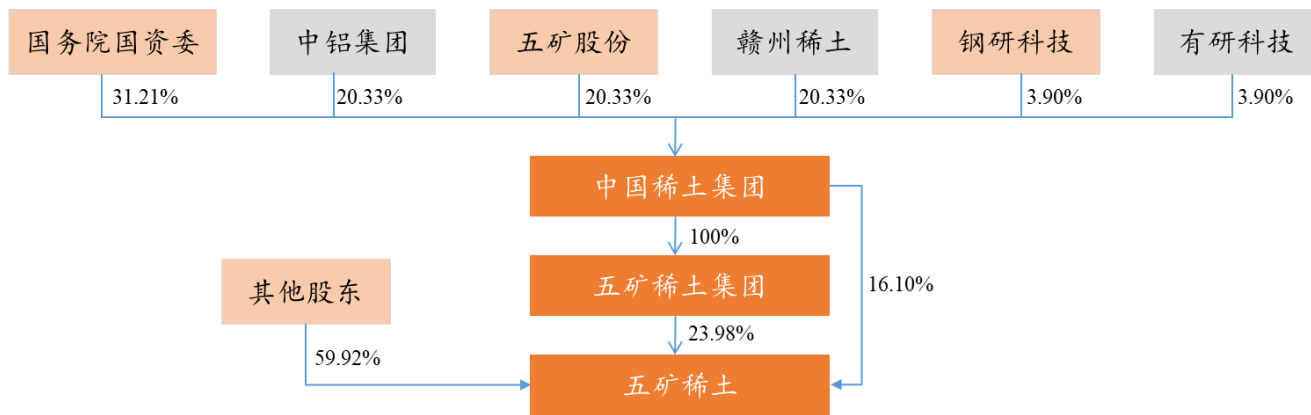


数据来源：百川盈孚，中邮证券研究所

供给格局：“一轻一重、一南一北”

- ▶ “双寡头” 格局形成：中国稀土集团与北方稀土集团并驾齐驱形成“一南一北、一轻一重”的供应格局共同主导国内稀土行业。
 - ✓ 2022年9月以五矿稀土为代表的稀土集团战略重组完成中国稀土集团直接及间接持有五矿稀土40.08%的股份、中国稀有稀土 47.18%股份、南方稀土集团 94.49284%股权、中蓝稀土 36%股权和赣州稀有金属交易所80%股权。
 - ✓ 五矿稀土控股股东仍为五矿稀土集团实际控制人由中国五矿变更为中国稀土集团；最终实际控制人仍为国务院国资委。
- ▶ 中国稀土的设立有利于其重塑在业内的定价与话语权进一步整合行业资源

图表57：中国稀土（原五矿稀土）股权结构图

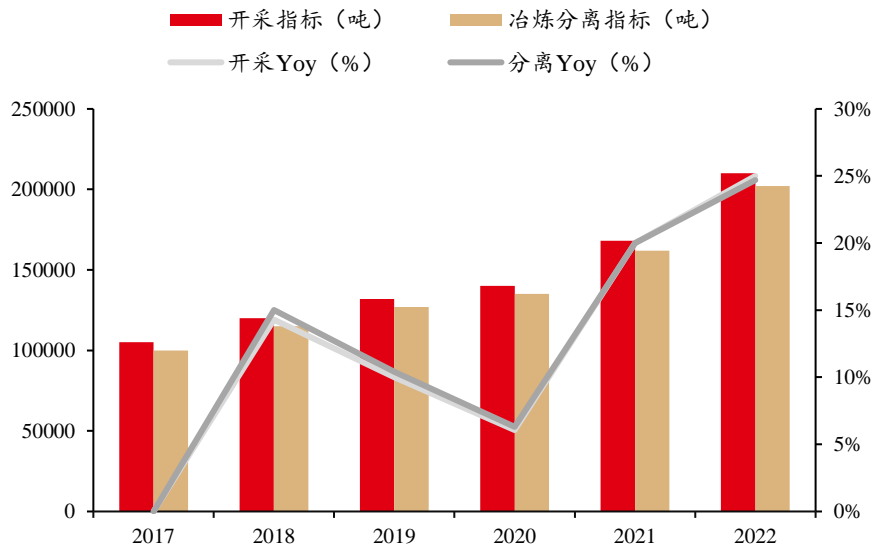


数据来源：公司公告，中邮证券研究所

供给：国家宏观调控，海外增量有限

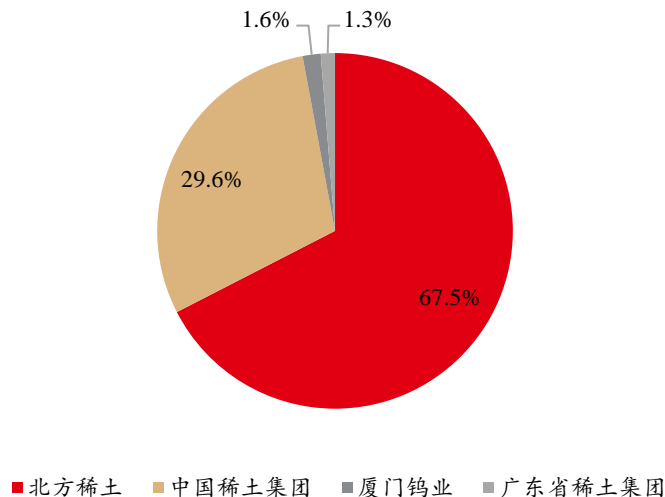
- ▶ 2022年我国开采和冶炼分离指标分别为21.0万吨和20.2万吨同比增长约25%；整体来看，国家通过调节稀土配额指标以稳定市场供需
- ▶ 稀土资源集中度进一步提升，两大集团占比97.1%。我国的稀土指标分配给北方稀土、中国稀土集团、广晟有色、厦门钨业以北方稀土为首其开采指标为141650吨占比总开采指标的67.5%同比增长41.2%；其次中国稀土集团其开采指标为62210吨占比总开采指标的29.6%也是唯一同时拥有轻稀土和中重稀土开采指标的稀土集团

图表58：稀土配额指标情况（吨）



数据来源：工信部、自然资源部，中邮证券研究所

图表59：稀土资源集中度进一步提升

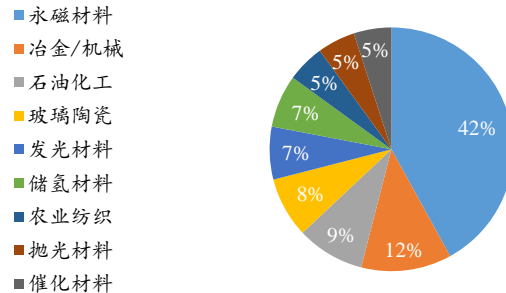


数据来源：工信部、自然资源部，中邮证券研究所

需求：下游新能源等行业维持高景气度

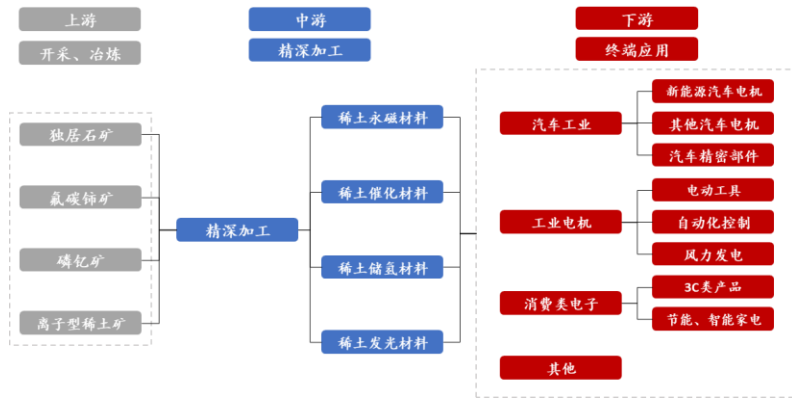
- 尤其以钕铁硼为首的稀土永磁材料需求量最大应用也最广泛；受益于下游新能源汽车、风力发电、工业机器人等领域的蓬勃发展需求增长迅速进而拉动对上游稀土原材料的需求
- 经测算到2025年全球氧化镨钕需求量有望达到8.5万吨左右 2019-2025E 年复合增长率为21.1%伴随自动化、小型化等发展趋势国内外需求端稳定增长；与此同时供应端增量有限但我国是稀土的第一大生产国储量充足可以自主调节供需平衡对稀土价格形成一定支撑

图表60：稀土材料消费结构（%）



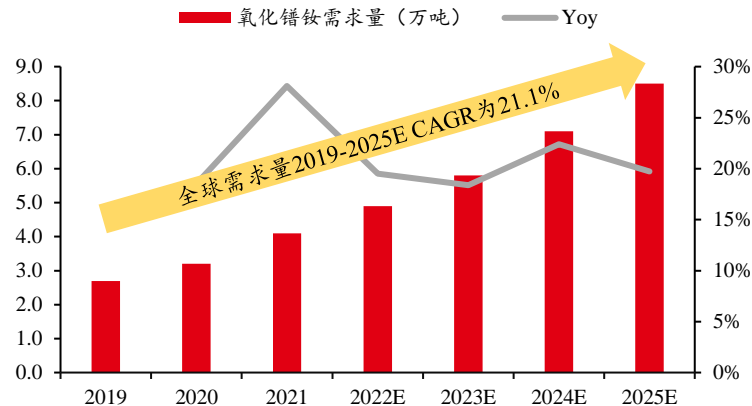
数据来源：观研天下，中邮证券研究所

图表61：稀土产业链一览



数据来源：公司公告，中邮证券研究所

图表62：氧化镨钕需求量测算（万吨）



数据来源：Wind，中邮证券研究所

➤ 稀土价格：

预计2023年下游需求从火爆阶段回落至稳增长，整体来看供需偏紧，对稀土价格形成支撑，稀土价格将趋于稳定

行业趋势：南北“双寡头”格局初步奠定，行业整合有望进一步推进，重塑稀土集团在业内的定价与话语权，优化资源配置

➤ 个股：中国稀土“资源整合与边际改善”

中国稀土是中国稀土集团唯一上市平台发展前景可期；业内地位与话语权提升

资源禀赋：国内最大的中重稀土分离加工企业之一获得离子型稀土开采指标13010吨占比67.9%国内第一

中国稀土集团将在五年内解决同业竞争问题预期旗下稀土资源公司将注入上市公司；与广晟有色实施战略合作

图表63：稀土板块上市公司可比估值
公司的估值情况（wind一致预期，截至2022/12/22）

证券代码	证券简称	12月22日 收盘价（元）	2022E PE	2023E PE	2024E PE	2022E PB	2022E EPS
600111	北方稀土	24.85	13.4x	11.4x	9.7x	4.4x	1.85
600392	盛和资源	13.55	10.1x	9.6x	8.5x	2.1x	1.34
000831	中国稀土	32.45	71.3x	65.8x	56.1x	10.5x	0.46
稀土行业平均			31.6x	28.9x	24.8x	5.7x	1.21

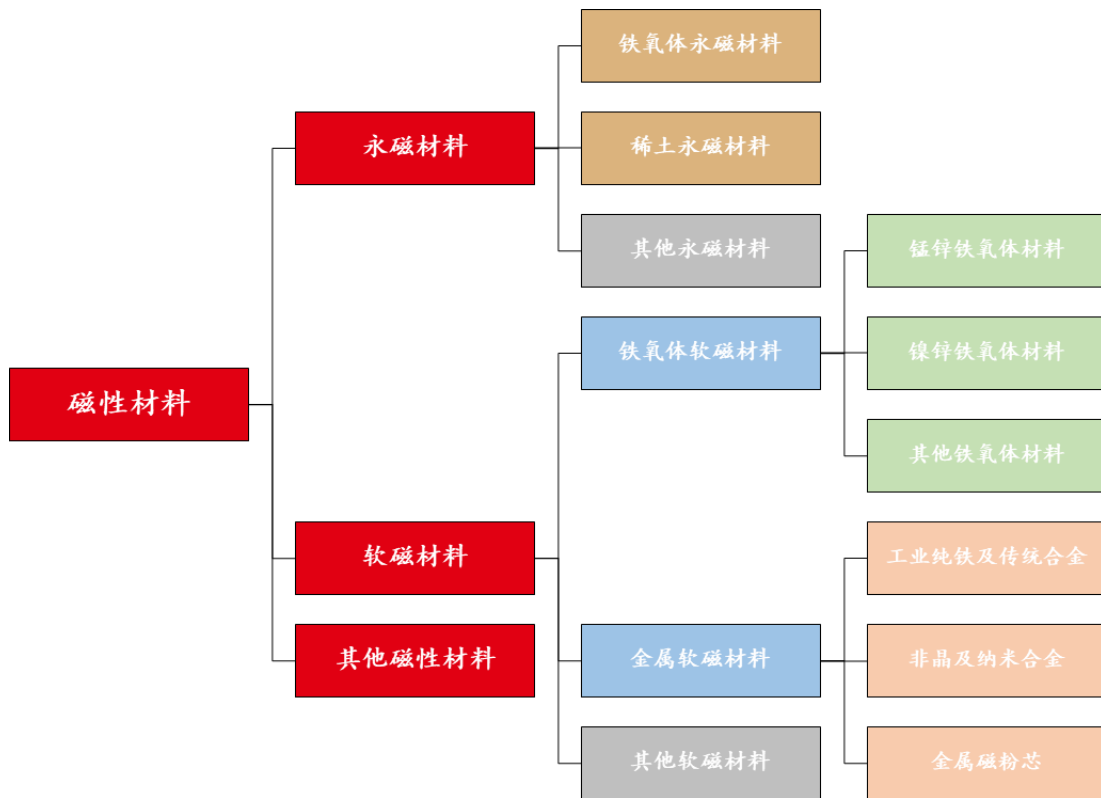
数据来源：Wind，中邮证券研究所

磁材：受益于下游需求火爆

磁性材料一览：

- 永磁材料是指具有强的抗退磁能力和高的剩余磁感应强度的强磁性材料
 - ✓ 常用的永磁材料分为铝镍钴系永磁合金、铁铬钴系永磁合金、永磁铁氧体、稀土永磁材料和复合永磁材料等
- 软磁材料是具有低矫顽力和高磁导率的磁性材料易于磁化也易于退磁其主要功能是导磁、电磁能量的转换与传输
 - ✓ 广泛用于各种电能变换设备中。软磁材料主要包括金属软磁材料、铁氧体软磁材料以及其他软磁材料

图表64：磁性材料分类

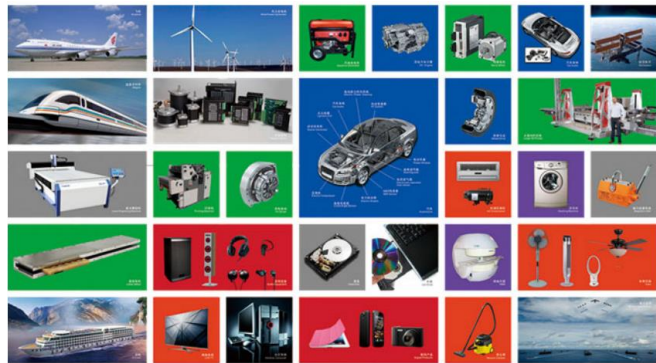


数据来源：公司公告，中邮证券研究所

永磁：电机的核心材料，自动化大势所趋

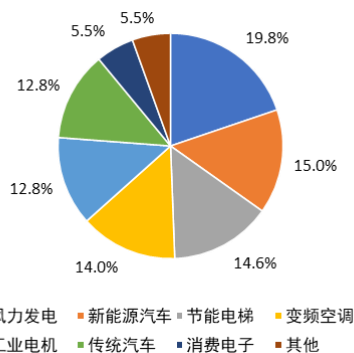
- ▶ 稀土永磁材料是以铁、钕、硼以及少量的添加剂镨、铈等为原料烧结制成的，钕铁硼产品是目前市场主流稀土永磁材料。其中第三代永磁材料钕铁硼是当下公认性能最好的
- ▶ 钕铁硼广泛应用于风力发电(19.8%)、新能源汽车(15.0%)、节能电梯(14.6%)、变频空调(14.0%)、工业电机、消费电子、轨道交通、航空航天等领域。
- ▶ 自动化和数字化是大势所趋无论是新能源汽车还是工业机器人都离不开核心的驱动电机而以钕铁硼为原料的永磁同步电机具有功率密度高启动转矩大极限转速高制动性能优秀以及转矩脉动小等优点
 - ✓ 2021年，全球新能源汽车销量约650万辆，同比增长101.2%；根据相关机构预测，到2025年新能源汽车销量将达到2400万辆，增量市场可期

图表65：稀土永磁材料应用场景



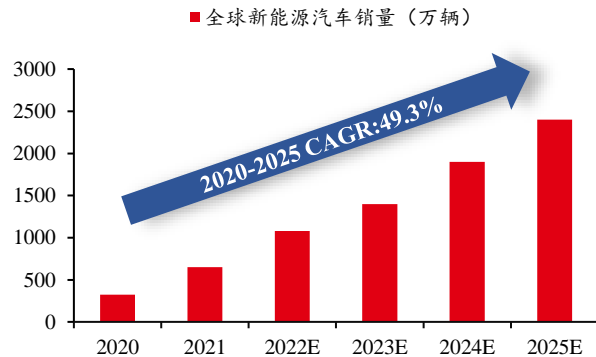
数据来源：公司公告，中邮证券研究所

图表66：高性能钕铁硼需求结构（%）



数据来源：Frost& Sullivan，中邮证券研究所

图表67：全球新能源汽车销量（万辆）



数据来源：中汽协等，中邮证券研究所

稀土永磁材料供需缺口仍存

国内产能

- 国内钕铁硼主要厂商为金力永磁、中科三环、宁波韵升、正海磁材、大地熊等，2021年以上主要磁材厂商的钕铁硼产能约为8.2吨，并且均在持续推进产能扩产建设，预计到2025年产能有望达到19.3吨
- 考虑产能利用率，高性能钕铁硼的供需仍存在缺口
- 伴随产能投产，持续放量

图表68：全球高性能钕铁硼需求量（万吨）

全球高性能钕铁硼需求量（万吨）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
新能源车	12416	25125	39844	54563	69281	84000
YOY	49.80%	102.36%	58.58%	36.94%	26.98%	21.24%
占比	11.95%	19.90%	25.86%	30.13%	32.15%	35.30%
风力发电	20311	20442	23889	25328	32121	33848
YOY	54.00%	0.65%	16.86%	6.02%	26.82%	5.38%
占比	19.54%	16.19%	15.50%	13.99%	14.91%	14.23%
变频空调	3645	8803	9617	10458	11327	12222
YOY	33.40%	141.47%	9.25%	8.75%	8.30%	7.91%
占比	3.51%	6.97%	6.24%	5.77%	5.26%	5.14%
节能电梯	8544	9446	9938	10685	11189	11971
YOY	6.00%	10.56%	5.21%	7.51%	4.72%	6.99%
占比	8.22%	7.48%	6.45%	5.90%	5.19%	5.03%
传统汽车	19406	20037.5	25584	27888	30240	30600
YOY	-15.40%	3.25%	27.68%	9.01%	8.43%	1.19%
占比	18.67%	15.87%	16.60%	15.40%	14.03%	12.86%
工业机器人	9600	10875	12150	17453	24843	26998
YOY	0.50%	13.28%	11.72%	43.64%	42.35%	8.67%
占比	9.24%	8.62%	7.88%	9.64%	11.53%	11.35%
其他	30000	31500	33075	34729	36465	38288
YOY	3.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
占比	28.87%	24.95%	21.46%	19.18%	16.92%	16.09%
高性能钕铁硼需求量总计	103922.9	126228.6	154097.2	181103.0	215465.6	237927.4

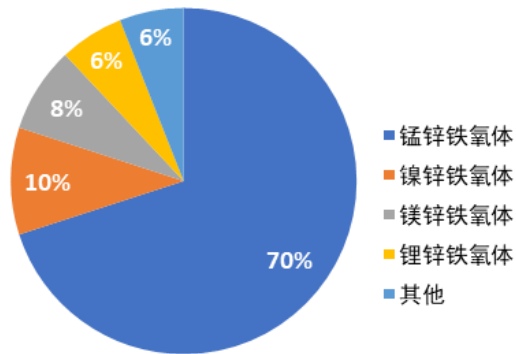
数据来源：根据中汽协等基础数据测算，中邮证券研究所

软磁：电感核心部件，受益于双碳发展

软磁铁氧体：“高频”应用场景

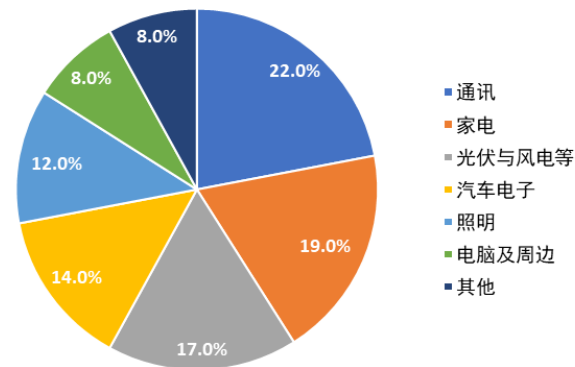
- 软磁铁氧体是以Fe₂O₃(俗称“铁红”)、四氧化三锰、氧化镍和氧化锌等为主要原料的磁性氧化物，采用粉末冶金方法生产
- 软磁铁氧体在高频下具有高磁导率、高电阻率、低损耗等特性，原料成本低廉且重组
- 软磁铁氧体主要应用于电子系统中电磁信号的感应、耦合、转换、变换、传输、隔离、吸收，最大的用途是制作各种电子变压器、电感器、滤波器(EMI)等；可以广泛应用于新能源、消费电子、移动通讯等终端领域产品。其中，尤以通讯领域应用最多，占比约22%，其次是家电(19%)，光伏与风电等新能源领域(17%)

图表69：软磁铁氧体产品结构(%)



数据来源：华经情报网，中邮证券研究所

图表70：软磁铁氧体材料下游应用(%)



数据来源：华经情报网，中邮证券研究所

软磁：电感核心部件，受益于双碳发展

金属软磁粉芯：光伏与储能

- 金属软磁粉芯具有分布式气隙、饱和磁通密度高等特点，能满足电能变换设备高效率、高功率密度、高频化的要求，广泛用于电子通讯、雷达、手机、光伏发电、新能源汽车、5G新基建、轨道交通等领域。
- 根据华经产业研究院预测，到2025年国内金属软磁粉芯的需求量有望达20.1万吨，市场规模超75.2亿元，2020-2025年CAGR为19.6%。

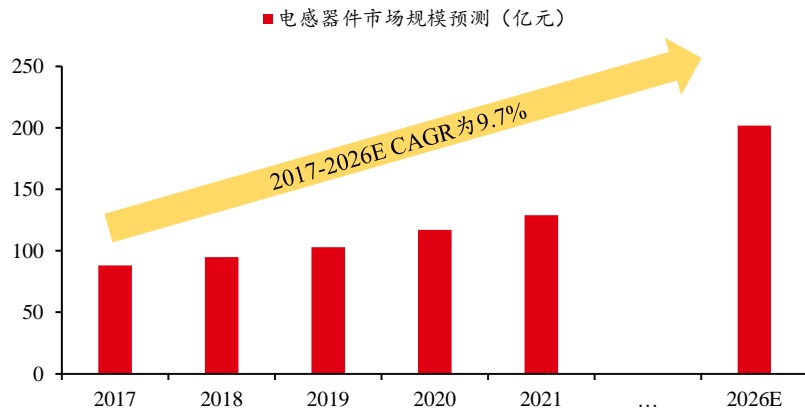
图表71：电感在光伏逆变器中的应用



电感在光伏逆变器中的应用

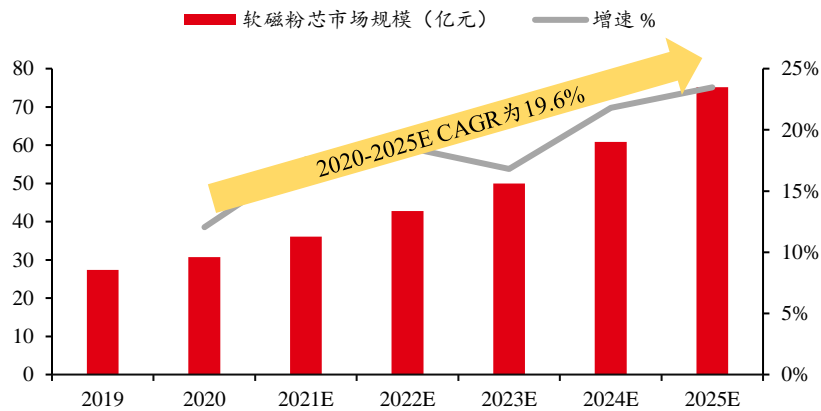
数据来源：公司公告，中邮证券研究所

图表72：电感器件市场规模预测（亿元）



数据来源：中国电子元件行业协会，中邮证券研究所

图表73：软磁粉芯市场规模预测（亿元）



数据来源：华经产业研究院，中邮证券研究所

➤ 下游新能源、消费电子、节能变频家电等领域增长态势良好，拉动磁材需求

➤ 重点推荐：

✓ 龙磁科技：永磁铁氧体龙头，布局软磁领域；进军光伏微逆领域，延伸产业链

✓ 中钢天源：磁性材料大全，四氧化三锰全球龙头，中钢集团划归宝武集团

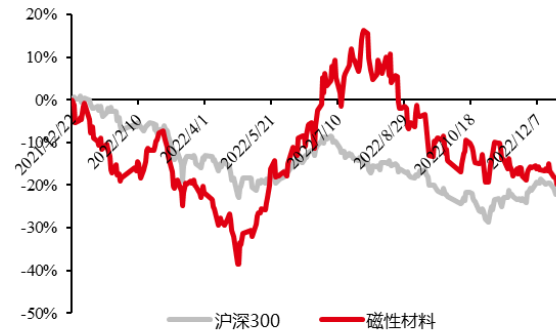
图表74：磁材板块上市公司可比估值

公司的估值情况（wind一致预期，截至2022/12/22）

证券代码	证券简称	12月22日 收盘价(元)	2022E PE	2023E PE	2024E PE	2022E PB	2022E EPS
300835	龙磁科技	35.87	29.8x	19.6x	14.4x	3.9x	1.24
002057	中钢天源	10.06	20.9x	15.6x	11.8x	2.6x	0.48
600366	宁波韵升	10.42	20.6x	13.9x	11.0x	1.9x	0.52
磁性材料行业平均			23.7x	16.4x	12.4x	2.8x	0.75

数据来源：Wind，中邮证券研究所

图表75：磁性材料板块vs沪深300



数据来源：Wind，中邮证券研究所

风险提示

- 宏观经济大幅波动
- 需求不及预期
- 供应释放超预期
- 项目进度不及预期

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
	行业评级	回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
		强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
	可转债评级	弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
		推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048