



中国五矿
MINMETALS

有色金属行业

投资评级

中性

新能源关键金属市场展望

杨诚笑

登记编码: S0950523050001
邮箱: yangchengxiao@wkzq.com.cn

吴霜

登记编码: S0950520070001
邮箱: wushuang@wkzq.com.cn



锂行业

- 本轮周期进入了哪一阶段?
- 需求：市场的指引方向，长期关注的核心要素
- 供给：资源为王，规模化放量趋势初现端倪
- 下寻碳酸锂成本中枢位
- 锂行业的变革持续演进

镍行业

- 不同于其他有色金属，镍的产业研究相对复杂
- 需求：电池已取代不锈钢，成为需求最大增量
- 供给：红土镍矿接棒硫化镍矿，成为未来矿端主要增量
- 三条主线：镍铁-不锈钢、中间品-硫酸镍-三元材料、精炼镍-镍基合金
- 供需平衡：印尼供给增量显著，预计镍未来两年持续过剩

钴行业

- 供给：矿端显著放量，未来两年供给增速约70%
- 需求：3C需求略显薄弱，高镍趋势利空钴需求
- 供需平衡：月度供需角度观测，逐月过剩趋势显著

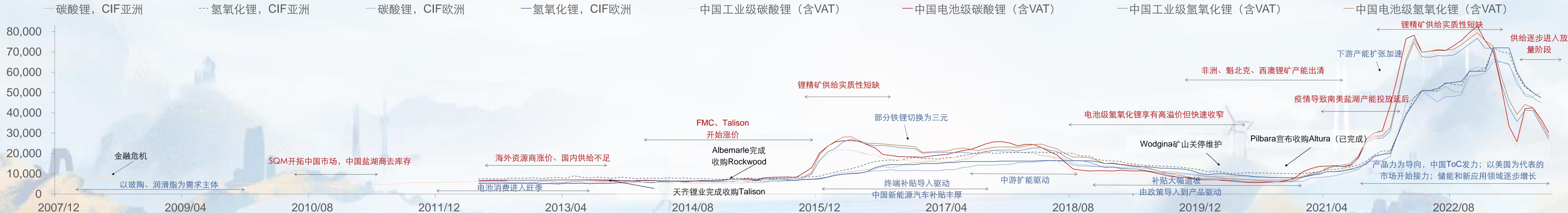


锂行业



锂行业：本轮周期进入了哪一阶段？

图表1：全球锂盐价格走势（单位：美元/吨，不含VAT）



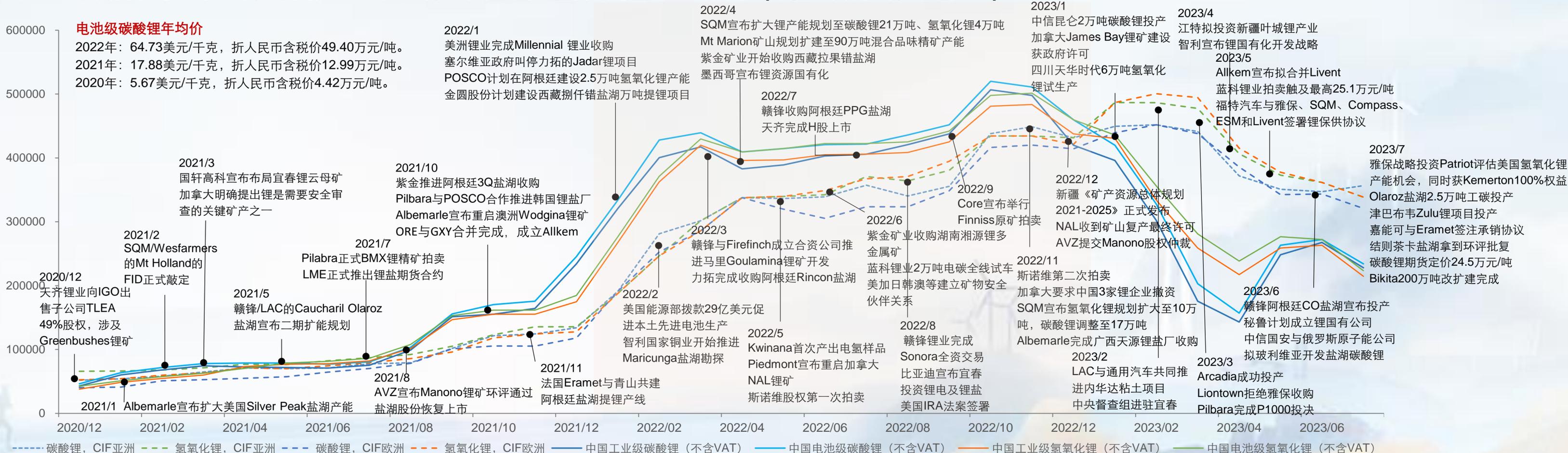
资料来源：亚洲金属网，Benchmark Minerals，各公司公告等，五矿证券研究所（注：按照月度美元兑人民币汇率折算）

锂行业：本轮周期进入了哪一阶段？

本轮周期回顾

- **2020H2~2022/11:**
供需错配+疫情与地缘政治扰动→加剧资源焦虑→锂价一度突破60万元/吨、涨幅超过14倍
- **2022/11~2023/04:**
实际需求低预期（淡季、补贴退出）+供应放量预期→价格走低→防御性采购和排产→价格跌幅强化
- **2023/04~至今:**
库存极致压缩+旺季备货+储能回暖→带量补库、价格修复→旺季排产未超预期+采购谨慎、供应开始放量→价格震荡

图表2：中国需求为全球主导，中国供应全球市场，因此中国锂盐价格为全球领先指标（单位：美元/吨，不含VAT）



锂行业：本轮周期进入了哪一阶段？

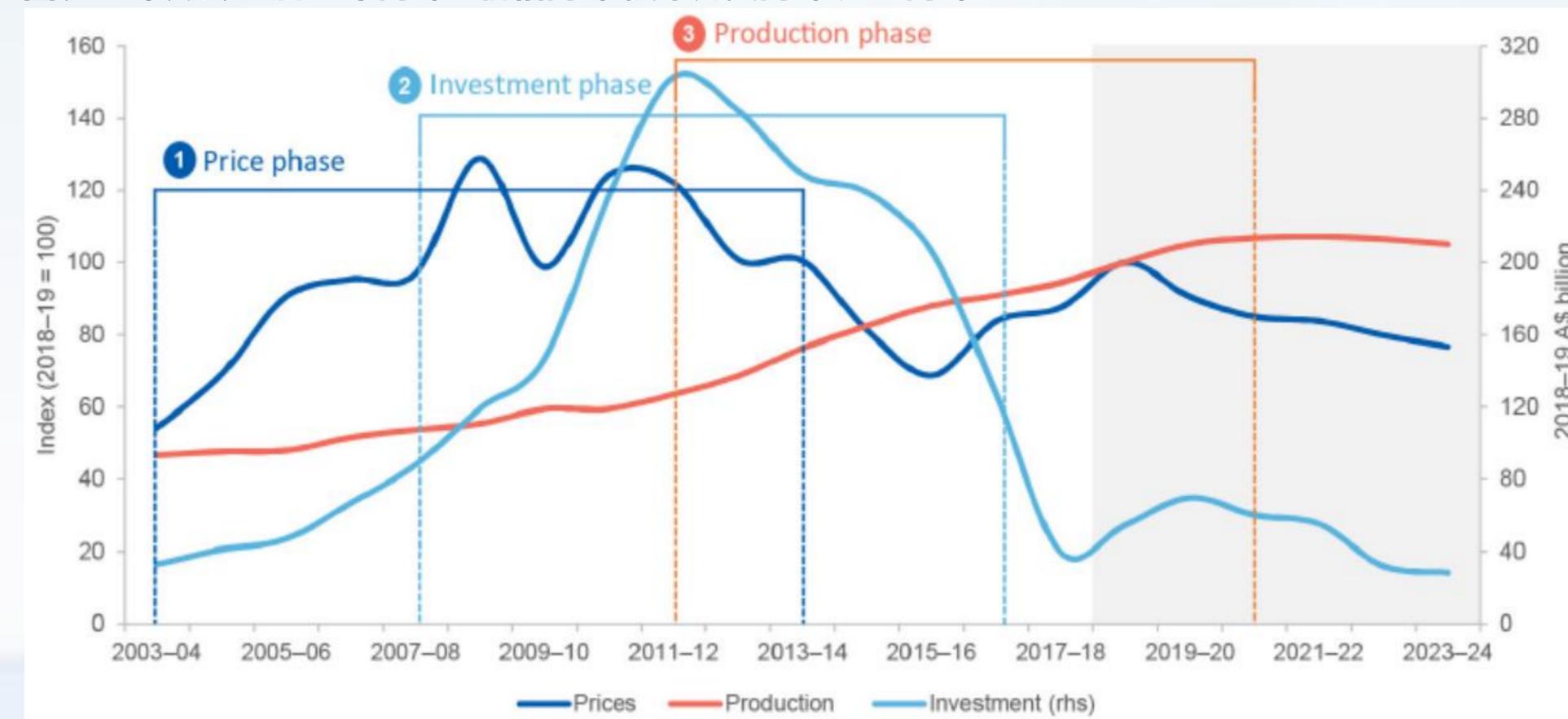
短期2023：仍将下探寻找再平衡

- 2023年下半年已正式迎来规模化资源项目投放，供需压力得到舒缓
- 库存蓄水池效应减弱和市场博弈加剧都将推动价格下行
- 关键仍在中国逐月终端销量和供应链传导顺畅度，Q4旺季尾端警惕价格提前调整

中长期2024~2025：中枢抬升、波浪式前进

- 全球锂价已不再仅受供需影响，以供应链重构、技术迭代、成本曲线、金融属性为代表的表外影响权重愈发提升
- 中长期全球需求依然光明、海外需求逐步接力，在新兴应用场景和储能领域开始形成第二增长曲线，供需进入再平衡阶段
- 价格大周期回落筑底期，但在需求向上叠加成本中枢抬升（通胀、本土化供应链、新项目投入），价格难回3-5万元低谷

图表3：传统矿业的三个高峰：价格高峰-资本开支高峰-产量高峰



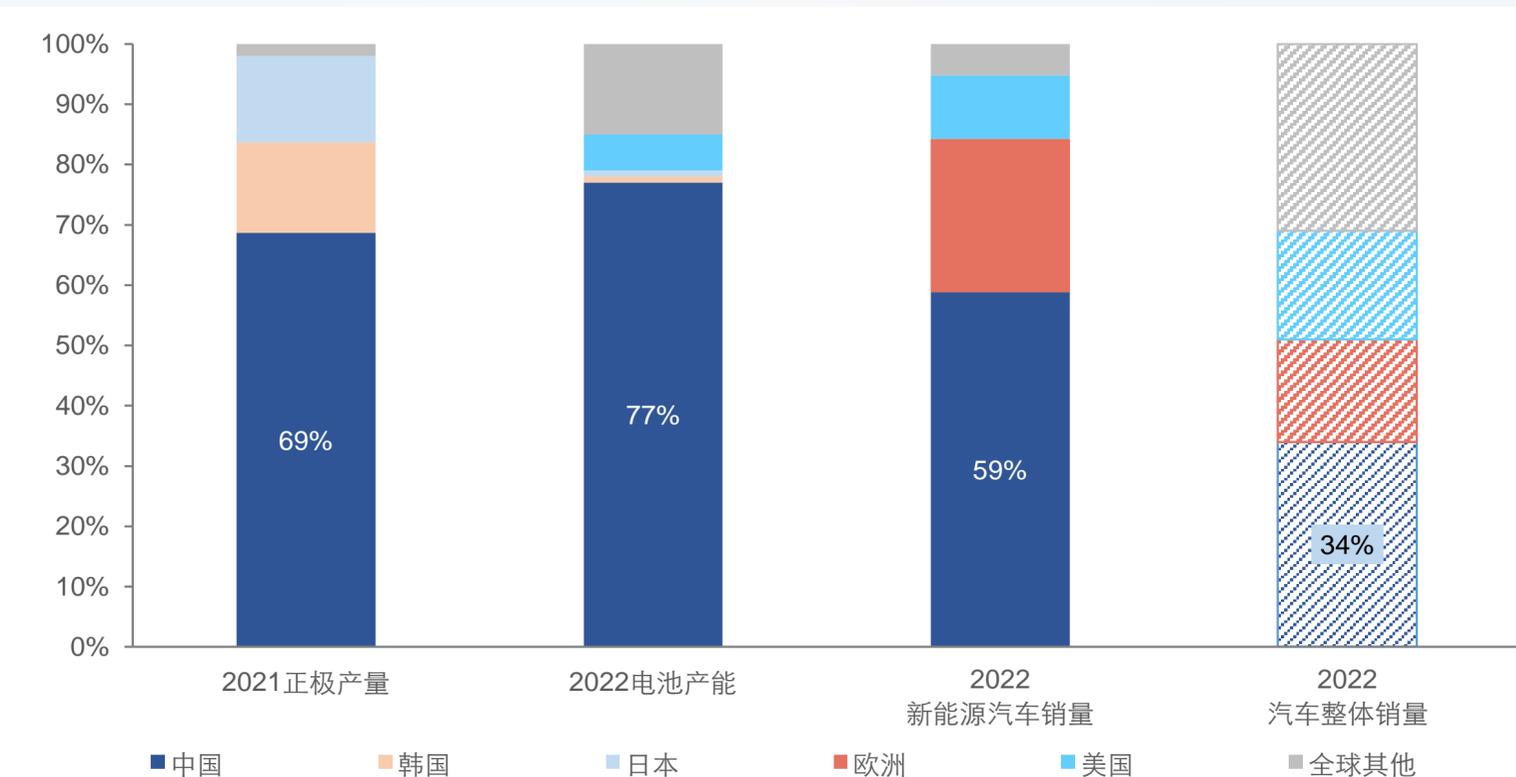
资料来源：澳大利亚政府，五矿证券研究所

锂需求：市场的指引方向，长期关注的核心要素

需求端：中国依然是全球占主导性权重的需求市场

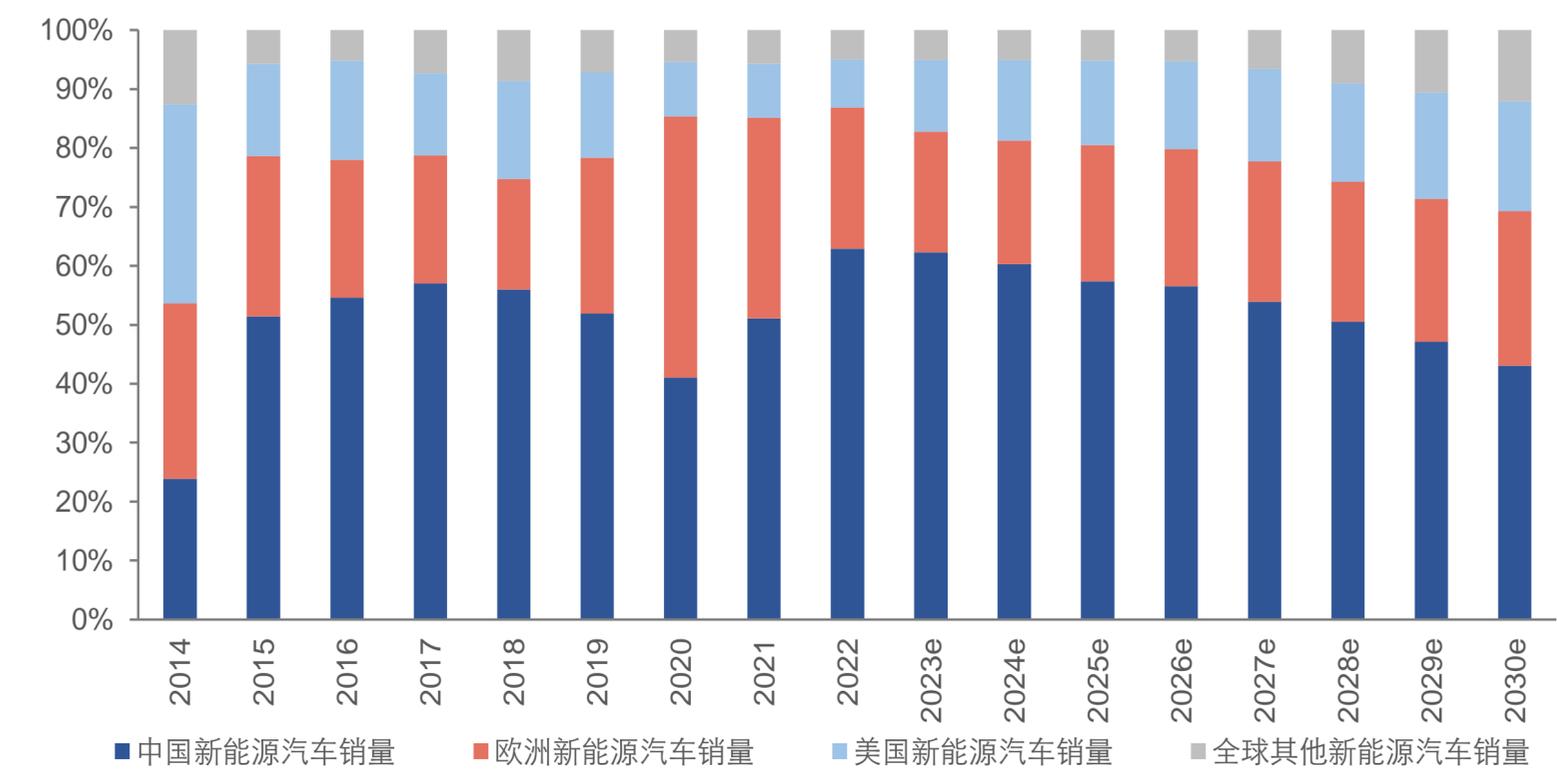
- 中国既是全球主要的汽车消费市场，又是全球最大的锂电和新能源汽车制造中心，短期地位难以改变
- 中国需求增速放缓需客观认识：中国新能源车市场正从“做大”走向“做强”，在“对内内卷”与“外部压制”间找寻高质量发展出路
- 下一阶段欧美市场将发力、全球占比提升，中国占比趋于回归，但效率步入中国，对于价格的支撑、拉动力度不如中国市场爆发地激烈

图表4：近年来，中国是全球材料、电池和整车最主要的市场



资料来源：IEA, EV Volumes, 中汽协, 五矿证券研究所

图表5：随着产业发展，中国市场份额终将回归均值，全球走向多元化



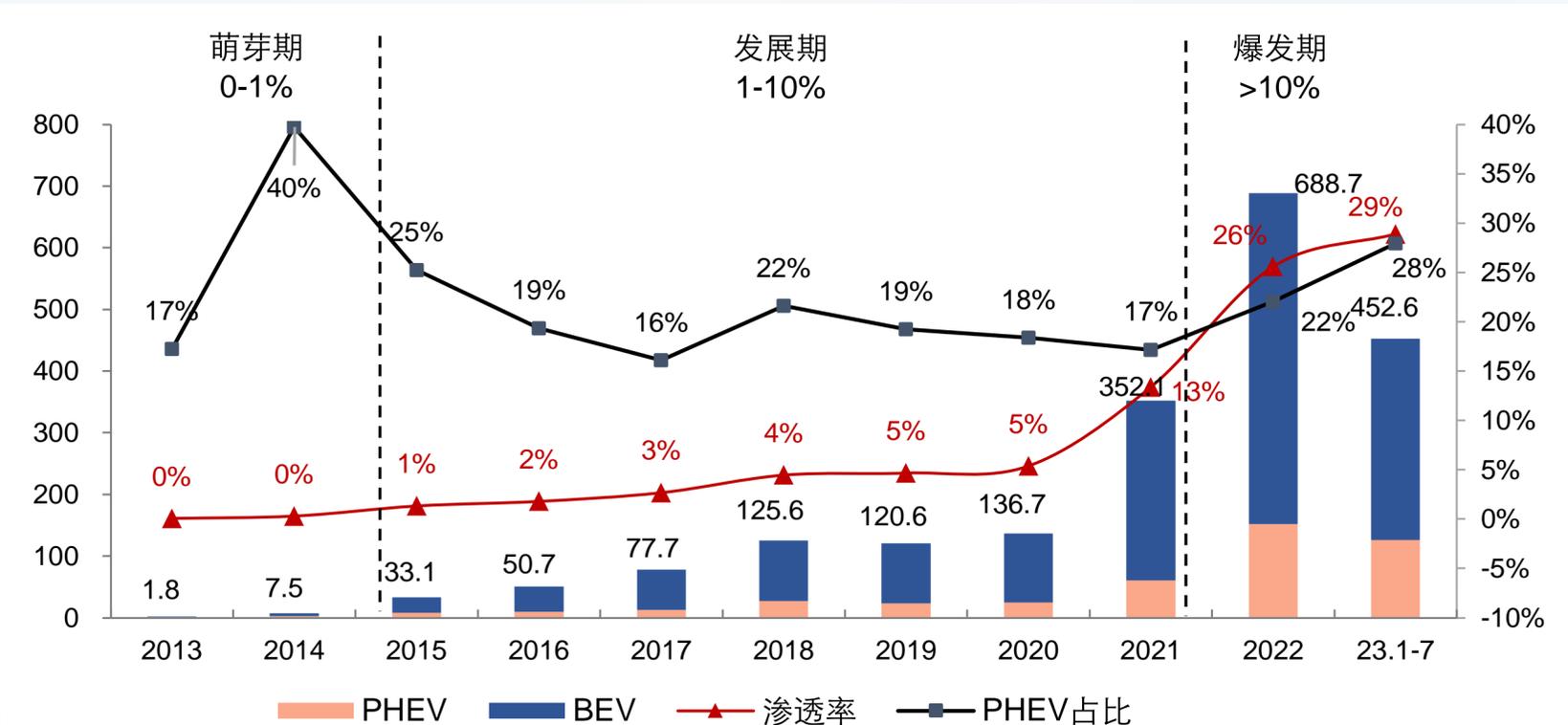
资料来源：各公司公告, 五矿证券研究所预测

锂需求：市场的指引方向，长期关注的核心要素

量化展望2023-2025年——新能源汽车销量

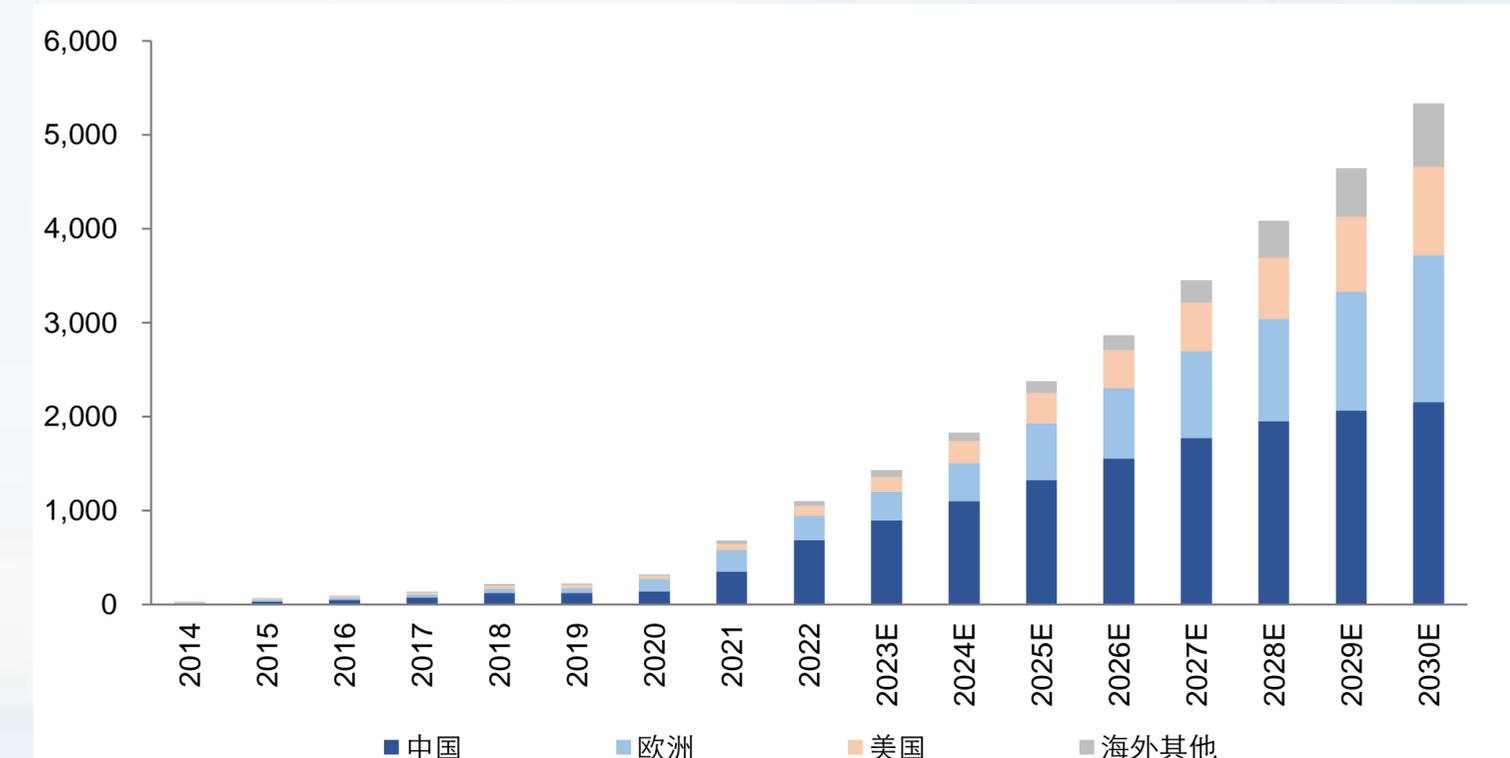
- **中国：已进入高速发展阶段**
2022年688万辆（渗透率26%），同增96%；其中混动占比已提升至26%。
我们预计2023年896万辆（渗透率32%），同增30%；2025年1327万辆（渗透率48%）
- **全球：欧美有望开始接力需求增长**
2022年全球1101万辆（渗透率13%），同增60%；
我们预计2023年1430万辆（渗透率17%），同增30%；2025年2376万辆（渗透率27%）

图表6：2023年1-7月中国新能源车渗透率达到29%，插混比例提升至28%（万辆）



资料来源：中汽协，五矿证券研究所

图表7：基准情形下，2030年全球新能源汽车销量有望超过5000万辆（万辆）



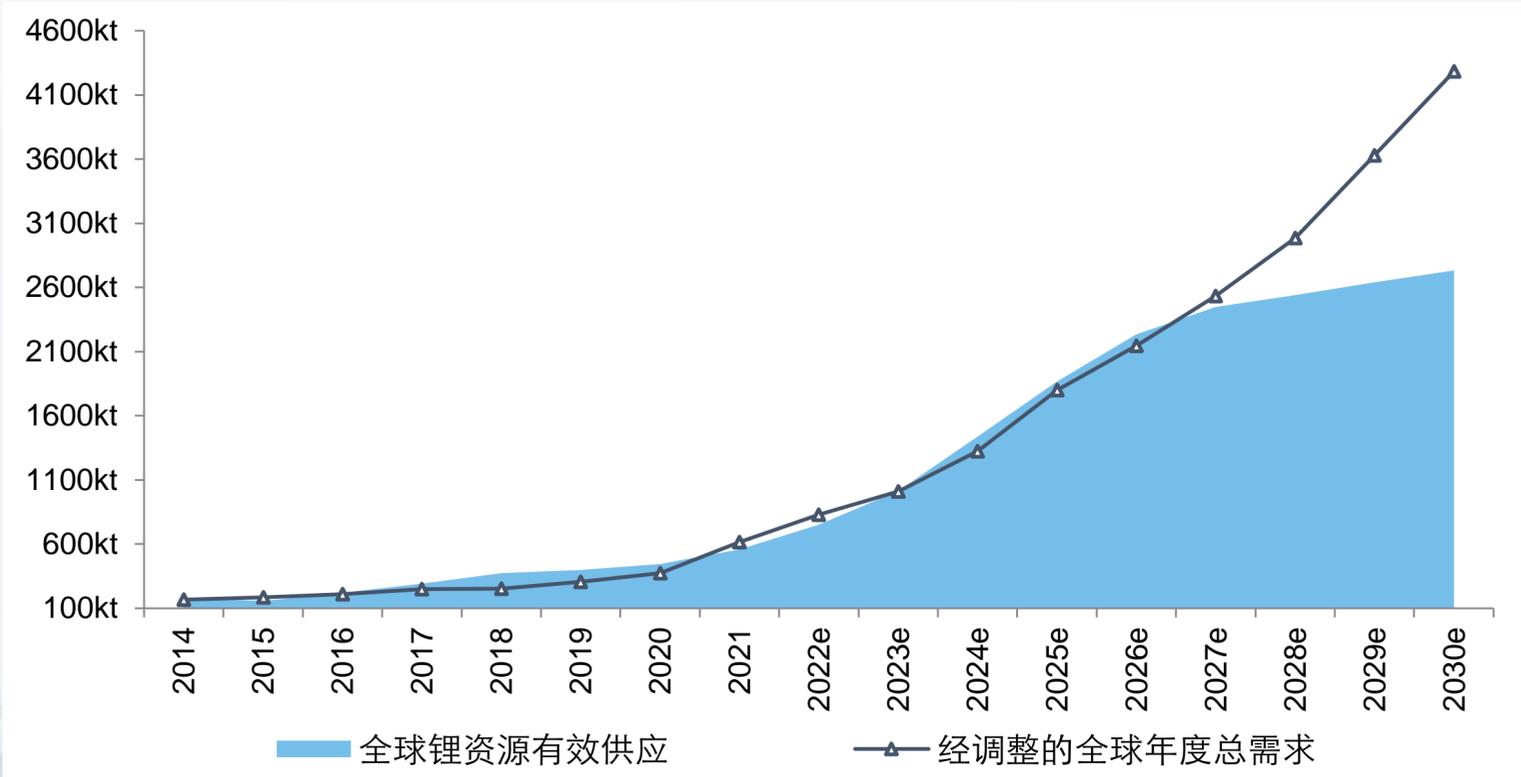
资料来源：中国汽车工业协会，IEA，五矿证券研究所预测

锂需求：市场的指引方向，长期关注的核心要素

量化展望2023-2025年——碳酸锂当量需求：

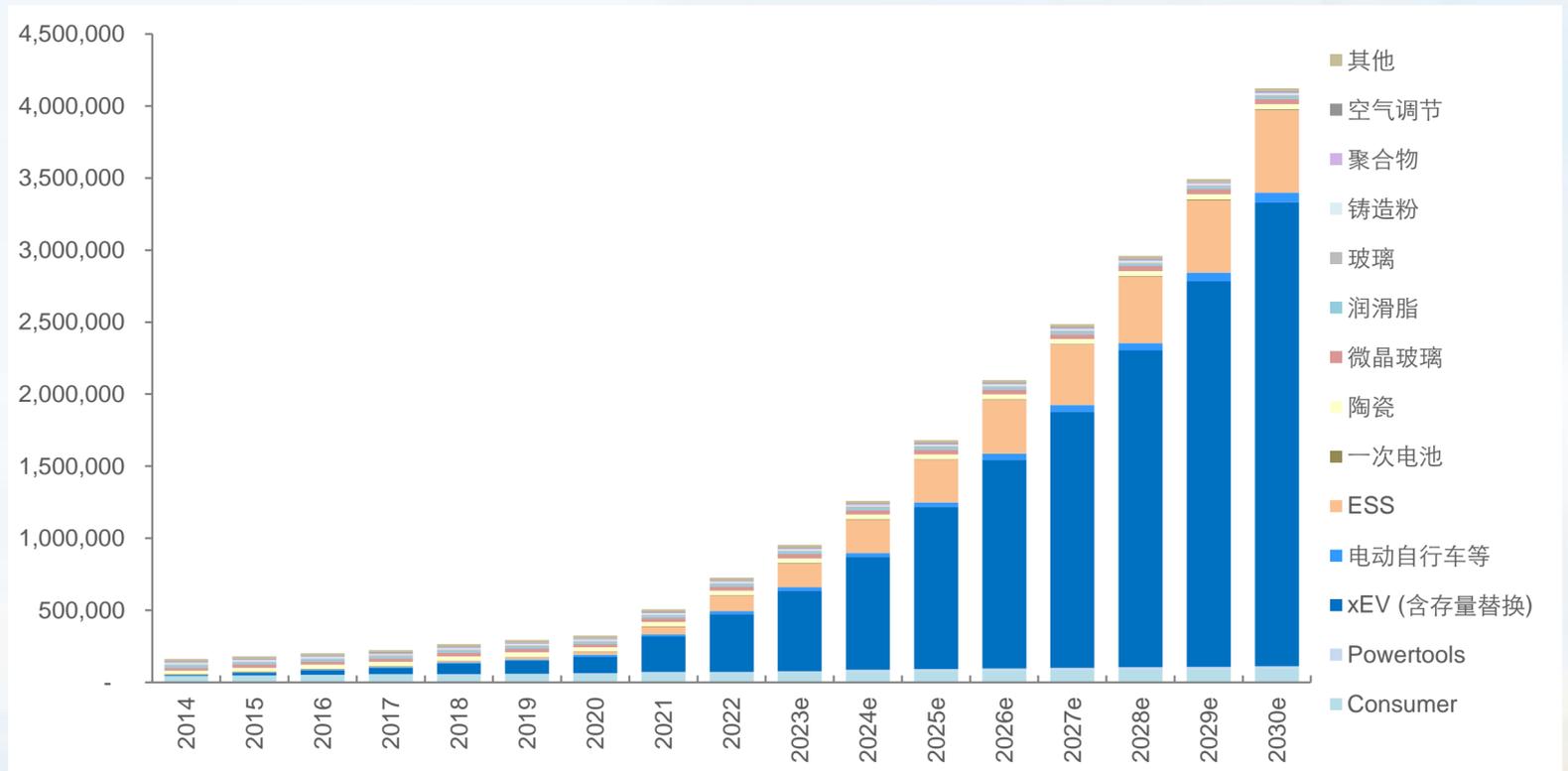
- **全球锂离子电池需求**
2022年60万吨LCE，同增57%；已占据锂需求83%；
我们预计2023年83万吨LCE，同增37%；2025年增至155万吨LCE
- **全球锂需求**
2022年73万吨LCE，同增43%；我们预计2023年95万吨LCE，同增31%；2025年增至168万吨LCE
- **全球锂需求（库存调整后）**
2022年约83万吨LCE，同增31%；我们预计2023年101万吨LCE，同增25%；2025年增至180万吨LCE

图表8：2023年锂行业已进入供需双旺的新阶段（LCE）



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所预测

图表9：锂已蜕变为一个较纯粹的“电池金属”，动力需求已占据主体（吨LCE）



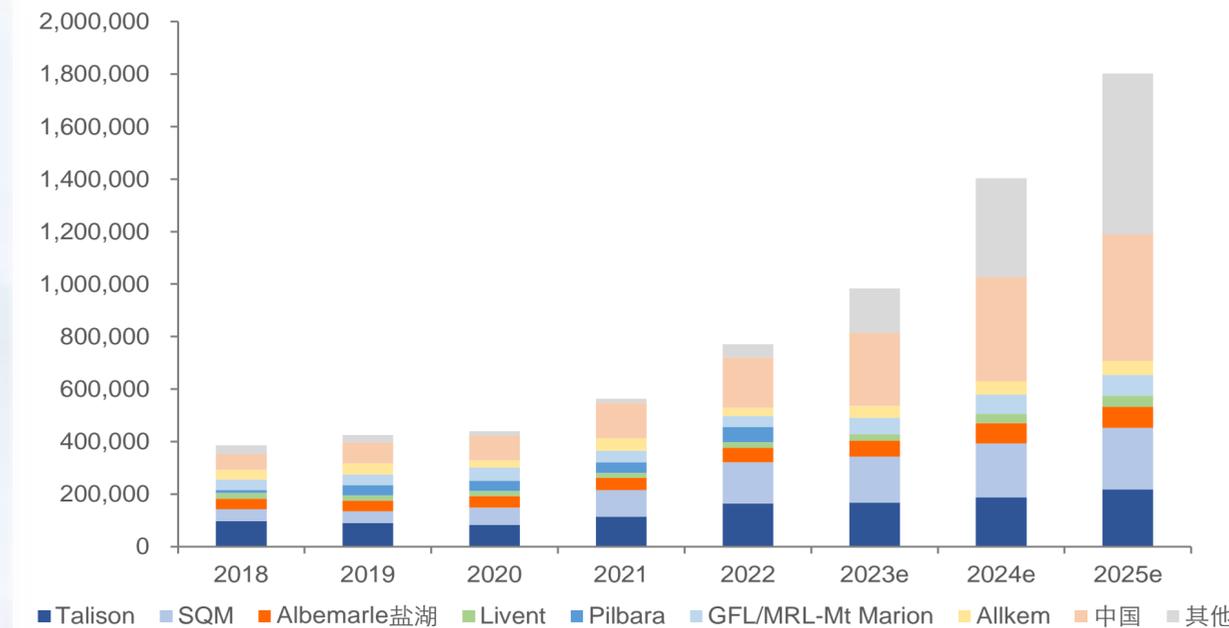
资料来源：各公司公告，五矿证券研究所预测

锂供给：资源为王，规模化放量趋势初现端倪

锂供应总量及结构：

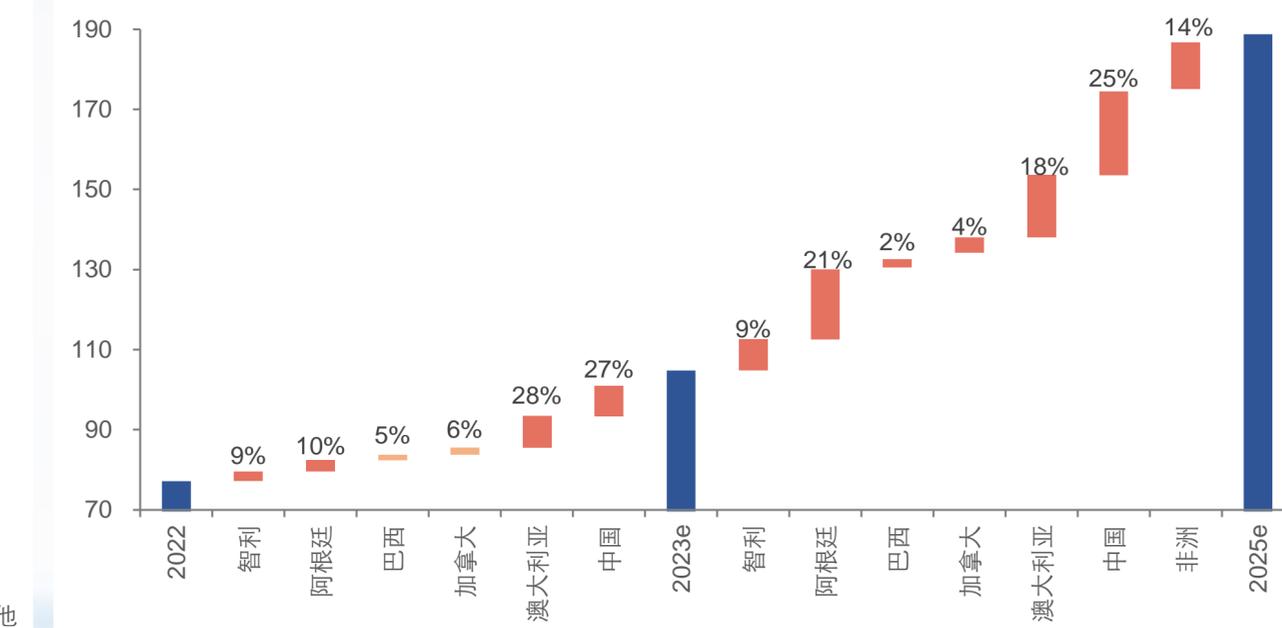
- **全球锂原料供应量：2023H2增量开始放大，未来两年增量成倍增长**
2022年75万吨LCE (Δ 21万吨)；我们预计2023年101万吨LCE (Δ 26万吨)、2025年187万吨LCE (Δ 86万吨)
- **2023-2025年全球锂资源供应将趋于多元化**
不再局限老牌成熟项目，新兴项目开始发力
巴西、加拿大、非洲等新资源地开始崭露头角、未来权重有望提升
盐湖锂与辉石锂仍是主要供应类别，其中辉石锂短期响应更快；云母提锂有望进一步增加，回收锂开始补充

图表10：未来全球锂资源供应将从头部走向分散（吨LCE）



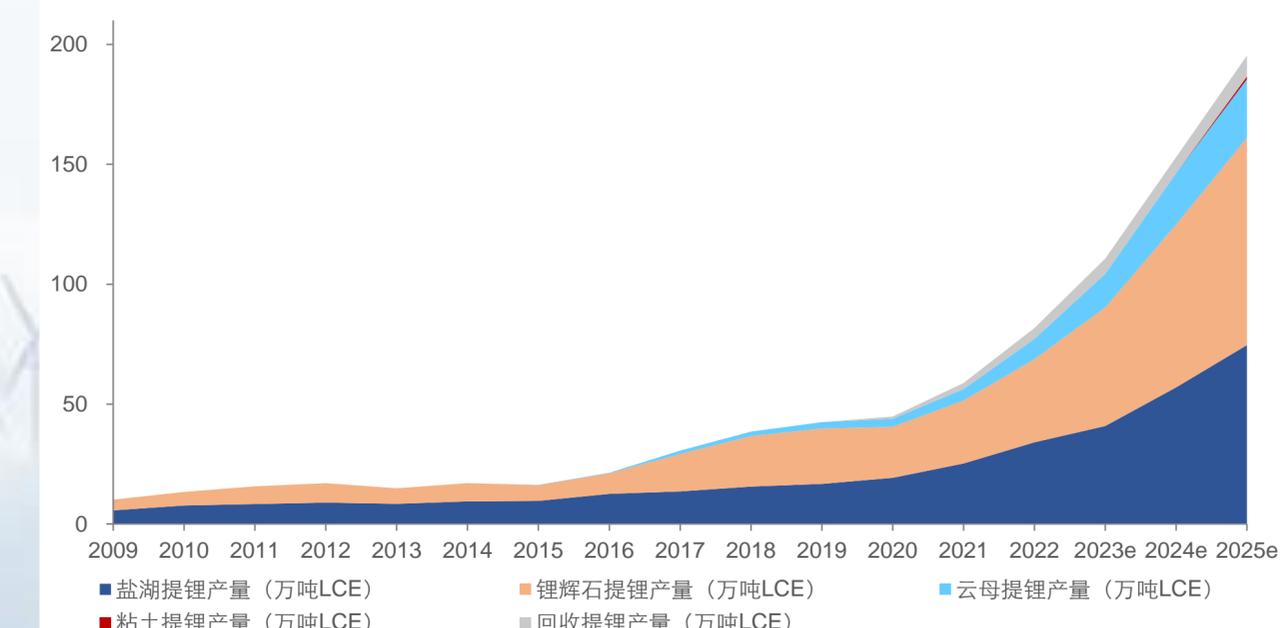
资料来源：各公司公告，五矿证券研究所预测

图表11：分国别看，接下来传统资源国与新兴资源国同发力（万吨LCE）



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所预测

图表12：除固体锂矿与盐湖卤水，回收、粘土等也将构成增量（万吨LCE）



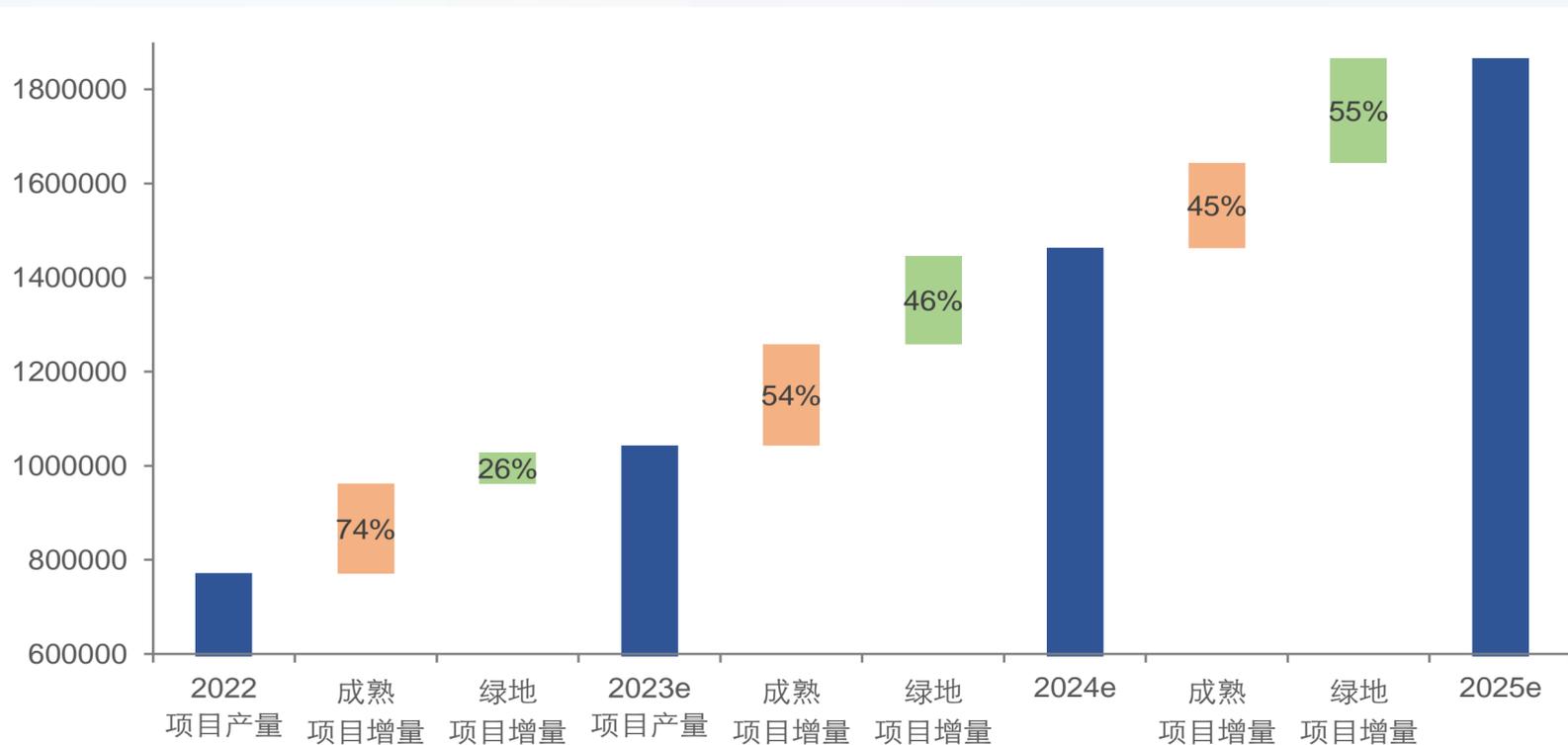
资料来源：各公司公告，五矿证券研究所预测

锂供给：优质资源为王，规模化放量趋势初现端倪

短期供给增量难以应放尽放：

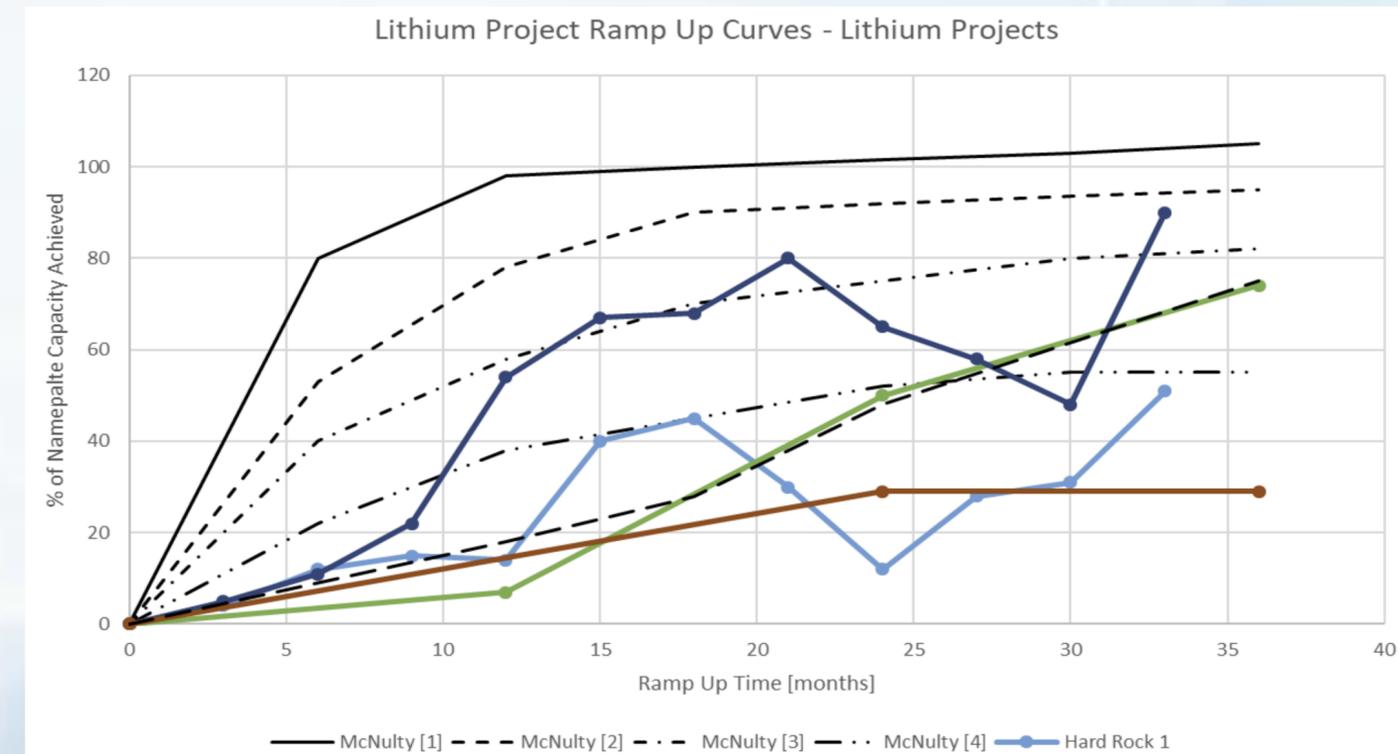
- **高价暴利刺激绿地项目开发加速：**根据现有规划，2023年绿地项目规划投产有望超11个、锂矿为主，分散在津巴布韦、澳洲、阿根廷、巴西、中国和加拿大；2024年后盐湖绿地项目投产占比提升
- **新兴绿地项目进度低预期：**缺少经验丰富的勘探与开发团队、提锂工艺因地制宜、产业链配套仍待扩容、高环保要求、当地社区博弈、海外效率偏低、高成本与价格倒挂等成为投建掣肘
- **新项目逐步占据主体后，不确定性提升，供应增量大概率低预期、项目进展跟踪尤为重要**

图表13：2023年增量主要来自成熟项目，2025年更多绿地项目释放（吨LCE）



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所预测

图表14：锂资源项目开发投产非朝夕之功，新兴小金属达产率低于传统矿产



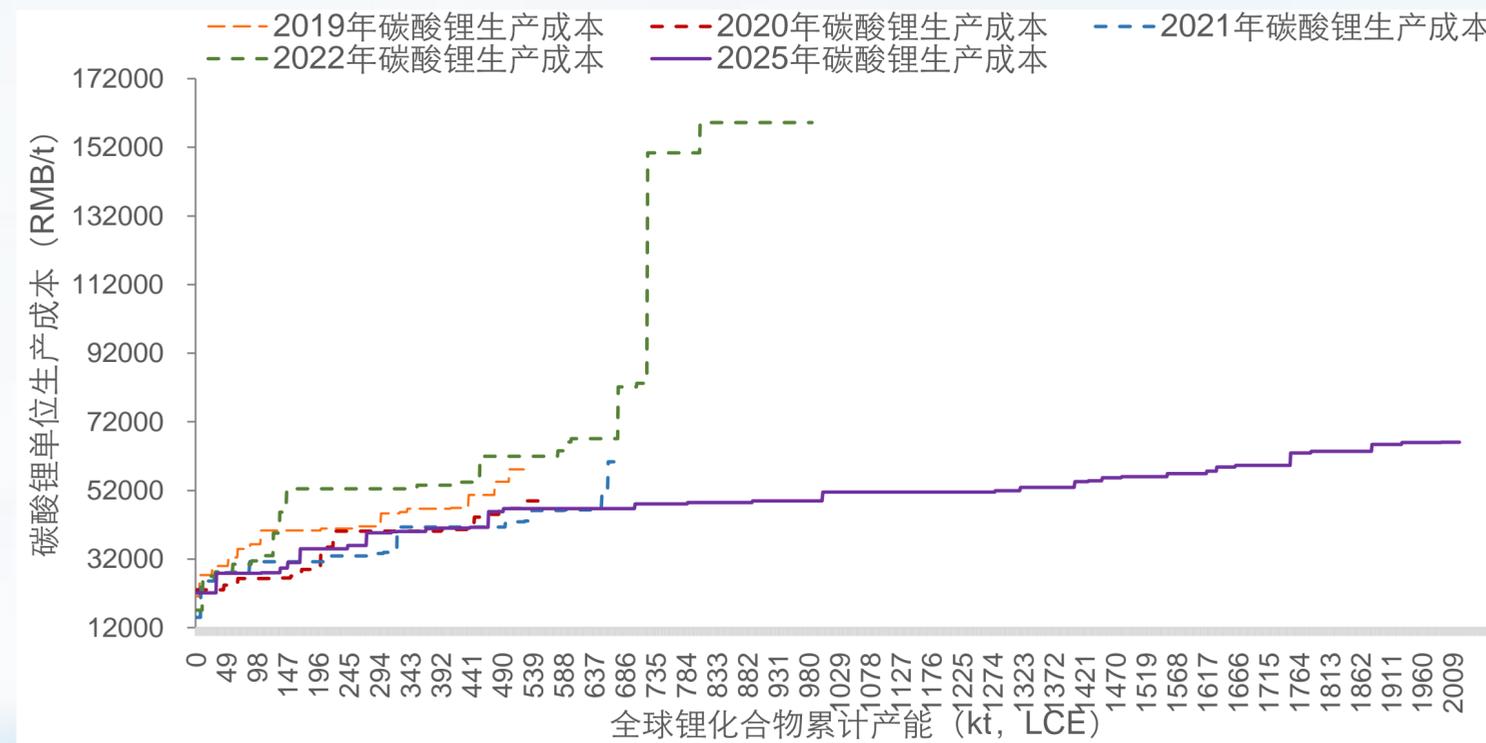
资料来源：Wave International公司公告，五矿证券研究所

下寻碳酸锂成本中枢支撑位

长期视角成本中枢逐步抬升，寻找新的75%分位线

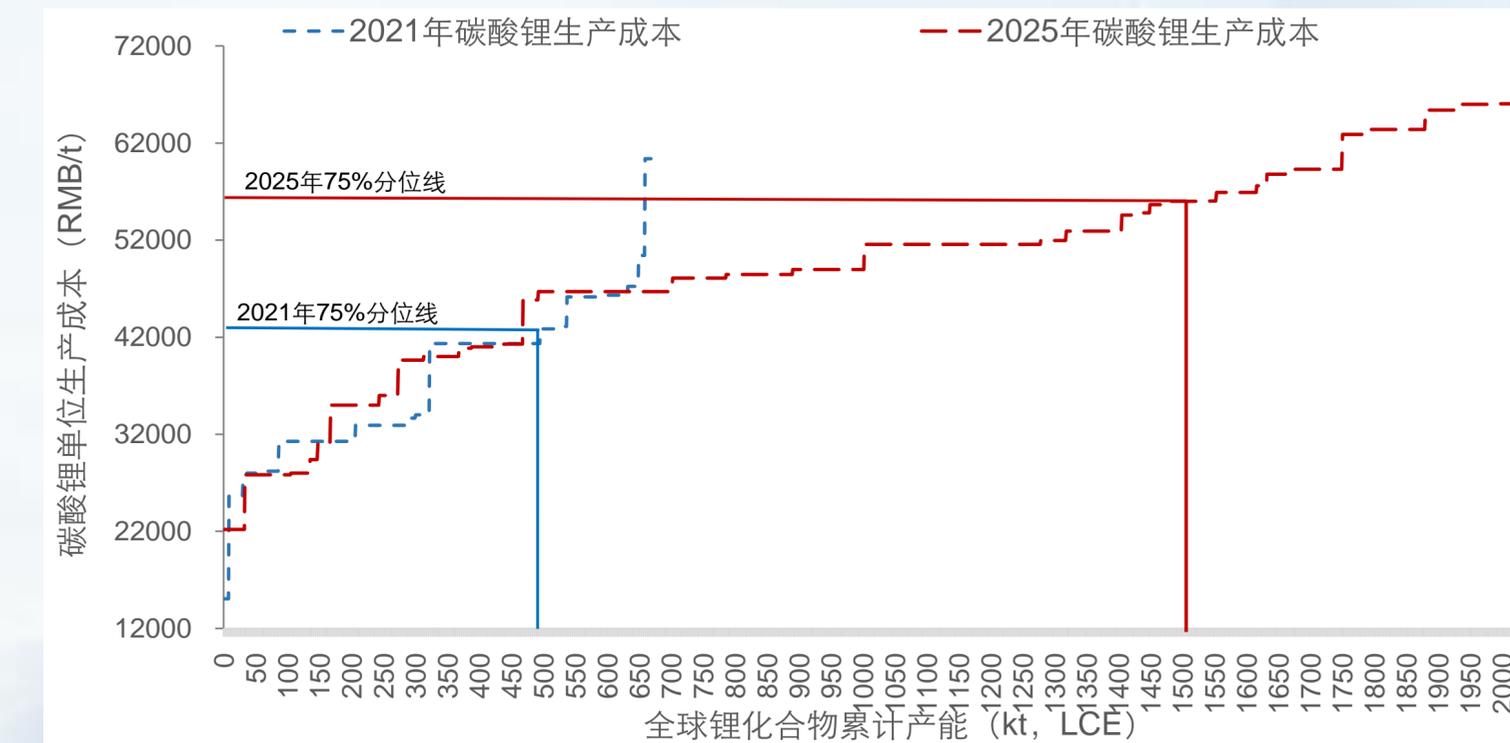
- 尚在高速增长期，现货价格偏离理性是常态，下行周期将围绕成本中枢波动寻找新平衡
- 在行业长期光明、资本投入持续增加时期，完全成本中枢整体向上移动
- 动态视角下，成本中枢变化或分两阶段：
 - 1、价格上行周期：价格持续走高，考虑权益金/财务成本/通胀/新矿山开发后，中枢抬升
 - 2、价格下探周期：高成本项目暂缓、新老项目整合和权益金下降等，成本中枢逐年回调、但较上一轮周期底部仍有一定抬升

图表15：全球碳酸锂完全成本在2022年大幅抬升，2025年整体抬升、中枢回落



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所预测（注：为全球主要锂资源项目，假设一体化/含权益金）

图表16：2025年全球碳酸锂生产成本中枢较2021年仍有较大抬升



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所预测（注：为全球主要锂资源项目，假设一体化/含权益金）

锂行业的变革持续演进

全球供应链重构

- 海外加速本土供应链构建和高附加值产能延伸
 - 资源民族主义抬头，全球各国对于战略矿产的掌控将显著趋紧
- ↓
- 供应不再完全市场化，无形增加了供应损耗和全球区域性供需不平衡
 - 为提升资源保障，中国正加快构建一套新的国内外双循环供应体系

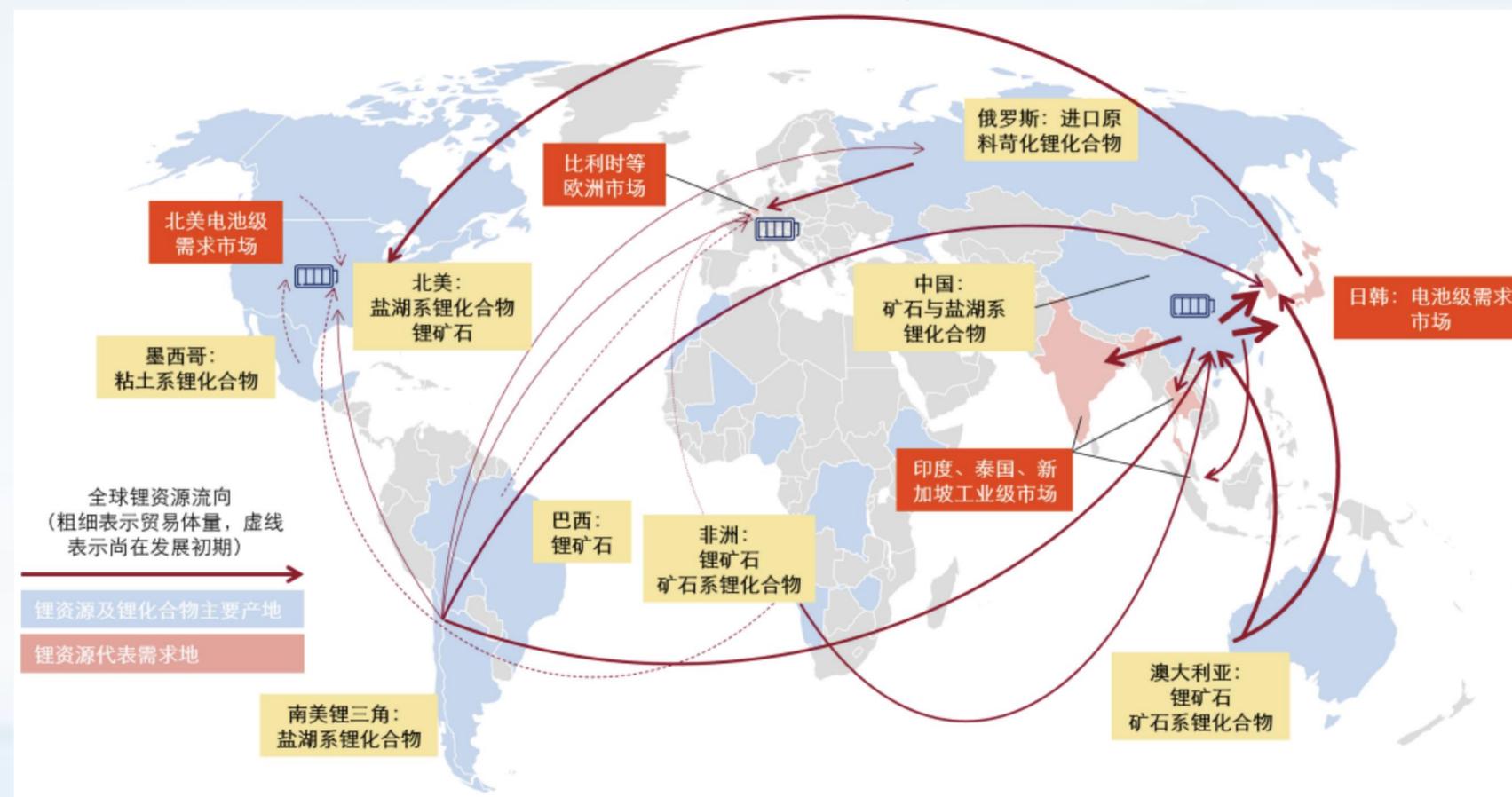
技术迭代正打开供应天花板

- 矿石提锂工艺尚有升级空间
- 盐湖提锂应用想象无限，迭代转向“工业化连续生产”
- 技术创新有望带来油气田卤水、粘土及深层卤水等提锂契机

金融属性引入

- 期货引入促使价格运行更为透明、提供套期保值手段
- 提升中国定价权

图表17：未来全球锂资源、锂化合物贸易流动有望趋于多元



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所整理



镍行业



镍：不同于其他有色金属，镍的产业研究相对复杂

镍的研究相对复杂，但整体可分为三条路径

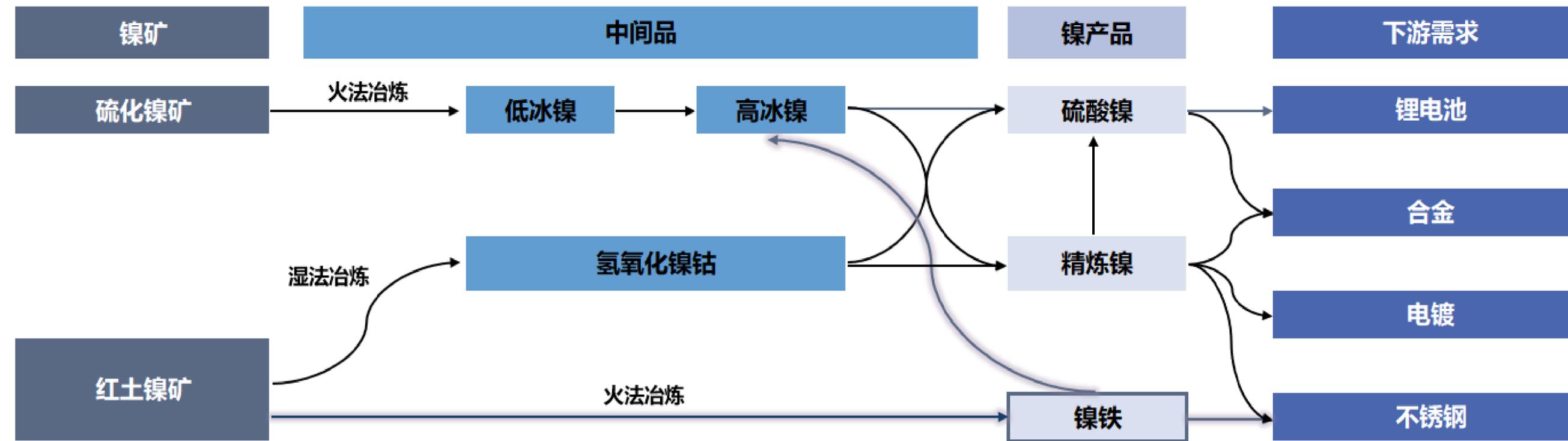
相比传统有色金属，镍的上游原料更为复杂，从矿端看，上游原料主要分为硫化镍矿与红土镍矿两大产品。从镍产成品看，主要分为硫酸镍、精炼镍、镍铁，对应下游锂电池、合金、电镀与不锈钢需求。由于镍中间品种类偏多，产业研究镍的供需格局大致可分为三条主线：

镍铁-不锈钢

中间品-硫酸镍-三元正极材料

精炼镍-镍基合金+电镀

图表18：镍产业链图谱



数据来源：My Steel，五矿证券研究所

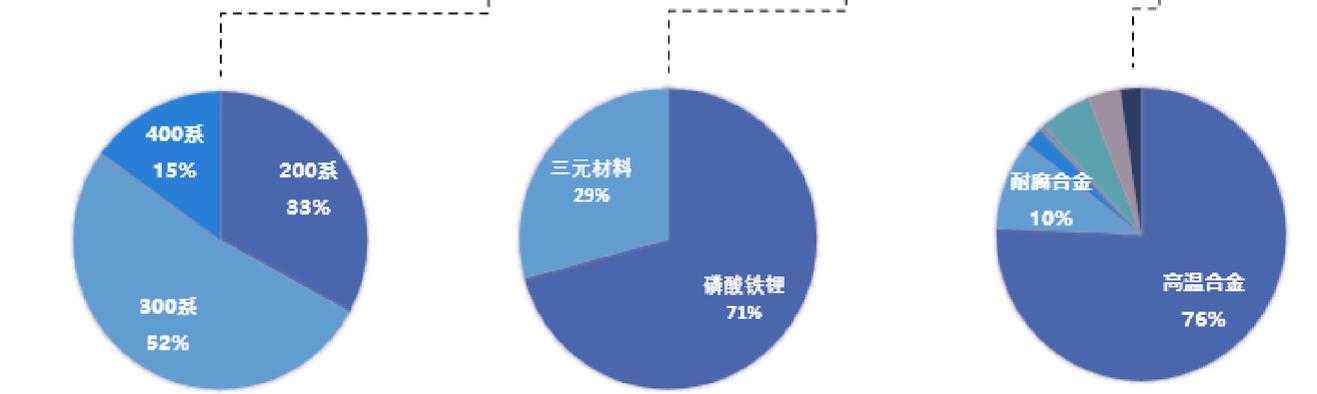
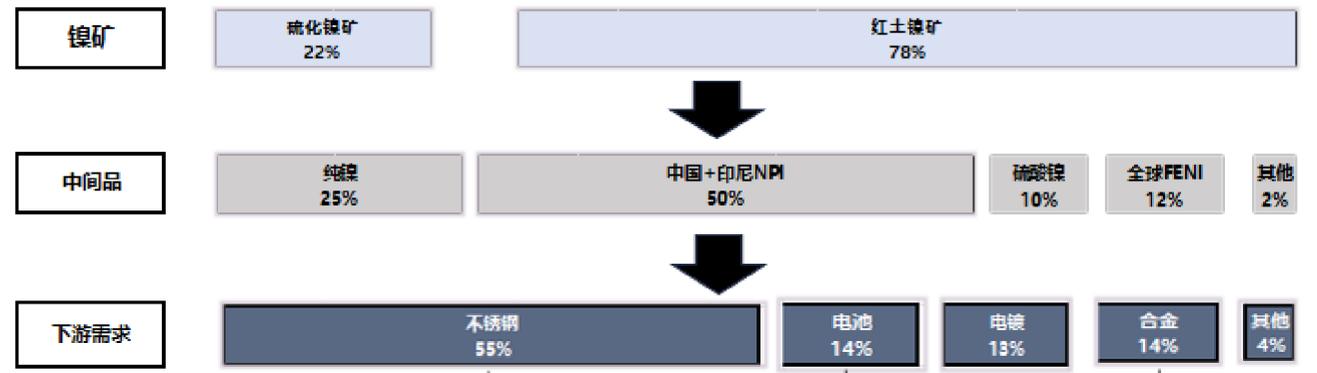
需求侧：电池已取代不锈钢，成为镍需求最大增量

镍的需求主要来自于不锈钢、未来增长点主要在电池领域

根据SMM最新数据，镍的下游需求主要为不锈钢（55%）、电池（14%）、合金（14%）、电镀（13%）等。

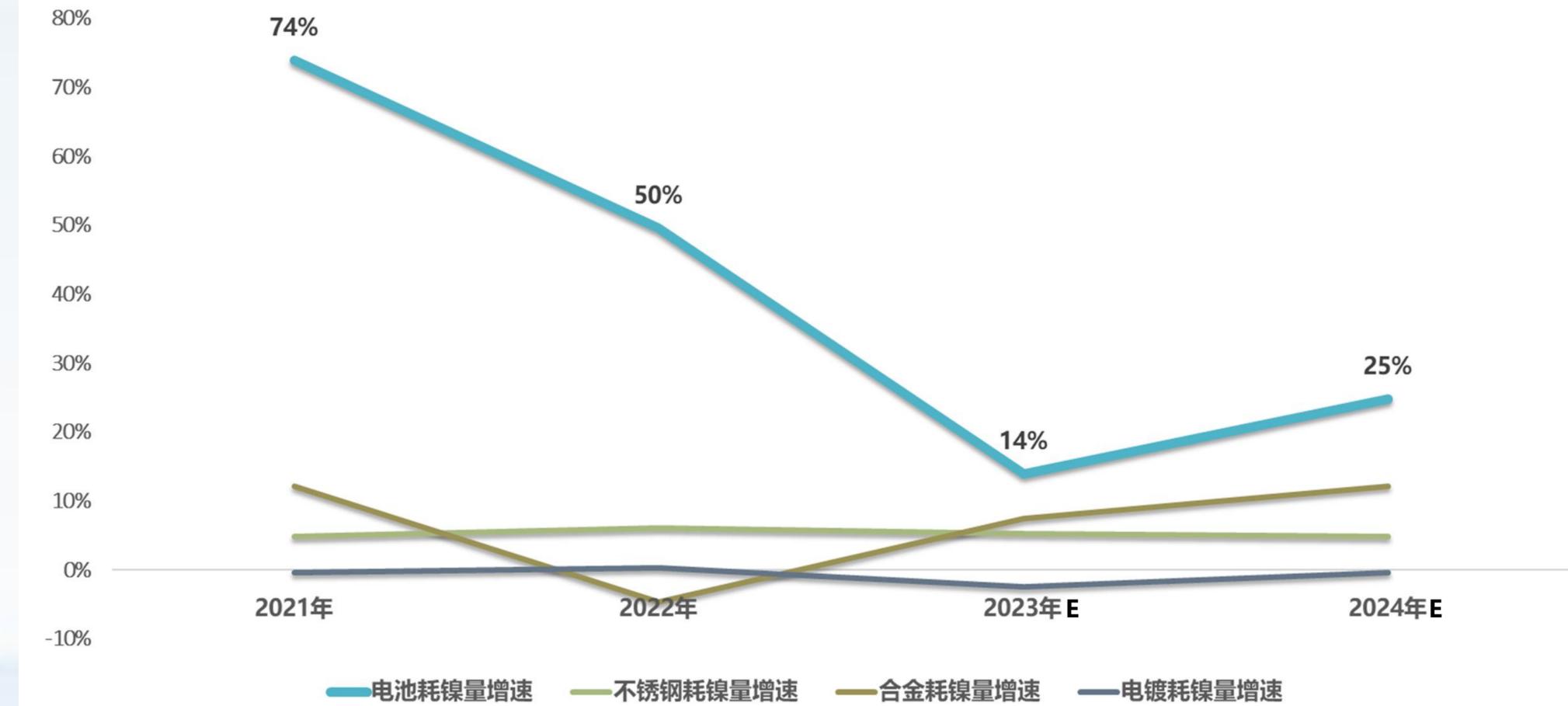
复盘过往三年镍细分需求增速，电池领域用镍新增需求三年复合增速44%，未来镍需求增长点仍将在电池领域。

图表19：镍下游需求格局



数据来源：My Steel, SMM, 五矿证券研究所测算

图表20：电池需求是过去三年镍需求增长最主要的来源



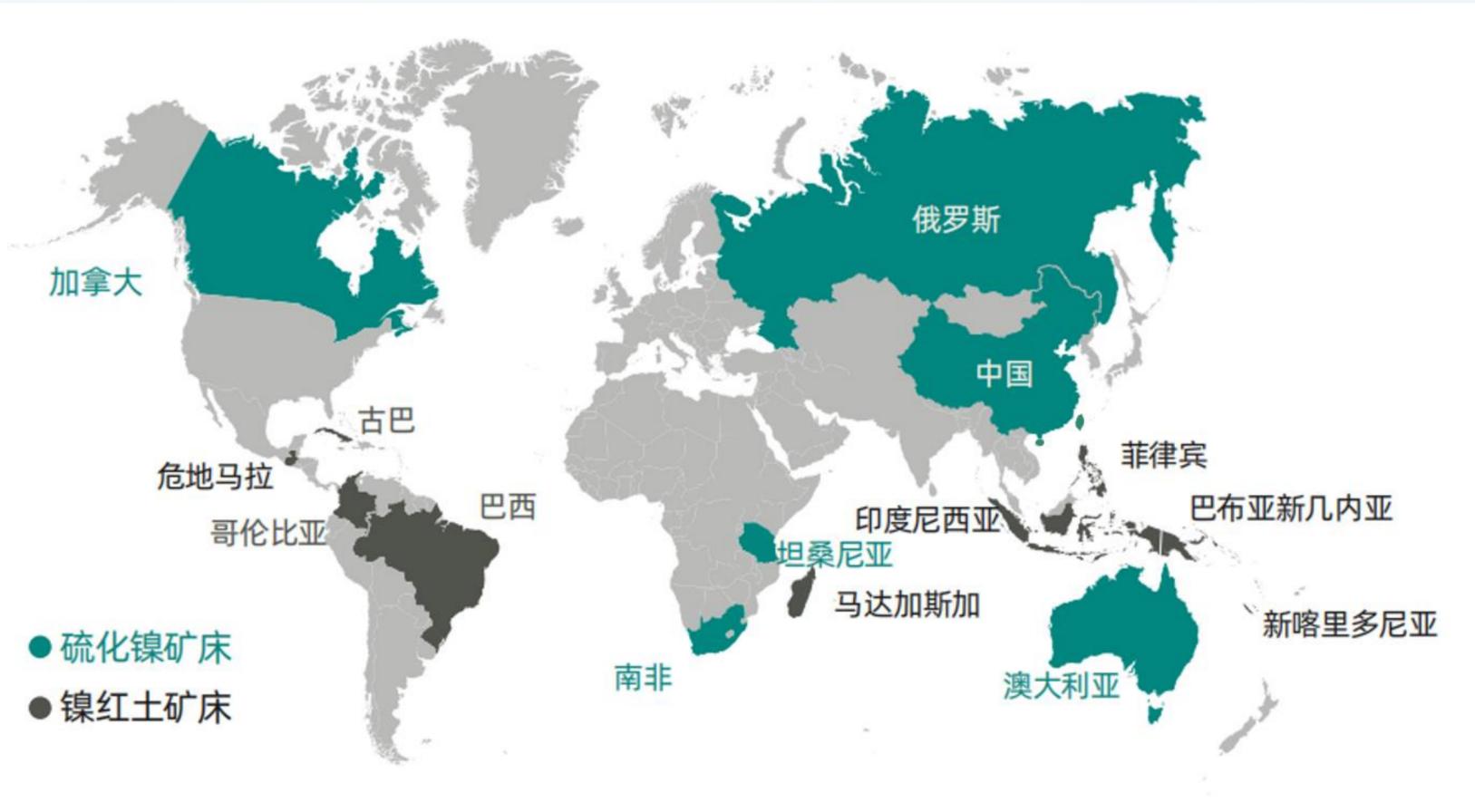
数据来源：SMM, 五矿证券研究所

供给侧：红土镍矿接棒硫化镍矿，成为未来矿端主要增量

红土镍矿将成为远期镍主要供给增量

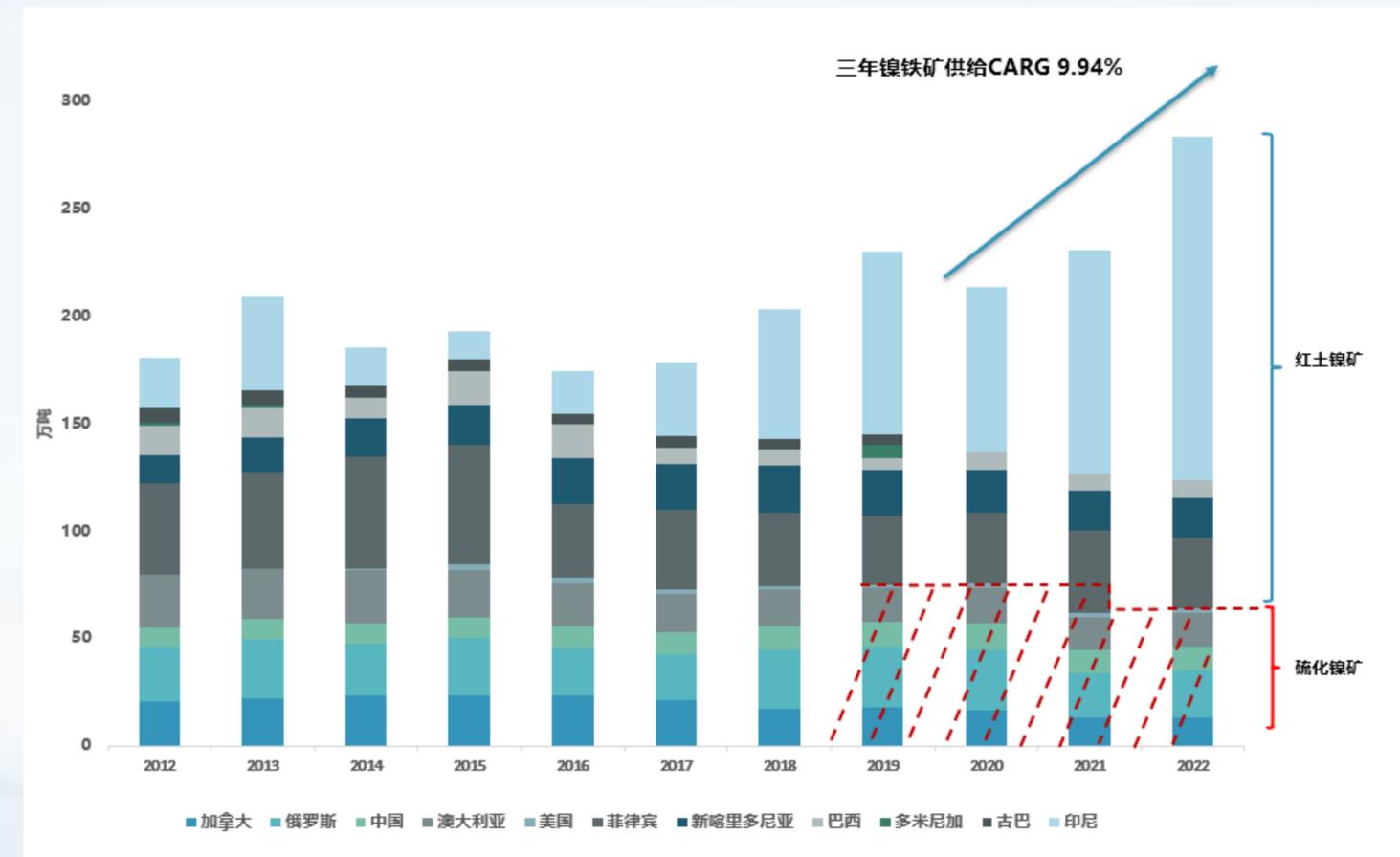
- 以镍的原矿形式可分为硫化镍与红土镍矿，其中红土镍矿富集于赤道线附近（如印尼、菲律宾等），硫化镍矿主要分布在相对高维度地带。（红土镍矿储量占比60%，硫化镍矿储量占比40%）
- 印尼是近年全球镍矿主要供应国，中国的供应量相对较低。据美国地质调查局（USGS），印度尼西亚镍储量、产量占比分别为20%、48%，均居全球第一；而中国镍储量、产量占比仅分别为2%，3%。

图表21：镍矿主要分为硫化镍矿与镍红土矿，目前镍红土矿为主要供应来源



数据来源：My Steel，五矿证券研究所

图表22：由于印尼红土镍矿的放量，过往三年全球镍铁矿供应增速高达9.94%



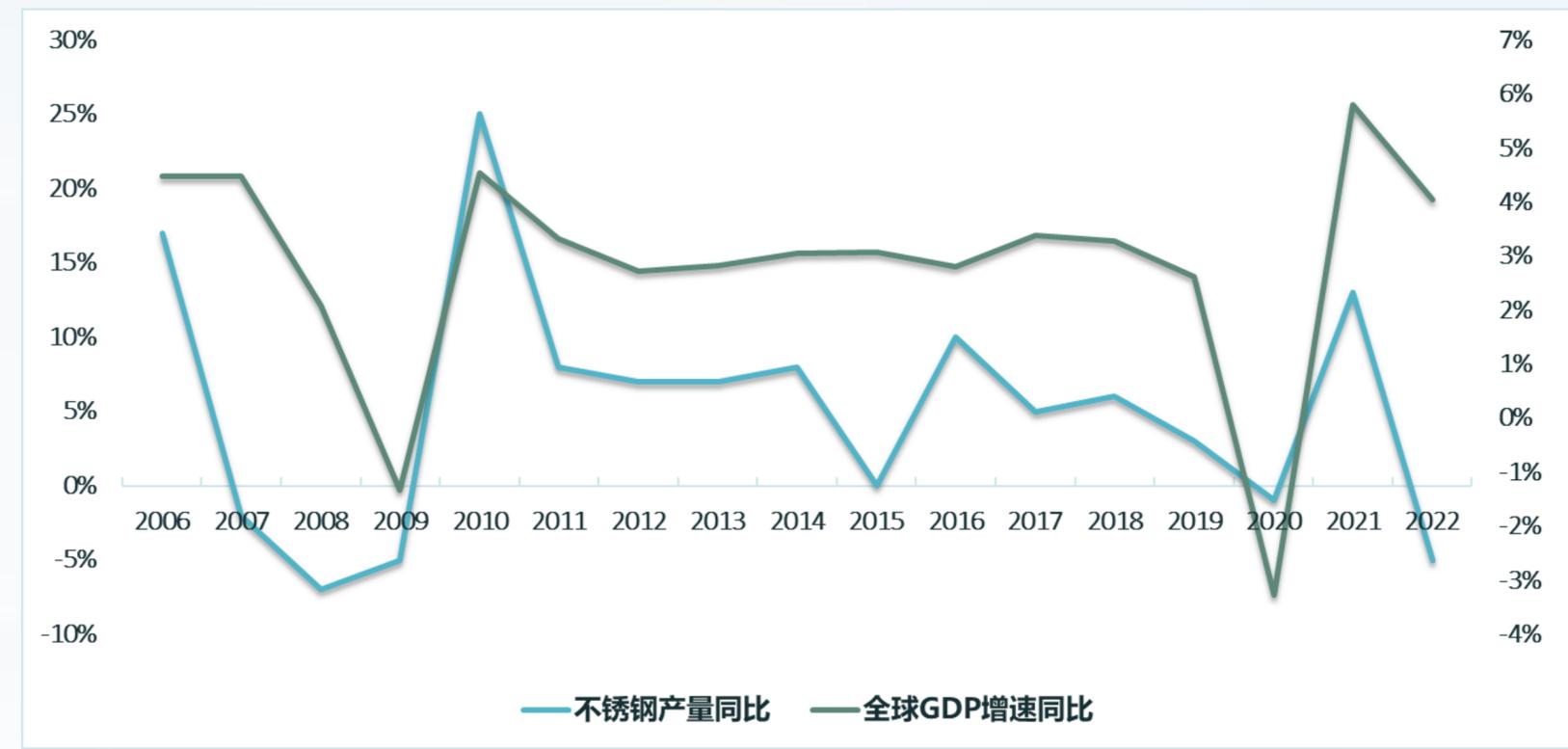
数据来源：My Steel，五矿证券研究所

三条主线之一：镍铁-不锈钢

不锈钢行业景气度偏弱，镍铁供大于求

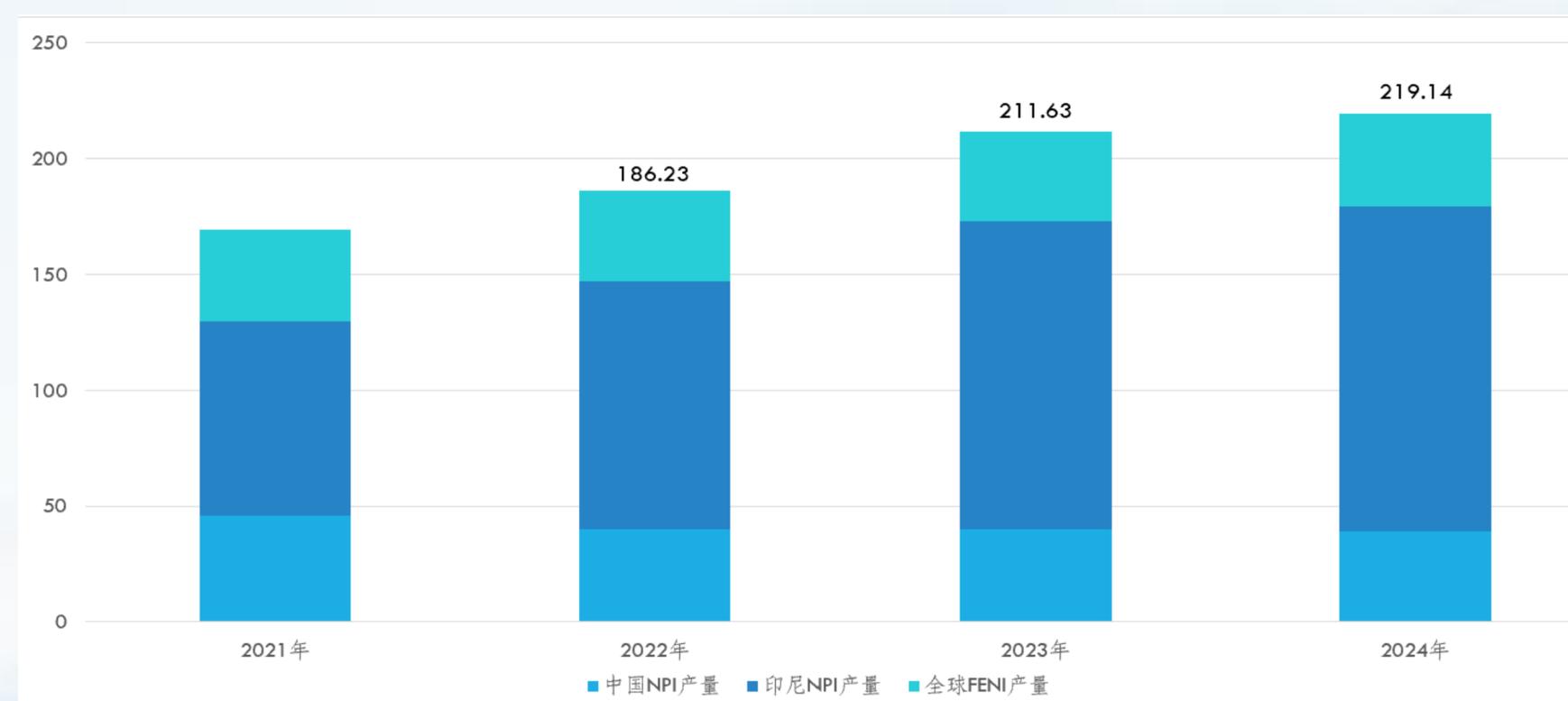
- 历史上看，不锈钢产量与全球GDP呈高度正相关性，据IMF，23年全球经济增速约为3%。
- 镍铁主要供给300系不锈钢，而目前300系不锈钢库存高企，需求偏弱运行。
- 镍铁产能（尤其印尼地区）持续释放，过往两年供给增速稳定保持在10%。

图表23：不锈钢产量与全球GDP呈高度正相关关系



数据来源：My Steel、Wind，五矿证券研究所

图表24：印尼NPI放量，带动镍铁供给快速增长



数据来源：My Steel、SMM，五矿证券研究所

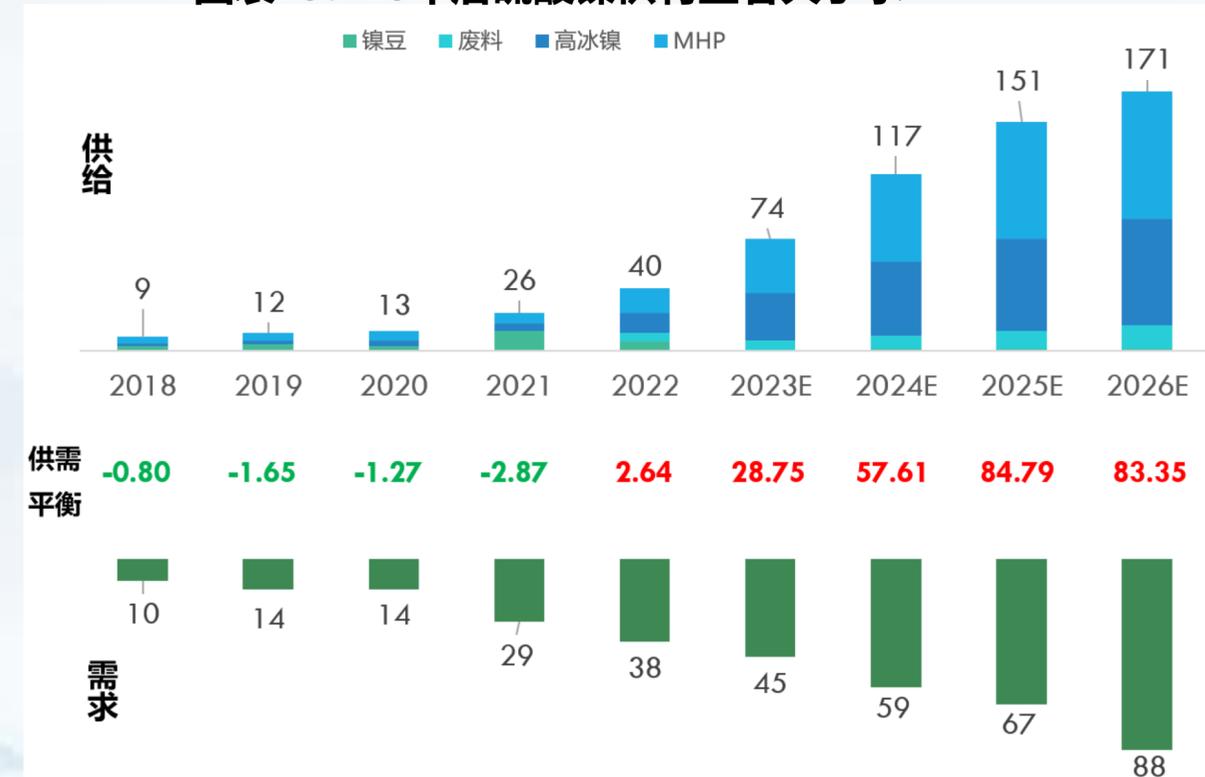
三条主线之二：中间品-硫酸镍-三元材料

中间品-硫酸镍-三元材料

● **硫酸镍下游需求主要为三元正极材料，而三元材料需求增速已遇瓶颈。** 由于铁锂电池相比三元更具性价比，三元正极材料产量整体增速目前维持在15%左右，下一步需关注欧美新能源车起量能否进一步促进三元电池普及。

● **未来2年印尼+菲律宾高冰镍项目将显著放量，未来三年硫酸镍供给过剩趋势显著。** 据SMM统计，未来两年印尼+菲律宾将合计投产98.62万吨镍产能，我们预计23年后硫酸镍将显著过剩。

图表25：23年后硫酸镍供将显著大于求



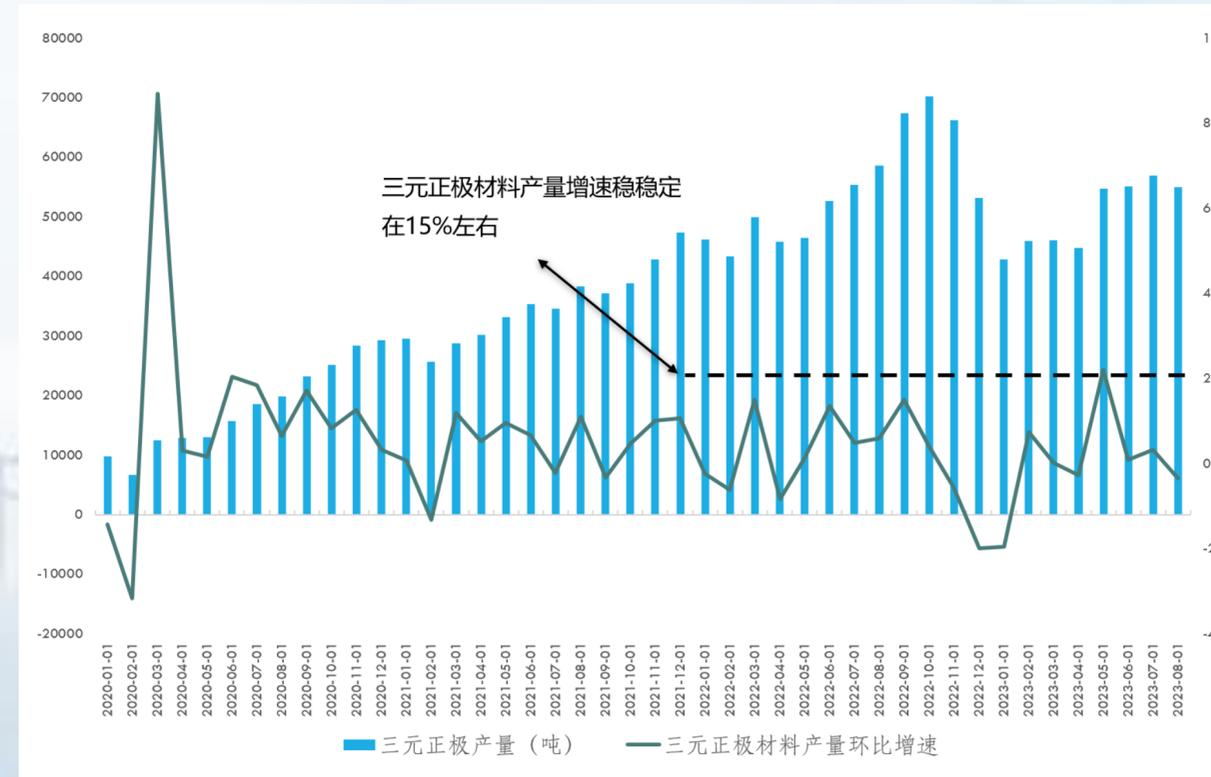
数据来源：SMM，五矿证券研究所

图表26：预计未来两年印尼+菲律宾将投产98.62万吨镍中间品

项目名称	地点	具体地址	产成品	产能	投产时间
翡翠湾项目	印尼	Weda bay	低冰镍	2.75	2023Q2 已经试产
德邦项目	印尼	Weda bay	低冰镍	2.75	2023年Q4投产
德龙镍铁转高冰	印尼	Morowali	高冰镍	0.94	2023年Q2
力勤印尼OBI镍钴项目-三期	印尼	Obi岛	MHP	6	2024年E, 3条线, 一次性全投
青山集团、振石集团纬达贝项目	印尼	Weda bay	高冰镍	3	2024年E
华飞镍钴	印尼	Weda bay	MHP	12	预计2023年7月份投产
PT.Ceria	印尼	东南苏拉威西	MHP	4	2023年E
盛屯+Extension	印尼	Weda bay	高冰镍	4	2024年Q1E
道氏集团+印尼华迪	印尼	西南苏拉威西	高冰镍	2	2024年Q2E
Pomalaa项目	印尼	Pomalaa	MHP	8	2024年Q3E
华山镍钴	印尼	Weda bay	MHP	12	2024年Q4E
Weda Bay (一期)	印尼	Weda bay	MHP	2	2024年
住友金属+淡水河谷 (项目暂停)	印尼	Pomalaa	MHP	4	原预计2025年, 项目现暂停
Weda Bay (二期)	印尼	Weda bay	MHP	4.2	2025年
伟明集团+Indigo	印尼	Morowali	高冰镍	4	2025年
寒锐钴业印尼高压酸浸项目	印尼	Morowali华宝工业园	MHP	6	2025年
格林美印尼高冰镍项目	印尼	Morowali	高冰镍	5	2025年
MMP镍铁项目	印尼	加里曼丹岛	高冰镍	2.78	2022年9月启动项目
P.T.YONGYU	印尼	Morowali	高冰镍	11.2	2023E
格林美+伟明+CHAHAYA	印尼	Morowali	MHP	2	2023年5月启动项目
华友+菲律宾	菲律宾	菲律宾	MHP		预计24年初启动项目
合计				98.62	

数据来源：SMM，五矿证券研究所

图表27：三元材料增速稳定在15%左右



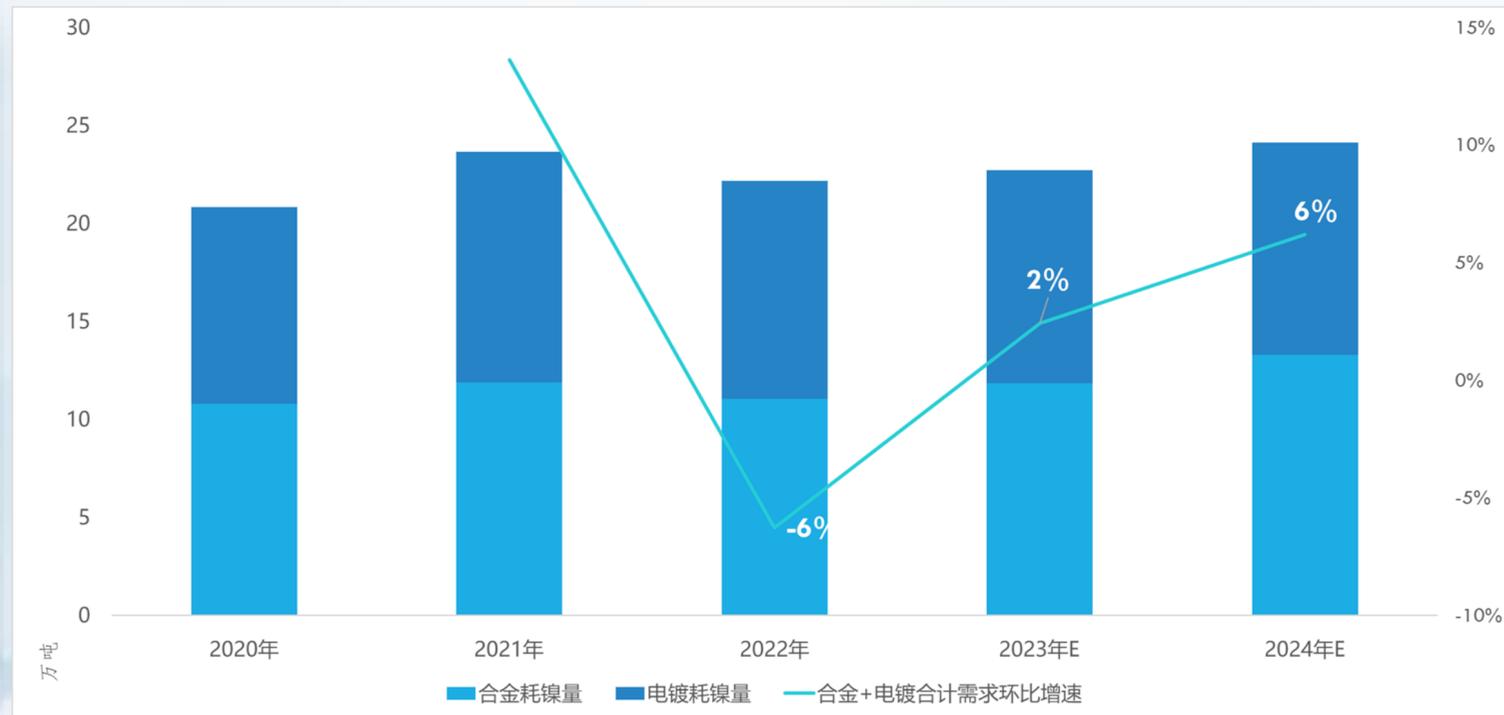
数据来源：SMM，五矿证券研究所

三条主线之三：精炼镍-镍基合金

精炼镍-镍基合金

- **合金与电镀耗镍相对稳定。**根据My Steel预测，预计23/24年合金与电镀用镍需求将同比增加2%/6%。
- **23年中国将大规模投产电积镍产能，预计23年新增产能19.41万吨，实际产量28.2万吨，考虑供给显著释放，且当前中国精炼镍库存维持在历史高位，我们预计精炼镍价格将进一步下行。**

图表28：合金与电镀耗镍需求相对稳定



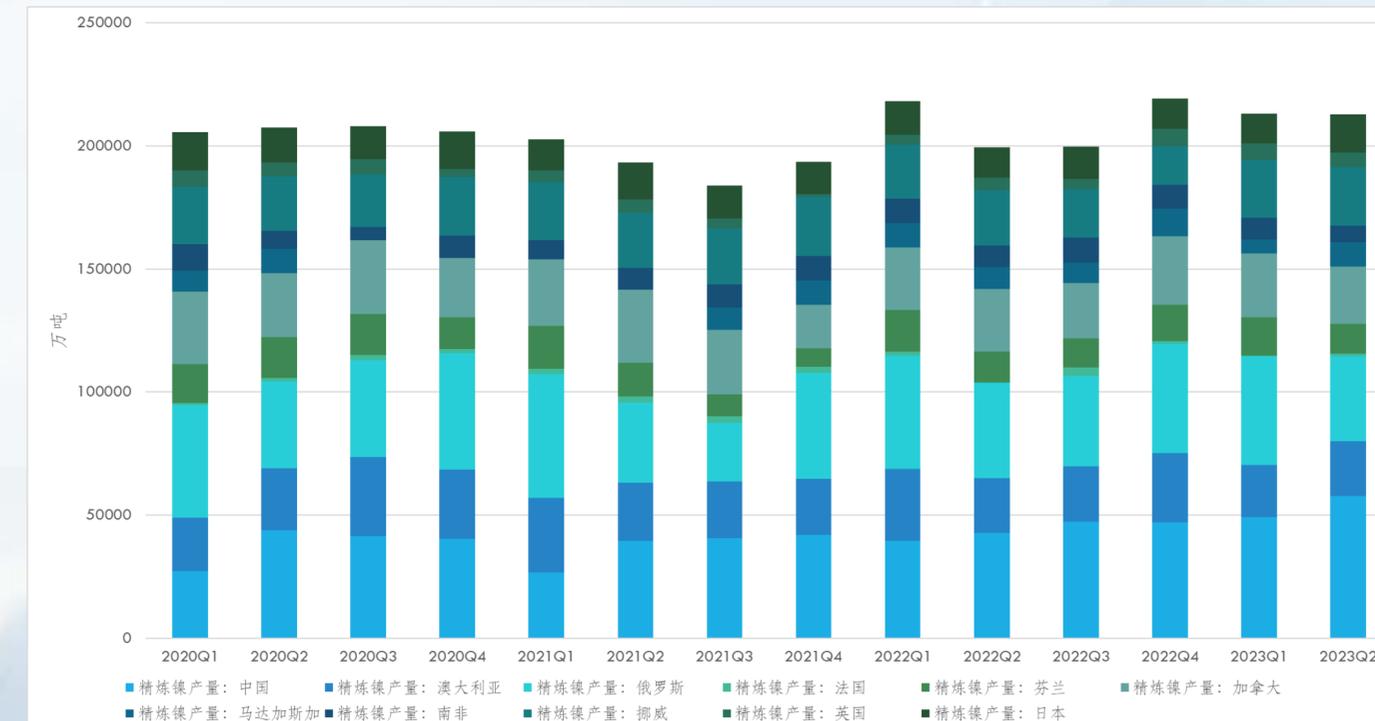
数据来源：My Steel、Wind，五矿证券研究所

图表29：23年中国将大规模投产电积镍产能

企业	地区	产品	原料	23年新增产能 (万吨)	23年预计产量 (万吨)	项目生产/投建情况
A	甘肃	电解镍/电积镍	精矿/高冰镍/MHP	0.6	16	年初开始增产
B	新疆	电积镍	精矿/高冰镍	0	0.85	上半年因设备检修停产
C	陕西	电积镍	MHP/废料	0.96	0.32	预计年中投产
D	浙江	电积镍	高冰镍/MHP/MSP	2	0.2	最快23年底投产
E	吉林	电积镍	精矿/高冰镍/MHP	0	0.6	正常生产
F	天津	电积镍	MHP/MSP/废料	0.5	0.32	预计二季度复产
G	山东	电积镍	MHP	0	0.65	正常生产
H	江苏	电积镍	MHP/废料	0.18	0.17	年初投产
I	浙江	电积镍	高冰镍/MHP	2	1.73	5月开始增产
J	广西	电积镍	高冰镍/MHP	3	1.3	最快二季度可试生产
K	浙江	电积镍	MHP/废料	0.2	0.05	4月投产
L	江西	电积镍	MHP	0.22	0.28	5月开始增产
M	江西	电积镍	MHP	0.5	0.23	预计下半年投产
N	湖北	电积镍	高冰镍/MHP	3	2.55	年初投产
O&M	广西	电积镍	高冰镍/MHP	1.25	0.55	预计下半年投产
O&M	印尼	电积镍	MHP	0	0	以生产硫酸镍为主
O&M	印尼	电积镍	高冰镍/MHP	5	2.4	预计下半年投产
合计				19.41	28.2	

数据来源：My Steel，五矿证券研究所

图表30：全球电积镍产量相对稳定



数据来源：My Steel，五矿证券研究所

镍-供需平衡：印尼供给增量显著，预计镍未来两年持续过剩

一张表看原生镍供需平衡

- 随着印尼镍铁、高冰镍、湿法中间品持续放量，原生镍过剩趋势难改。2023年镍中间品和镍铁走向全面过剩，电解镍的拐点重点关注国内电解镍供给投产。
- 展望24-25年，供给侧高度关注印尼NPI落地情况，需求侧关注海外电车起量带动三元需求二次腾飞。远期来看，印尼高冰镍项目的持续释放将进一步放大供给过剩，需求侧高度关注欧美电车渗透率能否快速拔升，而带动新一轮三元电池需求增长。

图表31：原生镍供需平衡表

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024Q1-3E
原生镍总供给 (万吨)	248.4	253.7	271.6	315.2	362.9	396.4
纯镍	85.3	84.9	77.5	83.4	92.0	99.2
中国NPI	58.4	51.1	43.3	41.1	39.0	38.0
印尼NPI	37.3	59.2	89.0	114.8	140.1	155.4
feni	39.4	39.0	39.8	38.3	40.0	42.7
原生镍盐	8.9	9.8	13.9	30.2	44.4	53.8
其他	19.1	9.7	8.1	7.4	7.3	7.3
原生镍总需求 (万吨)	243.7	244.9	293.8	310.2	325.0	346.0
中国+印尼不锈钢	123.5	136.9	157.6	163.7	173.9	181.2
其他国家不锈钢	43.8	37.0	44.0	42.6	41.7	42.6
电池材料	13.9	16.5	29.0	41.5	43.7	53.7
合金	38.9	33.7	39.8	40.1	42.9	44.3
电镀	12.1	10.8	11.9	11.4	12.0	13.3
其他	11.7	10.0	11.6	10.9	10.8	10.8
供需平衡 (万吨)	4.7	8.8	-22.2	5.0	37.9	50.4

数据来源：SMM、五矿证券研究所



钴行业

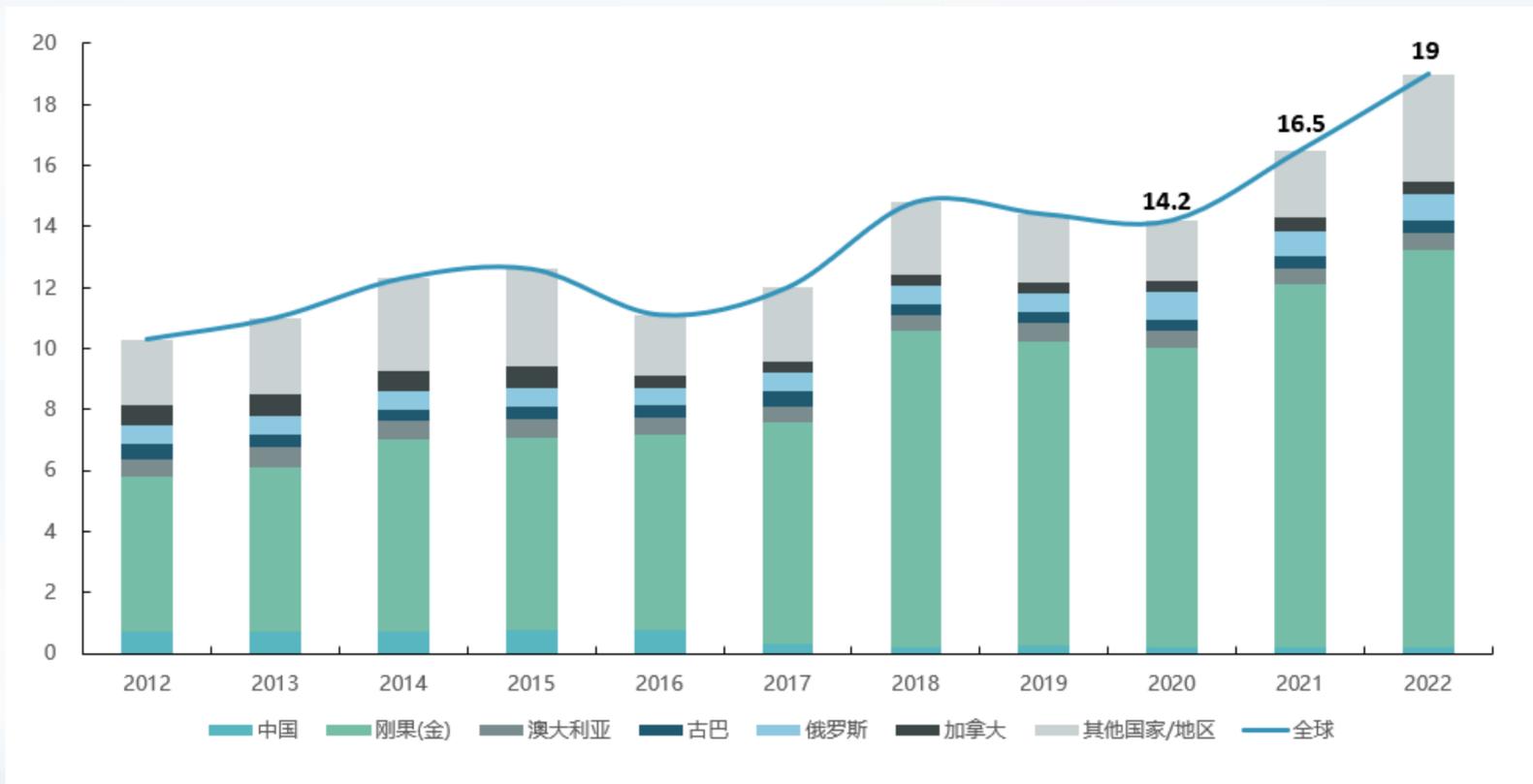


钴-供给侧：矿端显著放量，23年钴供给继续宽松

23-24年将是钴供给放量高峰

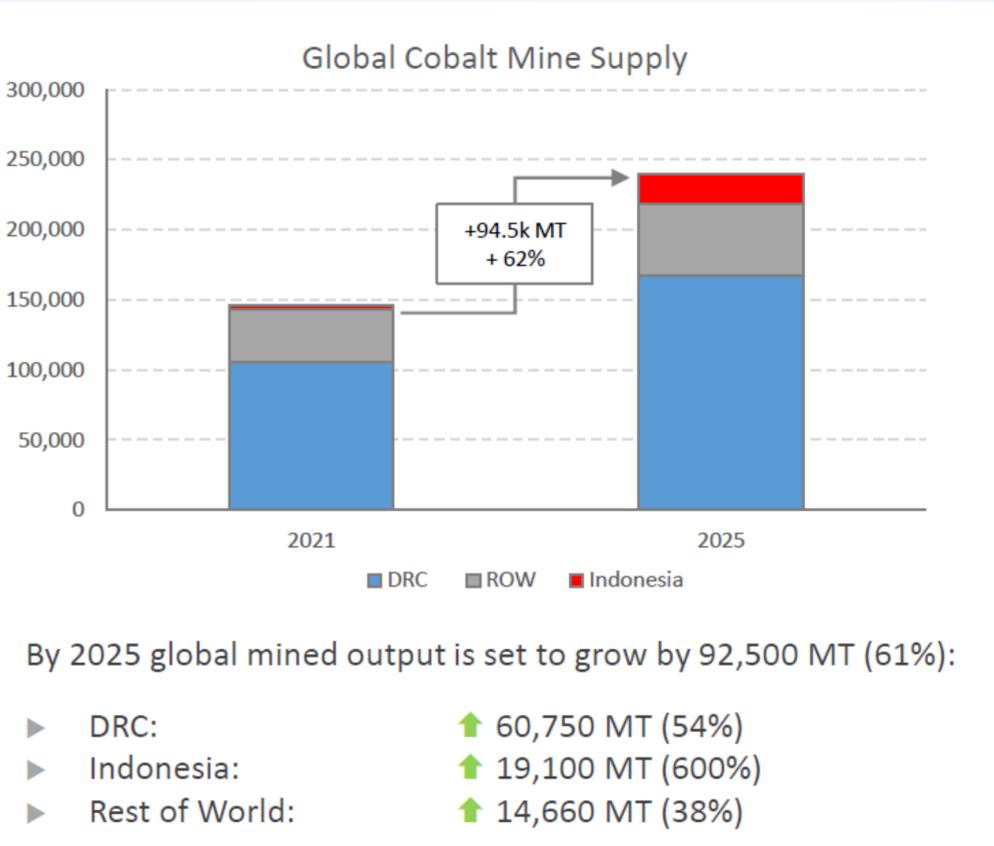
● 嘉能可等头部企业矿山复产带动钴供给激增，25年全球钴供给相比21年增加62%。考虑全球第一钴巨头嘉能可自22年起重启Mutanda矿山，23年洛钼旗下KFM/TFM陆续投产，我们预计23年钴供给将继续宽松。

图表32：钴矿供给增量明显



数据来源：SMM，五矿证券研究所

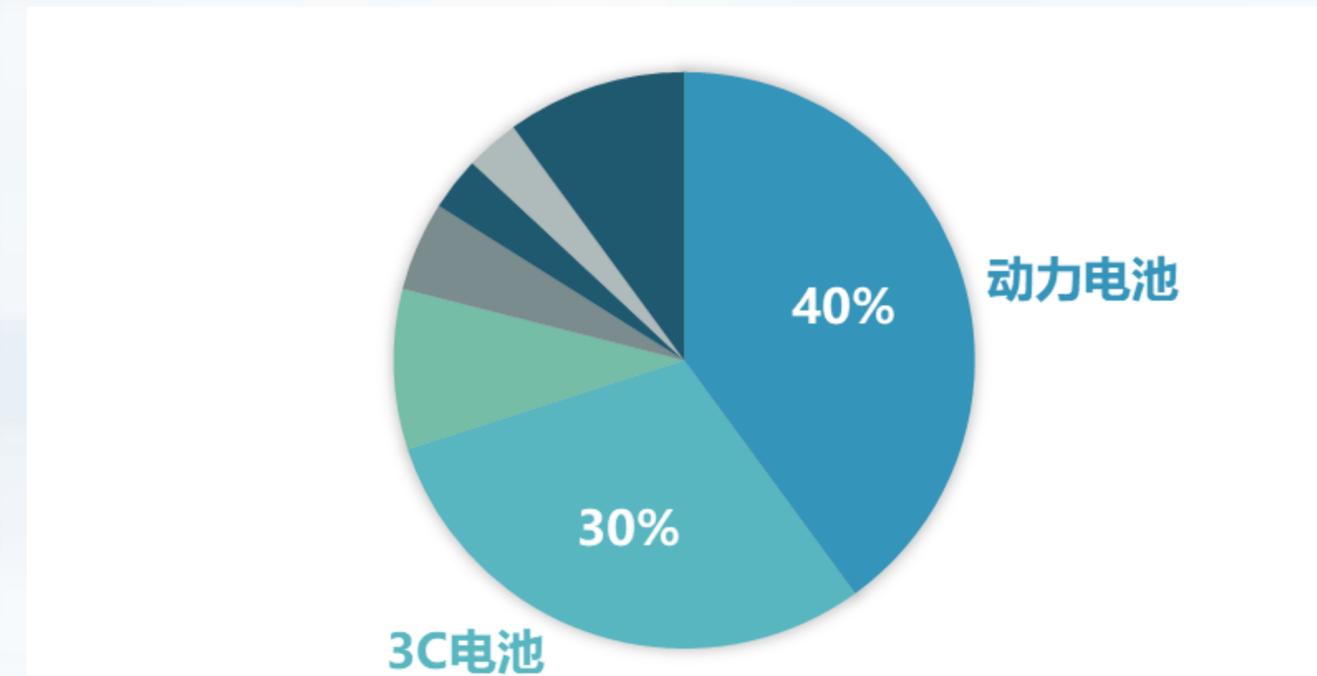
图表33：25年钴供给相比21年同比增加62%



数据来源：DRC，五矿证券研究所

钴-需求侧：3C需求略显薄弱，高镍趋势利空钴需求

图表34：钴下游需求主要为3C电池与动力电池

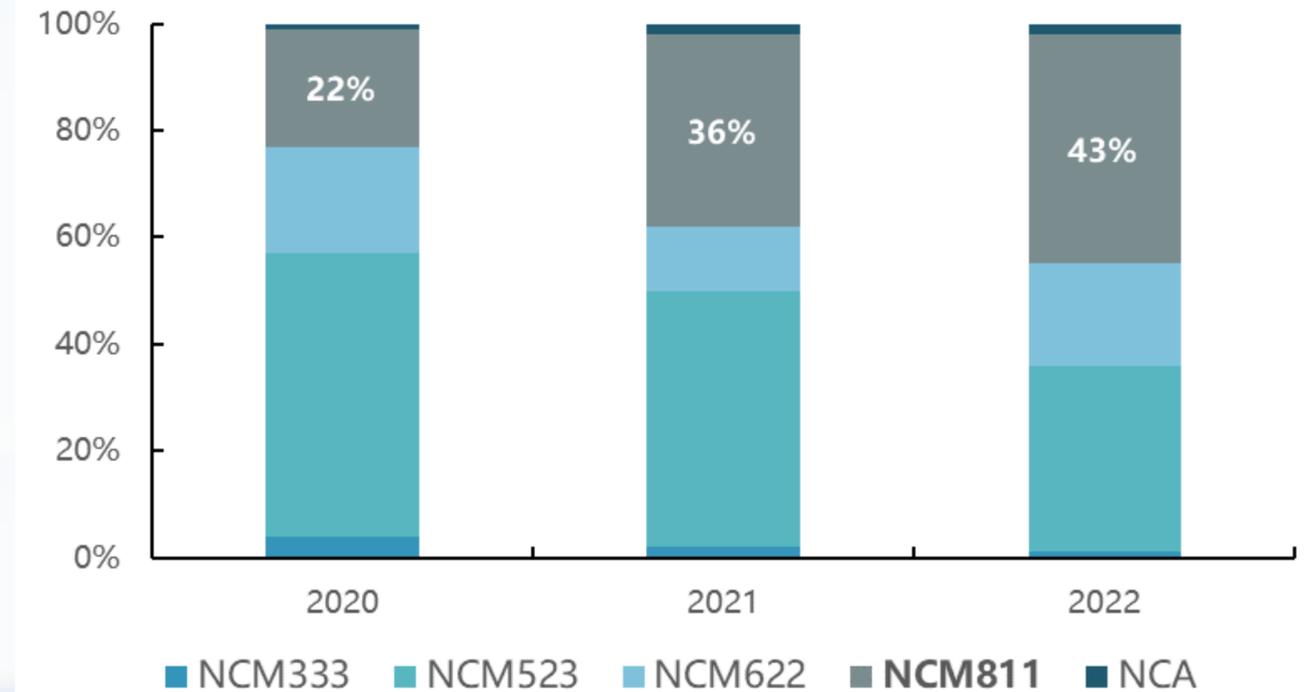


数据来源：Benchmark Mineral, 五矿证券研究所

3C需求整体偏弱，三元正极增速疲软

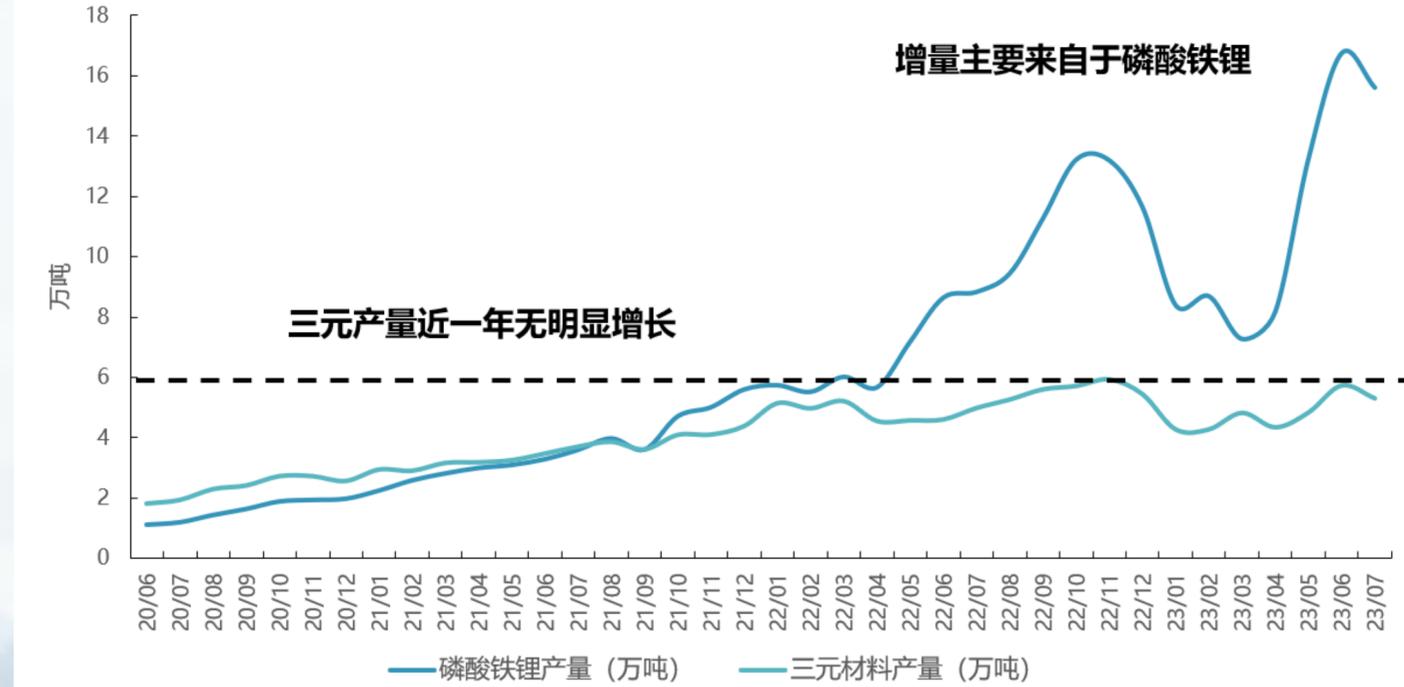
- **钴下游需求主要来自3C电池与动力电池。** 电池领域作为钴的主要需求，分为以四氧化三钴为代表的消费电子领域，以及以硫酸钴为代表的动力电池（三元电池）领域。
- **消费电子疲软，高镍化利空钴需求。** 据IDC预测，2023年全球智能手机出货量11.7亿部，同比下降3.2%，整体需求疲软。而消费者对新能源车续航要求的提高，高镍化的推进进一步利空新能源车对钴金属的需求。

图表35：三元正极材料高镍化利空钴需求



数据来源：鑫罗锂电, 五矿证券研究所

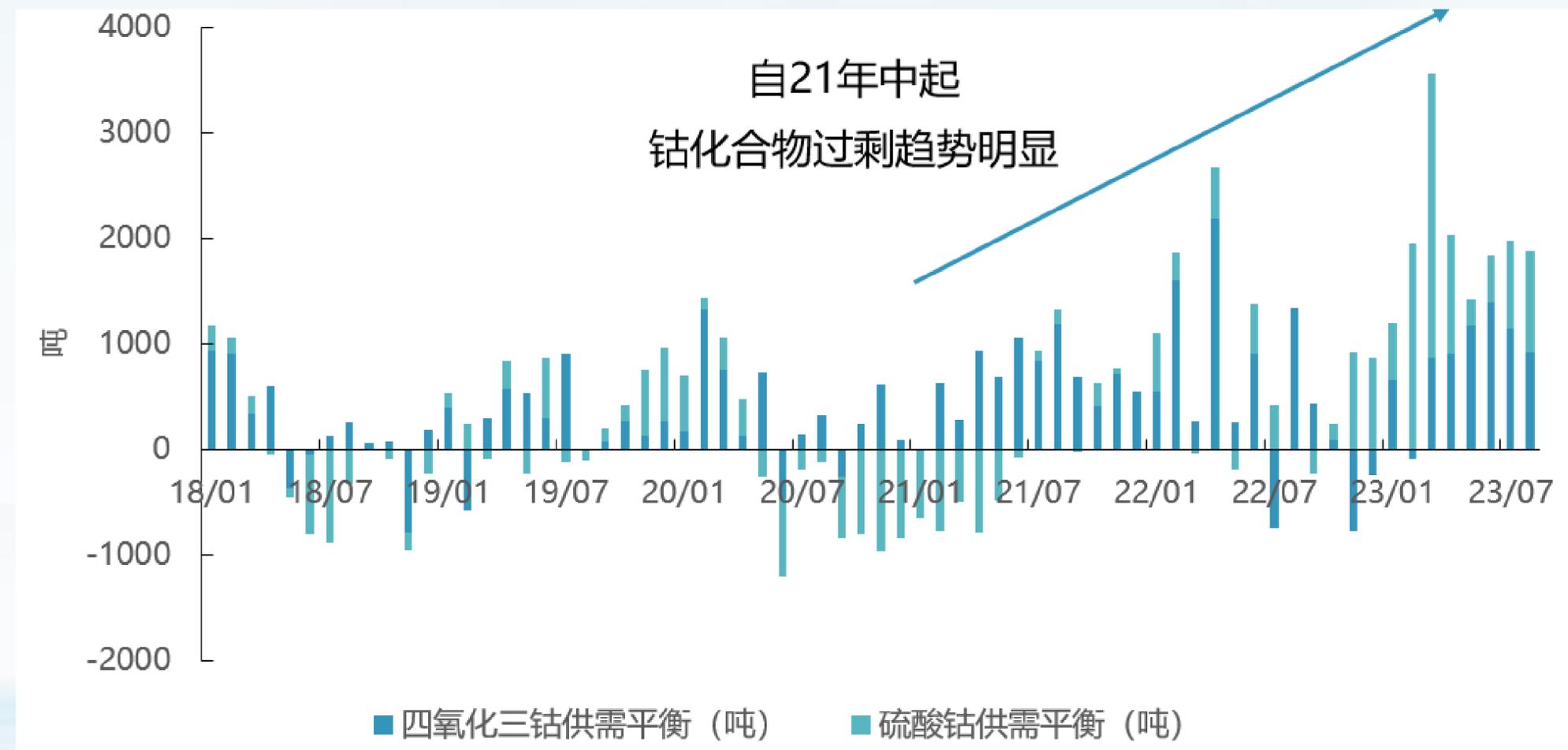
图表36：三元正极材料产量近一年无显著增长



数据来源：百川盈孚, 五矿证券研究所

钴-供需平衡：月度供需角度观测，逐月过剩趋势显著

图表37：三氧化二钴与硫酸钴月度供需平衡表



数据来源：SMM，五矿证券研究所

风险提示

- 1、2020-2025年全球新能源汽车推广低预期，全球动力电池高镍化进程低于预期；
- 2、新电池技术降低单位KWh的锂化合物需求，或者降低了对锂化合物的品质要求；
- 3、消费电子需求低于预期，导致钴需求复苏较慢；
- 4、全球优势资源国对于本国关键战略金属保护超预期；
- 5、全球宏观基本面以及地缘政治风险等。



中国五矿
MINMETALS

感谢聆听

五矿证券研究所

● 上海

上海市浦东新区富城路99号震旦国际大厦30楼

邮编：200120

● 深圳

深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦23层

邮编：518035

● 北京

海淀区首体南路9号，4号楼603

邮编：100037



中国五矿
MINMETALS

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。作者保证：（i）本报告所采用的数据均来自合规渠道；（ii）本报告分析逻辑基于作者的职业理解，并清晰准确地反映了作者的研究观点；（iii）本报告结论不受任何第三方的授意或影响；（iv）不存在任何利益冲突；（v）英文版翻译若与中文版有所歧义，以中文版报告为准；特此声明。

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在20%及以上；
	增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于5%~20%之间；
	持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间；
	卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下；
	无评级	对于个股未来6个月的市场表现与基准指数相比无明确观点。
行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间；
	看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

一般声明

五矿证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户，本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后，再注明出处为五矿证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时，也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入或将产生波动；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下，报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。五矿证券版权所有。保留一切权利。

特别申明

在法律许可的情况下，五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到五矿证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

免责声明