

# USGS 2025 年数据洞察：关注战略矿产，掌握资源主导权

有色金属

评级：看好

日期：2026.04.15

分析师 王小芃

登记编码：S0950523050002

☎：021-61102510

✉：wangxiaopeng@wkzq.com.cn

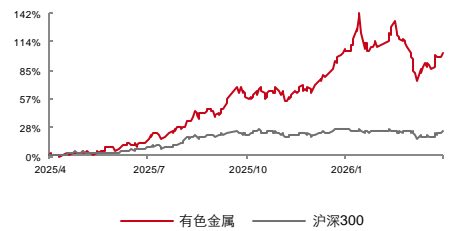
联系人 李博

☎：021-61102510

✉：libo3@wkzq.com.cn

行业表现

2026/4/14



资料来源：Wind，聚源

相关研究

- 《2025 铜矿并购趋势变化及展望》(2026/3/26)
- 《需求高增叠加供给约束，锂行业有望长期景气上行》(2026/3/26)
- 《镁合金零部件上车进展不断 镁合金产业增长有望提速》(2026/3/13)
- 《硬质合金及刀具系列三：飙升的钨价将推动刀具材料向何方演进》(2026/3/12)
- 《有色月跟踪：美国关键矿产战略持续演进，关注重点品种价值重估》(2026/3/4)
- 《清单品种扩容与国际合作加速——美国关键矿产发展跟踪》(2026/2/25)
- 《2026 年有色金属趋势展望》(2026/2/9)
- 《钨价中枢抬高存在强支撑，聚焦终端需求反馈》(2026/2/6)
- 《战略性矿产系列报告：铀，天然铀价值重估，长牛征程进行时》(2026/1/16)
- 《硬质合金及刀具系列二：从德国玛帕看刀具行业“隐形赢家”如何获益于新能源汽车行业发展》(2026/1/16)

## 事件描述

USGS（美国地质调查局）发布 2025 年全球有色金属产量、储量统计数据。

## 事件点评

**2025 年全球工业金属矿产结构性分化、品种走势各异，主要品种供给均高度集中于头部生产国。**根据 USGS 数据，2025 年锌、镍、铝土矿实现同比增长，其中锌矿涨幅领跑；铜矿产量与 2024 年持平；铅矿、锡矿同比小幅下滑。2025 年全球铜矿产量为 2300 万吨，供给高度集中于非洲、南美地区；受下游需求修复带动，全球铝土矿产量同步增长 2.80%至 4.4 亿吨，几内亚、澳大利亚主导全球供给；铅矿产量同比下降 2.17%至 450 万吨，中国为全球最大的铅生产国，产量同步下滑；锌矿同比增长 9.24%至 1300 万吨，主要受益于 2025 年矿山扰动较少、新增及复产产能集中释放；2025 年锡矿产量受主产国政策、环保等因素影响，维持小幅下滑态势，产量约 29 万吨；镍矿全球产量 390 万吨，同比增长 5.12%。全球工业金属资源集中度较高，核心资源集中于少数国家，前 5 大资源国基本掌握全球半数以上核心储量。

**中国工业及能源金属矿端对外依存度较高，且铜、铝、铅、锌等储采比低于全球均值。**中国虽在基本金属生产方面占据重要地位，然而在资源接续上仍有较大的挑战，铜、铝、铅、锌、锡储采比均显著低于全球均值，如全球铜矿静态储采比约 42.61 年，中国为 22.78 年，铝土矿全球静态储采比约 65.91 年，中国仅为 8.16 年。且矿端对外依存度较高，其中铜、镍、锂、铝矿端对外依存度均超过 70%，分别为 78.79%/84.89%/72.53%/72.41%，供给高度依赖进口。锡、锌、铅对外依存度分别为 44.38%/39.86%/34.17%，同样位于较高区间，国内资源储量与开发规模难以匹配刚性消费需求，产业链、供应链稳定运行面临一定压力。

**全球关键矿产资源博弈持续升级，供应链阵营加速分化。**受能源转型与大国竞争影响，关键矿产成为核心战略资源，供应链逻辑转向安全优先与自主可控。2025 年 11 月美国将关键矿产清单扩充至 60 种，其 60 种矿产中 13 种净进口依存度达 100%，稀土、镓等高度依赖中国供应；美国通过清单扩容、推出“金库计划”、联合盟友组建矿产安全伙伴关系，着力构建排华矿产供应链体系。面对外部压力，中国多措并举保障资源安全，对钨、稀土等优势矿产实施出口管制，推进铜、锂等紧缺矿产勘探开发与资源循环利用，同时深化与多国资源合作，构建起国内保障、海外布局、精准管控的资源安全体系，积极应对供应链重构带来的挑战。

**2026 年需重点聚焦铜、稀土、钨、镓等聚焦兼具强战略属性、供需格局偏紧且受地缘政治环境较大的核心金属品种。**铜因精炼环节集中、缺口明确且被美国纳入关键矿产清单，成为大国资源博弈核心矿种；锂、镍、钴作为新能源转型关键原料，受印尼、刚果（金）等主产国政策扰动及西方盟友供应链重构影响，供需与价格波动加剧；稀土、钨、镓等我国优势战略小金属，在出口管控强化与海外排华矿产体系构建下，战略价值持续凸显。

**风险提示：** 1、USGS 对相关数据有所调整的风险；2、地缘政治风险；3、各国家、地区对相关政策调整的风险。

## 全球工业金属产量分化，中国资源储量保障短板凸显

2025 年全球工业金属矿产量呈结构性分化特征，品种间走势各异，无统一涨跌趋势。根据 USGS 数据，2025 年锌、镍、铝土矿实现同比增长，其中锌矿涨幅领跑；铜矿产量与 2024 年持平；铅矿、锡矿同比小幅下滑。2025 年全球铜矿产量为 2300 万吨，产量增速持续放缓，供给格局高度集中，其中主产国智利（23.04%）、刚果（金）（13.91%）、秘鲁（11.74%）贡献了全球约 50% 产量，中国 2025 年铜矿产量约 180 万吨，同比下滑 2.17%。2025 年全球铝土矿产量约 44000 万吨，在下游氧化铝及铝材需求修复的带动下，上游矿山产能有序释放，同比增长 2.80%，几内亚（34.09%）、澳大利亚（22.05%）主导全球供给，中国铝土矿产量约 8700 万吨，同比增长 8.07%。2025 年全球铅矿产量同比下降 2.17% 至 450 万吨，中国为全球最大的铅生产国，产量约 190 万吨，占比全球的 42.22%，同比下滑 2.06%，与全球趋势同步收缩。2025 年全球锌矿产量 1300 万吨，同比涨幅 9.24%，主要得益于海外矿山扰动因素缓解、新增及复产产能集中释放，叠加下游基建、汽车行业复苏带动镀锌需求回暖，前期供给缺口得到有效修复，中国作为全球最大的锌生产国，产量 410 万吨，同比增长 2.50%，产能稳步释放支撑全球矿产量增长。2025 年全球锡产量约 29 万吨，连续 3 年小幅下滑，主产国印度尼西亚、缅甸受环保、资源枯竭、政策等因素制约，产能持续受限，中国锡矿产量约 7.1 万吨，占比全球 24.48%，位列第一。2025 年全球镍矿产量约 390 万吨，同比增长 5.12%，供给端印尼产量 260 万吨，占比高达 66.67%，其红土镍矿大规模投复产与 HPAL 项目产能释放是核心增长因素。

图表 1：工业金属全球矿产量（万吨）

工业金属	2025	YoY	2024	YoY	2023	YoY	2022	YoY	2021	YoY
铜	2300	0.00%	2300	1.77%	2260	3.20%	2190	3.30%	2120	2.91%
铝土矿	44000	2.80%	42800	-2.28%	43800	9.50%	40000	4.17%	38400	-1.79%
铅	450	-2.17%	460	5.26%	437	-2.02%	446	-1.98%	455	3.88%
锌	1300	9.24%	1190	-1.65%	1210	-3.20%	1250	-1.57%	1270	5.83%
锡	29.0	-1.36%	29.4	-3.61%	30.5	-0.65%	30.7	0.66%	30.5	15.53%
镍	390	5.12%	371	-1.07%	375	14.68%	327	19.78%	273	8.76%

资料来源：USGS, iFinD, 五矿证券研究所

图表 2：工业金属中国矿产量（万吨）

工业金属	2025	YoY	2024	YoY	2023	YoY	2022	YoY	2021	YoY
铜	180	-2.17%	184	1.10%	182	-6.19%	194	1.57%	191	11.05%
铝土矿	8700	8.07%	8050	-11.54%	9100	1.11%	9000	0.00%	9000	-2.91%
铅	190	-2.06%	194	-1.02%	196	0.51%	195	-0.51%	196	3.16%
锌	410	2.50%	400	-1.48%	406	0.50%	404	-2.42%	414	1.97%
锡	7.1	0.00%	7.1	1.43%	7.0	-1.41%	7.1	-21.11%	9.0	7.14%
镍	12.0	4.35%	11.5	-1.71%	11.7	2.63%	11.4	4.59%	10.9	-9.17%

资料来源：USGS, iFinD, 五矿证券研究所

2025 年全球工业金属资源集中度较高，核心资源集中于少数国家，前 5 大资源国基本掌握全球半数以上核心储量，决定了全球中长期资源供给。其中铜全球总储量 98000 万吨，主要集中在智利（18.37%）、澳大利亚（10.20%）、秘鲁（8.67%）等国家，前 5 大储量国合计占比超 50%，南美洲与非洲主导全球铜矿供给。铝土矿全球总储量高达 2900000 万吨，几内亚以 740000 万吨（25.52%）稳居第一，澳大利亚、越南分列二、三位。铅全球总储量 9500 万吨，澳大利亚以 3400 万吨（35.79%）形成绝对优势；中国以 2200 万吨（23.16%）位列

第二，中国、澳大利亚两国合计占据全球近 60%的铅储量，是全球铅资源供给的双重核心；锌全球总储量 24000 万吨，澳大利亚以 6400 万吨，占比全球 26.67%位列第一，中国锌矿储量约 6000 万吨，占比 25.00%；锡全球总储量 600 万吨，印尼（23.33%）、中国（20.00%）为主要资源国；镍全球总储量 14000 万吨，印尼以 6200 万吨（44.29%）形成资源垄断优势，掌握镍资源供给主动权。

**中国铜、铝、铅、锌的储采比显著低于全球均值，资源禀赋短板进一步凸显。**根据 USGS 数据，全球铜静态储采比为 42.61 年，中国仅为 22.78 年，远低于全球均值，核心原因在于中国铜矿普遍存在矿体规模小、平均品位低的特征，且少数大型铜矿地处地理环境复杂区域，开采技术难度大、成本高，叠加国内铜矿储量仅占比全球的 4.18%，资源供给与需求匹配度低，铜矿对外依存度居高不下。全球铝土矿储采比为 65.91 年，中国仅为 8.16 年，可持续保障周期远低于全球平均水平，原因在于中国是全球最大的氧化铝和电解铝生产国，对铝土矿需求量极大，但国内铝土矿不仅储量占比仅 2.45%，且普遍品位偏低、新增可开发产能有限。全球铅静态储采比为 21.11 年，中国为 11.58 年，尽管中国铅储量占全球 23.16%，但中国是全球第一大产铅国，其储量储备难以匹配高强度开采、生产，资源可持续供给能力显著弱于全球平均水平。全球锌矿静态储采比为 18.46 年，中国为 14.63 年，略低于全球基准。

图表 3：工业金属全球储量（万吨）

工业金属	2025	YoY	2024	YoY	2023	YoY	2022	YoY	2021	YoY
铜	98000	0.00%	98000	-2.00%	100000	12.36%	89000	1.14%	88000	1.15%
铝土矿	2900000	0.00%	2900000	-3.33%	3000000	-3.23%	3100000	-3.13%	3200000	6.67%
铅	9500	-1.04%	9600	1.05%	9500	11.76%	8500	-5.56%	9000	2.27%
锌	24000	4.35%	23000	4.55%	22000	4.76%	21000	-16.00%	25000	0.00%
锡	600	42.86%	420	-2.33%	430	-6.52%	460	-6.12%	490	13.95%
镍	14000	7.69%	13000	0.00%	13000	30.00%	10000	5.26%	9500	1.06%

资料来源：USGS, iFinD, 五矿证券研究所

图表 4：工业金属中国储量（万吨）

工业金属	2025	YoY	2024	YoY	2023	YoY	2022	YoY	2021	YoY
铜	4100	0.00%	4100	0.00%	4100	51.85%	2700	3.85%	2600	0.00%
铝土矿	71000	4.41%	68000	-4.23%	71000	0.00%	71000	-29.00%	100000	0.00%
铅	2200	10.00%	2000	0.00%	2000	66.67%	1200	-33.33%	1800	0.00%
锌	6000	30.43%	4600	4.55%	4400	41.94%	3100	-29.55%	4400	0.00%
锡	120	20.00%	100	-9.09%	110	52.78%	72	-34.55%	110	0.00%
镍	440	4.76%	420	0.00%	420	100.00%	210	-25.00%	280	0.00%

资料来源：USGS, iFinD, 五矿证券研究所

图表 5：工业金属储采比（年）及中国产储量占比

工业金属	全球储采比	中国储采比	中国储量占比	中国产量占比
铜	42.61	22.78	4.18%	7.83%
铝土矿	65.91	8.16	2.45%	19.77%
铅	21.11	11.58	23.16%	42.22%
锌	18.46	14.63	25.00%	31.54%
锡	20.69	16.90	20.00%	24.48%
镍	35.90	36.67	3.14%	3.08%

资料来源：USGS, iFinD, 五矿证券研究所

图表 6: 2025 年基本金属产、储量格局 (万吨)

基本金属		主要供应国家 (地区) 及占比				
铜	产量	智利	刚果 (金)	秘鲁	俄罗斯	美国
		530	320	270	130	100
		23.04%	13.91%	11.74%	5.65%	4.35%
	储量	智利	澳大利亚	秘鲁	俄罗斯	刚果 (金)
		18000	10000	8500	8000	8000
		18.37%	10.20%	8.67%	8.16%	8.16%
铝土矿	产量	几内亚	澳大利亚	中国	巴西	印度
		15000	9700	8700	3300	2500
		34.09%	22.05%	19.77%	7.50%	5.68%
	储量	几内亚	澳大利亚	越南	印度尼西亚	牙买加
		740000	370000	310000	290000	200000
		25.52%	12.76%	10.69%	10.00%	6.90%
铅	产量	中国	澳大利亚	秘鲁	美国	俄罗斯
		190	48	29	28	26
		42.22%	10.67%	6.44%	6.22%	5.78%
	储量	澳大利亚	中国	俄罗斯	墨西哥	美国
		3400	2200	890	560	460
		35.79%	23.16%	9.37%	5.89%	4.84%
锌	产量	中国	澳大利亚	秘鲁	印度	墨西哥
		410	110	150	87	78
		31.54%	8.46%	11.54%	6.69%	6.00%
	储量	澳大利亚	中国	俄罗斯	秘鲁	墨西哥
		6400	6000	2900	1800	1400
		26.67%	25.00%	12.08%	7.50%	5.83%
镍	产量	印度尼西亚	菲律宾	俄罗斯	加拿大	菲律宾
		260	27	20	14	14
		66.67%	6.92%	5.13%	3.59%	3.59%
	储量	印度尼西亚	澳大利亚	巴西	俄罗斯	新喀里多尼亚
		6200	2500	1600	830	710
		44.29%	17.86%	11.43%	5.93%	5.07%
锡	产量	中国	印度尼西亚	秘鲁	巴西	玻利维亚
		7.1	6.1	3.3	2.8	1.5
		24.48%	21.03%	11.38%	9.66%	5.17%
	储量	印度尼西亚	中国	缅甸	巴西	澳大利亚
		140	120	70	70	57
		23.33%	20.00%	11.67%	11.67%	9.50%

资料来源: USGS, iFinD, 五矿证券研究所

## 白银增产，铂族金属矿端供给收缩

**2025年白银矿产量实现正增长，铂族金属矿产量收缩。**根据USGS数据，2025年全球白银矿产量同比增长2.77%至26000吨，黄金产量与2024年持平，维持在3300吨；铂、钯产量出现明显下滑，其中铂产量同比下滑5.03%至170吨，钯产量同比下滑12.44%至190吨，矿端供给收缩态势显著。贵金属全球供给格局相对集中，中国、俄罗斯、澳大利亚为黄金主要生产国，其中中国2025年黄金产量为380吨。2025年中国白银产量约3400吨，仅次于墨西哥、秘鲁，同比小幅下滑0.87%，矿端供给整体保持平稳。铂族金属供给高度集中于南非、俄罗斯，两国合计产量占比超80%，2025年受南非矿山扰动、电力供应制约以及俄罗斯地缘政治环境变化等因素影响，全球铂族金属矿端供给收缩显著。中国铂族金属资源储量较为贫乏，根据《中国矿产资源报告》，中国铂族金属矿产储量在2021年为87.69吨，2022年为80.91吨，呈持续下降趋势。

图表 7：贵金属全球矿产量

贵金属	2025	YoY	2024	YoY	2023	YoY	2022	YoY	2021	YoY
黄金 (吨)	3300	0.00%	3300	1.54%	3250	6.21%	3060	-0.97%	3090	1.98%
白银 (吨)	26000	2.77%	25300	-0.78%	25500	-0.39%	25600	2.40%	25000	6.38%
铂 (千克)	170000	-5.03%	179000	0.00%	179000	2.87%	174000	-9.38%	192000	15.66%
钯 (千克)	190000	-12.44%	217000	4.33%	208000	2.46%	203000	-5.14%	214000	-1.38%

资料来源：USGS, iFinD, 五矿证券研究所

图表 8：贵金属中国矿产量（吨）

工业金属	2025	YoY	2024	YoY	2023	YoY	2022	YoY	2021	YoY
黄金	380	0.00%	380	1.33%	375	0.81%	372	13.07%	329	-9.86%
白银	3400	-0.87%	3430	0.88%	3400	-2.30%	3480	-0.57%	3500	3.55%

资料来源：USGS, iFinD, 五矿证券研究所

图表 9：贵金属全球储量（吨）

工业金属	2025	YoY	2024	YoY	2023	YoY	2022	YoY	2021	YoY
黄金	66000	3.13%	64000	8.47%	59000	13.46%	52000	-3.70%	54000	1.89%
白银	610000	-4.69%	640000	4.92%	610000	10.91%	550000	3.77%	530000	6.00%
铂族金属	76000	-6.17%	81000	14.08%	71000	1.43%	70000	0.00%	70000	1.45%

资料来源：USGS, iFinD, 五矿证券研究所

图表 10：贵金属中国储量（吨）

工业金属	2025	YoY	2024	YoY	2023	YoY	2022	YoY	2021	YoY
黄金	3200	3.23%	3100	3.33%	3000	57.89%	1900	-5.00%	2000	0.00%
白银	67000	-4.29%	70000	-2.78%	72000	1.41%	71000	73.17%	41000	0.00%

资料来源：USGS, iFinD, 五矿证券研究所

图表 11: 贵金属储采比(年)及中国产储量占比

工业金属	全球储采比	中国储采比	中国储量占比	中国产量占比
黄金	20.00	8.42	4.85%	11.52%
白银	23.46	19.71	10.98%	13.08%

资料来源: USGS, iFinD, 五矿证券研究所

图表 12: 2025 年贵金属产、储量格局

贵金属		主要供应国家(地区)及占比					
		中国	俄罗斯	澳大利亚	加拿大	美国	
黄金(吨)	产量	380	310	280	200	160	
		11.52%	9.39%	8.48%	6.06%	4.85%	
	储量	澳大利亚	俄罗斯	南非	印度尼西亚	中国/加拿大	
		13000	12000	5000	3600	3200	
		19.70%	18.18%	7.58%	5.45%	4.85%	
白银(吨)	产量	墨西哥	秘鲁	中国	玻利维亚	智利	
		6300	3600	3400	1500	1400	
			24.23%	13.85%	13.08%	5.77%	5.38%
	储量	秘鲁	俄罗斯	澳大利亚	中国	波兰	
110000		92000	91000	67000	59000		
		18.03%	15.08%	14.92%	10.98%	9.67%	
铂族金属	铂产量(千克)	南非	俄罗斯	津巴布韦	加拿大	美国	
		120000	20000	18000	5000	1800	
				70.59%	11.76%	10.59%	2.94%
	钯产量(千克)	俄罗斯	南非	加拿大	津巴布韦	美国	
		84000	70000	16000	15000	6200	
				43.28%	36.06%	8.24%	7.73%
	储量(吨)	南非	俄罗斯	津巴布韦	美国	加拿大	
		63000	11000	1300	590	310	
		82.68%	14.44%	1.71%	0.77%	0.41%	

资料来源: USGS, iFinD, 五矿证券研究所

## 小金属重点关注钨、稀土等战略矿产

**锂矿产量持续高增，核心驱动源于新能源产业需求增长与主要国产产能集中释放。**根据 USGS 数据,2025 年全球锂矿产量达 29 万吨,同比增长 30.63%,较 2021 年累计增长 171%;全球锂矿产量增长是核心国产产能集中释放的直接结果。全球新能源汽车销量与储能装机量持续攀升,动力电池与储能电池对碳酸锂的需求保持高速增长,为锂矿产能扩张提供了稳定市场预期,驱动各国加速矿山开采与项目投产。中国是 2025 年全球锂矿增量贡献最大的国家,产量达 62000 吨,同比增速 49.8%,增量 20600 吨,占全球总增量的 30.3%,国内四川硬岩锂矿、青海盐湖提锂项目集中投产是核心支撑;澳大利亚凭借开采效率提升与扩产项目落地,产量由 82700 吨增至 92000 吨,同比增长 11.2%,继续保持全球最大锂生产国地位;传统盐湖产区方面,智利产能优化与新项目投产贡献增量 7100 吨,增速 14.5%,阿根廷则实现 66.7% 的高速增长,产量从 13800 吨提升至 23000 吨。

**全球钴矿产量约 31 万吨，同比增长 2.65%，较 2021 年累计增长 87.9%，新能源战略金属增长态势强劲。**全球钴储量为 1200 万吨，其中刚果（金）储量 600 万吨，占全球总量的 50%，资源禀赋优异且具备大规模开采条件，2025 年刚果（金）钴矿产量达 23 万吨，占全球总产量的 74.19%，全球钴供应高度集中于刚果（金），地缘政治不稳定、资源民族主义政策（如矿业税上调、出口管制）加剧了供应链风险，推动中国、美国、欧盟等加速在印尼、澳大利亚、加拿大等国布局镍钴矿项目，以实现供应来源多元化。印尼凭借镍钴资源优势与低成本冶炼能力，快速成为全球第二大钴生产国，2025 年钴产量占比提升至 14.2%，有效分散了刚果（金）单一供应的风险。

**2025 年中国在全球稀土产业链中的主导地位持续巩固，与此同时，全球稀土供应链多元化布局加速推进。**根据 USGS 数据，2025 年全球稀土矿产量约 39 万吨，同比小幅增长 2.63%；全球稀土总储量约 8500 万吨，同比下滑 5.56%。供给格局上，中国以 27 万吨产量稳居全球首位，占比全球总量的 69.23%；美国为全球第二大稀土生产国，2025 年产量达 5.1 万吨，同比增长 12.09%，本土产能扩张提速，自主供应链建设持续强化；受地缘政治扰动，缅甸 2025 年产量回落至 2.2 万吨。泰国、马达加斯加等新兴产区产能加快释放，产量分别从 2100 吨增至 4800 吨、1400 吨增至 2700 吨，推动全球稀土供应向多元化方向发展。但供给端同样面临多重约束：中国在生态保护、战略储备等政策导向下，稀土产能将保持稳定释放，难以出现大规模扩张；巴西、澳大利亚、美国等资源国虽具备储量潜力，但在矿山开发、分离提纯等关键环节存在技术壁垒，项目建设与产能爬坡周期较长；则受制于地缘政治波动、基础设施薄弱等问题，供给稳定性不足。需求端，在新能源汽车、风力发电、节能家电等下游行业拉动下，稀土永磁材料需求稳步增长，叠加高端装备、国防军工等领域的刚性需求支撑，全球稀土需求整体保持中高速增长。综合来看，全球稀土市场将逐步向供应紧平衡演化，高端稀土功能材料的供需缺口大概率持续扩大。

**2025 年全球钨矿产量约 8.5 万吨，同比增长约 3.66%，中国以 6.7 万吨矿产量稳居全球首位，占比全球的 78.82%，占据全球钨产业链主导地位。**哈萨克斯坦 Boguty 矿投产，产量增长至 2400 吨，成为全球第三大钨矿生产国，11 月美国、哈萨克斯坦合资开发钨资源的联合项目正式宣布，进一步加速全球钨供应链多元化进程。俄罗斯等传统产区产量稳步提升，产量由 1500 吨增长至 2000 吨；澳大利亚、玻利维亚等国维持稳定生产，共同支撑全球供给。全球钨矿储量约 470 万吨，中国以 250 万吨位居全球首位，俄罗斯、越南等国家也具备可观的资源储备，为长期供给提供基础支撑俄罗斯、越南等国亦拥有可观资源储备，为长期供给提供坚实基础。需求端，钨作为关键战略金属，在硬质合金、高端装备、国防军工、新能源等领域具备不可替代的应用属性，全球需求保持刚性增长，为市场提供核心支撑。受供需失衡、地缘政治冲击、政策管控强化及需求结构升级等多重因素驱动，全球钨价大幅上涨，APT 价格全年涨幅超 100%，钨精矿价格同步增长。

图表 13: 战略小金属全球矿产量

小金属	2025	YoY	2024	YoY	2023	YoY	2022	YoY	2021	YoY
钴 (吨)	310000	2.65%	302000	21.85%	238000	20.81%	197000	19.39%	165000	16.20%
锂 (吨)	290000	30.63%	222000	8.82%	204000	39.73%	146000	36.45%	107000	29.70%
钼 (吨)	260000	1.56%	256000	3.23%	248000	-1.98%	253000	-0.78%	255000	-14.43%
锆 (万吨)	120	-7.69%	130	-9.72%	144	0.00%	144	10.77%	130	8.33%
钨 (吨)	85000	3.66%	82000	3.14%	79500	-0.38%	79800	-4.77%	83800	6.89%
钛 (万吨)	980	1.24%	968	2.65%	943	0.32%	940	-1.05%	950	10.47%
钾 (万吨)	49000	2.08%	48000	10.85%	43300	5.87%	40900	-11.66%	46300	5.23%
稀土 (万吨)	39	2.63%	38	1.06%	37.6	25.33%	30	3.45%	29	20.83%
钽 (吨)	2500	0.00%	2500	22.55%	2040	2.51%	1990	8.15%	1840	-12.38%
铌 (吨)	112000	0.00%	112000	1.82%	110000	31.42%	83700	-4.45%	87600	29.39%
锰 (万吨)	2000	6.95%	1870	-6.50%	2000	1.01%	1980	-1.49%	2010	6.35%
铈 (吨)	110000	-7.56%	119000	12.26%	106000	27.56%	83100	-25.80%	112000	0.90%

资料来源: USGS, iFinD, 五矿证券研究所

图表 14: 战略小金属中国矿产量

小金属	2025	YoY	2024	YoY	2023	YoY	2022	YoY	2021	YoY
钴 (吨)	2000	0.00%	2000	-	-	-	2200	0.00%	2200	0.00%
锂 (吨)	62000	49.76%	41400	15.97%	35700	57.96%	22600	61.43%	14000	5.26%
钼 (吨)	97000	-3.00%	100000	4.17%	96000	-9.43%	106000	11.23%	95300	-20.58%
锆 (万吨)	10	0.00%	10	0.00%	10	-28.57%	14	0.00%	14	0.00%
钨 (吨)	67000	0.00%	67000	1.52%	66000	0.00%	66000	-7.04%	71000	7.58%
钛铁矿 (万吨)	320	5.26%	304	-6.46%	325	3.50%	314	-7.65%	340	21.43%
钾 (万吨)	6300	0.00%	6300	5.00%	6000	0.00%	6000	0.00%	6000	0.00%
稀土 (万吨)	27	0.00%	27	5.88%	25.5	21.43%	21	25.00%	16.8	20.00%
钽 (吨)	40	-9.09%	44	-	-	-	-	-	-	-
锰 (万吨)	70	1.45%	69	-10.04%	76.7	3.23%	74.3	-25.03%	99.1	-26.04%
铈 (吨)	40000	0.00%	40000	-35.79%	62300	55.75%	40000	-34.43%	61000	0.00%

资料来源: USGS, iFinD, 五矿证券研究所

图表 15: 战略小金属全球储量 (万吨)

小金属	2025	YoY	2024	YoY	2023	YoY	2022	YoY	2021	YoY
钴	1200	9.09%	1100	0.00%	1100	32.53%	830	9.21%	760	7.04%
锂	3700	23.33%	3000	7.14%	2800	7.69%	2600	18.18%	2200	4.76%
钼	1700	13.33%	1500	0.00%	1500	25.00%	1200	-25.00%	1600	-11.11%
锆	7000	0.00%	7000	-5.41%	7400	8.82%	6800	-2.86%	7000	9.38%
钨	470	2.17%	460	4.55%	440	15.79%	380	2.70%	370	8.82%
钛	54000	-3.57%	56000	-25.33%	75000	7.14%	70000	-6.67%	75000	1.35%
钾	590000	22.92%	480000	33.33%	360000	9.09%	330000	-5.71%	350000	-5.41%
稀土	8500	-5.56%	9000	-18.18%	11000	-15.38%	13000	8.33%	12000	0.00%
铌 (吨)	2100	23.53%	1700	0.00%	1700	0.00%	1700	0.00%	1700	0.00%
锰	180000	5.88%	170000	-10.53%	190000	11.76%	170000	13.33%	150000	15.38%
铟	200	0.00%	200	0.00%	200	11.11%	180	-10.00%	200	5.26%

资料来源: USGS, iFinD, 五矿证券研究所, 注: 铌矿储量单位为吨

图表 16: 战略小金属中国储量 (万吨)

小金属	2025	YoY	2024	YoY	2023	YoY	2022	YoY	2021	YoY
钴	16	-	-	-	-	-	14	75.00%	8	0.00%
锂	460	53.33%	300	0.00%	300	50.00%	200	33.33%	150	0.00%
钼	780	32.20%	590	1.72%	580	56.76%	370	-55.42%	830	0.00%
锆	50	594.44%	7.2	0.00%	7.2	-85.60%	50	0.00%	50	0.00%
钨	250	4.17%	240	4.35%	230	27.78%	180	-5.26%	190	0.00%
钛	11000	0.00%	11000	-47.62%	21000	10.53%	19000	-17.39%	23000	0.00%
钾	200000	11.11%	180000	0.00%	180000	5.88%	170000	-51.43%	350000	0.00%
稀土	4400	0.00%	4400	0.00%	4400	0.00%	4400	0.00%	4400	0.00%
锰	26000	-7.14%	28000	0.00%	28000	0.00%	28000	418.52%	5400	0.00%
铟	83	23.88%	67	4.69%	64	82.86%	35	-27.08%	48	0.00%

资料来源: USGS, iFinD, 五矿证券研究所

图表 17: 战略小金属储采比 (年) 及中国产储量占比

小金属	全球储采比	中国储采比	中国储量占比	中国产量占比
钴	38.71	80.00	1.33%	0.65%
锂	127.59	74.19	12.43%	21.38%
钼	65.38	80.41	45.88%	37.31%
锆	58.33	5.00	0.71%	8.33%
钨	55.29	37.31	53.19%	78.82%
钛	55.10	34.38	20.37%	32.65%
钾	12.04	31.75	33.90%	12.86%
稀土	217.95	162.96	51.76%	69.23%
锰	90.00	371.43	14.44%	3.50%
铟	18.18	20.75	41.50%	36.36%

资料来源: USGS, iFinD, 五矿证券研究所

图表 18：2025 年战略小金属产、储量格局

小金属		主要供应国家（地区）及占比				
钴	产量（吨）	刚果（金）	印度尼西亚	俄罗斯	马达加斯加	澳大利亚
		230000	44000	7700	3900	3700
	储量（万吨）	74.19%	14.19%	2.48%	1.26%	1.19%
		刚果（金）	澳大利亚	俄罗斯	印度尼西亚	古巴
		600	170	80	76	50
		50.00%	14.17%	6.67%	6.33%	4.17%
锂	产量（吨）	澳大利亚	中国	智利	津巴布韦	阿根廷
		92000	62000	56000	28000	23000
	储量（万吨）	31.72%	21.38%	19.31%	9.66%	7.93%
		智利	澳大利亚	中国	美国	阿根廷
		920	840	460	440	440
		18.03%	15.08%	14.92%	10.98%	9.67%
钼	产量（吨）	中国	智利	美国	秘鲁	墨西哥
		97000	42000	40000	39000	17000
	储量（万吨）	37.31%	16.15%	15.38%	15.00%	6.54%
		中国	美国	智利	俄罗斯	秘鲁
		780	350	260	110	100
		45.88%	20.59%	15.29%	6.47%	5.88%
锆	产量（万吨）	澳大利亚	南非	莫桑比克	美国	中国
		40	27	16	10	10
	储量（万吨）	33.33%	22.50%	13.33%	8.33%	8.33%
		澳大利亚	南非	印度尼西亚	塞内加尔	马达加斯加
		5500	590	340	260	210
		78.57%	8.43%	4.86%	3.71%	3.00%
钨	产量（吨）	中国	越南	哈萨克斯坦	朝鲜	俄罗斯
		67000	3000	2400	2000	2000
	储量（万吨）	78.82%	3.53%	2.82%	2.35%	2.35%
		中国	澳大利亚	俄罗斯	越南	西班牙
		250	57	40	17	6.6
		53.19%	12.13%	8.51%	3.62%	1.40%
钾	产量（万吨）	加拿大	俄罗斯	中国	白俄罗斯	德国
		1500	1000	630	600	300
	储量（亿吨）	30.61%	20.41%	12.86%	12.24%	6.12%
		俄罗斯	加拿大	老挝	白俄罗斯	美国
		20	11	10	7.5	2.2
		33.90%	18.64%	16.95%	12.71%	3.73%
稀土	产量（吨）	中国	美国	澳大利亚	缅甸	泰国
		270000	51000	29000	22000	4800

		69.23%	13.08%	7.44%	5.64%	1.23%
		中国	巴西	澳大利亚	俄罗斯	越南
	储量 (万吨)	4400	2100	630	380	350
		51.76%	24.71%	7.41%	4.47%	4.12%
		南非	加蓬	加纳	澳大利亚	巴西
	产量 (万吨)	760	500	200	160	80
锰		38.00%	25.00%	10.00%	8.00%	4.00%
		澳大利亚	南非	巴西	中国	加蓬
	储量 (万吨)	58000	55000	30000	26000	6100
		32.22%	30.56%	16.67%	14.44%	3.39%
		中国	俄罗斯	塔吉克斯坦	玻利维亚	缅甸
	产量 (吨)	40000	32000	22000	5000	4500
		36.36%	29.09%	20.00%	4.55%	4.09%
锑		中国	俄罗斯	玻利维亚	吉尔吉斯斯坦	缅甸
	储量 (万吨)	83	35	31	26	14
		41.50%	17.50%	15.50%	13.00%	7.00%

资料来源: USGS, iFinD, 五矿证券研究所

## 锚定战略矿产，掌握资源主导权

**关键矿产资源博弈持续升级，供应链阵营加速分化。**在能源转型、大国竞争与地缘冲突等因素的驱动下，关键矿产已从传统工业原料逐渐上升为国家核心战略资源，全球供应链逻辑由效率优先转为安全优先、自主可控，地缘政治格局对矿产资源配置的影响显著增强。2025年11月，美国内政部发布《2025年关键矿产清单》，将关键矿产种类由2022年的50种扩充至60种，新增铜、银、磷酸盐、冶金煤、铀、铅、硅、镓、钾盐、硼等10种关键矿产，本次更新是美国自建立关键矿产清单制度以来幅度最大的一次更新，覆盖能源转型、国防军工、粮食安全、半导体制造等全领域需求。根据USGS统计，60种关键矿产中，砷、萤石、镓、天然石墨、铟、锰、铌、铯、钽、钼、海绵钛、钇、铍共13种净进口依存度(NIR)达100%，完全依赖进口；稀土、锑、铋、天然石墨等高度依赖中国供应，其中稀土对中国依存度71%、锑55%、铋55%、天然石墨46%，供应链脆弱性突出。

图表 19: 美国对外依存度超 50% 关键矿产清单

金属品种	对外依存度>50%	主要进口来源 (2021-2024 年)
砷	100%	中国 45%、马来西亚 30%、摩洛哥 16%、其他 9%
萤石	100%	墨西哥 64%、越南 12%、中国 10%、南非 9%、其他 5%
镓	100%	加拿大 28%、日本 22%、中国 18%、德国 16%、其他 16%
天然石墨	100%	中国 46%、加拿大 13%、莫桑比克 13%、墨西哥 12%、其他 16%
铟	100%	韩国 25%、日本 22%、中国 12%、加拿大 11%、其他 30%
锰	100%	加蓬 23%、南非 21%、马来西亚 11%、澳大利亚 10%、其他 35%
铌	100%	巴西 67%、加拿大 28%、其他 5%
钪	100%	日本 89%、中国 11%
钽	100%	中国 22%、澳大利亚 14%、德国 11%、印度尼西亚 7%、其他 46%
钇	100%	中国 70%、德国 11%、奥地利 8%、其他 11%
海绵钛	100%	日本 77%、南非 8%、哈萨克斯坦 8%
铷	100%	-
铯	100%	-
铋	92%	中国 56%、韩国 22%、德国 13%、其他 9%
钾盐	92%	加拿大 79%、俄罗斯 12%、其他 9%
铈	91%	中国 55%、比利时 12%、泰国 8%、印度 6%、其他 19%
铂	89%	南非 49%、比利时 10%、德国 10%、意大利 8%、其他 23%
铬	79%	南非 31%、哈萨克斯坦 11%、芬兰 6%、加拿大 5%、其他 47%
钴	79%	挪威 26%、芬兰 16%、加拿大 14%、日本 14%、其他 30%
银	77%	墨西哥 47%、加拿大 18%、智利 5%、土耳其 5%、其他 25%
锡	77%	秘鲁 31%、玻利维亚 27%、印度尼西亚 15%、巴西 10%、其他 17%
重晶石	>75%	印度 39%、中国 21%、摩洛哥 19%、墨西哥 14%、其他 7%
镁	>75%	以色列 20%、加拿大 15%、土耳其 11%、捷克 9%、其他 45%
铼	75%	智利 31%、加拿大 27%、德国 16%、波兰 14%、其他 12%
锌	73%	加拿大 56%、墨西哥 15%、秘鲁 9%、韩国 7%、其他 13%
稀土元素	67%	中国 71%、马来西亚 13%、爱沙尼亚 5%、日本 5%、其他 6%
铝	60%	加拿大 56%、阿联酋 8%、其他 36%
铜	57%	智利 68%、加拿大 16%、秘鲁 7%、墨西哥 6%、其他 3%
钨	57%	南非 37%、俄罗斯 36%、比利时 6%、加拿大 6%、其他 15%
锆	>50%	比利时 41%、中国 23%、加拿大 17%、德国 14%、其他 5%
硅	>50%	巴西 25%、加拿大 20%、俄罗斯 18%、马来西亚 8%、其他 29%
钨	>50%	中国 26%、德国 14%、玻利维亚 8%、越南 8%、其他 44%
锂	>50%	智利 54%、阿根廷 43%、其他 3%

资料来源: USGS, 五矿证券研究所 (注: 铷、铯美国进口来源单一且贸易量低, USGS 暂未将其纳入进口来源统计范围内)

中国在稀土、钨、铋、镓、锆等部分战略小金属具备全球主导优势,但在铜、镍、锂、铝等大宗矿产原料端对外依存度整体偏高。其中铜、镍、锂、铝矿端对外依存度均超过 70%,分别为 78.79%/84.89%/72.53%/72.41%,供给高度依赖进口。锡、锌、铅对外依存度分别为 44.38%/39.86%/34.17%,均高于 30%,同样位于较高区间。整体来看,我国铜、镍、锂、

铝等大宗矿产原料自给能力不足，国内资源储量与开发规模难以匹配刚性消费需求，资源供给存在明显外部依赖，产业链、供应链稳定运行面临一定压力。

图表 20：中国部分矿种对外依存度较高

金属品种	对外依存度
铜	78.79%
镍	84.89%
锂	72.53%
铝	72.41%
锡	44.38%
锌	39.86%
铅	34.17%

资料来源：SMM，海关总署，iFinD，五矿证券研究所

美国以清单扩容为抓手，叠加资金支持、立法与盟友合作，构建排华矿产安全体系。2026年2月美国推出“金库计划”，配套快速审批、贷款担保与盟友合作机制，结合前期联合澳大利亚、加拿大、日本等组建矿产安全伙伴关系（MSP），推动关键矿产供应链向西方阵营收敛，目标压缩对华依赖、强化盟友产能供给。面对外部供应链重构压力，中国立足优势矿产管控、国内增储上产与海外多元合作，形成国内保障、海外布局、精准管控的资源安全体系。2025年2月，对钨、碲、铋、钼、铟相关物项实施出口管制；4月，对钐、钐、钷、镱、镱、钷、钷、钷等中重稀土相关物项实施出口管制，强化全链条管控，推动资源向高端加工、高附加值环节集聚；同时加强深边部找矿投入，推进铜、锂、镍等紧缺矿产勘探开发；完善资源循环利用体系，提升再生资源供给占比，降低对外依存度；并深化与刚果（金）、印尼、拉美地区、中亚地区等资源国合作，构建稳定多元的海外供应渠道，规避单一地缘风险。

## 风险提示

- 1、USGS 对相关数据有所调整的风险；
- 2、地缘政治风险；
- 3、各国家、地区对相关政策调整的风险。

## 分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师),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)英文版翻译与中文版有所歧义,以中文版报告为准;特此声明。

## 投资评级说明

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。	股票评级	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	预期对于个股未来6个月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情范围内,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。

## 特别声明

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。

## 联系我们

上海	深圳	北京
地址:上海市浦东新区陆家嘴街道富城路99号震旦国际大厦30楼 邮编:200120	地址:深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦23层 邮编:518035	地址:北京市东城区朝阳门北大街3号五矿广场C座3F 邮编:100010

## Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

## Investment Rating Definitions

		Ratings	Definitions
<b>The rating criteria of investment recommendations</b> The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.	Company Ratings	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
		ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
		HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
		SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
		NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
	Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
		NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
		CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

## General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

## Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

## Contact us

### Shanghai

Address: 30/F, Zhendan International Building, No.99 Fucheng Road, Lujiazui Street, Pudong New District, Shanghai  
Postcode: 200120

### Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen  
Postcode: 518035

### Beijing

Address: 3/F, Tower C, Minmetals Plaza, No.3 Chaoyangmen North Street, Dongcheng District, Beijing  
Postcode: 100010