

中国黄金国际 China Gold International Resources (2099 HK)

首次覆盖：央企海外上市平台，充分受益铜金价格上升周期

An overseas listing platform for central enterprises, which fully benefits from the upward cycle of copper and gold prices: Initiation

观点聚焦 Investment Focus

首次覆盖优于大市 Initiate with OUTPERFORM

评级	优于大市 OUTPERFORM
现价	HK\$33.05
目标价	HK\$54.29
HTI ESG	5.0-5.0-5.0
E-S-G: 0-5, (Please refer to the Appendix for ESG comments)	

市值	HK\$13.53bn / US\$1.73bn
日交易额 (3个月均值)	US\$4.88mn
发行股票数目	396.41mn
自由流通股 (%)	60%
1年股价最高最低值	HK\$45.60-HK\$22.94
注：现价 HK\$33.05 为 2024 年 1 月 17 日收盘价	



资料来源: Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	3.9%	-5.6%	30.3%
绝对值 (美元)	3.6%	-5.7%	30.0%
相对 MSCI China	47.0%	38.7%	81.6%

(US\$ mn)	Dec-22A	Dec-23E	Dec-24E	Dec-25E
营业收入	1,105	480	1,146	1,254
(+/-)	-3%	-57%	139%	9%
净利润	223	-34	231	303
(+/-)	-17%	-115%	784%	31%
全面摊薄 EPS (US\$)	0.56	-0.09	0.58	0.77
毛利率	35.8%	28.7%	33.9%	35.3%
净资产收益率	11.8%	-1.9%	12.4%	14.8%
市盈率	40.75	-398.98	58.29	44.44

资料来源: 公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

- **中国黄金集团控股，专注黄金及铜矿开采。**中国黄金国际为一家在加拿大英属哥伦比亚注册的黄金及基本金属矿业公司，同时在中国香港和加拿大两地上市。公司的最终控股股东为中国黄金集团有限公司，持股 40.01%，公司为其唯一的海外上市平台。公司专注黄金及铜矿开采，2022 年共生产黄金 7.4 吨，铜 8.5 万吨。公司营收增长迅速，2020-2022 年 3 年营收 CAGR 为 24.65%。2022 年取得归母净利润 222.7 百万美元。
- **长山壕矿：深部资源勘探圆满结束，生产成本控制成效显著。**长山壕矿目前已完成外围及深部资源勘探，2022 年探明及控制资源量估算同比增加 130%，总黄金资源量达 168.2 吨。矿山寿命有望延长至少 15 年。2022 年长山壕矿黄金的总生产成本为 1340 美元/盎司，同比下降 12.9%；现金生产成本为 803 美元/盎司，同比下降 24.4%。黄金生产成本较大幅度的下降说明公司在长山壕金矿的成本管控取得了积极成效。受益于成本管控，长山壕矿 2022 年矿产黄金的平均毛利回升至 466 美元/盎司，同比增长 79.2%，对应毛利率为 25.8%，为近五年最高水平。
- **甲玛矿：灵活调整生产组织，铜精矿收入贡献稳步提升。**甲玛矿拥有丰富的金属矿产资源，蕴含铜、黄金、银、钼、铅和锌。自 2021 年下半年以来，甲玛矿提高低品位矿石利用率，并且严格控制运营成本。在此情况下，铜销售额相对甲玛矿总收入的占比有所提升，2022 年甲玛矿铜销售额达到 617.23 百万美元，占当年甲玛矿总收入的 73.71%。
- **金属价格上涨将继续为公司业绩增长提供强劲支撑。**受美元实际利率、硅谷银行事件和巴以冲突等地缘政治风险影响，以及各国央行大规模持续购入黄金影响，金价呈现上涨态势。
- **盈利预测与评级：**我们预计 2023-2025 年公司收入 480、1146、1254 百万美元。我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为-0.09、0.58、0.77 美元，我们给予公司 2024 年 12 倍 PE，对应合理价值 54.29 港元（以 7.8 港元/美元换算），首次覆盖给予“优于大市”评级。
- **风险提示：**产品价格波动；全球经济增长不确定性；项目建设进度不及预期。

吴漪婕 Yijie Wu
lisa.yj.wu@htisec.com

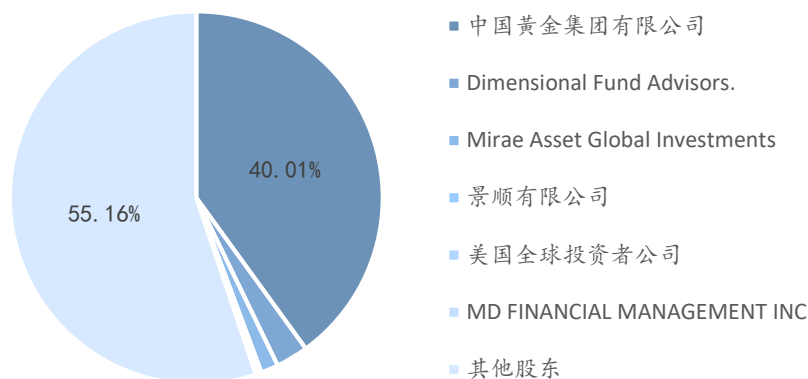
王曼琪 Manqi Wang
mq.wang@htisec.com

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

一、中国黄金集团控股，专注黄金及铜矿开采

中国黄金国际为一家在加拿大英属哥伦比亚注册的黄金及基本金属矿业公司，同时在中国香港和加拿大两地上市。发行在外总股本 3.96 亿股，其中 2.24 亿股在港交所，1.72 亿股在多伦多交易所。公司的最终控股股东为中国黄金集团有限公司，持股 40.01%，公司为其唯一的海外上市平台。

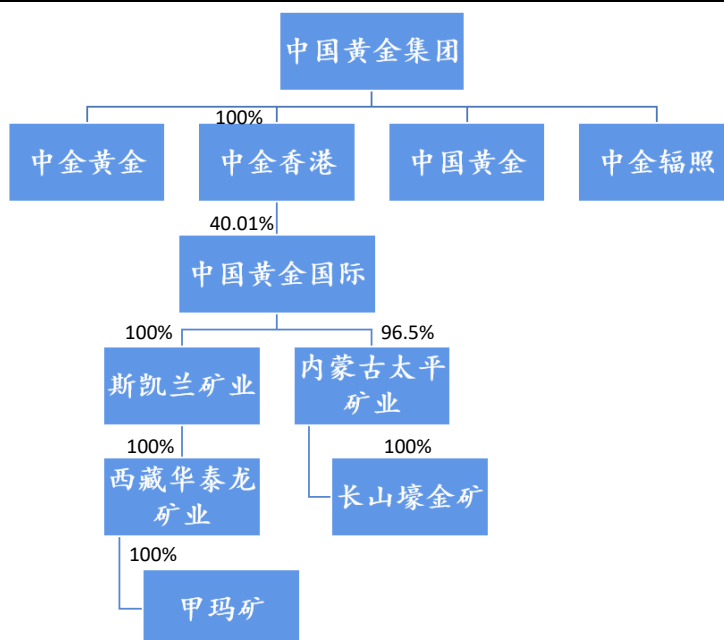
图 1 公司股权结构



资料来源：公司 2022 年报，海通国际

公司最终控股股东中国黄金集团有限公司是中国黄金行业唯一一家中央企业。中国黄金集团有限公司拥有 4 家上市公司，分别是黄金行业首家在境内 A 股上市企业——“中金黄金”，在加拿大多伦多和香港两地上市企业——“中国黄金国际”，国家发改委混改第二批试点、国企改革“双百行动”首单主板上市企业——“中国黄金”，辐照消毒灭菌行业第一家 A 股 IPO 企业——“中金辐照”。

图 2 中国黄金集团成员企业

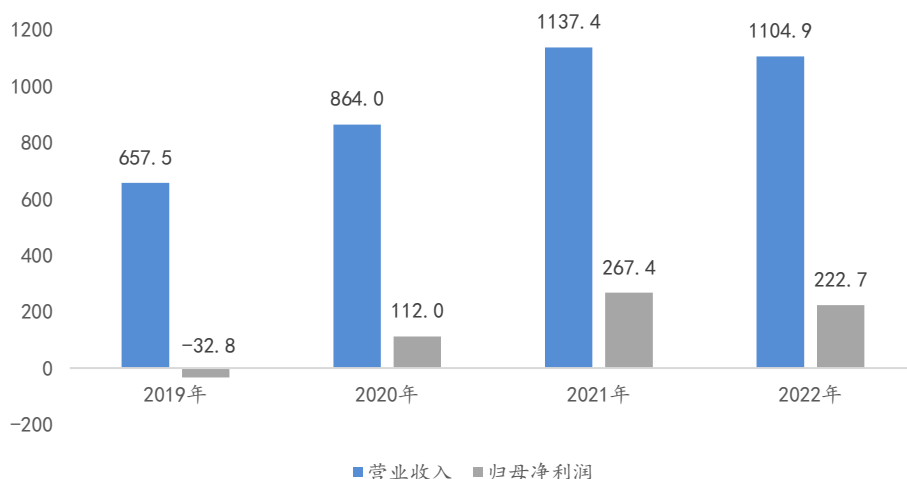


资料来源：中国黄金集团官网，公司公告，公司 2022 年报，海通国际

公司的主要采矿业务为位于中国内蒙古的长山壕金矿及位于中国西藏的甲玛铜金多金属矿。中国黄金国际持有长山壕矿的 96.5%权益，而中方合营（中外合作经营企业）方则持有余下 3.5%权益。公司拥有甲玛矿区的全部权益。采矿生产黄金分部通过集团的一体化工艺，即开采、冶金、生产和销售合质金锭给外部客户的方式，生产合质金锭。采矿生产铜精矿分部通过集团的一体化分离工艺，即开采、冶金、生产和销售铜精矿（包括其他副产品）给外部客户的方式，生产铜精矿（包括其他副产品）。

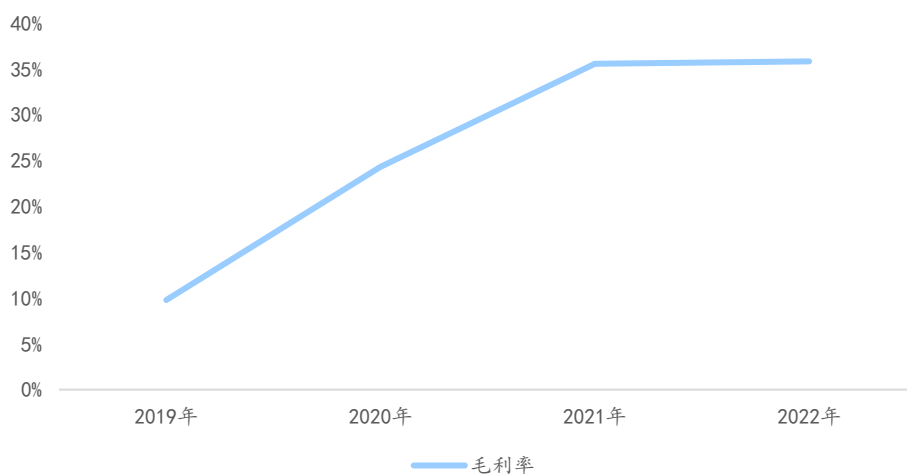
公司专注黄金及铜矿开采，盈利能力提升迅速。2020 年-2022 年，公司营业收入分别为 864.0、1137.4、1104.9 百万美元，3 年营收 CAGR 为 24.65%。其中，2022 年销售合质金锭收入 267.5 百万美元，销售铜收入 617.2 百万美元，销售其他副产品收入 220.2 百万美元。公司毛利率实现逐年提升，2020-2022 年分别为 24.29%、35.53%、35.80%。公司在 2020 年实现扭亏为盈，2022 年取得归母净利润 222.7 百万美元。

图 3 2019-2022 年公司营业收入及归母净利润情况（单位：百万美元）



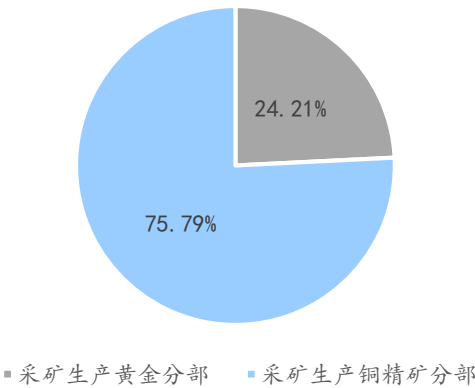
资料来源：Wind，海通国际

图 4 2019-2022 年公司毛利率情况



资料来源：Wind，海通国际

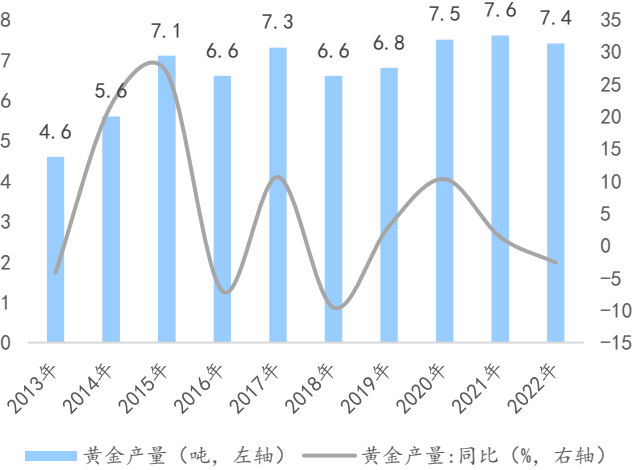
图 5 2022 年公司各经营分部营收占比



资料来源：公司 2022 年报，海通国际

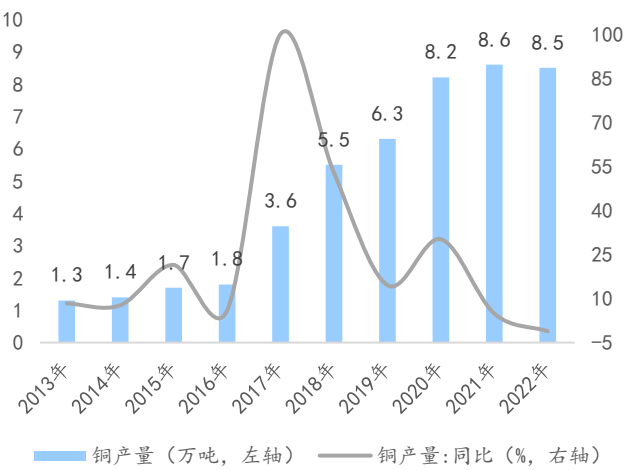
公司将继续增加黄金和铜产量。公司 2022 年共生产黄金 238,836 盎司（约 7.4 吨），铜 187.4 百万磅（约 8.5 万吨）。

图 6 公司历年黄金产量（单位：吨）



资料来源：公司年报，海通国际

图 7 公司历年铜产量（单位：万吨）



资料来源：公司年报，海通国际

公司已制定以战略收购为核心的增长策略，收购目标来自主要股东中国黄金集团的国际项目渠道，以及与其他矿业公司建立的伙伴关系。中国黄金集团拥有 48 座矿山，6 座冶炼厂，主要分布在国内 26 个省（区）及刚果（布）、吉尔吉斯斯坦、俄罗斯等海外地区。中国黄金集团目前的海外矿山项目主要有：吉尔吉斯斯坦库鲁铜金矿项目、吉尔吉斯斯坦布丘克金矿项目、刚果（布）索瑞米铜铅锌项目和俄罗斯克柳切夫斯科耶金矿项目。为实现增长战略，公司将继续与中国黄金集团及其他有意各方合作，寻找国际矿业并购机会。

表 1 中国黄金集团海外矿山项目梳理

项目	基本情况
吉尔吉斯斯坦库鲁铜金矿项目	共有 2 个矿区，其中一个矿区已建成，探明资源储量 1.7 亿吨，铜平均品位 0.6%，金平均品位 0.6 克/吨；另有一个露天矿区，资源储量 800 万吨以上，铜平均品位 1%，金平均品位 1 克/吨以上。采选能力 6000 吨/日。待全部建成投产后，该项目预计能够年产 1 万吨以上的铜和近 1 吨的黄金。
吉尔吉斯斯坦布丘克金矿项目	位于“天山金腰带”，探明资源储量 40 吨以上，露天开采入选品位达到 3 克/吨。
刚果（布）索瑞米铜铅锌项目	正在进行资源勘探，增储潜力大。
俄罗斯克柳切夫斯科耶金矿项目	资源储量超过 200 吨，露天开采平均品位 1.2 克/吨，年采矿 1200 万吨，剥采比 1.87，达产后可年产 7 吨黄金。

资料来源：海通国际

二、长山壕矿：深部资源勘探圆满结束，生产成本控制成效显著

长山壕矿位于中国内蒙古自治区，该资产有两个低品位、近地表的黄金矿床，以及其他矿化物。主要矿床为东北矿区，而第二个较小的矿床为西南矿区。长山壕矿由内蒙古太平矿业有限公司拥有及经营，本公司持有其 96.5% 权益，宁夏回族自治区核工业地质勘查院持有其余下 3.5% 权益。该矿山目前的矿山寿命将持续到 2025 年 10 月，日产矿石量为 40,000 吨。公司一直在实施勘探计划，旨在扩大已知矿化区域，并确定深部资源，以便在露天矿场矿产储量枯竭后可转为井下作业开采。2022 年公司营收中来自长山壕矿的销售收入为 267.5 百万美元，较 2021 年同期的 266.2 百万美元增加 1.3 百万美元，占总营收比例为 24%。

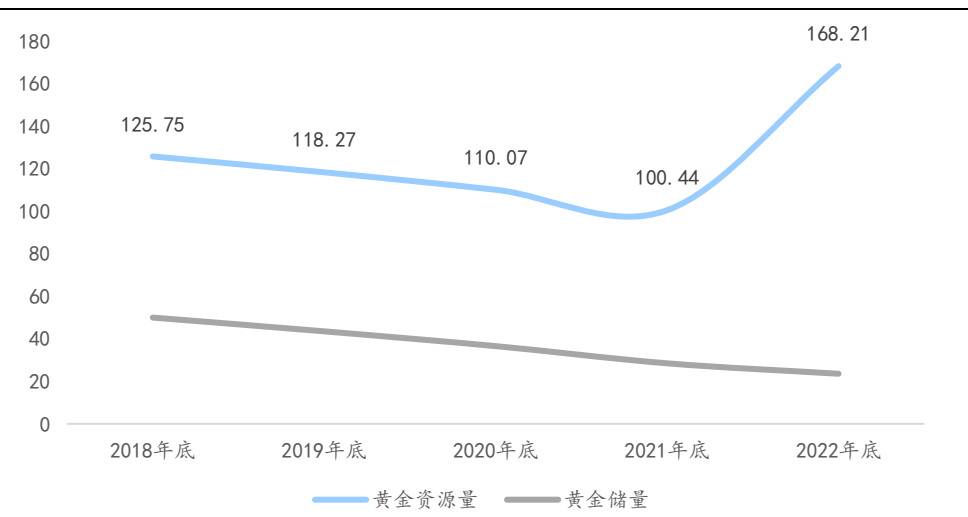
图 8 长山壕矿地理位置及基本情况



资料来源：公司公告，海通国际

长山壕矿目前已完成外围及深部资源勘探，2022 年探明及控制资源量估算同比增加 130%，矿山寿命有望延长至少 15 年。长山壕矿于 2020 年开展了两项地质探矿项目，以增加及提升矿产资源。2021 年第一季度完成了钻孔工作的施工，其中西南矿带共计完成 7 个钻孔共 4,654.35 米，东北矿带共计完成 26 个钻孔共 17,167.50 米。长山壕金矿床外围和深部资源勘探报告于 2021 年 11 月通过了自然资源部储量评审中心组织的专家评审，并于 2022 年 1 月完成了在自然资源部的备案工作。资料已于 2022 年 5 月汇交内蒙古自治区地质档案馆，取得汇交凭证，标志本阶段项目勘探工作已全部完成，从而为深部资源的开发利用研究奠定了基础。截至 2022 年底，长山壕金矿拥有黄金资源量 168.21 吨，同比增加 67.5%；黄金储量 23.54 吨，同比减少 17.3%。

图 9 长山壕矿历史黄金资源量及黄金储量变动（单位：吨）



资料来源：公司年报，海通国际

表 2 长山壕矿 2022 年底矿产资源量

位置	矿产资源种类	矿石量 (千吨)	品位 (克/吨)	金属量 (吨)
在露天矿坑限制内以 0.28 克/吨金的边界品位保有	探明	17,088	0.64	10.96
	控制	19,990	0.68	13.56
	探明+控制	37,078	0.67	24.52
	推断	5,395	0.42	2.28
地下边界金品位 0.30 克/吨	探明	88,200	0.67	58.66
	控制	89,850	0.58	52.07
	探明+控制	178,050	0.62	110.73
	推断	62,090	0.49	30.68
总计		282,613	0.60	168.21

备注：露天采矿矿产资源按边界金品位 0.28 克/吨呈报，地下矿块崩落采矿的额外矿产资源按边界金品位 0.30 克/吨呈报

资料来源：公司 2022 年报，海通国际

表 3 长山壕矿 2022 年底矿产储量

类别	矿石量 (千吨)	品位 (克/吨)	金属量 (吨)
证实	17,088	0.62	10.52
概略	19,990	0.65	13.02
总计	37,078	0.63	23.54

资料来源：公司 2022 年报，海通国际

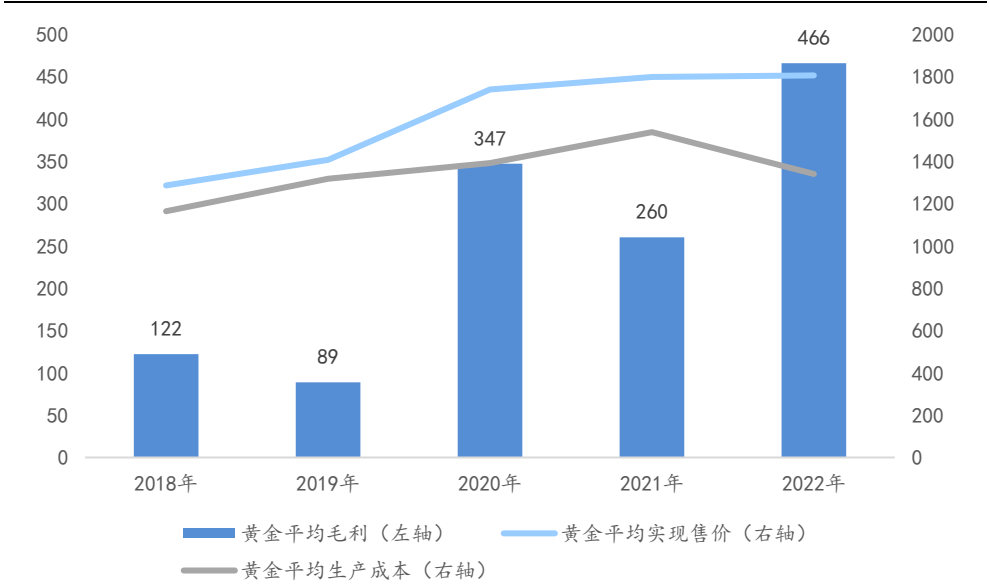
黄金产销量保持稳定，生产成本由增转降。2022 年长山壕矿的黄金产销量为 4.6 吨，同比持平。2022 年长山壕矿黄金的总生产成本为 1340 美元/盎司，同比下降 12.9%；现金生产成本为 803 美元/盎司，同比下降 24.4%。黄金生产成本较大幅度的下降说明公司在长山壕金矿的成本管控取得了积极成效，这主要源于剥采比的显著下降（同比下降 63.9%）和品位的上升（同比上升 16.7%）。受益于成本管控，长山壕矿 2022 年矿产黄金的平均毛利回升至 466 美元/盎司，同比增长 79.2%，对应毛利率为 25.8%，为近五年最高水平。

表 4 长山壕矿历年产销量数据

	2018	2019	2020	2021	2022
黄金产量 (盎司)	144,896	146,805	149,572	148,082	148,164
黄金销量 (盎司)	145,272	145,811	149,578	148,086	148,153
黄金产量 (吨)	4.5	4.6	4.7	4.6	4.6
黄金销量 (吨)	4.5	4.5	4.7	4.6	4.6

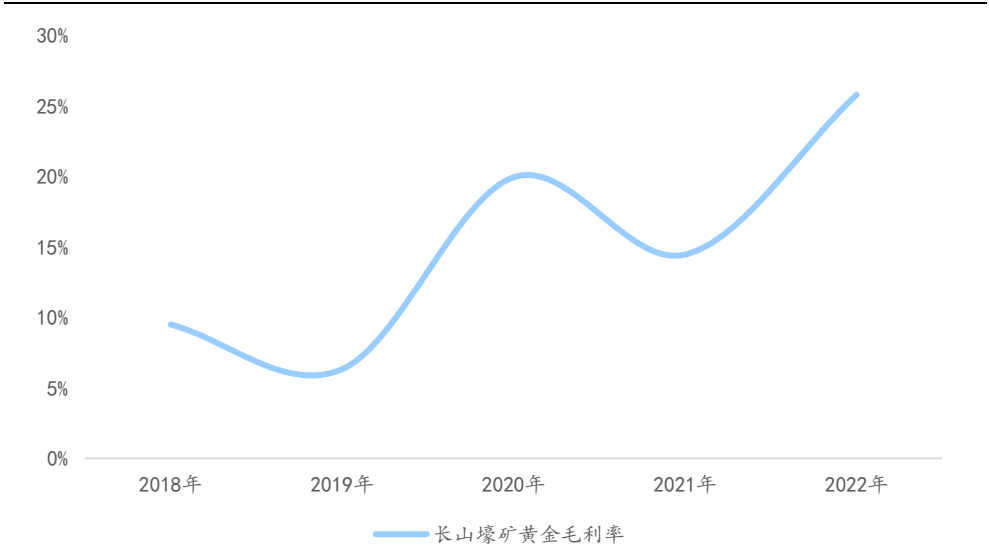
资料来源：公司年报，海通国际

图 10 长山壕矿黄金盈利情况 (单位：美元/盎司)



资料来源：公司年报，海通国际

图 11 长山壕矿黄金毛利率变化



资料来源：公司年报，海通国际

表 5 长山壕矿最新生产状况

	年度	
	2021	2022
上堆矿量 (吨)	13,182,193	13,015,192
平均矿石品位 (克/吨)	0.54	0.63
可回收黄金 (盎司)	137,758	158,670
期末在制黄金 (盎司)	157,816	168,405
采出的废石 (吨)	47,072,911	16,789,856
剥采比	3.57	1.29

资料来源：公司 2022 年报，海通国际

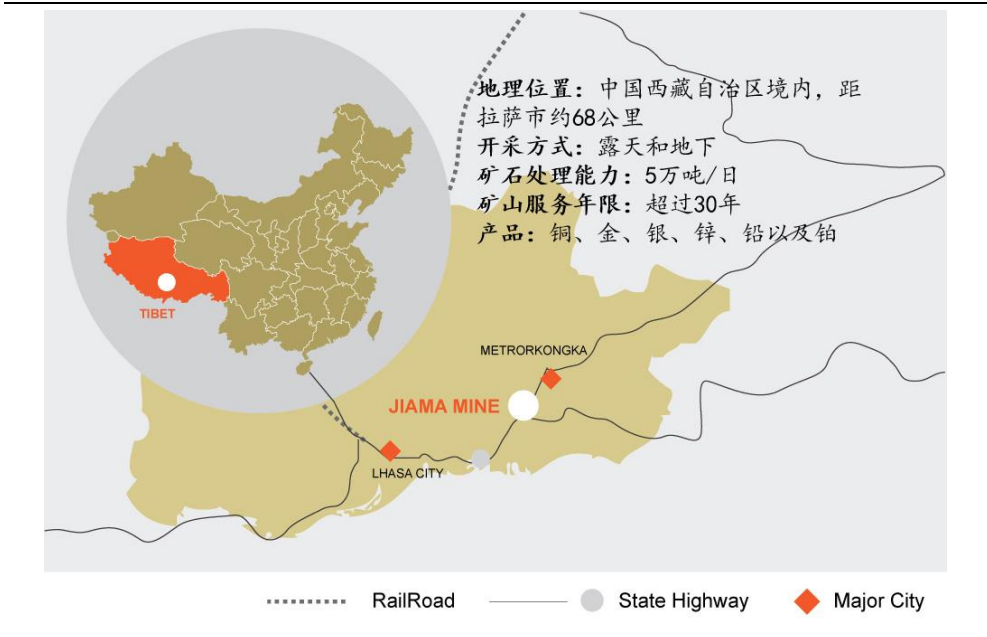
长山壕金矿于 2024 年 1 月 3 日开始全面恢复正常生产运营。公司在 2023 年 11 月 15 日的公告中披露，长山壕矿计划于第三季度末及第四季度降低开采率，以加强边坡的管理及维护。目前长山壕矿的边坡维护工作已完成，采矿、运输、破碎和上矿均已达到正常水准。长山壕矿恢复正常运行后，将全面提高 2024 年度各项财务及生产指标打下坚实基础。长山壕矿的深部资源开发准备工作正在有序进行中，并已取得显著进展。公司继续推进长山壕矿深部资源利用的可行性研究。

三、甲玛矿：灵活调整生产组织，铜精矿收入贡献稳步提升

1. 大型铜金多金属矿床，金属矿产资源丰富

甲玛矿是一个大型铜金多金属矿床，蕴含铜、黄金、银、钼、铅和锌，位于中国西藏自治区的冈底斯矿化带。甲玛矿区以地下采矿作业及露天作业方式开采。2010 年下半年，甲玛矿区一期开始进行采矿作业，并于 2011 年初达到设计产能 6,000 吨/日。甲玛矿区二期于 2018 年开始进行采矿作业，设计产能为 44,000 吨/日。甲玛矿的综合采矿及选矿能力为 50,000 吨/日。2022 年公司营收中来自甲玛矿区的销售收入为 837.4 百万美元，较 2021 年同期的 871.2 百万美元减少 33.8 百万美元，占总营收比例为 76%。

图 12 甲玛矿地理位置及基本情况



资料来源：公司公告，海通国际

资源勘探方面，2021 年已安排甲玛矿区外围详查地表钻孔 12 个、进尺 17,418 米中，尚余钻孔 9 个、进尺 14,606 米需在 2022 年完成。截至 2022 年第四季度末，已完成钻孔进尺 11,775.86 米，岩芯编录 11,775.86 米和采集样品 2,194 件。此外，2022 年年初拟安排另一项甲玛矿区外围详查项目，含钻孔 8 个、进尺 10,222 米。第三，为在八一牧场区域圈定 1 至 2 处找矿靶区，2022 年第一季度已安排一项地质普查项目，包括地质调查 37.31 平方公里，土壤和岩石调查各 26 平方公里及钻孔 12 个、进尺 5,168 米。截至 2022 年 12 月，已完成林地租赁招标、审批、水土恢复与保持方案等工作。

甲玛矿拥有丰富的金属矿产资源。截至 2022 年底，甲玛矿现有铜、钼、铅、锌、金、银资源量分别为 681 万吨、61 万吨、96 万吨、57 万吨、178 吨、9762 吨，储量分别为 214 万吨、13 万吨、43 万吨、24 万吨、57 吨、3649 吨。

表 6 甲玛矿 2022 年底矿产资源量

矿产资源种类	矿石量 百万吨	铜 %	钼 %	铅 %	锌 %	金 克/吨	银 克/吨	铜金属 千吨	钼金属 千吨	铅金属 千吨	锌金属 千吨	金 百万盎司	银 百万盎司
探明	91.94	0.38	0.04	0.04	0.02	0.07	5.05	350.6	33.7	33.5	16.8	0.216	14.921
控制	1,315.48	0.40	0.03	0.05	0.03	0.10	5.48	5,216.8	451.9	613.1	380.0	4.197	232.005
探明+控制	1,407.42	0.40	0.03	0.05	0.03	0.10	5.46	5,567.4	485.6	646.6	396.8	4.412	246.926
推断	406.10	0.31	0.03	0.08	0.04	0.10	5.13	1,247.0	123.0	311.0	175.0	1.317	66.926
总计	1,813.52	0.38	0.03	0.06	0.03	0.10	5.39	6,814.4	608.6	957.6	571.8	5.729	313.852

资料来源：公司 2022 年报，海通国际

表 7 甲玛矿 2022 年底矿产储量

矿产资源种类	矿石量 百万吨	铜 %	钼 %	铅 %	锌 %	金 克/吨	银 克/吨	铜金属 千吨	钼金属 千吨	铅金属 千吨	锌金属 千吨	金 百万盎司	银 百万盎司
证实	17.70	0.60	0.05	0.02	0.02	0.19	7.60	105.9	8.9	4.0	2.7	0.108	4.324
概略	341.46	0.60	0.03	0.13	0.07	0.16	10.29	2037.3	117.1	427.7	236.2	1.726	113.005
总计	359.16	0.60	0.04	0.12	0.07	0.16	10.16	2143.2	126.0	431.7	238.9	1.834	117.329

资料来源：公司 2022 年报，海通国际

2. 主动调整生产组织，铜收入占比有所提升

2022 年甲玛矿共产出铜 8.5 万吨，黄金 2.8 吨，银 98.6 吨，钼 869 吨，而铅及锌无产出。相比 2021 年，除钼产量同比增加 1 倍外，其余金属产量均同比减少，铜略微减少 1.6%，黄金减少 6.7%，银减少 38.9%，铅、锌减少 100%。金属产量结构的变化是公司主动调整甲玛矿生产组织的结果，2022 年主要以开采和处理低品位露天角岩为主，不含铅锌。

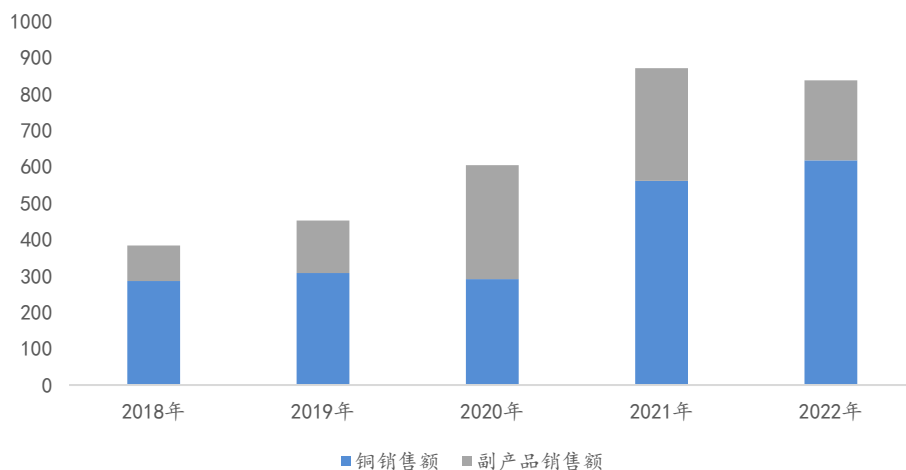
表 8 甲玛矿历年产销量数据

	2018	2019	2020	2021	2022
铜产量 (吨)	55,025	62,533	82,059	86,400	85,004
铜销量 (吨)	53,280	65,321	80,463	87,565	84,570
黄金产量 (吨)	2.2	2.1	2.8	3.0	2.8
黄金销量 (吨)	2.1	2.2	2.8	3.0	2.8
银产量 (吨)	99.9	117.6	226.3	161.4	98.6
银销量 (吨)	93.6	123.2	221.3	165.8	98.5
铅产量 (吨)	-	2,752	72,031	40,661	-
铅销量 (吨)	-	2,752	69,714	42,978	-
锌产量 (吨)	-	-	34,425	19,560	-
锌销量 (吨)	-	-	33,315	20,669	-
钼产量 (吨)	-	92	187	433	869
钼销量 (吨)	-	645	169	363	941

资料来源：公司年报，海通国际

为利用 2021 年金属价格高位，公司主动调整甲玛矿生产组织，在此情况下，铜销售额相对甲玛矿总收入的占比有所提升。自甲玛矿开始回收铜原矿其他副产品以来，主产品铜的销售额占比持续压缩，并在 2020 年一度降至 50% 以下。自 2020 年二季度铜价开始一路走高，并在 2021 年达到高位，此后维持高位震荡。为利用铜价高位优势，公司主动调整甲玛矿生产组织，铜销售额占比在 2021 年和 2022 年分别提升至 64.46% 和 73.71%。2022 年甲玛矿铜销售额达到 617.23 百万美元，同比增长 9.9%。

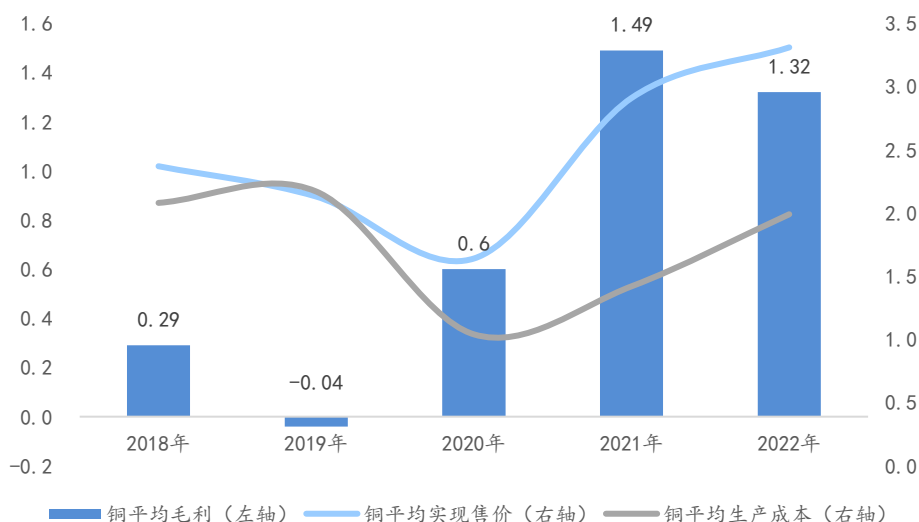
图 13 甲玛矿历年收入结构（单位：百万美元）



资料来源：Wind，海通国际

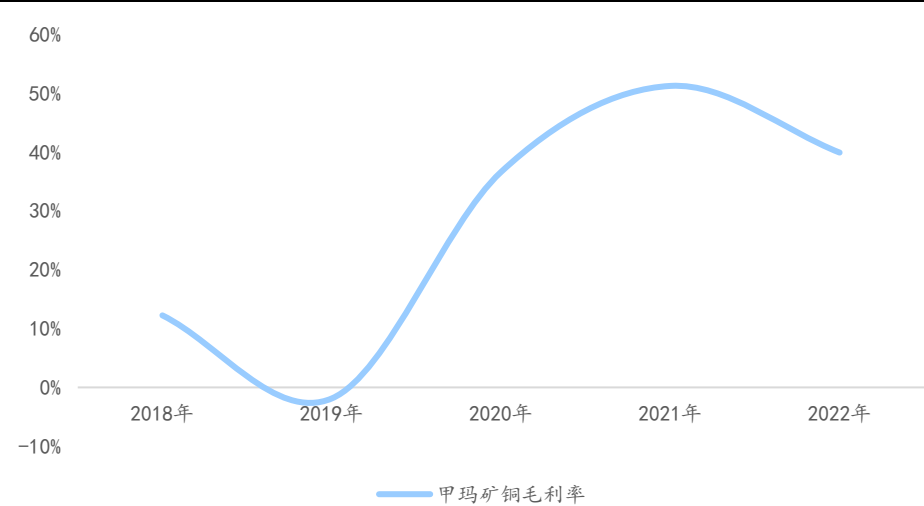
自 2021 年下半年以来，甲玛矿提高低品位矿石利用率，并且严格控制运营成本。受此影响，甲玛矿整体品位有所下降，其中 2022 年甲玛矿平均铜矿石品位为 0.57%，同比下降 9.5%。铜品位的下降带来了生产成本的提高。2022 年甲玛矿扣除副产品抵扣额后铜总生产成本为 1.99 美元/磅，同比上升 40.1%；扣除副产品抵扣额后现金生产成本为 1.33 美元/磅，同比上升 47.8%。成本的提升使得矿产铜毛利率较 2021 年有所下滑，但仍维持在比较高的水平。

图 14 甲玛矿金属铜盈利情况（单位：美元/磅）



资料来源：公司年报，海通国际

图 15 甲玛矿铜毛利率变化



资料来源：公司年报，海通国际

表 9 甲玛矿最新生产状况

	年度	
	2021	2022
处理的矿石（吨）	16,304,513	17,446,643
平均铜矿石品位（%）	0.63	0.57
铜回收率（%）	85	85
平均黄金品位（克/吨）	0.28	0.23
黄金回收率（%）	66	69
平均银品位（克/吨）	15.24	8.95
银回收率（%）	65	63
平均铅品位（%）	1.42	-
铅回收率（%）	81.65	-
平均锌品位（%）	0.77	-
锌回收率（%）	71.99	-
平均钼品位（%）	0.022	0.027
钼回收率（%）	28.22	18.75

资料来源：公司 2022 年报，海通国际

公司将采用顺应及适合市场状况的灵活采矿计划。灵活的开采计划及较高的边界品位能够有效保持甲玛矿经营业绩的稳定性，降低金属价格波动的影响和风险，确保经营业绩的可持续增长。

中国黄金国际宣布甲玛铜金多金属矿逐步复产。2023 年 12 月 18 日公司发布公告，经拉萨市政府批准，公司所属甲玛铜金多金属矿已于 2023 年 12 月 15 日开始逐步恢复生产，这与此前于 2023 年 3 月 31 日公告，2023 年 5 月 5 日公告及 2023 年 11 月 15 日公告中所披露的关于甲玛矿果朗沟尾矿库尾砂外溢事件的情况一致。

本次的甲玛矿复工为部分井下采空区治理及一期选矿厂恢复运营生产，日处理矿量 6,000 吨。选矿厂所产生的尾矿全部通过充填系统充填至井下采空区。公司为全面复工制定了分步计划，本次一期选矿厂复工是全盘计划中的第一步。目前果朗沟尾矿库坝体的修复和加固工程已全面完工，安全评估报告已完成，正等待政府验收及审批。后续尾矿排放方案的审核流程也在同期进行中，公司将继续推动甲玛矿按照设计能力全面复工复产。

四、金属价格上涨将继续为公司业绩增长提供强劲支撑

1. 美联储货币政策、地缘政治风险、银行业危机等多因素推高金价

2023 年黄金整体走势以震荡上行为主。2023 年开盘 1826.35 美元/盎司，年内最高 2146.79 美元/盎司，年内最低 1804.5 美元/盎司，年内最终收于 2062.6 美元/盎司。全年涨幅高达 13.16%。

2023 年 2 月 2 日，美联储将基准利率上调 25 个基点至 4.50%-4.75% 区间，黄金出现大幅回落。3 月，美国当地时间 3 月 10 日，硅谷银行宣布破产关闭，成为美国史上第二大银行倒闭案，硅谷银行倒闭引发欧美国银行业危机持续发酵，银行业的流动性危机加剧了投资者的恐慌心理，避险情绪高涨。银行危机加剧了市场对经济衰退的担忧，刺激了黄金的需求，国际金价快速回升。

2023 年 4 月 5 日，随着美国最新 ADP 数据的公布，美国经济再次蒙上一层阴影。据美国统计数字显示，3 月份其“小非农”ADP 就业人数仅增加 14.5 万人，远低于预期的 21 万人和 2 月的 26.1 万，并且薪资同比创近 1 年新低。美国就业前景的恶化，预示着美联储此前过快加息动作，市场对于美联储在年内将不得不放缓加息步伐的预期正在加强。同时，美国经济出现的下行风险也使美元遭到抛售，美元指数跌至两个月低位，而黄金价格与美元指数往往呈负相关关系，黄金价格持续上涨。

2023 年 7 月，美联储重启加息，基准利率上调 25 个基点至 5.25%-5.5% 区间，此为本轮目前利率最高点。受此影响，国际金价出现大幅回落。另外，在第三季度美国国债收益率迭创新高，推升美元指数强势上涨冲至年内最高 114.79，导致黄金在第三季度整体出现震荡下行的走势。

2023 年 9 月底 10 月初，国际金价跌至 2023 年度次低点 1809 美元/盎司，后受美国通胀数据快速回落的影响，美联储加息预期逐步减弱，黄金价格快速上行。

同时，在地缘政治动荡和金融市场波动加剧的背景下，各国央行增持黄金，进一步刺激黄金需求，助推黄金价格上涨。2022 年 11 月以来，我国央行已经多次宣布增持黄金，2022 年 11 月，我国央行增持黄金 103 万盎司。而在此之前，我国的黄金储备量自 2019 年 9 月开始，连续三年保持在 6264 万盎司水平。2022 年 12 月，央行继续增持黄金 97 万盎司。2023 年 1 月末，中国黄金储备估值达到 1252.83 亿美元，较 2022 年年底的 1172.35 亿美元环比增加 80.48 亿美元。世界黄金协会近日公布的数据显示，2022 年全球央行购金需求达到 1136 吨，创下 55 年以来的新高，且是连续第 13 年净增持黄金储备。

2023 年 12 月，伴随着巴以冲突再度升级及红海航运危机的不断发酵，在 12 月首日黄金上冲至年内最高 2146.79 美元/盎司，并创历史新高。金价最终收于 2062.6 美元/盎司。

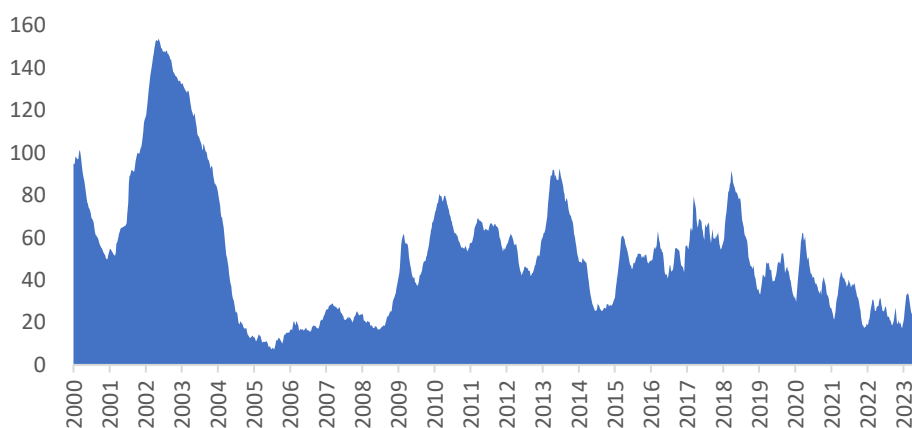
2. 铜企资本开支不足，供需缺口或将扩大

在碳中和时代，铜作为最常见的导体材料，在太阳能发电、风力发电、储能、新能源和配电网领域将得到进一步应用，铜需求将会增加。标普全球预测，若要 2050 年达到碳中和，铜的长期需求将达到目前水平的 2 倍以上，每年 5300 万吨。快速发展的绿色科技增长将推动铜的长期需求增加，绿色科技需要在储能、电动汽车等方面使用铜。经济复苏与新能源转型拉动铜需求，助推铜价上涨。

过去 10 年，全球铜企资本开支不足，同时海外铜矿供应扰动再现，供应端预期收紧，叠加需求回暖预期，供需缺口或将扩大，价格中枢将继续上移。

铜库存处于历史低位，给予铜价支撑。近十年来，铜三地合计库存量于 2018 年 3 月达到高峰，超过 90 万吨，于 2021 年 11 月跌至最低点 17.7 万吨左右。从 2018 年起，总体上看铜库存呈下降趋势。截至 2023 年 12 月 28 日，铜三地总库存量为 19.07 万吨，低库存给予铜价支撑。

图 16 LME+COMEX+SHFE 铜库存 (万吨)



资料来源：Wind，海通国际

五、盈利预测与估值

核心假设：

(1) 长山壕矿：我们预计 2023-2025 年长山壕矿黄金产量保持稳定，年产黄金 4.5 吨。

(2) 甲玛矿：根据甲玛矿资源及生产状况，我们预计 2023-2025 年甲玛矿铜产量分别为 2.0、8.8、10.0 万吨；黄金产量分别为 0.56、3.0、3.0 吨。

通过对各矿山业务的测算及汇总，我们预计 2023-2025 年公司收入 480、1146、1254 百万美元。我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 -0.09、0.58、0.77 美元，我们给予公司 2024 年 12 倍 PE，对应合理价值 54.29 港元（以 7.8 港元/美元换算），首次覆盖给予“优于大市”评级。

表 10 可比公司估值表（截至 2024 年 1 月 8 日）

代码	简称	EPS（元）			PE（倍）		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
000630.CH	铜陵有色	0.29	0.33	0.39	11.06	9.92	8.10
601899.CH	紫金矿业	0.87	1.05	1.29	14.22	11.67	9.06
000975.CH	银泰黄金	0.56	0.65	0.76	26.18	22.52	18.29
600547.CH	山东黄金	0.49	0.65	0.86	45.43	34.44	24.65
均值		0.55	0.67	0.83	24.22	19.64	15.03

注：收盘价为 2024 年 1 月 8 日价格，EPS 为 wind 一致预期
资料来源：Wind，海通国际

六、风险提示

产品价格波动；全球经济增长不确定性；项目建设进度不及预期。

财务报表分析和预测

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	733	525	983	1,385
现金	428	377	654	1,033
应收账款及票据	1	0	1	1
存货	293	143	317	339
其他	10	4	10	11
非流动资产	2,462	2,302	2,041	1,780
固定资产	1,579	1,479	1,279	1,079
无形资产	787	722	658	593
其他	96	100	104	108
资产总计	3,195	2,826	3,024	3,166
流动负债	639	485	608	602
短期借款	400	371	343	314
应付账款及票据	70	39	86	92
其他	169	75	179	196
非流动负债	653	584	534	484
长期债务	434	384	334	284
其他	219	201	201	201
负债合计	1,291	1,069	1,142	1,087
普通股股本	1,229	1,229	1,229	1,229
储备	702	556	676	867
归属母公司股东权益	1,884	1,738	1,858	2,049
少数股东权益	19	19	23	30
股东权益合计	1,903	1,757	1,881	2,079
负债和股东权益	3,195	2,826	3,024	3,166
现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	447	42	234	334
净利润	223	-34	231	303
少数股东权益	3	-1	5	6
折旧摊销	208	0	0	0
营运资金变动及其他	14	76	-2	24
投资活动现金流	-33	128	261	261
资本支出	-46	165	265	265
其他投资	12	-37	-4	-4
筹资活动现金流	-185	-207	-204	-201
借款增加	-86	-78	-78	-78
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	-99	-128	-125	-122
其他	-1	0	0	0
现金净增加额	220	-51	277	379

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,105	480	1,146	1,254
其他收入	0	0	0	0
营业成本	709	342	758	811
销售费用	0	0	0	0
管理费用	53	86	46	38
研发费用	25	24	34	25
财务费用	16	22	20	11
除税前溢利	275	-43	288	368
所得税	50	-8	52	59
净利润	225	-34	236	309
少数股东损益	3	-1	5	6
归属母公司净利润	223	-34	231	303
EBIT	292	-20	308	380
EBITDA	500	-20	308	380
EPS (元)	0.56	-0.09	0.58	0.77

主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	-2.85%	-56.56%	138.79%	9.38%
归属母公司净利润	-16.69%	-115.17%	784.41%	31.18%
获利能力				
毛利率	35.80%	28.73%	33.85%	35.30%
销售净利率	20.16%	-7.04%	20.17%	24.19%
ROE	11.82%	-1.94%	12.45%	14.80%
ROIC	8.72%	-0.66%	9.87%	11.92%
偿债能力				
资产负债率	40.42%	37.83%	37.78%	34.33%
净负债比率	21.26%	21.49%	1.19%	-20.95%
流动比率	1.15	1.08	1.62	2.30
速动比率	0.69	0.79	1.09	1.73
营运能力				
总资产周转率	0.34	0.16	0.39	0.41
应收账款周转率	1,025.95	651.30	1,446.24	1,071.90
应付账款周转率	8.77	6.26	12.09	9.07
每股指标 (元)				
每股收益	0.56	-0.09	0.58	0.77
每股经营现金流	1.13	0.11	0.59	0.84
每股净资产	4.75	4.39	4.69	5.17
估值比率				
P/E	40.75	-398.98	58.29	44.44
P/B	4.82	7.75	7.26	6.58
EV/EBITDA	18.98	-676.52	43.87	34.34

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为 1 月 8 日；（2）以上各表均为简表
资料来源：公司年报（2022），海通国际

APPENDIX 1**Summary**

China Gold Group Holdings, focusing on gold and copper mining. China Gold International is a gold and base metals mining company registered in British Columbia, Canada, and listed in Hong Kong, China and Canada. The ultimate controlling shareholder of the company is China Gold Group Co., Ltd., holding 40.01% of the shares, and the company is its only overseas listing platform. The company focuses on gold and copper mining, producing a total of 7.4 tonnes of gold and 85,000 tonnes of copper in 2022. The company's revenue has grown rapidly, with a revenue CAGR of 24.65% in the three years from 2020 to 2022. In 2022, the net profit attributable to the parent company was US\$222.7 million.

Changshan Trench Mine: The exploration of deep resources has been successfully completed, and the control of production costs has achieved remarkable results. The Changshan Trench Mine has completed exploration for peripheral and deep resources, and the estimated proven and controlled resources in 2022 increased by 130% year-on-year, with a total gold resource of 168.2 tons. The mine life is expected to be extended by at least 15 years. In 2022, the total production cost of gold in Changshan hao Mine was US\$1,340/oz, down 12.9% year-on-year; Cash production costs were US\$803/oz, down 24.4% year-on-year. The significant decrease in the cost of gold production indicates that the company has achieved positive results in cost control at the Changshan hao gold mine. Benefiting from cost control, the average gross profit of mining gold in 2022 rebounded to US\$466/oz, a year-on-year increase of 79.2%, and the corresponding gross profit margin was 25.8%, the highest level in the past five years.

Jiama Mine: Flexible adjustment of production organization, copper concentrate revenue contribution steadily increased. The Jiama Mine is rich in metallic minerals, including copper, gold, silver, molybdenum, lead and zinc. Since the second half of 2021, Jiama Mine has increased the utilization rate of low-grade ore and strictly controlled operating costs. In 2022, the copper sales reached US\$617.23 million, accounting for 73.71% of the total revenue of the mine.

Rising metal prices will continue to provide strong support for the company's performance growth. Gold prices rose due to geopolitical risks such as the US dollar's real interest rate, the Silicon Valley Bank incident and the Israeli-Palestinian conflict, as well as the impact of large-scale and sustained gold purchases by central banks.

Earnings Forecast & Rating: We expect the company's revenue to be \$480, 1146, 1254 million USD in 2023-2025. We expect the company's 2023-2025 EPS to be US\$-0.09, US\$0.58 and US\$0.77 respectively, and we give the company 12x PE in 2024, corresponding to a reasonable value of HK\$54.29 (converted at HK\$7.8/USD). We initiate coverage with an OUTPERFORM rating.

Risk Warning: Product price fluctuations; uncertainties in global economic growth; The construction progress of the project is not as expected.

APPENDIX 2

ESG Comments

Environmental:

Operate in an environmentally responsible manner, seeking to solve the technical bottlenecks through innovative development.

Social:

Carry out all businesses in an ethic and sustainable way, protecting and advancing the interests, health, safety, benefit and individual development of employees directly and indirectly serving China Gold International.

Governance:

Become a part of the international community and take opportunities to promote the development concept of China Gold International so as to ensure a sound image as a dedicated performer of social responsibility in the global mining sector.

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，吴靖婕，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Yijie Wu, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，王曼琪，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Manqi Wang, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

000630.CH, 山东黄金集团财务有限公司 及 金世旗国际控股股份有限公司 目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

000630.CH, 山东黄金集团财务有限公司 and 金世旗国际控股股份有限公司 are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

海通在过去的 12 个月中从 000630.CH 获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 000630.CH.

评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

评级分布 Rating Distribution

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

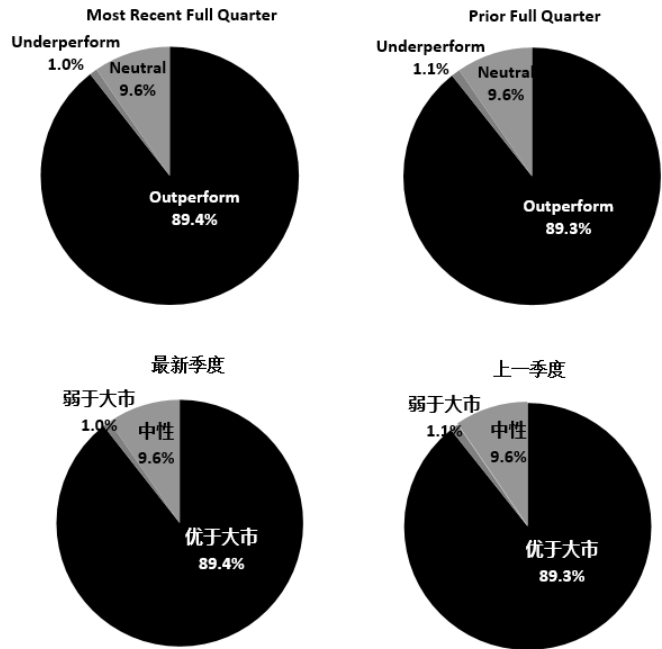
Analyst Stock Ratings

Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.



截至 2023 年 12 月 31 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	89.4%	9.6%	1.0%
投资银行客户*	3.9%	5.1%	5.6%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of December 31, 2023

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.4%	9.6%	1.0%
IB clients*	3.9%	5.1%	5.6%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖：海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券（600837.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数：海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

盟浪义利 (FIN-ESG) 数据通免责声明条款：在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前，请务必仔细阅读本条款并同意本声明：

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司（以下简称“本公司”）基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考，并不构成对任何个人或机构投资建议，也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户，收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断，盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明，本数据（如财务业绩数据等）仅代表过往表现，过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有，本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权，任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的，不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等，否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的，由用户承担相应的赔偿责任，盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定，而盟浪网站平台载明的其他协议内容（如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务（含认证）协议》《盟浪网隐私政策》等）有约定的，则按其他协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.
2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.
3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.
4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明：

非印度证券的研究报告：本报告由海通国际证券集团有限公司（“HTISGL”）的全资附属公司海通国际研究有限公司（“HTIRL”）发行，该公司是根据香港证券及期货条例（第 571 章）持有第 4 类受规管活动（就证券提供意见）的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K.（“HTIJKK”）的协助下发行，HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告：本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India（“SEBI”）监管的 Haitong Securities India Private Limited（“HTSIPL”）所发行，包括制作及发布涵盖 BSE Limited（“BSE”）和 National Stock Exchange of India Limited（“NSE”）上市公司（统称为「印度交易所」）的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购

并成为海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌，经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源，但 HTIRL、HTISCL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的

不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师除外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息：本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知:

除非下文另有规定，否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项：海通国际证券股份有限公司（“HTISCL”）负责分发该研究报告，HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动（从事证券交易）的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）（以下简称“SFO”）所界定的要约邀请，证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项：本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJK 以及任何非 HTISG 美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年“美国证券交易法”第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」（“Major U.S. Institutional Investor”）和「机构投

资者」(“U.S. Institutional Investors”)。在向美国机构投资者分发研究报告时, Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者, 希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易, 只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”) 注册的经纪商, 也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”) 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告, 也不负责其中包含的分析。在任何情况下, 收到本研究报告的任何美国投资者, 不得直接与分析师直接联系, 也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具 (包括 ADR) 可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
联系人电话: (212) 351 6050

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI’s research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to “Professional Investors” as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to “major U.S. institutional investors” and “U.S. institutional investors” in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to “U.S. institutional investors,” HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the “SEC”) and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

中华人民共和国的通知事项: 在中华人民共和国 (下称“中国”, 就本报告目的而言, 不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾) 只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规, 该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定, 在取得中国政府所有的批准或许可之前, 任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项: 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 予以实施, 该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) 的规定得到「国际交易商豁免」(“International Dealer Exemption”) 的交易商, 位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大, 该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点, 任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时, 每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」(“Accredited Investor”), 或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」(“Permitted Investor”)。

新加坡投资者的通知事项: 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [公司注册编号 201311400G] 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》(第 110 章) (“FAA”) 定义的豁免财务顾问, 可 (a) 提供关于证券, 集体投资计划的部分, 交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和

场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》（第 289 章）第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题，本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系：

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623

电话: (65) 6536 1920

日本投资者的通知事项：本研究报告由海通国际证券有限公司所发布，旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构（根据日本金融机构和交易法（“FIEL”））第 61（1）条，第 17-11（1）条的执行及相关条款）。

英国及欧盟投资者的通知事项：本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布，本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项：Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会（以下简称“ASIC”）公司（废除及过度性）文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究，该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取：www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制，该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项：本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India（“SEBI”）监管的 Haitong Securities India Private Limited（“HTSIPL”）所发布，包括制作及发布涵盖 BSE Limited（“BSE”）和 National Stock Exchange of India Limited（“NSE”）（统称为「印度交易所」）研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意，SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

本项研究仅供收件人使用，未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有：海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") [Co Reg No 201311400G. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289). Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6536 1920

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax: +91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

"Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors".

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>