

# 中国有色金属 China Non-ferrous Metals

## 解密中东，探索中资企业出海之路

### Decoding the Middle East: Exploring the Path for Chinese Companies to Go Global

#### 观点聚焦 Investment Focus

股票名称	评级	股票名称	评级
紫金矿业	Outperform	永兴材料	Outperform
洛阳钼业	Outperform	中矿资源	Outperform
中国铝业	Outperform	天山铝业	Outperform
山东黄金	Outperform	格林美	Outperform
天齐锂业	Outperform	驰宏锌锗	Outperform
天齐锂业	Outperform	厦门钨业	Outperform
赣锋锂业	Outperform	万丰奥威	Outperform
中金黄金	Outperform	横店东磁	Outperform
华友钴业	Outperform	锡业股份	Outperform
神火股份	Outperform	赤峰黄金	Outperform
云铝股份	Outperform	东阳光	Outperform
西部矿业	Outperform	金力永磁	Outperform
银泰黄金	Outperform	金力永磁	Outperform
南山铝业	Outperform	盛新锂能	Outperform
铜陵有色	Outperform	天华新能	Outperform
石英股份	Outperform	川能动力	Outperform

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

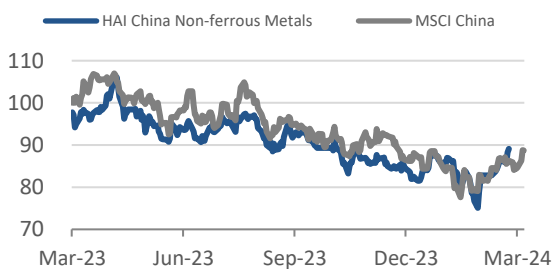
**中东地区地理位置关键，海运条件便利；各国经济水平两极分化严重，平均水平较低。**中东地处欧、亚、非三大洲交界处，是海运重要通道。根据世界银行 2022 年数据，中东地区人口约为 6.19 亿，为全球总人口的 7.78%；GDP 总和为 53464 亿美元，约为全球 GDP 总和的 5.3%；近 5 年来 GDP 总量均保持在全球 GDP 的 4.8% 左右；经济支柱为沙特阿拉伯、土耳其、以色列、阿联酋、埃及、伊朗，6 国 GDP 总量占整个中东地区的 74% 左右。受自然条件限制，中东地区第一产业占 GDP 的比重持续处于低水平，第二、第三产业比重则为 40% 和 50% 以上，其中能源出口占主导地位。

**化石燃料资源储量、产能居世界前列；非燃料矿产资源储量也很丰富，但受限于技术、政局等未能有效释放潜力。**中东地区 23 国中有 8 个 OPEC 成员国，多个国家石油、天然气储量及产能位居世界前列。非燃料矿产资源种类丰富，主要有磷酸盐、黑色系金属、贵金属，储量可观，开发潜力巨大，但受限于技术、政局、经济制裁等因素，未能充分发挥资源优势。近年来陆续探明了更多非燃料矿产，预计未来会通过技术引进、国际合作等方式加大开发力度。

**中东本地主要矿业公司以王室背景资金为主，行业集中度较高。**主要的矿业公司有 Ma'aden、EGA、AMAK 等，业务范围较广、业务链条长，涉及铜金矿、铝土矿、磷酸盐、铁矿等矿物的勘探、生产、加工和销售。

**沙特阿拉伯政策优势，确立采矿业为工业增长第三支柱。**2016 年，沙特王储穆罕默德本萨勒曼阁下颁布了沙特“2030 愿景”，将采矿业确立为工业增长的第三大支柱，并通过简化审批手续、提供税收优惠、优化营商环境等一系列措施，吸引全球投资者来沙特投资发展矿业。中国企业宝钢股份、索通发展、赤峰黄金以及中国地质矿业公司自 2023 年来落地多项涉及钢铁生产、金矿勘探、预焙阳极（铝）等中沙合作项目。

**风险提示：**地区政治局势动荡，全球资源问题政治化，突发事件带来不确定性，世界经济下行风险。



资料来源: Factset, HTI

#### Related Reports

吴漪婕 Yijie Wu  
lisa.yj.wu@htisec.com

王曼琪 Manqi Wang  
mq.wang@htisec.com

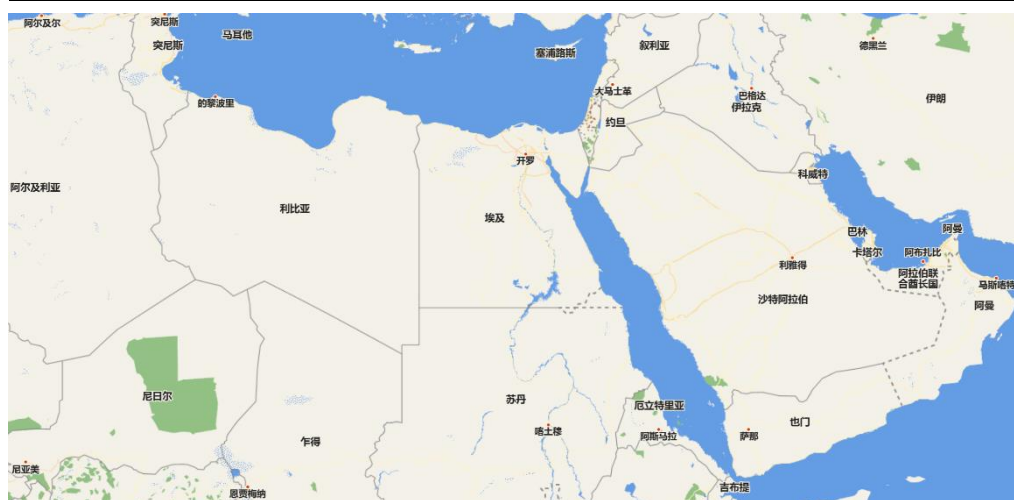
## 一、中东地区整体概况

### 1、区域划分

“中东”一词来源于 16、17 世纪扩张时期的欧洲国家，它们按照东方各地区距西欧的远近，依次将东欧、巴尔干和地中海东岸称作为“近东”，将印度及其以东的国家称为“远东”，为进一步区分“近东”和“远东”，将其间的部分称为“中东”。

中东有着悠久的历史 and 古老的文明。早在数千年前这里就孕育了埃及文明和巴比伦文明，且成为犹太教、基督教和伊斯兰教的发源地，对整个世界文明的发展产生了深远的影响。地理条件、石油资源和宗教文化因素确定了中东在世界政治、经济和军事上的重要地位，因此中东成为了西方列强觊觎的对象，以及霸权主义和扩张势力激烈较量的竞技场，历史上的中东始终充满矛盾与战争。

图1 中东地区主要国家分布图



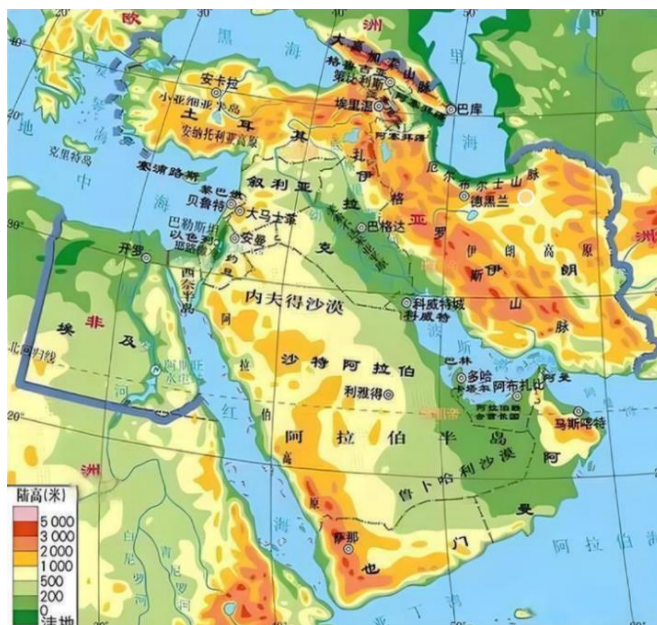
资料来源：Bing Maps，海通国际

本文对中东地区的定义，按照 2006 年外交学院博士论文《中东地区安全复合体——理论与现实的阐释》中“广义的中东地区”标准进行，包含土耳其、塞浦路斯、叙利亚、黎巴嫩、以色列、巴勒斯坦、约旦、埃及、沙特阿拉伯、也门、阿曼、阿拉伯联合酋长国、巴林、卡塔尔、伊拉克、科威特、伊朗、阿富汗、摩洛哥、突尼斯、阿尔及利亚、利比亚和毛里塔尼亚等 23 个国家。巴勒斯坦受巴以冲突影响，多年来政治经济形势不稳定，缺乏投资研究价值，排除在外。

### 2、地理位置及自然条件

中东地区总面积为 1383 万平方千米，占全球所有国家国土面积总和的 9.85%。从地理位置来说中东是位于欧、亚、非三洲交汇之处，以亚洲为主的一个广大的地区。它覆盖了小亚细亚半岛、地中海东岸和东南沿岸地区、阿拉伯半岛、两河流域和伊朗高原。简而言之就是整个亚洲西部再加上北非摩洛哥以东的部分。阿拉伯半岛以北地形以高原为主，平均海拔 1000 米左右，以南除阿拉伯高原外基本为平原。

图2 中东主要地区地形图

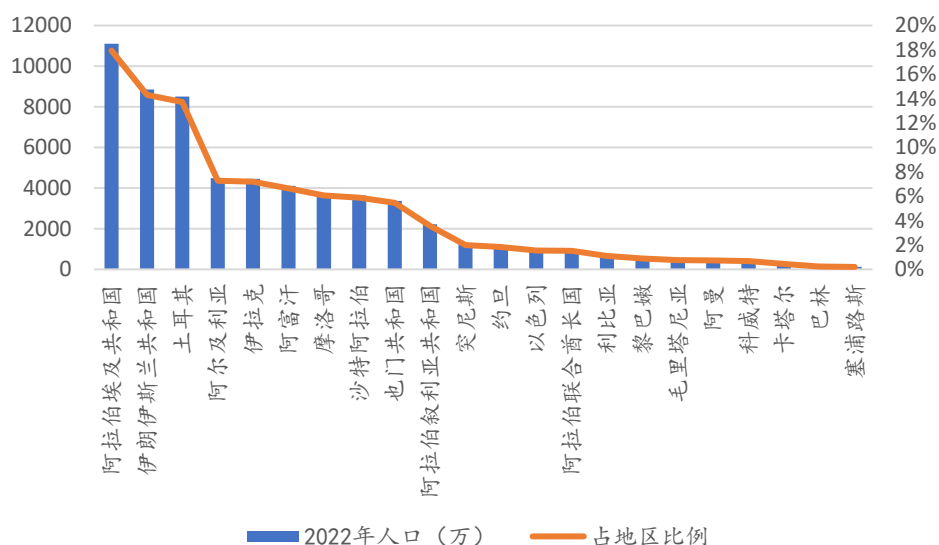


资料来源：中国地理教材，海通国际

南部包括阿拉伯半岛和北非地区以热带沙漠气候为主，年平均气温高，年温差大，日温差更大，降水稀少，气候恶劣，植被稀少。北部以温带大陆性气候为主，夏季高温多雨，冬季寒冷干燥，年温差和日温差大。除两河流域及尼罗河下游部分绿洲外，其余地方不适合植被、作物生长。

### 3、经济状况

图3 中东国家 2022 年人口（万）

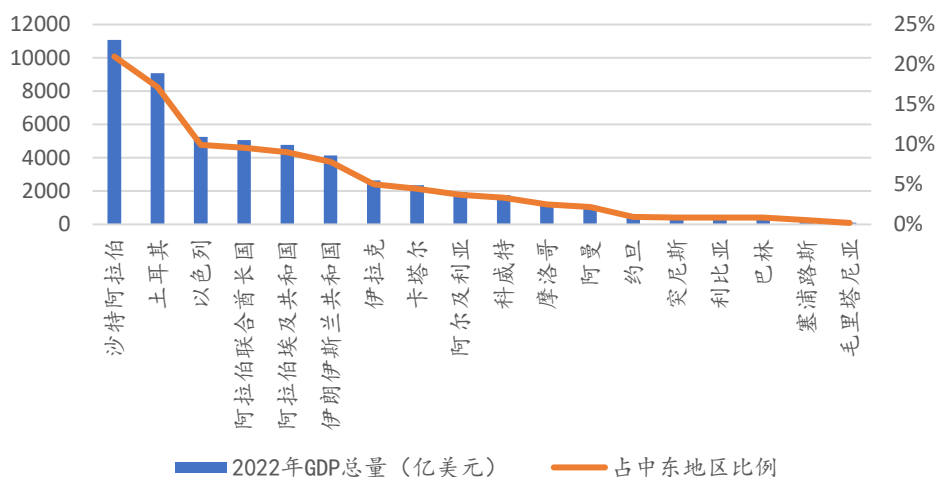


资料来源：世界银行，海通国际

根据世界银行 2022 年数据，中东地区人口约为 6.19 亿，为全球总人口的 7.78%；GDP 总和为 53464 亿美元，约为全球 GDP 总和的 5.3%；近 5 年来 GDP 总量均保持在全球 GDP 的 4.8% 左右；经济支柱为沙特阿拉伯、土耳其、以色列、阿联酋、埃及、伊朗，6 国 GDP 总量占整个中东地区的 74% 左右。

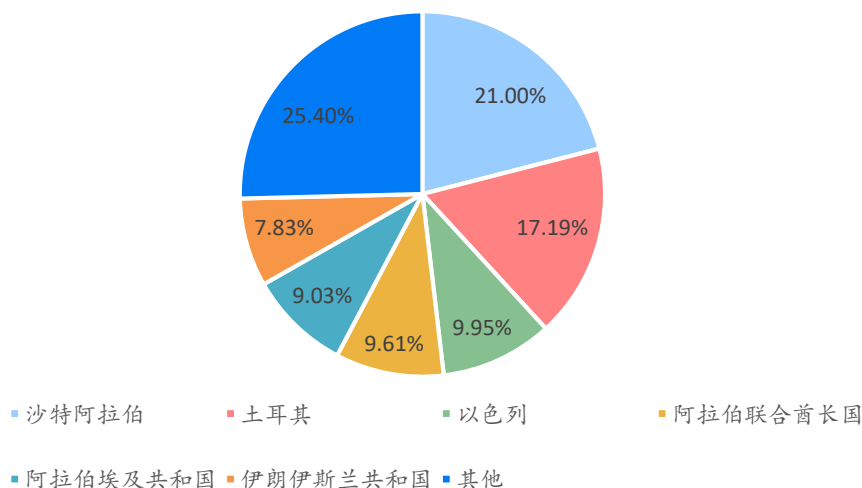
整个地区人均 GDP 为 8641.75 美元，是世界平均水平的 67.25%。其中卡塔尔、以色列、阿联酋和科威特四国超过或接近发达国家平均水平，较为富裕。此外，沙特阿拉伯、巴林、阿曼、塞浦路斯和土耳其五国超过或接近世界平均水平。剩余超过一半国家远低于世界平均水平，处于贫困状态。

图4 中东地区主要国家 2022 年 GDP (美元)



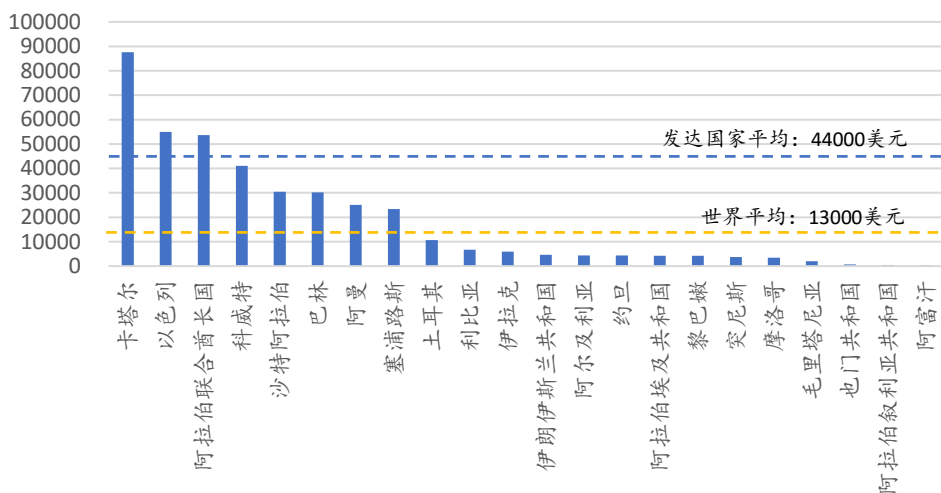
资料来源：世界银行，海通国际

图5 中东地区各国 2022 年 GDP 占全地区比例



资料来源：世界银行，海通国际

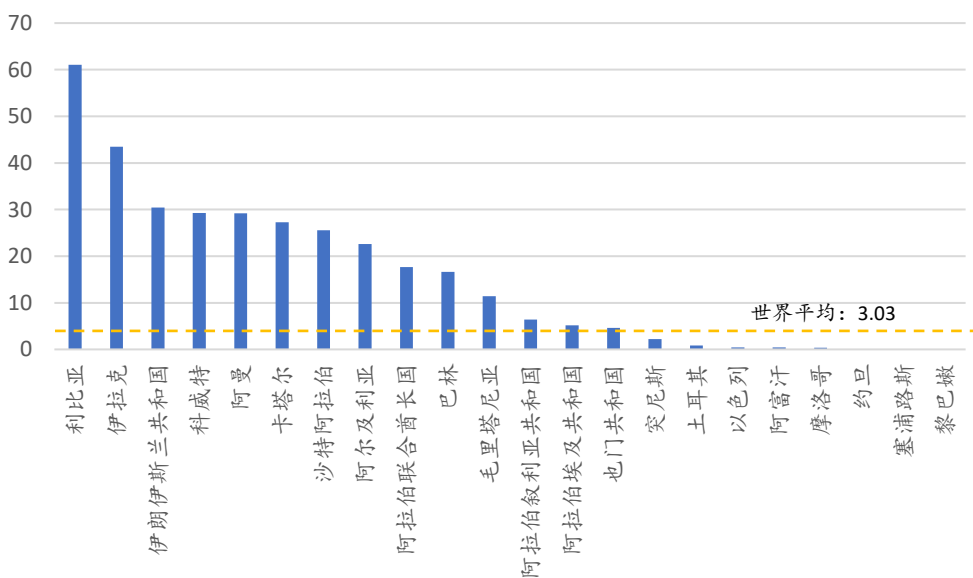
图6 中东地区主要国家 2022 年人均 GDP (美元)



资料来源：世界银行，海通国际

受自然条件限制，中东地区第一产业占 GDP 的比重持续处于低水平，第二、第三产业比重则为 40%和 50%以上。据世界银行，自然资源租金总额是石油租金、天然气租金、煤炭（硬煤和软煤）租金、矿产租金和森林租金之和。世界银行 2021 年数据，中东一半左右国家自然资源租金占 GDP 百分比远高于世界平均水平，由此可见，中东地区国家经济高度依赖自然资源租金。由于化石燃料资源储量和产能巨大，中东地区外贸出口中绝大多数为石油。

图7 中东地区国家 2021 年自然资源租金占 GDP 百分比



资料来源：世界银行，海通国际

## 二、矿产资源

### 1、燃料矿产

图8 中东地区国家主要燃料矿产储量

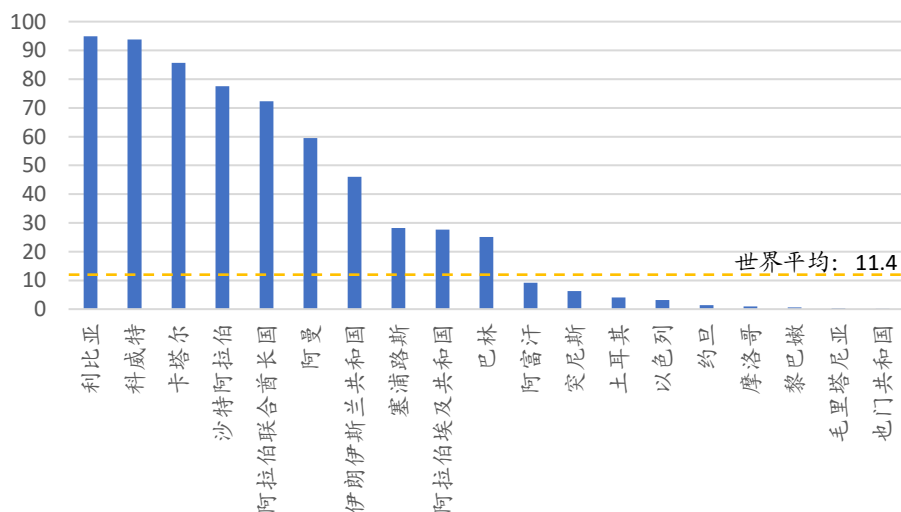
国家	探明石油储量	探明天然气储量
沙特阿拉伯	382 亿吨，占世界储量的 17.3%，居世界第二位	62 亿吨，占世界储量的 4.5%，居世界第六位
阿联酋	130 亿吨，约占全球储量 5.6%，居世界第八位	42 亿吨，约占全球储量的 3.2%，居世界第九位
伊朗	216 亿吨，约占全球储量 9.3%，居世界第四位	243 亿吨，约占全球储量的 18%，居世界第二位
OPEC 成员国	伊拉克 196 亿吨，居世界第五位	25 亿吨，居世界第十二位
	卡塔尔 26 亿吨，居世界第十四位	178 亿吨，居世界第三位
阿尔及利亚	17 亿吨，居世界第十五位	4.58 万亿立方米，居世界第十位
科威特	140 亿吨，居世界第七位	1.78 万亿立方米，居世界第十八位
利比亚	65.8 亿吨	1.54 万亿立方米
阿曼	6.5 亿吨	0.7 万亿立方米

资料来源：中国领事服务网，中国自然资源部全球地质矿产信息系统，海通国际

中东地区化石燃料资源储量丰富，产能和出口量也居世界前列。石油输出国组织 OPEC 的 14 个成员国中，有 8 个位于中东地区。

中东主要的产油国 2018-2022 年平均燃料出口占商品出口百分比均高于世界平均水平数倍，可见长期以来燃料特别是石油出口是其出口最主要的组成部分，是经济的重要命脉。

图9 中东主要国家 2018-2022 年平均燃料出口占商品出口百分比（单位：%）



资料来源：世界银行，海通国际



## 2、非燃料矿产

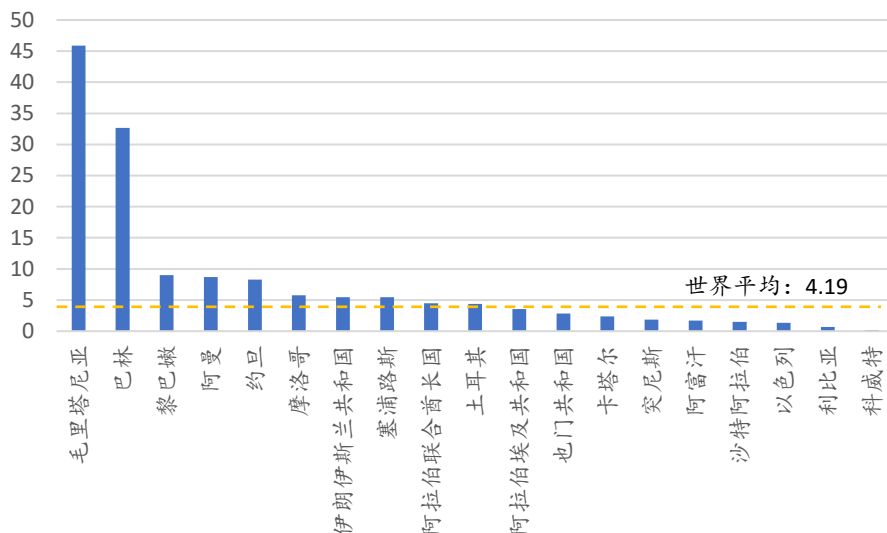
中东地区非燃料矿产资源也相当丰富：

图10 中东主要国家非燃料矿产资源储量

国家	非燃料矿产资源
沙特阿拉伯	沙特阿拉伯矿业部长 2024 年 1 月称，该国已经将未开发矿产资源潜在价值从 2016 年估算的 1.2 万亿美元提高到 2.5 万亿美元，矿产包括磷、金和稀土。
土耳其	主要有花岗石、大理石、硼矿、铬、钽和煤等，总值超过 2 万亿美元。其中，花岗石和大理石储量占世界 40%，品种数量均居世界第一。三氧化二硼储量 7000 万吨，价值 3560 亿美元；钽储量占全球总储量的 22%；铬矿储量 1 亿吨，居世界前列。此外，黄金、白银储量分别为 516 吨和 1100 吨。
埃及	磷酸盐约 70 亿吨，铁矿 6000 万吨。此外还有锰、煤、金、锌、铬、银、钼、铜和滑石等。
伊朗	已探明矿山 3800 处，矿藏储量 270 亿吨；其中，铁矿储量 47 亿吨；铜矿储量 30 亿吨（矿石平均品位 0.8%），约占世界总储量的 5%，居世界第三位；锌矿储量 2.3 亿吨（平均品位 20%），居世界第一位；铬矿储量 2000 万吨；金矿储量 150 吨。此外，还有大量的锰、锑、铅、硼、重晶石、大理石等矿产资源。目前，已开采矿种 56 个，年矿产量 1.5 亿吨，占总储量的 0.55%，占全球矿产品总产量的 1.2%。
阿尔及利亚	矿藏主要有铁、铅锌、铀、铜、金、磷酸盐等。其中铁矿储量为 30 - 50 亿吨，主要分布在东部乌昂扎矿和布哈德拉矿。铅锌矿储量估计为 1.5 亿吨，铀矿 5 万吨，磷酸盐 20 亿吨，黄金 73 吨。
摩洛哥	磷酸盐为主要资源，估计储量 1100 亿吨，占世界储量的 75%。其它矿产资源有铁、铅、锌、钴、锰、钼、铜、盐、磁铁矿、无烟煤、油页岩等。
阿曼	境内发现的矿产资源有铜、金、银、铬、铁、锰、镁、煤、石灰石、大理石、石膏、磷酸盐、石英石、高岭土等。具体情况为：铜矿储量约 1500 万吨，铬矿储量约 250 万吨，铁矿储量约 1.2 亿吨，锰矿储量约 150 万吨，煤矿储量约 1.22 亿吨，石灰石储量约 3 亿吨，大理石储量约 1.5 亿吨，石膏储量约 12 亿吨等。
约旦	主要有磷酸盐、钾盐、铜、锰和铀。磷酸盐储量约 20 亿吨。死海海水可提炼钾盐，储量达 40 亿吨。
利比亚	铁（蕴藏量 20-30 亿吨）、钾、锰、磷酸盐、铜、锡、硫磺、铝矾土等。
阿富汗	已探明的资源主要有天然气、煤、盐、铬、铁、铜、云母及绿宝石等。位于首都喀布尔南部的艾纳克铜矿已探明矿石总储量约 7 亿吨，铜金属总量达 1133 万吨。据估计可能是世界第三大铜矿带。阿还可能拥有全球第五大铁矿脉，煤储量约 7300 万吨。
毛里塔尼亚	矿产资源主要有铁矿，探明储量为 60 亿吨，预计潜力为 140 亿吨。其他资源储量：铜矿 2800 万吨，石膏约 40 亿吨，磷酸盐 1.4 亿吨，黄金 3500 万盎司吨。
叙利亚	磷酸盐储量 6.5 亿吨，岩盐储量 5500 万吨。

资料来源：中国领事服务网，中国自然资源部全球地质矿产信息系统，海通国际

图11 中东主要国家矿石和金属出口占商品出口百分比



资料来源：世界银行，海通国际

除毛里塔尼亚和巴林矿石和金属出口占商品出口比例较高外，其他国家均接近或低于世界平均水平，这与其丰富的矿石和金属储量不相符。由于常年的战乱、开采技术落后、中央政府管理失效以及伊朗等国遭受贸易制裁，中东国家未能有效发挥矿石和金属矿产潜能。近年来，沙特阿拉伯等政局相对稳定的国家也开始加强国际合作，通过与国外企业签订共同开发协议，设立合作项目等方式开发矿产资源。可以预见的是，未来中东的矿石和金属将成为当地重要的经济组成部分。

### 3、资源开发利用

中东地区矿产资源储量大，种类多。20世纪末受限于当地国家落后的技术，无法对探明的矿产进行大规模有效开发。随后部分国家如沙特阿拉伯、阿联酋等开始与发达国家进行合作开发，充分发挥了资源优势，同时也拉动了当地经济迅速发展。近年来，中东地区又探明了大量的非燃料矿产资源，如贵金属、磷酸盐、重金属、稀土等，未来可以预见的是，中东国家将加大与世界主要经济体的合作力度，提高矿产资源利用率，将这些资源储量转化为贸易商品。

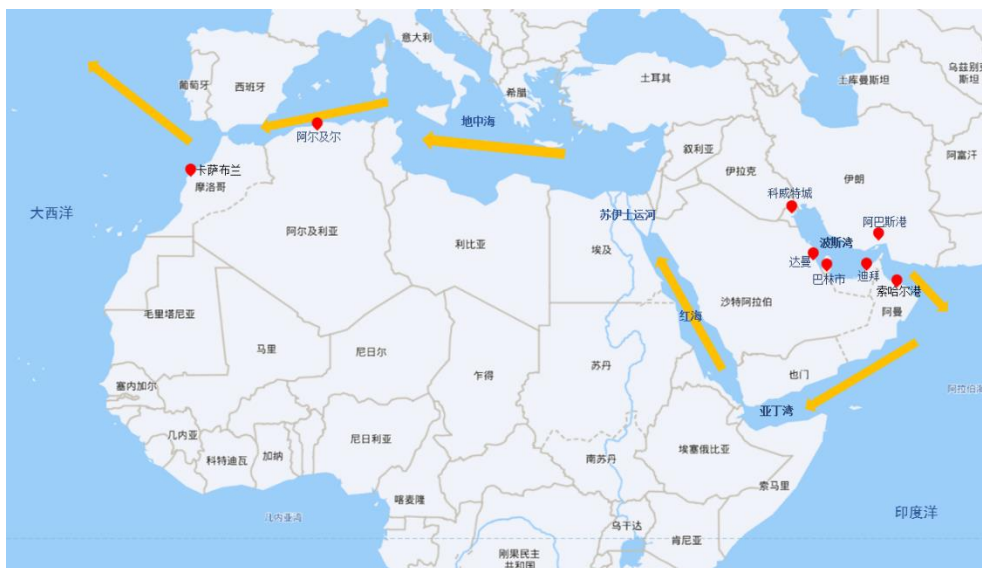
## 三、交通运输及人力成本

### 1、交通运输

中东地处欧亚非三大洲交汇之处，红海-苏伊士运河-地中海更是连通印度洋和大西洋的必经通道，地理位置极其重要。中东航线是全球海运最为繁忙的海运航线之一，其中红海更是承担着全球约五分之一的能源运输，因此中东对于任何能源贸易国都有着战略意义。中东地区海岸线曲折绵长，港口众多且多位于发达城市周边，为海运提供了极大的便利。



图12 中东航线及沿线国家港口/港口城市



资料来源：百度地图，海通国际

主要港口如下：

图13 中东主要国家港口/港口城市

国家	主要港口/港口城市
伊朗	阿巴斯港、霍梅尼港
伊拉克	乌姆盖斯尔（南/北港）
科威特	舒艾拜、舒瓦赫
沙特阿拉伯	达曼
巴林	巴林市
阿拉伯联合酋长国	迪拜、杰贝阿里、阿布扎比
阿曼	索哈尔
卡塔尔	哈马德
摩洛哥	卡萨布兰卡
北非部分	利比亚
	班加西
	阿尔及利亚
	阿尔及尔

资料来源：百运网，海通国际

中东地区的亚洲国家港口大多分布在波斯湾沿岸。波斯湾由阿拉伯海西北延伸入亚洲大陆构成，因此亚洲的中东主要国家均有海港，海运优势明显。据我们测算，各国绝大多数矿产距离波斯湾港口的直线距离基本在 300 公里之内。此外，除伊朗外的其他国家矿产大多分布在平原地区，陆上运输快捷、成本低廉。中东区域的北非国家大多在地中海沿岸拥有海港，因此海运也具有天然优势。

## 2、人力成本

中东地区高度依赖能源出口的产业结构，以及引进技术或合作开发为主的资源开采方式，导致本地高水平技术人员相对匮乏，但是当地劳动力成本却很高。跟据中国商务部 2022 年数据，阿联酋平均月薪 3663.27 美元，全球排名第 5；卡塔尔平均月薪 3168.05 美元，全球排名第 11；沙特阿拉伯平均月薪 1888.68 美元，全球排名第 26；巴林月薪 1728.74 美元，全球排名第 28；阿曼以平均月薪 1626.64 美元排名全球第 30。

整体来看，中东地区主要经济体人力成本居世界前列，但是一些经济落后的中东国家由于本地就业机会少、薪酬低、政局动乱，会通过劳务输出为其他国家提供一批廉价优质的劳动力。中国商务部 2021 年调查显示，叙利亚工人在沙特工作，高水平技工及工程师的收入约 500-1200 美元/月，普通工人约 400 美元/月。在阿联酋的工资略低，普通工人约 300 美元/月起，高级技工约 500 美元/月起。可以预见的是，跨国劳务输出在未来可为中东国家的矿产资源开发活动提供充沛而廉价的人力资源。

## 四、中东本地的主要上市公司

沙特统计总署数据显示，沙特国内探明的矿产近半数均为金属矿，包含金、铜、铁、锡、铝、锌等 30 多种金属矿藏，其中又尤以金矿储量最为丰富，占全部金属矿产中 33%。沙特现有黄金储量在全球位居第 16 位，在阿拉伯世界位居首位。

图14 沙特主要矿产项目以及开发状况

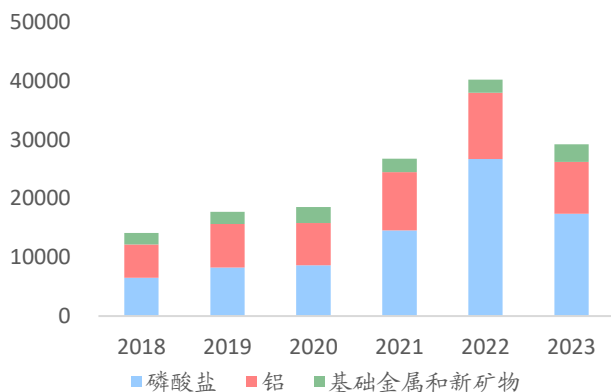
矿业项目	所有者	发展阶段	主矿种	主矿种储量/资源量	合计原位价值 (百万美元)
Umm Wual	沙特矿业公司, 美盛公司, 沙基工业股份	生产	磷酸盐	18.99 × 10 <sup>8</sup> t	151,888
Al Jalamid	沙特矿业公司, 沙基工业股份	生产	磷酸盐	8.49 × 10 <sup>8</sup> t	67,920
Ghurayyah	/	可研	钽	9.60 × 10 <sup>8</sup> t	62,186
Wadi Sawawin	闪耀矿业, 沙特矿业公司	可研	铁	3.28 × 10 <sup>8</sup> t	28,215
Al Ba'itha	沙特矿业公司, 美国铝业公司, 澳大利亚氧化铝有限公司	生产	铝土矿	1.88 × 10 <sup>9</sup> t	10,346
Az Zabirah	沙特矿业公司	生产	铝土矿	1.87 × 10 <sup>9</sup> t	10,285
Jabal Hamra	/	勘查	稀土	14.4 × 10 <sup>4</sup> t	8,756
Atlantis II Deeps	马纳法国际贸易公司, 钻石场资源公司	矿量开发	锌	164.3 × 10 <sup>4</sup> t	8,387
Mansourah	沙特矿业公司	可研	金	544 × 10 <sup>4</sup> oz	8,024
Jabal Sayid	/	勘查	稀土	13.8 × 10 <sup>4</sup> t	6,900

资料来源：中国知网《沙特阿拉伯矿业政策变化与投资环境分析》，海通国际

## 1、沙特矿业公司（Ma'aden）

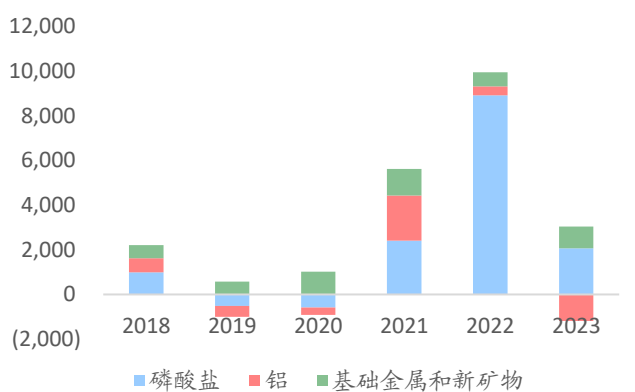
沙特矿业公司成立于 1997 年，是沙特阿拉伯国有的矿业公司，直到 2008 年其一半股份在沙特证券交易所（Tadawul）上市。2018 年 6 月，公共投资基金（PIF）将其持股比例增加到 65.44%。Ma'aden 根据皇家法令成立，任务是发展沙特阿拉伯的矿产部门，将其作为沙特工业的第三大支柱，超越石油和石化产品。Ma'aden 是海湾地区最大矿业公司，也是全球最大的十大矿业公司之一。2023 年年报显示，Ma'aden 的总市值达到 479 亿美元，业务包含勘探、生产、加工、销售磷酸盐、铜、铝等贱金属与新矿物。

图15 2018-2023 Ma'aden 各业务销售贡献 (百万沙特里亚尔)



资料来源: Ma'ade 官网, 海通国际  
备注: 2024 年 3 月 13 日 美元兑沙特里亚尔汇率为: 1:3.75

图16 2018-2023 Ma'aden 各业务利润贡献 (百万沙特里亚尔)

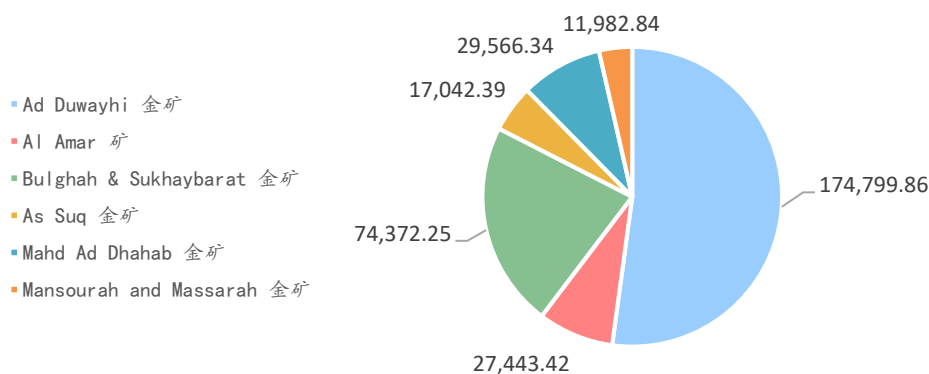


资料来源: Ma'aden 官网, 海通国际  
备注: 2024 年 3 月 13 日 美元兑沙特里亚尔汇率为: 1:3.75

### 1.1、 贱金属与新矿物业务

贱金属和新矿物业务在 2022 年取得了显著的增长, 特别是在金矿和铜矿的开采和加工方面。Ma'aden 运营着 6 个金矿, 金矿业务在 2022 年的总产量为 335,207 盎司。

图17 2022 年 Ma'aden 金矿业务分布及产量 (单位: 盎司)



资料来源: Ma'aden 年报, 海通国际

Ma'aden 在 2022 年处理了总计 273.2 万吨铜精矿, 品位为 2.67%, 回收率为 93.8%, 产出了 68356.3 吨的铜。

### 1.2、 铝业

2009 年, Ma'aden 与世界第三大铝生产商美国铝业公司 (Alcoa) 成立合资企业, 在沙特阿拉伯建造世界上最高效、最综合的铝厂, 耗资 108 亿美元 (410 亿沙特里亚尔)。包括一个铝土矿 (Al Ba'itha Mine)、一个精炼厂 (Ma'aden Aluminium Company)、一个冶炼厂 (Ma'aden Bauxite and Alumina Company)、一个铸造厂 (Ma'aden Aluminium Company)、一个回收装置和世界上最先进的轧制厂 (Ma'aden Rolling Company)。

Ma'aden 完全集成的高效铝生产综合体，是世界上最大、最高效的垂直整合铝综合体。其产品是国际最高标准的铝材，销往国内和全球市场，公司鼓励沙特阿拉伯和邻国发展更多的下游铝基工业。每年处理约 500 万吨的铝土矿，原铝产能 78 万吨，同时轧制厂每年可回收 120,000 吨饮料罐，产能 46 万吨。

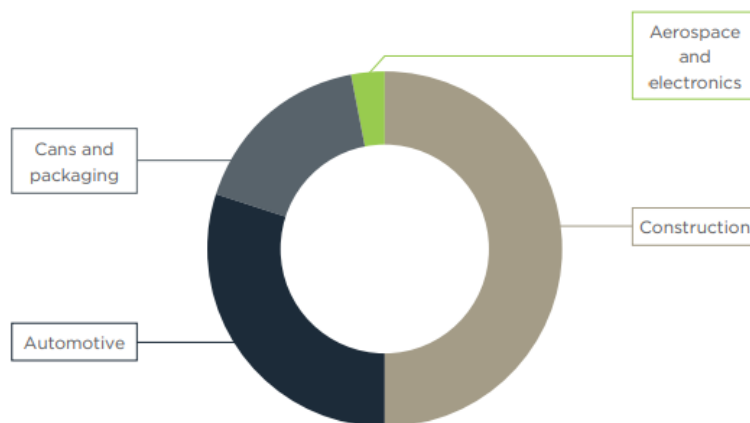
### 1.3、 磷酸盐

Ma'aden Phosphate Company (MPC) 是一家 56 亿美元（210 亿沙特里亚尔）的合资企业，Ma'aden 拥有 70% 的股份，沙基工业股份（Saudi Basic Industries Corporation）拥有 30% 股份。Ma'aden 的磷酸盐矿每年生产近 1160 万吨矿石，选矿厂每年生产 500 万吨浓缩磷矿石。从 Al Jalamid，浓磷矿石通过铁路运输到 1,200 多公里的 Ras Al Khair Industrial City，在 Ma'aden 的综合肥料生产综合体进行加工，其中包括磷酸厂，硫酸厂，氨厂，造粒厂和海水淡化厂。MPC 每年可生产 300 万吨磷酸二铵，其中大部分销往国际市场。

## 2、 阿联酋环球铝业（EGA）

阿联酋环球铝业（EGA）是阿拉伯联合酋长国除石油和天然气外最大的工业公司。由阿布扎比酋长国的 Mubadala 投资公司及迪拜酋长国的迪拜投资公司均等拥有，EGA 是两个酋长国最大的合资公司，是全球最大的“优质铝”生产商。阿联酋全球铝业为全球 60 多个国家的 350 多个客户提供原铝。主要市场是亚洲、中东和北非地区、欧洲和美洲。服务的主要行业是建筑、汽车、罐头和包装以及电子产品。

图18 EGA 下游业务分布



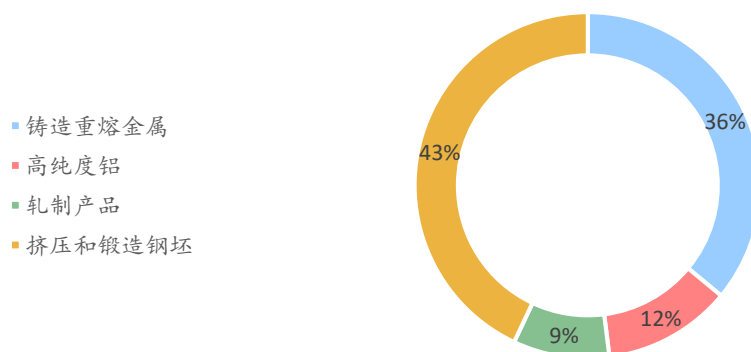
资料来源：EGA 官网，海通国际

EGA 是一家综合性的铝生产商，业务范围从铝土矿开采到金属铸造。EGA 在迪拜 Jebel Ali 运营一家电解铝厂，在阿布扎比阿塔维拉运营一家电解铝及一家氧化铝精炼厂，并在几内亚运营铝土矿矿山及相关出口设施。2020 年，EGA 销售了 252 万吨铸造金属。作为阿联酋唯一的铝生产商，EGA 使阿联酋成为全球第五大铝生产国。

EGA 旗下矿业子公司几内亚氧化铝公司（GAC）于 2019 年投产，是铝土矿的全球供应商，矿区面积 690 平方公里。铝土矿含三水铝矿含量相对较高，勃姆石（Boehmite, AlO(OH))、活性二氧化硅和有机杂质含量较低。EGA 凭借生产低温和高温铝土矿，能够被各种氧化铝精炼厂加工。

EGA 生产三大类优质铝产品: 1) 高纯度和铸造重熔产品（用于电子和航空航天以及汽车应用）；2) 轧制产品（用于包装，可以库存合金，平版印刷板和汽车行业）；3) 用于挤压和锻造的钢坯（用于建筑，工业，运输和汽车用途）。

图19 EGA 产品结构



资料来源：EGA 官网，海通国际

2021 年 EGA 铝的平均纯度为 99.86%，Jebel Ali 工厂的某些罐子生产纯度极高的铝，达到 99.96%，用于专业航空和电子应用。2022 年，EGA 销售了 213 万吨增值产品（优质铝），占金属总销售额的 78%。

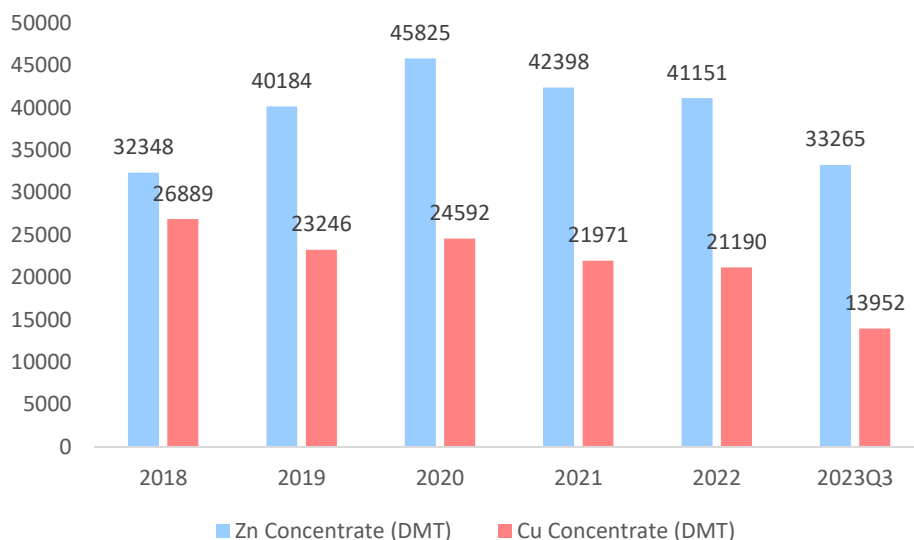
### 3、AMAK（Al Masane Al Kobra Mining Co.）

AMAK 公司主要生产铜、锌和金矿石。这些金属通常用于各种工业应用，包括电气工程、建筑、汽车制造和珠宝制造等。AMAK 由 AADC 与沙特阿拉伯矿业公司（Ma'aden）合资成立，其中 AADC 持有 AMAK 41% 的股权。

#### 3.1、Al Masane 铜锌矿

Al Masane 铜锌矿位于沙特阿拉伯王国西南部的 Najran，海拔超过 1600m。矿山工业设施的建立始于 2008 年，商业生产始于 2012 年。Al Masane 开采面积 42.07 km<sup>2</sup>。该厂铜精矿生产能力达到 21971 吨，锌精矿生产能力达到 42398 吨。

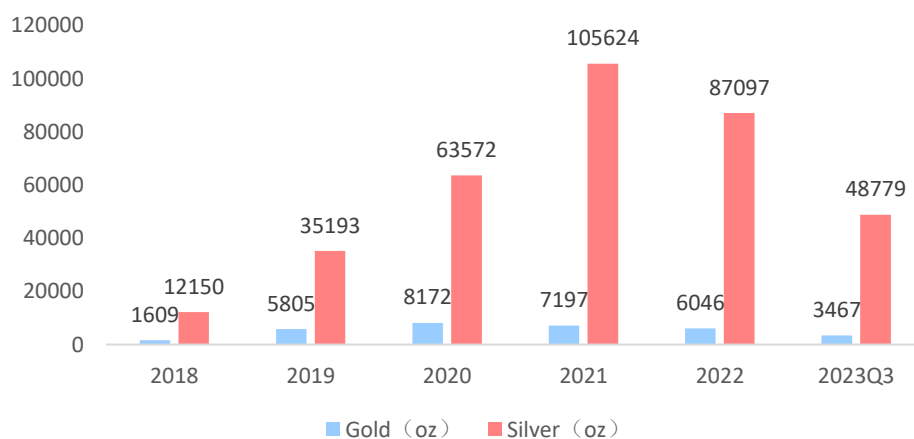
图20 2018-2023Q3 AI Masane 铜锌矿产量（单位：DMT）



资料来源：AMAK 官网，海通国际

黄金和白银是副产品。产品通过 Jazan 港口运输和出口。

图21 2018-2023Q3 AI Masane 铜锌矿副产品黄金、白银产量（单位：盎司）



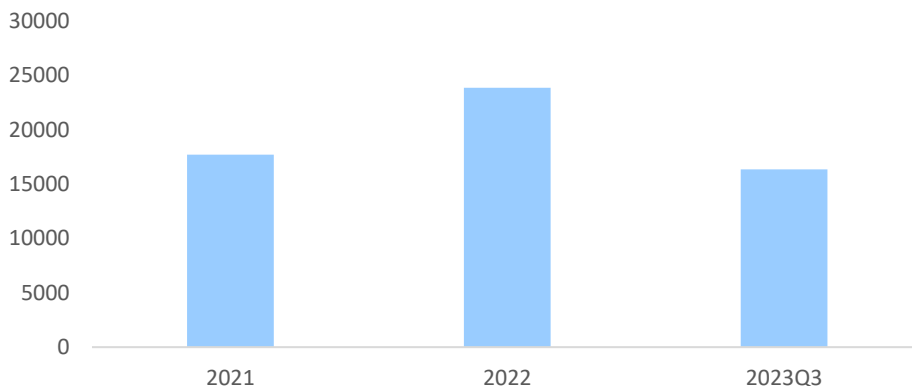
资料来源：AMAK 官网，海通国际

### 3.2、Guyan 金矿

Guyan 金矿位于沙特阿拉伯西南部的 Najran 地区，距离 AI Masane 矿 17 公里，开采面积 10057 km<sup>2</sup>。采矿加工业务于 2019 年开始，工厂于 2020 年底准备就绪。Guyan 金矿的首次黄金冶炼于 2021 年 1 月完成，于 2021 年初投入使用，其设计和建造每年可生产 3.5 万盎司。2022 年，该工厂的实际矿石处理量约为每年 40 万吨。黄金产量为 17706 盎司。



图22 2018-2023Q3 Gyan 金矿黄金产量 (单位: 盎司)



资料来源: AMAK 官网, 海通国际

#### 4、Gol Gohar 矿业和工业公司 (GEG)

Golgohar Mining & Industrial Complex 是中东最大的铁矿石生产商, 经营着 Gol-e Gohar 矿区的一号矿块, 储量约 12 亿吨, 长约 10 公里, 宽约 4 公里。1 号矿块的开采由 Gol Gohar 矿业和工业公司进行, 其中很大一部分已被开采。Kerman 的 Gol-Gohar 铁矿是伊朗最大的矿山, 2021 年年产量约为 1921 万吨。

图23 Gol Gohar 地区矿区分布



资料来源: 公司官网, 海通国际

Golgahar 矿业和工业公司 (GEG) 位于伊朗 Sirjan 市 (Kerman 省西南部) 的 Golgahar 地区。GEG 是伊朗最大的铁矿石和球团矿生产商之一，拥有大量的铁矿石储量和现代化的生产设备。

Golgahar 地区被认为是中东地区最重要的采矿和工业中心之一。随着开发计划的按时完成，粗铁矿石的产量从 1200 万吨增加到 3600 万吨。铁精矿产量从 850 万吨到 2250 万吨，球团矿产量从 500 万吨到 2000 万吨，海绵铁产量 500 万吨。

## 五、中国企业的中东布局

### 1、宝钢股份

2023 年 5 月 1 日，宝钢股份与沙特阿拉伯国家石油公司、沙特公共投资基金在沙特阿拉伯达兰正式签约，共同在沙特阿拉伯建设全球首家绿色低碳全流程厚板工厂。三方共同投资成立合资公司，宝钢股份持股 50%，沙特阿拉伯国家石油公司和沙特公共投资基金分别持股 25%。合资公司成立后，将建成年设计产能 250 万吨直接还原铁、150 万吨厚板的全流程钢铁制造基地，定位于生产高端厚板产品，主要服务于中东、北非地区的油气、造船、海工以及储罐和压力容器制造等多个战略性工业领域。该基地预计将于 2026 年底投入运营。

### 2、索通发展

2023 年 5 月 31 日索通发展与阿联酋环球铝业 (EGA) 签署《投资谅解备忘录》，索通发展与 EGA 计划在阿联酋共同组建合资公司，索通发展持股合资公司 55%，EGA 持股 45%，以该合资公司为实施主体建设预焙阳极生产基地，以满足 EGA 及周边地区对于预焙阳极产品的需求。该项目一、二期产能均为 30 万吨/年。项目一期预计 7 月完成选址，8 月完成可行性研究，2024 年四季度开工建设。

### 3、赤峰黄金

2022 年 6 月 16 日，赤峰黄金全资子公司赤金国际 (香港) 有限公司与沙特阿拉伯阿吉兰兄弟控股集团 (Ajlan & Bros Holding Group) 全资子公司阿吉兰兄弟矿业公司签署了《合资协议》，双方将共同出资成立各占 50% 股权的合资公司，在沙特境内开展金矿勘探合作。这是首家在利雅得成立的中沙民营合资黄金企业。

2022 年 12 月 7 日，中国企业投资 (沙特) 协议签署仪式在沙特首都利雅得举行，赤峰黄金沙特项目负责人应汉龙代表公司与阿吉兰兄弟控股公司签署了矿业投资合作协议。

### 4、中国地质矿业有限公司

中国地质矿业有限公司沙特分公司成立于 2007 年，负责沙特矿业市场开发及项目管理，总部设在吉达市。沙特分公司先后与沙特 AMAK 公司签订了 AL-Masane 铜锌矿 EPC 合同、采矿合同和运营合同，拥有年采、选 70 万吨铜锌金矿的生产能力，项目于 2016 年 4 月竣工交付；2012 年沙特分公司与沙特国家矿业公司签订年处理量 100 万吨金矿建设项目，于 2014 年 4 月竣工交付；2017 年起在 Taif 市执行市政污水管道安装项目。

## 六、风险提示

地区政治局势动荡，全球资源问题政治化，突发事件带来不确定性，世界经济下行风险。

## APPENDIX 1

## Summary

**Situated at the crossroads of three continents—Europe, Asia, and Africa—the Middle East leverages its strategic geographical positioning and advantageous maritime circumstances to function as a vital hub for international maritime trade. Despite considerable economic disparities among its member nations, the region collectively maintains a relatively modest overall economic standing.** As per the World Bank data from 2022, the Middle East is home to an estimated 619 million people, representing 7.78% of the global populace, and boasts a cumulative GDP of \$5,346.4 billion, equating to approximately 5.3% of the worldwide GDP. In the last half-decade, the regional GDP has persistently contributed around 4.8% to the global GDP. The economic powerhouse of the Middle East is primarily composed of six key economies: Saudi Arabia, Turkey, Israel, the United Arab Emirates, Egypt, and Iran, whose collective GDP constitutes nearly 74% of the region's total GDP. Characterized by inherent natural limitations, the primary sector contributes a consistently low proportion to the regional GDP, whereas the secondary and tertiary sectors have emerged as dominant forces, contributing over 40% and 50% respectively, with energy exports playing an especially pivotal role in shaping the economic landscape.

**The Middle East boasts substantial reserves and production capacities of fossil fuel resources, ranking among the world's leaders; it also possesses rich non-fuel mineral resources. However, due to limitations in technology and political stability, the region has not effectively tapped into this potential.** Of the 23 countries in the Middle East, eight are members of OPEC, with several nations having oil and natural gas reserves and production capacities among the highest globally. The region is also rich in non-fuel minerals, including phosphates, ferrous metals, and precious metals, with considerable reserves and immense developmental potential. Yet, these resources have not been fully leveraged due to constraints such as technology, political circumstances, and economic sanctions. In recent years, further non-fuel mineral deposits have been identified, and it is anticipated that development will be intensified in the future through technology transfer and international collaboration.

**The primary mining corporations in the Middle East are predominantly financed by royal-backed funds, resulting in a high degree of industry concentration.** Key players such as Ma'aden, EGA, and AMAK have extensive business scopes and long value chains, encompassing the exploration, production, processing, and sale of mineral resources including copper-gold, bauxite, and phosphates.

**Saudi Arabia has leveraged policy advantages to establish the mining sector as the third pillar of industrial growth.** In 2016, His Royal Highness Crown Prince Mohammed bin Salman unveiled Saudi Arabia's Vision 2030, which positions the mining industry as a major contributor to industrial expansion. The strategy includes a suite of initiatives to attract global investors to Saudi Arabia's mining sector, such as streamlining approval processes, offering tax incentives, and improving the business environment. In 2023, Chinese enterprises including Baosteel Co., Ltd., Sutor Technology Group, Chifeng Jilong Gold Mining, and China National Geological & Mining Corporation have implemented multiple projects in collaboration with Saudi Arabia, involving steel production, gold exploration, and the production of prebaked anodes (aluminum).

**Risk:** The regional political landscape is tumultuous, with global resource concerns becoming increasingly politicized. Unforeseen events inject an element of unpredictability, while the worldwide economy braces for potential downturn risks.

## 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，吴漪婕，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@htsec.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@htsec.com if timely and comprehensive information is needed).

600988.CH, 603993.CH, 601600.CH, 山东黄金集团财务有限公司, 西部矿业集团财务有限公司, 000630.CH 及 002085.CH 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。

600988.CH, 603993.CH, 601600.CH, 山东黄金集团财务有限公司, 西部矿业集团财务有限公司, 000630.CH and 002085.CH 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.

荆门市格林美新材料有限公司, 湖南金富力新能源股份有限公司 及 宜昌东阳光先生化制药有限公司 目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非证券业务服务。

荆门市格林美新材料有限公司, 湖南金富力新能源股份有限公司 and 宜昌东阳光先生化制药有限公司 are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-securities services.

海通预计将（或者有意向）在未来三个月内从 002738.CH 获得投资银行服务报酬。

Haitong expects to receive, or intends to seek, compensation for investment banking services in the next three months from 002738.CH.

海通在过去的 12 个月中从 601600.CH, 000630.CH, 荆门市格林美新材料有限公司, 湖南金富力新能源股份有限公司 及 宜昌东阳光先生化制药有限公司 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 601600.CH, 000630.CH, 荆门市格林美新材料有限公司, 湖南金富力新能源股份有限公司 and 宜昌东阳光先生化制药有限公司.

### 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

### 评级分布 Rating Distribution

**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.

**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.

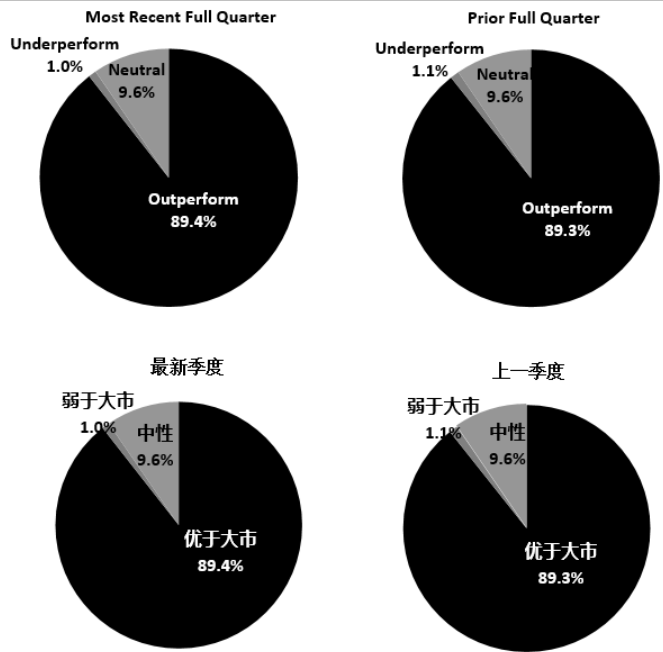
**Analyst Stock Ratings**

**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了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

**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 (“HSIPL”) 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。HSIPL 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、HTISGL 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声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期, 如有更改, 恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容, 本文件并非/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](http://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. (“HTIJKK”), 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, HTIJKK 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](http://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 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 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制。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, 12<sup>th</sup> 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 2013111400G] 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](http://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](mailto: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](http://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](mailto: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>

---