

# 时代的央企：三中全会如何指引铜行业？

有色金属

评级：看好

日期：2024.08.15

分析师 王小芃

登记编码：S0950523050002

☎：021-61102510

✉：wangxiaopeng@wkzq.com.cn

分析师 于柏寒

登记编码：S0950523120002

☎：021-61102510

✉：yubaihan@wkzq.com.cn

行业表现

2024/8/15



资料来源：Wind，聚源

相关研究

- ▶ 《节能降碳方案对铜冶炼行业影响几何？》  
(2024/6/4)
- ▶ 《TC 价格跌至低位，铜冶炼厂该何去何从》  
(2024/1/25)

## 事件描述

基于三中全会《决定》及相关政策，我们整理了或对“国有企业经营”产生影响的相关性描述，希望通过对政策的深入分析，洞察未来铜行业发展趋势。

## 事件点评

**铜矿行业：找矿/并购或为主流，期盼“国家统筹和衔接体系”助力。**《决定》中提及“完善战略性矿产资源探产供储销统筹和衔接体系”，将铜等战略性矿产列入核心议程。借鉴美国（MSP、《通胀削减法案》等）及国际巨头等他山之石，外延并购、国家统筹衔接或为中国铜矿行业发展趋势。

1) **“探”**：中国境内的勘探重心侧重于西部与海洋地区。历史上“走出去”战略更多目标定位较为成熟状态（可研阶段及之后）的海外矿山，少数情况是并购正处于勘探的矿山，对外投资也面临着国别风险的不确定性。

2) **“产”**：铜矿面临供需失衡的困境。需求端，2023年中国矿产电解铜占全球矿产电解铜的比例为38%；而供给端，2023年中国铜矿产量仅占全球铜矿产量的8%，中国铜矿原材料较为紧缺。

3) **“供”**：中国矿企并购出海，保供能力提升在路上。中国铜矿对外依存度达80%左右，近10年，中国铜企采取“走出去”战略，在刚果、秘鲁、厄尔多瓜、塞尔维亚、赞比亚等国进行铜矿布局，若考虑到中资企业在海外的控股铜矿产量，2023年中国铜矿对外依存度降至61%左右。

4) **“储”**：“就矿找矿”、并购成为增储主要方式。根据USGS，中国储量仅为4%。并购战略已经成为多数中国铜企的战略，比如2023年五矿资源公告收购非洲Khoemacau铜矿的100%股权；2024年金诚信收购鲁班比铜矿等。在目前大型绿地项目难以发掘的情况下，“就矿找矿”也成为一种趋势。

**冶炼行业：国企考核改革，发挥市场化机制，行业有望迎来整合出清。**“建立国有企业履行战略使命评价制度，完善国有企业分类考核评价体系，开展国有经济增加值核算。”通过经济增加值考核，重视资本的使用成本，从而防止盲目扩张，避免低效投资。

1) **冶炼厂面临产业链话语权较低现状，TC加工费低位或为常态。**2025年与Antofagasta签订的长单TC为23.25美元/吨，创20年以来新低。展望未来，随着矿端供应紧张、扰动率提升，TC加工费维持低位或为常态。

2) **中国铜冶炼行业扩建不符合国央企“国有经济增加值核算”考核，行业整合出清或为趋势。**短期来看，随着TC价格的降低、废铜供应偏紧（公平竞争政策出台、铜价扰动等），我们预计冶炼厂的减产预期有望逐步落地。长期来看，若国央企考核中更注重“经济增加值”（改善现实中“地方政府GDP考核紧箍咒”等痛点问题），新建冶炼产能不符合“经济增加值”原则。如果在冶炼行业因为供需不匹配或者产能盲目扩建导致“经济增加值转负”时，经营性国有资产将加强集中统一管理，行业整合出清或将开启。

**风险提示：** 1、行业受到铜矿干扰率波动、冶炼厂超预期的减产行为带来风险。行业或存在因产能投放不及预期、供给扰动率不确定而影响整体TC加工费出现波动的影响。2、政策解读与主意不符，调整方向或现偏差。3、政策落地情况不及预期等。

## 事件

基于三中全会《决定》，我们整理了可能对“国有企业经营”产生影响的相关性描述，希望对政策的深入分析，洞察未来铜行业的发展趋势。

1、“建立国有企业履行战略使命评价制度，完善国有企业分类考核评价体系，开展国有经济增加值核算。”——意味着国有企业经营考核或从“营收、利润”向经济增加值等考核目标过渡。

2、“加强关键共性技术、前沿引领技术、现代工程技术、颠覆性技术创新，加强新领域新赛道制度供给，建立未来产业投入增长机制，完善推动新一代信息技术、人工智能、航空航天、新能源、新材料、高端装备、生物医药、量子科技等战略性新兴产业发展政策和治理体系，引导新兴产业健康有序发展。”——鼓励发展新兴产业领域。

3、“以国家标准提升引领传统产业优化升级，支持企业用数智技术、绿色技术改造提升传统产业。强化环保、安全等制度约束。”——传统产业改造升级，也能发展新质生产力。根据人民日报，改造升级传统产业的3种有效路径：通过开发高技术、高端化产品实现传统产业跃升；通过传统技术和新兴技术的融合创新、再造传统产业生产流程和工艺技术实现产业转型；通过商业模式创新和传统制造业服务化转型实现产业升级。

4、“完善战略性矿产资源探产供储销统筹和衔接体系。”——继最新版矿产资源法提出“战略性矿产资源”之后，中央再次对此提出要求。根据国务院批复通过的《全国矿产资源规划（2016-2020年）》，列入战略性矿产目录的金属矿产包括：铁、铬、铜、铝、金、镍、钨、锡、钼、锑、钴、锂、稀土、锆。

## 铜矿行业：找矿/并购或为主流，期盼“国家统筹和衔接体系”助力

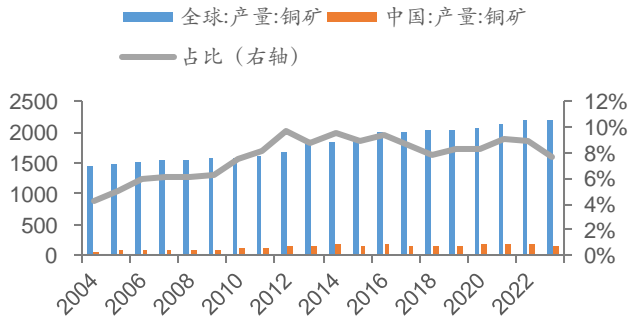
《决定》中提及“完善战略性矿产资源探产供储销统筹和衔接体系”，将铜等战略性矿产列入核心议程，说明了国家对战略性矿产资源的重视程度。

中国铜矿行业面临供需失衡的困境：外延并购、国家统筹衔接或为趋势。

1) “探”：中国境内的勘探重心侧重于西部与海洋地区；或“走出去”战略。在探矿找矿方面，根据《自然资源部举行找矿突破战略行动十年成果发布会》和经济观察网，国家倡导“提升找矿勘探与综合利用技术，勘探重心继续向我国西部与海洋地区转移，发掘出一系列可靠的战略性矿产资源储备基地”或者“走出去”战略。中国境内的西部铜矿新增资源量占全国70%，其中紫金矿业旗下的西藏巨龙铜矿利用“矿石流五环归一”矿业工程管理模式，2024年累计查明铜金属资源量达2,588万吨，是中国目前备案资源量最多的铜矿山，较2023年增加约661万吨，约为2020年并购巨龙铜业时核实的铜金属资源量1,041万吨的2.5倍。历史上“走出去”战略更多定位较为成熟（可研阶段及之后）的海外矿山，少数情况是并购正处于勘探的矿山。比如，2015年紫金矿业成功并购正处于勘探状态的卡莫阿铜矿；2024年紫金矿业预认购在多伦多上市的Solaris 15%定增股份，主要用于瓦林查铜矿的勘探开发工作，但因冗长的政府评估程序，Solaris取消了这笔交易，说明对外投资面临着国别的不确定性。

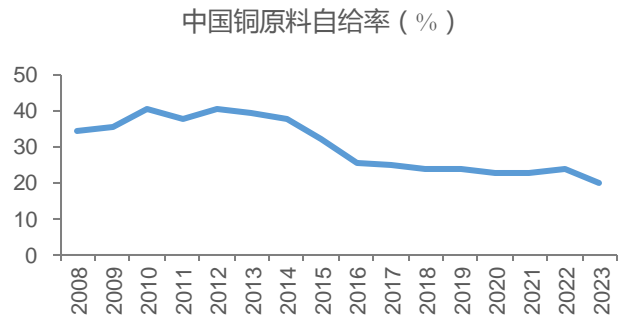
2) “产”：铜矿面临供需失衡的困境。从铜矿的需求来看，根据Wind，2023年中国电解铜产量1144万吨，占全球精炼铜产量的42%；其中中国矿产电解铜占全球矿产电解铜的比例为38%。从铜矿的供给来看，2023年中国铜矿产量仅为170万吨，占全球铜矿产量的8%。

图表 1: 2023 年中国铜矿产量占全球铜矿产量的比例仅为 8%



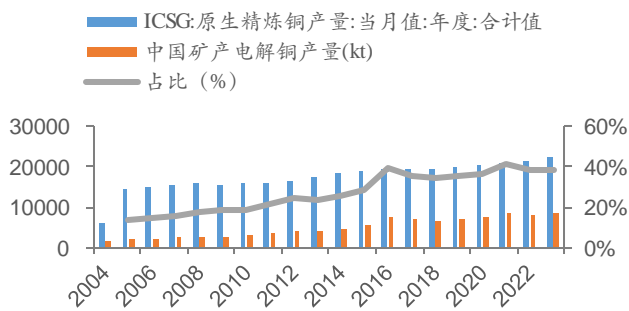
资料来源: Wind, ICSG, 五矿证券研究所

图表 2: 2023 年中国铜矿自给率为 20%



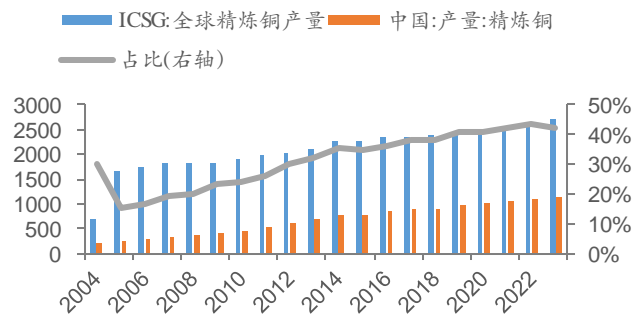
资料来源: Wind, ICSG, 五矿证券研究所

图表 3: 2023 年中国矿产电解铜产量占比为 38%



资料来源: Wind, ICSG, 五矿证券研究所

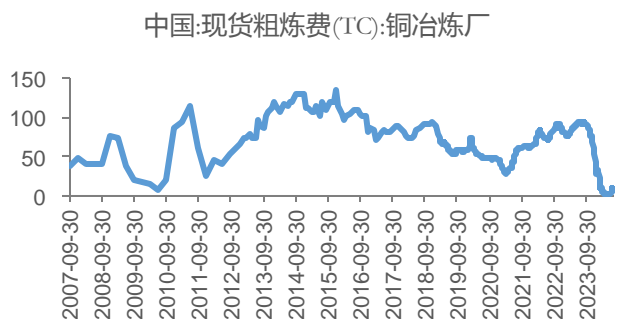
图表 4: 2023 年中国精炼铜产量占比 42%



资料来源: Wind, ICSG, 五矿证券研究所

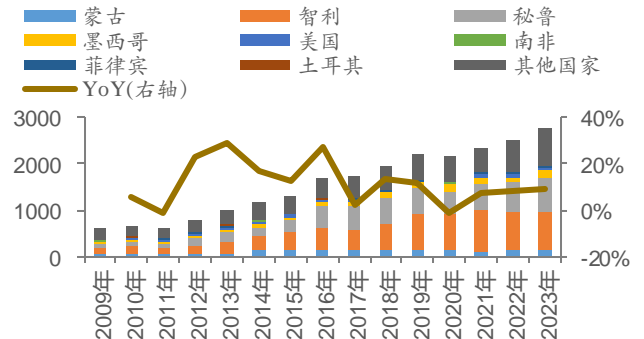
**3) “供”：矿端供应紧缺，中国矿企并购出海，保供能力提升在路上。**从进出口角度，中国铜矿对外依存度达 80%左右，2024H1 中国矿端紧缺，TC 加工费一路下跌，甚至跌至个位数。从中国铜矿主要进口国来看，以智利、秘鲁、蒙古、墨西哥为主，占比分别为 31%/26%/5%/5%。近 10 年，中国铜企采取“走出去”战略，在刚果、秘鲁、厄尔多瓜、塞尔维亚、赞比亚等国进行铜矿布局，若考虑到中资企业在海外的控股铜矿产量，2023 年中国铜矿对外依存度从 80%降至 61%左右。

图表 5: 2024 年散单 TC 跌至个位数



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 6: 2023 年中国铜矿主要进口国 (万实物吨)



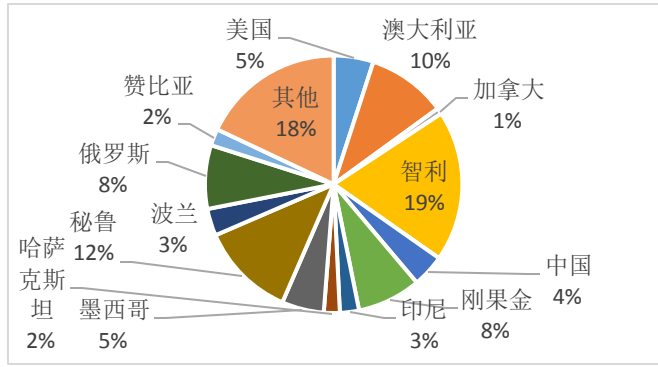
资料来源: Wind, 五矿证券研究所

**4) “储”：“就矿找矿”、并购成为增储的主要方式。**根据 USGS，中国储量较低，仅为 4%。目前主要增储的方式，一个是对外并购，一个是“就矿找矿”。并购战略已经成为多数中国铜企的战略，比如 2023 年五矿资源公告收购非洲 Khoemacau 铜矿的 100% 股权；2024 年金

诚信收购鲁班比铜矿等。在目前大型绿地项目难以发掘的情况下，“就矿找矿”也成为一种趋势。

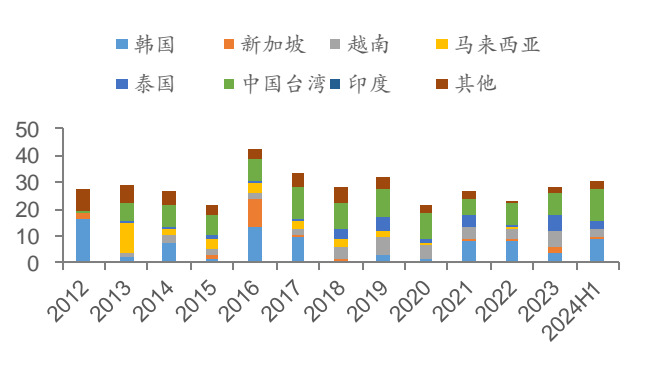
5) “销”：中国铜矿出口较少。2024H1 中国铜矿的出口量为 35 万吨，而精炼铜出口量为 30 万吨，精炼铜主要出口至中国台湾、韩国、越南等地区或国家。

图表 7：2023 年中国铜矿储量



资料来源：USGS，五矿证券研究所

图表 8：2023 年铜出口情况（万吨）



资料来源：Wind，五矿证券研究所

## 他山之石

### 国家层面：美国如何增强关键矿产的自给自足？

#### 1、从供给上来看：牵头形成区域供应链。例如：

1) 2019 年，发布《能源资源治理倡议》，指出美国将与倡议成员国共享采矿专业知识，以帮助他们发现和开发锂、铜和钴等矿产。加入该倡议的国家包括刚果（金）、赞比亚、纳米比亚、博茨瓦纳、秘鲁、阿根廷、巴西、菲律宾和澳大利亚，这些国家均拥有丰富的战略性（关键）矿产资源。

2) 美国、加拿大牵头，澳大利亚、德国、日本、英国和欧盟委员会等 11 个国际与组织：2022 年，达成“矿产安全伙伴关系”（MSP）合作计划，拟建立强大、安全的区域供应链。

#### 2、从需求端来看：规定关键矿物来自本土及盟友等。例如，2022 年 8 月，发布《通胀削减法案》，限制使用中国产的锂电池，同时规定关键矿物必须来自美国及其盟友等。

### 企业层面：国际矿业巨头对资源项目的联合开发运营与并购屡见不鲜

2024 年铜价冲高，并购热潮袭来。如 2024 年初，BHP 欲收购英美资源，虽后失败，但从侧面说明，国际巨头并购热情不减。近期 BHP 携手加拿大矿业公司 Lundin 联合收购智利铜资产并参股 Lundin 铜资源项目，形成长期合作关系。

合资联营也并不罕见。例如，英美资源旗下的主力铜矿 Los Bronces（智利国家铜业持股 20%，三井财团持有 9.5%，三菱持有 20.4%，英美资源持有 50.1%）、Collahuasi 铜矿（英美资源、嘉能可各持股 44%）、Quellaveco 铜矿（英美资源持股 60%，三菱持股 40%）、El Soldado（英美资源持股 50.1%、三菱持股 20.4%、智利国家铜业持股 20%、三井持股 9.5%），因此四大主力铜矿分别有合计 40-56% 的股权隶属于包含智利国家铜业、嘉能可、日本三井等在内的矿业公司。依赖单一中资矿企在国际矿产资源竞争中突围难度持续攀升。

中资矿业企业从独立竞争走向结盟合作，国家力量支持完善战略性矿产资源探产供储销统筹和衔接体系，进一步联合资源下游应用开发产业的重要企业组建联盟，与相关资源国进行整体谈判与方案设立迫在眉睫。



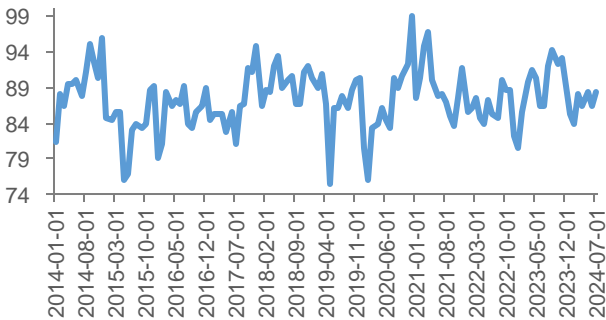
## 冶炼行业：发挥市场化机制，行业有望迎来整合出清

三中全会指出，“建立国有企业履行战略使命评价制度，完善国有企业分类考核评价体系，开展国有经济增加值核算。”其中，经济增加值=税后净营业利润-调整后资本\*平均资本成本率，在考核中受到影响的指标有：税后净营业利润、资本、平均资本成本率三个因素。通过经济增加值考核（EVA），促进企业提升净资产收益率，避免出现与市场脱轨、只追求规模，不注重实际产出效率和效益的情况，从而防止盲目扩张，避免低效投资。

### 冶炼行业目前面临的现状：产业链话语权较低

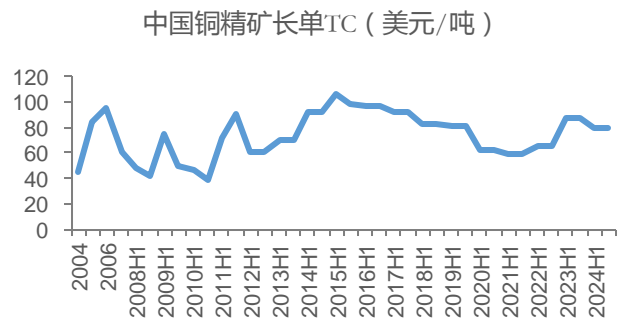
- 1) **冶炼厂面临产业链话语权较低现状，TC加工费低位或为常态。**根据 S&P，近3年中国冶炼产量占全球的比例为 42-44%左右，占比最高。由于存在冶炼和矿端供应之间的不平衡，导致中国冶炼厂的话语权较低。2024年6月27日，Antofagasta 与中国冶炼厂就 2025 年 50% 的铜精矿供应量的长单 TC/RC 敲定为 23.25/2.325，远低于 2024 年长单价格 80/8.0，甚至创下历史 20 年以来的新低。展望未来，随着矿端供应紧张、扰动率提升，TC 加工费维持低位或为常态。
- 2) **冶炼产能过剩，减产预期或将兑现。**根据 SMM，2024 年以来，中国冶炼厂的平均开工率在 86.7%（2014 年以来，平均开工率为 87.3%）。2024 年 3 月减产预期频出，但伴随着铜价冲高、80 美元的 TC 长单比例仍占比较高，废铜供应量提升、冶炼厂利润尚可的情况下，减产预期并未靴子落地。短期来看，随着 TC 价格的降低（中国铜精矿冶炼盈亏平衡在 60 美元/吨左右）、废铜供应的偏紧（公平竞争政策出台、铜价扰动等），我们预计冶炼厂的减产预期有望逐步落地。

图表 9：中国冶炼厂开工率（%）



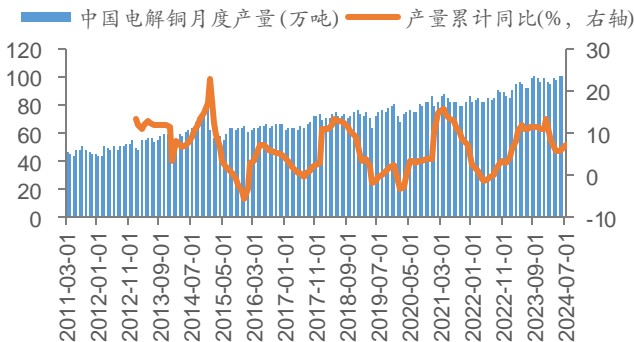
资料来源：SMM，五矿证券研究所

图表 10：2004 年-2024 年 TC 长单价格（美元/吨）



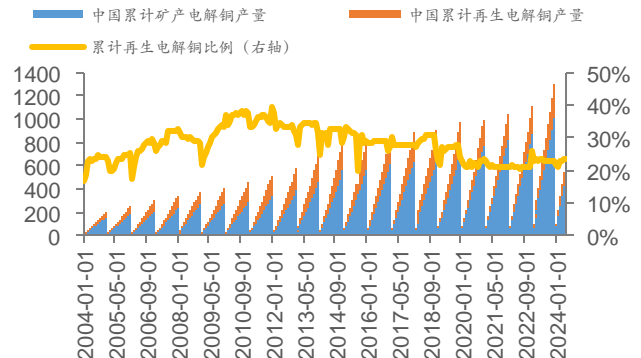
资料来源：彭博，五矿证券研究所

图表 11：2024 年 1-7 月中国电解铜产量同比+7.1%



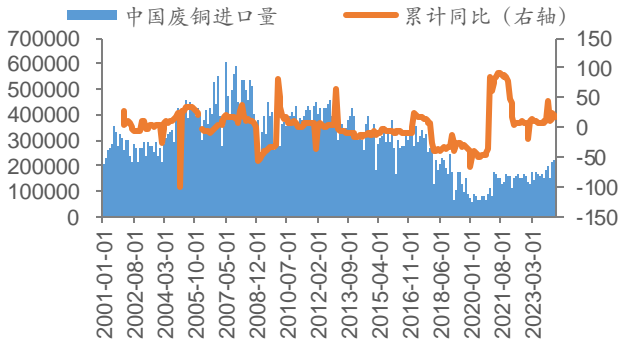
资料来源：SMM，五矿证券研究所

图表 12：中国再生电解铜累计产量（万吨）及再生电解铜比例（%）



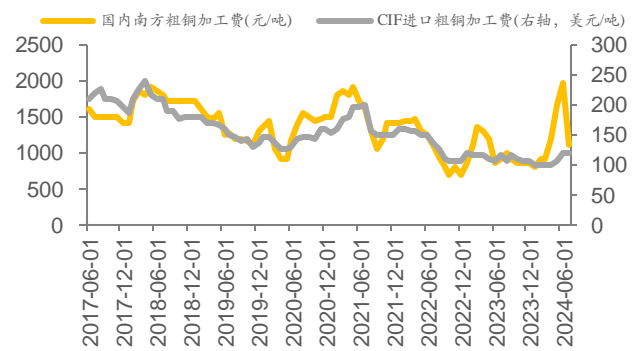
资料来源：SMM，五矿证券研究所

图表 13: 2024H1 中国废铜进口量同比+18%



资料来源: 海关总署, 五矿证券研究所

图表 14: 中国粗铜加工费



资料来源: SMM, 五矿证券研究所

### 冶炼企业面临“进退两难”的尴尬境地

根据《经济观察报》，冶炼行业大部分均为国资背景，但面临地方政府的 GDP 考核标准以及地方国资委的考核硬性要求，导致冶炼企业“欲减产而不能”情况。虽然企业可预见新上项目会有亏损，但因有就业、地方经济增长需求，也不能停下扩产脚步。

虽然企业越来越倡导高质量发展，营收的考核地位有所下降，但因为地方政府的 GDP 考核压力，叠加部分企业有税收的考核压力，很难出现因市场行为而导致的减产。

### 中国铜冶炼行业扩建不符合国央企“国有经济增加值核算”，行业并购整合或为趋势

根据 SMM，中国披露的 2024 年-2026 年冶炼产能增量在 117/98/80 万吨，贡献全球主要冶炼增量。根据 S&P，2024-2026 年全球铜矿产量增量分别为 56/118/69 万吨，矿端和冶炼端的不匹配，TC 价格承压。因此，冶炼厂在收入端有所承压的大 beta 行情下，叠加国央企考核标准中“国有经济增加值 (EVA 考核)”或成为关键落脚点，而中国冶炼企业大部分为国企背景，行业有望迎来并购整合。

1) 什么是国央企考核制度中的 EVA? 我们根据国资委《中央企业负责人经营业绩考核办法》及财政部《管理会计应用指引第 602 号——经济增加值法》，企业应用经济增加值法进行绩效管理的对象，可为企业及其所属单位（部门）（可单独计算经济增加值）和高级管理人员。具体公式及规则见下：

$$\text{经济增加值 (EVA)} = \text{税后净营业利润} - \text{平均资本占用} \times \text{加权平均资本}$$

其中，

$$(1) \quad \text{税后净营业利润} = \text{税后净利润} + \text{利息支出} \pm \text{会计调整项目}$$

\*一般会计调整项目有：反映付息债务成本的利息支出，不作为期间费用扣除，计算税后净营业利润时扣除所得税影响后予以加回。研究开发费、大型广告费等一次性支出但收益期较长的费用，应予以资本化处理，不计入当期费用。营业外收入、营业外支出具有偶发性，将当期发生的营业外收支从税后净营业利润中扣除。递延税金不反映实际支付的税款情况，将递延所得税资产及递延所得税负债变动影响的企业所得税从税后净营业利润中扣除等。

$$(2) \quad \text{平均资本占用}$$

$$= \text{债务资本 (融资活动产生的各类有息负债, 不包括经营活动产生的无息流动负债)} \\ + \text{股权资本 (包含少数股东权益)}$$

\*资本占用除根据经济业务实质相应调整资产减值损失、递延所得税等，还可根据管理需要调整研发支出、在建工程等项目，引导企业注重长期价值创造。

(3) 加权平均资本成本  $K_{WACC}$

$$= \text{债务资本成本 } K_D * \frac{\text{债务资本 } DC}{\text{资本占用 } TC} * (1 - \text{所得税税率 } T) + \text{股权资本成本 } K_S * \frac{\text{股权资本 } EC}{\text{资本占用 } TC}$$

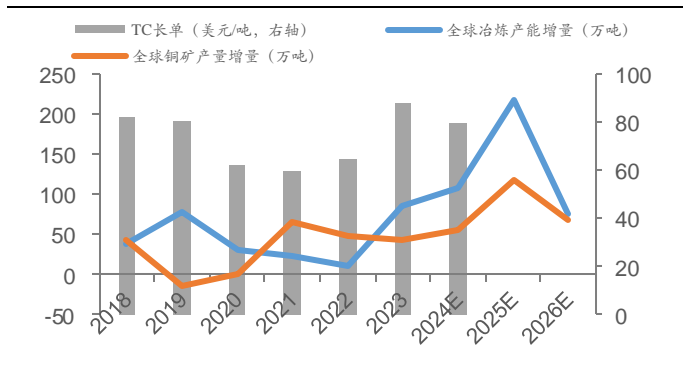
\*其中，债务资本成本是企业实际支付给债权人的税前利率，反映的是企业在资本市场中债务融资的成本率。如果企业存在不同利率的融资来源，债务资本成本应使用加权平均值。

$$\text{股权资本成本 } K_S = \text{无风险收益率 } R_f + \beta (R_m - R_f)$$

考核标准：“经济增加值为正，表明经营者在为企业创造价值；经济增加值为负，表明经营者在损毁企业价值。”在具体应用中，“应结合行业竞争优势、组织结构、业务特点、会计政策等情况，确定企业级经济增加值指标的计算公式、调整项目、资本成本等”。

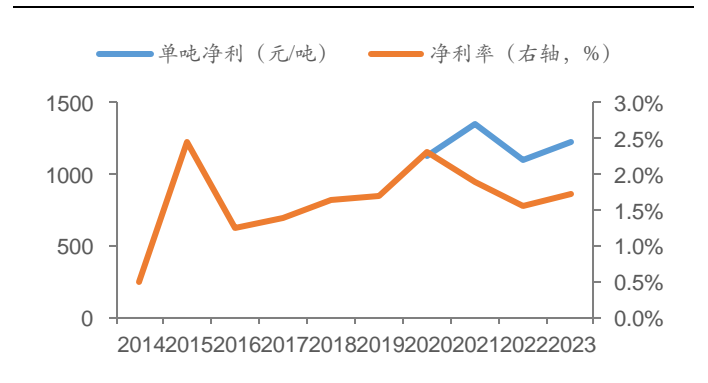
**2) 冶炼行业的扩产不符合投资者利益。**在财政部《管理会计应用指引第 602 号——经济增加值法》中提及，“企业明确以价值创造为中心的战略目标；企业应加强投资管理，把能否增加价值作为新增投资项目决策的主要评判标准，以保持持续的价值创造能力”。若国央企考核中更注重“增加值”，在 TC 维持低位的情况下，则新建冶炼产能不符合“经济增加值”原则。从理论上来说，外购铜原料的冶炼行业利润主要来自 TC，但决定 TC 价格因素中，中国冶炼厂话语权较低，处于弱势地位。2025 年 TC 或位于过去 20 年的新低，并处于行业盈亏平衡线之下，毛利润甚至为负，税后净营业利润承压，EVA 为正数的压力大。从过去来看，根据金川集团，新建“广西金川铜系统工艺及数字化升级项目（30 万吨铜冶炼）”需要投入 22.5 亿元（单吨投资额为 7500 元）；2020-2023 年浙江和鼎（江西铜业子公司）的净利率均值为 1.9%，单吨净利为 1198 元。根据 2 个头部企业的数据进行粗略计算，新投冶炼产能至少需 6 年回本，未来情况更难乐观。除此之外，《节能降碳方案》也提到限制铜冶炼新增产能。

图表 15: 全球冶炼产能与铜矿产量的增量 (万吨)



资料来源: S&P, 五矿证券研究所

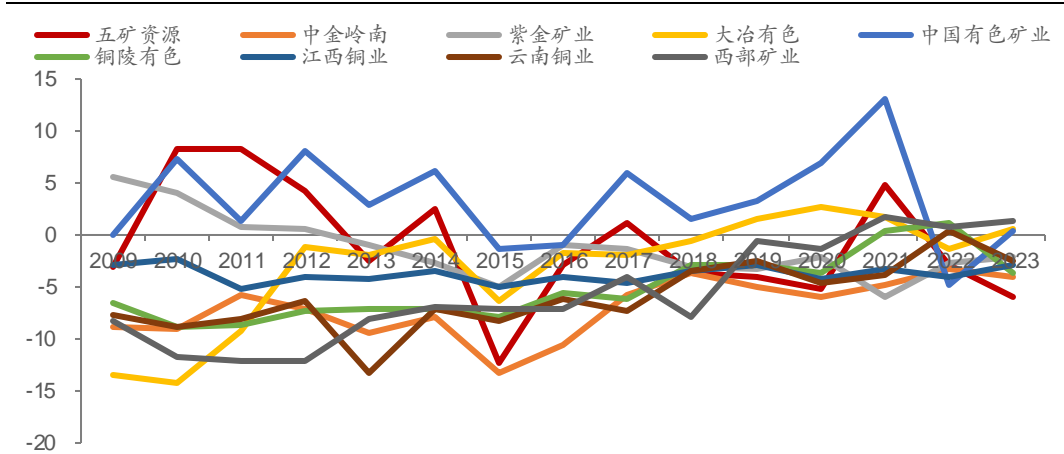
图表 16: 浙江和鼎 (江西铜业子公司) 净利率 (%) 与单吨净利 (元/吨)



资料来源: 公司公告, 五矿证券研究所

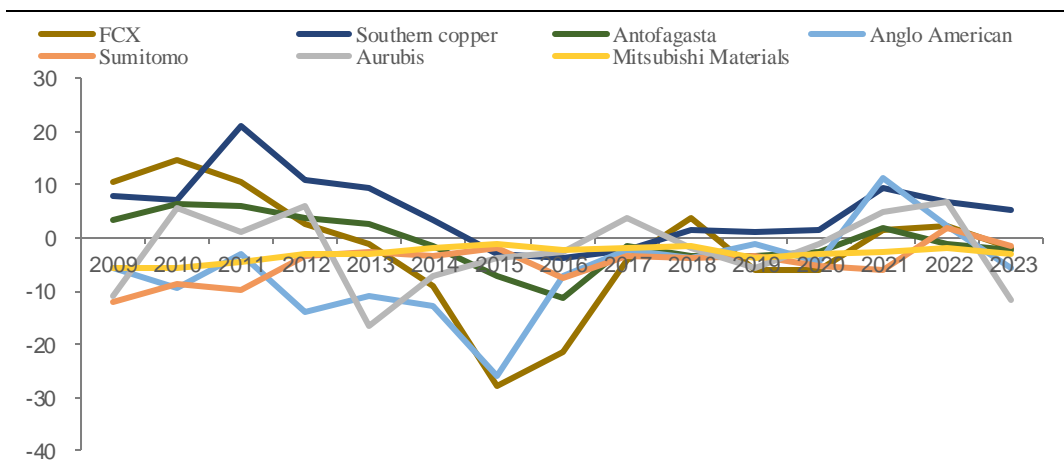
**3) 冶炼企业的 EVA 波动更低，但负值概率更大。**因为经济增加值考核体系，是根据企业实际情况确定一些会计调整项目，为方便比较，在不考虑具体会计调整的情况下，我们用彭博披露的 EVA Spread (=ROIC-WACC) 进行横向对比。相较于以矿为主营业务的铜企，冶炼铜企的 EVA Sprea 波动更小、但为负的概率更大。海外企业亦是如此。

图表 17: 中国铜企的 EVA Spread (=ROIC-WACC) 对比



资料来源：彭博，五矿证券研究所

图表 18：海外企业的 EVA Spread (=ROIC-WACC) 对比



资料来源：彭博，五矿证券研究所

4) 未来行业整合出清或为趋势。从市场经济角度来看，矿端紧缺的大背景下，冶炼成本较高者导致亏损或者冶炼厂因采购不到原材料，会“被动减产”从而率先出清。从政策来看，国有经济根据管理权限、地域分布、资源分布、经济环境和发展潜力都存在着巨大的差异，经营性国有资产未实现集中统一管理，全国出现了产业结构趋同度高、分工协作对接不充分、特色特点不够鲜明的问题。此次三中全会提出“完善监管及协调机制”与“发展产业互联网平台，破除跨地区经营行政壁垒”，利用机制、网络和市场打通信息不对称的问题，提升国有经济总产出效率。目前“统一大市场”的政策理念，已在再生领域有所推进。如果在冶炼行业因为供需不匹配或者产能盲目扩建导致“经济增加值转负”时，国家有望出台相应配套政策，经营性国有资产将加强集中统一管理，行业整合并购或将开启。

## 风险提示

- 1、行业受到铜矿干扰率波动、冶炼厂超预期的减产行为带来等风险。行业或存在因产能投放不及预期、供给扰动率不确定而影响整体 TC 加工费出现波动的影响。
- 2、政策解读与主意不符，调整方向或现偏差。
- 3、政策落地情况不及预期等。





## 分析师声明

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

## 投资评级说明

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

## 一般声明

五矿证券有限公司(以下简称“本公司”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户,本报告仅在相关法律许可的情况下发放,并仅为提供信息而发放,概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有,未经本公司书面许可,任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后,再注明出处为五矿证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时,也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的,本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构(以下简称“该机构”)发送本报告,则由该机构独自为此发送行为负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入或将产生波动;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下,报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下,本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利,不与投资者分享投资收益,也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及作者在自身所知情范围内,与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

## 特别声明

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

## 联系我们

上海	深圳	北京
地址:上海市浦东新区陆家嘴街道富城路99号震旦国际大厦30楼 邮编:200120	地址:深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦23层 邮编:518035	地址:北京市海淀区首体南路9号4楼603室 邮编:100037

## Analyst Certification

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

## Investment Rating Definitions

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

## General Disclaimer

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

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

## Special Disclaimer

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

## Contact us

### Shanghai

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

### Shenzhen

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

### Beijing

Address: Room 603, 4F, No.9 Shoutinan Road, Haidian District, Beijing  
Postcode: 100037