

# 锑行业点评：深度分析极地黄金数据， 锑价是否迎阶段性拐点？

## 报告要点

**矿端供给不正常导致上半年锑价大幅攀升。**2024年上半年国内锑矿产量下降叠加俄罗斯原料运输不畅，原料紧张带动锑价上涨，国内锑锭价格逼近16万元/吨，年度涨幅达到89%。历史高点的锑价后市能否再冲高，关键在于原料补充节奏以及下游承载能力，其中极地黄金是原料供给的主要变量之一。

**极地黄金库存累积，下半年集中释放或将部分缓解原料紧张。**（1）2023年极地黄金锑产量为何大幅增加？从公告的岩石采掘量/矿石开采量/黄金产量等数据可以得出结论，产量大幅增加的原因并非市场所理解的处理了大量累积库存，2023年公司矿石开采量同比+85.5%，并且开采的矿区属于锑含量较高的富锑矿，双重因素下带动锑产量大幅增加。（2）2024年供给如何？24H1极地黄金因剥采比走高而采矿量下降，叠加富锑矿量减少，所生产浮选矿中锑含量同比下降36.5%至0.86万吨，但上半年因税收和支付问题，浮选矿并未完全形成出售，24H1累积金库存6.5吨，且大部分集中于浮选矿中，则计算对应累积库存锑金属量约1.0-1.3万吨，公司预计将于下半年形成销售；年化来看，全年产量预计1.7万吨，同比-1.0万吨，长周期维度看锑产量仍是下降状态。

**阻燃消费有改善，光伏玻璃减产或将为短期需求蒙阴霾。**（1）锑当前下游消费主要仍集中于阻燃剂，24H1产量明显好于预期，根据可追踪上市企业阻燃剂产量，24Q2主要生产企业产量同环比均呈现增长。（2）8-9月光伏玻璃日熔量现拐点，短期冷修导致光伏玻璃排产下降，光伏锑需求阶段性放缓。

**下半年供强虚弱，阶段性价拐点或已现。**俄罗斯积累原料库存释放将抑制锑价上行动力，但是否能形成实际供应还需要价格配合，若内外盘持续倒挂则抑制国内冶炼厂原料采购。需求端，光伏玻璃排产明显下降，锑品出口也将受国内新政影响放缓出口节奏。综上，年内锑价继续上行动力不足，阶段性价拐点或将出现。

**短期价格压力不改长期趋势，紧缺只是时间问题。**锑是我国优势金属资源，对现代军工新材料产业具有重要作用，战略地位突出。我们也相继发布了深度报告，锑供给告别“宽松时代”，下游需求对锑价“容忍度”高，供给硬约束+光伏打开需求空间，紧缺只是时间和节奏的问题。

**风险提示：** 1、宏观经济波动风险；2、边贸政策影响货物流通风险。

有色金属

评级：看好

日期：2024.09.11

分析师 王小芃

登记编码：S0950523050002

☎：010-56307033

✉：wangxiaopeng@wkzq.com.cn

行业表现

2024/9/11



资料来源：Wind，聚源

相关研究

- 《单月钢招量创新高，钼价长期看好》（2024/9/5）
- 《英伟达数据中心业务持续高增，华为2024上半年业绩亮眼》（2024/9/5）
- 《锑系列深度二：供给告别“宽松时代”》（2024/9/4）
- 《有色金属脉动跟踪：成本扰动之思》（2024/9/4）
- 《2024H1全球铜矿供给紧缺兑现与否？》（2024/9/3）
- 《锑系列深度一：三问光伏玻璃需求》（2024/8/30）
- 《国家发改委、国家能源局推动能源重点领域大规模设备更新》（2024/8/30）
- 《Pilbara 并购 Latin Resources 速评——锂矿产业已进入第二阶段》（2024/8/22）
- 《SEMI：全球半导体制造业在2024年第二季度走强》（2024/8/22）
- 《锑出口管制政策落地，意指促进全球锑资源合规贸易》（2024/8/21）

## 内容目录

1.关键金属锑价年度涨幅 89%，外盘涨幅高于内盘 .....	3
1.1 国内锑精矿产量下降，进口缅甸矿超预期.....	3
1.2 极地黄金库存累积，预计下半年形成销售.....	4
1.3 锑品产量收缩，短期增量仍需价格配合.....	5
2.阻燃消费有改善，光伏玻璃减产或将为短期需求蒙阴霾.....	6
2.1 阻燃剂需求好于预期，溴系阻燃剂上市企业产量同环比增加.....	6
2.2 光伏玻璃产能冷修，锑需求阶段性放缓.....	7
3.价格是否迎阶段性拐点？ .....	8
风险提示 .....	8

## 图表目录

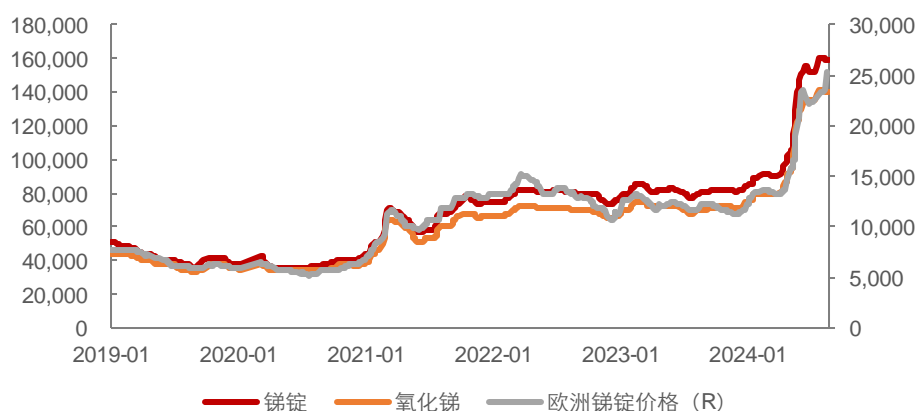
图表 1：欧洲锑锭价格涨幅高于国内/(元/吨，美元/吨).....	3
图表 2：24H1 极地黄金锑产量如期下降/吨.....	3
图表 3：主流上市企业自产锑产量/吨.....	3
图表 4：中国原料进口国供应格局变化/吨.....	4
图表 5：1-7 月份累计原料进口占比/.....	4
图表 6：中国山东地区累计进口俄罗斯其他贵金属矿/吨.....	4
图表 7：3-5 月份山东地区几乎未从俄罗斯进口其他贵金属矿/吨.....	4
图表 8：24H1 极地黄金锑产量如期下降/万吨.....	5
图表 9：24H1 岩石采掘量小幅增加，剥采比走高 .....	5
图表 10：24H1 入选矿石黄金品位下降.....	5
图表 11：2024 年 1-7 月国内锑锭产量累计同比下降 8.7%/吨.....	6
图表 12：2024 年 1-7 月国内氧化锑产量累计同比下降 7.4%/吨.....	6
图表 13：24 年国内氧化锑及锑锭库存持续下降/吨.....	6
图表 14：万盛股份阻燃剂产量 Q2 同环比改善/吨.....	6
图表 15：苏利股份阻燃剂产量 Q2 大幅增加/吨.....	6
图表 16：苏利股份阻燃剂毛利率/%.....	7
图表 17：中国化纤累计产量/万吨 .....	7
图表 18：光伏玻璃日熔量现拐点/吨 .....	7
图表 19：国内焦锑酸钠产量/（吨，吨） .....	7
图表 20：3.2mm 光伏玻璃价格/（元/平米） .....	7
图表 21：主要光伏玻璃上市企业毛利率相对平缓/%.....	7
图表 22：2024 年中国锑月度供需平衡表.....	8

## 1.关键金属锑价年度涨幅 89%，外盘涨幅高于内盘

2024年上半年国内锑矿产量下降叠加俄罗斯原料运输不畅，原料紧张带动锑价上涨，国内锑锭价格逼近16万元/吨，年度涨幅达到89%；8月15日，商务部、海关总署发布公告，决定自9月15日起对锑矿及原料、金属锑及制品、锑氧化物、锑化合物、锑氢化物、锑化钨、金锑冶炼分离技术进行出口管制，海外价格再冲高，国内因供需双弱维持高位暂稳局面。

历史高点的锑价后市能否再冲高，关键在于原料补充节奏以及下游承载能力。供应端，我们认为动力相对不足：1) 国内矿山上半年因突发事件有减产，但影响量相对有限，下半年小幅增加；2) 海外矿供应格局变化，主流供应国产量下降，东南亚矿端补充，进口超预期；3) 俄罗斯金锑矿库存积累，预计下半年陆续释放。

图表 1：欧洲锑锭价格涨幅高于国内/(元/吨，美元/吨)

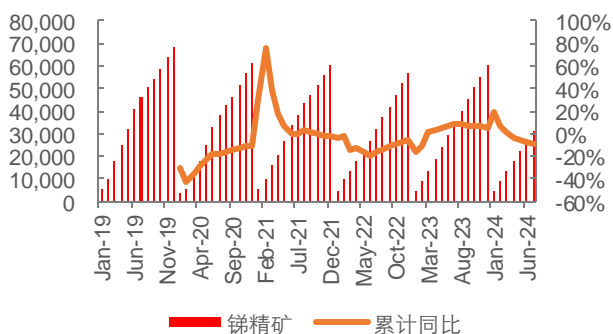


资料来源：Wind, Argus, 五矿证券研究所

### 1.1 国内锑精矿产量下降，进口缅甸矿超预期

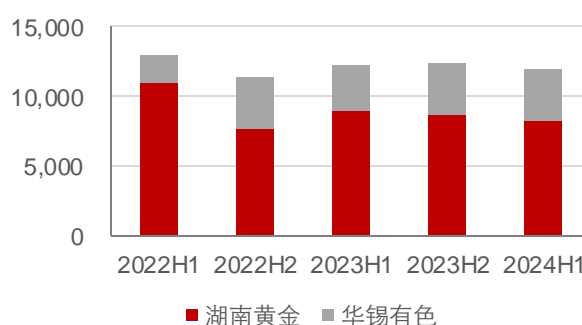
国内锑矿产量连续多年下降，2024年1-7月份国内锑精矿产量累计3.1万金属吨，同比下降8.5%。上半年影响主要来自于部分矿山品位下降、地区环保减产和突发安全事故，主流上市公司产量互有增减：1) 湖南黄金上半年自产锑8,173吨同比-8.0%；2) 华锡有色铅锑矿产量7,485金属吨（铅锑品位接近，粗折锑金属量3,742吨），同比+11.2%。其他还有国内小型矿山因采矿证到期或环保问题暂难复产，下半年国内矿端增量相对有限。

图表 2：24H1 极地黄金锑产量如期下降/吨



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表 3：主流上市企业自产锑产量/吨

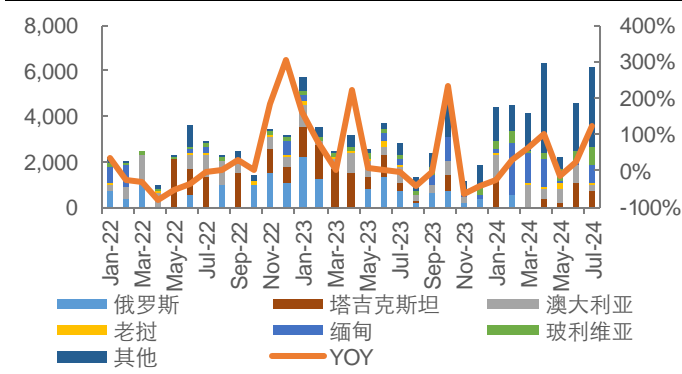


资料来源：公司公告, 五矿证券研究所

原料进口方面，1-7月份国内累计进口其他锑精矿 3.2 万毛吨，同比+34.7%。分地区看，主流供应国澳大利亚、俄罗斯均有下降，值得注意的是缅甸和泰国大幅增加。其中，从泰国进口锑矿几乎全部来自缅甸，合计计算为缅甸供应量，则 1-7 月份累计进口 1.6 万吨，同比+1.5 万毛吨。

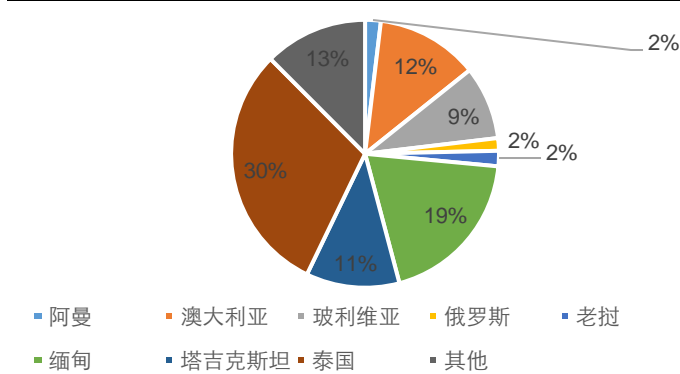
锑价格高位提振矿端利润，更多人走出国门出去寻找更多的锑矿源头，缅甸矿端供应相对超预期，根据 Mysteel 了解缅甸某地今年或将达到 1 万金吨/年的产量。

图表 4：中国原料进口国供应格局变化/吨



资料来源：中国海关，五矿证券研究所

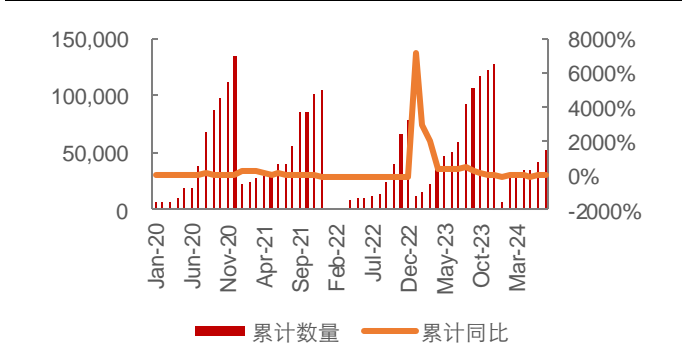
图表 5：1-7 月份累计原料进口占比



资料来源：中国海关，五矿证券研究所

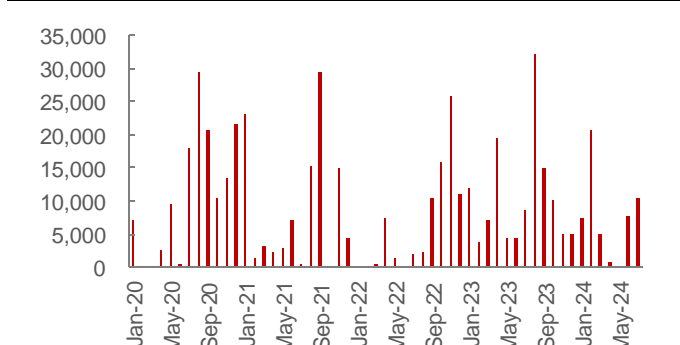
俄罗斯金锑浮选矿因黄金货值较高多以贵金属税号进口，2024 年 1-7 月份国内进口俄罗斯其他贵金属矿 11.6 万吨，同比-1.6%。其中，注册地为山东地区的企业为主要金锑矿进口商，累计进口贵金属矿 5.3 万吨同比-12.8%，但月度进口量变化较大 3-5 月份几乎无进口，主要因为当地税率和款项支付问题限制，也是国内阶段性原料紧张的主要原因之一，预计 8 月份开始将有陆续有货源到港，缓解部分原料压力。

图表 6：中国山东地区累计进口俄罗斯其他贵金属矿/吨



资料来源：中国海关，五矿证券研究所

图表 7：3-5 月份山东地区几乎从未从俄罗斯进口其他贵金属矿/吨



资料来源：中国海关，五矿证券研究所

## 1.2 极地黄金库存累积，预计下半年形成销售

极地黄金作为全球锑原料主要供应商之一，产量波动对全球供应格局产生较大影响。

### (1) 2023 年产量缘何大增？

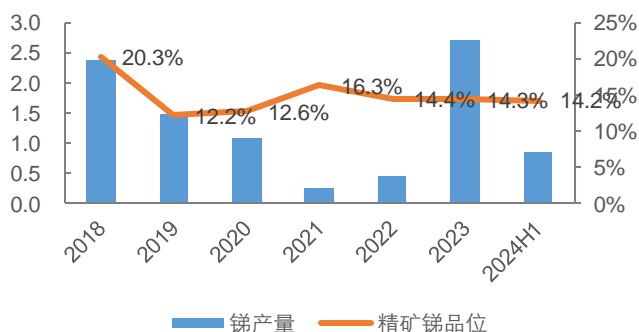
2023 年公司因 Olimpiada 采矿量和富锑矿增加，锑产量同比增加 517% 至 2.7 万吨。从公司采选数据和公告来看，产量大幅增加的原因并非市场所理解的处理了大量累积库存，2023 年公司矿石开采量 3,583 万吨，同比+85.5%，并且开采的矿区属于锑含量较高的富锑矿，双重因素下带动锑产量大幅增加。

## (2) 2024 年供应如何？

市场预期 2024 年因富铋矿的消耗预计产量下降。根据公司公告，24H1 因剥采比走高而采矿量同比-20.0%至 1,443 万吨，叠加富铋矿量减少，所生产浮选矿中铋含量同比下降 36.5%至 0.86 万吨，精矿铋含量基本持平约 14.3%。但上半年因税收和支付问题，浮选矿并未完全形成出售，24H1 累积金库存 6.5 吨，且大部分集中于浮选矿中，则计算对应积累库存铋金属量约 1.0-1.3 万吨，公司预计将于下半年形成销售。

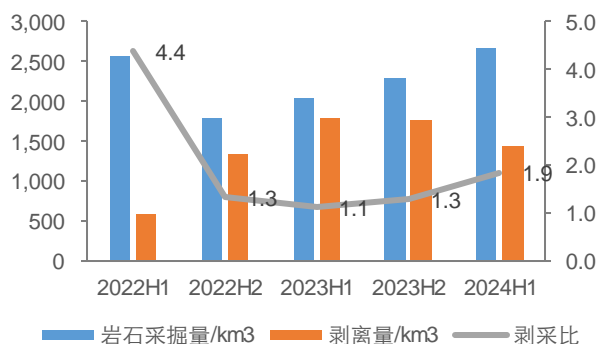
**综合来看，24 年极地黄金铋产量如期下降，简单以上半年年化来看，全年产量预计 1.7 万吨，同比-1.0 万吨，长周期维度看铋产量仍是下降状态，但节奏上看下半年原料供应或将更为集中。**

图表 8：24H1 极地黄金铋产量如期下降/万吨



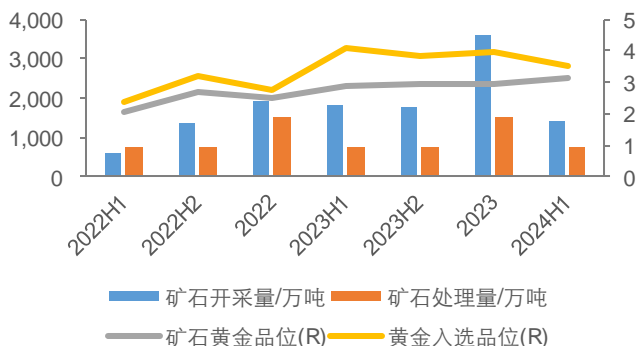
资料来源：公司公告，五矿证券研究所

图表 9：24H1 岩石采掘量小幅增加，剥采比走高



资料来源：公司公告，五矿证券研究所

图表 10：24H1 入选矿石黄金品位下降



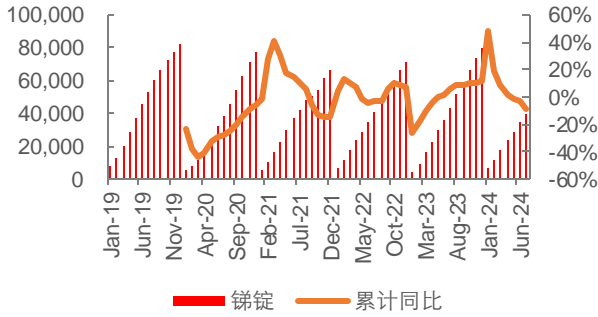
资料来源：公司公告，五矿证券研究所

### 1.3 铋品产量收缩，短期增量仍需价格配合

6 月份因矿石原料补充不足和检修问题，国内冶炼厂出现大批量停产情况，上半年铋品产量持续收缩，2024 年 1-7 月国内铋锭产量 4.0 万吨，同比-8.7%，氧化铋产量 6.0 万吨，同比-7.4%。铋品产量下降，导致国内可流通货源紧缺，根据百川盈孚库存数据，2024 年国内铋锭和氧化铋持续去库，截止 8 月底铋锭库存 3,730 吨、氧化铋 6,150 吨。

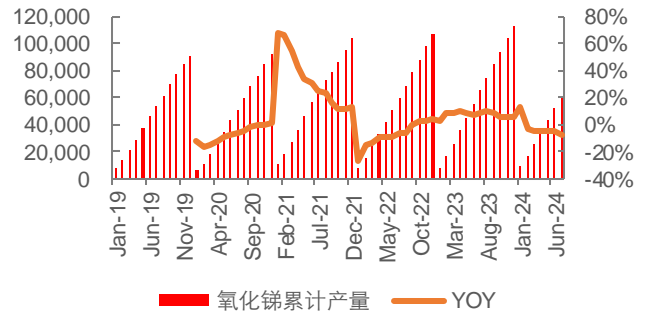
下半年随着原料预期缓解叠加检修冶炼厂复产，铋品产量或有提升，但当前主要矛盾在于内外盘价格大幅倒挂，进口原料以外盘价格计价，成本较高，矿商挺价惜售情绪难有改变，海外矿端短期或暂不能形成实际供应。

图表 11: 2024 年 1-7 月国内铋锭产量累计同比下降 8.7%/吨



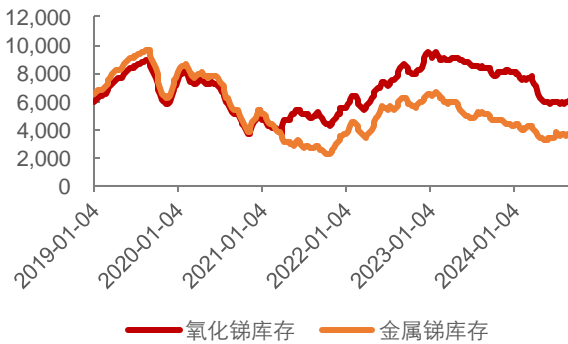
资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 12: 2024 年 1-7 月国内氧化铋产量累计同比下降 7.4%/吨



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 13: 24 年国内氧化铋及铋锭库存持续下降/吨



资料来源: 百川盈孚, 五矿证券研究所

## 2. 阻燃消费有改善, 光伏玻璃减产或将为短期需求蒙阴霾

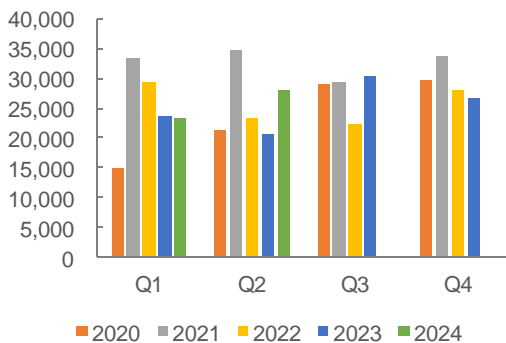
### 2.1 阻燃剂需求好于预期, 溴系阻燃剂上市企业产量同环比增加

铋当前下游消费主要仍集中于阻燃剂, 24H1 产量明显好于预期。根据可追踪上市企业阻燃剂产量, 24Q2 主要生产企业的产量同环比均呈现增长。

其中, 苏利股份以溴系阻燃剂为主(拥有 1.5 万吨十溴二苯乙烷、0.5 万吨溴化聚苯乙烯以及 0.1 万吨磷酸盐产能), 24H1 产量 1.05 万吨, 同比+96%, 开工率接近 100%; 利润率方面, 阻燃剂 24H1 毛利率从 2023 年的 9.4% 提升至 14.3%, 主要受益于溴素等原材料价格回落, 上半年溴素采购价格 1.87 万元/吨, 去年同期 2.6 万元/吨。

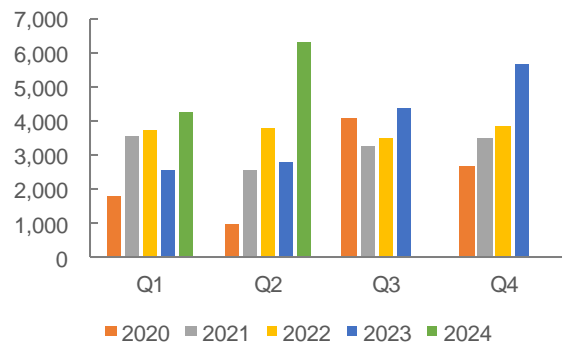
阻燃剂下游虽然不能完全代表阻燃塑料需求, 但也可以反应部分终端趋势。2024 年 1-7 月份国内化纤、聚苯乙烯树脂等产量累计同比分别+11.0%和+4.1%, ABS 树脂累计同比-9.6%。

图表 14: 万盛股份阻燃剂产量 Q2 同环比改善/吨



资料来源: 公司公告, 五矿证券研究所

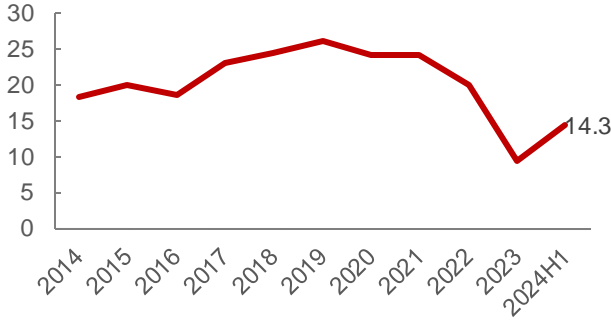
图表 15: 苏利股份阻燃剂产量 Q2 大幅增加/吨



资料来源: 公司公告, 五矿证券研究所

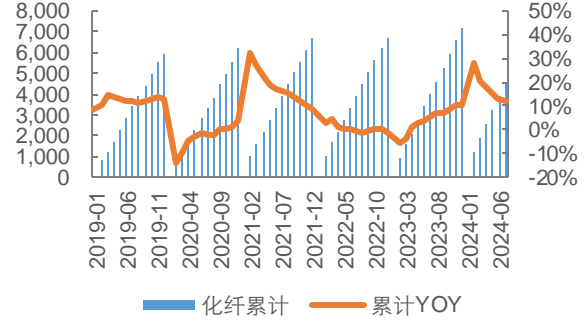


图表 16: 苏利股份阻燃剂毛利率/%



资料来源: wind, 五矿证券研究所

图表 17: 中国化纤累计产量/万吨



资料来源: wind, 五矿证券研究所

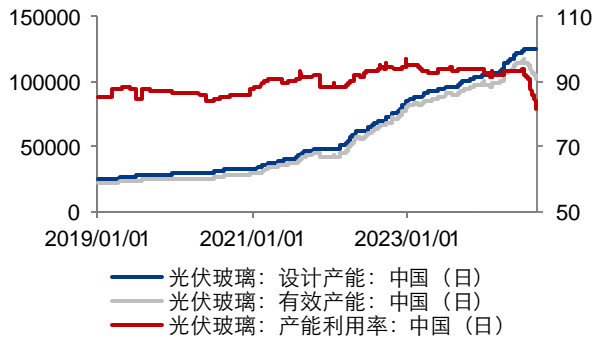
## 2.2 光伏玻璃产能冷修, 锑需求阶段性放缓

上半年光伏玻璃维持高增, 2024 年 1-7 月份累计产量 1,674 万吨, 同比+57.9%; 焦锑酸钠产量 4.3 万吨, 月度产量并未随光伏玻璃提升而增加, 短期并未表现出明显相关性, 主要考虑 2023 年为焦锑酸钠产能扩产阶段, 产量错配。

当前对于锑价上涨的担忧一部分来自于下游对锑价接受程度, 从光伏玻璃上市企业毛利率来看, 2022-2024 年光伏玻璃价格走低, 锑价上涨, 毛利率走势相对平缓, 从光伏玻璃行业盈利能力来看, 目前对焦锑酸钠涨价存在一定承受能力。

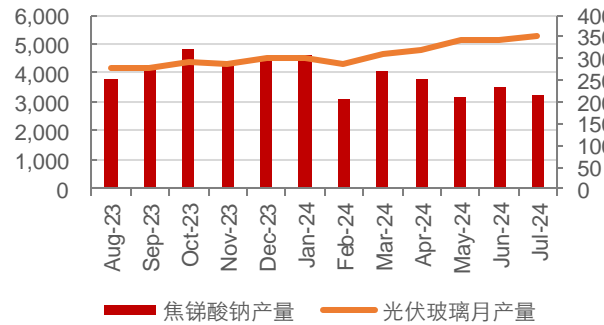
8-9 月份信义光能、福莱特在内的十大光伏玻璃生产厂达成一致协议实施封炉减产计划, 光伏玻璃日熔量现拐点, 9 月 4 日熔量已经从 7 月份的 11.6 万吨高点降至 10.1 万吨, 短期冷修导致光伏玻璃排产下降, 光伏锑需求或将小幅放缓。

图表 18: 光伏玻璃日熔量现拐点/吨



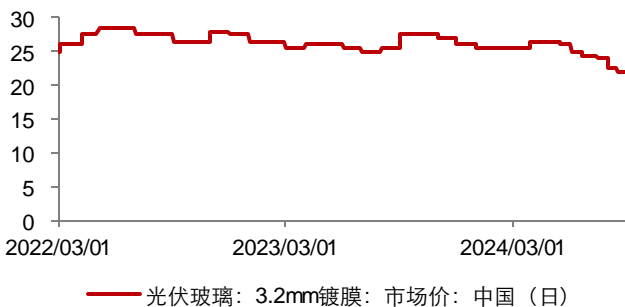
资料来源: 中国海关, 五矿证券研究所

图表 19: 国内焦锑酸钠产量/(吨, 吨)



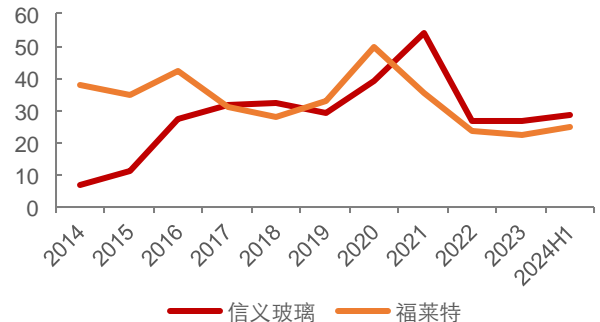
资料来源: SMM, Mysteel, 五矿证券研究所

图表 20: 3.2mm 光伏玻璃价格/(元/平米)



资料来源: 中国海关, 五矿证券研究所

图表 21: 主要光伏玻璃上市企业毛利率相对平缓/%



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

### 3.价格是否迎阶段性拐点？

上半年供弱需强，国内矿山和冶炼厂减产+俄罗斯原料进口不顺，下游消费阻燃需求改善+光伏玻璃产量高增，价格攀升。

下半年原料供给有望增加，需求端光伏增速下降。俄罗斯积累原料库存释放将抑制锑价上行动力，但是否能形成实际供应还需要价格配合，若内外盘持续倒挂则抑制国内冶炼厂原料采购。需求端，光伏玻璃排产明显下降，锑品出口也将受国内新政影响放缓出口节奏。综上，年内锑价继续上行动力不足，阶段性拐点或将出现。

长期看，锑是我国优势金属资源，对现代军工新材料产业具有重要作用，战略地位突出。我们也相继发布了深度报告，锑供给告别“宽松时代”，下游需求对锑价“容忍度”高。供给硬约束+光伏打开需求空间，紧缺只是时间问题。

图表 22：2024 年中国锑月度供需平衡表

指标	单位	月度数据								累计数据			
		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	环比	同比	年度	同比	
<b>锑精矿</b>													
锑矿进口	吨	4,385	4,516	4,102	6,336	2,175	4,581	6,174	34.8%	120.2%	32,269	34.7%	
其中：塔吉克斯坦	吨	1,273	0	0	365	172	1,097	732	-33.2%	100.2%	3,640	-52.8%	
俄罗斯	吨	0	491	0	0	0	0	0			491	-92.2%	
进口俄罗斯其他金属矿	吨	27,561	33,005	11,489	873	9,770	9,537	24,009	151.8%	119.3%	116,244	-1.6%	
其中：注册地为山东的企业	吨	7,507	20,801	5,033	873	182	7,776	10,369	33.3%	18.1%	52,541	-12.8%	
<b>锑锭</b>													
锑锭产量	吨	6,935	4,670	6,070	5,800	5,710	5,530	5,090	-8.0%	-33.6%	39,805	-8.7%	
锑锭进口	吨	0	106	0	73	89	221	227	2.6%	361.2%	716	-10.6%	
锑锭出口	吨	368	144	273	237	520	153	267	73.8%	-41.6%	1,961	-32.6%	
锑锭供应	吨	6,567	4,632	5,797	5,636	5,280	5,598	5,050	-9.8%	-30.5%	38,560	-7.1%	
<b>氧化锑</b>													
氧化锑产量	吨	9,380	6,970	8,840	9,480	8,970	8,530	7,945	-6.9%	-19.2%	60,115	-7.4%	
氧化锑产量（折金属）	吨	7,835	5,822	7,384	7,919	7,493	7,125	6,636	-6.9%	-19.2%	50,214	-7.4%	
氧化锑进口	吨	20	10	22	7	26	12	9	-27.1%	-36.5%	104	18.6%	
氧化锑出口	吨	2,649	1,913	3,639	2,621	3,246	3,228	2,799	-13.3%	0.6%	20,094	2.6%	
氧化锑供应	吨	6,751	5,067	5,223	6,866	5,750	5,314	5,155	-3.0%	-27.0%	40,125	-11.6%	
<b>焦锑酸钠</b>													
产量		4,620	3,080	4,102	3,780	3,140	3,495	3,270	-6.4%		25,487		
<b>需求</b>													
光伏玻璃	万吨	210.6	215.5	221.7	244.9	254.8	265.9	261.0	-1.8%	53.9%	1,674	57.9%	
化纤	万吨	584	584	692	661	674	677	669	-1.2%	5.9%	4,540	11.0%	
ABS树脂	万吨	44	40	40	38	45	47	47	0.0%	-8.4%	301	-9.6%	
聚苯乙烯树脂	万吨	38	25	35	33	39	38	36	-4.7%	-1.0%	244	4.1%	
PET产品产量	万吨	525.1	457.1	558.9	568.8	564.3	549.3	542.1	-1.3%	3.2%	3,766	20.1%	

资料来源：Wind，百川，SMM，中国海关，五矿证券研究所

### 风险提示

- 宏观经济波动风险。**锑下游需求中的多个领域近年增长与宏观经济增速基本一致，我国作为最大的消费国，宏观经济的边际变化，将直接影响锑需求的波动，从而对锑价起到负面作用。
- 边贸政策影响货物流通风险。**上半年俄罗斯矿出口政策以及双边支付问题影响原料流通，国内原料出现阶段性紧张，根据上市公司公告预期下半年将积累库存形成销售，政策变化风险仍存或将导致国内原料进口不及预期。



## 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