

八维解析“对等关税”下的中国产业韧性图谱

事件描述

当地时间 4 月 2 日特朗普“对等关税”落地，释放出强烈的地缘政治与逆全球化信号，加速了全球经济、地缘政治的重塑。五矿证券研究所推出《“对等关税”全景解析》专题报告，从宏观、金融、有色金属、新能源、新材料、半导体、高端制造、消费等八重维度，紧跟市场前沿动向，深度分析“对等关税”对中国经济和产业的影响。

宏观点评

日期： 2025.04.16

分析师 尤春野

登记编码：S0950523100001

电话：13817489814

邮箱：youchunye1@wkzq.com.cn

分析师 王小芃

登记编码：S0950523050002

电话：13401186193

邮箱：wangxiaopeng@wkzq.com.cn

分析师 张斯恺

登记编码：S0950523110002

电话：021-61102510

邮箱：zhangsikai@wkzq.com.cn

分析师 孙亮

登记编码：S0950524040001

电话：021-61102509

邮箱：sunl8@wkzq.com.cn

相关研究

- 《美国“对等关税”影响分析》(2025/4/3)
- 《经济回暖，政策加力——2月宏观环境观察》(2025/3/25)
- 《美元降息周期未止——美联储3月会议点评》(2025/3/21)
- 《提振消费专项行动方案》政策点评》(2025/3/19)
- 《全力稳增长-2025年政府工作报告解读》(2025/3/5)
- 《中国资产“开门红”的宏观背景——1月宏观环境观察》(2025/2/25)

风险提示：
1、贸易战进一步升级导致的成本抬升；
2、全球宏观不及预期导致的需求下降。

当地时间4月2日特朗普“对等关税”落地，释放出强烈的地缘政治与逆全球化信号，加速了全球经贸、地缘政治的重塑。五矿证券研究所推出《“对等关税”全景解析》专题报告，从宏观、金融、有色金属、新能源、新材料、半导体、高端制造、消费等八重维度，紧跟市场前沿动向，深度分析“对等关税”对中国经济和产业的影响。

一、宏观方面

美国正在与多国谈判，后面可能有一定的关税削减，但结果依然存在较大不确定性，全球经济衰退的可能性依然较高。长期来看，我们认为全球产业链将加速重构，部分制造业或向美国及低税率地区转移，但多数产业难以回流美国，这一过程将导致阶段性供给收缩与投资上升，推升中长期通胀压力；而美元信用则因全球“去美元化”趋势加快、美国经常账户结构变化及贸易保护主义抬头而可能持续走弱。金融市场短期冲击可能已经结束，但经济潜在的衰退可能性给基本面带来的负面影响还未充分体现。我们长期看好黄金价格前景。

二、金融方面

“关税风暴”强化升级，且博弈尚未停歇，全球经济衰退预期抬升，引发风险资产价格快速下跌。我们认为，本轮美国加征关税的影响将远高于2018年，短期内国内权益市场波动率大概率维持高位，投资者避险情绪提升，券商经纪、信用及自营业务业绩承压；引入中长期资金入市持续推进，保险公司权益投资空间进一步打开，红利资产仍受青睐；部分行业受到关税政策影响程度较大，关注相关信贷规模占比较大的银行不良贷款率的变化情况。

三、有色金属方面

大宗商品的关税扰动与战略资源的产业控制，影响分为两大类，三个方面：“对等关税”将汽车及零部件、钢、铝、木材、铜等受“232”条款约束的产品排除在外，对有色金属的影响主要分为两个方向来看，第一是大宗商品；第二是中国优势小金属类。

主要影响可以总结为以下三个方面：1、宏观与流动性悲观情绪主导，本身中美贸易体量影响不大，但终端需求或受到较大冲击。2、与美国进出口占比较高的品种和企业，可能带来成本抬升、利润承压，关注后续主要国家贸易政策对海外产业链布局的选择。3、美国对中国依赖度较强的战略金属品种，可能不断上演内外价差带来价格中枢抬升，后续对产业的影响主要体现在美国与其盟友供应链的建立。

对产业的影响和初步应对方向则主要体现在以下四个方面：1、最直接影响在于短期价格大幅波动；2、全球贸易格局重塑，部分原料冲击较大，加大国内资源保障/过剩产能整合，加大加工端的话语权；3、双轨制供应链和定价或成为常态化，海外布局难度加大体现在需要综合选取区域，也一定程度带来投资成本提升；4、加大技术突破、战新产业布局和中国优势金属的产业控制力度，有效对冲经济下行风险和强化中国优势金属的反制力度。

（一）铜：短期基本面变化不大，受宏观面影响较大

虽然本次对等关税豁免铜，短期内铜的基本面尚未发生明显变化，但铜价受宏观面影响较大。

铜价：短期，我们认为宏观预期尚未明朗，美国经济仍存在不确定性，滞胀风险仍存，而中国宏观政策预期可期；基本面方面，TC 维持低位或为常态，国内铜矿和废铜供应偏紧，基本面给予铜价支撑。中长期，随着区域制造业的重塑，给予铜价较强支撑。

基本面：美国是铜精矿、废铜的净出口国，精炼铜的净进口国；中国占据主要冶炼、加工、终端消费环节，对中国的影响体现在废铜进口和终端出口。短期，国内供给端进口美国废铜或承压，冶炼厂减产预期仍存；中国铜材直接出口至美国的量较少；终端产品或运转至东南亚进行转销，这部分或受对等关税影响更大。

（二）锌：中美贸易规模较小，关税政策对锌行业整体影响有限。

中国作为全球主要锌消费国，从美国进口的锌矿规模较小，受关税冲击有限；美国锌资源对外依存度较高，但主要进口来源为秘鲁、加拿大等国，与中国贸易关联度低。然而，镀锌板、白色家电等下游产品未被纳入关税豁免清单，相关企业在美市场份额面临挤压，海外锌消费预期趋于回落。短期来看，锌价受宏观避险情绪影响或维持震荡偏弱走势；中长期需重点关注全球矿端供应变化及下游新兴需求拉动或新材料替代进程。产业格局上，秘鲁、澳大利亚等资源大国的市场地位有望进一步巩固，全球锌供应链或将呈现区域化布局，下游产品贸易结构将有所调整。中国企业可积极开拓东南亚、中东等新兴市场，同时资源端可通过提升再生锌技术水平增强自给能力，降低地缘政治等带来的风险。

（三）镍钴：美关税加码对镍/钴直接影响有限，关注在资源优势国的博弈

- 1、关税对镍钴贸易无直接影响。1) 美国镍年消费量 10-11 万吨, 进口产品以电解镍为主, 其中加拿大占比 52%, 其次为挪威、芬兰、澳大利亚等, 从中国未有直接进口。
2) 美国钴进口主要从挪威、日本、马达加斯加、加拿大等国家采购。
- 2、需求端影响有限。1) 2024 年中国不锈钢出口 504 万吨, 其中出口至美国 10.34 万吨, 占比约 2.1%, 关税直接影响有限, 但不锈钢制品及下游终端影响相对较大。以出口制品、电器等不锈钢需求量口径测算, 中国出口至全球不锈钢用量 983.6 万吨, 其中出口至美国 146.8 万吨, 占比 15%。2) 中国对美出口金额中机械电子类产品占比最高, 关税提高的同时短期内美产业链难以重建, 将抑制部分消费电子对钴的需求。
- 3、行业发展趋势, 谨慎关注中美在资源国的博弈。美国在镍钴产业链中扮演非重要角色, 产业链回流无需担心, 但镍钴是其关键战略金属, 警惕在中国已经形成镍钴优势的资源国(如刚果金、印尼等)的博弈, 镍钴企业关注刚/印以外地区资源布局。

(四) 锡: 直接影响有限, 关注终端消费需求变化

1、关税对中国锡行业直接影响较小。2024 年中国进口锡矿砂及其精矿约 15.88 万实物吨(折合 5.76 万金属吨), 主要来自缅甸、刚果(金)、澳大利亚等。2024 年中国全年累计出口精锡 1.72 万吨, 累计进口精锡 2.16 万吨, 主要来自印度尼西亚、秘鲁、马来西亚等。2024 年中国出口美国锡锭数量可忽略不计, 出口锡合金不足 1 吨, 占总出口量比重极小, 锡材 46 吨, 占锡材出口总量比重的 1.3%, 出口锡制品 68 吨, 占中国出口量比重的 3.8%。总体来看, 中国与美国锡贸易相关度低, 关税直接影响较小。

2、消费电子是锡焊料最大应用市场, 关税或对消费电子需求间接造成一定冲击。锡焊料是锡主要的应用领域, 电子行业占锡焊料终端需求超 8 成, 美国关税或对消费电子需求造成一定影响, 进而间接影响锡需求, 但关税将使得中国高端锡产品迎来国产化机会, 提高中国半导体锡材料自主可控能力。

(五) 钾: 价格可能上行, 行业投资进一步收缩

1、钾肥没有被豁免, 但中美都是钾肥净进口国家, 互加关税影响较小。据海关数据, 2024 年中国进口氯化钾 1263 万吨, 其中俄罗斯 424.4 万吨, 占比 33.6%, 位居第一, 白俄罗斯 288.9 万吨, 加拿大 232.9 万吨, 老挝 207.2 万吨, 分列第二到第四位。2023 年, 美国钾肥进口 1170 万吨, 其中 87% 来自加拿大。中国和美国都是钾肥需求大国, 且都依赖于进口, 关税影响较小。

2、美国对加拿大关税或导致钾肥价格上涨。加拿大是全球最大的钾肥出口国，美国是其最大进口国，若美国对加拿大商品加征关税，导致从加拿大进口钾肥成本增加，从而推高全球钾肥价格。

3、美国关税或导致全球钾肥供应链调整，行业投资减少，进而推动农产品价格上涨。钾肥行业作为全球高度集中垄断产业，美国滥加关税或使得各国加大贸易保护主义措施，贸易格局面临变化，政策不确定性增加，行业投资放缓，从而导致钾肥供给不足，而下游农产品需求相对稳定，钾肥供给受限或推动农产品价格上涨。

（六）钨：中美政策聚焦不同，未来竞争聚焦终端产品

中美围绕钨资源的产业政策，美国意在降低对外依赖、重建关键产业节点，中国拥有钨资源优势，则瞄准转型升级、管控和技术反制。根据 USGS 统计，美国钨资源整体对外依赖度在 50% 左右，进口中 27% 来自中国。2024 年美国对华加征 301 关税钨制品税率为 25%，2025 年通过《国防生产法》资助开发加拿大 Mactung 钨矿，目标均落在保障原料、降低供应链风险。根据中国海关数据，2024 年中国出口美国份额已下降至 11%，主要为偏钨酸铵、钨粉、碳化钨等原料，高端刀具上美国则更依赖欧洲及日韩钨企。我们认为，此次美国“对等关税”将钨原料列入豁免清单，对出口实际影响小于中国出口管制政策。中美政策对垒将加速重构全球钨产业链，未来国际市场的产业竞争将更聚焦于终端钨产品。

（七）稀土：战略资源王牌，中期看好中重稀土价格回归

稀土历来受到多种中国出口管控，本次政策是基于“关税反制”和“两用物项出口管理条例”的针对性政策。2025 年 4 月 4 日对 7 种中重稀土出口管制钐、钆、铽、镝、镥、钪、钇，且包含合金类产品、靶材、钕铁硼磁材（含镝、铽）、钐钴永磁等）。本轮对等关税依然没有包括相关产品，2024 年 301 复审中首次提到到 2026 年，美国意图针对中国永磁体的关税将从 0 提高到 25%。

中国在全球稀土产业链保持优势地位，资源储量占比近 40%，产量占比近 70%，冶炼分离产能、稀土永磁产能、尤其是中重稀土占比超过 90%，中国是最大的稀土产品出口国，虽然中重稀土占中国稀土产品出口比例不高，但美国对中国稀土全品种依赖度较高超过 70%，其中中重稀土依存度超过 90%。

对价格影响来看，镨钕氧化物季度涨幅 7%，氧化铽季度涨幅达到 23.5%，短期看内外价差可能持续扩大，中期看缅甸供给、新需求拉动，预计供给总量、政策落地、地缘战

略、进口扰动四重因素持续带来稀土价格中枢抬升。对全球稀土产业链影响：1) 海外稀土资源开发冶炼产能持续扩张区域化资源供应链建立需要较长时间，2) 寻找低中重稀土技术替代。

(八) 钛：产能优势亟待推进产品结构优化，海外市场多方向突破

美国商务部于3月4日起实施对中国钛材征收额外20%关税，使得中国钛板带、钛管材等加工品税率从15%提升至35%，对美出口量骤降；海绵钛税率仍为60%，美国从日本、哈萨克斯坦和沙特的未锻造钛关税仍为15%。中国作为钛材产能大国，产品主要出口欧美日韩等国，关税无疑会削减价格竞争力。2025年中国海绵钛产能释放，钛材向航天、医用等高端产品加速转型，海外俄罗斯、中东、东盟等新兴市场实现多方向突破，有望降低美对华加征关税影响。4月美国出台“对等关税”政策，钛精矿、钛白粉、钛铁及未锻造钛被列入豁免清单，则几无影响。

四、新能源方面

(一) 对锂矿影响

1、碳酸锂与氢氧化锂属于关税豁免产品，且中国锂盐主要出口至日本和韩国，美国的锂盐主要从智利与阿根廷进口，因此本次关税冲突对锂盐贸易格局无直接影响。2、特朗普层层施加关税后，中国锂电产品相对日韩的低成本优势在关税政策下被削弱，出口量或将减少，需求悲观预期间接导致锂价短期下跌。3、美国锂资源禀赋与锂盐加工技术均不具备优势，即便政策与资金大力倾斜，中期看美国难以形成锂资源优势。4、展望远期，我们认为美国仍将依赖矿产贸易联盟，中国应警惕警惕澳洲、智利、阿根廷政治立场向美国倾斜而带来的锂资源进口危机，提升资源自给率仍是未来发展的重要方向。

(二) 对储能行业影响

关税冲击下美国储能装机面临下降风险，但美国储能需求占全球比例约两成，对总体需求影响基本可控，储能仍是新能源行业中成长性最高的细分环节之一。展望储能全球供应链及格局，可能发生三点变化：1、美国需求萎缩。由于美国储能LFP电芯高度依赖中国供应链，当关税超过一定阈值，不论中国还是美国本土产品成本均难以满足电站投资方要求；2、中国全球领先地位难以撼动。美国本土及日韩企业在美市场份额可能上升，但短期难以重构完整产业链，考虑中国储能产业链在技术研发、应用推广、规模化降本上的优势，中国全球领先地位很难被超越；3、转口贸易可能成为主流。亿纬锂能、

比亚迪、中创新航、阳光电源等储能企业已提前布局海外产能，未来在极端关税情景下，和光伏类似，储能转口贸易将是迫不得已的选择。未来中国有实力的储能企业，想在关税战中保持灵活性，以及获取更多全球市场，须加快产能出海的步伐。

(三) 对锂电行业影响

美国对中国锂电产业的打压从 2022 的 IRA 法案即开始，特朗普上台后对关税政策加码。中国锂电池出口第一大市场为美国，2024 年出口金额约 153 亿美元，出口额占比 25%。从结构上看，国内出口至美国市场以储能电池为主，对储能影响程度更大。从量上看，2024 年国内锂电池出口占据总出货量比例约 16%，国内锂电池主要依赖内需市场。

对全球锂电供应链的影响。1、对日韩：中国或将减少对美锂电产品出口，美国部分需求短期或将被日韩等企业部分填充。2、对美国：美国地区需求或将较多依赖于本土投资产能，虽提升了就业，但相比中国的生产成本更高，且制造效率也有劣势。预计美国新能源车平价拐点推迟。3、对中国：美国加征对等关税后，中国或将减少对美锂电产品出口，同时出口美国产品价格或将上涨。

(四) 对光伏行业影响

对等关税影响有限，美国市场高价格可以吸收对等关税冲击，还需关注美国对东南亚未来双反关税变化，对东南亚四国的高关税或引起美国光伏装机需求下调，价格上涨，利好美国本土光伏制造产能。未来全球光伏产能趋势是分散化的，产线搬迁或是解决目前行业产能利用率低、供需割裂的重要方式，该方式不需要光伏企业资本开支，是光伏企业可以接受的产能变化方式。

(五) 对汽车行业影响

美国对汽车及零部件统一加征 25%额外关税，将显著抬升美国本土汽车价格，叠加宏观衰退风险，我们预计美国本土汽车需求将受到冲击。从供应链角度看，汽车产业高度依赖墨西哥、加拿大、日本、韩国和欧盟，尤其是美国本土品牌比日韩欧品牌从墨西哥进口更多的整车和零部件，受到的影响最大，新能源车部分价值量无法绕开中日韩的供应体系。对中国来说，中国进出口至美国的汽车较少，基本无直接影响，但间接上缓和了中国与欧盟的贸易关系，欧盟对华电动车关税重启谈判，对于中国企业中短期内布局美国有较大的不确定的政治风险，可优先考虑出海欧洲、东南亚等广阔的市场。

五、新材料方面

(一) 对金属新材料行业影响

分成三个方面：1、出口影响不大：国内金属新材料一般是形成产品后出口；直接出口的金属新材料短期可能会因为利润较高的出口订单减少而受损，中长期可能会在欧洲找到替代市场。2、美国独供或进口占比较大的新材料可能加快替代进程：以前的进口替代逻辑是国产替代品压价利用价格优势对进口新材料进行替代，在对等关税的影响下，短期内可以进行国产替代的新材料有望在不压价的情况下加速替代，对于目前没有替代品的新材料，国内企业则可能在高利润的诱惑下加快研发进程。3、关键设备的国产替代可能会加速：现代金属新材料生产中，设备至关重要，在项目投资中设备也往往占据大头，在对等关税的影响下，国内的设备企业的进口替代进程可能会加速。

(二) 对汽车用材料影响

1、对中国金属大宗商品供应商带来的影响——供货份额可能下滑：短期看，通过墨西哥供货的方式暂时不受影响；长期看，如进口政策追踪原料的产地，大宗类商品的供货会受到巨大影响。而北美直接建厂供货的加工类供应商则不会受到影响。相关对策：投资较小的加工制造类企业可能会在美国设立产线，本地供货；产线投资较大的大宗商品品种，可能会扩大转口贸易或开发其他海外市场。

2、对美国本土金属大宗商品供应商的影响——利好：以钢铝板材为例，美铝、诺贝尔斯、美钢联这类美国本土企业将会大大受益，考虑关税和供应安全，汽车厂可能会将此类材料逐步转回美国本土采购。

3、对特殊品种进口材料的影响——利好中国本土供应商。一些性能要求比较特殊的材料如 PEEK 或者芳纶绝缘纸等材料，目前主要依赖进口，如对等关税实施意味着中国本土企业会得到更多的供货机会。

六、半导体方面

出口管制使中国国产半导体国产化从0到1，进口关税催化了国产替代从1迈向100。

进口方面，海外进口芯片加征关税后价格上涨，国内部分终端厂商或受影响。但国内成熟制程产业，中长期将迎来终端厂商“降成本”驱动下的国产化率提升，先进制程产业长期也将受益于产业链自主可控。4月11日，中国半导体行业协会通知，根据海关

总署的相关规定，将集成电路流片地认定为原产地，进一步利好国内晶圆厂。

出口方面，4月12日，美国对PC、手机、手表等豁免征收“对等关税”。数据显示，2024年中国对美出口机械电子类产品的金额占对美出口总额的41.6%，但仅占该类产品对全球出口总额的14.6%，敞口较小。但也需要考虑，美国加征关税，下游需求出现衰退的可能。

七、高端制造方面

我们认为关税对工程机械的影响可控。1、中国工程机械出口较为分散，对美出口比例有限。2024年中国工程机械出口金额528.59亿美元，按出口金额排名美国位列第二，出口金额40.55亿美元，占比7.7%。三一美洲地区收入占比10%；徐工、中联重科美国收入占比约1%。2、主机厂全球化布局，可以对冲关税影响。三一、徐工均在美国设立有生产基地。中联重科在墨西哥建有基地，暂时不受对等关税影响。3、关税壁垒将带来全球产能布局的再平衡，中期来看或将刺激工程机械的需求。

八、消费方面

对旅游免税和商贸影响

消费部分，从旅游免税和商贸两部分分析关税及相关政策影响。旅游免税方面，机场口岸免税因货物未过国内海关不涉新关税而受益，海南离岛免税受美国新关税影响商品价格升高，但因对应有税品需多加消费税及增值税，免税品售价仍低于有税商品。从商品角度，利好国货。新政策外国人入境旅游即买即退增值税，助推国内旅游业。短期会出现美产商品囤货潮。商贸方面，做美国出口的少数商户可转客户或做转口贸易，美国加关税难治理转口贸易，成本多由美国民众承担。总体而言，政策对国内旅游免税利好，外贸企业有机会但利润压缩，利好转口贸易商。

风险提示

- 1、贸易战进一步升级导致的成本抬升；
- 2、全球宏观不及预期导致的需求下降。

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) 英文版翻译若与中文版有所歧义，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	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形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

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

深圳

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

北京

地址：北京市东城区朝阳门北大街 3 号五矿广场
C 座 3F
邮编：100010

Analyst Certification

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

Investment Rating Definitions

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 law s with the stock evaluated or recommended in this report.

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

Special Disclaimer

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

Contact us

Shanghai

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

Shenzhen

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

Beijing

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