

2025 铜矿并购趋势变化及展望

有色金属

评级：看好

日期：2026.03.26

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

事件描述

2025 年以来，全球铜行业在高铜价背景下头部矿企整合加速，绿地资源竞争前置化趋势明显。铜行业并购呈现出规模稳中有升、区域向资源国与成熟区域集中、战略属性显著增强的特征。与此同时，铜在关键矿产战略地位上升，美国等主要经济体已经通过政策工具、金融支持与国际合作强化资源布局，推动全球铜资源竞争进入结构性深化阶段。在此背景下，铜行业并购已不再仅是周期驱动的资产配置行为，而逐步演变为兼具产业安全、供应链稳定与长期资源储备意义的战略行动。

事件点评

2025 年以来，全球铜价持续高位运行并屡创新高，但铜行业并购热情不减。根据我们不完全统计，2025 年并购热情不减，全年铜资产并购达到 41 起，包括公司并购 18 起（含 3 起少数股权），项目并购 23 起。2025 年总交易金额达到 68 亿美元（不包括泰克和英美资源等巨头合并），其中公司并购 32 亿美元，项目并购 36 亿美元。

全球资源博弈加剧铜矿获取难度。2025 年以来，美国持续加码关键矿产战略布局，铜的战略地位被显著强化，成为全球资源博弈的焦点。铜首次入选美国关键矿产清单。

1) 国家层面：美国通过 MSP 联盟锁定铜资源国。美国积极推动“矿产安全伙伴关系”（MSP），刚果（金）、赞比亚等铜矿大国被邀请参与“MSP 论坛”。2025 年 12 月，美国与全球最大铜钴资源国刚果（金）建立战略伙伴关系；2026 年 1 月，刚果（金）向美国递交定向矿产项目清单。

2) 企业层面：资本加速渗透全球优质铜资产。在美国金融支持下，美国企业已在刚果（金）、赞比亚深度布局。例如，2025 年末以来，摩科瑞向欧亚资源提供 1 亿美元预付款，支持其刚果（金）铜矿开发；与刚果（金）国有矿业公司成立合资企业并注资 10 亿美元，计划年销售 50 万吨阴极铜等。

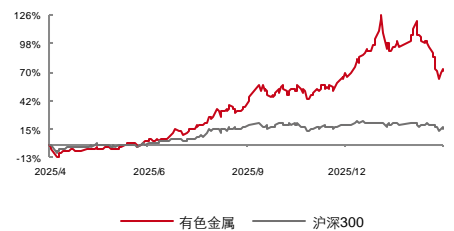
2025 年以来铜行业并购特征。**1) 并购主体：2025 年海外并购活跃度明显高于国内。**2025 年中资矿企涉及铜矿并购仅有四起，分别是北方矿业、铜陵有色、西部矿业、中国有色矿业。**2) 并购区域选择：以拉美、北美和澳洲为主。**由于 2025 年铜行业的并购以海外企业为主，并购区域多偏向资源国或并购成熟国，例如加拿大、澳大利亚、美国、智利等国。中资企业的并购区域以哈萨克斯坦、印尼、中国国内为主。**3) 并购项目选择：以棕地项目为主。**海外矿企一般更偏好收购棕地项目，而国内企业更偏好获得绿地项目。例如中国有色矿业、西部矿业、铜陵有色均收购的为绿地项目。

并购趋势与展望。**1) 资源国主动出让与资本方积极卡位双向加速，合作模式进一步趋向“联营开发”。**例如厄瓜多尔和菲律宾部分铜矿开启招标流程。**2) “临门一脚”的项目仍是海外矿业资本的核心聚焦。****3) 供应链安全驱动的“多元联合体”交易占比可能进一步提升。**

风险提示： 1、 研究报告使用的公开资料存在更新不及时的风险。2、 并购成功与否受很多因素影响，单纯追溯历史可能会有局限性。3、 行业受到铜矿干扰率波动、冶炼厂超预期的减产行为、需求边际/供给释放不符合预期等风险。

行业表现

2026/3/26



资料来源：Wind，聚源

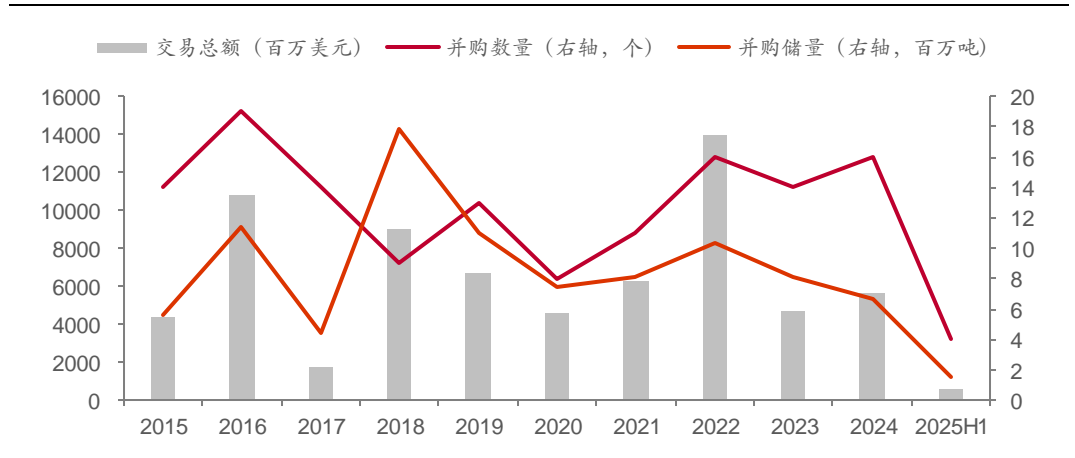
相关研究

- 《需求高叠加供给约束，锂行业有望长期景气上行》(2026/3/26)
- 《镁合金零部件上车进展不断 镁合金产业增长有望提速》(2026/3/13)
- 《硬质合金及刀具系列三：飙升的钨价将推动刀具材料向何方演进》(2026/3/12)
- 《有色月跟踪：美国关键矿产战略持续演进，关注重点品种价值重估》(2026/3/4)
- 《清单品种扩容与国际合作加速——美国关键矿产发展跟踪》(2026/2/25)
- 《2026 年有色金属趋势展望》(2026/2/9)
- 《钨价中枢抬高存在强支撑，聚焦终端需求反馈》(2026/2/6)
- 《战略性矿产系列报告：铀，天然铀价值重估，长牛征程进行时》(2026/1/16)
- 《硬质合金及刀具系列二：从德国玛帕看刀具行业“隐形赢家”如何获益于新能源汽车行业发展》(2026/1/16)
- 《矿业巨头启示录之五：艾芬豪的崛起之路，从勘查先锋到世界级矿企》(2025/12/12)

高铜价下的铜行业并购热情不减

2025 年以来，全球铜价持续高位运行并屡创新高，但铜行业并购热情不减。根据 S&P，2025H1 已有 4 起公司级交易，总交易价格为 6.489 亿美元，同比+22%。根据我们不完全统计，2025 年并购热情不减，全年铜资产并购达到 41 起，包括公司并购 18 起（含 3 起少数股权），项目并购 23 起。但中资矿企涉及铜矿并购仅有四起，分别是北方矿业、铜陵有色、西部矿业、中国有色矿业。2025 年总交易金额达到 68 亿美元（不包括泰克和英美资源等巨头合并），其中公司并购 32 亿美元，项目并购 36 亿美元。不仅涵盖单一矿权收购，也出现整合型、平台型并购。尤其 2025 年下半年泰克资源和英美资源宣布合并；2026 年初嘉能可和力拓宣布合并（虽然最后以失败告终）。

图表 1：2015-2025H1 铜行业公司级交易数量及交易总额



资料来源：S&P，五矿证券研究所

全球资源博弈加剧铜矿获取难度

2025 年以来，美国持续加码关键矿产战略布局，铜的战略地位被显著强化，成为全球资源博弈的焦点。铜首次入选美国关键矿产清单。2025 年 11 月，美国地质调查局发布最新版关键矿产清单，基于“供应风险”和“经济重要性”的双重评估，将关键矿产数量从 50 种扩充至 60 种。此次调整中，铜首次入选。这标志着美国已将铜视为关乎国家安全与经济竞争力的核心战略资源，为其全球铜资源争夺提供了政策依据。

国家层面：通过 MSP 联盟锁定铜资源国。美国积极推动“矿产安全伙伴关系”（MSP），重点瞄准铜资源富集区。刚果（金）、赞比亚等铜矿大国被邀请参与“MSP 论坛”。2025 年 12 月，美国与全球最大铜钴资源国刚果（金）建立战略伙伴关系；2026 年 1 月，刚果（金）向美国递交定向矿产项目清单，其中包括国有矿业巨头杰卡明旗下穆托希铜钴项目，该矿年设计产能达 5 万吨铜和 1.6 万吨钴，成为美国在非洲获取铜资源的重要支点。

企业层面：资本加速渗透全球优质铜资产。在美国金融支持下，美国企业已在刚果（金）、赞比亚深度布局。2025 年 10 月，摩科瑞向欧亚资源提供 1 亿美元预付款，支持其刚果（金）铜矿开发。12 月，摩科瑞与刚果（金）国有矿业公司成立合资企业并注资 10 亿美元，计划年销售 50 万吨阴极铜——约占全球贸易量的 2.5%。摩科瑞还与赞比亚达成协议，强化对非洲铜资源的控制。

2026年2月，嘉能可将刚果矿山40%股份出售给美国支持的财团Orion。Orion于2025年10月成立，得到阿布扎比主权财富基金和美国国际开发金融公司的支持，双方共同投资超50亿美元，重点投向全球铜矿资产。这一系列交易表明，美国正通过资本纽带强化对铜供应链关键节点的控制。

综上，铜已被赋予前所未有的战略意义，从传统工业金属升级为大国博弈的核心资源。随着美国通过外交、金融、资本等多重手段加速抢占全球优质铜矿，中资企业海外并购面临的国别风险显著上升，获取优质铜资源的难度和成本将进一步加大。

2025年以来铜行业并购特征

1、并购主体：2025年海外并购活跃度明显高于国内。2025年中资企业在铜行业的并购不多，例如北方矿业并购印尼的KSK铜矿、中国有色矿业收购哈萨克斯坦的本卡拉铜矿、铜陵有色竞得鸡冠山-胡村铜金钼矿探矿权、西部矿业收购安徽茶亭铜多金属矿探矿权等。但中资企业并购黄金的案例较为鲜明，例如洛钼并购巴西金矿、江西铜业并购Solgold公司等。而在海外企业中，不乏贵金属公司转战铜行业。例如加拿大矿业公司Rio2宣布收购秘鲁铜矿，标志着该公司从一家黄金开发商发展成为一家拉丁美洲多元化生产商；Harmony宣布其已通过澳大利亚全资子公司Harmony Gold收购MAC Copper Limited 100%股权，通过此次收购实现其加速转向铜的战略转型。

2、并购区域选择：以拉美、北美和澳洲为主。由于2025年铜行业的并购以海外企业为主，并购区域多偏向资源国或并购成熟国，例如加拿大、澳大利亚、美国、智利等国。中资企业的并购区域以哈萨克斯坦、印尼、中国国内为主。

3、并购项目选择：以棕地项目为主。海外矿企一般更偏好收购棕地项目，而国内企业更偏好获得绿地项目。例如中国有色矿业、西部矿业、铜陵有色均收购的为绿地项目。

并购趋势与展望

进入2026年，在全球铜供应安全与长期资源储备布局的大背景下，全球铜资源领域的竞争将进一步转向“深度博弈与集中卡位”，具体呈现三大核心趋势：

一是资源国主动出让与资本方积极卡位双向加速，合作模式进一步趋向“联营开发”。不少发展中国家和资源国在高铜价背景下加快释放矿权，期待提升财政收入与产业链话语权。菲律宾Tampakan2025年进行招标融资、厄瓜多尔Llurimagua铜钼矿2026年启动项目招标，伴随预期年产量20万吨以上的巨型绿地项目或逐步进入实质开发阶段，资源国不再满足于初级阶段的矿权转让费或税收，而是更倾向于通过股权强制保留、产品包销权乃至国有公司共同开发等方式深度介入项目运营。除此之外，沙特也于2025年底正式启动新一轮矿产勘探许可证招标，总面积约13,000平方公里，涵盖黄金、铜、锌、白银、铅等多种关键矿产。

二是“临门一脚”的项目仍是海外矿业资本的核心聚焦。海外矿业资本仍将高度聚焦于进入可行性研究、环评或具备社区合作基础的大型待建项目，具备短中期投产潜力、基础设施配套清晰的资产溢价能力将显著提升。

三是供应链安全驱动的“多元联合体”交易占比可能进一步提升。国际矿业资本、贸易资本、产业链资本加速布局，提前锁定大型优质资源，中资企业将面临来自日韩、欧美财团的同台竞争加剧。未来一段时期，围绕大型优质资源项目的布局与合作将成为行业发展的重要主线，企业在推进资源并购与开发过程中，也需更加注重风险控制、合作机制与可持续发展能力的

协同提升。

总体来看，2026年将是全球铜资源格局重塑的关键一年。中资企业应凭借政策协同、开发经验、市场消纳、全产业链和资金优势的综合能力，以更加灵活的姿态，在推进资源并购与开发过程中，更加注重风险控制、合作机制与可持续发展能力的协同提升，从而锁定更多下一轮铜周期中的关键资产。

图表 2：2025 年铜行业并购案例

	公告日期	买方/投资者	买方/投资者所处国家	标的方	标的方所处的国家	卖方	被投资方/卖方所处国家	并购的股权比例 (%)	交易价格 (\$M)
公司并购	2025/5/19	Bastion Mining Pte Ltd	新加坡	Xanadu Mines Limited	澳大利亚	Xanadu Mines Limited (XAM)	澳大利亚	85	88.06
	2025/5/21	Central Asia Metals plc (AIM:CAML)	英国	New World Resources Limited	澳大利亚	New World Resources Limited (NWC)	澳大利亚	100.00	155.58
	2025/5/27	Harmony Gold (澳大利亚) Pty Limited	澳大利亚	MAC Copper Limited	泽西岛	MAC Copper Limited (ASX:MAC)	英国	100.00	1,291.92
	2025/6/9	Tudor Gold Corp. (TSXV:TUD)	加拿大	American Creek Resources Ltd.	加拿大	American Creek Resources Ltd. (AMK)	加拿大	100.00	56.49
	2025/6/17	TDG Gold Corp. (TSXV:TDG)	加拿大	Anyox Copper Ltd	加拿大	Anyox Copper Ltd	加拿大	100.00	24.71
	2025/6/22	Kinterra Capital Corp.	加拿大	New World Resources Limited	澳大利亚	New World Resources Limited (NWC)	澳大利亚	80.84	122.57
	2025/7/7	Royal Gold, Inc. (NASDAQGS:RGLD)	美国	Horizon Copper Corp.	加拿大	Horizon Copper Corp. (HCU)	加拿大	100.00	392.09
	2025/9/9	Anglo American plc (LSE:AAL)	英国	Teck Resources Limited	加拿大	Teck Resources Limited (TSX:TECK.B)	加拿大	100.00	24,279.96
	2025/9/18	Sun Peak Metals Corp. (TSXV:PEAK)	加拿大	Saudi Discovery Co.	沙特阿拉伯	Saudi Discovery Co.	沙特阿拉伯	100.00	15.17
	2025/10/19	IAMGOLD Corporation (TSX:IMG)	加拿大	Mines D'Or Orbec Inc.	加拿大	Mines D'Or Orbec Inc. (BLUE)	加拿大	93.30	12.18
	2025/11/16	Breakthrough Minerals Limited (ASX:BTM)	澳大利亚	Dingo Minerals Pty Ltd	澳大利亚	Dingo Minerals Pty Ltd	澳大利亚	100.00	11.44
	2025/11/13	Galantas Gold Corporation (TSXV:GAL)	加拿大	RDL Mining Corp.	加拿大	RDL Mining Corp.	加拿大	100.00	12.54
	2025/11/13	Vizsla Copper Corp. (TSXV:VCU)	加拿大	Constantine Metal Resources Ltd.	加拿大	American Pacific Mining Corp. (CNSX:USGD)	加拿大	100.00	30.00
	2025/12/14	Nascent Exploration Pty. Ltd.	澳大利亚	Alta Copper Corp.	加拿大	Alta Copper Corp. (TSX:ATCU)	加拿大	64.30	65.72
2025/12/18	Talon Metals Corp. (TSX:TLO)	加拿大	Lundin Mining US Ltd.	美国	Lundin Mining Corporation (TSX:LUN)	加拿大	100.00	128.98	
公司并购 (少数股权)	2025/2/18	EdgePoint Investment Group Inc.; Cymbria Corporation (TSX:CYB)	加拿大	Premium Resources Ltd.	加拿大	NexMetals Mining Corp. (NASDAQCM:NEXM)	加拿大	37.48	14.73
	2025/3/27	Hudbay Minerals Inc. (TSX:HBM)	加拿大	Copper Mountain Mine (BC) Ltd	加拿大	Mitsubishi Materials Corporation (TSE:5711)	日本	25.00	148.25
	2025/8/13	Mitsubishi Corporation (Americas)	美国	Copper World LLC	美国	Hudbay Minerals Inc. (TSX:HBM)	加拿大	30.00	600.00
并购资产	2025/2/27	Ecora Royalties PLC (LSE:ECOR)	英国	Copper Stream in Mimbula Mine	赞比亚	Moxico Resources plc	英国	93.00	50.00
	2025/4/7	New Gold Inc. (TSX:NGD)	加拿大	New Alton Project	加拿大	Ontario Teachers' Pension Plan Board	加拿大	19.90	300.00
	2025/5/8	Veritas Resources AG	瑞士	Alacrán Project	哥伦比亚	Cordoba Minerals Corp. (TSXV:CDB)	加拿大	50.00	128.00
	2025/5/15	Vox Royalty Corp. (TSX:VOXR)	美国	2% NSR on Kamantoo Project	澳大利亚				11.70
	2025/5/16	Royal Gold, Inc. (NASDAQGS:RGLD)	美国	2% Royalty on Lawyers-Ranch Project	加拿大	Thesis Gold Inc. (TSXV:TAU)	加拿大		12.50
	2025/7/3	Erdene Resource Development Corporation (TSX:ERD)	加拿大	Tereg Uul Prospect	蒙古	Tereg Uul Mines LLC	蒙古	80.00	15.00
	2025/7/23	Edge Copper Corporation (TSXV:EDCU)	加拿大	Zonia Project	美国	World Copper Ltd. (TSXV:WCU)	加拿大	100.00	12.59
	2025/8/8	Boroo Pte Ltd	新加坡	Alturas Project	智利	Barrick Mining Corporation (TSX:ABX)	加拿大	100.00	35.37
	2025/8/27	Consolidated Lithium Metals Inc. (TSXV:CLM)	加拿大	Kwyjibo Project	加拿大	Investissement Québec	加拿大	80.00	32.65
	2025/9/18	AuKing Mining Limited (ASX:AKN)	澳大利亚	Cloncurry Project	澳大利亚	Orion Resources Pty Ltd	澳大利亚	50.00	10.86
	2025/9/25	Appian Capital Advisory LLP	美国	2.75% NSR on Santa Rita and Rosh Pinah	纳米比亚	Versamet Royalties Corporation (TSX:VMET)	加拿大		170.00
	2025/10/13	Orion Resource Partners LP	美国	Santo Domingo & Sierra Norte Projects	智利	Capstone Copper Corp. (TSX:CS)	加拿大	25.00	360.00
	2025/10/26	Dingo Minerals Pty Ltd	澳大利亚	North Queensland Copper Assets	澳大利亚	Aeris Resources Limited (ASX:AIS)	澳大利亚	100.00	10.09
	2025/10/28	西部矿业	中国	泰华铜多金属矿探矿权	中国	竞拍所得	中国	100.00	1230
	2025/11/6	北方矿业	中国	KSK Project	印度尼西亚	Asiamet Resources Limited (AIM:ARS)	印尼	100.00	105.00
	2025/11/16	铜陵有色	中国	鸡冠山-胡村铜金钼矿探矿权	中国	竞拍所得	中国	100.00	457.71
	2025/11/13	Sandfire Resources Limited (ASX:SFR)	澳大利亚	Curnamona Craton	澳大利亚	Havilah Resources Limited (ASX:HAV)	澳大利亚	80.00	70.53
	2025/11/25	Kinterra Copper	美国	White Pine North Project	美国	Highland Copper Company Inc. (TSXV:HI)	加拿大	34.00	18.30
	2025/12/8	Rio2 Limited (TSX:RIO)	加拿大	Condestable Mine	秘鲁	Southern Peaks Mining LP	秘鲁	99.10	220.39
	2025/12/8	Gold Royalty Corp. (NYSEAM:GROY)	加拿大	25% NSR on Gold & 2% NSR on Copper on Pedra Branca mine	巴西	BlackRock, Inc. (NYSE:BLK); BlackRock World Mining Trust plc (LSE:BRWM)	英国、美国		70.00
	2025/12/17	Alicanto Minerals Limited (ASX:AGI)	澳大利亚	Mt Henry-Selene Project	澳大利亚	Westgold Resources Limited (ASX:WGX)	澳大利亚	100.00	45.28
	2025/12/19	中国有色矿业	中国	本卡拉铜矿	哈萨克斯坦	SM Minerals	哈萨克斯坦	55.00	89.00
	2025/12/23	RCF Management, LLC; Global Panduro, S.L.U.	美国、西班牙	Las Cruces Project	西班牙	First Quantum Minerals Ltd. (TSX:FM)	加拿大	100.00	190.00

资料来源：S&P，五矿证券研究所

风险提示

- 1、 研究报告使用的公开资料存在更新不及时的风险。
- 2、 并购成功与否受很多因素影响，单纯追溯历史可能会有局限性。
- 3、 行业受到铜矿干扰率波动、冶炼厂超预期的减产行为、需求边际/供给释放不符合预期等风险。

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