

周期反转，盈利修复

——A 股锂矿行业 2025 年报及 2026 年 Q1 财报梳理分析

事件描述

A 股 12 家涉及锂矿&锂盐业务企业均已披露 2025 年报和 2026 年一季报，我们从产量、库存、成本、营业收入、毛利率&净利率、费用、资本支出和偿债能力九大方向进行分析，通过样本企业观测市场整体变化趋势，以寻求锂行业周期发展启示。

12 家样本企业为：天齐锂业、中矿资源、盛新锂能、雅化集团、融捷股份、永兴材料、江特电机、盐湖股份、藏格矿业、西藏矿业、天华新能、华友钴业（以上排名不分先后）。

事件点评

通过我们对 A 股 12 家锂矿企业 2025 年报和 2026 一季报的梳理，我们发现：

- 1) 产量：2025 年样本企业锂盐产量 52.09 万吨，同比增 16%；
- 2) 库存：锂盐开启去库周期，社会库存由 2025 年中的 16 万吨下降至 2025 年末的 9 万吨；
- 3) 成本：锂盐企业平均生产成本下降 12% 至 5.27 万元/吨，降幅收窄；
- 4) 营业收入：有色金属周期启动，2026Q1 营收大幅增长；
- 5) 归母净利润：2025Q2 行业利润触底，2026Q1 强势修复
- 6) 毛利率&净利率：触底反弹，已接近 2021 年平均水平；
- 7) 四费费用：继续维持严控费用策略，费用率水平受财务费用影响较大；
- 8) 资本支出：资本开支出现回暖迹象；
- 9) 偿债能力：短期承压后企稳，整体风险可控。

通过以上三大经营指标和六大财务维度的梳理，我们观察到产业的三大变化：

- 1) 周期反转较为明确，上市公司盈利修复。2025 年锂价经历“V 型”反转，从年中约 6 万元/吨的低点回升至年末超 12 万元/吨，并在 2026 年一季度维持在 15 万元/吨位置，行业从 2025H1 的普遍亏损进入强劲的盈利修复期。2026Q1 锂行业上市公司归母净利润共计 118.6 亿元，同比大增 242%。
- 2) 锂价低迷周期带来的费用管控策略将持续利好未来企业盈利。行业低迷期上市公司多措并举降本增效，从物流到人工进行全流程成本管控，费用率持续低位，锂盐生产成本持续降低，我们认为生产流程的优化、工艺的提提升、效率的提高将继续利好未来企业盈利。
- 3) 未来供给释放不确定性较强，库存去化明显。2026Q1 锂资源端扰动不断，津巴布韦锂矿出口政策收紧、非洲地缘不确定性扰动加剧、澳大利亚矿山受地缘局势影响担心柴油断供进一步造成减产等等，多种因素共同影响锂资源供应稳定性。而需求方面，受地缘局势因素带动，新能源产品经济性进一步凸显，中国新能源车 2026Q1 出口 95.4 万辆，同比+116%，全球储能电池 2026Q1 出货量为 216Gwh，同比+117%，供需紧平衡格局进一步强化，锂盐库存已经降至两年来的低位水平，预计全年供需维持偏紧状态。

风险提示： 1.下游需求不及预期风险； 2.锂盐价格大幅波动风险； 3.地缘政治与资源国政策风险。

有色金属

评级： 看好

日期： 2026.05.21

分析师 张斯恺

登记编码：S0950523110002

☎：15972042918

✉：zhangsikai@wkzq.com.cn

分析师 白紫薇

登记编码：S0950525040001

☎：15764324101

✉：baizw@wkzq.com.cn

行业表现

2026/5/19



资料来源：Wind，聚源

相关研究

- 《中国铜企贡献 2026 年全球主要增量——中国 10 家年报全扫描》(2026/5/18)
- 《矿业巨头启示录系列之六：百年拓疆，力拓的全球资源版图构建之路》(2026/5/13)
- 《有色月跟踪：地缘政治冲突下，有色金属行情何去何从》(2026/4/30)
- 《航天新材料系列报告之二：如何降低火箭的制造成本？》(2026/4/20)
- 《2026 年海外铜企产量预期同比持平——海外 16 家年报全扫描》(2026/4/20)
- 《USGS 2025 年数据洞察：关注战略矿产，掌握资源主导权》(2026/4/15)
- 《2025 铜矿并购趋势变化及展望》(2026/3/26)
- 《需求高增叠加供给约束，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)

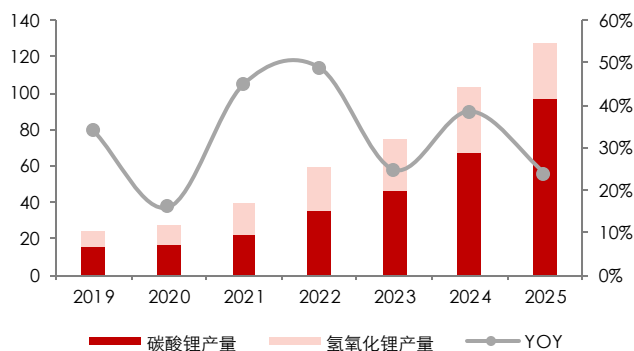
产量：2025 年锂盐产量稳步增长

2025 年中国锂盐产量稳步增长，但增速有所放缓。 据 SMM，2025 年中国锂盐产量 127.66 万吨，同比+24%。其中 12 家 A 股上市公司共生产锂盐 52.09 万吨，同比增长 16.34%，占全国总产量的 40.8%，行业集中度属于中等水平。

分产品来看，2025 年中国碳酸锂产量 97.04 万吨，同比增长 44%；氢氧化锂产量 30.62 万吨，同比下降 13%，氢氧化锂占比已经由 2021 年高点时期的 45% 下降至 24%。氢氧化锂产量下滑主要受高镍三元需求增速放缓及部分柔性产线转向生产碳酸锂影响。

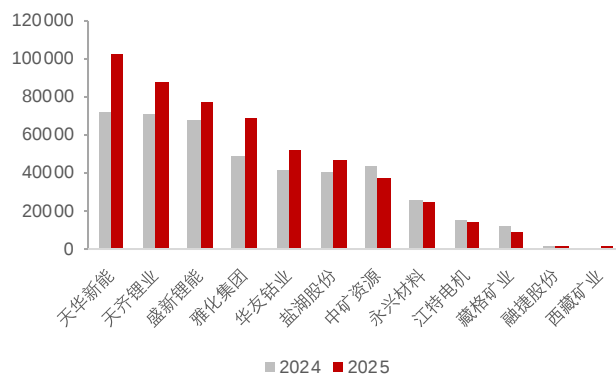
分企业来看，天华新能与天齐锂业产量遥遥领先，天华与雅化新增产线投产，产量同比增加超 40%。而中矿资源、永兴材料等企业受自供矿山产量限制，锂盐产量下降较为明显。

图表 1：2025 年中国锂盐产量同比增加 24%（万吨）



资料来源：SMM，五矿证券研究所

图表 2：2025 年上市公司锂盐产量发生分化（吨）



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

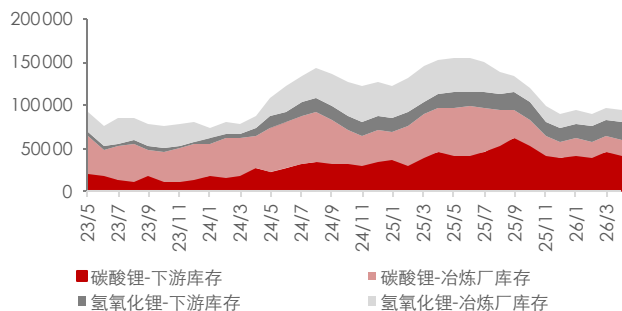
（注：天华新能销售数据为预测值）

库存：锂盐开启去库周期

2025 年下半年以来，锂盐行业经历了一轮显著的去库周期，社会库存大幅下降。 2025 年上半年，由于宁德复产及大部分锂矿锂盐企业顶住压力维持生产，导致供给端去化低于预期，而需求未见好转，锂盐社会库存爬升至 15.64 万吨的高位。迈入三季度后，宁德视下窝矿山停产叠加储能需求爆发，库存快速去化，至 2025 年末，锂盐库存已经降至 9.04 万吨，约合 17 天库存，库存可用天数处于近两年历史低位。

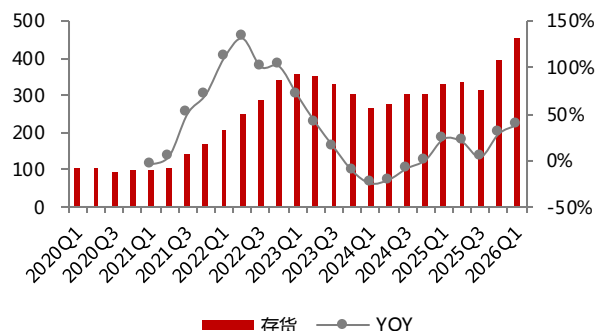
2025 年上市公司库存量整体处于去化状态，但受锂价上涨影响，企业库存价值量明显提升。 2025 年样本企业库存由 3.34 万吨提升至 3.51 万吨，小幅增长 5%。其中仅盛新锂能与盐湖股份由于新增产能投产库存绝对值有所增加，其余企业库存量绝对值均处于下降状态，且大部分企业的库存在 0.6 个月以下。不过受锂价上涨影响，样本企业的存货价值量由 306 亿元提升至 394 亿元，同比增长 29%。

图表 3：锂盐社会库存（万吨）



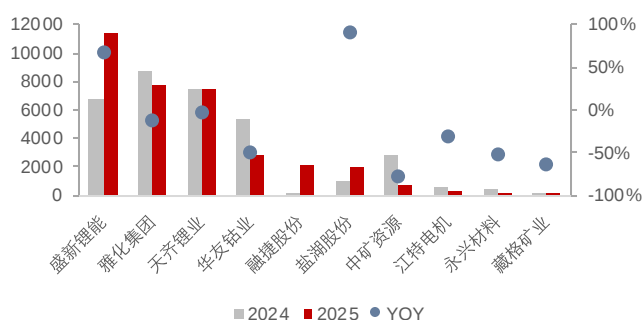
资料来源：SMM，五矿证券研究所

图表 4：A 股 12 家上市公司 2025 年存货价值量提升（亿元）



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

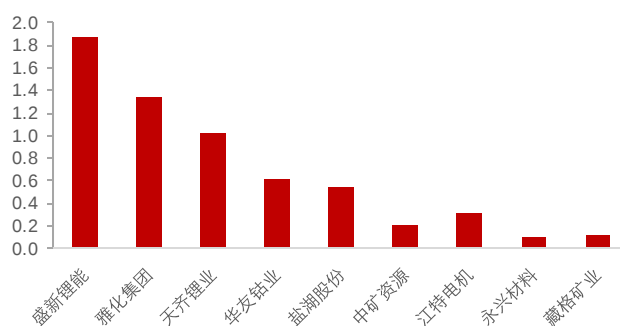
图表 5：2025 年中国锂上市公司锂盐库存量（吨）



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

注：以上不含天华新能数据

图表 6：企业约维持不足 1 个月的锂盐库存（月份）



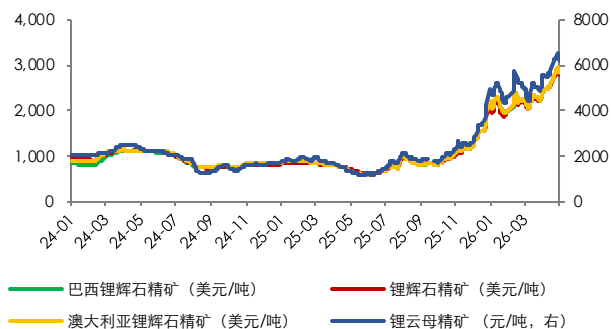
资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

成本：锂盐企业生产成本继续下降，但降幅收窄

上市公司持续降本增效，但成本降幅收窄。2025 年上市公司锂盐生产成本 5.27 万元/吨，同比下降 12%，成本降幅不及 2024 年，主要系锂精矿原材料价格 2024 年以来持续维持低位，锂精矿外采企业在原材料成本方面的下降空间有限，仅凭工艺优化与费用节省继续维持低成本。

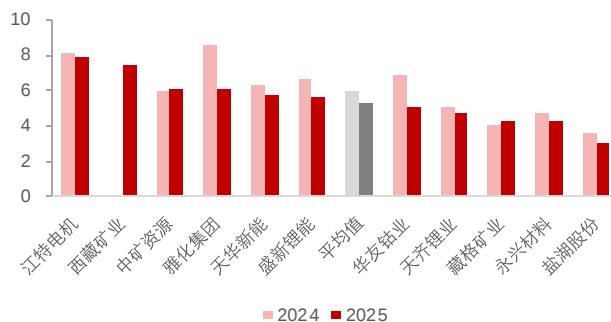
锂矿生产成本向均值靠拢，优秀资源与成熟工艺是保持生产成本优势的两大必要因素。从企业数据来看，盐湖股份凭借优秀的资源与成熟的工艺，生产成本低至 3.07 万元/吨，位于第一梯队，而西藏矿业万吨锂盐项目处于新投产周期，工艺仍处于调试中，因此整体成本较高。海外矿方面，以非洲矿为主要锂源的企业生产成本高于以澳洲矿为主要锂源的天齐锂业，展现资源禀赋对于生产成本的影响；国内矿方面，江特电机原矿规模受限，原材料多依赖外采，因此生产成本远高于永兴材料。

图表 7：2025 年锂矿价格维持低位，锂盐企业原材料成本低廉



资料来源：SMM，五矿证券研究所

图表 8：锂盐企业生产成本（万元/吨）



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

注：①由于西藏矿业 2024 年披露数据口径不一致，因为 2024 及 2025 年的平均成本计算均未考虑西藏矿业。②融捷产线技改，锂盐产量较低造成成本失真，因此作图未考虑融捷股份。

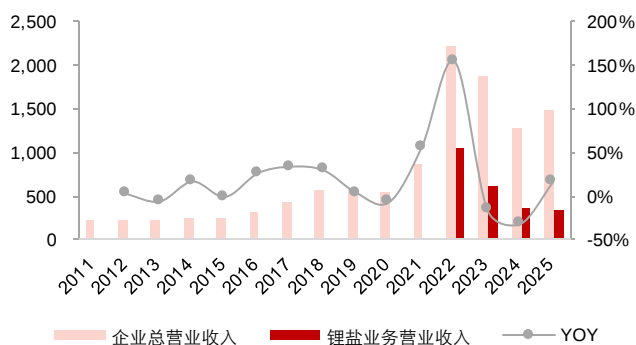
营业收入：有色金属周期启动，2026Q1 营收大幅增长

12 家 A 股锂上市企业 2025 年锂盐营业收入 349 亿元，同比下降 3.59%，占上市公司总营收的 23%。据 SMM，2025 年电池级碳酸锂平均售价为 7.55 万元/吨，同比下跌 17%，A 股上市公司锂盐平均出厂价为 6.72 万元/吨，同比下跌 12%，跌幅小于市场均价，展现出上市公司产品一定的议价权与相对较好的价格判断能力。同时公司出货量增加，锂盐板块营业收入跌幅小于价格跌幅。此外锂上市公司除经营锂盐业务外，多同时经营钾肥、镍钴和锂电材料等相关产业，2025 年钾肥、镍钴等产品价格上涨，上市公司非锂盐业务营业收入同比增长 24%至 1138 亿元。

分季度来看，2025 年上市公司季度营业收入逐季增长，2025H1 营收增长主要依赖于量增，2025H2 量价齐升，营收增速加快。2026Q1 锂矿板块企业营业收入 522 亿元，同比+63%。环比+25%。主要得益于 Q1 锂价的快速增长——2026Q1 电池级碳酸锂均价 15.44 万元/吨，同比+104%，环比+75%。

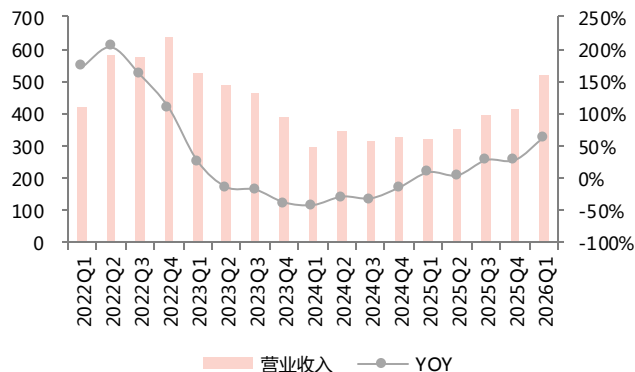
分企业来看，天华新能、天齐锂业锂盐营业收入仍然保持在第一梯队领先地位。2025 年企业间锂盐售价价差较小，锂盐板块营业收入与销量高度相关，天华、天齐、盛新、雅化锂盐营业收入处于第一梯队领先地位。

图表 9：A 股 12 家锂上市公司营业收入（亿元）——年度



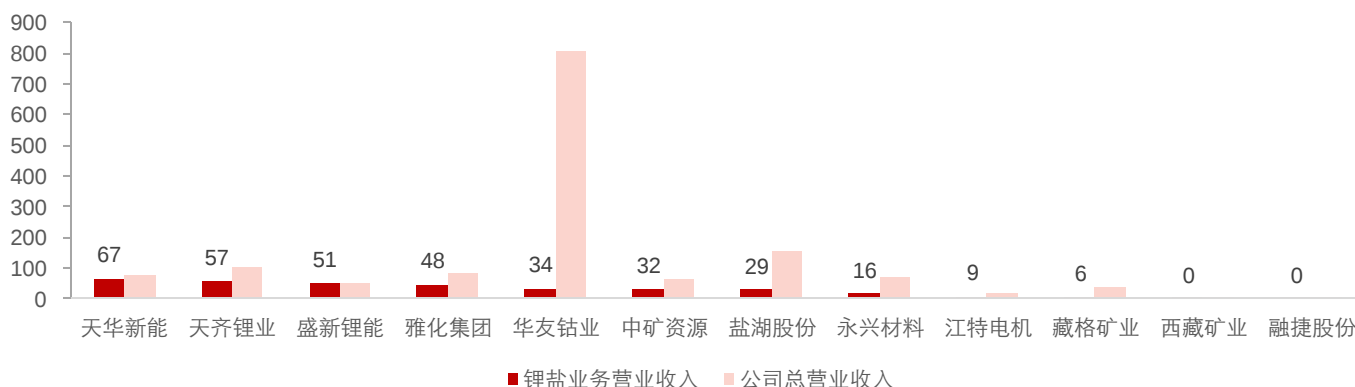
资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

图表 10：A 股 12 家锂上市公司营业收入（亿元）——季度



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

图表 11：2025 年分企业营业收入情况（亿元）



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

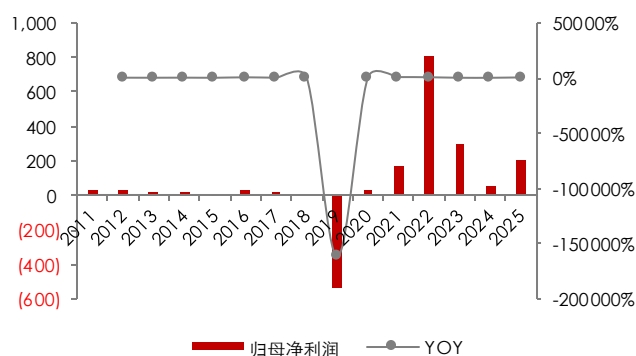
归母净利润：2025Q2 行业利润触底，2026Q1 强势修复

12 家 A 股锂上市企业 2025 年归母净利润共计 200.5 亿元，同比增长 247%，主要系锂价上涨带来的营业收入增加以及投资收益增加。

2025Q3 行业迎来盈利拐点。分季度来看，2025 上半年锂价承压下，行业盈利承受巨大压力，盛新锂能、天华新能等 2025Q2 净利润收于负值。伴随着锂价 2025Q3 以来的回暖上涨，企业归母净利润环比稳定增长，2026Q1 除江特电机仍处于亏损外，锂矿企业均实现盈利，12 家企业 2026Q1 归母净利润共计 118.60 亿元，同比+242%，环比+48%。

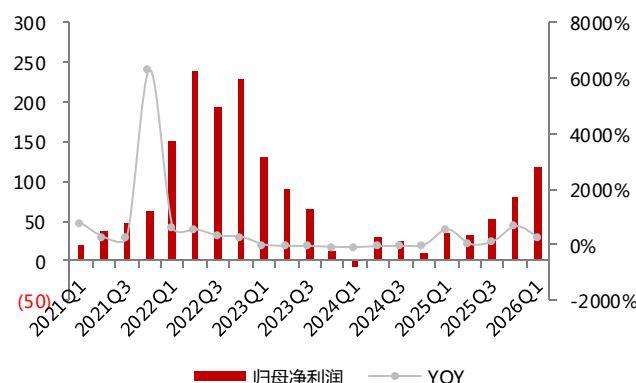
分企业来看，盐湖提锂企业与资源龙头企业展现出较强的盈利弹性。2025 年盐湖股份、藏格矿业与华友钴业凭借规模效应、低成本资源与多业务协同优势，归母净利润遥遥领先，其中天齐锂业净利润扭亏，同比增 106%至 4.6 亿元，盐湖股份受益于钾盐价格提升与所得税税率调整，归母净利润同比增长 82%至 84.8 亿元。2026Q1 天齐锂业凭借低成本的 Greenbushes 原矿优势以及参股 SQM 的投资收益，归母净利润同比+1699%至 18.76 亿元；盐湖股份受益于 4 万吨锂盐项目爬坡与五矿盐湖并表，量价齐升，归母净利润同比+164%达到 30.3 亿元。

图表 12：A 股 12 家锂上市公司归母净利润（亿元）——年度变化



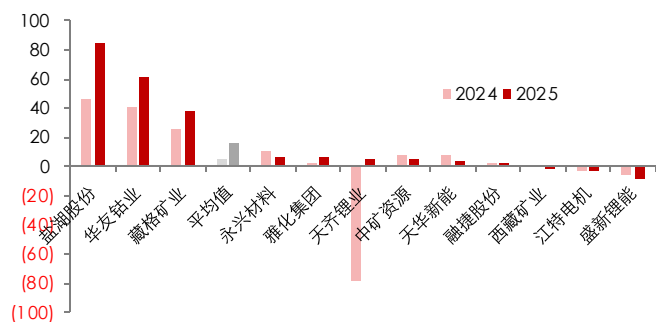
资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

图表 13：A 股 12 家锂上市公司归母净利润（亿元）——季度变化



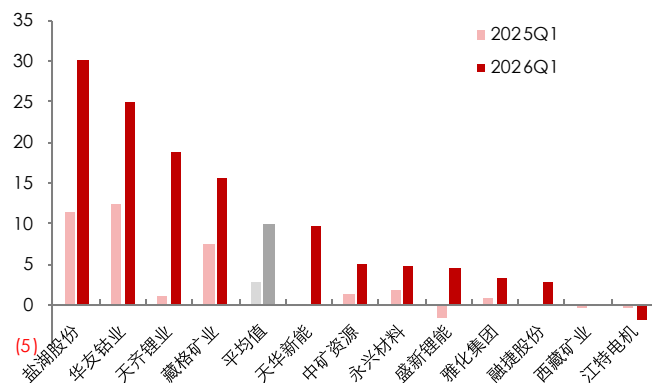
资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

图表 14：A 股 12 家锂上市公司归母净利润（亿元）——2023&2024 年度



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

图表 15：A 股 12 家锂上市公司归母净利润（亿元）——2025Q1



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

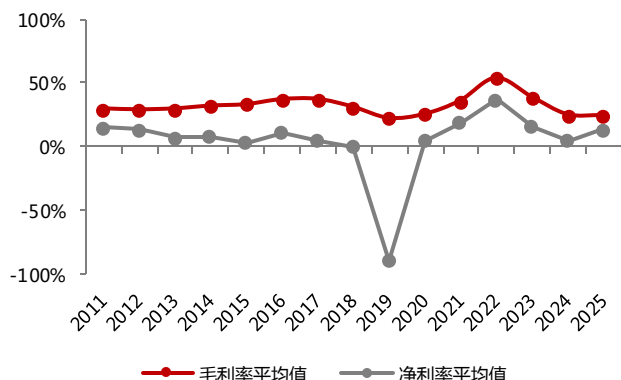
毛利率&净利率：盈利能力触底反弹，2026Q1 显著回升

12 家 A 股锂上市企业 2025 年毛利率 24.65%，同比下降 0.73pct；净利率 13.48%，同比增长 8.96pct。行业盈利能力在 2025 年中旬触及本轮周期底部。

分季度来看，盈利能力呈现“V 型”走势。2025 年 Q2，行业整体净利率跌至 9.13% 的谷底。从 Q3 开始，随着锂价企稳回升，毛利率和净利率开始稳步修复，2026 年 Q1，行业毛利率 32.4%，行业净利率 22.7%，行业盈利水平接近 2021 年水平。

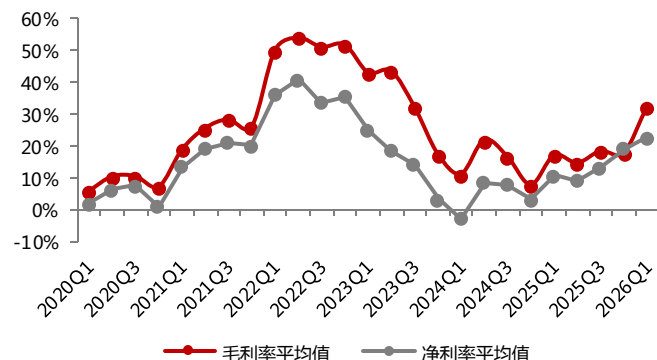
分企业来看，资源自给率高的企业仍具备显著优势，但与外购资源的企业盈利差距正在逐渐缩小。

图表 16：A 股 12 家锂上市公司毛利率&净利率——年度变化



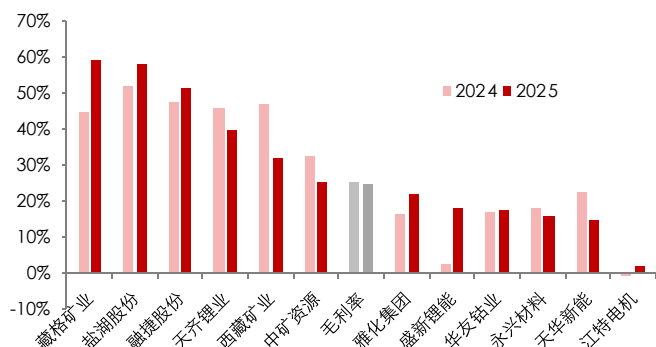
资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

图表 17：A 股 12 家锂上市公司毛利率&净利率——季度变化



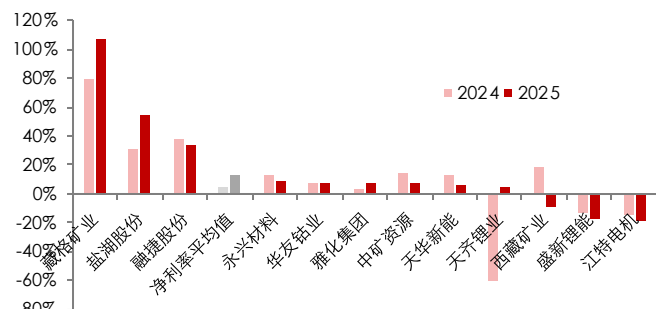
资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

图表 18：A 股 12 家锂上市公司毛利率——2024&2025 年度



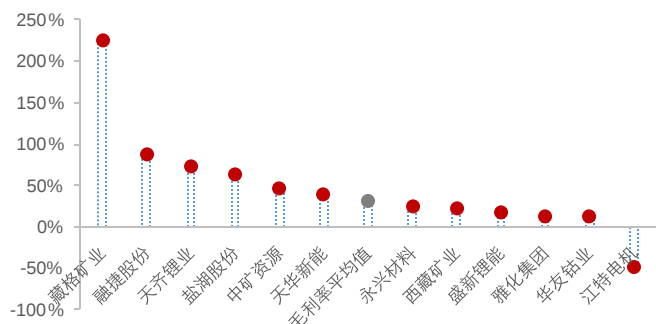
资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

图表 19：A 股 12 家锂上市公司净利率——2024&2025 年度



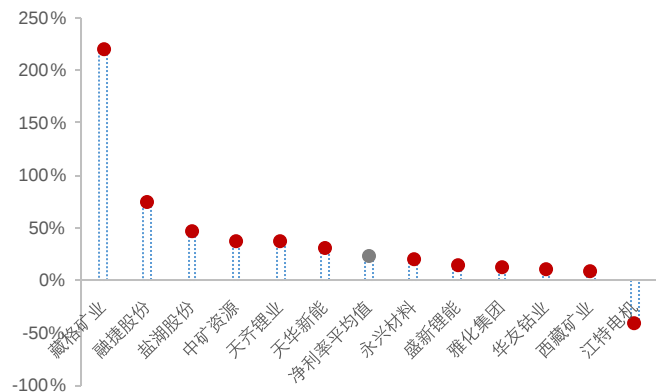
资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

图表 20：A 股 12 家锂上市公司毛利率——2026Q1



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

图表 21：A 股 12 家锂上市公司净利率——2026Q1



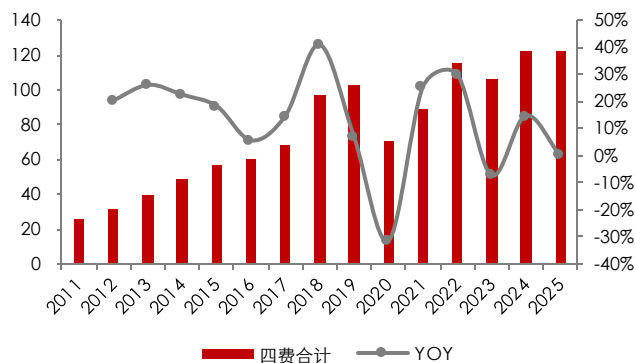
资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

四费费用：继续维持严控费用策略

12 家 A 股锂上市企业 2025 年四费费用共计 122 亿元，同比不变；四费费用率为 8.20%，同比下降 1.33pct。2025 年上市公司延续严控成本模式，销售费用、管理费用、研发费用绝对值增加有限，但三者费用率纷纷小幅下滑至 0.42%、4.42%和 1.66%，受天齐汇兑收益增加带来的极值影响，上市公司整体财务费用率下降较多。

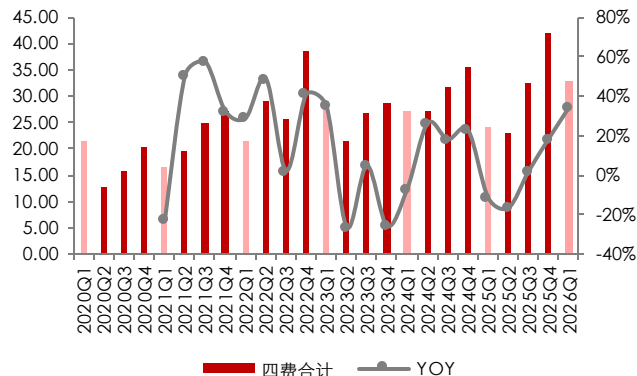
天齐锂业、永兴材料与盐湖股份是控制成本较好的公司。我们发现永兴材料和盐湖股份等海外业务涉及较少的公司，2025 和 2026Q1 的管理费用率较低，同时财务费用少，不易受汇率波动等影响造成大额财务支出。

图表 22: A 股 12 家锂上市公司四费费用（亿元）——年度变化



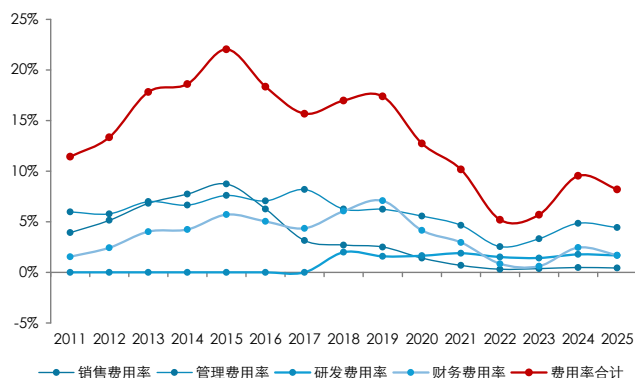
资料来源: 各公司公告, 五矿证券研究所

图表 23: A 股 12 家锂上市公司四费费用（亿元）——季度变化



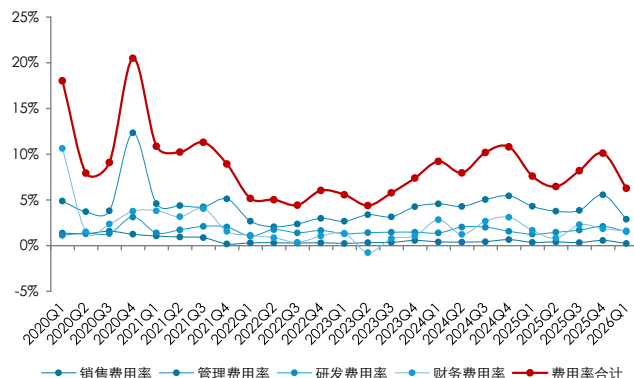
资料来源: 各公司公告, 五矿证券研究所

图表 24: A 股 12 家锂上市公司四费费用率——年度变化



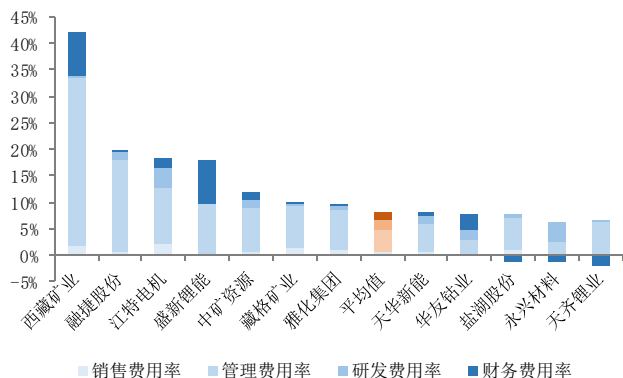
资料来源: 各公司公告, 五矿证券研究所

图表 25: A 股 12 家锂上市公司四费费用率——季度变化



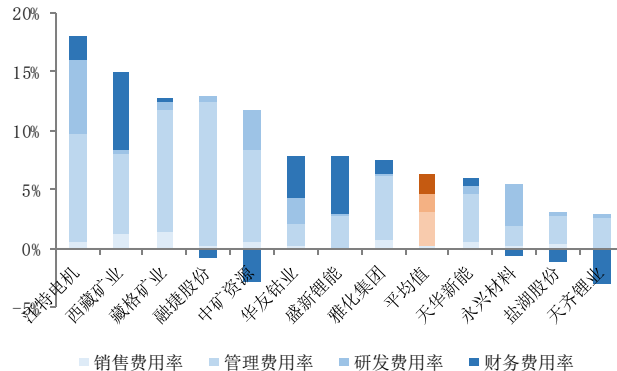
资料来源: 各公司公告, 五矿证券研究所

图表 26: A 股 12 家锂上市公司费用率——2025



资料来源: 各公司公告, 五矿证券研究所

图表 27: A 股 12 家锂上市公司费用率——2026Q1



资料来源: 各公司公告, 五矿证券研究所

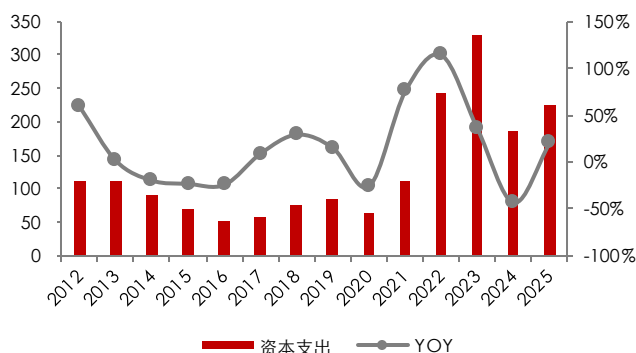
资本支出：资本开支出现回暖迹象

12 家 A 股锂上市企业 2025 年资本开支共计 225 亿元，同比增长 21%，资本开支重回上涨周期。

分季度来看，2025 年整体呈现前低后高的态势。2025Q1 天华新能购置采矿权拉高整体板块资本支出，Q2、Q3、Q4 三个季度行业整体资本开支基本处于磨底状态，但略好于 2024 年。

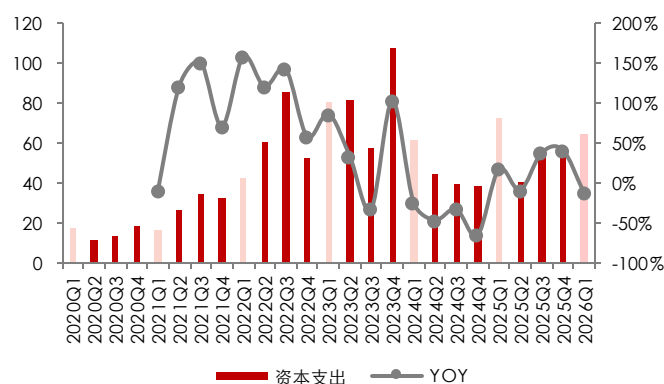
分企业来看，龙头企业如天华新能、华友钴业等资本开支继续维持较高水平。天华新能 2025 年资本开支同比增加 452%至 33.57 亿元，主要系公司以 25 亿元的价格拍卖竞得金子峰——左家里矿区矿权，资本开支集中在无形资产；华友钴业 2025 年资本开支同比增加 60%至 107.58 亿元则主要是因为印尼镍项目建设，资本开支集中在实体项目。

图表 28：A 股 12 家锂上市公司资本开支（亿元）——年度



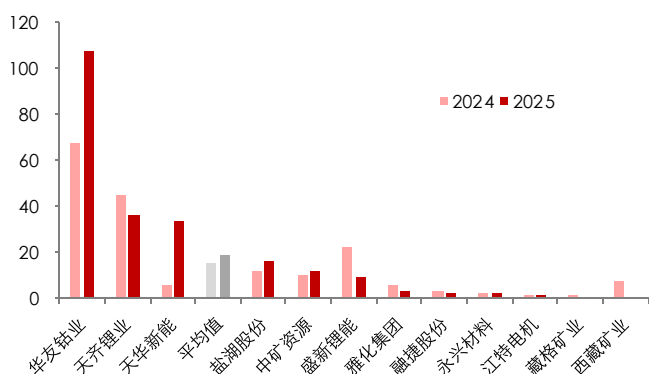
资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

图表 29：A 股 12 家锂上市公司资本开支（亿元）——季度



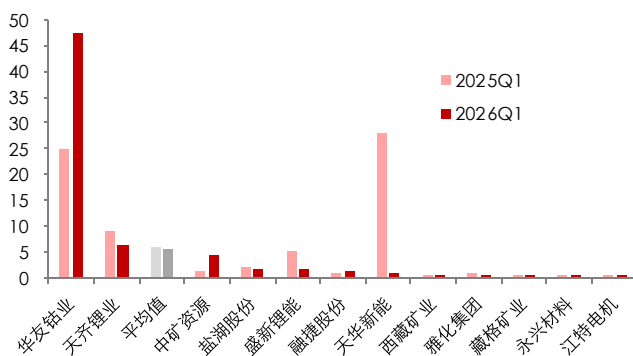
资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

图表 30：2025 年 A 股 12 家锂上市公司资本开支（亿元）



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

图表 31：2026Q1 A 股 12 家锂上市公司资本开支（亿元）



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

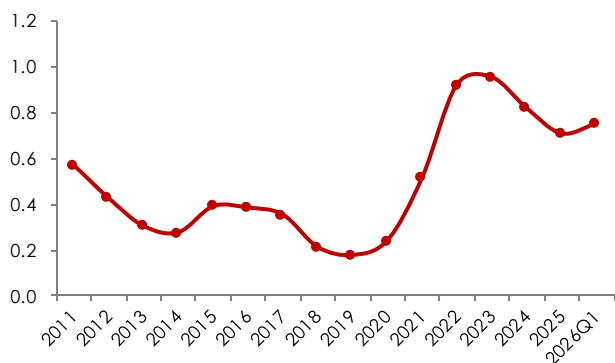
偿债能力：短期承压后企稳，整体风险可控

12 家 A 股锂上市企业 2025 年加权平均现金比率值为 0.71，同比下降 11pct；资产负债率为 39.80%，同比增加 0.59pct。公司短期偿债能力指标有所走弱，但长期偿债能力仍处于合理区间。

分季度来看，2025 年上市公司现金比率延续下行趋势，但随着 2026Q1 盈利能力和经营性现金流的好转，企业财务状况有所好转，2026Q1 现金比率 0.75，同比 2025Q1 提高 1pct，环比 2025Q4 提升 4pct。资产负债率震荡企稳，稳定在 40%左右水平。

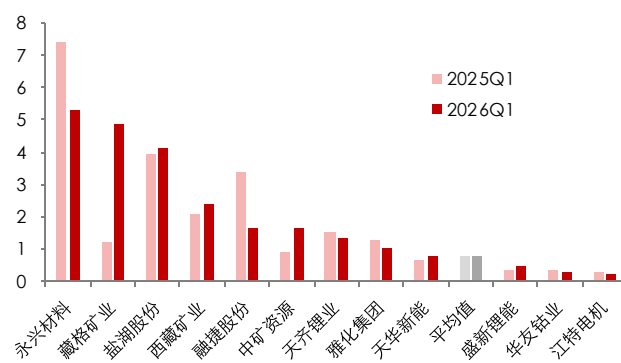
分企业来看，资产结构和经营策略导致偿债能力指标差异较大。华友钴业等重资产、全球化布局的企业，通过财务杠杆支持快速扩张，资产负债率相对较高，2025 年末为 61.85%。而永兴材料、盐湖股份等经营稳健、现金流充裕的企业，资产负债率较低，2025 年末分别为 11.97%和 14.15%。锂行业大部分上市公司财务杠杆使用较为克制，整体债务风险可控。

图表 32：A 股 12 家锂上市公司现金比率



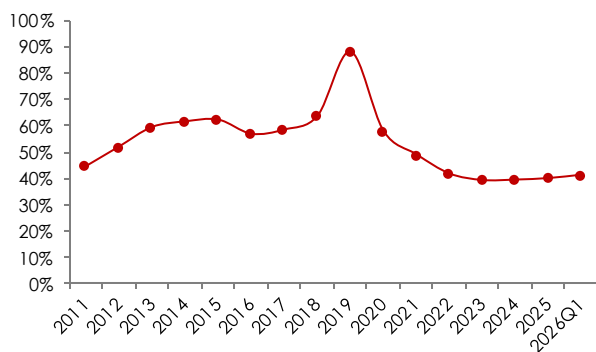
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 33：A 股 12 家锂上市公司现金比率——分企业



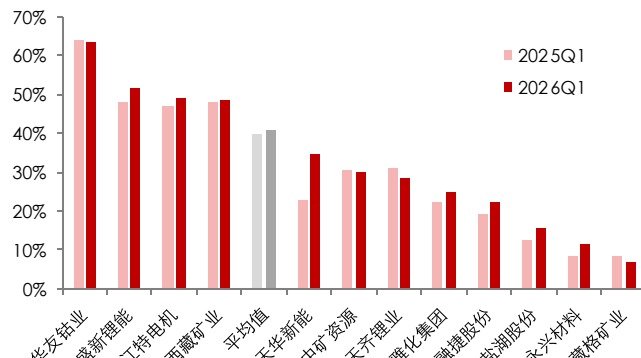
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 34：A 股 12 家锂上市公司资产负债率



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 35：A 股 12 家锂上市公司资产负债率——分企业



资料来源：Wind，五矿证券研究所

风险提示

- 1.下游需求不及预期风险：**全球新能源汽车、储能等终端需求受多方面因素影响，若需求增速不及预期可能导致锂盐需求疲软，对锂价和企业盈利造成压力。
- 2.锂盐价格大幅波动风险：**锂作为周期性较强的商品，价格受供需、宏观、政策等多重因素影响，若价格再次大幅下跌，将冲击行业整体盈利。
- 3.地缘政治与资源国政策风险：**全球锂资源集中度高，主要资源国的出口政策、税收、环保要求等变化可能影响全球供应链稳定和企业原材料成本。

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。

五矿证券与盐湖股份同受中国五矿集团有限公司实际控制。

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 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.	Ratings		Definitions
	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