

津巴布韦锂矿干股博弈：以税换股或为中性解

——津巴布韦战略矿产事件点评

事件描述

津巴布韦矿业与采矿发展部于 2026 年 5 月 22 日发布新的矿产分类体系，将锂、镍、钴等 14 种矿产列为“关键矿产”，要求政府通过特殊目的载体（SPV）行使强制最低持股权。

事件点评

资源民族主义浪潮延续，津巴布韦干股诉求在预期之中。全球范围内，马里、刚果（金）、莫桑比克等非洲国家已通过立法形式将政府干股比例写入矿业法。津巴布韦本次声明既是其目前迫切渴望分享锂价上涨收益的加码手段，又是其历史矿业政策从“绝对管控→全面开放→试探博弈”演变自然延续。

本次诉求仍停留在行政命令层级，预计未来谈判周期可能较长。本次《矿物分类与宣言》仅为行政命令层级，尚未上升至立法层面，具体持股比例、适用范围等关键细节仍待敲定，可能会伴随《2025 矿业与矿物法案》共同落地，而该法案目前仍停留在第二读阶段，距离落地仍需要较长时间。另一方面，津巴布韦核心诉求为经济收益且津巴布韦不具备成熟的冶炼技术，这是中资矿企博弈的两大核心王牌。双方利益诉求明确且态度强硬的情况下，预计后续谈判时间较长。

中性预期下，津政府或将以税收优惠换取干股收益。悲观预期下，若津巴布韦对于新矿山、老矿山均采用强硬政策，例如持有“高比例的干股+显著低于公允价值的现金股权”，则津政府或将面临国际仲裁纠纷与现有项目投资停滞，同时带来信任危机，影响后续当地镍、钴、石墨等关键矿产的招商。乐观预期下，若津巴布韦仅针对未来新项目实行干股政策，则无法满足政府希望当下分享锂价上涨利益的诉求。因此我们认为本次干股政策可能会以中性预期即“合理比例干股+公允价格购买部分股权”，同时提供一定税收减免，对老矿山给予更多宽松政策收尾。

津巴布韦锂精矿是全球锂供给的重要一极，相关企业的合法权益值得关注。四家中资上市企业合计锂精矿产能 177 万吨，预计 2026 年占全球锂资源供给约 9.4%。假设津巴布韦政府要求 5% 的干股，则所得税税率要由 25% 降低至 20%，中资企业净利润才能不受影响；假设津巴布韦政府要求 10% 的干股，则所得税税率要由 25% 降低至 15%，中资企业净利润才能不受影响；假设津巴布韦政府要求 15% 以上的干股，则即便所得税税率降低至 15% 这样的全球较低水平，中资企业的净利润也将受到不同程度的侵蚀。

后续仍需继续关注津巴布韦矿业法案立法进展及干股谈判细节落地节奏。

风险提示： 1. 津巴布韦矿业政策超预期收紧风险；2. 干股谈判结果不及预期风险；3. 锂价大幅波动风险；4. 海外矿山运营与汇率风险。

有色金属

评级： 看好

日期： 2026.06.08

分析师 张斯恺

登记编码：S0950523110002

☎：15972042918

✉：zhangsikai@wkzq.com.cn

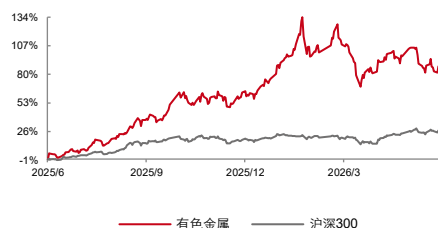
分析师 白紫薇

登记编码：S0950525040001

☎：15764324101

✉：baizw@wkzq.com.cn

行业表现 2026/6/8



资料来源：Wind，聚源

相关研究

- 《镁电驱技术迭代突破 产业消费规模扩容——新能源汽车新材料研究之九》(2026/5/26)
- 《未来材料巡礼之深海采矿新材料 1：产业价值底座与产业进程》(2026/5/26)
- 《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》(2026/5/21)
- 《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)

津巴布韦再次加码锂矿出口政策

津巴布韦将锂、镍、钴等 14 种矿产列为关键矿产。津巴布韦矿业与采矿发展部于 2026 年 5 月 22 日宣布新的矿产分类体系：将锂、镍、钴、石墨、铜、稀土、铬、铂族金属、锰、锑、铀、钨、钨、铌等 14 种矿产列为“关键矿产（Critical Minerals）”，将冶金煤列为“特殊关键矿产（Special Critical Minerals）”，将石灰石、钾盐、磷、铁矿石、黄铁矿、油气、煤、金、钻石列为“战略矿产（Strategic Minerals）”。

针对关键矿产：1) 政府将通过指定的特殊目的载体（SPV）在开采中行使强制最低持股权；
2) 任何人不能以原矿形式或未加工的形式出口关键矿产，除非已经获得矿业部长的过渡性授权；3) 出口的关键矿产需要满足政府规定的选矿水平；4) 关键矿物的采矿权申请必须获得矿业部长的批准。

资源民族主义浪潮下，津巴布韦本次声明在预期之中

全球范围来看，目前已经多个国家选择通过国家持有干股的方式分享矿山利益。马里 2023 年新《矿业法》将政府持股比例由 2019 年的 20% 提高至 30%，其中包含 10% 的免费干股和 20% 的投产后两年内可收购股份，叠加 5% 的本地私营股，马里在矿山项目的总权益可以达到 35%。刚果（金）2018 年《矿业法典》针对所有矿产，要求矿业公司在申请、转让开采权时，必须向刚果金政府无偿转让 10% 干股，且每次续期必须再额外转让 5% 的股份，同时要求刚果（金）国民至少持有 10% 的股份，即刚果金对于矿产的本地化持股要求为 20% 以上。此外莫桑比克、坦桑尼亚等国家均通过立法形式，将干股比例及后续股权分配政策明确的写入了矿业法中。

津巴布韦本次矿山持股声明，既是其目前迫切渴望分享锂价上涨收益的加码手段，又是其历史矿业政策的延续。在津巴布韦历史上，曾经有 10 年时间政府对于矿山是绝对掌控阶段：

1) 2008~2018 年间，强制转让 51% 股权阶段：总统穆加贝执政时期，《本土化和经济赋权法》要求在津所有企业必须实现津本土人控股 51% 以上，外资企业必须将 51% 的股权转让给津巴国民或者政府实体，矿山公司面临“关停 or 转让”的两难选择；

2) 2018-2024 年间，100% 开放阶段：2018 年总统姆南加古瓦上台，除铂金、钻石两个矿石品种要求国家至少持有 51% 股权，其余矿山品种均可以保证外资 100% 投资。后续 2021 年，所有矿种的强制持股要求全面废除；

3) 2024 年至今，试探博弈阶段：2024 年 12 月份，津巴布韦矿业部秘书 Pfungwa Kunaka 在采访中称，计划在新矿业项目中获得 26% 的持股权（15% 的干股+11% 期权），老项目则以协商收购的方式获得相近股份。

我们认为本次矿业部的战略矿产声明则是在当初 Pfungwa Kunaka 设想上的再一次明确——明确了具体矿种，但未明确具体的持股比例及所涉及的项目等细节。

津巴布韦干股诉求的具体细节有待敲定，谈判时间可能较长

津巴布韦本次诉求仍有大量细节待敲定，且目前停留在行政命令层级，未上升至立法层面。津巴布韦本次《矿物分类与宣言》仅表达了干股诉求针对的具体矿种，并未明确表达此项诉求是仅针对新项目还是针对新老项目，也未明确表达政府期待的持股比例与股权获得方式，待敲定细节较多。另外《矿物分类与宣言》为行政命令，并非法律，反观非洲其他国家的干股政策，大部分均写入了矿业法当中，因此我们认为本次干股诉求的强制性可能再升一级，

预计将在《2025 矿业与矿物法案》中有所体现。

《2025 矿业与矿物法案》距离正式颁布仍有一定的时间。津巴布韦《2025 年矿业与矿物法案（草案）》于 2025 年 6 月正式登报，2025 年下半年已经完成第一读与议会法律委员会审查，目前正在进行第二读中的报告修订阶段，未来经过第三读、参议院通过、总统签署等多个环节方可正式发布生效。由于津巴布韦矿业法案涉及多个利益相关方，内容复杂争议多，且具体进度受到议会会期安排等不可控因素影响。考虑到本次新矿业法仍有关键问题和关键环节待解决，因此我们预计法案距离正式生效仍需要较长的时间。

图表 1：津巴布韦立法程序



《2025 矿业与矿物法案》
目前阶段

资料来源：《2025 矿业与矿物法案（草案）》，《议会动态——法案观察》，华友钴业，五矿证券研究所

津巴布韦核心诉求为经济收益且津巴布韦不具备成熟的冶炼技术是中资矿企博弈的两大核心王牌。从津巴布韦要求本次深加工、提前禁止精矿出口与提高锂精矿税率来看，津巴布韦的核心诉求仍是地方的经济利益。在最坏的预期下，若谈判破裂，津巴政府可选择收回矿权，但由于津巴本土无锂精矿与锂盐的冶炼技术，因此收回矿权也无法开采获利，所以我们认为本次谈判双方均不会让谈判破裂，但会不断试探彼此可接受的底线，故而我们认为本件事情谈判可能持续时间较长。

中性预期下,津巴政府或将通过给予一定的税收优惠换取干股收益

结合各国家的干股政策,我们认为未来津巴布韦政府就干股政策可能有以下 3 种谈判结果:

- 1) 悲观情况下,津巴政府对于新矿山与老矿山一视同仁,要求“高比例干股+极低价格购买一定比例股权”,同时不提供任何税收减免等优惠;
- 2) 中性预期下,津巴政府要求“合适比例干股+公允价格购买一定比例股权”,提供一定的税收减免,同时针对老矿山给予更多宽松政策;
- 3) 乐观预期下,津巴政府本次干股诉求只针对新矿山,老矿山不受影响。

1.政府可能以什么样的价格收购矿山股权?

针对国家现金购买干股的情况,可以参考马里与上市企业 G 公司就 Goulamina 矿山达成的协议。

Goulamina 矿山位于马里,2022 年 G 公司与 LEO 各持股 50%共同开发 Goulamina 项目,2023 年 9 月 G 公司对项目增资 1.38 亿美元,持股比例增加至 55%;2024 年 1 月,G 公司以 6500 万美元收购项目公司 5%股权,持股比例增加至 60%;2024 年 5 月,G 公司以 3.43 亿美元收购项目公司 40%股权,实现 100%全资持股。

图表 2: G 公司以 6.76 亿美元收购 Goulamina 矿山 100%股权

时间	交易内容	收购对价 (亿美元)	累计持股
2021 年 6 月	收购荷兰 SPV 公司 (Mali Lithium) 50%股权	1.30	50%
2023 年 9 月	增资 Mali Lithium, 股权提升至 55%	1.38	55%
2024 年 1 月	向 Leo Lithium 收购 Mali Lithium 5%股权	0.65	60%
2024 年 5 月	向 Leo Lithium 收购 Mali Lithium 剩余 40%股权	3.43	100%
合计		6.76	100%

资料来源:上市公司公告,五矿证券研究所

马里《2023 年矿业法》规定,马里政府有权持有项目公司 LMSA 的 10%~35%股权。依据马里 2023 年《矿业法典》第 78 条、第 80 条、第 82 条的规定,马里国家免费享有开采公司至少 10%的股份,马里政府或马里政府指定实体有权以现金形式额外购入 25%的股份,简称现金形式股份。根据该法第 80 条,现金形式股份的收购价等于国家选择的百分比乘以由勘查公司在决定开采相关矿床之前所承担的矿床勘查作业和可行性研究的全部费用,同时在投资周期内按照西非国家中央银行 (BCEAO) 利率上浮 2%计算利息。

马里政府以 3200 万美元收购 Goulamina 矿山 25%的股权。按照马里矿业法上述规定计算,马里政府有偿收购 LMSA 25%的股份收购价格将仅为 650 万美元。本着互谅互让,遵循法律精神的原则,马里政府同意将一部分已发生的项目建设支出纳入股权转让价格的计算,最终决定为——2024 年 12 月,G 公司免费转让 LMSA 10%干股给马里政府,同时马里政府以 3200 万美元的交易价格向 G 公司收购 LMSA 25%的股权。

图表 3: LMSA 股权转让前后的 Goulamina 的股权结构变化



资料来源：上市公司公告，五矿证券研究所

与收购价格和投资支出相比，3200 万美元的收购对价相对较低。综合计算，G 公司 2021~2024 年共花费 6.76 亿美元获得 Goulamina 矿山 100% 股权，假设以此价格为标准，则 Goulamina 矿山 25% 的股权价值为 1.69 亿美元，是 3200 美元的 5.27 倍。假设以 G 公司最近的 2024 年的两笔交易为参考标准，则 Goulamina 矿山 25% 的股权价值为 2.27 亿美元，是 3200 美元的 7.08 倍。若考虑收购后矿山的项目建设支出，则矿山价值更高。

2. 津巴布韦政府对哪些税收可能会给予减免优惠？

目前津巴布韦对于出口锂精矿征收 20% 的综合税率。除 25% 的企业所得税外，津巴布韦目前主要针对锂精矿征收出口增值税、总价值费用、特许权使用费 3 项费用，共计约 20% 的税率。其中出口增值税参考硫酸锂公允价值征收、特许权使用费也要参考锂盐价格计算。由于该税将锂盐加工环节利润考虑进来，因此名义的 20% 的综合税率操作过程当中往往高于实际销售额的 20%。

7% 的特许权使用费用存在一定的谈判空间，其他税率由于为 2026 新规，可能谈判空间较小。考虑到《津巴布韦 2025 年第 7 号财政法案》2025 年底颁布，反映了政府对于 2026 年的财税预期，其中对于锂精矿的 VAT 税率做了明确规定，并将总价值税率由 1% 提高至 3%。考虑到政府政策的稳定性与连续性，我们认为 VAT 税和总价值税谈判空间较小，特许权使用费可能存在一定的谈判空间。

此外 25% 的企业所得税也可能成为本次的谈判税率之一。

图表 4：津巴布韦政府目前对锂产品的征税情况

税种	税率	备注
出口增值税 VAT	锂原矿 10%	按照硫酸锂公允价值计算
	锂精矿 10%	按照硫酸锂公允价值计算
	硫酸锂 0%	
总价值费用	3%	
特许权使用费	7%	参考锂盐价格计算
企业所得税	25%	

资料来源：《津巴布韦 2025 年第 7 号财政法案》，《津巴布韦矿业》，五矿证券研究所

3.我们认为中性预期发生概率更大

悲观预期下，若津巴布韦对于新矿山、老矿山均采用强硬政策，津巴布韦或将面临国际仲裁纠纷与投资停滞。津巴布韦的存量矿山项目均是在原有法律和投资承诺框架下完成的收购与建设，若存量项目被强制追加国家权益且缺乏公允补偿，极易引发国际仲裁与合同纠纷。另外津方政策也会带来信任危机，影响后续当地镍、钴、石墨等关键矿产的招商。

乐观预期下，若津巴布韦仅针对未来新项目实行干股政策，则无法满足政府希望当下分享锂价上涨利益的诉求。在 2021~2023 年的锂价上涨周期中，津巴布韦的具备大规模开采潜力的优质绿地项目基本已经被中资企业和当期国有资本取得控股权，剩余项目多为小规模矿山，开发风险较高。若津只对未来新项目实行干股政策，则新项目的投资收益比将显著下降，需要更高的锂价刺激才能开发建设，短期内无法为津政府提供收益。

因此我们认为本次干股政策可能会实施，但对老矿山可能在持股比例以及税收优惠上制定较为宽松的政策进行安抚。

对津巴布韦中资锂矿企业的影响分析

目前主要有四家上市中资企业在津开展锂矿开采与冶炼工作，四家企业的锂精矿产能 177 万吨，预计 2026 年锂精矿产量 158 万吨，占全球锂资源供给的 9.4%。其中 Bikita、Arcadia、Sabi Star 矿山由中资企业 100%持股，Kamativi 矿山由中资企业持股 85%。

图表 5：津巴布韦中资锂矿企业资源情况

企业名称	直接 or 间接持股	矿山名称	资源量 (万吨 LCE)	氧化锂品位	锂精矿产能 (万吨)
中矿资源	100%	Bikita	343	0.98%	60
华友钴业	100%	Arcadia	245	1.34%	53
盛新锂能	100%	Sabi Star	22	1.98%	29
雅化集团	85%	Kamativi	75	1.26%	35

资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

前文提到，津巴布韦政府可能给予一定的税收优惠换取干股分红收益，因此我们本篇选取所得税进行分析，计算了津巴政府持股比例和所得税减免水平对中资上市企业的净利润影响（仅考虑矿山企业净利润）。

- 1) 假设津巴布韦政府要求 5%的干股，则所得税税率要由 25%降低至 20%，中资企业净利润才能不受影响；
- 2) 假设津巴布韦政府要求 10%的干股，则所得税税率要由 25%降低至 15%，中资企业净利润才能不受影响；
- 3) 假设津巴布韦政府要求 15%以上的干股，则即便所得税税率降低至 15%这样的全球较低水平，中资企业的净利润也将受到不同程度的侵蚀。

图表 6：津巴布韦政府持股比例与企业所得税税率对上市公司净利润的影响

上市公司矿山企业的净利润减少比例		津巴布韦政府持股比例					
		5%	10%	15%	20%	25%	30%
所得税税率	15%	8%	2%	-4%	-9%	-15%	-21%
	18%	4%	-2%	-7%	-13%	-18%	-23%
	20%	1%	-4%	-9%	-15%	-20%	-25%
	22%	-1%	-6%	-12%	-17%	-22%	-27%
	25%	-5%	-10%	-15%	-20%	-25%	-30%

资料来源：上市公司公告，《津巴布韦 2025 年第 7 号财政法案》，五矿证券研究所测算

- 注：1) 以上测算假设初始状态下上市公司持股矿山 100%股权；
- 2) 净利润减少比例=干股政策后上市公司归母净利润/干股前上市公司净利润-1；
- 3) 灰色底纹数据为现行所得税税率。

风险提示

- 1.津巴布韦矿业政策超预期收紧风险；
- 2.干股谈判结果不及预期风险；
- 3.锂价大幅波动风险；
- 4.海外矿山运营与汇率风险。

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	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/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