

行业缓出清，周期慢企稳

——A 股锂矿行业 2025 半年报梳理分析

事件描述

A 股 12 家涉及锂矿&锂盐业务企业均已披露 2025 半年报，我们从价格、产量、库存、营业收入、归母净利润、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，以寻求锂行业周期拐点启示。

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 半年报的梳理，我们发现：

1.市场方面：

- 1) 价格：2025Q2 锂资源出清不及预期，锂价持续探底至 6 万元/吨位置；
- 2) 产量：2025Q2 中国锂盐产量增速放缓；
- 3) 库存：需求低迷下，锂盐社会库存高位累库维持在 15 万吨以上水平。

2.上市公司业绩层面：

- 1) 营业收入：2025Q2 上市公司以量补价，营业收入同比+3%；
- 2) 归母净利润：毛利润减少叠加存货减值损失，归母净利润同比-9%；
- 3) 毛利率&净利率：2025Q2 毛/净利率为 22.36%/9.13%，出现反转趋势；
- 4) 四费费用：2024 年财务费用支出减少，管理及销售费用下降空间已较小；
- 5) 资本支出：资本开支仍处于周期磨底期；
- 6) 偿债能力：偿债能力维持稳定，处于合理区间。

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) **中资企业主动减产意愿超低**。2025Q2 锂价由 7.4 万元/吨下跌至 6 万元/吨，企业盈利空间进一步被压缩，部分控股非矿的企业在矿石端已经出现净亏损现象。2025H1 电池级碳酸锂市场均价 7.04 万元/吨，但盛新锂能 Max Mind 2025H1 净亏损 1.65 亿元、中矿（香港）2025H1 净亏损 2.1 亿元、雅化集团 KMC2025H1 净亏损 1.75 亿元。而上市公司仅选择阶段性技改检修等控制产量，无其他大规模、长时间的供给端减产停产情况，企业主动减产意愿超低。
- 2) **中资企业业绩承压能力强**。A 股企业在周期下行期极力降低费用支出，2025Q2 样本企业四费费用共计 22.87 亿元，同比减少 16.3%，环比减少 5.9%，四费费用率仅为 6.47%，目前四费费用与费用率均已处于年度低点水平。且虽部分企业出现亏损情况，但企业的偿债能力仍相对稳定，总体杠杆仍处于安全区。
- 3) **中资企业已经放缓资本开支，预计远期锂盐项目投产节奏放缓，锂矿周期拐点逐步接近**。2025Q2 样本企业资本开支共计 41 亿元，同比减少 8.0%，资本开支周期来到底部位置，业绩低迷带来的现金流压力，已经迫使企业主动放缓远期项目建设，锂供需错配情况将逐渐缓解，锂矿周期拐点逐步接近。

风险提示： 1、锂价持续低迷，市场供需预期博弈存在较大不确定，需关注锂价震荡对公司业绩影响。
2、需关注锂价下跌带来公司资产减值和投资收益下降的可能性。

有色金属

评级： 看好

日期： 2025.10.09

分析师 张斯恺

登记编码：S0950523110002

☎：15972042918

✉：zhangsikai@wkzq.com.cn

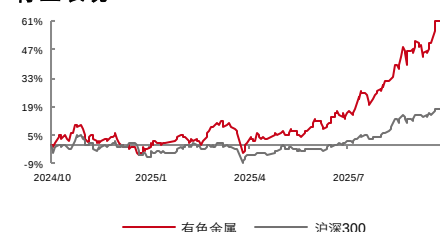
分析师 白紫薇

登记编码：S0950525040001

☎：15764324101

✉：baizw@wkzq.com.cn

行业表现 2025/9/30



资料来源：Wind，聚源

相关研究

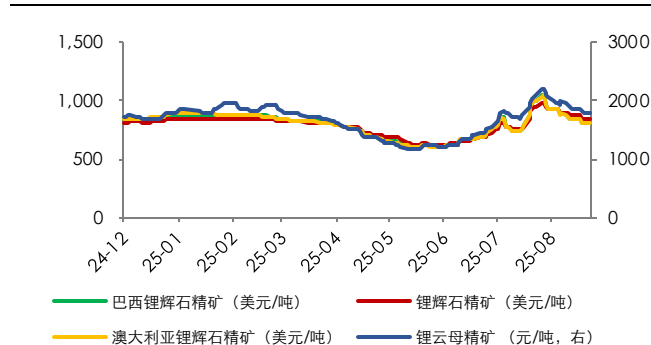
- 《降本已达瓶颈期——澳矿 2025Q2 财报梳理分析》(2025/8/25)
- 《有色月跟踪：纵观中外反内卷历史，有色行情持续几何？》(2025/8/25)
- 《战略性矿产系列报告——铍：供需收敛，半导体等需求打造第二增长曲线》(2025/8/22)
- 《关税风云下的铜铝》(2025/8/21)
- 《矿业巨头启示录系列之四：广积粮，筑高墙——日本财团资源布局分析》(2025/8/7)
- 《美国锑产业支持政策是否会复刻稀土产业政策趋势？》(2025/7/28)
- 《有色月跟踪：掘金亚欧大陆腹地，中亚金属矿产资源全景解析》(2025/7/16)
- 《新疆“找矿行动”聚焦南疆，国内锑资源接续有望提速》(2025/7/10)
- 《战略性矿产系列报告——钾：粮食保障，资源为王》(2025/7/10)
- 《钨价创出历史新高，短期回调不改长期向好》(2025/7/2)

价格：Q2 锂资源出清不及预期，锂价持续探底

2025Q2 供过于求，锂价延续下行趋势。2025Q2 全球锂资源维持高增长，企业选择降本求生，减产不及预期，因此锂盐库存维持高位，锂价延续下行趋势，2025Q2 电池级碳酸锂由 7.4 万元/吨持续下跌至 6 万元/吨，Q2 均价录得 6.53 万元/吨，环比-13.89%。

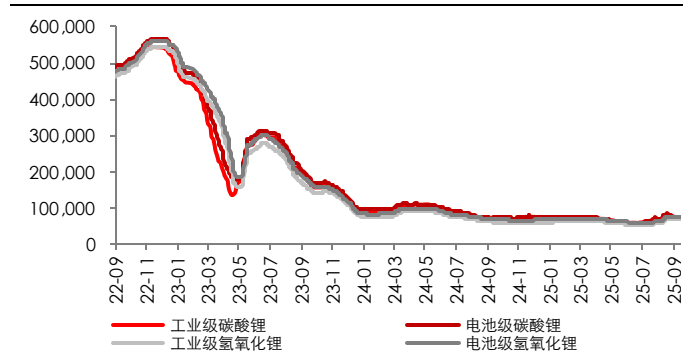
受江西矿证扰动及下游需求增加影响，Q3 锂价迎来反弹。2025 年 7 月，宜春市自然资源局认为当地 8 处锂矿矿权存在规避上级部门审批权限，越权办理出让、变更或延续登记手续的问题，要求其编制矿种变更储量核实报告通知文件，截止时间 9 月 30 日。该文件引发市场对相关涉事企业的停产预期，锂价应声上涨。同时 Q3 储能订单超预期增长，供需两方面边际变化引发锂价 Q3 反弹。

图表 1：锂精矿价格走势



资料来源：SMM，五矿证券研究所

图表 2：锂盐价格变化（万元/吨）



资料来源：SMM 五矿证券研究所

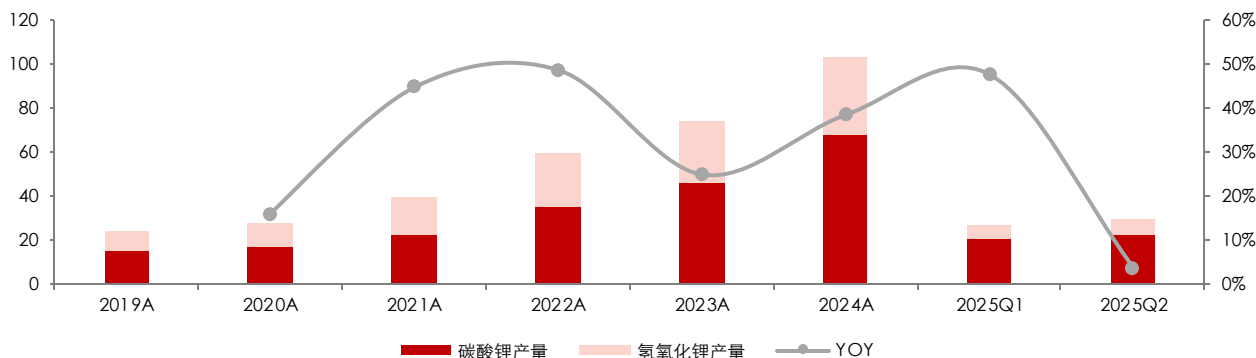
产量：2025 年锂盐产量增速放缓

2025Q2 中国锂盐产量增速放缓。2025Q2 中国锂盐产量 29.9 万吨，同比增 4%，环比增 10%。新项目投产减少造成锂盐季度产量同比增速下滑。

受三元电池需求占比下降影响，氢氧化锂产销量占比在 2025 上半年进一步下滑。2022 年氢氧化锂在锂盐中占比高达 49%，但近年来随着三元电池需求的下降，氢氧化锂结构占比持续下滑，2025Q1、Q2 氢氧化锂产量分别为 6.68 和 7.54 万吨，占全部锂盐产量的 25%。

展望 2025 下半年，中国锂盐产量仍将维持同比增速为正，但增速或将放缓。盐湖层面，2025 下半年青海汇信 2 万吨碳酸锂项目已经于 6 月正式投产，盐湖股份 4 万吨锂盐项目预计 9 月底投料试车，预计下半年中国盐湖产量将创新高；云母提锂层面，宁德时代采矿许可证到期，下半年产量不容乐观，其他云母提锂企业面对矿证危机 Q4 产量存在不确定性，预计江西地区锂盐产量增速较低；此外天齐锂业江苏 3 万吨氢氧化锂项目和雅化集团雅安锂业 3 万吨锂盐项目将于下半年落地投产，四川和江苏等辉石提锂地区产量预计将维持正增长。

图表 3：2025Q2 中国锂盐产量同比仅增 4%（万吨）



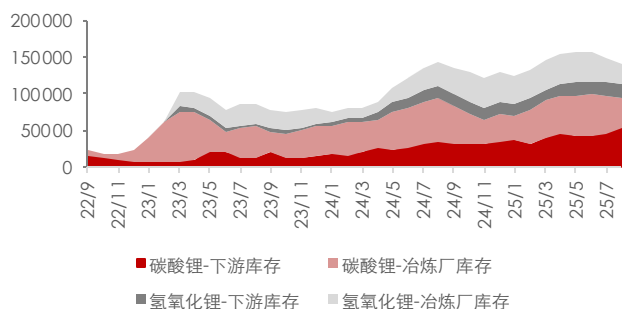
资料来源：SMM，五矿证券研究所

库存：Q2 锂盐高位累库，Q3 需求向好库存呈下降趋势

2024 年供需错配下中国锂盐社会库存大量增加，2025 年受宁德复产和宏观扰动影响，锂盐继续累库。2025 年以来，受宁德视下窝重启开工、美国关税增大锂盐需求侧的宏观不确定性等影响，市场接货情绪低迷，库存继续攀升，4 月底中国锂盐库存升至 15.35 万吨，锂盐供应充足叠加 Q2 低迷的锂价触及部分企业生产成本，企业销售意愿低，2025Q2 全季度锂盐市场库存维持在超 15 万吨。7、8 月份伴随着“金九银十”的到来，下游备货意愿显著增加，锂盐库存由冶炼厂向下游流动且整体呈现去库趋势，截至 2025 年 8 月底，锂盐社会库存供给 13.94 万吨。

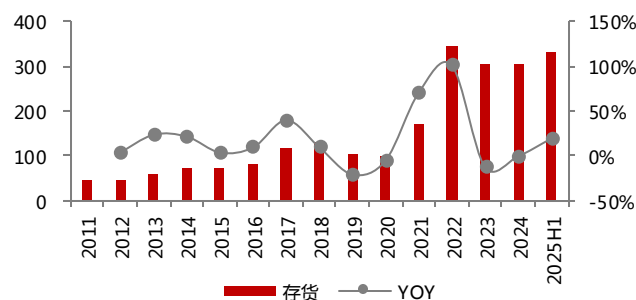
上市公司仍背负一定的存货压力。从上市公司存货价值量来看，2025 上半年存货价值量同比增加，大量且低价的库存使部分企业选择计提存货减值。

图表 4：锂盐社会库存（万吨）



资料来源：SMM，五矿证券研究所

图表 5：A 股 12 家上市公司 2025Q2 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

营业收入：2025Q2 锂上市公司营业收入稳定增长

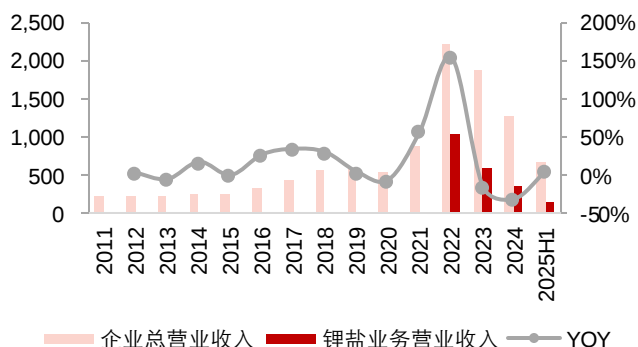
12 家 A 股锂上市企业 2025 年 H1 锂盐营业收入 145.0 亿元，同比下降 42.9%，占上市公司整体收入的 22%。锂盐业务营收收入下降主要系锂价同比下降较多，据 SMM，2025Q2 电

池级碳酸锂平均售价为 6.53 万元/吨，同比下跌 38.4%，环比下跌 13.9%。锂价的大幅波动使得锂盐业务在上市公司业绩层面的贡献占比从 2024H1 的 30% 下降至 22%。

2025Q2 样本企业营业收入共计 353.6 亿元，同比+3%，环比+11%。上市公司季度营业收入稳定增长，钾肥、锂盐和镍钴等大宗产品价格企稳对企业营业收入产生正向贡献，样本企业实现连续两个季度的收入同比增长。

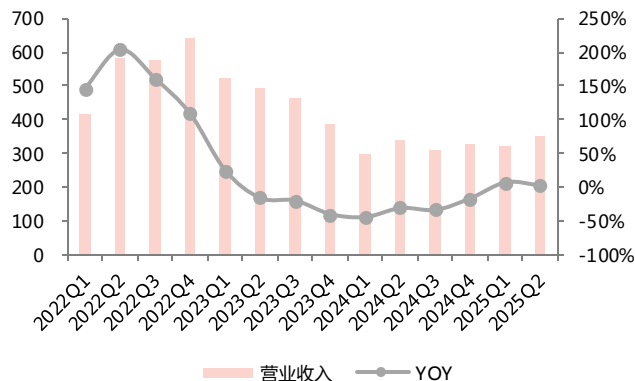
分企业来看，天华新能与天齐锂业等锂盐加工产能大的企业营业收入仍然保持在第一梯队领先地位。锂盐板块营业收入与销量高度相关，天华新能与天齐锂业等上市公司锂盐营业收入仍然保持在第一梯队领先地位。

图表 6：A 股 12 家锂上市公司营业收入（亿元）——年度



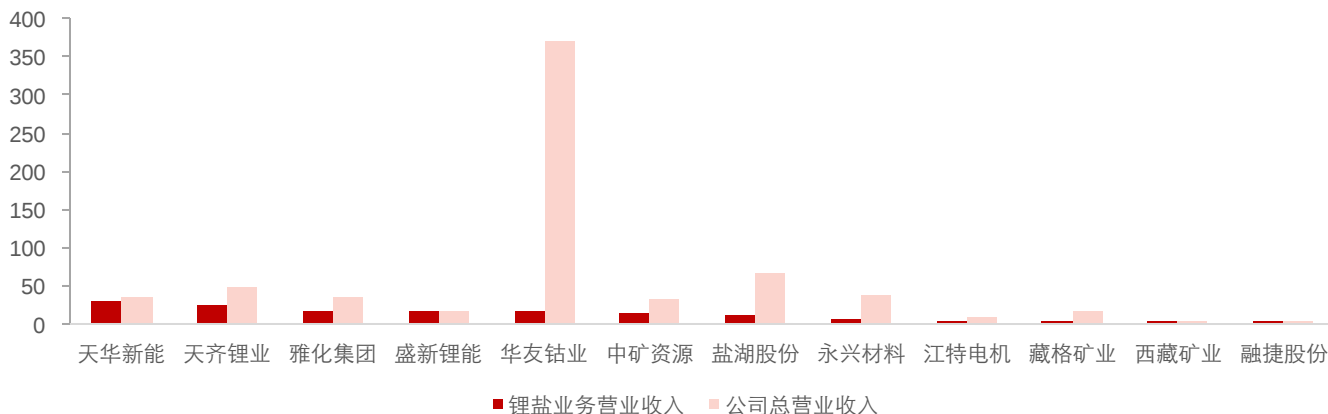
资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

图表 7：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 8：2025H1 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

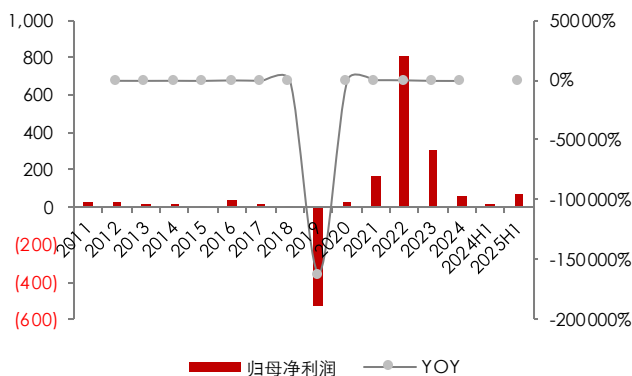
归母净利润：毛利润减少叠加存货减值损失，归母净利润仍处于下降趋势

12 家 A 股锂上市企业 2025Q2 归母净利润共计 32.27 亿元，同比下降 9%，环比下降 7%。上半年季度财务数据受计提资产等项目影响较小，Q2 环比变化相对平稳。

盐湖类企业和华友钴业等多产品企业 25Q2 毛利润与净利润表现较好，锂矿自给率低和使用

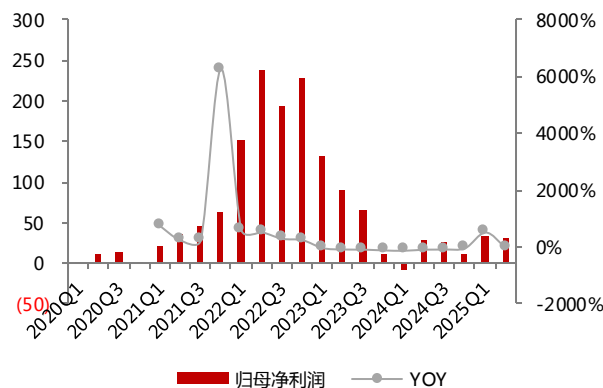
非洲自有矿的企业 Q2 毛利润与净利润受影响较大，毛利润环比下降主要系锂价的持续探底，而净利润下降则多因为企业计提大额的存货跌价准备。**盛新锂能** 2025Q2 净利润环比减少 5.32 亿元至-6.86 亿元，是本季度净利润变化最大的公司，主要系其毛利润环比减少 1.04 亿元同时计提存货跌价准备等资产减值 4.38 亿元，盛新控股及参股企业在 2025 上半年多处于亏损状态，其中津巴布韦 Max Mind 净亏损 1.65 亿元，印尼盛拓净亏损 1.1 亿元，奥伊诺矿业与致远锂业合计亏损将近 1 亿元。**天华新能**净利润环比下降 1.62 亿元至-1.59 亿元，主要系计提存货跌价准备及长期股权投资减值造成资产减值损失 0.98 亿元、应收坏账损失等造成信用减值 0.72 亿元。**中矿资源**净利润环比下降 1.8 亿元至-0.46 亿元，主要系公司毛利润环比下降 0.98 亿元以及存货跌价等计提资产减值 0.45 亿元。中矿资源子公司中矿（香港）稀有金属资源有限公司净亏损 2.2 亿元，该子公司主要负责津巴布韦锂矿经营与纳米比亚 Tsumeb 冶炼厂的经营。**雅化集团**负责津巴布韦矿山运营的企业 KMC 2025H1 净亏损 1.75 亿元。

图表 9：A 股 12 家锂上市公司归母净利润（亿元）——年度变化



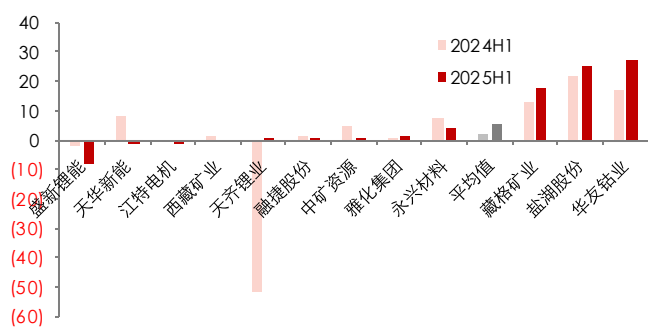
资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

图表 10：A 股 12 家锂上市公司归母净利润（亿元）——季度变化



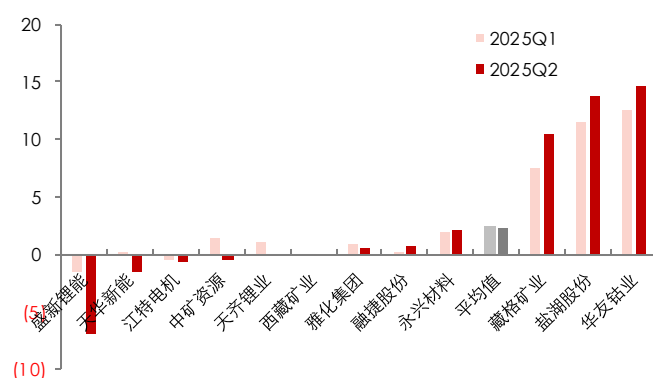
资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

图表 11：A 股 12 家锂上市公司归母净利润（亿元）——2025H1



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

图表 12：A 股 12 家锂上市公司归母净利润（亿元）——2025Q2



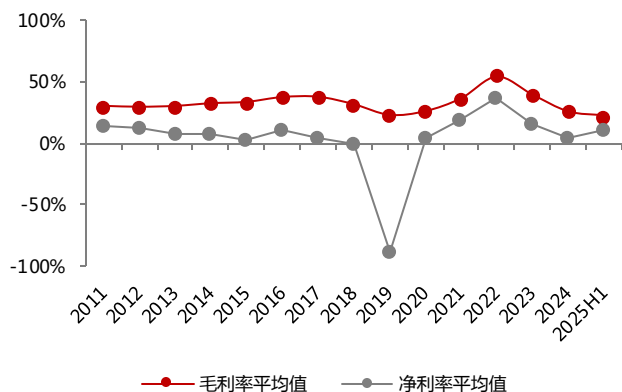
资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

毛利率&净利率：出现反转趋势

12 家 A 股锂上市企业 2025Q2 毛利率 22.36%，同比降 8.1pct，环比增 0.8pct；净利率 9.13%，同比增 0.47pct，环比降 1.7pct。公司毛利率已经从连续下跌态势反转，环比开始

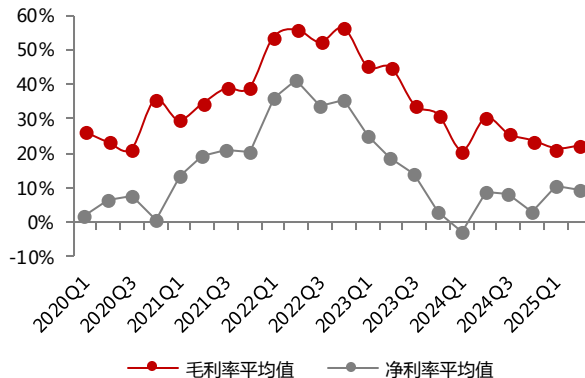
回升；净利率虽然环比下降，但整体高于 2024 年全年表现，我们认为从样本企业来看，锂盐板块已经走出盈利持续探底的黑洞，盈利水平持续好转。盐湖类企业凭借成本优势盈利能力显著高于辉石和云母类提锂公司。

图表 13：A 股 12 家锂上市公司毛利率&净利率——年度变化



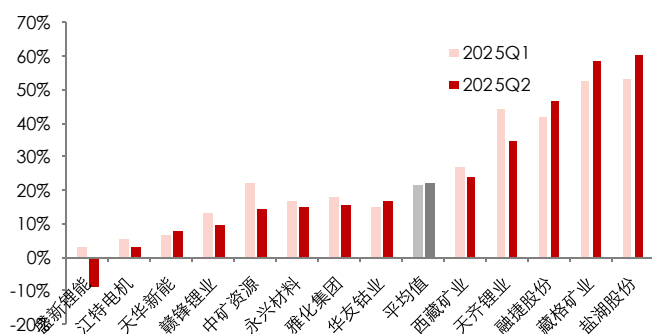
资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

图表 14：A 股 12 家锂上市公司毛利率&净利率——季度变化



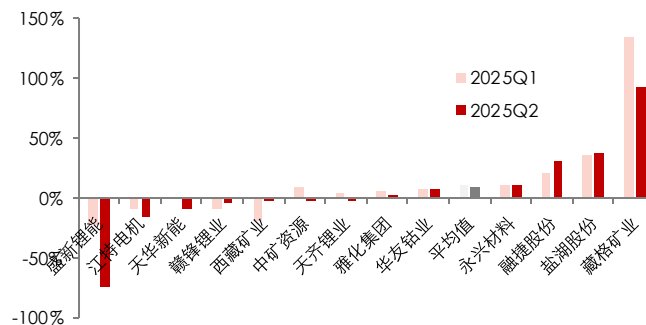
资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

图表 15：A 股 12 家锂上市公司毛利率——2025Q2



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

图表 16：A 股 12 家锂上市公司净利率——2025Q2



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

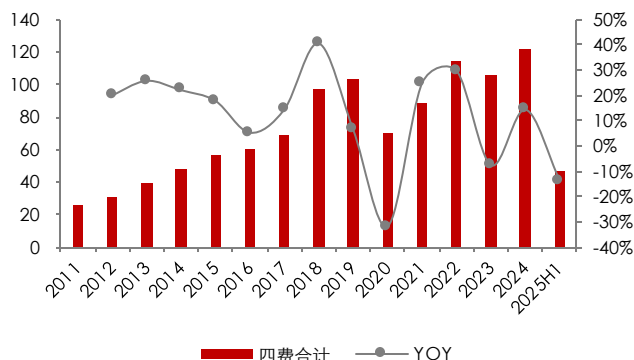
四费费用：2025Q2 财务费用支出减少，管理及销售费用下降空间所剩无几

12 家 A 股锂上市企业 2025Q2 四费费用共计 22.87 亿元,同比减少 16.3%,环比减少 5.9%;四费费用率为 6.47%,同比减少 1.5pct,环比减少 1.1pct。25Q2 样本企业销售、管理、研发、财务费用占比分别为 6.3%、58.3%、22.7%、12.7%，管理费用与财务费用的变化对费用率的边际影响更大。25Q2 样本企业管理费用同比下降环比 10%、下降 3%，降幅较小，财务费用同比下降 32%、环比下降 46%，财务费用减少仍是助力费用率降低的关键。而财务费用与汇率波动、利息偿还等不确定性因素关联较大，无法对公司业绩产生准确预测指引。公司多致力于销售费用及管理费用等生产经营性费用的下降，但目前下降空间已经所剩无几。

永兴材料、天齐锂业与盐湖股份是锂矿上市公司管理层面，控制成本较好的公司。我们发现

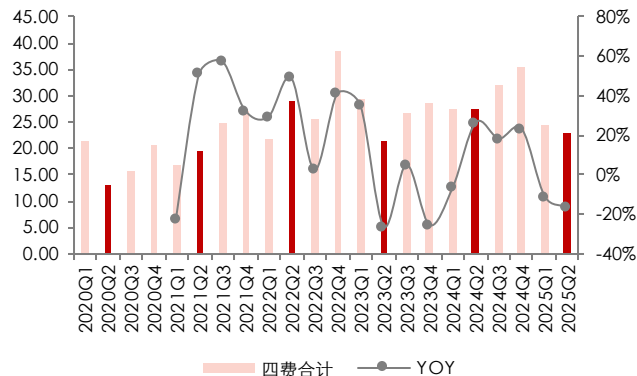
永兴材料和盐湖股份等海外业务涉及较少的公司管理费用率较低，同时财务费用少，不易受汇率波动等影响造成大额财务支出。

图表 17：A 股 12 家锂上市公司四费费用（亿元）——年度变化



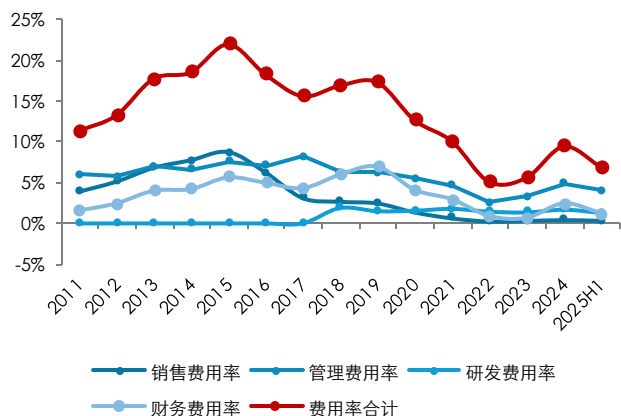
资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

图表 18：A 股 12 家锂上市公司四费费用（亿元）——季度变化



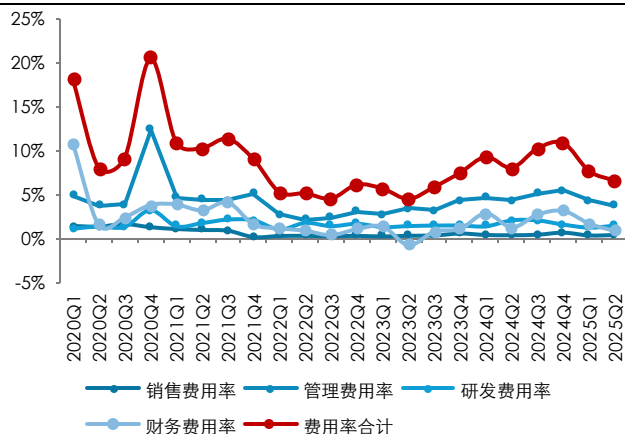
资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

图表 19：A 股 12 家锂上市公司四费费用率——年度变化



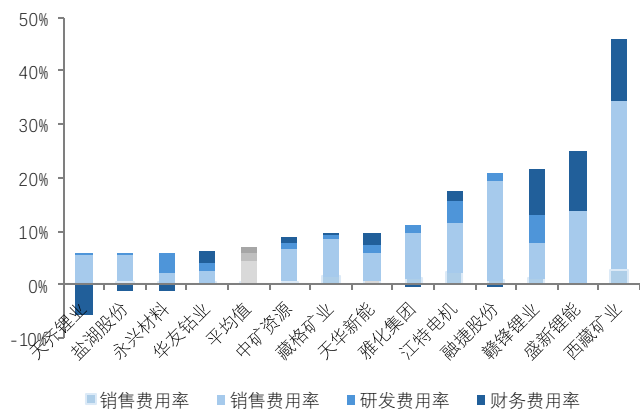
资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

图表 20：A 股 12 家锂上市公司四费费用率——季度变化



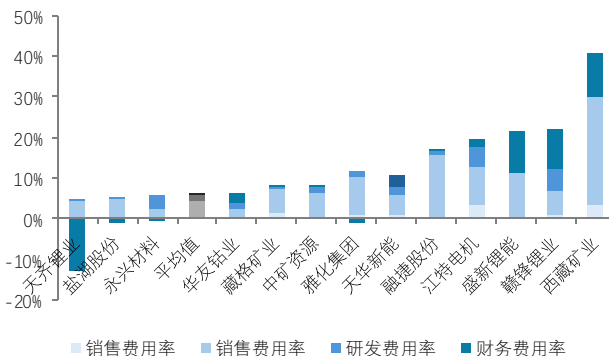
资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

图表 21：A 股 12 家锂上市公司费用率——2025H1



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

图表 22：A 股 12 家锂上市公司费用率——2025Q2



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

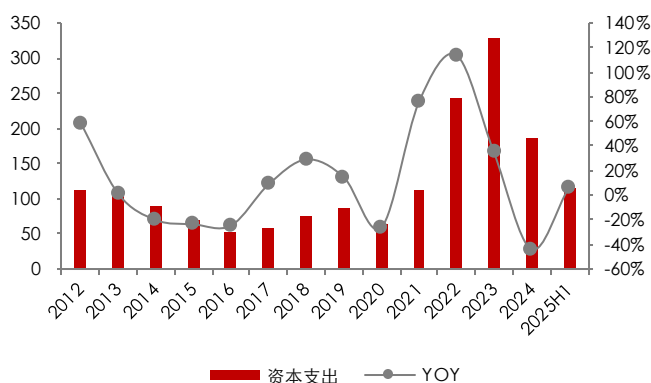
资本支出：资本开支仍处于周期磨底期

12 家 A 股锂上市企业 2025 上半年资本开支共计 115 亿元，同比增加 7%，与 22、23 年相比资本开支增速显著放缓。从资本开支周期来看，当下已经进入磨底期。

分季度来看，2024 年以来上市公司资本开支整体平稳，绝对值普遍低于锂价高涨时刻。2025Q2 上市公司资本开支 41 亿元，同比减少 8.0%，资本开支符合周期底部支出预期。

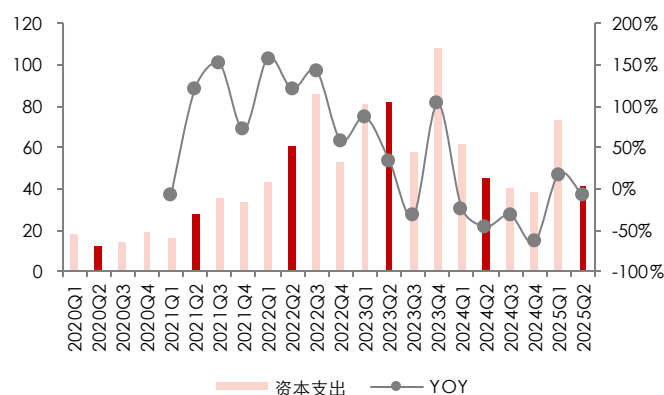
分企业来看，龙头企业如天齐锂业、华友钴业等资本开支继续维持较高水平。华友钴业专注于镍钴及前驱体项目建设，天齐锂业资本开支则主要用于格林布什三期选矿厂、雅江锂辉石采选一期及苏州年产 3 万吨氢氧化锂项目。

图表 23：A 股 12 家锂上市公司资本开支（亿元）——年度



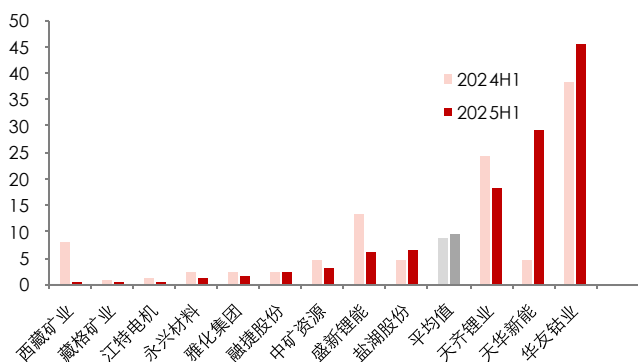
资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

图表 24：A 股 12 家锂上市公司资本开支（亿元）——季度



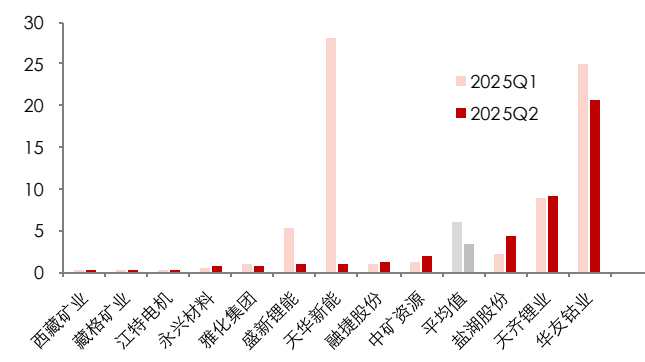
资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

图表 25：2025H1 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 26：2025Q2 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

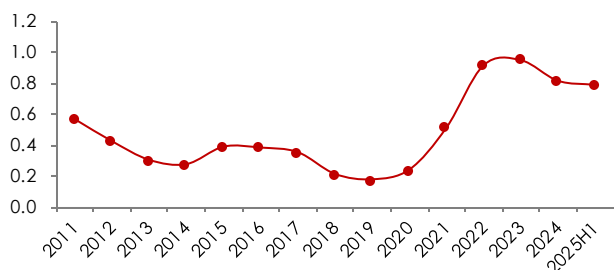
偿债能力：偿债能力维持稳定，处于合理区间

12 家 A 股锂上市企业 2024 年加权平均现金比率值为 0.64，同比下降 7pct；资产负债率为

26.25%，同比下降 0.55pct。公司流动性压力大于资本结构压力，但总体杠杆仍在安全区。

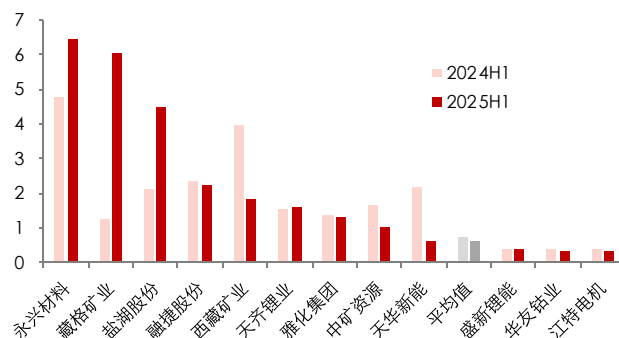
分企业来看，根据各自的风险应对方案和发展战略选择，现金流充裕的企业选择主动偿还债务以优化结构。其中，永兴材料和盐湖股份的现金比率远远高于其他上市公司，其经营现金流充沛，短期偿债能力较强，应对市场波动的灵活度更高，2025 年 Q2 资产负债率同比降低了 4.47pct 和 10.45pct。

图表 27：A 股 12 家锂上市公司现金比率



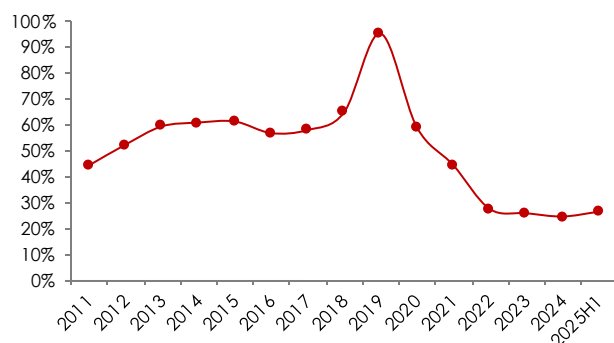
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 28：A 股 12 家锂上市公司现金比率——分企业



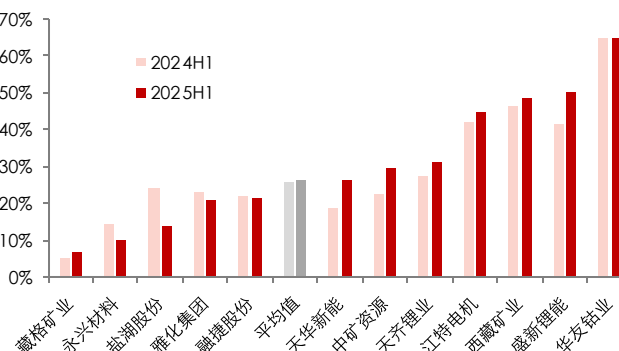
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 29：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 30：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、 锂价持续低迷，市场供需预期博弈存在较大不确定，需关注锂价震荡对公司业绩影响。
- 2、 需关注锂价下跌带来公司资产减值和投资收益下降的可能性。

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