

# 需求边际改善，锂价反转上行

## ——A 股锂矿行业 2025 年三季报梳理分析

### 事件描述

A 股 12 家涉及锂矿&锂盐业务企业均已披露 2025Q3 季报，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 2025Q3 季报的梳理，我们发现：

#### 1.市场方面：

- 1) 价格：2025Q3 宜春停产带来锂价强势反弹；
- 2) 产量：2025Q3 盐湖放量叠加冶炼端套保利润增加，中国锂盐产量增速提升；
- 3) 库存：需求旺季，锂盐库存逐月下降并向下游聚集。

#### 2.上市公司业绩层面：

- 1) 营业收入：2025Q3 上市公司量价齐升，营业收入同比+27%；
- 2) 归母净利润：2025Q 净利润大幅扭亏，同比+110%；
- 3) 毛利率&净利率：2025Q3 毛/净利率为 24.7%/13.2%，反转趋势持续两个季度；
- 4) 四费费用：2025Q3 财务费用与研发费用支出增加，四费费用率 8.2%；
- 5) 资本支出：资本开支出现抬升趋势；
- 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) **供给端生产韧性增强**。2025 年 8 月宁德时代因采矿证到期暂停枞阳锂矿开采活动，同时宜春主要在产矿山被要求重新编制矿权报告，但根据 SMM 公布数据，三季度以来宜春云母产量受影响程度有限。此外三季度的锂价回暖带动澳洲及智利锂资源发运量的增加以及非矿冶一体化工厂的开工率提升，我们认为目前锂供应端仍然展现出超强的生产韧性。
- 2) **需求带动下，产业链去库并加速**。2025Q3 全球新能源汽车销量 540 万辆，同比+23%；储能电池出货量 170Gwh，同比+98.5%，产业链排产增加带动库存去化并加速。2025Q3 锂盐库存由 15 万吨下降至 13 万吨，进入十月份后，库存去化速度加快。我们认为短期储能订单需求将放大锂盐库存波动，并提高锂价上升空间。
- 3) **中资企业资本开支已处于周期底部约 3 年时间，我们预计 2026-2028 年锂盐项目投产节奏放缓**。2025Q3 企业资本开支共计 55 亿元，同比+38%，同比大幅转正，主要用于现有项目的技改和持续，如青海 4 万吨锂盐项目以及中矿的 2.5 万吨锂盐技改。从历史数据来看，资本开支周期与价格周期基本同步，而本轮资本开支周期已经出现明显抬升趋势，叠加 2026-2028 年供给投产放缓的事实支撑，我们认为锂矿周期拐点已经逐步接近。

**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性，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：2025.12.04

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 2025/12/3



资料来源：Wind，聚源

### 相关研究

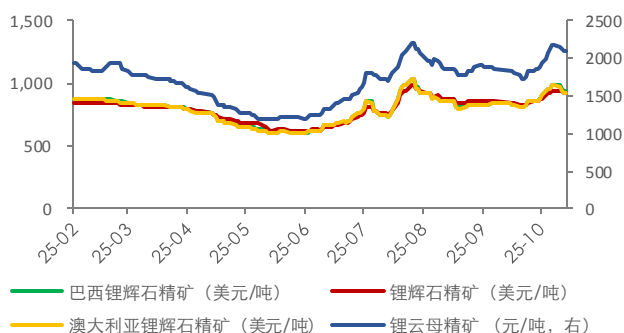
- 《有色月跟踪：钴供应危机持续，价格有望再上新台阶》(2025/12/1)
- 《铜产业链的脱碳挑战》(2025/11/25)
- 《“低 TC”时代来临：铜冶炼企业的突围与重塑》(2025/11/25)
- 《反转将至——2026 年碳酸锂供需格局展望》(2025/11/22)
- 《印尼打击锡矿走私供给持续紧张，AI 浪潮下锡价长期看好》(2025/10/16)
- 《2025H2 全球铜矿供给更为紧俏》(2025/10/9)
- 《行业缓出清，周期慢企稳——A 股锂矿行业 2025 半年报梳理分析》(2025/10/9)
- 《降本已达瓶颈期——澳矿 2025Q2 财报梳理分析》(2025/8/25)
- 《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)

## 价格：Q3 锂价强势反弹后发生回落

**2025Q3 锂价强势反弹。**供给端方面，2025Q3 受江西等地锂云母矿停产整顿的影响，锂盐行业供应收紧，锂价应声上涨。同时，需求端方面，储能需求持续释放，2025 年前三季度全球锂电储能装机同比大幅增长 68%，头部电池企业订单饱满，排产紧张，大幅拉动了碳酸锂的实际需求。2025Q3 电池级碳酸锂由 6.13 万元/吨最高上涨至 8.57 万元/吨，Q3 均价为 7.3 万元/吨，环比增加 11.92%。

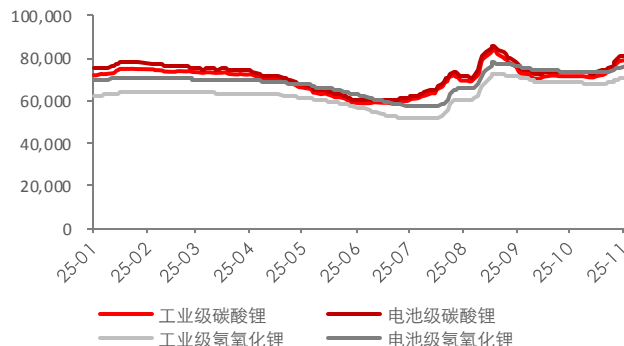
**2025 年 8 月下旬至今，锂价高位回落后又发生回弹。**从供给端来看，一方面，Q3 国内碳酸锂周度及月度产量连续创下新高；另一方面宁德时代视下窝矿区停产等带来的供应收紧预期已被市场消化。需求端，在价格突破 8 万元/吨后，高价抑制了下游采购意愿，现货成交降温。供需两侧综合导致锂价在第三季度达到高位后发生回落。而国庆假期后，储能订单超预期带动电池排产增加，锂价一路上行，至 11 月 18 日，电池级碳酸锂价格涨至 8.7 万元/吨。

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（元/吨）



资料来源：SMM，五矿证券研究所

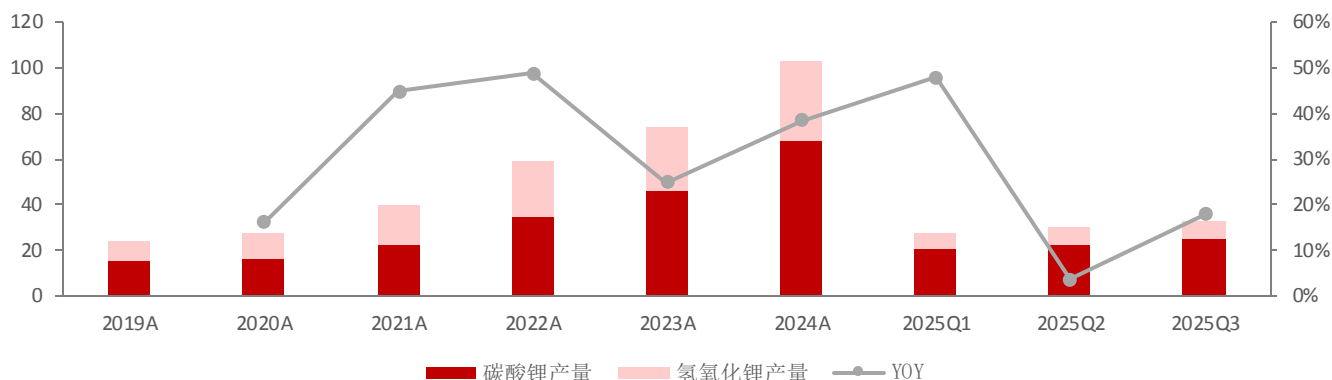
## 产量：2025 年锂盐产量增速提升

**2025Q3 中国锂盐产量增速提升。**2025Q3 中国锂盐产量 32.85 万吨，同比增长 17.9%，环比增长 9.7%。锂盐季度产量同比增速相较第二季度有所回升，主要系盐湖进入季节性高产期，海外锂辉石进口量创新高，且非一体化冶炼厂在期货盘面套保与利润改善下积极复工增长，对冲了江西云母端的减量。

受三元电池需求占比下降影响，氢氧化锂产销量占比在 2025Q3 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%，Q3 氢氧化锂产量为 7.45 万吨，仅占全部锂盐产量的 22.67%。

我们预计 2025Q4 中国锂盐产量 36 万吨，青海汇信 2 万吨碳酸锂和盐湖股份 4 万吨碳酸锂投产进一步拉动青海地区产量。

图表 3：2025Q3 中国锂盐产量同比增 18%（万吨）

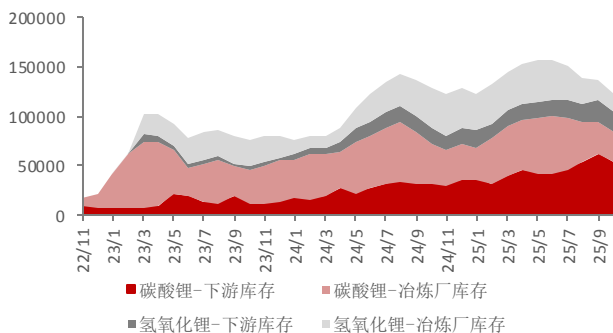


资料来源：SMM，五矿证券研究所

## 库存：Q3 持续去库

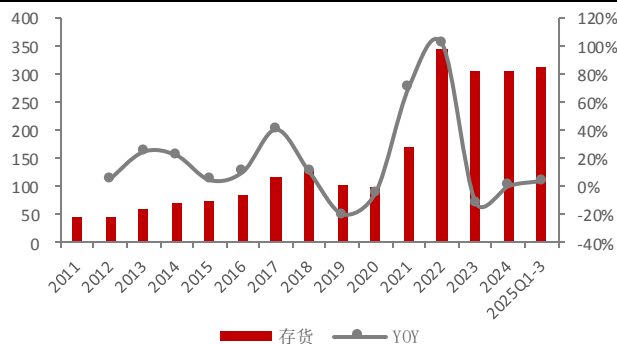
**2025Q3 锂盐库存逐月减少。**2025 年上半年，受宁德视下窝重启开工、美国关税增大锂盐需求侧的宏观不确定性等影响，市场接货情绪低迷，库存继续攀升，4 月底中国锂盐库存升至 15.35 万吨。进入第三季度后，电池排产对碳酸锂的消耗量高于碳酸锂产量，产业链库存由冶炼厂向下游转移，并形成全产业链去库的共振现象。进入 10 月份，碳酸锂入库速度明显加快，库存以单周 3000 吨+的速度下降，截至 11 月 18 日，产业链库存已经降低至 12 万吨。

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 2025Q3 存货价值量提升（亿元）

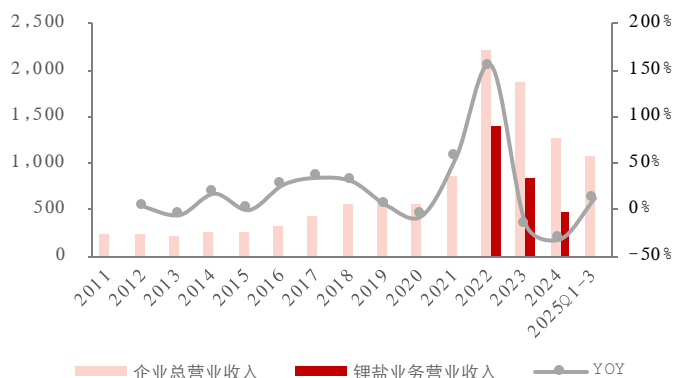


资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

## 营业收入：2025Q3 锂上市公司营业收入稳定增长

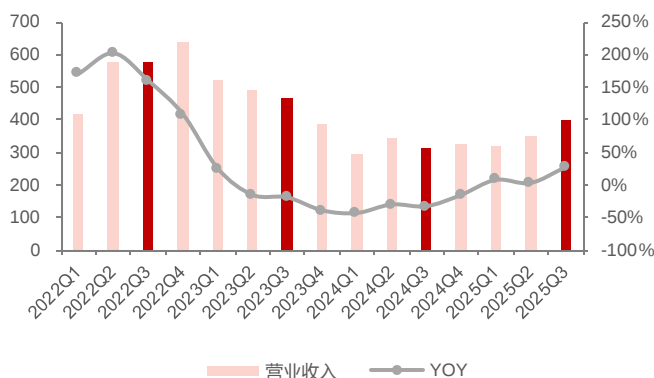
**12 家 A 股锂上市企业 2025 年 Q3 营业收入共计 397.18 亿元，同比+27.01%，环比+12%。**碳酸锂价格自 6 月中下旬触底以来回弹明显，带动 Q3 多家锂矿上市公司业绩修复，2025 年 A 股锂矿企业实现连续三个季度的收入同比增长。

图表 6：A 股 12 家锂上市公司营业收入（亿元）——年度



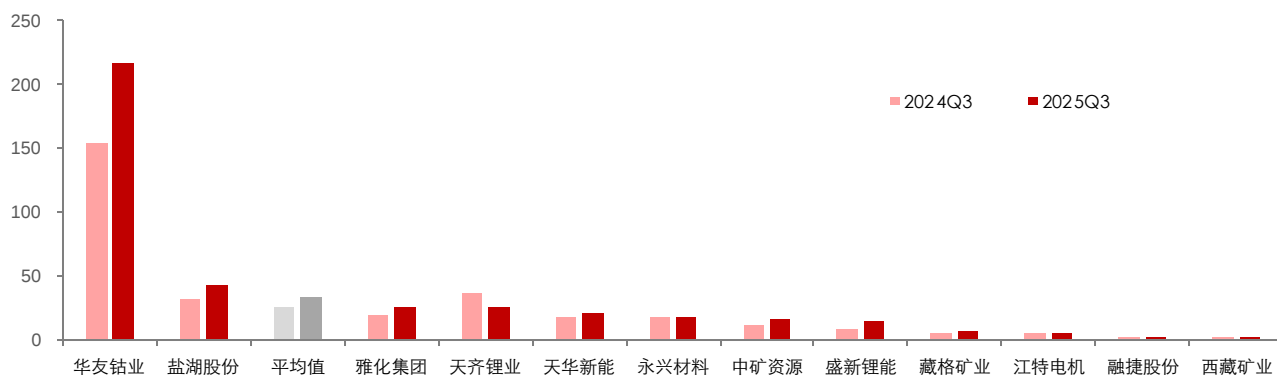
资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

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 8：2025Q3 分企业营业收入情况（亿元）



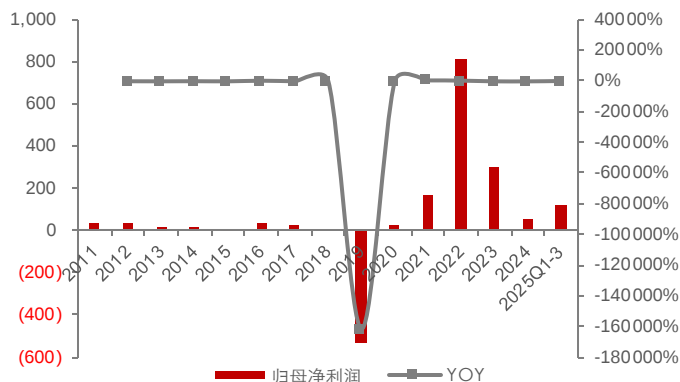
资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

## 归母净利润：2025Q3 锂上市公司归母净利润显著增长

**12 家 A 股锂上市企业 2025Q3 归母净利润共计 53.28 亿元，同比+110%，环比+65%。**Q3 归母净利润数据受锂价触底反弹影响明显，Q3 同环比变化显著。在 12 家锂矿企业中，有 9 家企业 Q3 归母净利润环比上升，而融捷股份、永兴材料、藏格矿业归母净利润环比下降。

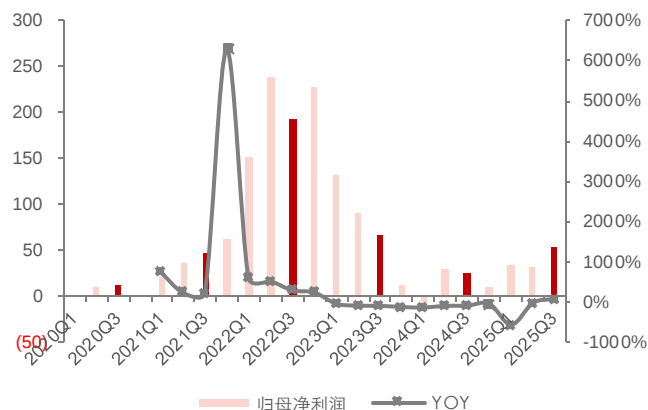
**天齐锂业与盛新锂能 2025Q3 净利润大幅扭亏**，华友钴业作为钴行业龙头，拥有充沛的印尼钴原料来源，深度受益钴价上涨；**盐湖股份**实现归母净利润 19.88 亿元，环比增长 45%，一方面是由于碳酸锂价格触底反弹，产销齐升，另一方面氯化钾量价齐升，景气度上行，也强有力支撑其利润增长。**天齐锂业** 2025Q3 扭亏为盈，净利润环比增加 581%至 0.95 亿元，是本学期利润环比涨幅最大的公司，矿盐价格逐渐同步叠加 SQM 投资收益增加共同推动利润增长。**盛新锂能** 2025Q3 净利润环比增长 7.75 亿元至 0.89 亿元，受益锂价上涨且印尼工厂开始出货，锂业务实现盈利，业隆沟和萨比星稳定满产运行，自供矿成本得到下降。**融捷股份** 2025Q3 净利润环比下跌 800 万元，但同比增 248.63%，主要源于非经常性损益大幅增长，其中理财产品公允价值变动收益与受托经营托管费合计贡献超 700 万元。

图表 9：A 股 12 家锂上市公司归母净利润（亿元）——年度变化



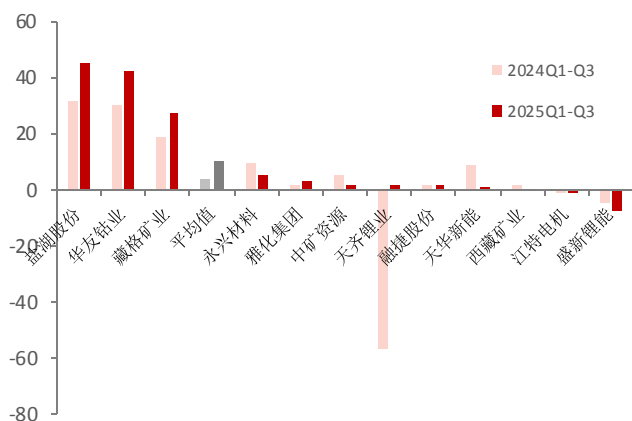
资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

图表 10：A 股 12 家锂上市公司归母净利润（亿元）——季度变化



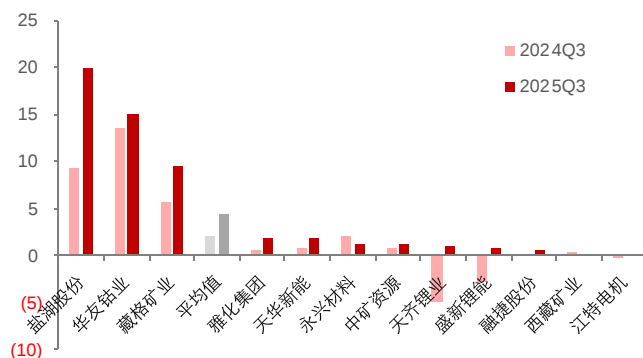
资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

图表 11：A 股 12 家锂上市公司归母净利润（亿元）——2025Q1-Q3 同比



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）——2025Q3 同比

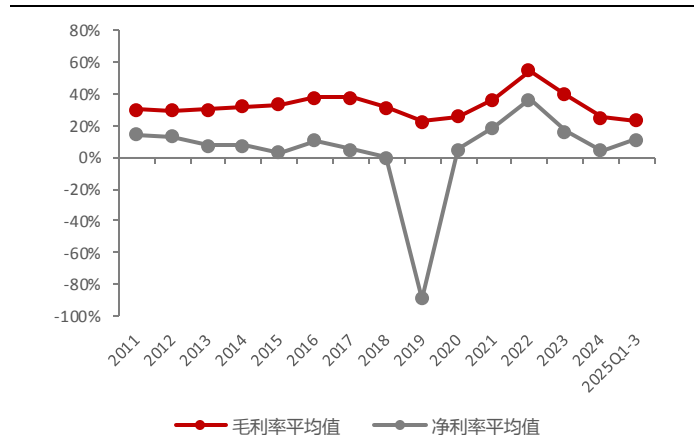


资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

## 毛利率&净利率：上升趋势明显

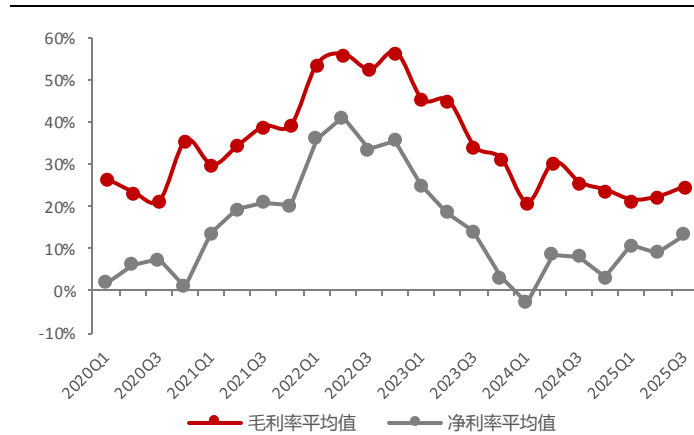
**12 家 A 股锂上市企业 2025Q3 平均毛利率 24.7%，同比-0.95pct，环比+2.35pct；平均净利率 13.42%，同比+5.31pct，环比+4.29pct。**受锂价探底回升的影响，A 股企业毛利率同比跌幅相较 Q2 的同比跌幅已显著缩小，环比继续回升；净利率同环比均有较好的涨幅。我们认为，在锂价回升以及行业反内卷氛围下，行业正逐步走出低价竞争，转向技术、质量、可持续发展的良性轨道，盈利水平持续好转。盐湖类企业凭借成本优势盈利能力显著高于辉石和云母类提锂公司。

图表 13：A 股 12 家锂上市公司毛利率&净利率——年度变化



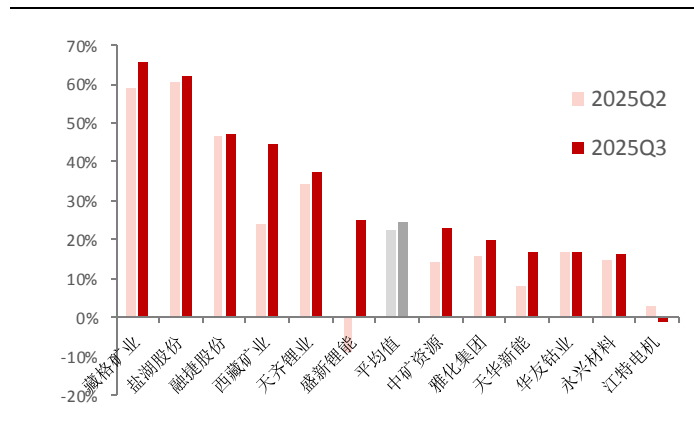
资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

图表 14：A 股 12 家锂上市公司毛利率&净利率——季度变化



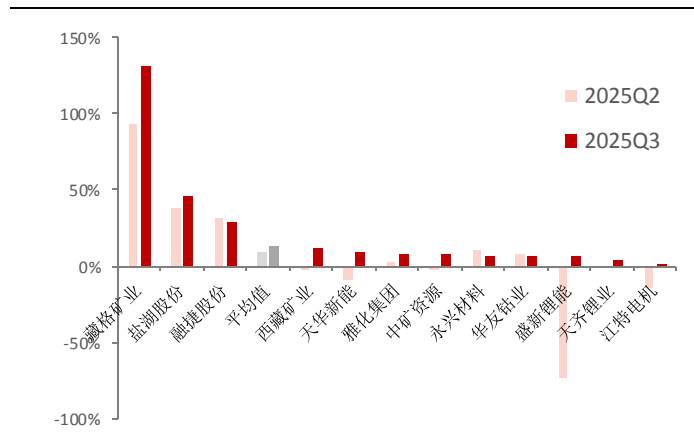
资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

图表 15：A 股 12 家锂上市公司毛利率——2025Q3



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 ——2025Q3



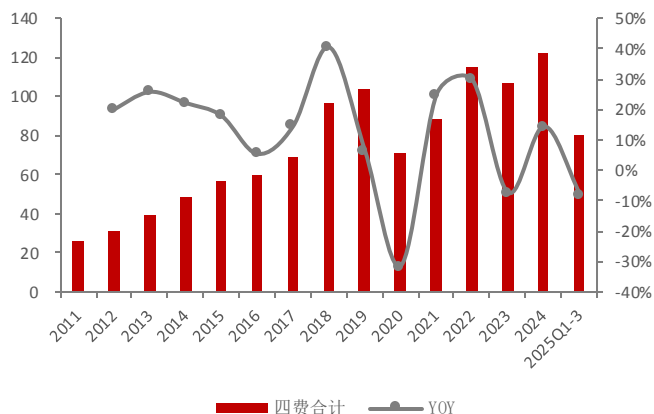
资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

## 四费费用：2025Q3 财务费用支出显著增加，管理及销售费用下降空间所剩无几

12 家 A 股锂上市企业 2025Q3 四费费用共计 32.6 亿元，同比增加 2.27%，环比增加 43%；四费费用率为 8.21%，同比减少 1.99pct，环比增加 1.74pct。25Q2 A 股锂矿企业销售、管理、研发、财务费用占比分别为 4.13%、47.17%、20.69%、28.01%，研发费用与财务费用的变化对费用率的边际影响更大。25Q3 A 股锂矿企业研发费用同比增加 7%，环比增加 30%；财务费用同比增加 9%、环比增加 214%，财务费用增加仍是费用率上升的关键。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。

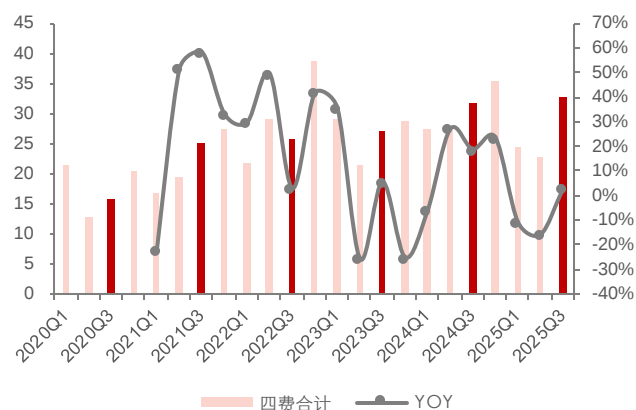
永兴材料、华友钴业是锂矿上市公司管理层面和销售层面控制成本较好的公司，我们发现永兴材料和华友等海外业务涉及较少的公司管理费用率较低，同时财务费用相对较少，不易受汇率波动等影响造成大额财务支出。

图表 17: A 股 12 家锂上市公司四费费用（亿元）——年度变化



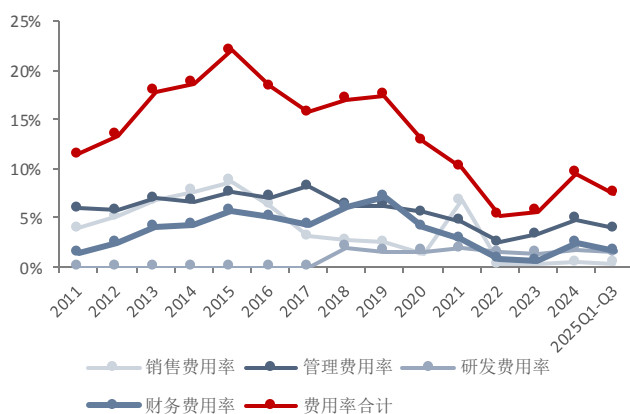
资料来源: 各公司公告, 五矿证券研究所

图表 18: A 股 12 家锂上市公司四费费用（亿元）——季度变化



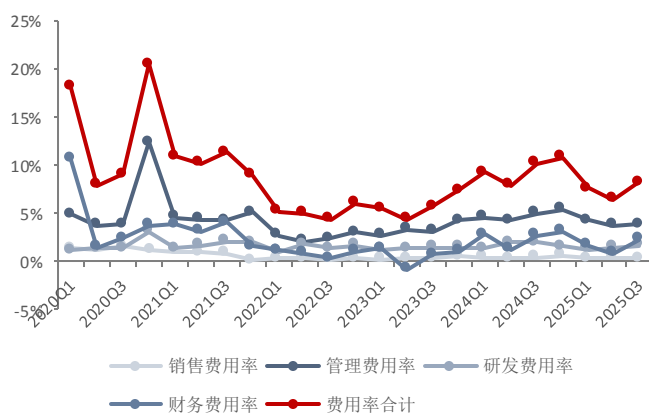
资料来源: 各公司公告, 五矿证券研究所

图表 19: A 股 12 家锂上市公司四费费用率——年度变化



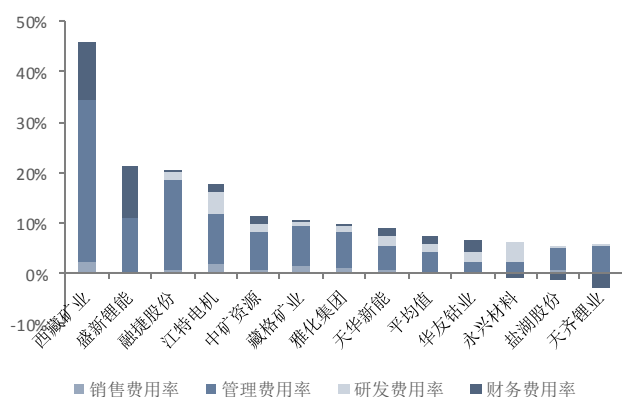
资料来源: 各公司公告, 五矿证券研究所

图表 20: A 股 12 家锂上市公司四费费用率——季度变化



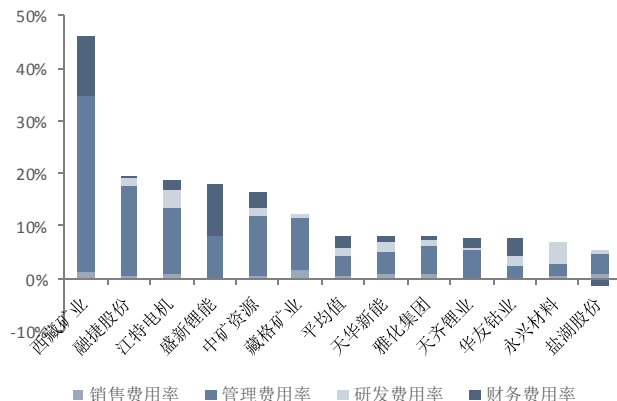
资料来源: 各公司公告, 五矿证券研究所

图表 21: A 股 12 家锂上市公司费用率——2025Q1-Q3



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——2025Q3



资料来源: 各公司公告, 五矿证券研究所

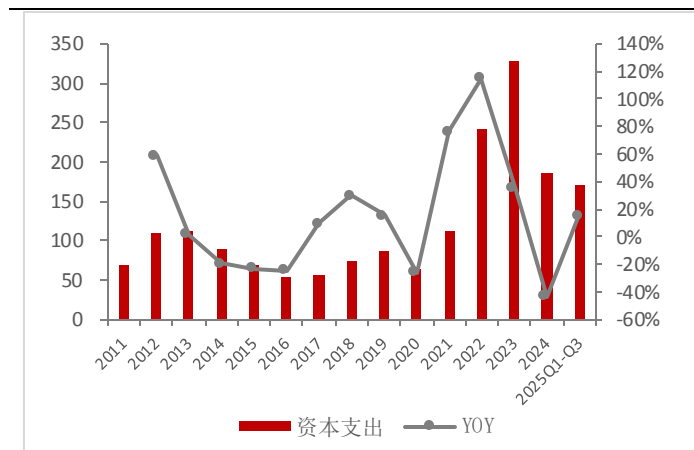
## 资本支出：资本开支存在明显上升

12 家 A 股锂上市企业 2025 年前三季度资本开支共计 169.43 亿元，同比增加 15.65%，与 2024 年同比下降 43%相比，样本企业 2025 年前三季度资本开支实现正增长。

分季度来看，2025 年以来上市公司资本开支整体存在明显波动，2025Q3 上市公司资本开支 55.36 亿元，同比增加 38.29%，较二季度 41.28 亿元有较大提升。

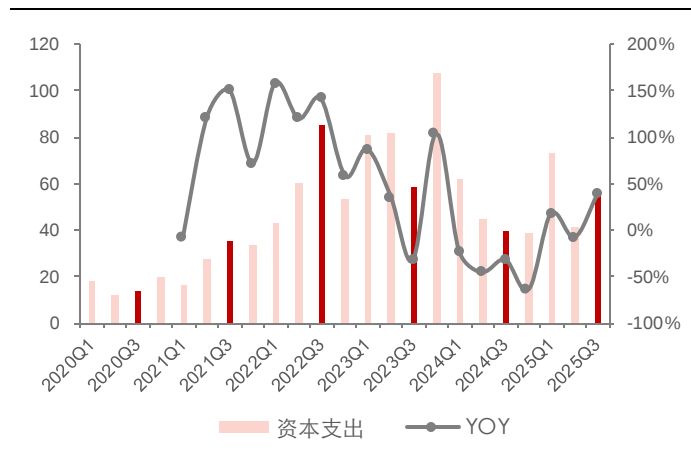
分企业来看，龙头企业华友钴业资本开支在高位水平继续大幅增长，同比增长 162%，环比增长 64.5%，资本开支专注于镍钴及前驱体项目建设。除华友钴业外，盐湖股份资本开支涨幅最高，同比增长 225.63%，环比增长 52.84%，其资本支出主要用于新建 4 万吨/年基础锂盐一体化项目。中矿资源资本支出在第三季度也有显著上涨，同比增长 91.8%，环比增长 42.48%，其资本支出主要用于对年产 2.5 万吨锂盐生产线进行综合技术升级改造，该项目于 2025 年 6 月进行，预计停产检修及技改时间为 6 个月。

图表 23：A 股 12 家锂上市公司资本开支（亿元）——年度



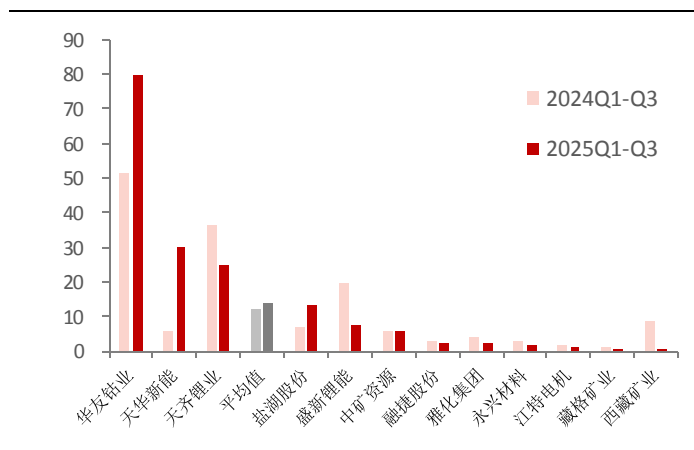
资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

图表 24：A 股 12 家锂上市公司资本开支（亿元）——季度



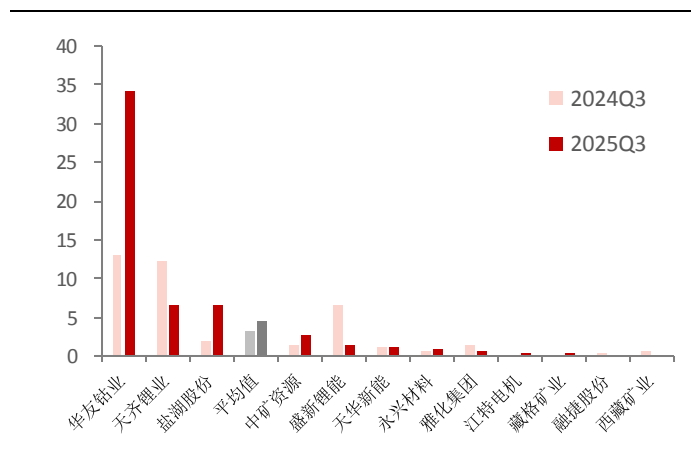
资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

图表 25：2025Q1-Q3 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 26：2025Q3 A 股 12 家锂上市公司资本开支（亿元）



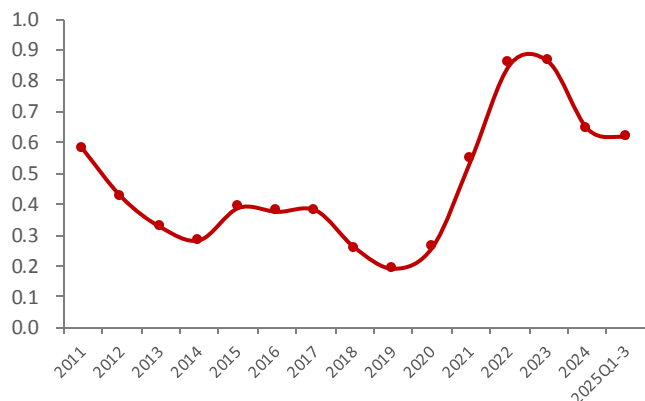
资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

## 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 2025Q3 平均现金比率值为 0.79，环比下降 0.5pct，同比稳定；资产负债率为 38.75%，同比下降 0.54pct，环比下降 1.87pct。公司流动性压力大于资本结构压力，偿债能力总体处于合理区间。

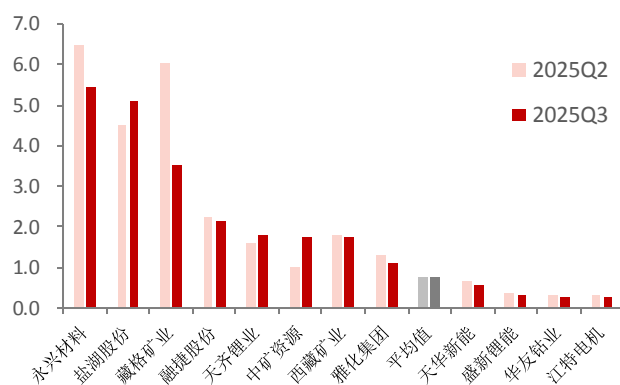
分企业来看，相比于 2025Q2，现金比率较高的永兴材料、盐湖股份和藏格矿业，均在 Q3 小幅提升了资产负债率，分别环比上升 1.68pct、0.18pct、0.76pct，其经营现金流充沛，短期偿债能力较强，应对市场波动的灵活度更高，即使资产负债率小幅上升，其偿债能力依旧稳定。剩余多数企业的资产负债率在 Q3 均有所下降或基本保持不变。

图表 27：A 股 12 家锂上市公司现金比率



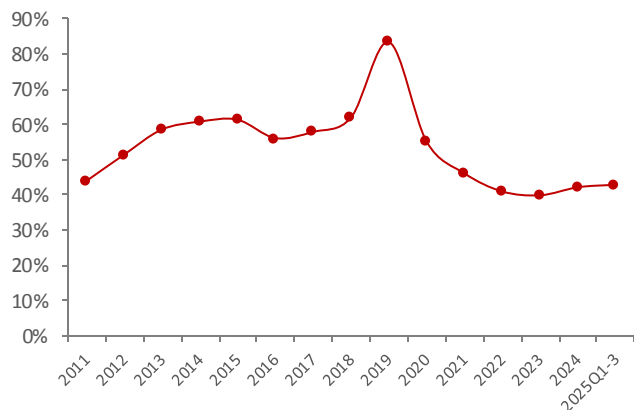
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 28：A 股 12 家锂上市公司现金比率——分企业



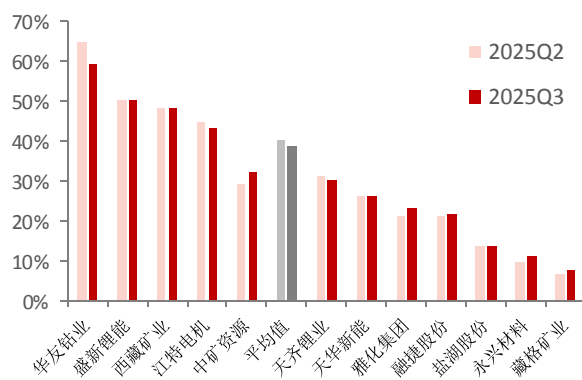
资料来源：Wind，五矿证券研究所

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<br>震旦国际大厦 30 楼<br>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<br>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<br>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

| <b>The rating criteria of investment recommendations</b><br>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