

有色金属行业

投资评级

看好



五矿证券
MINMETALS SECURITIES

中国五矿

“低TC”时代来临：铜冶炼企业的突围与重塑

五矿证券研究所 有色金属行业

分析师：杨诚笑
登记编码：S0950523050001
邮箱：yangchengxiao@wkzq.com.cn
电话：021-61102510

五矿证券研究所 有色金属行业

分析师：王小芄
登记编码：S0950523050002
邮箱：wangxiaopeng@wkzq.com.cn
电话：021-61102510

五矿证券研究所 有色金属行业

分析师：于柏寒
登记编码：S0950523120002
邮箱：yubaihan@wkzq.com.cn
电话：021-61102510

Contents 目录



01

TC处于近10年来的
低位

02

未来2年如何看待
TC？

03

冶炼企业该如何破
局？

01

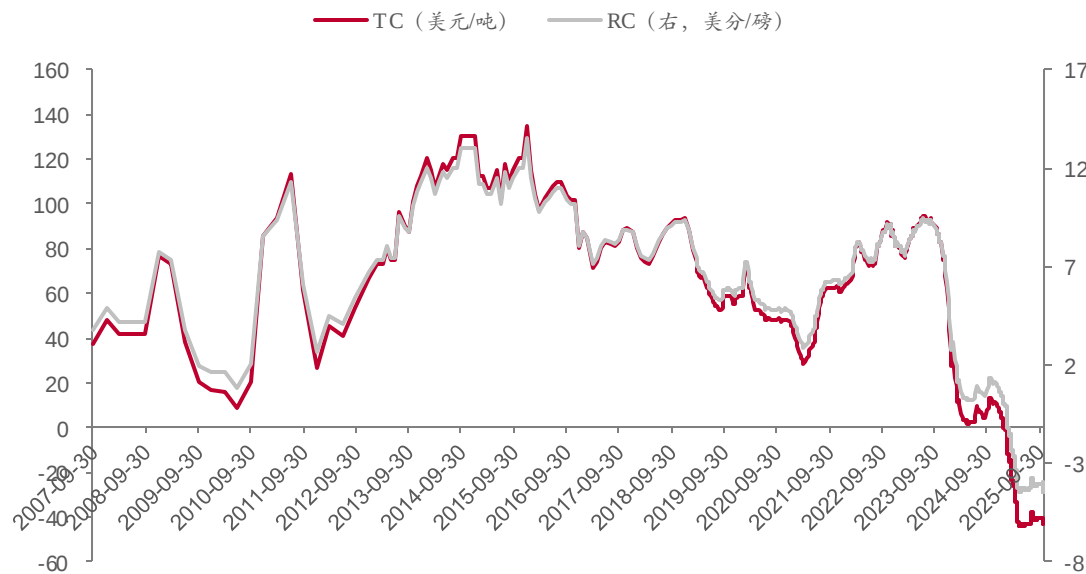
TC处于近10年来的低位

1. TC处于近10年来的低位

1.1 TC/RC跌至负数

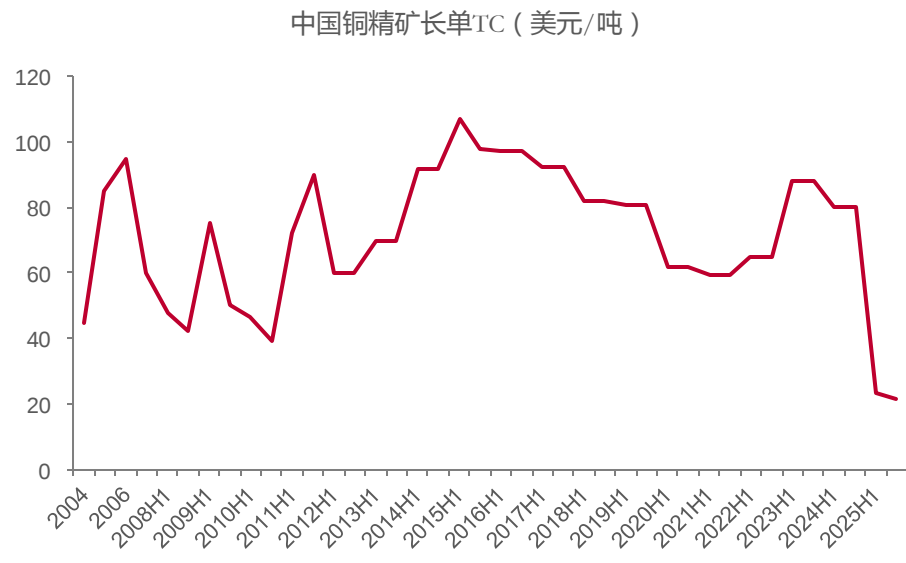
▣ **铜精矿供应紧张**：截至 2025 年 11 月，进口铜精矿TC报 -42美元/干吨左右，反映出铜精矿供应趋紧。尤其是2025年中，全球矿企巨头 Antofagasta 与中国主要冶炼厂完成半年度谈判，敲定 2026 年对应长单的 TC/RC 为 0 美元/干吨、0美分/磅，首次进入“零加工费时代”。

图表1：中国现货铜粗炼费TC/RC（美元/吨、美分/磅）



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表2：中国铜精矿长单TC（美元/吨）



资料来源：SMM, 五矿证券研究所

1. TC处于近10年来的低位

1.1 TC/RC跌至负数

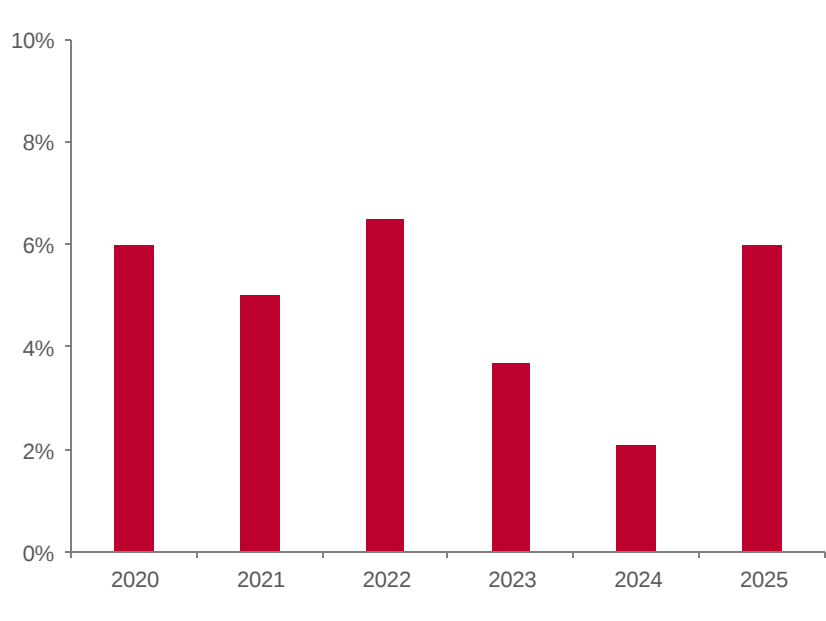
▣ **铜精矿供应扰动不断**：根据全球头部铜企在年初的产量规划指引，我们预计全球铜矿投产增量在52万吨左右。但后续发生了大型铜矿减产事件，比如刚果金 Kamo-a-Kakula 铜矿（24年产量全球第4）因矿震减产 28%，印尼 Grasberg 铜矿（24年产量全球第2）因矿井堵塞暂停作业，此外EI Teniente、Quellaveco、Antamina 等矿山因矿体坍塌、投产不及预期或停工问题，进一步收缩供应。目前上述矿山的合计减量已达57万吨，2025年全年矿端增速或已为0%。

图表3：今年主要铜矿减产梳理

时间	矿山/企业	2024年产量	减产原因	25年减量（万吨）	备注
2025/5/20	Kakula	43.7	地震导致地下矿涌水量增加	15.5	尚未有复产预期
2025年8月	EI Teniente	35.6	矿体坍塌	5.4	
2025/9/8	Grasberg	81.65	泥石流导致的矿泄	32	10月下旬重启Big Gossan和Deep Mill LevelZone运营，但预计2026年产量预计和2025年持平
2025年10月	Teck	44.6	QB：尾矿库建设限制选厂运行，回收率低于预期；HVC：品位低于预期以及计划外的维修	4	2026年Teck铜总产量指引中枢下修约9万吨

资料来源：Mining,SMM 五矿证券研究所

图表4：铜矿干扰率



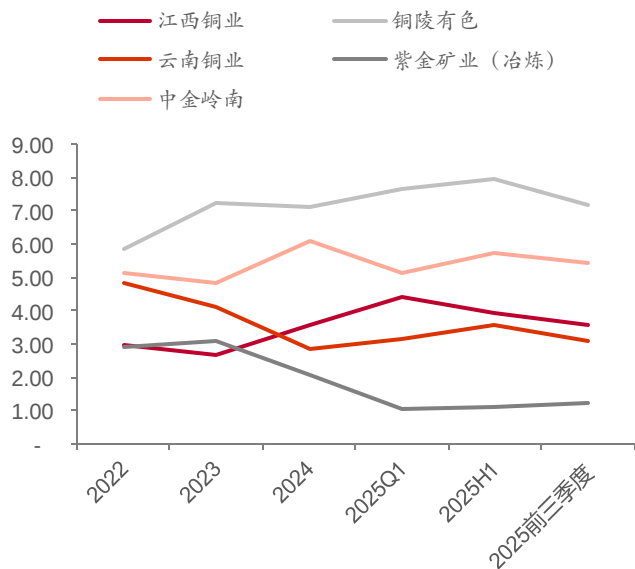
资料来源：彭博、SMM, 五矿证券研究所

1. TC处于近10年来的低位

1.1 冶炼企业处于亏损状态

□ 副产品成为冶炼盈利主要来源：按照现货铜精矿加工费来算，截至目前，铜冶炼厂已经连续亏损。但如果按照铜精矿长单加工费21.5美元吨来看，冶炼厂尚有微薄的盈利。今年黄金和硫酸等副产品收入尚可，成为冶炼厂主要的利润来源。

图表5：国内主要冶炼企业的毛利率情况



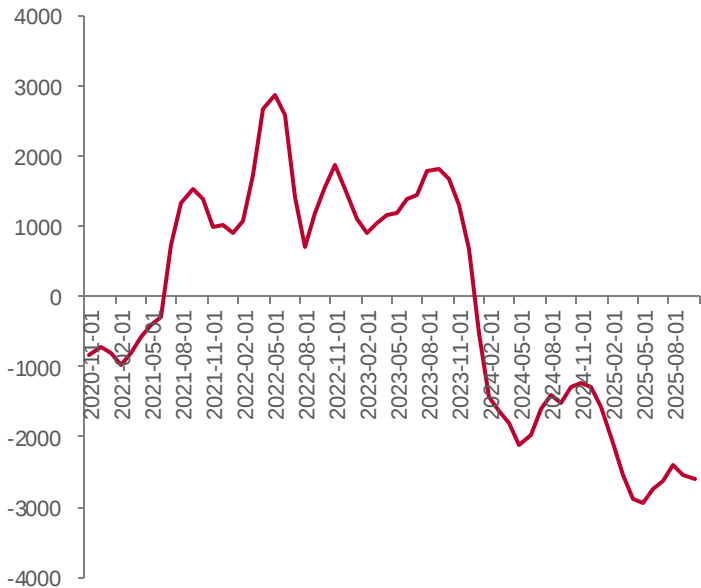
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表6：今年硫酸均价同比+68%



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表7：铜精矿冶炼盈亏-冶炼利润（元/吨）



资料来源：SMM, 五矿证券研究所

1. TC处于近10年来的低位

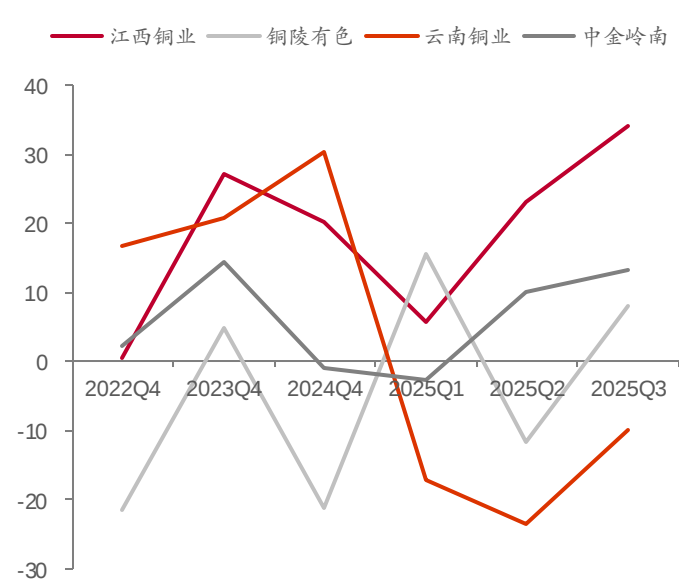
1.1 冶炼企业处于亏损状态

▣ 海外冶炼厂减产如期兑现：虽然现货加工费已经亏损，但受到本土国情、企业风格、战略侧重点等不同，海内外企业在考量是否减产方面仍有所差异。受到盈利和铜矿紧缺等多重因素，今年年初至今，海外冶炼厂已经如期减产，其中已减产近30万吨，宣布要减产的影响产能达95万吨（日本JX冶炼厂和嘉能可的Home冶炼厂的合计年产能）。但国内冶炼厂减产不及预期，受益于废铜、阳极板等其他物料补充，1-10月国内电解铜产量累计同比+12%。

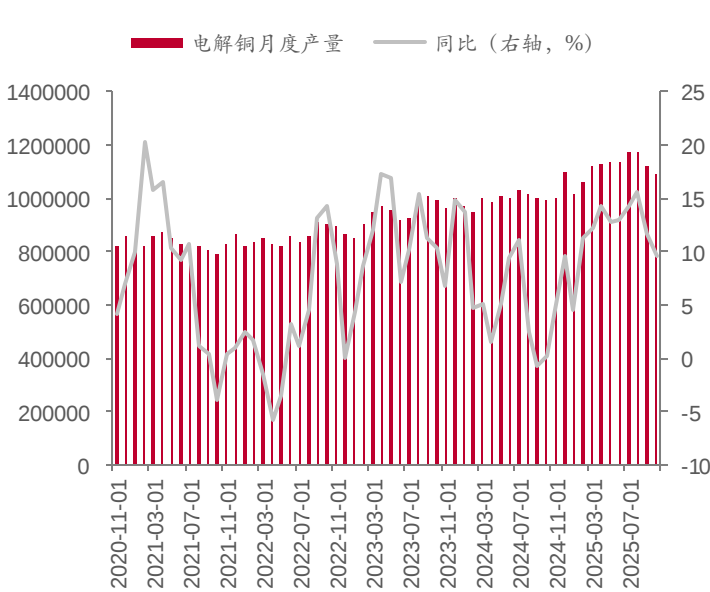
图表8：国内主要冶炼企业的净经营现金流（亿元）

图表9：海外冶炼厂如期减产

图表10：国内电解铜产量超预期（吨）



时间	企业	国别	减产说明
2025年初	Glencore (现已出售给菲律宾本土企业)	菲律宾	PASAR 铜冶炼厂已停产，粗炼产能为20万吨
2025-04-01	Glencore	智利	2025年3-5月份Altonorte冶炼厂因熔炉出现问题暂停生产。该冶炼厂为智利重要的阳极铜供应来源，其年粗炼产能35万吨。
2025年6月	Glencore	澳大利亚	因“前所未有的冶炼市场环境”、能源与人力成本高企以及铜精矿短缺等因素已陷入不可持续状态敦促澳大利亚政府协助维持Mount Isa冶炼厂运营
2025年9月	JX Advanced Metals	日本	因收购原料精矿困难、处理炼费大幅下滑，日本JX金属65万吨产能将于2025年内减产数万吨，2026年3月公布减产路线图。
2025年11月	Glencore	加拿大	计划关闭Home冶炼厂，年度产量估计超过 30 万吨。



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

资料来源：Ming、SMM、Reuters、今日有色，
五矿证券研究所

资料来源：SMM, 五矿证券研究所

02

未来2年如何看待TC?

2.未来2年如何看待TC？

2.1 现状：国内冶炼政策蓄势待发

我们梳理了历史上铜冶炼行业相关政策，发现支持类政策数量较多，但直接性规范类政策数量较少。

1) 对铜冶炼新增产能：最早出台的规范类文件是2005年11月由发改委等部门联合发布的《关于制止铜冶炼行业盲目投资的若干意见》。为了解决冶炼无序增长、原料竞争等现状，《意见》对已建、在建、拟建铜冶炼项目一手抓，例如针对已经备案的项目，规定了最低产能和矿山自给率等最低限制。此后在2006-2007年，发改委又连续发了2个通知，再次强调严控铜冶炼等高耗能和产能过剩行业新上项目。

2) 对铜冶炼存量产能：在2010年之后的政策，主要对现有技术和设备提出要求，应淘汰的落后工艺、技术、装备及产品。

图表11：历史铜冶炼规范类政策梳理

	发布部门	发布文件	涉及的问题及现象	政策应对
2005/11	发展改革委、财政部等	《关于制止铜冶炼行业盲目投资的若干意见》	1、冶炼能力无序快速增长。 2、市场无序、过度竞争，相互争夺原料，铜冶炼利润将大幅下降甚至会出现全行业亏损，造成投资浪费和金融风险隐患。 3、新上企业普遍规模小，工艺落后，能耗高，环境污染严重，不利于产业结构调整 and 升级	1、对已建、在建、拟建铜冶炼项目进行一次认真的清理整顿。对已经备案的铜冶炼项目，如单系统在10万吨/年以下，或者未落实铜精矿供应、交通运输等外部生产条件，自有矿山原料比例未达到1/4以上的，均停止建设，重新研究项目合理和可行性。 2、强化产业政策导向和市场准入管理。 3、调整相关经济政策。例如将铜冶炼项目资本金比例由20%及以上提高到35%及以上。 4、加强信贷管理和环境保护监督管理。
2006/7	发改委	《关于防止高耗能行业重新盲目扩张的通知》	有些地区出现高耗能行业盲目扩张的苗头，采取经济、法律和行政的综合性措施，坚决防止高耗能行业重新盲目扩张。	从严控制钢铁、电解铝、铜冶炼、铁合金、电石、焦炭、水泥、煤炭、电力等行业新上项目特别是高耗能项目。
2007/4	发改委	《关于加快推进产业结构调整遏制高耗能行业再度盲目扩张的紧急通知》	自2003年对钢铁、电解铝等行业实施宏观调控以来，国家陆续对产能过剩行业提出加快推进结构调整的政策措施。	严把钢铁、电解铝、铜冶炼、铁合金、电石、焦炭、水泥、煤炭、电力等产能过剩行业，特别是新上高耗能项目投资关。
2011/12	国务院	《工业转型升级规划（2011-2015年）》	推进中国特色新型工业化，进一步调整和优化经济结构、促进工业转型升级的重要举措，实现我国工业由大到强转变。	铜冶炼淘汰密闭鼓风炉、电炉、反射炉等落后产能。淘汰落后的再生铜、再生铝、再生铅生产工艺及设备。积极推进上下游企业联合重组，到2015年，铜前10家企业产业集中度到90%。
2014/5	工信部	《铜冶炼行业规范条件（2014修订）》	为加快铜工业结构调整，建立统一开放、竞争有序的市场体系，规范企业生产经营秩序，促进行业持续健康协调发展，将《铜行业准入条件（2006年）》修订为《铜冶炼行业规范条件》	1、新建和改造利用铜精矿和含铜二次资源的铜冶炼企业，冶炼能力须在10万吨/年及以上。鼓励大中型骨干铜冶炼企业同时处理铜精矿及含铜二次资源。现有利用含铜二次资源为原料的铜冶炼企业生产规模不得低于5万吨/年。铜冶炼项目的最低资本金比例必须达到20%。
2018/4	生态环境部	《关于加强涉重金属行业污染防控的意见》	重金属污染防控总体形势依然不容乐观，一些地区重金属污染严重，威胁群众健康和农产品质量安全，社会反映强烈。	加大铅锌和铜冶炼行业工艺提升改造力度，重点包括对铅冶炼企业富氧熔炼-鼓风炉还原工艺（SKS工艺）实施鼓风炉设备改造，对锌冶炼企业竖罐炼锌设备进行改造替代，对铜冶炼企业实施转炉吹炼工艺提升改造。
2019/11	国家发改委	《产业结构调整指导目录（2019年本）》	进一步加快铜产业转型升级，促进铜冶炼行业技术进步，提升资源综合利用率和节能环保水平，推动铜冶炼行业高质量发展	单系列10万吨/年规模以下粗铜冶炼项目（再生铜项目及氧化矿直接浸出项目除外） 归属于限制类
2022/11	工信部、发改委、生态环境部	《有色金属行业碳达峰实施方案》	我国力争2030年前实现碳达峰、2060年前实现碳中和，是以习近平同志为核心的党中央统筹国内国际两个大局。有色金属碳排放集中在铝、铜、铅、锌、镁、工业硅等。	1、大力推动先进节能工艺技术改造，重点推广高效稳定铝电解、铜钼连续吹炼、蓄热式竖罐炼镁等一批节能减排技术。 2、到2025年再生铜、再生铝产量分别达到400万吨、1150万吨，再生金属供应占比达24%以上。 3、防范铜、铝、锌、氧化铝等冶炼产能盲目扩张，加快建立防范产能严重过剩的市场化、法治化长效机制。
2024/5	国务院	《2024—2025年节能降碳行动方案》	为加大节能降碳工作推进力度，采取务实管用措施，尽最大努力完成“十四五”节能降碳约束性指标，制定本方案。	1、从严控制铜、氧化铝等冶炼新增产能。 2、推进有色金属行业节能降碳改造。推广高效稳定铝电解、铜钼连续吹炼、竖式还原炼镁、大型矿热炉制硅等先进技术。铜、铅、锌冶炼能效标杆水平以上产能占比达到50%。 3、到2025年底，再生金属供应占比达到24%以上。9

资料来源：政府官网, 五矿证券研究所

2.未来2年如何看待TC？

2.1现状：国内冶炼政策蓄势待发

近2年，反内卷政策上升至国家层面，铜冶炼有望设置产能天花板。

自2024年下半年以来，中央多次强调“反内卷”，产业政策重心从无序扩张转向结构优化。工信部等部委随后提出，要科学合理布局铜冶炼等高能耗项目，强调产业布局与资源、环境约束相匹配。

进入2025年后，业内关于设置铜冶炼“产能天花板”的讨论再度升温，中国有色金属工业协会也多次呼吁借鉴电解铝行业供给侧改革的成功经验，推动行业进入总量管控新阶段。目前协会已向国家部委报送相关建议材料，后续不排除出台更具约束力的铜冶炼产能控制政策，以防止过度竞争、提升行业集中度，并引导资源向绿色、高效产能集中。

图表12：铜冶炼行业“反内卷”风声再起

时间	发布主体	政策文件名/会议名称	涉及铜冶炼或反内卷相关内容
2024/7	中共中央政治局	中共中央政治局会议	首次提出，要强化行业自律，防止“内卷式”竞争。
2024/12	中共中央政治局	中央经济工作会议	将综合整治“内卷式”竞争，规范地方政府和企业行为作为2025年的重点工作之一。
2025/1	工信部、发改委、自然资源部、国资委等11部门	《铜产业高质量发展实施方案（2025—2027年）》	推动铜冶炼发展由产能规模扩张向质量效益提升转变，严格落实产业、环保、能效、安全等相关政策要求，新改扩建铜冶炼项目应对照《工业重点领域能效标杆水平和基准水平（2023年版）》标杆水平实施，鼓励新改扩建铜冶炼项目对照铜冶炼行业规范条件高水平建设，推动能效水平应提尽提。落实污染物总量控制、区域削减、碳减排等要求。新建矿铜冶炼项目原则上需配套相应比例的权益铜精矿产能。坚决淘汰落后工艺。培育全球领军大型铜企业集团，提升铜采选、冶炼环节集中度，重点打造一批具备国际竞争力的高科技企业。
2025/7	中共中央政治局	中央财经委员会第六次会议	国家层面给出的反内卷政策新信号。“依法依规治理企业低价无序竞争”和“引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出”置于纵深推进全国统一大市场建设的突出位置。
2025/9	中国有色金属工业协会	中国有色金属工业协会铜业分会第三届理事会第五次会议	中国有色金属工业协会副会长陈学森在会上表示，铜冶炼行业“内卷式”竞争对行业影响大，协会已向国家相关部门报送材料，提出严控铜冶炼产能扩张的具体措施建议。国家有关部门正加快研究如何加强对铜冶炼产能建设规范化管理具体措施，相信很快会有结果。
2025/9	工信部、自然资源部、商务部、国资委等8部门	工业和信息化部等八部门印发《有色金属行业稳增长工作方案（2025—2026年）》	科学合理布局氧化铝、铜冶炼、碳酸锂等项目，避免重复低水平建设，提高投资的精准性和有效性；推进氧化铝、电解铝、铜冶炼、铅冶炼、锌冶炼等行业节能减污降碳改造，推动绿色升级。
2025/10	中国有色金属工业协会	中国有色金属工业协会2025年前三季度有色金属工业经济运行情况新闻发布会	关于“反内卷”的实施路径，中国有色金属工业协会建议分类施策：一是借鉴电解铝经验，对铜、铅、锌等大宗金属考虑设立产能天花板，严控新增产能；二是对战略金属通过兼并重组提升集中度，增强产业链控制能力；三是对深加工产业，在保持充分竞争的同时，引导企业向个性化、高附加值方向转型，避免同质化竞争。
2025/11	CSPT	中国铜原料联合谈判小组（CSPT）第三季度总经理会议	1. 响应“雄安会议”反对铜冶炼行业“内卷式”竞争精神，要求成员企业严守成本底线，抵制贸易商和冶炼厂平均指数作价方式。 2. 推动CSPT与国际矿商谈判中维护行业利益，强化长期协议签订，避免短期投机行为。

2.未来2年如何看待TC？

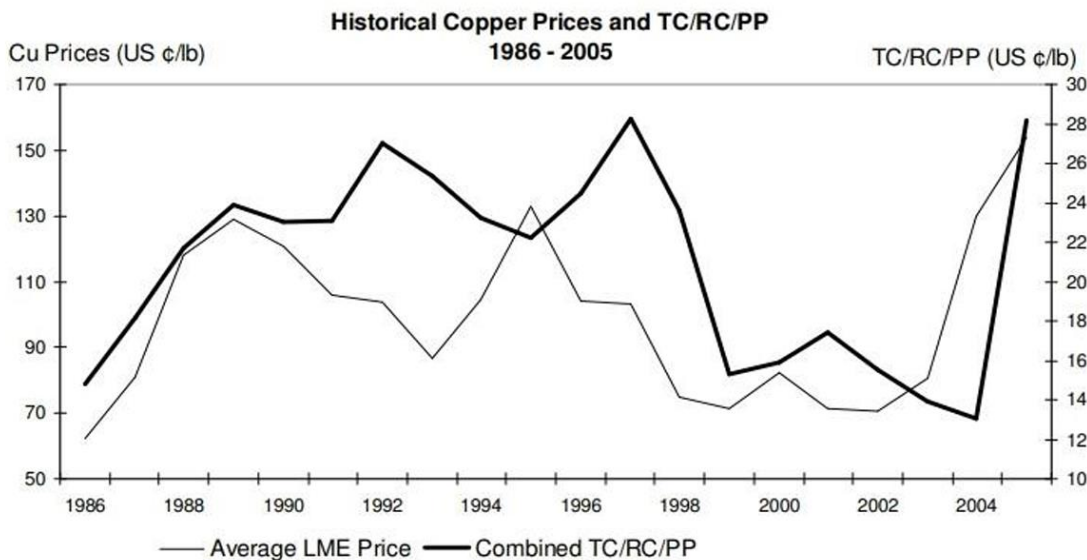
2.2 铜冶炼计价模式会再次改变吗？

□ 自由港：反对负TC报价，2026年拟转向个别合同定价。如果2026年的基准处理费与精炼费（TC/RCs）出现负值，即冶炼厂需为接受精矿付费，则自由港可能将不再沿用传统基准，而是转向与买方单独议定价格，以更好地维护冶炼环节的盈利能力。

□ 值得注意的是，目前的铜矿销售基准定价体系已主导10余年，而2006年之前的定价是冶炼厂和矿产商之间进行价格分享，即PP条款。当铜价高于指定触发价格时，冶炼厂被给予利润补偿；当铜价低于触发价格时，冶炼厂给予矿山补偿。因此，TC/RC/PP价格和铜价呈现一定正相关性。

□ 但在2006年之后，由于存在PP条款，叠加铜价大幅拉升，冶炼产能增速高于矿山增速，铜精矿供应收紧，矿山企业的话语权较为强势。2007年PP条款开始逐步取消，铜精矿供应紧张，TC加工费下行。因此，从理论上来看，是否能重回历史计价模式，和冶炼厂在产业链中的话语权息息相关。

图表13：1986-2005 年TC与铜价（美分/磅）



资料来源：TeckCominco and Brook Hunt, 五矿证券研究所

2.未来2年如何看待TC？

2.3 回归本源：铜精矿的供需平衡

□ 在不考虑政策发力的前提下，未来2年TC预计仍将维持低位。

□ 铜矿：乐观情况下，2026-2027年全球铜矿供应增速边际回升，分别同比增加78.6万吨、104.3万吨。我们假设Cobre Panama于2026年复产，但Grasberg和卡莫阿铜矿复产进度不及预期。26年海外内铜矿增长主要来自力拓Oyu Tolgoi铜矿、紫金巨龙二期、洛钼TFM等大中型矿山新建及扩建项目稳定放量，2027年大部分增量来自于卡莫阿、自由港Grasberg等停产矿山完全复产支撑。当然我们预计上述测算或为理论铜矿供给增量的上限，因为仍面临复产不确定性、不考虑供给扰动率及存量矿山减产等因素。

图表14：2025-2027年铜矿增量规划（万吨）

	2025E	2026E	2027E
Mirador	8.30	6.30	-
KFM、TFM	7	4	5
Las Bambas	5.7	2	0
Quellaveco	5.40	-	-1.00
Oyu Tolgoi	5.3	6.4	6
Udokan	4.00	3.00	2.00
Tsagaan Suvarga	2.00	4.00	-
Khoemacau	1.7	1	7
Motheo (T3) Project	1.40	-0.90	-
Boseto	0.90	1.00	-
Cobre Panama	0	5	25
巨龙铜矿	0	13.5	2.5
Josemaria Project	-	7.00	3.00
朱诺铜矿	-	2.00	5.00
Kansanshi	-	2.00	3.00
Salobo	-1.00	-	-
Quebrada Blanca	-2.8	3.8	4
Antamina	-5.10	7.00	-4.40
Kamoa	-6.8	0	20
Batu Hijau	-7.60	11.50	-
Grasberg	-32.9	0	27.2
合计	-14.50	78.60	104.30

资料来源：S&P,公司公告,SMM, MySteel, 五矿证券研究所
注：不含潜在扰动及复产不确定性

2.未来2年如何看待TC？

2.3 回归本源：铜精矿的供需平衡

□ **冶炼端：快速扩张的铜冶炼厂产能令原料紧张格局持续。**我们预计2025-2027年全球粗铜产能新增约为164/102/40万吨，27年后全球新增规划产能高峰期已过且新增项目多为中小项目，矿冶供需矛盾有望在2027年出现边际缓解。

□ 综上所述，我们认为2026年或延续2025年铜矿紧缺趋势，铜矿供给缺口在50万吨左右，2027年随着冶炼新增投产的减少，铜矿预计达到紧平衡状态。

图表15：2025粗炼与精炼新增产能及海外冶炼产能减产情况（万

2025年			
所在地区	公司名称	新增粗炼产能	新增精炼产能
印度	Adani	50	50
印尼	Manyar	48	48
印尼	Amman	22	22
刚果金	Kamoa-Kakula冶炼厂	50	/
赞比亚	kansanshi	4	/
中国	铜陵有色(金新)	50	50
中国	金川永昌	/	20
中国	恒邦股份(威海)	10	10
菲律宾	PASAR	-20	/
智利	Altonorte	-35	/
日本	JX金属	-5	/
加拿大	霍恩	-30	/
日本	Onahama	-7.5	/
总计		164	200

资料来源：S&P, SMM, MySteel, 今日有色, 地方政府公告, 公司公告, 五矿证券研究所

图表16：2026-2027及潜在粗炼与精炼新增产能（万吨）

2026年			
所在地区	公司名称	新增粗炼产能	新增精炼产能
中国	安徽友进冠华新材料	/	10
中国	赤峰金通二期	30	30
中国	恒邦股份(烟台)	20	20
中国	凉山矿业	12	12.5
中国	营口建发盛海一期	30	30
中国	江铜宏源二期	/	15
中国	豫光金铅	10	10
总计		102	127.5
2027年			
中国	昆明金水铜业	20	/
中国	河南金利金铅	20	/
中国	江西正和	/	15
中国	福建紫金铜业	/	20
潜在项目，具体时间暂未明确			
中国	金川防城港	/	30
阿根廷	empalme	25	25
乌兹别克斯坦	Almalyk	15	15
澳大利亚	Olympic Dam	20	20

资料来源：S&P, SMM, MySteel, 今日有色, 地方政府公告, 公司公告, 五矿证券研究所

03

冶炼企业该如何破局？

3.冶炼企业该如何破局？

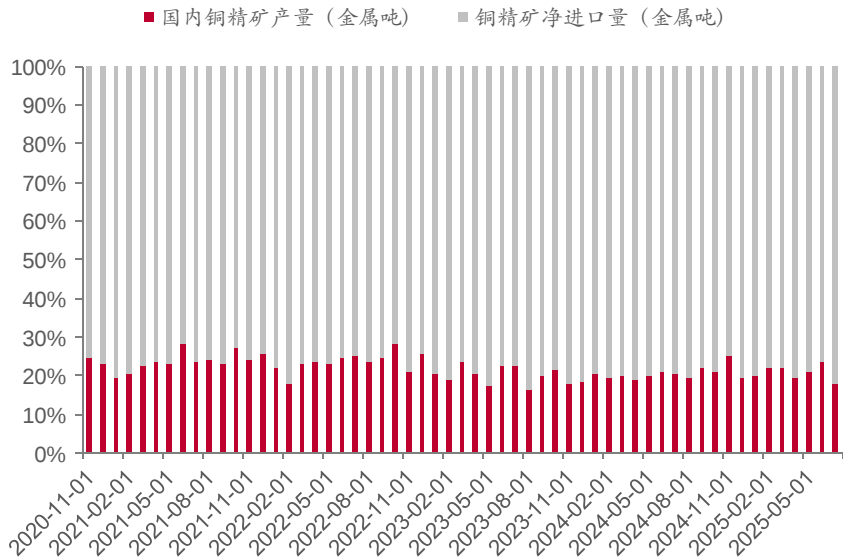
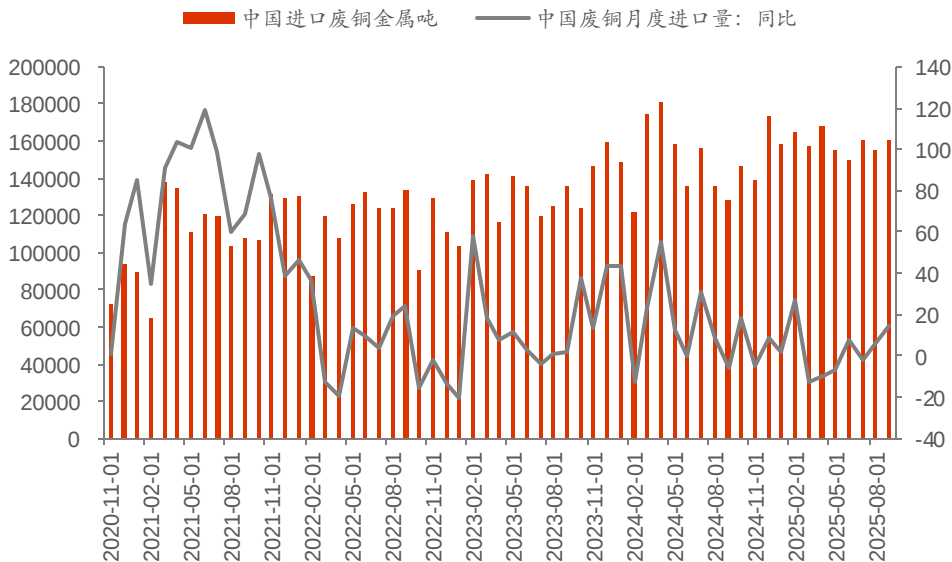
3.1 修炼内力：产业链延伸+技术降本

▣ **中国铜原料对外依存度高**：2025年7月，国内进口铜精矿占铜精矿总需求的70%以上。在铜精矿紧张的大背景下，废铜进口量边际增速向上，形成一定弥补。

▣ **铜行业符合微笑曲线**：在铜产业链中，冶炼为利润最低的环节。冶炼厂作为利润环节最低的一环，或可向产业链两端进行延伸，从而提高抗风险能力。

图表17：今年中国废铜进口量增速较为可观

图表18：中国铜精矿对外依存度高



资料来源：SMM, 五矿证券研究所

资料来源：SMM, 五矿证券研究所

3.冶炼企业该如何破局？

3.2 修炼内力：产业链延伸+技术降本

▣ 降本是目前冶炼企业的主旋律：根据海内外冶炼厂的披露，当前铜冶炼行业面临持续低TC环境，企业利润空间被显著压缩。为应对这一周期性压力，各大冶炼厂纷纷通过“降本增效、提质转型、循环利用”三条路径展开应对策略。例如从工艺优化、提高副产物回收、能源效率等多方面实行降本；从原料保障供应方面，加大再生铜采购量、采购高收益混合矿、提高预处理能力等多维度实行对原料充分利用或保障。

图表19：海内外目前冶炼厂的降本方法

	措施
日本JX Advanced Metals	1、应对盈利下降：考虑缩减规模并推广“绿色混合冶炼”，这减少对铜精矿的依赖，同时提高回收原料的占比。 2、应对原材料采购难题：计划在2027年把包括窑炉在内的预处理能力提高50%，以处理更多需预处理的材料，如低品位电子垃圾。
日本三菱	Marubeni Corporation、JX Advanced Metals Corporation和Mitsui Kinzoku Company已共同商定并签署谅解备忘录，商讨将 Mitsubishi Materials Corporation旗下业务整合至泛太平洋铜业（PPC）。拟议的整合旨在通过整合铜精矿采购、降低成本和简化销售业务来创建一个新的框架，从而提高盈利能力。
铜陵有色	1、提升先进工艺技术和绿色工艺水平；关注硫酸市场价格走势，并采取相应的风险管理措施； 2、智改数转，持续推进“机械化换人、自动化减人”，打造“黑灯工厂”、智能工厂
云南铜业	1、铁血降本，加大副产品硫酸、硒、蹄、铂、钨、铼等利润贡献度 2、加大城市矿山、稀散金属的提取等。
西部矿业	1、通过工艺技术升级、设备迭代及节能减排等措施，提高资源综合回收利用水平，实现“绿色低碳、吃干榨净”的内部循环经济产业链 2、提高有价金属回收率，加速技术创新，减少能耗与排放
北方铜业	1、吸引培育建立大型废铜回收基地和产业聚集区，推进废铜回收、拆解、加工、分类、配送一体化发展，推动再生铜产业集约化、高值化发展，进一步丰富铜原料的供应渠道

资料来源：公司公告,Mining,SMM，五矿证券研究所

风险提示

- 1、铜矿投产不及预期，存在扰动率加大风险；
- 2、行业还受到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；
- 3、冶炼行业或还存在定价机制的改变等风险；
- 4、冶炼行业政策存在不确定性，例如“产能天花板”政策等。

Thank you



欢迎关注微信公众号

五矿证券研究所

上海

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

深圳

深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦23层
邮编：518035

北京

北京市东城区朝阳门北大街3号五矿广场C座3F
邮编：100010

免责声明

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，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	对于个股未来6个月的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。

特别申明

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。