仅供内部参考，请勿外传

供需偏紧，景气延续，分化加剧
——全球 26 家铜企半年报全扫描

有色金属

评级： 看好

日期： 2026.09.14

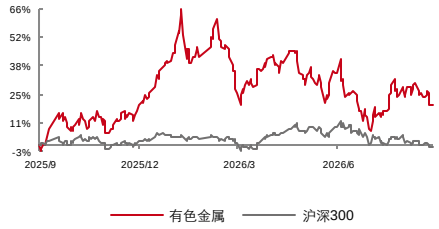
分析师 王小芃

登记编码：S0950523050002

：021-61102510

：wangxiaopeng@wkzq.com.cn

行业表现 2026/9/11



资料来源：Wind，聚源

事件描述

我们梳理了全球 26 家铜矿企业（2026H1 产量市占率 60%以上）的半年报及投资者交流纪要，以跟踪行业和公司动态。

事件点评

资源端：资源总体增长缓慢，中企加速出海扩张

2026 年头部铜企的铜资源增长较为缓慢，增长率约 2%。根据 S&P 数据，当前 26 家头部铜企的资源量和储量总计分别为 16.9 亿吨和 4.4 亿吨，较 2025 年数据仅上升 2%和 1%。**这是新矿稀缺、品位老化、资本开支不足、开发周期长等因素共同作用的结果。**

生产端：全球铜产量持续低增长，预期持续下调

从总体产量来看，全球头部企业出现负增长。覆盖企业 2026H1 产量总和为 727 万吨，同比下降 2.4%，主要原因在于矿山老化和外部扰动等。**从全年预期来看，由于矿山老化和外部扰动等因素并未淡化，低增长的产量趋势不会改变。**全球头部企业上半年产量平均完成度达 53%，看似进度乐观，实则因全年指引下调而“被动抬升”。

成本端：副产品收益难掩基础成本上行压力

总体上，由于金、银、钼等副产品收益上升，2026 年 H1 全球头部铜企 C1 现金成本呈现下降趋势。根据披露 C1 成本的 18 家铜企数据，2026H1 平均 C1 成本为 1.45 美元/磅，平均同比下降 40%。然而，副产品收益难掩基础成本上行压力，核心辅料涨价、产量下滑、汇率变动等因素拖累铜企直接现金支出。

财务端：2026H1 铜板块整体高景气高增长

财务规模方面，在高位铜价支撑下，全球铜企在今年上半年迎来业绩大幅增长，覆盖企业营收和归母净利润的平均增长率为 39%和 165%。财务质量方面，全球头部铜企盈利质量全面提升，财务结构普遍优化。覆盖铜企上半年净利率平均提升 7.3pct，资产负债率平均下降 1.5pct。

战略方向：上游锁资源，下游筑壁垒，多矿种抗波动

企业战略方向可总结为三点：**资源并购加速，筑牢上游护城河；多矿种协同，分散周期风险；高端加工延伸，锁定技术溢价。**

未来展望：供需偏紧，景气延续，分化加剧

行业层面，因资源持续吃紧，铜价高位运行，利润持续向上游资源端集中。公司层面，在价格高位下，铜矿产量和 C1 成本将影响公司盈利。此外，不同类型企业将继续分化，**资源自给型企业盈利确定性更强**，一体化企业业绩韧性更强。

相关研究

- 《钨行业中报点评：钨资源与高端制品稀缺性凸显》(2026/9/14)
- 《钨业系列二：枯杨生稊，双轨竞争下欧美能否重构钨供应链格局？》(2026/8/26)
- 《有色月跟踪：矿端趋紧推升铜价新高，AI 需求支撑几何？》(2026/8/20)
- 《AI 算力+卫星光伏“双轮驱动”，“战略金属”锗面临价值重估》(2026/7/30)
- 《地缘政治风险是否会再次驱动钨价上涨？》(2026/7/30)
- 《未来材料巡礼之深海采矿新材料 2：经济性、资本开支结构特征与产业价值量》(2026/7/8)
- 《有色月跟踪：供需共振，驱动“算力金属”钽价值重塑》(2026/7/6)
- 《矿业巨头启示录之七：惠顿贵金属，金属流模式的极致演绎》(2026/6/12)
- 《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》(2026/6/8)
- 《盈利跃升，资源为王——2025 年及 2026 年 Q1 有色金属板块财报分析》(2026/6/8)

特别提示：五矿证券与五矿资源同受中国五矿集团有限公司实际控制。

风险提示： 1、研究报告使用的公开资料存在更新不及时的风险；2、影响铜价和成本因素较多，单纯追溯历史可能会有局限性；3、行业受到铜矿干扰率波动、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。

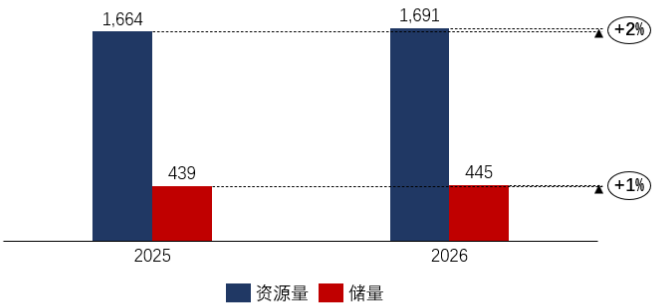
供给：2026 年全球铜供给预计持续吃紧

我们梳理了 26 家全球头部铜企的半年报及相应的投资者交流纪要（必和必拓、自由港、智利国家铜业、南方铜业、嘉能可、英美资源、力拓、安托法加斯塔、俄镍、波兰铜业、泰克资源、第一量子、伦丁矿业、淡水河谷、顶石铜业、巴里克矿业、紫金矿业、洛阳钼业、五矿资源、西部矿业、云南铜业、江西铜业、中国有色矿业、中国黄金国际、铜陵有色、金川国际），以跟踪分析当前最新的铜行业趋势和竞争格局情况。

资源端：资源总体增长缓慢，中企加速出海扩张

2026 年头部铜企的铜资源增长较为缓慢，增长率约 2%。根据 S&P 数据，当前 26 家头部铜企的资源量和储量总计分别为 16.9 亿吨和 4.4 亿吨，较 2025 年数据仅上升 2%和 1%。**这是新矿稀缺、品位老化、资本开支不足、开发周期长等因素共同作用的结果。**

图表 1：26 家覆盖企业的整体资源量及储量增长情况（百万吨）

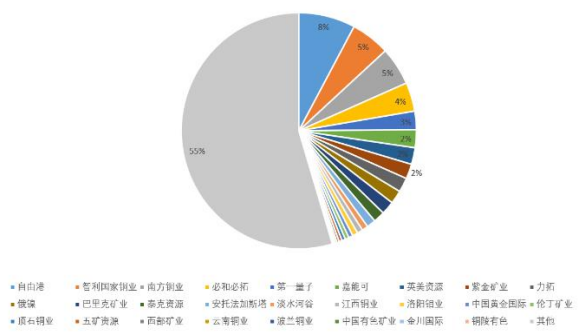


资料来源：S&P，五矿证券研究所

注：2026 年数据截至 8 月

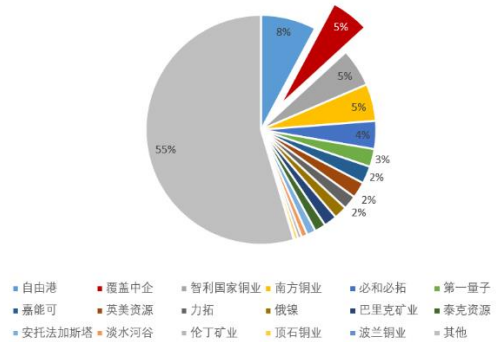
全球储量前三企业为自由港、智利国家铜业、南方铜业，全球储量占比均超过 5%。因为这三家企业掌控了全球多个超大型、长寿命的世界级铜矿，其资源禀赋优势在新矿稀缺的背景下日益凸显。**同时，覆盖中企合计储量占比约 5%，占比相对较低，进一步倒逼企业实施“走出去”战略。**

图表 2：2026 年全球铜企储量格局



资料来源：S&P，五矿证券研究所

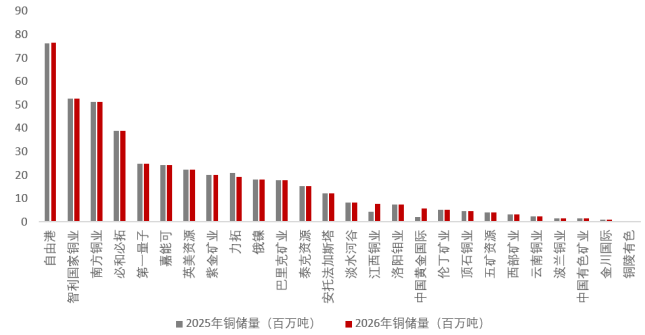
图表 3：2026 年全球铜企储量格局（覆盖中企合计占比）



资料来源：S&P，五矿证券研究所

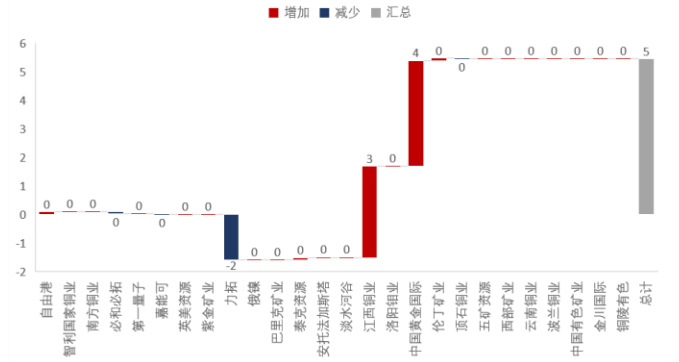
具体来看，2026 年全球储量增量明显的企业是中国黄金国际、江西铜业，而力拓减少了储量。中国黄金国际储量增长来自自有矿山的勘探突破。今年 6 月，公司发布甲玛铜多金属矿资源量更新公告，铜资源量由历史口径提升接近 1 倍至 1214 万吨，储量方面证实及概略合计铜 575 万吨，对应铜储采比约 81 年；**江西铜业的增储则来自海外战略并购。**2026 年 3 月，公司完成对 SolGold 100%股权收购，其核心资产为厄瓜多尔 Cascabel 项目的 Alpala 矿床。该矿床铜资源量为 1220 万吨，证实和概略的铜储量为 320 万吨。

图表 4：2025 年与 2026 年（截至 8 月）各公司储量对比



资料来源：S&P，五矿证券研究所

图表 5：2026 年（截至 8 月）各公司储量增量情况（百万吨）



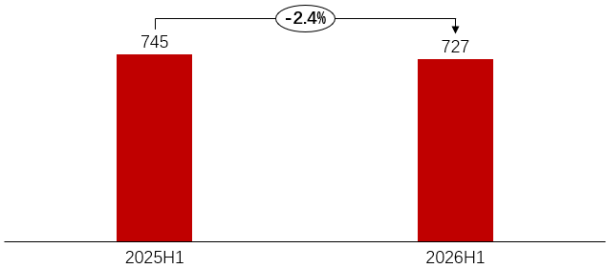
资料来源：S&P，五矿证券研究所

生产端：全球铜产量持续低增长，预期持续下调

从总体产量来看，全球头部企业出现负增长。覆盖企业 2026H1 产量总和为 727 万吨，同比下降 2.4%，主要原因在于矿山老化和外部扰动等。其中，同比下降最突出的企业是自由港、智利国家铜业和顶石铜业，它们 2026 年 H1 铜产量分别为 62、56 和 10 万吨，同比分别下降 25%、11%和 10%。自由港印尼 Grasberg 矿区在 2025 年 9 月发生泥浆泄漏事故后复产缓慢，目前仅以 50%产能运行，预计年底提升至 65%；智利国家铜业的 Chuquicamata 矿区在 4-5 月进行大规模维护，产量下降 22%，Ministro Hales 矿区品位降低导致产量下降 21%；顶石铜业 Mantoverde 矿区 Q1 遭遇 35 天工人罢工，Mantos Blancos 矿区因品位下降减产 11%。此外，Q2 还受智利冬季风暴影响。

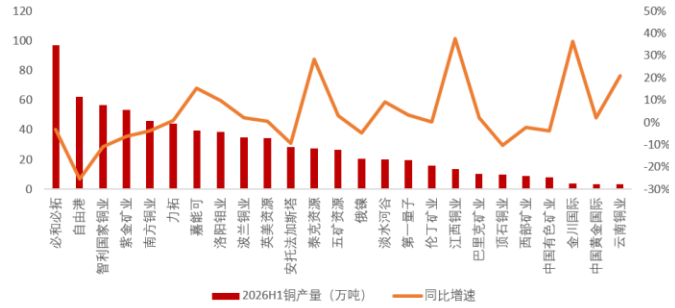
从样本数量来看，15 家覆盖企业均实现了不同程度的产量增长，增长来自新增项目产能释放、运营恢复与效率提升等。产量增长最明显的企业有江西铜业、金川国际、泰克资源，它们 2026 年 H1 铜产量分别为 14、4 和 28 万吨，同比分别增长 37%、36%和 28%。江西铜业将第一量子 18.47%的权益产量纳入并表统计口径，从而获得增量；金川国际位于刚果金的 Musonoi 铜钴矿产量增长，产量占总体 45%，已成为公司第一大产量来源；泰克资源产量增长主要源于安塔米纳矿因去年同期事故形成的低基数、高地谷矿的品位与回收率提升，以及克夫拉达布兰卡矿的稳定运营。

图表 6：2026H1 覆盖铜企总体产量及同比情况（万吨）



资料来源：公司公告，五矿证券研究所

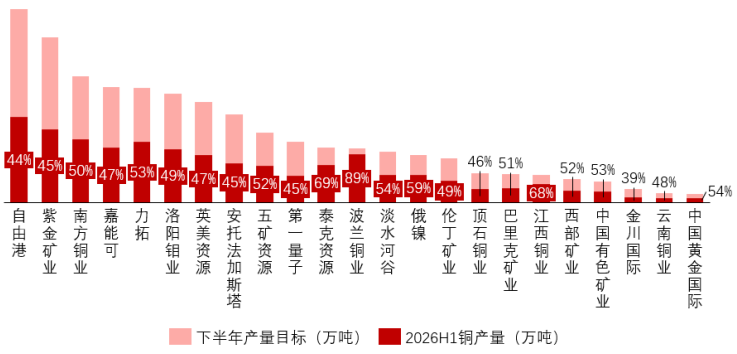
图表 7：2026H1 覆盖铜企产量及同比情况



资料来源：公司公告，五矿证券研究所

从全年预期来看，由于矿山老化和外部扰动等因素并未淡化，低增长的产量趋势不会改变。全球头部企业上半年产量平均完成度达 53%，看似进度乐观，实则因全年指引下调而“被动抬升”。 智利国家铜业受旗下主力矿山接连受挫影响，全年产量指引从年初的 134.4 万吨，先后调整至 133-136 万吨，最终于 8 月宣布放弃该目标。其中，El Teniente 矿因致命坍塌事故及地震风险高于预期导致开发受阻，Chuquicamata 矿因大规模维护产量下降 22%，Ministro Hales 矿因品位下降产量不及预期；自由港因印尼 Grasberg 项目泥浆泄漏事故复产缓慢，将 154 万吨全年销量下调至 141 万吨；安托法加斯塔将目标从 65-70 万吨下调至 62.5-65.5 万吨，因为 7 月暴雨造成洛斯佩兰布雷斯铜矿临时停产，且管道平台及水系统需要修复；伦丁矿业旗下智利 Caserones 矿先后遭遇两轮冬季风暴，输电塔损坏导致供电中断，全年产量指引从 31-33.5 万吨下调至 30-32.5 万吨；英美资源因 Collahuasi 和 Quellaveco 矿山品位下降，将全年产量目标从 76-82 万吨调整至 70-76 万吨。

图表 8：覆盖铜企 2026 年产量指引完成情况（万吨）



资料来源：公司公告，五矿证券研究所

注：产量目标取产量指引区间平均值

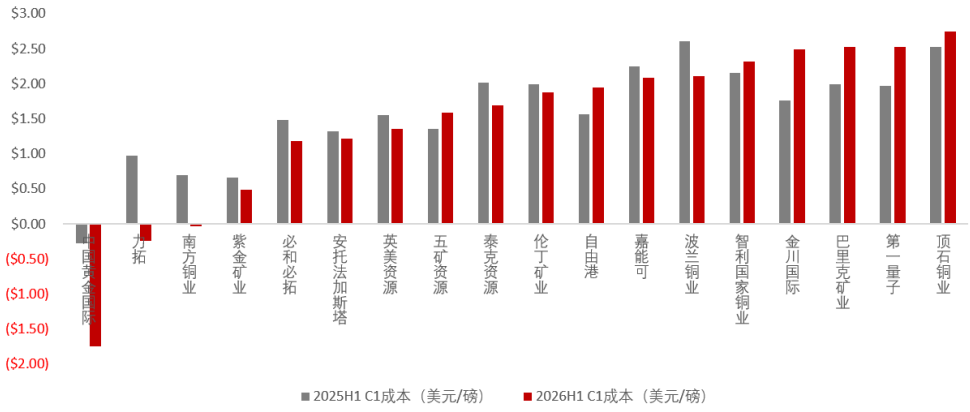
成本：副产品收益难掩基础成本上行压力

总体上，由于金、银、钼等副产品收益上升，2026 年 H1 全球头部铜企 C1 成本呈下降趋势。根据披露 C1 成本的 18 家铜企数据，2026H1 平均 C1 成本[illegible]均同比下降 40%。其中，三家铜企的 C1 成本为负数，意味着副产品收[illegible]产成本，中国黄金国际、力拓、南方铜业的 C1 成本分别为-1.75、-0.25[illegible]

同比下降超过 100%。

然而，副产品收益难掩基础成本上行压力，核心辅料涨价、产量下滑、汇率变动等因素拖累铜企直接现金支出。具体来看，仍有 7 家覆盖企业 C1 成本同比增长，金川国际、第一量子、巴里克矿业 C1 成本同比上涨超过 25%。金川国际的核心压力来自新矿投产的短期阵痛。Musonoi 矿自 2025 年 11 月投产后处于爬坡阶段，产量尚未达产，而固定成本和运营费用率先到位，直接推高了单位成本；第一量子主要受到燃油价格上涨和赞比亚克瓦查汇率走强影响。巴里克矿业的成本上涨主要来自核心辅料（燃油、炸药等）价格上涨和特许权使用费增加。

图表 9：2026H1 全球头部铜矿企业 C1 现金成本



资料来源：公司公告，五矿证券研究所

注：各公司披露的单位现金成本口径可能存在差异；必和必拓数据为 2026 和 2025 财年数据

财务：2026H1 铜板块整体高景气高增长

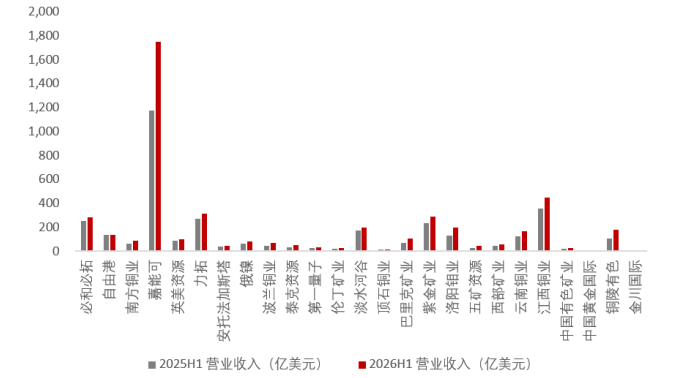
财务规模方面，在高位铜价支撑下，全球铜企在今年上半年迎来业绩大幅增长，覆盖企业营收和归母净利润的平均增长率为 39%和 165%。

从梯队分层看，嘉能可营收规模绝对领先，今年上半年达到 1744 亿美元，主要因为其大宗商品贸易业务规模巨大，远超纯矿企。力拓、紫金矿业、必和必拓归母净利润均超过 50 亿美元，稳居第一梯队。

从增长弹性看，营业收入表现亮眼的有金川国际、铜陵有色、泰克资源，上半年同比分别增长 152%、70%、68%。归母净利润增长突出的有顶石铜业、波兰铜业、金川国际，上半年同比分别增长 927%、925%、766%，嘉能可扭亏为盈至 44.1 亿美元。

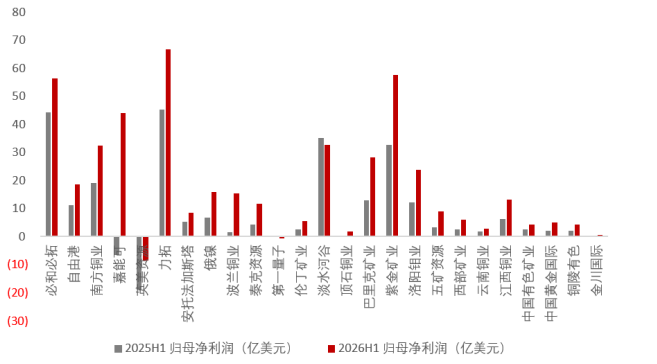
仅供内部参考，请勿外传

图表 10：2025H1 和 2026H1 各公司营业收入（亿美元）



资料来源：Wind，彭博，公司公告，五矿证券研究所

图表 11：2025H1 和 2026H1 各公司归母净利润（亿美元）



资料来源：Wind，彭博，公司公告，五矿证券研究所

财务质量方面，全球头部铜企盈利质量全面提升，财务结构普遍优化。覆盖铜企上半年净利率平均提升 7.3pct，资产负债率平均下降 1.5pct。具体看点如下：

净利率普遍较高，且普遍增长。17 家样本企业上半年净利率超过 15%，前五名超过 30%。23 家企业均出现了净利率增长的情况。

中国头部企业去杠杆成效突出。多数覆盖企业的资产负债率均有不同程度的下降，其中头部中企表现亮眼，中国黄金国际、金川国际、五矿资源、紫金矿业、西部矿业资产负债率下降超过 5pct。

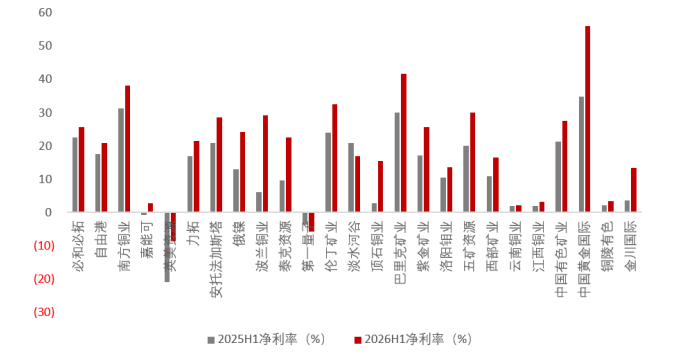
资本配置分化明显。依据自由现金流与资本开支的变动方向，企业可分为以下三类：

（1） **扩张型：**紫金矿业等 16 家企业的自由现金流为正且同比增长（或由负转正），同时资本开支也均有一定程度增长。

（2） **收缩型：**中国黄金国际、金川国际、自由港、英美资源的自由现金流同比增长或由负转正，同时资本开支均有不同程度下降。

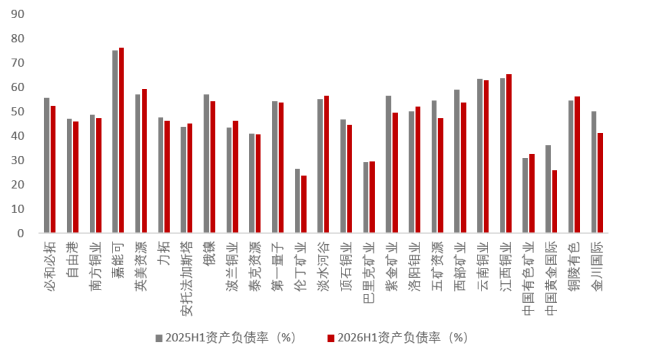
（3） **透支型：**嘉能可、西部矿业、铜陵有色、第一量子、云南铜业上半年自由现金流转负或亏损扩大，但其资本开支仍然增长。

图表 12：2025H1 和 2026H1 各公司净利率（%）



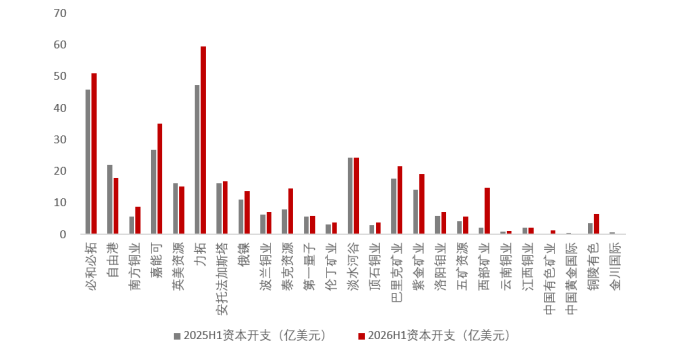
资料来源：Wind，彭博，公司公告，五矿证券研究所

图表 13：2025H1 和 2026H1 各公司资产负债率（%）



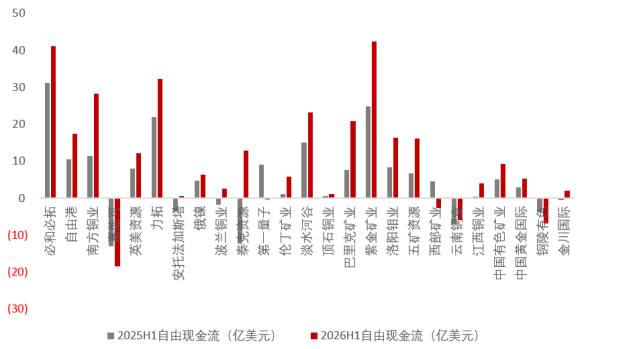
资料来源：Wind，彭博，公司公告，五矿证券研究所

图表 14：2025H1 和 2026H1 各公司资本开支（亿美元）



资料来源：Wind，彭博，公司公告，五矿证券研究所

图表 15：2025H1 和 2026H1 各公司自由现金流（亿美元）



资料来源：Wind，彭博，公司公告，五矿证券研究所

战略方向：上游锁资源，下游筑壁垒，多矿种抗波动

我们总结 2026H1 的热点事件和公司半年报披露情况，将铜企战略概括为以下三点：

第一，资源并购加速，筑牢上游护城河。

1） 英美资源和泰克资源：这笔价值 530 亿美元的对等合并已进入收官阶段。两家公司股东已投票批准，加拿大投资审查也已放行，目前正等待中国等剩余监管审批。交易预计最快 9 月完成交割。合并后，计划修建一条 15 公里长的传送带，将 Collahuasi 铜矿的高品位矿石直接运往 Quebrada Blanca 铜矿的加工设施进行处理。根据规划，这套系统预计在 2030 年至 2049 年间，每年额外交付 17.5 万吨铜。

2） 江西铜业：3 月，江西铜业完成了对索尔黄金 100%股权的收购。其核心资产厄瓜多尔 Cascabel 铜金矿已探明铜资源量 1220 万吨、金 3050 万盎司，公司铜资源量翻倍，远期产能弹性大。

第二，多矿种协同，分散周期风险。

1） 紫金矿业：紫金矿业明确提出“金铜锂为主，多矿种协同”的战略方向。今年上半年生产当量碳酸锂 4.4 万吨，同比增长 496%，已正式成为第三增长极。

2） 必和必拓：多元化资产组合是其关键竞争优势，铜业务为其增长引擎，钾肥业务是第二增长曲线，铁矿石业务是现金牛。在 2026 财年，必和必拓的铜业务盈利首次超过铁矿石，成为集团第一大利润引擎，铜业务基础 EBITDA 约 180 亿美元，同比增长 48%，占集团总额的 54%。

第三，高端加工延伸，锁定技术溢价。

1） 江西铜业：在铜加工领域，其控股子公司江铜铜箔自主研发的 HVLP-3 超低轮廓算力铜箔已通过客户全流程可靠性认证并实现批量供货，成功切入高端算力、电子信息核心供应链。在 AI 数据中心建设持续拉动 PCB 用铜需求的背景下，这一高端产品线有望成为公司新的利润增长点。

2） 铜陵有色：2026 上半年，其控股子公司铜冠铜箔归母净利润 2.15 亿元，同比大增 514.75%。利润爆发核心来自 HVLP 高频高速铜箔，报告期内其产量占 PCB 铜箔总产量比重突破 50%。

未来展望：供需偏紧，景气延续，分化加剧

行业层面，因资源持续吃紧，铜价高位运行，利润持续向上游资源端集中。新矿稀缺、品位老化、资本开支不足、开发周期长等因素制约了资源增长。叠加品位下降和外部扰动，产量维持低增速。资源端因此处于产业链博弈的强势地位，在铜价高位下获得了大部分价格红利。以紫金矿业的 2026H1 业绩为例，其铜精矿毛利率为 70%，冶炼产铜毛利率仅为 0.39%，矿端和冶炼端盈利分化悬殊。冶炼端的现货 TC 加工费持续为负，盈利依赖金银、硫酸等副产品收益对冲。

公司层面，在价格高位下，铜矿产量和 C1 成本将影响公司盈利。此外，不同类型企业将继续分化，资源自给型企业盈利确定性更强，一体化企业业绩韧性更强。当前，跟踪公司经营的重要指标包括铜精矿产量、矿山自有率、电解铜毛利率、硫酸单位利润、金银副产品利润贡献占比等。

风险提示

1、 研究报告使用的公开资料存在更新不及时的风险；

2、 影响铜价和成本因素较多，单纯追溯历史可能会有局限性；

3、 行业受到铜矿干扰率波动、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。

仅供内部参考，请勿外传

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。

联系我们

上海

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

深圳

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

北京

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

仅供内部参考，请勿外传

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 ChaoyangmenNorth Street, Dongcheng District, Beijing
Postcode: 100010