

经济回暖，政策加力——2月宏观环境观察

报告摘要

海外宏观：全球制造业继续回升，美国相对优势下降。2月全球制造业 PMI 继续上行至 50.6，较 1 月提升 0.5 个百分点。在降息周期的推动之下，全球制造业继续扩张。外部环境整体风险不大。美国相对优势正在下降。在过去几年中，海外整体上是“美强欧弱”的格局，这也导致美元表现较强。但是近期美国经济出现走弱迹象。2 月美国制造业 PMI 显示出滞胀迹象，非农就业数据和消费者信心指数也走弱。欧洲经济回暖的趋势则较为明显。PMI 指数和 ZEW 经济景气指数持续回升，欧洲经济正在从俄乌冲突造成的衰退中逐步恢复。欧洲国家的财政扩张也值得关注。3 月 21 日，德国通过“债务刹车”改革法案，大幅增加财政支出，尤其在国防军工领域。这标志着欧洲国家将启动新一轮的财政改革，这也将对未来一段时间内欧洲经济的发展提供较强助力。

国内宏观：供强需弱，地产回暖。1-2 月工业生产表现较强，工业增加值增速高于整体经济，制造业 PMI 指数重回景气区间。但消费表现相对较弱。“生产强、需求弱”的格局将给物价造成一定压力。2 月 CPI 同比下跌 0.7%，PPI 同比下跌 2.2%。虽有春节扰动效应，但也反映出内需不足，通缩压力仍然不小。投资增速回升，房地产行业持续回暖。房地产需求端的亮点主要体现在二手房成交量大幅上升，尤其在一线城市。而同时 1-2 月房屋新开工面积同比下降近 30%，即供给端在加速收缩，符合中央“严控增量、化解存量”的房地产政策取向。我们认为在这一趋势下，房价将会逐步企稳反弹。在关税战的影响下，出口压力开始显现。不过政府债券融资带动社融增速持续回升，未来财政对经济的支持力度有望加大。总体上，我们认为当前中国经济积极信号在增加，房地产市场回暖的持续性尤其值得关注。但是供强需弱导致的通缩压力仍然不小，需要进一步观察。

事件及政策：稳增长政策加力，美联储维持降息预期。国内政策方面，3 月初两会发布的《政府工作报告》与随后发布的《提振消费专项行动方案》对市场信心带来了较大的提振作用。《政府工作报告》将今年宏观调控的目标继续定为“稳增长”，数据上更加务实，并且推出了近年来最大规模的财政与货币刺激措施，将扩大内需作为今年重点工作任务。消费政策更加侧重需求端，从修复资产负债表全面提振消费。海外方面，俄乌冲突降温进入谈判阶段；美国关税不确定性继续扰动市场情绪；美联储维持降息预期。

大类资产：交易美国衰退。由于美国 PMI 指数、就业、消费者信心等重要经济数据不及预期，全球金融市场对于美国衰退的担忧重燃，成为近一个月市场交易的主导性因素。在这一逻辑下，黄金价格继续上升并创历史新高，美日股票大幅下跌，中国股市也受到一定拖累。我们对于中国股市前景依然看好。不过随着国内两会、美联储会议等重要事件相继落地，数据空窗期带来的股市“春季躁动”已经结束，接下来经济和企业基本面的情况，以及政策的落实进度将对中国股市有更大的影响。我们认为美股的调整尚未结束，美国经济和股市前景仍然面临较大的不确定性。

风险提示： 1、中国政策力度不及预期；美国通胀持续超预期。

宏观点评

日期： 2025.03.25

分析师 尤春野

登记编码：S0950523100001

☎：13817489814

✉：youchunye1@wkzq.com.cn

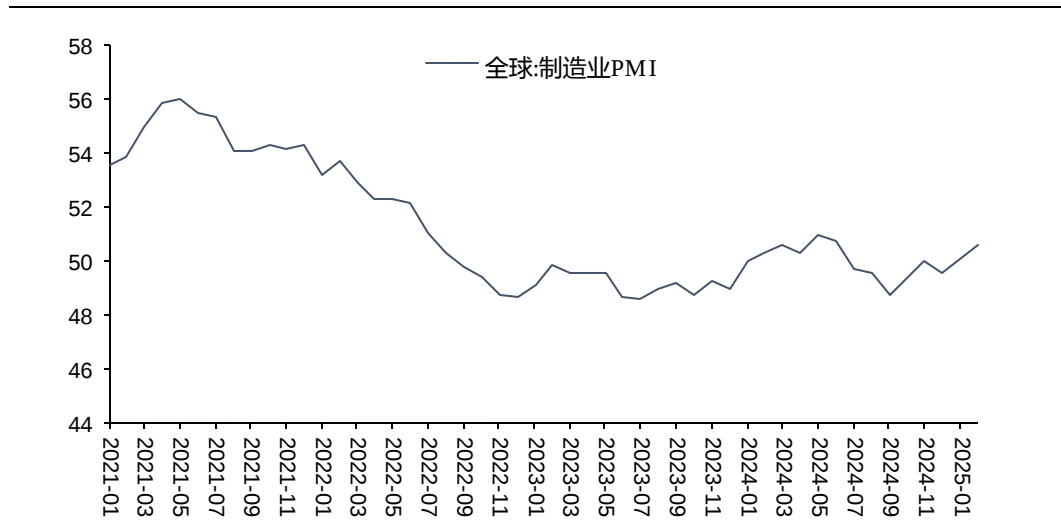
相关研究

- 《美元降息周期未止——美联储 3 月会议点评》(2025/3/21)
- 《《提振消费专项行动方案》政策点评》(2025/3/19)
- 《全力稳增长-2025 年政府工作报告解读》(2025/3/5)
- 《中国资产“开门红”的宏观背景——1 月宏观环境观察》(2025/2/25)
- 《民企座谈会释放积极信号》(2025/2/19)
- 《“特朗普新政”的方向及影响》(2025/1/22)
- 《中央经济工作会议解读》(2024/12/13)
- 《12.9 政治局会议点评》(2024/12/9)
- 《化债思路出现根本性转变》(2024/11/10)
- 《专题：美国大选的影响》(2024/11/3)

海外宏观：全球制造业继续回升，美国相对优势下降

2月全球制造业 PMI 继续上行至 50.6，较 1 月提升 0.5 个百分点。在降息周期的推动之下，全球制造业继续扩张。外部环境整体风险不大。

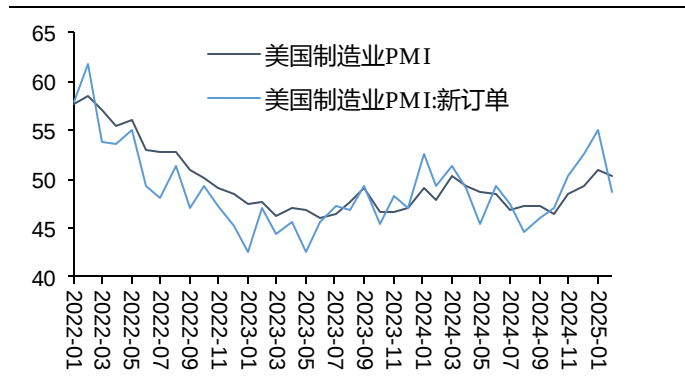
图表 1：全球制造业景气度回升



资料来源：Wind，五矿证券研究所

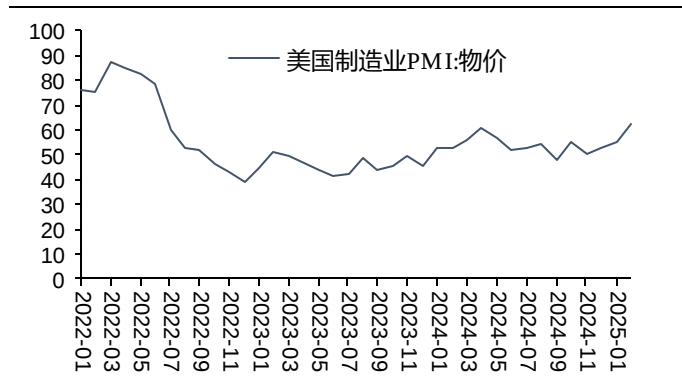
美国相对优势正在下降。在过去几年中，海外整体上是“美强欧弱”的格局，这也导致美元表现较强。但是近期美国经济出现走弱迹象。2月美国制造业 PMI 指数较 1 月下降 0.6 个百分点至 50.3，新订单指数从 1 月的 55.1 下降至 48.6。新订单指数反映未来需求，具有更强的前瞻性，PMI 指数边际下降和新订单分项大幅下降反映出美国经济降温。同时，PMI 分项中物价指数大幅上升至 62.4，反映出通胀压力增大。这一数据组合指向美国经济出现“滞胀”迹象。

图表 2：美国制造业 PMI 下降



资料来源：Wind，五矿证券研究所

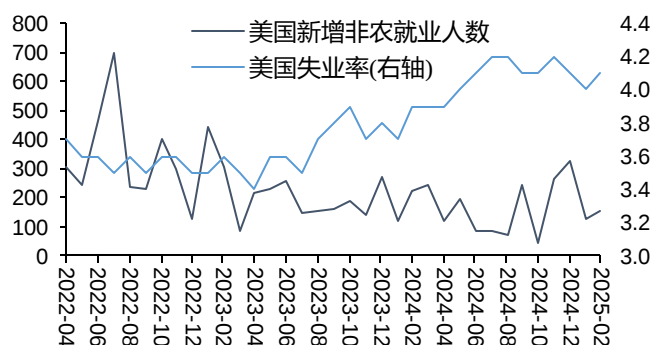
图表 3：美国 PMI 物价指数上升



资料来源：Wind，五矿证券研究所

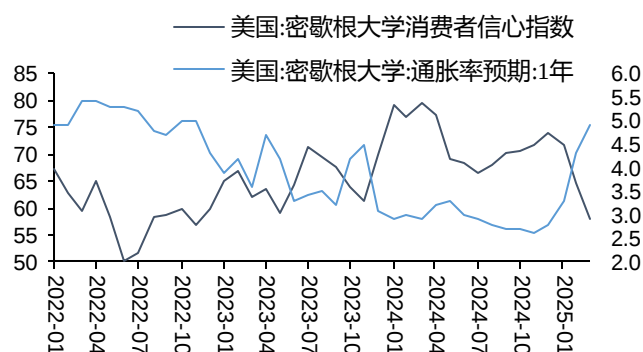
美国 2 月新增非农就业 15.1 万人，小幅低于预期；失业率上升 0.1 个百分点至 4.1%，就业市场正在降温。3 月消费者信心指数下降至 57.9，一年内通胀预期上升至 4.9%，同样指向“滞胀”压力。不过 2 月美国 CPI 同比涨幅为 2.8%，较 1 月下降了 0.2 个百分点；核心 CPI 同比涨幅亦下降了 0.2 个百分点至 3.1%，在一定程度上缓解了市场对通胀问题的担忧。总体而言，在特朗普上台后政策不确定性加大等因素的影响下，美国经济确有降温趋势，但衰退言之尚早。

图表 4：美国就业市场降温



资料来源：Wind，五矿证券研究所

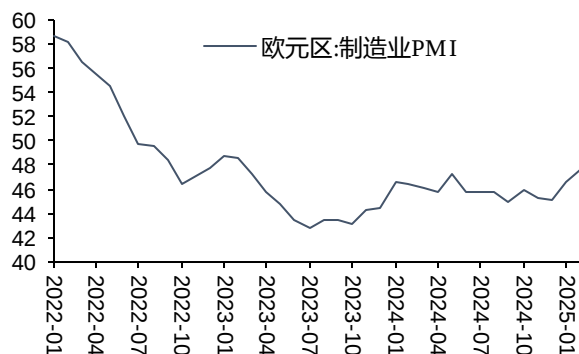
图表 5：美国消费者信心下降



资料来源：Wind，五矿证券研究所

欧洲经济回暖的趋势则较为明显。欧元区制造业 PMI 指数回升至 47.6，虽然仍在荣枯线以下，但是上行趋势较为明显。ZEW 经济景气指数持续 4 个月上升，反映出经济学家和机构投资者对于欧洲经济前景较为乐观。欧洲经济正在从俄乌冲突造成的衰退中逐步恢复。

图表 6：欧元区 PMI 指数上升



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 7：欧元区 ZEW 经济景气指数上升



资料来源：Wind，五矿证券研究所

欧洲国家的财政扩张也值得关注。由于特朗普的“美国优先”政策及在乌克兰问题上的政策倾向，欧洲国家对于美国的军事保护产生质疑，很多国家开始计划增加财政支出以发展军工等产业。3月21日，德国通过“债务刹车”改革法案。德国将设立 5000 亿欧元的特别基金，以贷款形式用于基础设施建设和气候保护措施。国防、民防、情报部门和网络安全支出将不再受到债务上限的限制。其中，仅国防预算就将额外获得 1000 亿欧元的资金支持。此外，各联邦州也将获得更大的财政自主权，以应对自身的投资需求。德国的大规模财政扩张标志着欧洲国家将启动新一轮的财政改革，这也将对未来一段时间内欧洲经济的发展提供较强助力。

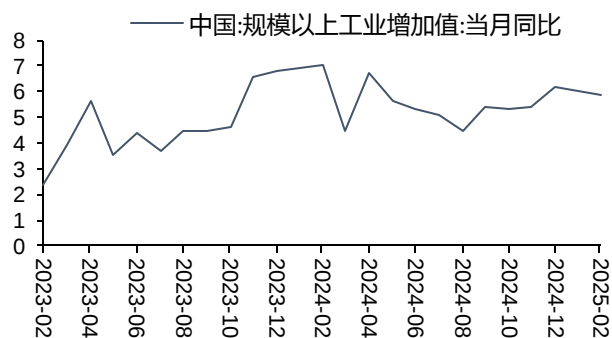
整体上，我们认为当前全球经济仍处于扩张趋势之中，美国相对优势正在下降，而欧洲复苏的预期则有所加强。

国内宏观：供强需弱，地产回暖

1-2 月工业生产表现较强。工业增加值同比增长 5.9%，明显高于经济整体增速。其中高技术产业同比 9.1%，反映出经济转型的速度较快。2 月制造业 PMI 指数回升至 50.2，重返景气区间，反映出春节后复工情况较好。总体上工业生产增长仍然较为强劲。

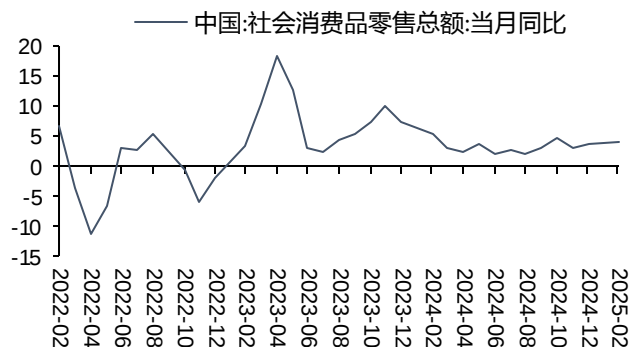
消费表现相对较弱。1-2 月社会消费品零售总额同比增长 4%，虽较去年 12 月及 11 月有所回升，但相对于总体经济而言依然较低，与疫情前 8% 的增速中枢相比下降幅度很大。“生产强、需求弱”的格局将给物价造成一定压力。

图表 8：工业生产表现较强



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 9：消费相对较弱



资料来源：Wind，五矿证券研究所

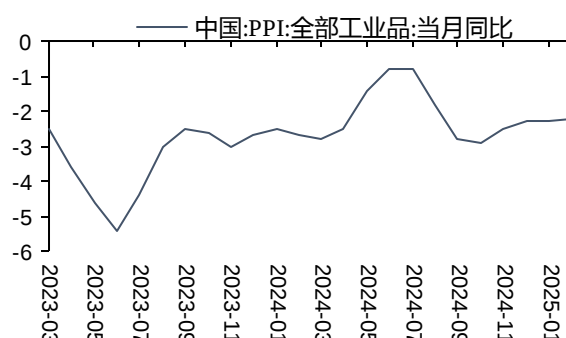
通缩压力仍然不小。2月CPI同比下跌0.7%，PPI同比下跌2.2%。CPI下降的主要原因是春节错位效应的影响。春节期间需求旺盛，消费品价格会明显上涨，去年春节在2月份，今年在1月份，故而1月CPI较高而2月大幅下降。不过需求较弱导致的物价水平疲软也是不可忽视的因素。PPI环比下跌0.1%，同样指向内需较弱。其中有色金属行业一枝独秀，有色金属采选业PPI同比上涨21.2%，加工业PPI同比上涨9.5%，均显现出加速上涨的趋势，有色金属行业有望维持较高的利润增速。

图表 10：CPI 大幅下降



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 11：PPI 缓慢回升



资料来源：Wind，五矿证券研究所

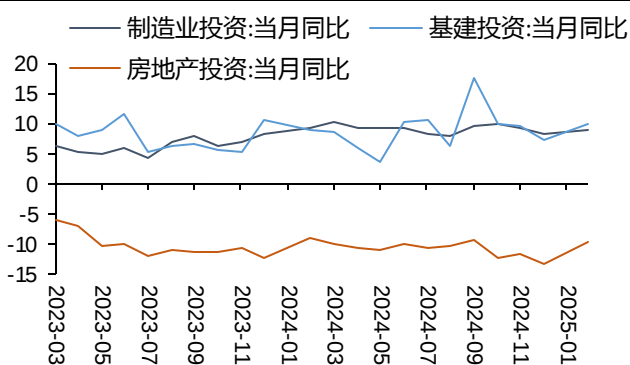
投资增速回升。1-2月固定资产投资同比增长4.1%，高于2024年全年3.2%的增速。其中，制造业投资同比增长9%，全口径基建投资同比增长9.9%，房地产开发投资同比下降9.8%。制造业投资表现强劲，符合当前经济从房地产向制造业转型的趋势，也受益于大规模设备更新政策带来的增量。全口径基建投资增长较强，但不含电力口径增速只有5.6%，即与新能源相关的电力投资是增量的主要来源。房地产投资仍为主要拖累项，不过降幅较去年收窄，对应房屋施工面积同比降幅也收窄至9.1%。我们认为是在“保交楼”和房企融资等相关政策的支持下，很多之前停工的项目重新开工，拉动了房地产投资增长。

图表 12：投资增速回升



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 13：制造业与基建投资回升，房地产降幅缩窄



资料来源：Wind，五矿证券研究所

房地产行业持续回暖。需求端的亮点主要体现在二手房成交量大幅上升，尤其在一线城市。去年9月新一轮刺激政策以来，一线城市二手房成交面积迅速上升并持续位于高位，今年春节扰动过后成交量再度回到高位。由于市场对于新房烂尾的问题仍存在较大担忧，所以二手房成交更能反映出居民购房意愿的变化。二手房市场回暖指向居民购房预期在持续改善。而同时1-2月房屋新开工面积同比下降近30%，即供给端在加速收缩，符合中央“严控增量、化解存量”的房地产政策取向。**我们认为在这一趋势下，房价将会逐步企稳反弹。**

图表 14：一线城市二手房回暖



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 15：新开工面积持续收缩



资料来源：Wind，五矿证券研究所

出口压力开始显现。2月出口同比下降3%，较1月增速下降了9个百分点。其中值得关注的是2月对美国出口同比下降9.8%，对俄罗斯出口同比下降23.5%，增速下降较多。我们认为一方面是2月1日美国对华加征关税生效后，此前出口抢跑的效应消退，而关税对出口的冲击开始显现；另一方面，俄罗斯可能也在寻求进口多元化，减少对中国的过度依赖。由于本轮中美关税战推进较快，未来中国出口压力可能会继续增加。

社融增速继续回升。2月新增社融2.24万亿元，存量社融同比增长8.2%，在去年10月份以来处于持续回升通道。社融对经济有较强的前瞻意义，社融持续回升是经济企稳的积极信号。2月增量主要来源于政府债券融资，未来财政对经济的支持力度有望加大。

总体上，我们认为当前中国经济积极信号在增加，房地产市场回暖的持续性尤其值得关注。但是供强需弱导致的通缩压力仍然不小，需要进一步观察。

事件及政策：稳增长政策加力，美联储维持降息预期

国内政策方面，3月初两会发布的《政府工作报告》与随后发布的《提振消费专项行动方案》对市场信心带来了较大的提振作用。

《政府工作报告》将今年宏观调控的目标继续定为“稳增长”，数据上更加务实。在数据上将2025年经济增速目标设定为5%，高于国际机构普遍预测的4.5%-4.8%，体现了中央对经济

复苏的信心和政策储备的充足性。同时，CPI 涨幅目标设定为 2%，较以往更务实，反映了对当前内需不足、预期偏弱的精准判断，宏观调控将更侧重需求端。面对全球环境的不确定性，政府强调政策尽早出台、一次性给足，在外部风险加剧的背景下，释放出政策储备充足、执行果断的信号，以增强市场信心和经济抗风险能力。

近年来最大规模的财政与货币刺激措施。将全年赤字率设定在 4%，比上年提高 1 个百分点，赤字规模 5.66 万亿元、比上年增加 1.6 万亿元。一般公共预算支出规模 29.7 万亿元、比上年增加 1.2 万亿元。突破了过去共识中 3% 的“心理红线”的财政约束困境，释放出对 2025 年宏观经济刺激力度的决心以及对长期经济增长的信心。实施适度宽松的货币政策。从历史经验观察，通常是先降准再降息。其中降息受到美联储及关税的影响较大，因此在外部不确定性依然处在攀升的阶段中，2025 年依然会遵循先降准再降息的顺序。我们认为，降准的空间与支持国有大型商业银行补充资本的 5000 亿相辅相成。用于补充的资金虽然无法直接作用于拉动经济增长，但是作为商业银行补充资本与货币乘数可以撬动更大规模的降准空间，加码货币的投放力度。

扩内需是今年重点工作任务。报告将 2025 年政府工作任务分为十个部分，分别是提需求、发展新质生产力、科教兴国、深化改革、扩大开放、化解风险、乡村振兴、城乡发展、绿色低碳以及民生。与 2024 年的工作任务相比，前三者的顺序有所调整。2025 年将“全方位扩大国内需求”放在了首位，随后是“发展新质生产力，加快建设现代化产业体系”以及“科教兴国”，这与 2024 年“新质生产力”、“科教兴国”、“扩内需”的排序明显不同，再次强调了稳经济是短期目标中的首位。作为长期经济增长的内生动力的核心，新质生产力与科教兴国排在第二、第三，展现了政策对经济增长长短周期的协调。

从修复资产负债表全面提振消费。与过去较为单一的消费刺激方案有所不同，《提振消费专项行动方案》中着重强调居民财富水平，以多层次、多渠道的方式推动居民提高消费能力。消费提振政策从刺激消费转向提升居民财富，促进就业-收入-消费的全面闭环。此次政策的重点不仅仅在于提升居民收入，更强调财富结构。给予了居民、企业部门劳动收入增长以及债务问题将逐步稳定的预期。除此之外，方案还提到“多措并举稳住股市”及“推动房地产市场止跌回稳”，给予了资产价格持续回暖的信心，预计将逐步修复居民部门资产负债表。我们认为居民资产负债表的修复叠加“两新”政策的延续将有效带来需求好转。

海外方面，俄乌冲突降温进入谈判阶段；美国关税不确定性继续扰动市场情绪；美联储维持降息预期。

俄乌冲突降温将降低欧洲不确定性。在美国分别与俄、乌谈判后，乌克兰方面持续释放出退让信号，例如乌克兰同意总统选举。俄罗斯则释放出有意停止冲突的信号，例如自毁无人机。俄乌武装力量正面冲突范围陆续收窄，逐步从全面战争转向局部、小范围战争。我们认为无论是公投、还是多方正式进入和谈范围，上半年双方军事力量完全退出的可能性都较小，但将在整体上进入降温的趋势，有助于降低欧洲不确定性。

美国关税不确定性持续扰动市场情绪。自 2 月以来，美国对全球关税政策持续摇摆，而 4 月 2 日即将启动的新一轮全面“对等关税”增加了全球供应链的不确定性。从历史比较的角度看，“对等关税”将率先提升美国国内通胀数据，进一步抬高价格黏性，迫使美联储推迟降息计划，维持限制性利率，较高的利率水平最终将损害美国国内附加值较低企业的利润。其次，全球供应链的稳定性将大幅下降，同步导致发展中国家贸易顺差大幅回落，经济增速将持续放缓。从 2-3 月美国对墨西哥、加拿大关税政策摇摆的态度看，我们认为 4 月全面关税将继续给予多数国家谈判的空间。

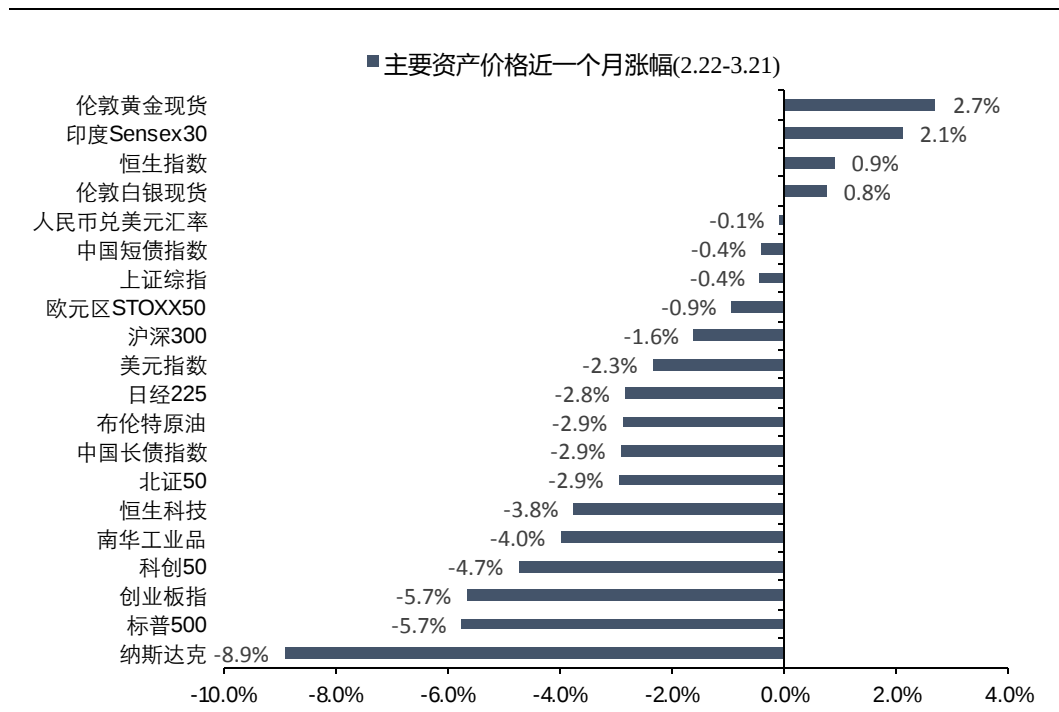
3 月美联储会议表态偏鸽。我们认为美联储 3 月会议上三个较为重要的信号：第一，美联储对经济的预期更为谨慎，对前景的展望更偏“滞胀”。比于 2024 年 12 月会议，美联储下调了经济预期而上调了通胀预期，即对未来的预期更偏“滞胀”倾向。第二，美联储预计降

息周期还将持续较长时间。3月会议的利率点阵图显示，美联储官员预计年内降息两次，明年继续降息两次，2027年也将继续降息。即在美联储目前的框架中，降息周期还将持续三年以上。第三，美联储主席鲍威尔重提“通胀暂时论”。美联储对于经济前景的预期是偏向于“滞胀”的。而“滞胀”通常会给货币政策带来两难抉择，即从经济下行的角度而言应当降息，而从通胀高企的角度而言应当加息。而鲍威尔的“通胀暂时论”就给出了对于这一两难选择的答案：目前美联储认为关税通胀是暂时的，那么当通胀和经济抉择之时就更可能偏向于呵护经济。所以我们认为美联储继续降息的周期的意愿较强。全球流动性环境仍将趋于宽松。

大类资产：交易美国衰退

由于美国 PMI 指数、就业、消费者信心等重要经济数据不及预期，全球金融市场对于美国衰退的担忧重燃，成为近一个月市场交易的主导性因素。在这一逻辑下，黄金价格继续上升并创历史新高，美日股票大幅下跌，中国股市也受到一定拖累。欧洲经济的积极信号相对较多，所以股市跌幅较小，恒生指数录得正收益，印度股市再度受到资本青睐。衰退预期升温也导致原油等工业品价格下跌。中国债市的调整仍在持续，长债继续大幅下跌。

图表 16：主要资产价格近一个月涨幅



资料来源：Wind，五矿证券研究所

我们对于中国股市前景依然看好。2025年政府工作报告中设定了较为积极的经济增长目标和政策规划，将全力稳增长作为施政的核心，这将给股市提供较厚的安全垫。不过随着国内两会、美联储会议等重要事件相继落地，数据空窗期带来的股市“春季躁动”已经结束，接下来经济和企业基本面的情况，以及政策的落实进度将对中国股市有更大的影响。

我们认为美股的调整尚未结束。特朗普关税政策和“政府效率部门”导致的失业率上升对于美国经济的负面影响正在逐步显现；而特朗普的减税计划仍需时日，“政府效率部门”对政府效率的优化效果也尚需观察，所以美国经济和股市前景仍然面临较大的不确定性。

风险提示

- 1、中国政策力度不及预期；美国通胀持续超预期。

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	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