

全力稳增长-2025 年政府工作报告解读

宏观点评

日期： 2025.03.05

分析师 尤春野

登记编码：S0950523100001

☎：13817489814

✉：youchunye1@wkzq.com.cn

相关研究

- 《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)
- 《宏观政策积极发力，增量政策将引领资产价格回暖》(2024/10/28)
- 《从三中全会解读国企改革》(2024/8/13)
- 《如何看待海外衰退交易》(2024/8/6)

事件描述

2025 年 3 月 5 日，国务院总理李强代表国务院向十四届全国人大三次会议作《政府工作报告》（简称“报告”）。报告共分三个部分：2024 年工作回顾，2025 年主要预期目标、部分重点工作。

事件点评

如何看待主要宏观经济预期目标？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。

总体来看，我们认为今年的政府工作报告较为明确地突出了“稳增长”的信号。5% 的经济增长目标体现了稳增长的信心和决心。财政赤字率突破了 3% 的“心理红线”，为未来财政持续发力打开了空间。更加务实的通胀目标具有更强的指引性。将扩大内需作为政府工作的第一位，也体现出政府对于稳增长的明确态度。此外，报告对于内外部风险的充分认识和预防也有助于增强经济和市场的抗风险能力。

风险提示：

- 1、外部不确定性不断上升，“特朗普 2.0”冲击或要求刺激政策加码；
- 2、内生动力依然偏弱，长期需求拉动效能不足。

肯定成绩，直面挑战

2025 年 3 月 5 日，国务院总理李强代表国务院向十四届全国人大三次会议作《政府工作报告》（简称“报告”）。报告共分三个部分：2024 年工作回顾，2025 年主要预期目标、部分重点工作。

报告首先肯定了过去一年取得的成就。2024 年内，在外部环境、结构性矛盾集中、内需不振以及预期偏弱的挑战下，二、三季度宏观经济面临稳增长压力快速上升。宏观调控政策积极应对，9.26 中央政治局会议果断部署了一揽子增量政策，推动经济明显回升，全年 GDP 同比增速达到 5%，顺利完成了全年经济“5%左右”的增长目标。

在肯定全年成绩的同时，报告也指出了当前国民经济运行面临的问题和挑战。首先是外部环境，“外部环境更趋复杂严峻，可能对我国贸易、科技等领域造成更大冲击。世界经济增长动能不足，单边主义、保护主义加剧，多边贸易体制受阻，关税壁垒增多，冲击全球产业链供应链稳定，对国际经济循环造成阻碍。地缘政治紧张因素依然较多，影响全球市场预期和投资信心，加剧国际市场波动风险。”我们认为“特朗普 2.0”所带来的不确定性已经超越关税带来的贸易问题，科技竞争或同样重要。对国内方面，会议提出“经济回升向好基础还不稳固，有效需求不足，特别是消费不振。部分企业生产经营困难，账款拖欠问题仍较突出。群众就业增收面临压力。民生领域存在短板。一些地方基层财政困难。社会矛盾化解和风险防范工作还需要加强。政府效能和依法行政能力有待提升。”对经济中运行堵点和困难一一列出，将需求、生产、就业、财政串联，形成了完整全面的宏观调控路线，为 2025 年全年工作目标立下方向。

如何看待主要宏观经济预期目标？

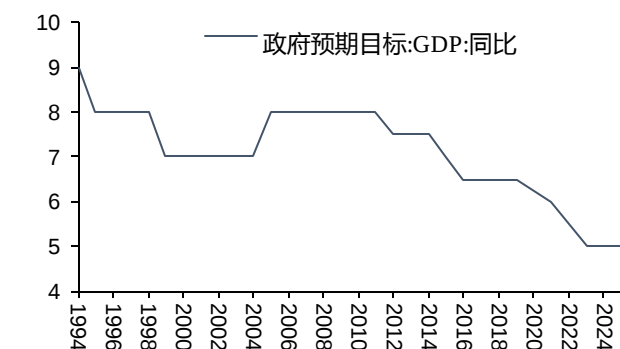
报告将全年发展预期目标定位国内经济同比增长 5%、城镇调查失业率 5.5%、消费价格涨幅同比增 2%、国内生产总值能耗降低 3% 左右。整体符合市场预期。

首先，将经济增速设定在 5% 较为积极。国际主要机构给出的预测中国 2025 年全年增速在 4.5-4.8% 之间，其中国币货币基金组织最新预测的数据为 4.6%。相比之下，我们设定的经济增长目标高于外部机构的普遍预期。更高的预期目标不仅体现出中央对国民经济恢复态势的信心，更加展现出刺激政策的储备依然充足。

其次，与过去不同的是将消费价格同比涨幅设定在 2%，突破了过去多年将目标设定远高于实际价格涨幅的固式思维，更加务实。虽然物价涨幅目标从以往的 3% 下调至 2%，但我们认为并非对物价增长的要求降低，而是在通胀长期低迷的背景下，提出的更切实际的目标。对当前宏观经济运行中面临的内需不振、预期偏弱的认识更加清晰，与后续宏观调控政策更加关注需求、就业、资产价格形成闭环。宏观调控进一步向需求侧倾斜。

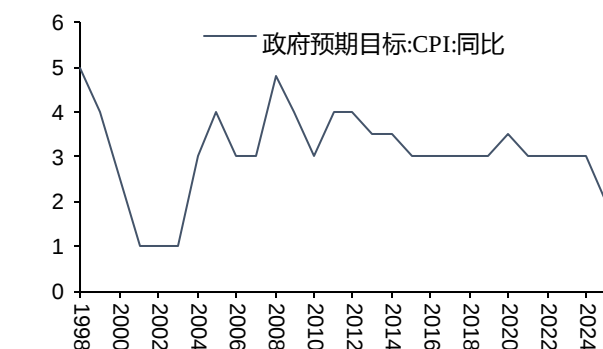
最后，面对 2025 年的“风高浪急”，报告提出“出台实施政策要能早则早、宁早勿晚，与各种不确定性抢时间，看准了就一次性给足，提高政策实效。”在美国特朗普总统上台之后，国际地缘政治不确定性加大，外部环境面临的风险增加。报告释放出了政策储备充分、出台即时、力度大、规模广的全面积极信号，有助于增强中国经济的抗风险能力，为市场吃一个“定心丸”。

图表 1：政府工作报告中 GDP 增速目标



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 2：政府工作报告中 CPI 增速目标

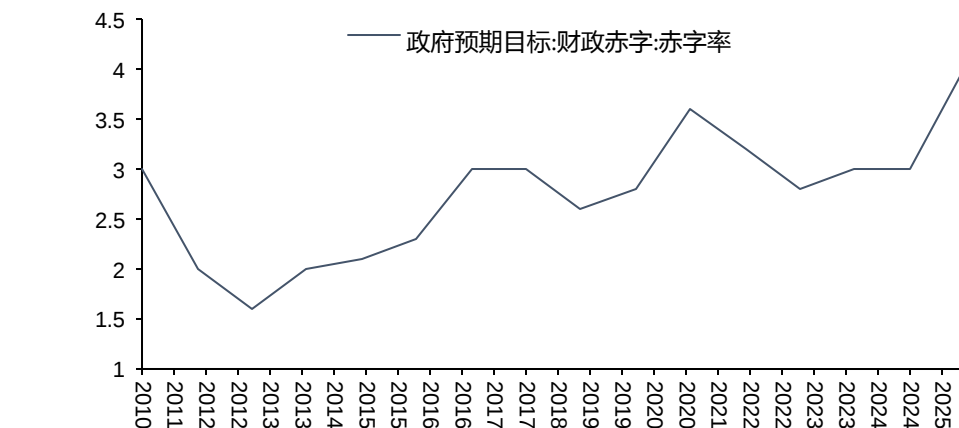


资料来源：Wind，五矿证券研究所

近年来最大规模的财政与货币刺激措施

实施更加积极的财政政策，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。

图表 3：政府工作报告中财政赤字率目标



资料来源：Wind，五矿证券研究所

除此之外，拟发行超长期特别国债 1.3 万亿元、比上年增加 3000 亿元。拟发行特别国债 5000 亿元，支持国有大型商业银行补充资本。拟安排地方政府专项债券 4.4 万亿元、比上年增加 5000 亿元，重点用于投资建设、土地收储和收购存量商品房、消化地方政府拖欠企业账款等。今年合计新增政府债务总规模 11.86 万亿元、比上年增加 2.9 万亿元，财政支出力度明显高于去年。不过，拟特别发行的 5000 亿国债仅用于支持国有大型商业银行补充资本，主要是防范房地产、利率下行可能出现了风险过度集中问题，对宏观经济产生的直接拉动效应有限，有效拉动增量应该在 2.4 万亿左右，超过市场两万亿增量的预期。除此之外，地方政府专项债新增 5000 亿元，为 2021 年以来最大增幅。过去地方政府专项债基本用于投资建设，但今年的专项债增加了土地和房地产收储以及消化地方政府拖欠债务问题的用途，以达到资产价格企稳-信贷回归扩张的目的，而解决地方政府拖欠的积极态度与此期的民营企业座谈会相互呼应，展现了中央解决债务问题的决心。在新增专项债的帮助下，我们认为资产价格的企稳和流动性释放带来的商业扩张行为将在 2025 年逐步显现。

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，因此在外部的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。

图表 4：2025 与 2024 年政府工作任务对比

2025 年政府工作任务	2024 年工作任务
大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求	大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力
因地制宜发展新质生产力，加快建设现代化产业体系	深入实施科教兴国战略，强化高质量发展的基础支撑
深入实施科教兴国战略，提升国家创新体系整体效能	着力扩大国内需求，推动经济实现良性循环
推动标志性改革举措加快落地，更好发挥经济体制改革牵引作用	坚定不移深化改革，增强发展内生动力
扩大高水平对外开放，积极稳外贸稳外资	扩大高水平对外开放，促进互利共赢
有效防范化解重点领域风险，牢牢守住不发生系统性风险底线	更好统筹发展和安全，有效防范化解重点领域风险
着力抓好“三农”工作，深入推进乡村全面振兴	坚持不懈抓好“三农”工作，扎实推进乡村全面振兴
推进新型城镇化和区域协调发展，进一步优化发展空间格局	推动城乡融合和区域协调发展，大力优化经济布局
协同推进降碳减污扩绿增长，加快经济社会发展全面绿色转型	加强生态文明建设，推进绿色低碳发展
加大保障和改善民生力度，提升社会治理效能	切实保障和改善民生，加强和创新社会治理

资料来源：政府工作报告，五矿证券研究所

大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。报告指出实施提振消费专项行动，安排超长期国债 3000 亿元支持消费品以旧换新，相比 2024 年的 1500 亿提升了一倍。回顾 2024 年，“两新”政策在下半年才全面落地，从时间的考虑出发，将资金翻一番与全年基本吻合，符合预期。预计全年社零增速将继续维持 2024 年 4 季度以来的恢复态势。

因地制宜发展新质生产力，加快建设现代化产业体系。进一步从培育壮大新兴产业、推动传统产业改造提升以及激发数字经济创新活力三个方向推进新质生产力的建设。自新质生产力

提出以来，习近平总书记多次强调“发展新质生产力不是放弃传统产业”，特别是在应对全球贸易重塑、贸易格局“小院高墙”的格局下，通过技术升级和设备更新提升全产业链生产效率，继续发挥全产业链规模优势更加重要。

深入实施科教兴国战略，提升国家创新体系整体效能。党的二十届三中全会明确提出了一体式推进教育发展、科技创新、人才培养的科教兴国战略是中国式现代化的基础和战略性支持。科教兴国是科技创新，发展新质生产力的必要条件。报告提出从加快高质量教育体系建设、推动高水平科技自立自强、全面提高人才队伍管理三个方向出发，站在长期，逐步通过推进教育改革为新质生产力提供战略性支撑。

推动标志性改革举措加快落地，更好发挥经济体制改革牵引作用。在深化改革方面，通过“激发各类经营主体活力”“纵深推进全国统一大市场建设”“深化财税金融体制改革”三个方向着手。其中，前两者强调破除市场壁垒，与民营经济座谈会释放的积极信号一致。我们认为即将出台的《民营经济促进法》将全面落实市场化的各项规定，为各类经营主体创造市场空间。在财税改革方向，“增加地方财力”释放出即三中全会以来，财权进一步下放地方的规划将陆续落地。“多层次债券市场”释放出直接融资规模或将增加，同时给予地方政府给多融资渠道，以破除地方风险-发展的瓶颈。

扩大高水平对外开放，积极稳外贸稳外资。外贸方面并未提到海外关税冲击的影响，对外贸的要求重在“稳”。通过稳外贸、鼓励外商投资、一带一路和多边合作实现。预计在欧美关税不确定性的影响下，我国与南方国家的合作将进一步升级，具体体现在出口、对外投资、技术转移三个方向。

有效防范化解重点领域风险，牢牢守住不发生系统性风险底线。主要分为地产、债务、金融稳定三个方向。其中地产延续 9.26 中央政治局会议以来止跌回稳的目标，2025 年新增地方专项债 5000 亿的额度中预计将有较大份额用于土地和商品房收储，以有效扭转地产数据的下滑，通过减少供给的方式稳定楼市。报告提出“有效防范房企债务违约风险”，意味着房企风险的底线已经明确，未来对于涉险房企的融资/帮扶政策将会增加。在两会后的部长通道上，国家金融监督管理总局局长李云泽表示，“房地产融资协调机制目前审批贷款超过 6 万亿，涉及已经交付和正在建设的住房超过 1500 万套”，务实明确了房企风险不破红线。在化解地方债务方面，报告要求“动态调整债务高风险地区名单，支持打开新的投资空间”，意味着 2024 年列为重点的 12 个地区，要求重点省份全力化解地方债务风险，同时严控新建政府投资项目的局面将进入动态调整。债务风险安全的省份将从重点名单中剔除，给予更宽松的投融资渠道，从化风险进入稳增长阶段。在金融风险方面，报告提出了“充实存款保险基金、金融稳定保障基金”以维持金融安全稳定。我们认为一是减轻中小银行受地产、低利率环境下的压力，二是通过创新的政策维持金融市场平稳，具有抵御外部风险的能力。我们认为“金融稳定保障基金”可能类似于“平准基金”的作用，有望增强金融市场的稳定性。

着力抓好“三农”工作，深入推进乡村全面振兴。三农工作的重点依然在“保供”“巩固脱贫攻坚成果”和“推进农村改革”。主要目的在于提升农产品产量，在外部供应链脆弱的大背景下保证国内需求。“巩固脱贫攻坚成果”与“推进农村改革”的目的在于进一步增强农村经济韧性。

推进新型城镇化和区域协调发展，进一步优化发展空间格局。包含“深入实施新型城镇化战略行动”“加大区域战略实施力度”两个方向。进一步推进城镇化将通过将农村户口转向城镇户口以提供更好的公共福利，进一步释放居民部门需求。区域战略强调地区之间的产业合作，结合统一大市场政策的落地，发挥区域优势，优化生产要素的组合。

协同推进降碳减污扩绿增长，加快经济社会发展全面绿色转型。一是加强污染防治和生态建设，二是加快发展绿色低碳经济，三是积极稳妥推进碳达峰碳中和。

加大保障和改善民生力度，提升社会治理效能。从稳就业、强化医疗服务、完善社保服务、

加强精神文明建设、维护国家安全稳定五个方向展开。

总体来看，我们认为今年的政府工作报告较为明确地突出了“稳增长”的信号。5%的经济增长目标体现了稳增长的信心和决心。财政赤字率突破了 3%的“心理红线”，为未来财政持续发力打开了空间。更加务实的通胀目标具有更强的指引性。将扩大内需作为政府工作的第一位，也体现出政府对于稳增长的明确态度。此外，报告对于内外部风险的充分认识和预防也有助于增强经济和市场的抗风险能力。

风险提示

1. 外部不确定性不断上升，“特朗普 2.0”冲击或要求刺激政策加码；
2. 内生动力依然偏弱，长期需求拉动效能不足。

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