

中国资产“开门红”的宏观背景——1月宏观环境观察

宏观点评

日期： 2025.2.25

分析师 尤春野

登记编码：S0950523100001

☎：021-61102508

✉：youchunye1@wkzq.com.cn

报告摘要

海外宏观：制造业共振回暖，美联储停止降息。1月全球制造业 PMI 指数达到7个月以来的高点。美国和欧元区出现了明显的共振复苏。全球制造业近几个月出现回暖的“小阳春”。美国就业和通胀数据较强，给美联储货币政策前景带来了较大不确定性。美联储1月会议如期暂停降息，后续降息的空间也大大缩窄，对于全球流动性边际利空。

国内宏观：信贷“开门红”，但物价仍待回升。1月份信用扩张幅度较大，反映出企业的投资意愿正在增强。制造业 PMI 中的生产经营预期指数也上升至9个月以来的高点，预示企业的预期正在改善。不过当前经济恢复的基础仍不稳固。1月制造业 PMI 弱于季节性，且物价水平恢复仍然缓慢。总体来看，中国经济近几个月出现了边际改善趋势，比如1月之前制造业景气度连续扩张，房地产市场也出现较长时间回暖，政策刺激经济的效果初见成效。但是整体经济恢复的基础仍不牢固，通缩压力仍在，未来还需进一步观察。

事件及政策：宏观政策效用逐步显现。宏观政策整体延续了9.26中央政治局会议以来的方向，不断调整优化一篮子逆周期调控政策的方向与方法。地方政府对房地产、化债两大经济堵点的积极推进。回购存量闲置土地的整体规模和速度都大幅超过市场预期，展现出地方希望通过稳地产稳经济的急迫态度。2月17日习近平总书记召开民营企业座谈会，有助于提振民营经济信心。外部环境方面，特朗普上任后对多国展开关税战，但很多在谈判后撤销。未来需要关注4月初将出台的301调查及前期贸易协议进展调查结果。俄乌停火和谈的声音逐步增强。美俄展开谈判，我们认为和谈协定的核心将是恢复俄罗斯与国际市场的往来，这就意味着金融、贸易将是近期系列谈判的重点，在后续阶段则逐步恢复技术限制、资产冻结、旅行限制等。

大类资产：股强债弱，贵金属大涨。近一个月大类资产中，中国股市（A股及H股）表现强劲，实现“开门红”；贵金属亦涨幅较大；人民币兑美元微幅升值，美元指数下跌；中国国债下跌。中国股市强劲的主要逻辑有三点：第一，2024年9月份以来国内政策已经出现明确的转向，全面加大了对经济的支持力度，且呵护资产价格的意愿非常强烈。第二，DeepSeek等科技突破引发了市场对中国创新能力的重估。第三，外部冲击因素被市场逐渐消化。我们对于股市前景依然看好。科技股仍是当前市场的主线方向，如果未来能进一步观察到经济回暖的信号，则周期股和消费股也将迎来估值修复的机会。债市则相对较弱。首先，四季度以来的债券牛市与经济逐渐回暖的基本面并不相符。其次，央行也有意引导市场利率上行。最后，近期股市表现较好，股债“跷跷板”效应显现。我们认为导致债市调整的几个因素仍未扭转，且调整刚刚开始，未来一段时间还需警惕债券市场的风险。贵金属近期再度大涨。第一，美国特朗普总统上台后全球地缘政治风险增加，推动避险情绪。第二，特朗普的经贸政策引发了美国二次通胀的预期，推动贵金属上涨。从历史经验来看，贵金属牛市之中，白银价格涨幅通常会远超黄金，而本轮行情里白银价格涨幅相对较小，金银比价来到历史高位。所以我们建议关注白银的补涨机会。

风险提示： 中国政策力度不及预期；美国通胀持续超预期。

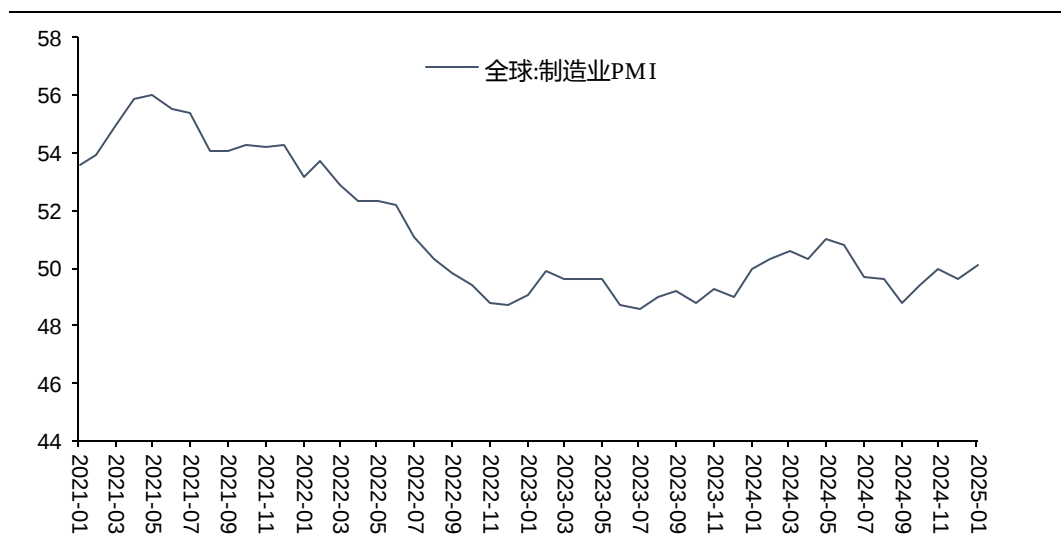
海外宏观：制造业共振回暖，美联储停止降息

1 月全球制造业 PMI 指数重新回到荣枯线以上，录得 50.1，达到 7 个月以来的高点，反映出全球制造业重新开始扩张。

分国别来看，美国 1 月 ISM 制造业 PMI 指数为 50.9%，连续 3 个月回升。欧元区 1 月及 2 月制造业 PMI 分别为 46.6% 和 47.3%，虽然仍在荣枯线以下，但也出现了持续回升的趋势。总体来看，欧美经济出现了共振复苏。2024 年海外较多重要经济体都进入了降息周期，流动性环境转松也将对经济回暖起到推动作用。

全球制造业在 2024 年三季度快速下行，打断了 2023 年下半年以来向上的库存周期。但近几个月再度出现回暖的“小阳春”。

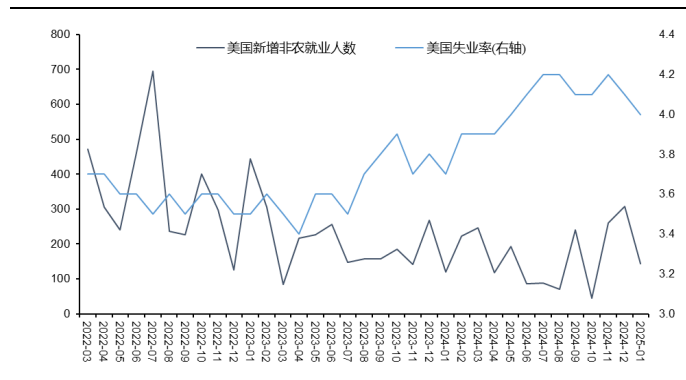
图表 1：全球制造业景气度回升



资料来源：Wind，五矿证券研究所

美国就业市场表现较强。1 月美国新增非农就业 14.3 万人。失业率为 4%，连续两个月下降，反映出劳动力市场依然紧俏。平均时薪同比增长 4.1%，薪资通胀的压力也较大。美国特朗普总统上台之后大幅收紧移民政策，而移民是过去几年中美国新增就业的重要来源，移民减少将会进一步增加美国劳动力供给的紧张程度，我们认为未来美国薪资及服务业链条的再通胀压力较大。

图表 2：美国就业市场表现较强（千人，%）



资料来源：Wind，五矿证券研究所

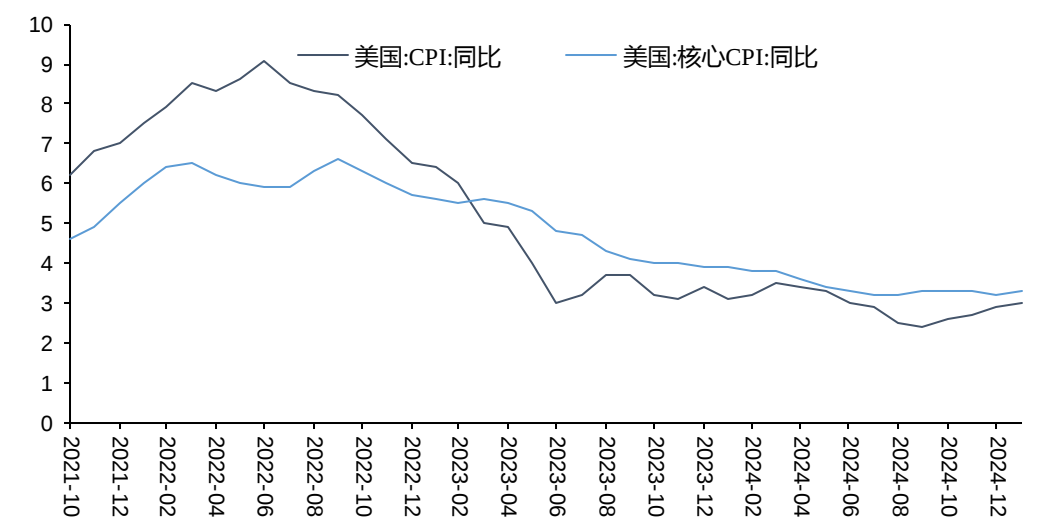
图表 3：美国薪资通胀压力较大（%）



资料来源：Wind，五矿证券研究所

美国 1 月 CPI 同比上涨 3%，涨幅连续 4 个月上行。核心 CPI 同比上涨 3.3%，持平近 8 个月的高点。美国通胀显示出较强的黏性，回落趋势陷入停滞。而且特朗普的政策是偏通胀性的，未来二次通胀的压力不小，这给美联储货币政策前景带来了较大不确定性。

图表 4：美国通胀显现出较大黏性



资料来源：Wind，五矿证券研究所

美联储 1 月会议如期暂停降息。会议纪要显示，美联储官员担心联邦政府的关税政策可能成为推高通胀水平的一大因素，一致同意维持联邦基金利率目标区间不变。早在 2024 年 12 月会议中，美联储就表现出了对通胀问题的担忧，2024 年 12 月点阵图显示美联储官员预计 2025 年只会有 2 次降息，而在 9 月会议点阵图中则为 4 次。即**美联储的倾向是向鹰派转变的**。

目前来看制约美联储降息的因素越来越多。一方面，美欧经济显示出共振复苏的趋势，美国制造业已经回归至景气区间，在特朗普的减税政策预期下，美国经济预期也较强。另一方面，美国通胀显示出较强黏性，特朗普的限制移民和提高关税的政策也增加了二次通胀的压力，而美联储官员显然已经开始提前应对这一影响。所以**美联储继续降息的空间已经大大缩窄，对于全球流动性边际利空**。

总体来看，全球经济出现回暖迹象，但二次通胀的压力也在上升，美联储未来行动路径存在较大不确定性。外部宏观环境喜忧参半。

国内宏观：信贷“开门红”，但物价仍待回升

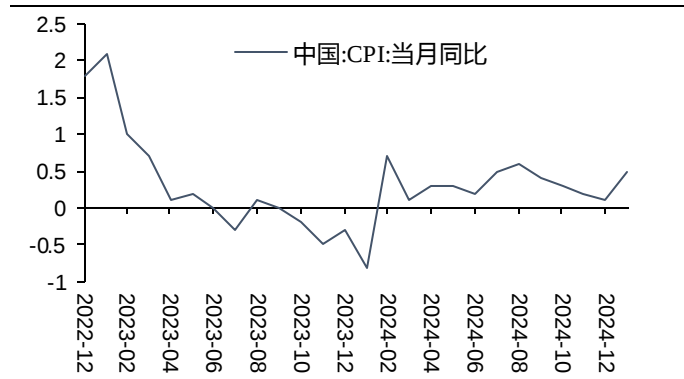
1 月份信用扩张幅度较大，新增社会融资规模 7 万亿元，新增企业中长期贷款 3.46 万亿元，同比由负转正。金融数据对整体经济具有领先性，**1 月信贷“开门红”反映出企业的投资意愿正在增强**。制造业 PMI 中的生产经营预期指数也上升至 9 个月以来的高点，预示企业的预期正在改善。

不过当前经济恢复的基础仍不稳固：

一方面，1 月制造业 PMI 弱于季节性。其中新出口订单回落较为明显，从 2024 年 12 月的 48.3% 下降至 46.4%，而同期海外制造业景气度并不差，外需不应有明显回落。我们认为这可能因为美国特朗普上台后对华关税政策不确定性较大，导致海外相关企业减少了对中国的订单。

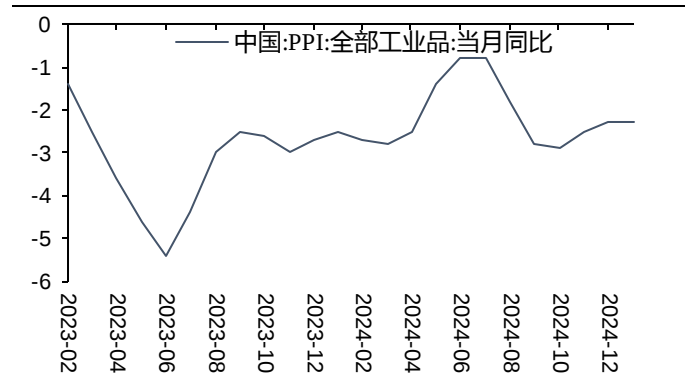
另一方面，物价水平恢复仍然缓慢。1 月 CPI 同比上涨 0.5%，涨幅较 2024 年 12 月提升 0.4 个百分点。具体来看，拉动 CPI 同比上行的主要因素有三：一是食品烟酒价格同比涨幅较大，系春节错位效应所致；二是交通工具用燃料涨幅较大，是 1 月份国际油价上涨所致；三是旅游价格同比涨幅较大，亦为春节错位效应。所以**1 月拉动 CPI 上涨的主要因素均为短期因素，持续性不强，未来存在再度下行压力**。PPI 同比下降 2.3%，环比下降 0.2%。春节停工停产导致工业品价格下降符合季节性特点，但同时也显示出内需复苏力度不强。

图表 5: CPI 小幅回升



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 6: PPI 持平上月



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

春节期间消费平稳增长。经文化和旅游部数据中心测算,春节假期 8 天,全国国内出游人次同比增长 5.9%,出游总花费同比增长 7.0%。据商务部商务大数据监测,今年春节期间,全国重点零售和餐饮企业销售额同比增长 4.1%,网上零售额同比增长 5.8%。此外,受到补贴的家电消费和爆款电影推动的电影票房也出现大幅增长。春节期间居民消费的结构特点体现出一些新趋势:旅游消费增长快于商品消费,反映出居民消费偏好正在从商品向服务倾斜。《哪吒 2》票房火爆也反映出居民对于高质量产品的需求在不断上升。

总体来看,中国经济近几个月出现了边际改善趋势,比如 1 月之前制造业景气度连续扩张,房地产市场也出现较长时间回暖,政策刺激经济的效果初见成效。但是整体经济恢复的基础仍不牢固,通缩压力仍在,未来还需进一步观察。

事件及政策: 宏观政策效用逐步显现

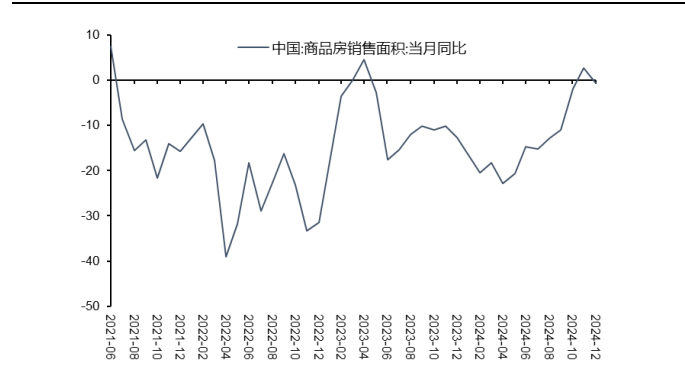
自 2024 年 12 月中的中央经济工作会议至今为宏观数据、政策的真空期。宏观政策整体延续了 9.26 中央政治局会议以来的方向,不断调整优化一篮子逆周期调控政策的方向与方法。从四季度数据观察,“努力完成全年经济社会发展目标任务”得到落实,全年经济增速达到 5%,价格数据逐步回暖,房地产销售面积同比降幅明显放缓。

图表 7: 经济增速达到全年目标



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 8: 地产降幅逐步收窄



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

开年以来,与中央政策真空期形成明显差别的是地方政府对房地产、化债两大经济堵点的积极推进。首先是土地方向,2 月份以来,广东省内多地发布拟回购存量闲置土地的公示,涉及 15 个城市、161 宗土地、用地面积 684.4 万平方米、收储金额 353.7 亿元,整体规模和速度都大幅超过市场预期,展现出地方希望通过稳地产稳经济的急迫态度,这也为 9.26 中央政治局会议提出的“稳住楼市”目标增添了更多的可能性。债务方向,自 1 月至 2 月 24 日,已经有 29 个省市发行了 67 支专项债券用于借新还旧及置换隐性债务,合计金额共 6938.7

亿元。通过解决债务释放经济活力的共识已经显现。我们认为要完成 2025 年的经济增速目标，稳地产和化债将继续是稳经济的两个必要条件。

在中央层面，积极信号出现在 2 月 17 日召开的民营企业座谈会上。习近平总书记提出“在实践中看到了民营企业发展的大势所趋”以及“要坚决破除依法平等使用生产要素、公平参与市场竞争的各种障碍，持续推进基础设施竞争性领域向各类经营主体公平开放，继续下大气力解决民营企业融资难融资贵问题。要着力解决拖欠民营企业账款问题。要强化执法监督，集中整治乱收费、乱罚款、乱检查、乱查封，切实依法保护民营企业和民营企业合法权益。”从中央层面形成了对民营企业拉动技术进步的肯定和支持，同时，在列席企业中也清晰看到与 2018 及 2020 年有多不同的是，此次企业中除了新希望涉及民生安全外，均为新兴产业。整体释放出几个信号，一是确立了未来民营企业在科技方向上的带头作用；二是未来政策的核心将是围绕科技，其中 2025 年一号文件《中共中央 国务院关于进一步深化农村改革扎实推进乡村全面振兴的意见》中首次提到“农业新质生产力”意味着新质生产力意味着全要素生产率的提升，科技赋能全行业将成为主要趋势；三是这一轮对民营经济的监管调整已经结束。

接下来，即将在三月初召开的两会将成为延续去年四季度一揽子政策的重要节点。财政方向上“更加积极的财政政策”以及货币方向上“适度宽松的货币政策”屡次在高层会议及《货币政策执行报告》中提及，频繁释放出 2025 年财政与货币的刺激力度将更上一层楼的信号。总体来看，要达到经济走出通缩、科技带动的热度不降温的两个目标，就要求两会的刺激力度相较于 2024 年四季度的水平不能出现滑坡。

全球方面，特朗普上任满月，将关税作为“美国第一”的主要谈判手段，除了对中国有实质性 10% 的关税外，其余对各国关税都在谈判后撤销。我们认为在当前美国国内通胀抬头的背景下，对华关税或难以达到竞选时所描述的一次性、大规模的高关税，更多的会采取阶段性逐步加征的策略。未来需要关注 4 月初将出台的 301 调查及前期贸易协议进展调查结果，这些或是下阶段加征关税的理由。

图表 9：特朗普上任以来的关税政策

- 1月31日：特朗普签署行政命令，以芬太尼为由对来自墨西哥和加拿大的所有商品征收25%的关税，对中国进口商品征收10%的关税。加拿大的能源出口（包括电力、天然气和石油）被征收10%的关税。这些关税原定于2月4日生效。
- 2月3日：在谈判后，美国、加拿大和墨西哥同意将关税的实施推迟一个月，直到3月4日。此延期的条件是两国加强边境安全措施，以防止毒品走私进入美国。
- 2月10日：特朗普宣布，对所有进口钢铁和铝材征收25%的关税，计划于3月12日生效。此举取消了之前对加拿大、墨西哥、欧盟和其他贸易伙伴的豁免，旨在保护美国的钢铁和铝材产业免受不公平贸易行为和全球产能过剩的影响。
- 2月13日：特朗普指示经济团队制定对等关税计划，旨在匹配其他国家对美国进口商品的关税税率。此策略旨在消除贸易不平衡，鼓励更公平的贸易实践。新的关税预计将根据每个国家的情况量身定制，可能导致美国消费者和企业的价格上涨。
- 2月18日：特朗普宣布计划对进口汽车、半导体和药品征收25%的关税。这些关税旨在鼓励公司将生产转移到美国。汽车关税预计于4月2日开始实施，药品和半导体的关税将逐步实施，达到25%或更高。
- 2月20日：特朗普宣布将在接下来的一个月内或更早之前，宣布对汽车、半导体、芯片、制药以及可能的木材征收关税。

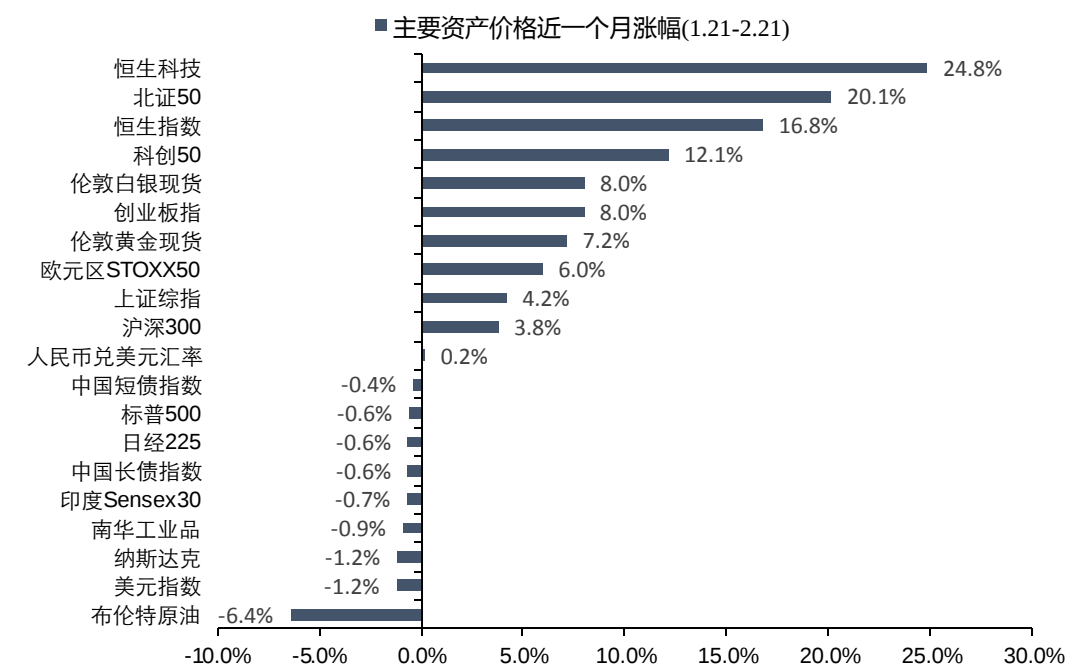
资料来源：白宫官网，五矿证券研究所

俄乌冲突方面，自美国现任总统特朗普上台后，俄乌停火和谈的声音逐步增强。特别是近期“双普会”释放出摩擦降温，停火协议、新贸易格局即将促成的信号。就当前宏观局势来看，我们认为和谈协定的核心将是恢复俄罗斯与国际市场的往来，这就意味着金融、贸易将是近期系列谈判的重点，在后续阶段则逐步恢复技术限制、资产冻结、旅行限制等。

大类资产：股强债弱，贵金属大涨

近一个月大类资产中，中国股市（A股及H股）表现强劲，实现“开门红”；贵金属亦涨幅较大；人民币兑美元微幅升值，美元指数下跌；中国国债下跌。

图表 10：主要资产价格近一个月涨幅



资料来源：Wind，五矿证券研究所

近一个月恒生指数上涨 16.8%，恒生科技指数大涨 24.8%。A 股也表现亮眼，北证 50 指数上涨 20.1%，科创 50 指数上涨 12.1%。中国股市强劲的主要逻辑有三点：

第一，2024 年 9 月份以来国内政策已经出现明确的转向，全面加大了对经济的支持力度，且呵护资产价格的意愿非常强烈。1、2 月份是宏观数据空窗期，所以政策预期对于市场情绪更加重要。近期推动中长期资金入市、支持民营企业发展等相关政策都有助于市场风险偏好上升。

第二，DeepSeek 等科技突破引发了市场对中国创新能力的重估。这进一步推动了国内外金融机构对中国经济前景和中国资产价格全面重估，大幅提振了市场信心，对于科技股尤其显著。

第三，外部冲击因素被市场逐渐消化。特朗普上台之后，虽然很快对华加税，一度冲击市场风险偏好。但随后中美也透露出较强的谈判意愿。此外，美国国债收益率在 1 月中旬之后见顶回落，美联储暂停降息的预期也被市场较为充分地消化，整体上外部冲击因素趋稳。

我们对于股市前景依然看好。科技股仍是当前市场的主线方向，如果未来能进一步观察到经济回暖的信号，则周期股和消费股也将迎来估值修复的机会。

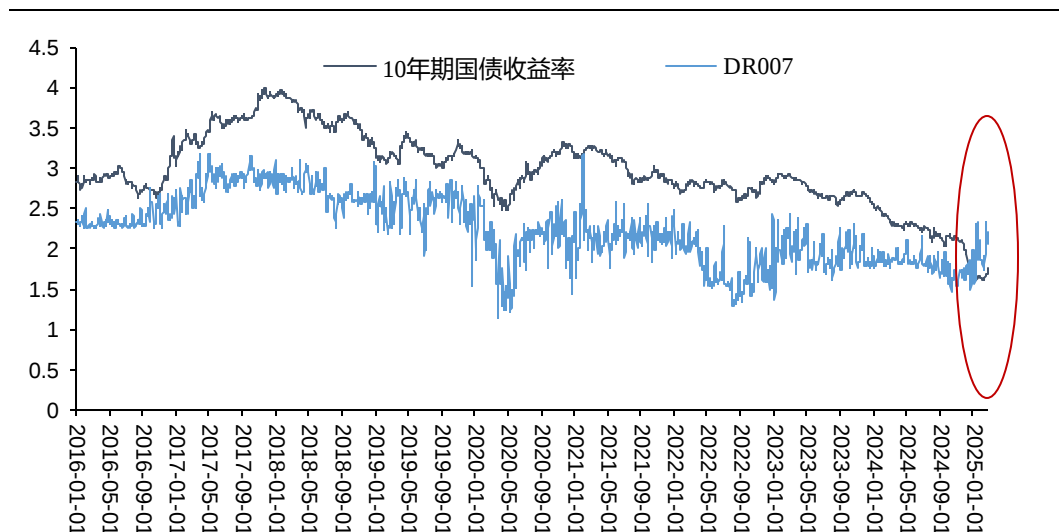
债市则相对较弱。短债指数下跌 0.4%，长债指数下跌 0.6%。我们认为债市调整主要有以下因素：

首先，四季度以来的债券牛市与经济基本面并不相符。2024 年 9 月份之后中国主要的经济指标没有再度恶化，反而 PMI 指数、商品房成交面积等重要指标都发出了积极信号。在这一背景下，债券收益率却持续下行，债券估值过高。

其次，央行也有意引导市场利率上行。1 月中旬开始，资金利率出现明显上行，DR007 上升至 2% 以上，而 10 年期国债收益率却下降到 1.6% 以下，这样的倒挂显然不可持续。同时，资金利率升至较高位置，也体现出央行引导市场利率上行，避免资金“空转”的态度。

最后，近期股市表现较好，股债“跷跷板”效应显现，吸引资金从债市流出，进入股市。

图表 11：近期长债收益率低于资金利率



资料来源：Wind，五矿证券研究所

我们认为导致债市调整的几个因素仍未扭转，且调整刚刚开始，未来一段时间还需警惕债券市场的风险。

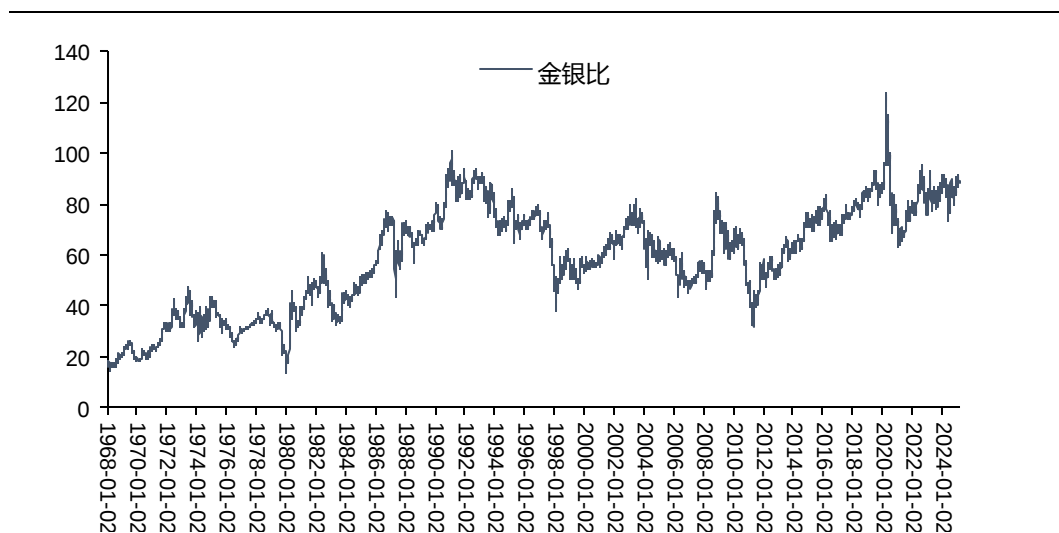
贵金属近期再度大涨。近一个月黄金上涨 7.2%，白银上涨 8%。主要原因有以下两点：

第一，美国特朗普总统上台后全球地缘政治风险增加，推动避险情绪。特朗普对多个国家施加关税威胁，导致未来全球经贸前景面临较大不确定性。同时，特朗普对加拿大、格陵兰岛、巴拿马运河等国家和地区提出了领土诉求，也大大增加了全球地缘政治风险。很多国家的央行也重新开始购买黄金以分散风险。避险情绪刺激下贵金属价格上涨。

第二，特朗普的经贸政策引发了美国二次通胀的预期。黄金价格与长期通胀预期正相关，故而获得上涨动力。

从历史经验来看，贵金属牛市之中，白银价格涨幅通常会远超黄金，而本轮行情里白银价格涨幅相对较小，金银比价来到历史高位。所以我们建议关注白银的补涨机会。

图表 12：金银比价达到历史高位



资料来源：Wind，五矿证券研究所

风险提示

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：上海市浦东新区东方路 69 号裕景国际商务广场 A 座 2208 室 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：北京市海淀区首体南路 9 号 4 楼 603 室 邮编：100037

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: Room 2208, 22F, Block A, Eton Place, No.69 Dongfang Road, Pudong New District, Shanghai
Postcode: 200120

Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen
Postcode: 518035

Beijing

Address: Room 603, 4F, No.9 Shoutinan Road, Haidian District, Beijing
Postcode: 100037