

宏观点评

日期： 2023.11.7

分析师 尤春野

登记编码：S0950523100001

☎：13817489814

✉：youchunye1@wkzq.com.cn

相关研究

- 《加强监管，化解风险——中央金融工作会议点评》(2023/11/1)

中央金融工作会议深入解读

报告摘要

中央金融工作会议 10月30日至31日在北京举行。这是中国金融领域最高规格的会议。在此之前的会议名称是“全国金融工作会议”。本次会议将名称中的“全国”升格为“中央”，更加强调党对金融工作的集中领导。从1997年第一次全国金融工作会议以来，本次会议已是第六次金融工作会议。每次会议都对之后数年的金融领域的发展起到极其深刻的影响。

本次中央金融工作会议的背景。自2017年以来，中国面临的国内外形势愈加错综复杂。外部环境方面，西方国家的科技封锁倒逼中国加速“高质量发展”。内部环境方面，中小银行、地方债和房地产领域的风险不断积累。本次会议是除2002年会议之外唯一一次所有常委全部出席的金融工作会议。中央对其重视程度可见一斑。本次会议深刻指出了当前金融领域存在的各种问题。相比之下，2017年的金融工作会议中对彼时的金融业持较为肯定的态度，并未明确指出很多矛盾和问题。也就是说，在新形势下，中央对当前金融领域存在的问题是较为警惕和重视的。相应的，未来中央对于金融工作也会提出更高的要求、进行更严格的监管。

主题：推进金融高质量发展。会议首次提出了建设“金融强国”的目标。要深刻把握金融工作的政治性、人民性。金融业有天然的逐利本性，而“政治性、人民性”则要求未来金融机构需要将社会责任作为发展的核心方向之一，积极配合国家大局战略。我们认为金融高质量发展有以下几方面含义：一是总量政策的高质量；二是服务对象的高质量；三是服务机构的高质量；四是融资渠道的高质量。

重点：加强监管，防范化解风险。自2017年全国金融工作会议以来，“加强监管”就是金融工作的重心之一。六年来金融各领域的监管力度已经大大增强。本次会议继续将“加强监管”作为工作重点，且态度似有加强。我们认为加强监管、化解风险的主要含义有以下几方面：一是及时处置中小金融机构风险；二是建立防范化解地方债务风险长效机制；三是促进金融与房地产良性循环；四是维护金融市场稳健运行。

根本保证：加强党中央对金融工作的集中统一领导。西方金融市场注重自由性和逐利性。但中国金融市场不同，是党的集中统一领导下的市场，具有鲜明的中国特色。这一方面是为了避免过度放权带来的各种金融乱象；另一方面也有助于发挥社会主义“集中力量办大事”的优势。会议指出，“要完善党领导金融工作的体制机制，发挥好中央金融委员会的作用，做好统筹协调把关。发挥好中央金融工作委员会的作用，切实加强金融系统党的建设。”央行在“学习中央金融工作会议”的会议上表示，将“按照中央金融委的统筹部署，高效落实党中央重大决策部署，重大事项及时向党中央请示报告”。未来党中央对于金融工作的决策和意志将会得到更直接的贯彻落实。

风险提示：

1. 政策不及预期。
2. 海外爆发大规模金融风险。

金融工作会议的历史回顾

中央金融工作会议 10 月 30 日至 31 日在北京举行。这是中国金融领域最高规格的会议。在此之前的会议名称是“全国金融工作会议”。**本次会议将名称中的“全国”升格为“中央”，更加强调党对金融工作的集中领导。**从 1997 年第一次全国金融工作会议以来，本次会议已是第六次金融工作会议。**每次会议都对之后数年的金融领域的发展起到极其深刻的影响。**我们在此先简要回顾过去五次会议。

第一次全国金融工作会议（1997 年 11 月）

首届全国金融工作会议召开于 1997 年。彼时亚洲金融危机爆发不久，东亚、东南亚各国都面临汇率贬值、外资出逃的巨大压力。而国内金融风险也在不断积累，国有四大行不良资产问题严重，金融混业经营不规范。

会议有两方面重点内容：一是建立与社会主义市场经济发展相适应的金融机构体系、金融市场体系和金融调控监管体系。二是化解金融隐患，增强防范和抗御金融风险能力。

从会后的执行情况来看，机构改革方面，1998 年成立中央金融工作委员会，同时成立保监会、证监会分别负责对保险业、证券业的监管。撤销 31 个央行省分行，改为九大区行，加强央行独立性。化解风险方面，中央定向发行 2700 亿特别国债，补充四大行资本金。成立信达、华融、长城、东方四大资管公司，处理四大行剥离的不良资产。经过一系列改革和整治，中国金融秩序明显好转，抵御住了亚洲金融危机的冲击。

第二次全国金融工作会议（2002 年 2 月）

2001 年中国加入 WTO，对外开放的进程大大加快，这也给金融领域带来了新的要求，中国金融业需要加快改革以适应新的发展阶段。

会议强调，加强监管是金融工作的重中之重；必须把银行办成现代金融企业。同时对农村信用社、证券市场等领域也提出了相应要求。

会后，在监管方面，撤销了中央金融工作委员会，成立银监会，形成“一行三会”的金融监管格局。在银行业改革方面，成立中央汇金公司，推动国有大行上市。随后几年，交行、建行、中行和工行相继上市。

第三次全国金融工作会议（2007 年 1 月）

2007 年正值国际金融危机的前夕。经过几年的发展，中国金融业迅速发展壮大，金融改革迈出重要步伐，对外开放程度明显扩大。

会议提出六项重点工作，一是继续深化国有银行改革，加快建设现代银行制度；二是加快农村金融改革，完善农村金融体系；三是大力发展资本市场和保险市场，构建多层次金融市场体系；四是充分发挥金融的服务和调控功能，促进经济平稳较快增长和社会全面发展；五是积极稳妥推进金融业对外开放，提高开放质量和水平；六是提高金融监管能力，保障金融稳定和安全。

会后国有银行开始了进一步深化改革的进程。2008 年国开行改制为股份有限公司，2010 年农行在 A+H 股同步发行、上市。央行开始编制“社会融资规模”这一指标，对直接融资的重视程度上升。会后成立中国投资有限公司，承担外汇储备的投资管理工作。

第四次全国金融工作会议（2012 年 1 月）

2008年国际金融危机之后，中国果断实施“四万亿”等一揽子经济刺激计划，成功应对了金融危机的冲击，提升了国际地位和影响力。但强力刺激政策也带来了一些金融风险，比如地方政府债务规模迅速扩张，风险开始积累；货币宽松导致流动性过剩；资金有脱实向虚的现象。

会议首次提出“防范化解地方政府性债务风险”，将防风险提上日程。同时会议强调了市场化配置资源的改革导向，并将扩大金融对外开放作为重点工作之一。

此后数年，政府对融资平台的监管开始规范化。“811 汇改”等改革加快了人民币国际化进程。

第五次全国金融工作会议（2017年7月）

党的十八大以来，我国金融改革发展取得新的重大成就。但是随着经济增长进入“新常态”，金融领域“脱实向虚”的现象更加明显，金融与实体经济之间的循环不通畅。

在此背景下，这次会议以加强监管、防范风险为工作的重点。会议指出，“防止发生系统性金融风险是金融工作的永恒主题。要把主动防范化解系统性金融风险放在更加重要的位置”。会议指出，要坚持党中央对金融工作集中统一领导，要坚定深化金融改革，扩大金融对外开放。

会后的执行层面来看，监管和防风险方面，会后成立了国务院金融稳定发展委员会，地方金融监管局也纷纷挂牌，形成了“一委一行两会+地方监管局”的金融监管格局。2018年资管新规落地，对资管行业进行全面监管，对资管行业的业务格局产生了深远的影响。金融改革方面，科创板、从试点到全面注册制等改革相继落地，直接融资的体量大幅扩容。对外开放方面，推出了放宽外资持股比例限制、放宽外资准入要求等一系列改革政策。

本次中央金融工作会议的背景

自2017年以来，中国面临的国内外形势愈加错综复杂。外部环境方面，2018年中美经贸摩擦爆发以来，西方国家对中国的科技封锁逐步加码，倒逼中国加快向高端产业链自主突围。“高质量发展”成为新时代的主题。这就要求金融业也需要配合国家的大局战略，对高质量发展的相关行业提供资金支持。内部环境方面，2020-2022年的三年疫情大大加重了地方政府的债务压力，很多地方政府融资平台的风险浮出水面。同时房地产行业的收缩也导致很多高杠杆的房企爆雷，增加了金融领域的风险。经济下行及债务压力的影响下，很多中小商业银行也出现了流动性危机。机构改革方面，2023年3月，在银保监会基础上组建国家金融监督管理总局，证监会升格为国务院直属单位，同时进行了央行分支机构改革并深化地方金融监管管理体制，形成了以中央金融委员会为核心，“一行一局一会”的新格局。

在这一背景下，本次中央金融工作会议于10月30日至31日召开。习近平总书记出席会议并发表重要讲话，7位中央政治局常委全部出席会议，这是除2002年会议之外唯一一次所有常委全部出席的金融工作会议。中央对本次会议的重视程度可见一斑。

虽然2017年以来中国金融业取得了很多发展成果，但也存在一些问题。本次会议指出，“金融领域各种矛盾和问题相互交织、相互影响，有的还很突出，经济金融风险隐患仍然较多，金融服务实体经济的质效不高，金融乱象和腐败问题屡禁不止，金融监管和治理能力薄弱。”“经济金融风险隐患”对应了前文所述的地方债、房地产和中小银行的风险。“金融服务实体经济的质效不高”是因为大量的资金流向了城投和地产领域，对实体经济的支持不足，反而积累了很多风险，不符合“高质量发展”的要求。“金融乱象和腐败问题屡禁不止”与中央近年来金融反腐行动持续升级相呼应。“金融监管和治理能力薄弱”也是今年3月的国务院金融机构改革的源头。

相比之下，2017年的金融工作会议中对彼时的金融业持较为肯定的态度，并未明确指出很多矛盾和问题。也就是说，在新形势下，中央对当前金融领域存在的问题是较为警惕和重视的。

相应的，未来中央对于金融工作也会提出更高的要求、进行更严格的监管。

本次会议中强调了一个主题：推进金融高质量发展。一个重点：加强监管，防范化解风险。一个根本保证：加强党中央对金融工作的集中统一领导。

主题：推进金融高质量发展

2022年党的二十大旗帜鲜明地提出“高质量发展”为未来的核心指导思想之一，各项政策都需要配合高质量发展的需求。本次会议指出，“高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务，金融要为经济社会发展提供高质量服务。”会议首次提出了建设“金融强国”的目标。目前中国资本市场规模已经仅次于美国，可谓“金融大国”，但是各项监管制度和市场的完善度不足，“大而不强”。纵观历史，各个大国崛起的必要条件是成为金融强国。因此在中华民族伟大复兴的总目标下，金融强国是必须实现的目标。

为了实现金融高质量发展，会议指出，“金融系统要切实提高政治站位”，“深刻把握金融工作的政治性、人民性”。**金融业有天然的逐利本性，而“政治性、人民性”则要求未来金融机构需要将社会责任作为发展的核心方向之一，积极配合国家大局战略。**

我们认为金融高质量发展有以下几方面含义：

第一，总量政策的高质量。会议指出，“始终保持货币政策的稳健性，更加注重做好跨周期和逆周期调节，充实货币政策工具箱。”“跨周期”强调货币政策的平稳性，“逆周期”强调货币政策在经济有压力的情况下要适度加码，“充实货币政策工具箱”强调货币政策需要开发更多结构性工具来支持高质量发展的需求。**我们认为未来对于符合国家战略的领域会有更多的结构性货币政策支持。**会议指出，“保持流动性合理充裕、融资成本持续下降”，**我们认为从长期来看，利率的中枢仍是趋于下行的。**

第二，服务对象的高质量。会议指出，“优化资金供给结构，把更多金融资源用于促进科技创新、先进制造、绿色发展和中小微企业，大力支持实施创新驱动发展战略、区域协调发展战略，确保国家粮食和能源安全等。”即**高技术、绿色环保和涉及国家安全的行业将会得到更多的资金支持，同时中小微企业也有望得到更多的帮扶政策。**会议指出，“**做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章。**”这五个方向将是未来中国金融业发展的重点。

第三，服务机构的高质量。会议指出，“深化金融供给侧结构性改革”，“支持国有大型金融机构做优做强，当好服务实体经济的主力军和维护金融稳定的压舱石，严格中小金融机构准入标准和监管要求”，“培育一流投资银行和投资机构”。我们认为金融领域的供给侧改革将是未来数年的重要趋势。**风险较大的中小机构可能会逐步退出市场或被收购，大型国有金融机构将迎来更大的发展机会，金融机构的马太效应将愈加明显。**据中国证券报报道，中央金融工作会议之后，证监会表示将支持头部证券公司通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式做优做强，打造一流的投资银行。**券商间的并购重组有望得到证监会的进一步支持。**同时证监会提出，推动证券公司投行、投资、投研协同联动，不断提升服务实体经济、服务注册制改革能力。**即未来券商的投研体系需要更加注重内部部门之间的联动。**此外，会议提出要发展上海和香港两个“金融中心”。“增强上海国际金融中心的竞争力和影响力，巩固提升香港国际金融中心地位。”英国智库Z/Yen集团与中国（深圳）综合开发研究院最近联合发布的“第34期全球金融中心指数报告（GFCI 34）”显示，全球金融中心的排名中香港排行第四位，上海排名第七位，上海作为中国大陆最重要的金融中心，其国际地位还有待于进一步增强。香港作为最大的人民币离岸市场，是中国和国际间资金流动的重要纽带，地位也需要巩固。

第四，融资渠道的高质量。会议指出，“更好发挥资本市场枢纽功能，推动股票发行注册制走深走实，发展多元化股权融资”，“促进债券市场高质量发展”。**我们认为大力发展直接融资**

渠道仍是政策推动的主要方向。一方面完善注册制，发挥股票市场的融资作用；另一方面也要完善债券市场，我们认为未来可能会鼓励优质企业增加直接发债融资的规模。虽然未来城投债和地产债的规模会逐渐缩小，但产业债的规模预计将扩大。

重点：加强监管，防范化解风险

自2017年全国金融工作会议以来，“加强监管”就是金融工作的重心之一。六年来金融各领域的监管力度已经大大增强。本次会议继续将“加强监管”作为工作重点，且态度似有加强。会议强调，“要全面加强金融监管，有效防范化解金融风险。切实提高金融监管有效性，依法将所有金融活动全部纳入监管，全面强化机构监管、行为监管、功能监管、穿透式监管、持续监管，消除监管空白和盲区，严格执法、敢于亮剑，严厉打击非法金融活动。”

我们认为加强监管、化解风险的主要含义有以下几方面：

第一，及时处置中小金融机构风险。中小金融机构有管理层级少、贴近市场和客户的优势，是金融体系中的重要组成部分。但是近年来中小金融机构频频爆雷，增加了金融系统的不稳定性。对于中小金融机构的管理，我们认为未来一方面是要严格准入标准，控制供给侧。同时对已有的风险早发现早治理。另一方面要引导中小金融企业发挥地方性、特色化的经营优势，杜绝盲目扩张。

第二，建立防范化解地方债务风险长效机制。这涉及到深层的体制机制问题，关乎政府间财政的事权和财权的分配。当前隐性债务的成因在于基层政府承担了过多的财政支出责任，但财政收入不足，所以不得不违规举债融资来保证经济和民生。未来对于相应的财政体制可能会有改革措施。同时会议指出，“优化中央和地方政府债务结构。”我们认为未来政府杠杆将适度的从地方转向中央。近期中央宣布增发1万亿国债，上调本年度赤字率，初步释放了中央加杠杆的信号。我们认为这一进程将持续，从而逐步缓解地方政府的债务压力。

第三，促进金融与房地产良性循环。本次会议上首次专门针对房地产问题做了指示，反映出中央对房地产问题的重视。房地产是当前金融风险积累的重要领域。过去多年的房地产扩张周期导致很多房企过度举债，在当前房地产周期的下行期中则面临巨大的债务危机。由于城镇化进程放缓及人口老龄化的趋势，房地产行业很难再度复制过去二十年的辉煌，所以构建房地产发展新模式迫在眉睫。我们认为“新模式”就在于商品房和保障房的双轨制，即一方面允许有能力的居民购买商品房以满足更高的居住需求；另一方面完善保障房和租房市场，以缓解大城市高房价给低收入居民带来的压力。我们认为未来保障房等“三大工程”的建设将给房地产市场提供更多增量，以对冲房地产投资周期性下行的压力。会议指出，“健全房地产企业主体监管制度和资金监管”，我们认为未来针对房企的资金监管、审查的力度可能会更加严格。同时会议指出，“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求”。当前民营房企受到的不公平对待仍然较为严重，我们认为未来将有自上而下的支持民营房企融资的政策出台，以缓解民营房企流动性的燃眉之急。

第四，维护金融市场稳健运行。随着中国资本市场规模的不断壮大，资本市场的稳定对于整体经济和社会的稳定性愈加重要。本次会议继7月24日政治局会议之后再次提出“活跃资本市场”，反映出中央对于资本市场稳定的重视。对此，央行在“学习中央金融工作会议”的会议上指出，将“推动金融稳定立法，加快金融稳定保障基金建设”。即未来有望成立中国的“平准基金”，以稳定资本市场尤其是股市。中央金融工作会议指出，“规范金融市场发行和交易行为”。这一方面是规范IPO发行。在全面注册制落地之后，公司上市的门槛也相应降低，这可能会导致一些不良企业借机上市“圈钱”，损害股民的利益和信心。“规范金融市场发行”意味着至少在全面注册制的初期，监管给以适当的“把关”仍有较强的必要性。另一方面是规范交易行为，这涉及到严厉打击内幕交易、操纵市场等行为。证监会在“学习中央金融工作会议”的会议上指出，将会“对财务造假、欺诈发行、操纵市场等违法行为重拳打击，对履职尽责不到位的中介机构严厉惩戒。”这对于未来金融机构业务的专业性和规范性都

提出了更高的要求。中央金融工作会议指出，“防范风险跨区域、跨市场、跨境传递共振。”“跨区域”是指防止地方性、局部性的风险蔓延成全国性风险；“跨市场”是指防范外汇、债市和股市之间的风险扩散；“跨境”是指防范海外风险传递至国内。对于外汇市场，会议指出，“加强外汇市场管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。”近两年来由于美联储的快速加息，全球外汇市场出现了巨大波动，人民币汇率也出现了较大幅度的贬值。我们认为未来央行对于汇率的调节力度将会加强，以在特殊形势下保持汇率的稳定，避免风险外溢。

根本保证：加强党中央对金融工作的集中统一领导

西方金融市场注重自由性和逐利性。但中国金融市场不同，是党的集中统一领导下的市场，具有鲜明的中国特色。本次会议中多次强调，“加强党中央对金融工作的集中统一领导”。这一方面是为了避免过度放权带来的各种金融乱象；另一方面也有助于发挥社会主义“集中力量办大事”的优势。同时，加强党的领导也有助于保证金融工作的“政治性、人民性”。

会议指出，“要完善党领导金融工作的体制机制，发挥好中央金融委员会的作用，做好统筹协调把关。发挥好中央金融工作委员会的作用，切实加强金融系统党的建设。”我们认为未来党中央直接管理金融工作的机制将得到加强。央行在“学习中央金融工作会议”的会议上表示，将“按照中央金融委的统筹部署，高效落实党中央重大决策部署，重大事项及时向党中央请示报告”。未来党中央对于金融工作的决策和意志将会得到更直接的贯彻落实。此外，会议指出“发挥好地方党委金融委员会和金融工委的作用，落实属地责任。”这旨在理顺中央与地方的权责关系，便于更好地处置和化解风险。

风险提示

1. 政策不及预期。
2. 海外爆发大规模金融风险。

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		Ratings	Definitions
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.	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