

中国制造业，如何从比较优势迈向竞争优势？

宏观点评

日期： 2024.07.03

分析师 尤春野

登记编码：S0950523100001

☎：13817489814

✉：youchunye1@wkzq.com.cn

相关研究

- 《曙光初现——5月宏观环境观察》(2024/6/21)
- 《二季度宏观政策：稳经济，化风险》(2024/6/21)
- 《淡化时点，关注趋势——美联储6月会议点评》(2024/6/13)
- 《三中全会历史回溯》(2024/6/11)
- 《加快政策落地，避免前紧后松——4.30政治局会议解读》(2024/5/1)
- 《宏观不确定性加大——3月宏观环境观察》(2024/4/26)
- 《美联储强化降息预期——美联储3月会议点评》(2024/3/22)
- 《高目标，高质量——2024年政府工作报告解读》(2024/3/6)
- 《如何理解非对称降息》(2024/2/20)
- 《降息在路上，但大概不是3月——美联储1月会议点评》(2024/2/2)

事件点评

产能利用率快速回落受经济发展模式转换、地缘政治、疫情、地产等影响较大。自2021年二季度以来，产能利用率在多重因素影响下持续下滑。我们认为这是经济转换期中叠加外生冲击带来的短期镇痛，无需过度担忧，同时，未来产业结构上将出现一轮新旧产业的交替，制造业中高附加值商品份额将逐步提升。从政策的角度出发，短期内要继续以促进内需为抓手，协助产业轮动平稳过渡，着力推动经济从高速增长阶段转向高质量发展阶段。

中国制造业正在从比较优势迈向竞争优势。近期海外出现较多观点认为我国出现了产能过剩引发的倾销行为，我们认为，中国并没有因为产能过剩而进行不正当的低价倾销。实际上，发达经济体的指责可能更多是源于中国从传统的比较优势逐渐转变为竞争优势，这种转变对过去海外高附加值和高附加值的产业构成了竞争压力。全球价值链模型(GVC)显示，与美国相比，中国低端产业全球增加值较低，而全球价值链地位指数较高。这说明美国尽管制造业总量不如中国，但其低端制造业的生产效率和技术水平较高。在高端制造业领域，全球增加值指数与价值链指数与美国的差距都在快速缩小，其中增加值指数较快，这说明在技术进步的推动下，中国高端领域商品红利正在快速扩大。

新质生产力将加速转型速度。在新质生产力的推动下，中国所处的产业链位置会进一步抬升，“卡脖子”问题会得到进一步优化，高端领域商品增加值与价值链地位将进一步抬升。从长期看，宏观环境决定了全球大市场的优势将在未来很长一段时间继续留在中国，而全球兴起的关税贸易等保护主义的出现会进一步对外企进入中国市场带来困难，这将对海外大型跨国企业利润带来一定的压力。从战略上看，在“补链强链”的方针下，多数产业将通过升级转型的方式继续留在国内，其中对于低端产业而言绿色转型将是主要抓手。

加快产能优化，为新兴产业发展铺路。产业调整是宏观经济转型期实现资源优化配置、提升生产效率和推动高质量发展的关键举措。我们建议在结合市场原则的基础上，通过合并、重组和升级，盘活存量资产，对产能利用率偏低的行业进行快速调整。同时，将有效投资引导至新兴产业，确保资源向高成长性领域倾斜，从而促进整体经济的稳健增长和产业结构的优化升级。具体措施包括制定差异化的产业政策，支持重点企业技术改造和设备更新，以及加强政府与企业之间的合作，建立产能利用率监测和预警机制，确保调整措施的有效实施。

风险提示：

- 1、贸易保护主义进一步抬头，关税税率快速抬高或拖累外需表现；
- 2、若产业政策推进不及预期，则可能导致部分行业支撑不足。

背景

近期，美国财长耶伦和国务卿布林肯在访华期间均提出中国产能过剩的观点，尤其是针对“新三样”（电动汽车、锂电池和光伏产品）的出口。随后访华的德国总理朔尔茨也对中国产能过剩表达关切。5月16日，著名经济学家保罗-克鲁格曼在《纽约时报》发文《做好准备，第二次“中国冲击”来了》，认为第一次冲击是在20世纪90年代，中国对美国制成品出口激增，从就业等多个方面导致美国经济出现了不平等的后果；第二次冲击是指在中国消费放缓后，无法被消化的商品被大量倾销到国际市场，其中特别指出“新三样”对美国企业带来了较大冲击。

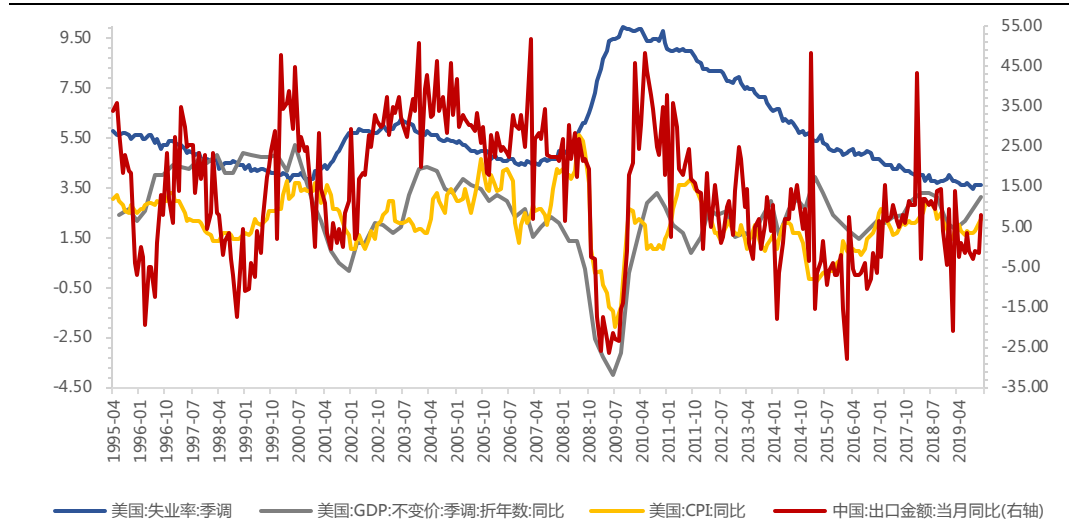
目前提出的产能过剩导致的倾销行为是指以远低于市场价格将产品以出口至海外市场，冲击海外相关企业利益。回溯历史，自关税与贸易总协定（GATT）开启全球化时代后，商品贸易与汇率将全球串联，形成了分工明确的全球产业链，发展中国家的商品就开始以低廉的价格快速流入发达经济体，特别是在中国加入WTO之后，全球贸易进一步活跃。数据显示，我国出口绝对量从1995年的247.29亿美元跃升至2005年的1629.39亿美元，十年内翻了近6.6倍。

比较优势下的共同繁荣

从1995-2005年，在接受发展中国家大面积出口期间，发达经济体除了受到互联网泡沫的冲击以外，基本维持了繁荣且稳定的经济增长。即使是在泡沫破裂的关键时期，经济中也没有出现恶性通胀、失业率失控、经济滑入负增长的阶段。这在一定程度上意味着中国等发展中国家出口的廉价商品没有对发达经济体的产业带来冲击，或者说，低廉的价格可能帮助其平衡了经济。最好的解释是：在比较优势下，当一国以低价销售商品时，购买方将会获利，因为其支付的价格更低，将更多的财富留在了国内。这是克鲁格曼眼中的第一轮冲击，改变了全球贸易中的供需关系。

随后在2008年全球金融危机的冲击下，外需大面积滑坡，国内投资率超过趋势水平上涨、消费下降，经济体内出现了明显的内需不足。部分行业在内外需共同回落的背景下出现了产能过剩的情况，其中有两个因素：首先是软约束下部分大型企业忽视市场实际需求，出现了供给大于需求的情况；第二是在前期出口较热的背景下，制造业企业维持了扩张的乐观态度。但总体来看，每当经济中出现泡沫时，宏观调控都在短期内介入并进行了积极的调控，因为过剩往往与价格弱势、企业亏损紧密关联，会严重影响经济发展的动能。

图表 1: 贸易高速增长并未损害全球经济

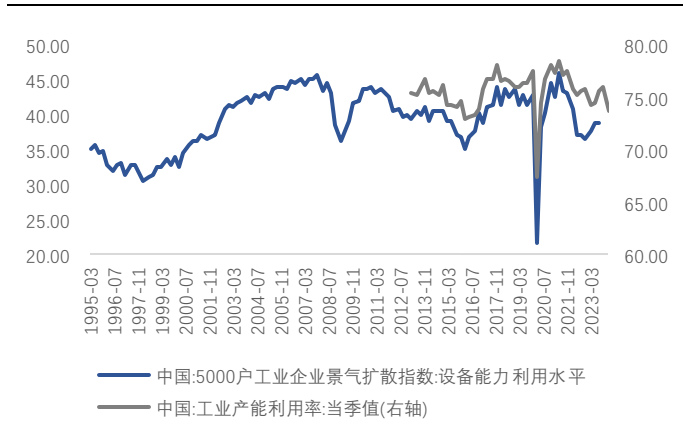


资料来源: Wind, 五矿证券研究所

历史上的两轮过剩

历史上,我国经历过两轮过剩调控。第一轮出现在1995-2001年,体现为企业产能利用率下降,库存积压带来价格下跌,企业亏损的情况。主要原因是在前期“价格闯关”时代的供给短缺快速转向供给过剩,在制度软约束及生产惯性的影响下,生产计划没有准确地预判到需求的数量导致产能过剩的出现,除此之外,亚洲金融危机与互联网泡沫也导致需求侧有所回落。其中以中下游和轻工业为主的纺织、家电、胶卷、电话机等消费品出现了较强的供给过剩。为了应对这些情况,宏观调控采取了通过淘汰落后产能和支持技术升级来调整结构,同时采取紧缩银根和严格土地审批,深化国企改革并开放市场准入以推动市场化,实施税收优惠和财政支持来促进转型升级。随后,《九五计划》(1996-2000年)和《十五计划》(2001-2005年)进一步明确提出了经济结构调整、产业升级和国企改革的目标和措施。第二轮出现在2008年全球金融危机后,“四万亿”刺激计划以及房地产刺激政策导致投资高速发展,助推钢铁、水泥、玻璃等相关产业的扩张,CPI同比增速在2011年7月达到了6.45%的阶段性高位。随后,在2015年底召开的中央经济工作会议提出去杠杆作为经济工作的五大任务之一,提出了“三去一降一补”的重要任务。此后,非金融企业部门杠杆率与资本形成率(投资率)双双放缓。

图表 2: 工业景气指数与工业产能利用率



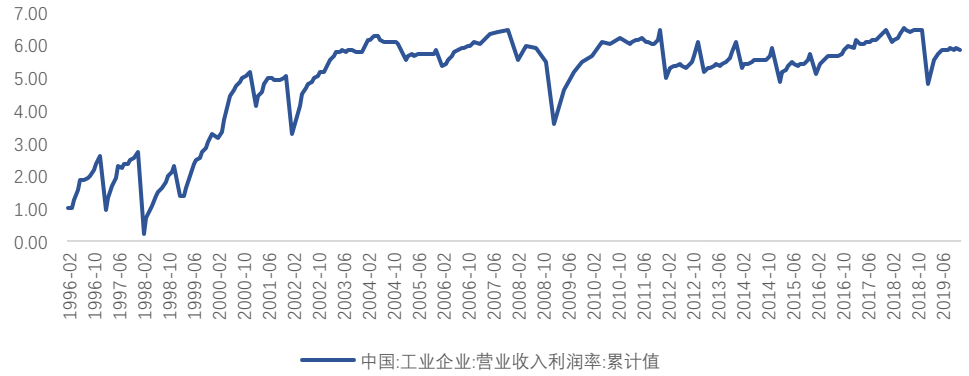
资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 3: 主要价格指数



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 4: 工业企业营业收入利润率

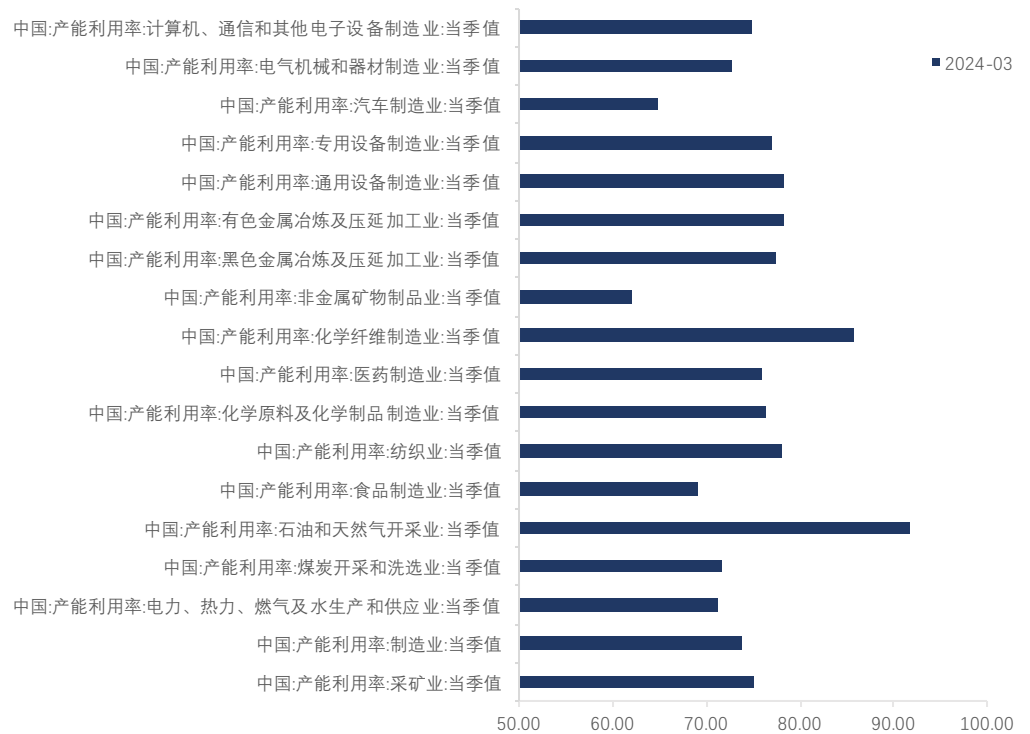


资料来源: 路易斯联储, 五矿证券研究所

无论是企业还是政府,都对过剩产能出清有主动的动机,因为其既不利于利润增速也不利于经济增长。2024年,根据统计局公布的18个行业产能利用率观测,有三个行业在一季度低于国际70-78%的标准,分别对应食品69.07%、非金属矿物制品61.97%以及汽车制造业64.87%。造成这些行业回落的原因在于短期内,国内有效需求不足、外需回落,需求的回落压制了价格。整体来看,总供给与总需求还是趋于平衡,消费品依然可以在企业维持盈利的红线上以价换量,没有出现库存在短期内快速冲高的现象,因此无法下结论称整体产能出现了过剩的情况。

从数据观察,自2021年2季度以来,产能利用率在受到长期经济发展模式转换、短期疫情冲击、全球地缘政治恶化以及以房地产为主的基建走弱等多重因素影响下持续下滑。我们认为这是经济转换期中叠加外生冲击带来的短期镇痛,无需过度担忧,同时,未来产业结构上将出现一轮新旧产业的交替,高增加值产业份额将逐步提升。从政策的角度出发,要继续以促进内需为抓手,协助产业轮动平稳过渡,着力推动经济从高速增长阶段转向高质量发展阶段。

图表 5: 产能利用率(当季值)

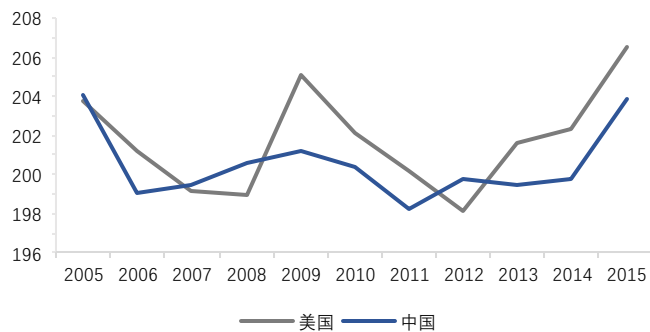


资料来源: Wind, 五矿证券研究所

从比较优势到竞争优势

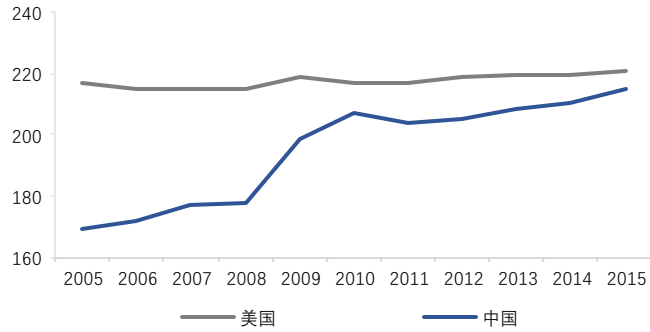
与“供给过剩”同时发生的还有受人力资本提升带来的“中国制造业消失”的担忧。价格红利到底有没有消失？从数据上看，中国出口价格指数、义乌中国小商品指数（出口价格指数）长期维持平稳，仅仅在疫情冲击期间，物流价格快速上涨的时期出现了抬升，随后快速回落均值水平。除此之外，中国所处的全球产业链也在 2008 年开始快速向上突破，这意味着产品的增加值出现了快速上行。

图表 6：低端产业增加值指数



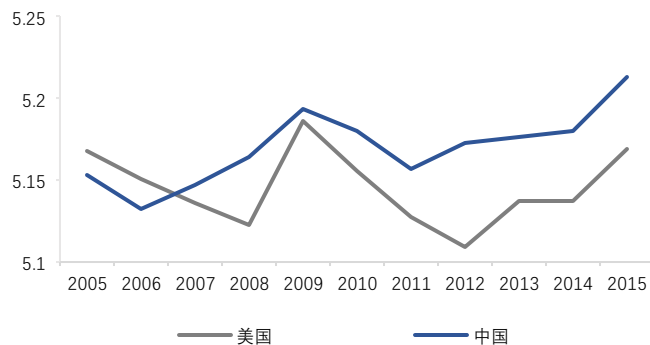
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 7：高端产业增加值指数



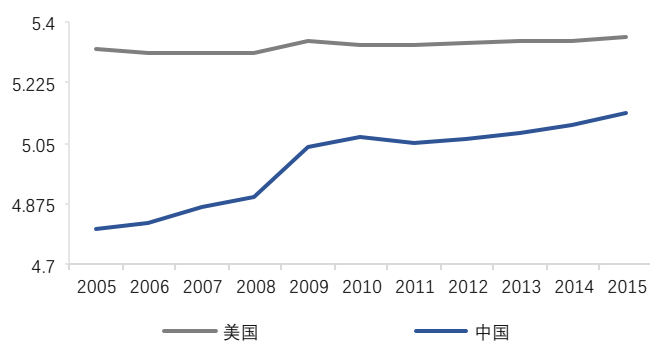
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 8：低端产业全球价值链地位指数



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 9：高端产业全球价值链地位指数



资料来源：Wind，五矿证券研究所

科技创新创造了物美价廉的商品。技术进步是拉动经济的主要推手，发展新质生产力是推进高质量发展的必经之路。中国在技术创新的道路上没有忽视、放弃传统产业，而是“改造提升传统产业，培育壮大新兴产业，布局建设未来产业，完善现代化产业体系”。也就是说，技术创新在中国制造业中同时扮演了全面创新与填补其他成本上升的功能，结合不断完善的产业链，整合优化的上下游，整体单位投入产出逐步提升，维持了价格的稳定。这种价格的稳定对于全球买家而言都是一种红利，它不仅能帮助维持各国物价水平，抑制输入性通胀风险，同时还有利于进口国居民福利水平的提升（前提是货币的真实购买力没有出现大幅下跌）。

整体来看，技术增长在传统制造业中弥补了成本上涨的短板，延续了价廉物美的中国商品特色。数据显示，2000 年与 2022 年中国对美国的出口中，商品从低附加值的商品快速向高附加值跃进，同时，美国自中国的进口价格指数显示在 2012-2020 年，数据大幅回落。

自 2008 年中国全球产业链位置持续向上突破，技术进步不仅兼顾了对部分“卡脖子”的技术攻关，同时保证了传统产业生产效率的提升。除此之外，对于阶段性供给过剩的行为，政策积极介入，加速行业出清速度维持整体价格稳定。这与当前政策强调的：“发展新质生产力不是忽视、放弃传统产业，要防止一哄而上、泡沫化，也不要搞一种模式”相同。

图表 10: 美国从中国进口价格指数



资料来源: 路易斯联储, 五矿证券研究所

在产品力大幅提升、价格小幅提升的背景下, 过去全球贸易格局中的比较优势开始向竞争优势演变。从全球对比的角度观察, 当全球产业链条中不同地区的增速出现不同步时 (通常体现为全要素生产率增速的差距快速扩大), 过去拥有更多先进产业的地区就会面临被替代的风险, 簇生贸易保护主义的抬头, 这是修昔底德陷阱的一种表现形态。

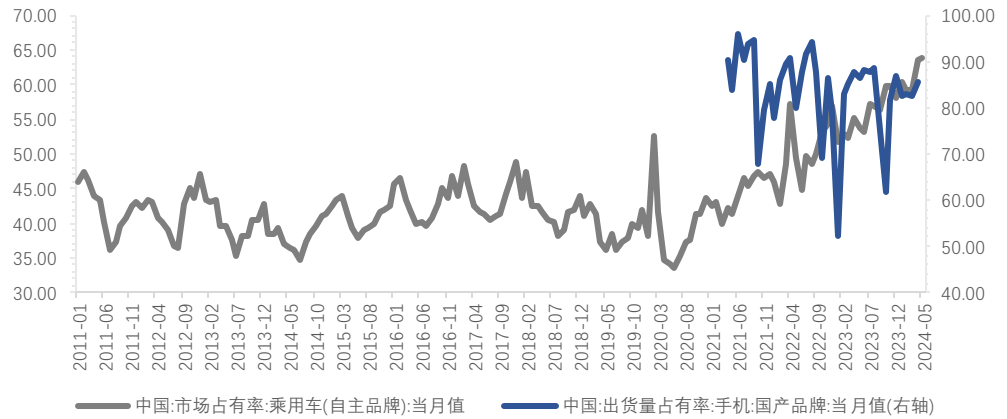
国内消费高质量增长, 国产品牌替代效应出现

除了中国商品增加值不断提升以外, 同步冲击海外企业的还有国内营收的下降。从数据观察, 中国人均 GDP 从 2000 年的 7942 元人民币跃升至 2023 年的 89358 元人民币, 其中人均可支配收入达到了 39218 元, 改革开放后, 大量海外企业涌入中国, 在低成本、消费力快速上升的背景下获得了发展红利。数据显示, 自 2010 年以来, 中国奢侈品消费快速提升。2023 年奢侈品在华总收入达到 536.1 亿美元, 仅次于美国 756.9 亿美元。从这些数据观察可以得出, 中国是任何一个希望走向国际化企业都不想错过的市场。

近年来, 在国内创新突破和品牌认知重构的大背景下, 本土企业蓬勃发展。根据 2024 年中国品牌力指数 (C-BPI) 显示, 中国市场行业第一品牌中, 本土品牌占到了 74.4%, 表明海外企业产品市场优势正在快速下滑, 导致母公司利润大幅滑坡。外企产品力下滑的主要因素有两个: 其一, 海外研发中心投入成本过高; 其二, 本地化缺失, 无法满足本地消费者需求。因此, 外企近年来加快在国内建立研发中心。

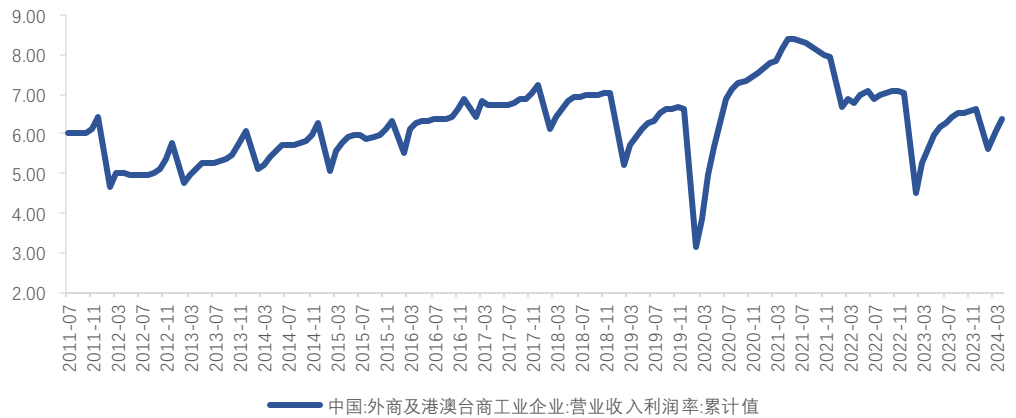
与此同时, 中国制造业通过出口红利的财富积累持续转型, 从低附加值转向高附加值, 企业也从简单的生产代加工逐步向品牌—设计—生产全链条的商业模式转移。相比之下, 美欧等国家长期享受品牌设计和低廉海外生产红利, 导致大量低附加值工业空心化。数据显示, 从 2008 至 2020 年, 全球 500 强中中国企业的利润总额从 1.1 万亿美元跃升至 8.3 万亿美元, 数量从 29 个增加至 124 个, 品牌价值从 60 亿美元提升至 1.4 万亿美元。在完善的产业链和基础设施的支持下, 中国商品已经向高端市场突破, 这在很大程度上压制了过去海外企业的优势, 导致外企营业收入利润率开始自 2017 年出现下滑。

图表 11: 乘用车与手机国产占有率



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 12: 外商及港澳台工业企业收入利润率



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

发达经济体内部结构问题

西方将就业流失归结于中国制造商品价格过低, 从模型结果观察, 近十年来, 在产业优势和技术创新背景下, 国内制造的高附加值商品价格也显著降低, 导致发达国家失去制造业的比较优势。我们认为, 相比于将失去比较优势导致的就业流失原因归结于生产效率提升和产业政策, 美国内部的分化问题可能更为严重。

首先是产业结构的分化。自关税与贸易总协定 (GATT) 以来, 美国制造业持续流出, 经济增长动能转向依靠高研发投入的信息技术、金融服务和医疗三个方向。与所有大国相似, 美国具有幅员辽阔、人口结构复杂、沿海与中部地区经济落差大的格局。从美国各地区的 GDP 贡献值和税收情况观察, 主要以西海岸的高新技术、东海岸的金融以及中部核心工业区为主。然而, 在人口结构上, 美国 25 岁以上人口中拥有本科及以上学历的仅占 34.98%, 这意味着有超过 60% 的人口难以进入高附加值行业。在低端产业逐渐流出的背景下, 未取得大学学历的群体失业率长期自然处于上升周期。

其次, 产业不平衡带来的直接问题是不平等。当资本收益率长期高于经济增长率时, 财富将逐渐集中在少数人手中。如果再分配机制难以有效进行宏观调控, 不平等问题会自然衍生出民粹主义。在美国的体制下, 财富再分配改革是一个困难的工作。

第三，低附加值中间产成品在过去因利润低、环保等问题大量从美国出清，但这些产品是组成高附加值最终产成品的必要环节。在亚洲，低附加值产业链主要以集群模式存在，通过降低时间成本和运输成本来提高生产效率。近十年来，部分低附加值产业链逐步流出中国，流向东南亚地区，这与产业链升级的商业行为有关，并不具备政策指导背景。因此，西方国家希望通过产业回流再造工作来弥补不平等问题的方式难以实施。特别是在产业链细分越来越细的大背景下，单一产业的回流将难以产生可持续的商业价值，而长期的产业政策支撑必定难以为继，这很可能加剧经济体内的债务问题。

从宏观和产业的角度分析，我们认为受到成本、环保、消费市场等问题的影响，海外制造业回流可能性较小。

新质生产力将继续推动产业链向上

“新三样”是国产制造业走上高附加值的标志。2023年，我国“新三样”（电动汽车、锂电池和光伏产品）合计出口1.06万亿元，同比增长29.9%，首次突破万亿元大关。这意味着每出口3辆汽车中就有1辆是电动载人汽车，光伏组件产量连续16年位居全球首位，广受海外消费者青睐。“新三样”也成为全球关注的焦点，其中锂电池价格因生产成本低于全球平均水平，电动汽车在海外销售价格因品牌形象提升战略而高于国内零售价格，光伏产品价格则在供给较高的情况下迅速下降，但行业迅速进行了调整。5月21日，中国光伏行业协会召开“光伏行业高质量发展座谈会”，会议强调要打击低于成本价格销售的恶性竞争，鼓励行业兼并重组，畅通市场退出机制。结合产能利用率观察，汽车制造、与光伏电池相关的非金属矿物质产品产业确实出现了偏低的情况。

我们认为，“新三样”的问题更偏向于短期，特别是在过去几年疫情冲击、需求放缓的大背景下，小部分行业出现了供需再调整的现象。长期来看，伴随产业链持续向上，特别是在新质生产力的推动下，中国所处的产业链位置会进一步抬升，“卡脖子”问题会得到进一步优化。从长期看，宏观环境决定了全球大市场的优势将在未来很长一段时间继续留在中国。而全球兴起的关税贸易等保护主义的出现会进一步对外企进入中国市场带来困难。自2022年4月10日《中共中央 国务院关于加快建设全国统一大市场的意见》发布以来，市场监管进一步加强了公平统一，不当市场竞争和市场干预行为的约束。在市场化的大规则下，商品竞争力是核心，外企继续在国内市场盈利的基础是物美价廉的产品，而非仅有品牌力。在全球贸易互联的格局下，国产高附加值产品在全球市场的份额会逐年抬升，在“强链补链延链”的目标下，预计将会走出品牌—研发—制造一体的产业集群，避免实体产业空心化的情况。而对于较低附加值且会带来污染的产业，我们从金融行业的角度认为绿色金融、科技金融将予以支撑，以环保、高效的方式对其升级。

风险提示

1. 贸易保护主义进一步抬头，关税税率快速抬高或拖累外需表现
2. 若产业政策推进不及预期，则可能导致部分行业支撑不足

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。	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层 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