

“以旧换新”成效初显，补贴类目销售喜人

商业贸易

评级：中性

日期：2024.09.25

分析师 何晓敏

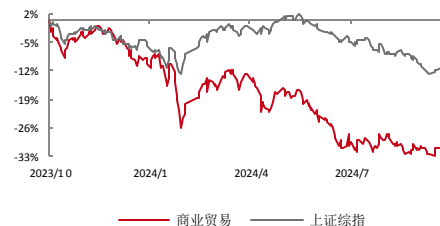
登记编码：S0950523110001

☎：(021) 6139 2631

✉：hexiaomin@wkzq.com.cn

行业表现

2024/9/24



资料来源：Wind，聚源

相关研究

- 《关注 1500 亿特别国债对消费的拉动效果》(2024/9/3)
- 《消费数据点评：政策加码，义乌进出口景气度持续》(2024/5/29)

8 月宏观消费点评

8 月社零同比增速 2.1%，较上月下滑 0.6 个百分点，继续弱于市场预期的 2.68%。与 7 月数据结合观察，今年暑假消费数据整体偏弱，其中 2024 年 7-8 月社会零售总额绝对值为 76483 亿元，2023 年 7-8 月为 74693.4 亿元，暑期同比增速为 2.4%，展现出有效需求依然偏弱，宏观经济仍然处在恢复通道上。

本月无新增针对消费相关政策，8 月以延续前期政策为主。在继北京、广州、上海等主要城市开展以旧换新、补贴消费政策以来，国家统计局公布的 8 月限额以上企业商品零售额（家用电器和音像器材类）出现好转，增速由 7 月的同比-2.4%转为 3.4%，其中主要补贴的产品为家用电器及 3C 产品。从家用电器的角度观察，以旧换新政策实实在在拉动了相关领域的需求，这打破了过去将家电与房地产行业紧密关联的逻辑，有效需求不足更多的还是在居民部分可支配收入的局限性。新的需求函数需要价格的动态配合，从多数城市 20% 补贴所拉动的增速来看，政策或许能更进一步贴近释放需求的均衡点。我们认为如果消费政策能够在接下来的一个季度中持续展现出拉动效能，那么进一步扩张财政力度将有利于经济的恢复速度。

除此之外，商品房价格的跌幅依然在延续，其中新建商品房销售额同比回落 23.6%，新建商品房销售面积同比回落 18%，其中特别要关注的是住宅待售面积同比增长 21.5%，这意味着在未来较长的一段时间内，去库存将继续带来价格与销量的螺旋下行，通过财富效应进一步影响居民部门的支出行为。在资产价格下行的大周期下，要进一步在短期内拉升消费支出，就需要更大的刺激力度。

总体来看，短期“以旧换新”的政策对消费产生了有效的拉动作用，但也必须注意到并非所有领域都有效果。根据中国汽车工业协会公布的数据观察，8 月，乘用车国内销量同比下降 9.4%。其中 1-8 月同比下降 1.6%，这意味着汽车领域以价换量的优势并不明显。站在长期，中国经济从过去的供给约束转向需求约束，**破解有效需求不足的困境依然需要经济内生动力的增强**，以技术进步改善企业、居民收入，逐步形成以提升消费力为核心，宏观刺激政策为辅的消费恢复结构。

风险提示： 1. 宏观经济波动：经济增速放缓、居民可支配收入增长不及预期导致整体消费需求增长势头下滑的风险； 2. 行业竞争加剧风险：旅游行业竞争性众多、短期市场总量难以出现较大增长，为争夺市场份额加大营销投入抑或出现价格战。

内容目录

一、 本月行业观点	3
1. 社零：8月社零增速 2.1%，弱于市场预期	3
2. 出行：人员流动更加频繁，短途出行更受喜爱	5
3. 免税：人气不足，客单价略有回升	7
二、 行业新闻	9
三、 风险提示	10

图表目录

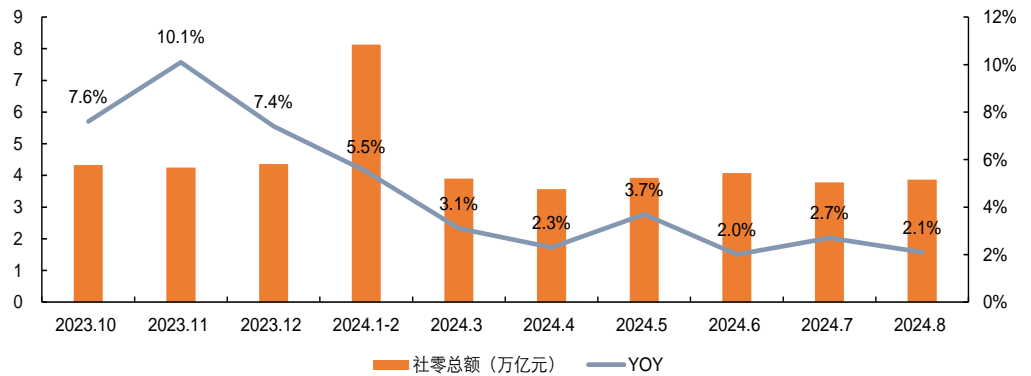
图表 1：社会零售总额及同比增速	3
图表 2：线上消费品零售额及同比增速	3
图表 3：线下消费品零售额及同比增速	3
图表 4：社会零售餐饮零售额及同比增速	4
图表 5：社会零售商品零售额及同比增速	4
图表 6：部分品类限额以上商品零售额当月同比增速	5
图表 7：国内出行旅客周转量恢复度	5
图表 8：公路营运性客运量恢复度	6
图表 9：铁路营运性客运量恢复度	6
图表 10：民航营运性客运量恢复度	6
图表 11：水运营性客运量恢复度	6
图表 12：主要节假日旅游市场消费状况	6
图表 13：主要节假日旅游市场状况	7
图表 14：免税购物金额	8
图表 15：离岛免税购物人次	8
图表 16：人均消费金额及增速	8
图表 17：主要节假日免税客单价情况	8

一、本月行业观点

1. 社零：8月社零增速2.1%，弱于市场预期

根据国家统计局公布的数据，2024年8月社会消费品零售总额为38726亿元，同比增长2.1%。其中，商品零售额为34375亿元，同比增长1.9%；餐饮收入为4351亿元，增长3.3%。除汽车外的消费品零售总额为34783亿元，同比增长3.3%。2024年1-8月社会消费品零售总额为31.25万亿元，同比增长3.4%。其中，除汽车外消费品零售额为28.18万亿元，同比增长3.9%。限额以上消费品零售额为12.03万亿元，同比增长2.3%。1—8月累计城镇消费品零售额同比增长3.2%，乡村消费品零售额同比增长4.4%。

图表 1：社会零售总额及同比增速

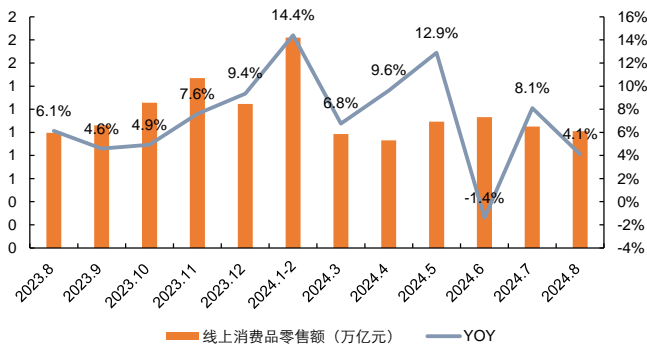


资料来源：国家统计局，五矿证券研究所

分渠道看：

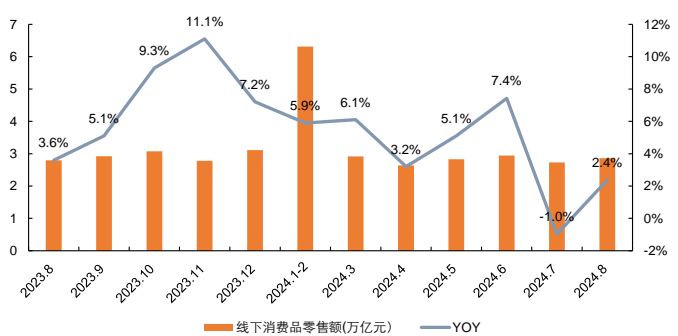
线上表现继续优于商品零售大盘，线下超市、便利店和专业店表现相对稳健。线上渠道，2024年1-8月，商品零售额同比+3.0%，网上零售额同比+8.9%，实物商品网上零售额同比+8.1%，表现好于商品零售整体；8月份线上零售的渗透率为25.6%，其中吃类、穿类、用类商品的网上零售额同比分别增长了19.1%、5.0%、7.0%。线下渠道中，2024年1-8月，限额以上零售业单位中，便利店、专业店、超市零售额同比分别增长4.9%、4.3%、2.1%；百货店、品牌专卖店零售额分别下降3.3%、1.9%。

图表 2：线上消费品零售额及同比增速



资料来源：国家统计局，五矿证券研究所

图表 3：线下消费品零售额及同比增速

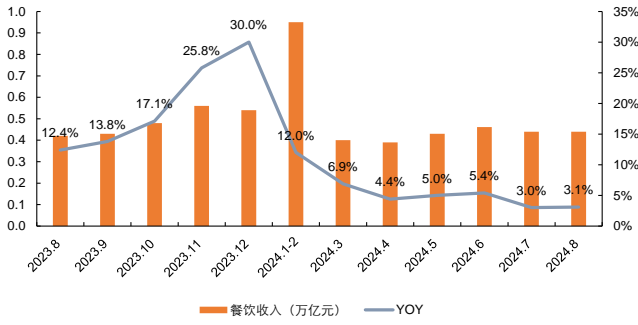


资料来源：国家统计局，五矿证券研究所

分消费类型看：

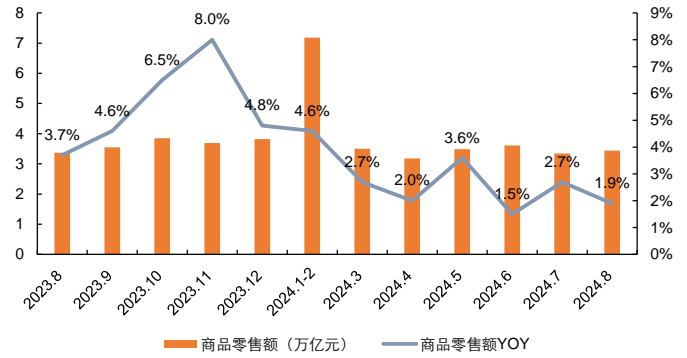
服务消费表现更优，商品零售拖累增速。8月份餐饮收入达到4351亿元，同比增长3.3%，增速环比提升0.3个百分点。这一增长主要得益于限上餐饮零售额的修复，环比提升1.1个百分点至0.4%。相比之下，商品零售方面表现略有差异，8月份商品零售额为3.4万亿元，同比增长1.9%，但增速环比下降了0.8个百分点。在商品零售中，限额以下的零售额同比增长3.7%，表现优于限额以上的-0.7%。

图表 4：社会零售餐饮零售额及同比增速



资料来源：国家统计局，五矿证券研究所

图表 5：社会零售商品零售额及同比增速



资料来源：国家统计局，五矿证券研究所

必选品市场韧性较强,烟酒类增速回正：8月主要必选消费品如粮油食品、饮料、中西药品和日用品类均保持了稳定的同比增长，同比+10.1%/+2.7%/+4.3%/+1.3%。烟酒类产品也呈现出积极的增长态势，同比+3.1%。增长可能因夏季的强降雨，导致了部分食品供应相对收缩，从而使得价格增速明显上涨。

可选消费品增长乏力，表现持续分化：2024年8月，可选消费品市场持续走弱。服饰鞋帽/化妆品/金银珠宝同比-1.6%/-6.1%/-12.0%。家电/通讯器材类分别同比+3.4%/+14.8%，韧性优于其他可选品类，这一增长得益于以旧换新政策的实施，以及消费者对新技术新产品的追求。家具类/汽车类/文化用品类/石油及制品类建筑/装潢材料类分别同比-3.7%/-7.3%/-1.9%/-0.4%/-6.7%，地产链品类及其他品类仍持续承压，延续下跌态势。

总体而言，2024年8月的社零数据显示，必选消费品保持稳定增长，而可选消费品增长乏力。这可能反映了消费者在当前经济环境下的消费偏好，倾向于满足基本生活需求，而减少了非必需品的消费。政府可能会通过进一步的政策激励，如促进消费的措施，来刺激可选消费品市场的复苏。

图表 6: 部分品类限额以上商品零售额当月同比增速

行业机会			2024.8	2024.7	2024.6	2024.5	2024.4	2024.3	2024.1-2
日常必备, 消费降级	必选消费	粮油、食品类	10.1%	9.9%	10.8%	9.3%	8.5%	11.0%	9.0%
		饮料类	2.7%	6.1%	1.7%	6.5%	6.4%	5.8%	6.9%
		烟酒类	3.1%	-0.1%	5.2%	7.7%	8.4%	9.4%	13.7%
		日用品类	1.3%	2.1%	0.3%	7.7%	4.4%	3.5%	-0.7%
		中西药品类	4.3%	5.8%	4.5%	4.3%	7.8%	5.9%	2.0%
高频可选消费	服装鞋帽、针、纺织品类	-1.6%	-5.2%	-1.9%	4.4%	-2.0%	3.8%	4.0%	
	化妆品类	-6.1%	-6.1%	-14.6%	18.7%	-2.7%	2.2%	4.0%	
服务消费升级 以旧换新政策助力	低频可选消费	金银珠宝类	-12.0%	-10.4%	-3.7%	-11.0%	-0.1%	3.2%	5.0%
		体育、娱乐用品类	3.2%	10.7%	-1.5%	20.2%	12.7%	19.3%	11.3%
		家用电器和音像器材类	3.4%	-2.4%	-7.6%	12.9%	4.5%	5.8%	5.7%
		家具类	-3.7%	-1.1%	1.1%	4.8%	1.2%	0.2%	4.6%
消费电子技术进步	其他消费	汽车类	-7.3%	-4.9%	-6.2%	-4.4%	-5.6%	-3.7%	8.7%
		通讯器材类	14.8%	12.7%	2.9%	16.6%	13.3%	7.2%	16.2%
		文化用品类	-1.9%	-2.4%	-8.5%	4.3%	-4.4%	-6.6%	-8.8%
		石油及制品类	-0.4%	1.6%	4.6%	5.1%	1.6%	3.5%	5.0%
		建筑及装潢材料类	-6.7%	-2.1%	-4.4%	-4.5%	-4.5%	2.8%	2.1%

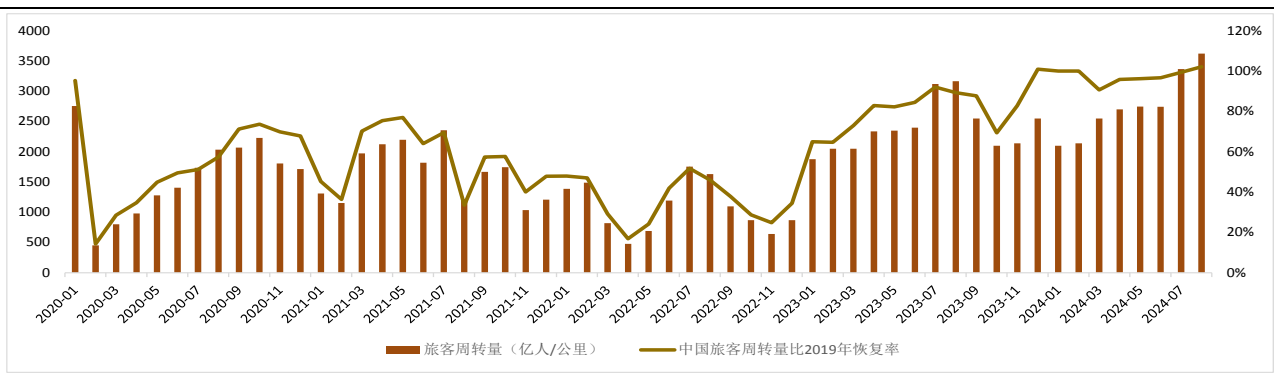
资料来源: 国家统计局, iFind, 五矿证券研究所

2. 出行: 人员流动更加频繁, 短途出行更受喜爱

人员流动更加频繁, 短途出行更受喜爱。2024年中秋节假期(9月15日至17日), 全社会跨区域人员流动量62956.4万人次, 日均20985.4万人次, 比2023年同期日均增长31.1%, 比2019年同期日均增长16.1%。其中, 铁路客运量(日均)为1419.1万人次, 同比增长31.1%, 较2019年增长16.9%。公路营业性客运量(日均)为3481.7万人次, 同比2023年增长74.6%, 但与2019年相比下降了16.5%。水路客运量(日均)为66.0万人次, 同比2023年小幅增长1.3%, 但与2019年相比下降了47.9%。民航客运量(日均)为169.0万人次, 同比2023年下降7.0%, 但较2019年增长1.4%。

在机票和酒店价格方面, 中秋假期境内机票单程含税均价约为770元, 较去年同期下降约25%。酒店价格普遍低于去年, 三星级酒店的平均价格较十一便宜约20%, 比去年同期便宜约两成。高性价比的出行方式受到了消费者的欢迎, 旅游市场逐渐回归理性, 呈现出“量涨价跌”的趋势。

图表 7: 国内出行旅客周转量恢复度



资料来源: 国家统计局, 五矿证券研究所

图表 13: 主要节假日旅游市场状况

2023年后各假期交通部客流总量数据情况								
假期天数	5	3	8	3	8	3	5	3
日均客流	2023五一	2023端午	2023中秋国庆	2024元旦	2024春节	2024清明	2024五一	2024端午
铁路 (万人)	1,809.8	1,442.0	1,763.6	1,473.4	1,243.3	1,656.1	1,835.3	1,534.9
同比增长	462.1%	150.2%	158.0%	177.5%	73.5%	75.1%	1.4%	5.1%
同比2019年增长	21.6%	12.8%	27.8%	-	44.1%	20.6%	23.3%	18.6%
公路营业性客运 (万人)	3,265.0	2,978.0	3,623.2	2,566.6	2,325.0	3,472.7	3,477.0	3,596.0
同比增长	99.3%	64.4%	28.1%	46.1%	0.5%	41.3%	6.5%	20.8%
同比2019年增长	17.5%	-33.3%	-47.2%	-	-51.8%	-21.4%	25.1%	-19.5%
水路 (万人)	131.3	84.3	127.3	57.9	117.6	91.6	139.1	97.6
同比增长	106.6%	99.3%	106.1%	72.9%	69.1%	84.9%	6.0%	15.8%
同比2019年增长	-35.2%	-43.6%	-39.6%	-	-19.5%	-51.2%	-31.3%	-34.7%
民航 (万人)	188.2	178.0	213.6	173.0	224.9	167.8	199.4	184.3
同比去年恢复度	508.0%	287.0%	195.0%	140.3%	74.8%	21.9%	8.1%	7.9%
同比2019年增长	4.9%	3.0%	17.6%	-	25.1%	0.3%	11.1%	7.5%
营业性客运量加总 (亿人次)	5,394.3	4,682.3	5,727.7	4,270.9	3,910.8	5,388.2	5,650.8	5,412.9
跨区域人员流动量 (万人)	26,610.4	-	27,550.0	-	28,662.5	24,679.5	27,169.3	21,253.9
同比增长	-	-	-	-	-	53.5%	2.1%	9.4%
同比2019年增长	21.2%	-	57.1%	-	-	18.9%	23.7%	16.6%
文旅部客流恢复度	119.1%	112.8%	104.1%	109.4%	119.0%	111.5%	128.2%	106.3%

资料来源: 交通部, 五矿证券研究所

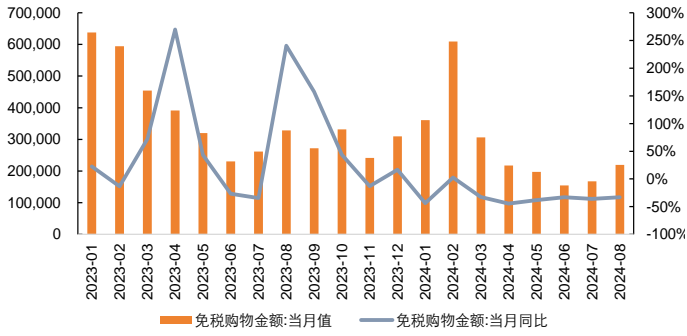
展望国庆, 国内长线游和出境游需求增长期望更为明显。途牛截至目前预订数据显示, 国内长线游出游人次占比达 52%, 暂时领跑国庆旅游市场。出境游热度继续稳步提升, 出游人次占比为 28%。这一比例, 随着国庆假期临近国内游尤其是周边游订单预订高峰的到来, 以及国庆假期较多的临时性出游预订, 预计还将有明显变化。

3. 免税: 人气不足, 客单价略有回升

据海口海关数据显示, 2024 年 8 月, 海南离岛免税购物金额为 21.97 亿元人民币, 同比-33.12%, 购物人次为 43.3 万人, 同比-20.78%, 8 月离岛免税人均消费金额为 5073.93 元, 同比-15.6%。

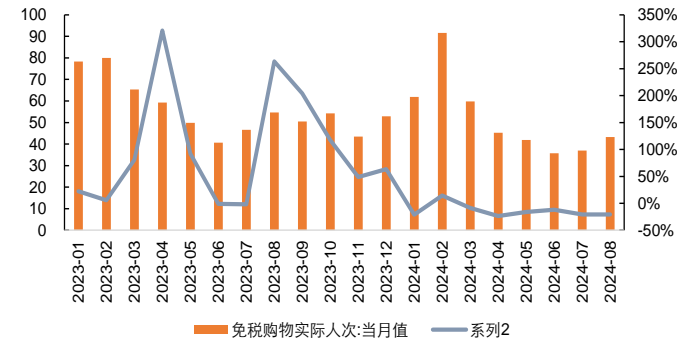
2024 年中秋假期, 海口海关共监管离岛免税购物金额 2.06 亿元, 免税购物人数 3.47 万人次, 人均消费 5943 元, 与 2023 年中秋国庆假期前三日相比, 日均销售额和客单价分别下降了 51.6%和 14.1%。我们推测可能因 2023 年中秋国庆假期为 8 天连休, 提供了更长的假期时长效应, 能够吸引更多长途消费者, 同时台风扰动问题和居民消费意愿低迷等因素也可能对销售额和客单价产生影响。

图表 14: 免税购物金额



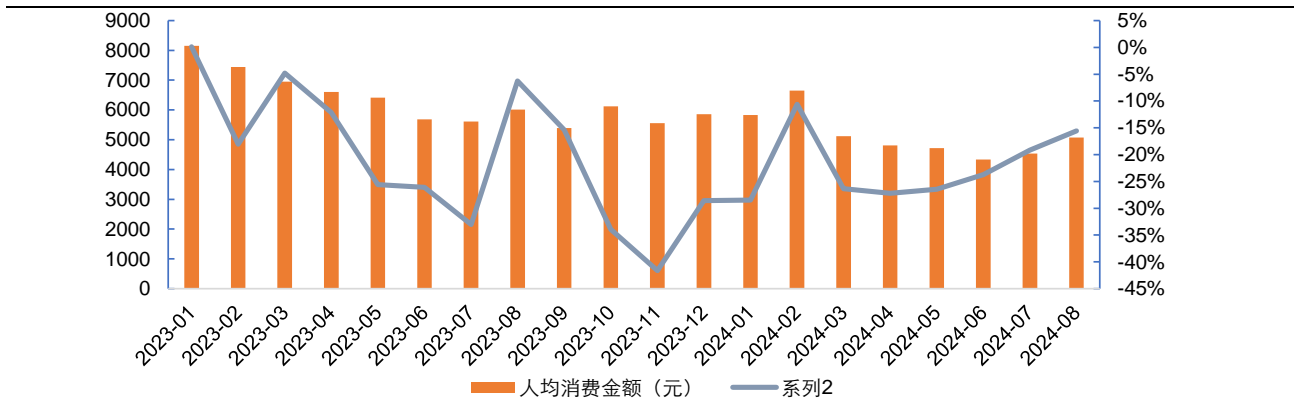
资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 15: 离岛免税购物人次



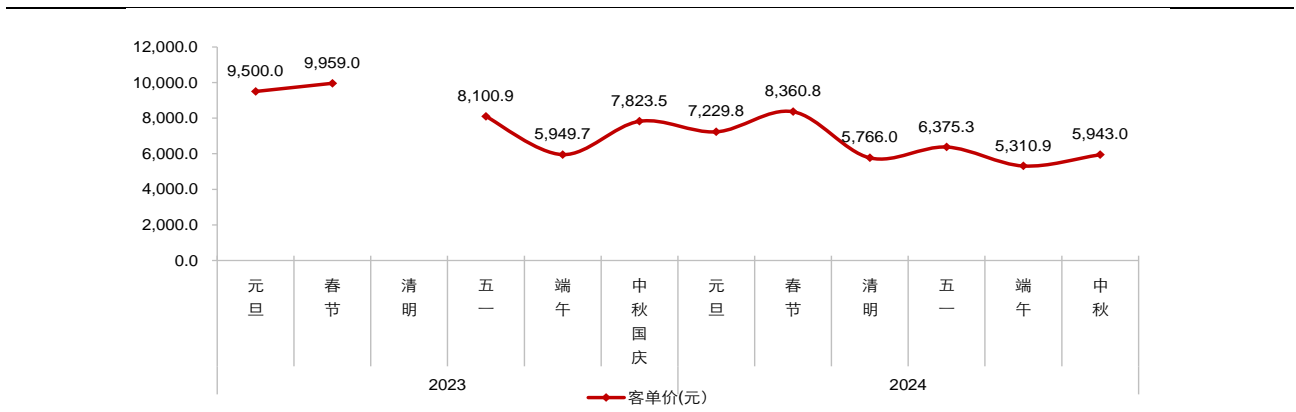
资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 16: 人均消费金额及增速



资料来源: if ind, 五矿证券研究所

图表 17: 主要节假日免税客单价情况



资料来源: if ind, 五矿证券研究所

二、行业新闻

2024 中国国际服务贸易交易会在北京闭幕

9月16日，2024中国国际服务贸易交易会在北京闭幕。本届服贸会为期5天，吸引了2000余家企业线下参展、6000余家企业线上参展，国际化率达到20%以上。服贸会期间，共达成近千项成果，包括成交、投资等7类，主要涉及建筑、金融、商业服务等领域。服贸会期间，180余场论坛会议活动陆续举行，展示了人工智能、云计算、元宇宙、6G等前沿技术，以及产业融合发展的新成果。80余个国家和国际组织以政府或总部名义设展办会，13个国家和国际组织首次独立线下设展，展现了服贸会的国际交流合作平台作用。（资料来源：三亚时报）

2024 年中秋节假期文化和旅游市场情况

据文旅部数据中心测算，今年中秋假期国内出游1.07亿人次，按可比口径较2019年同期增长6.3%，国内游客出游总花费510.47亿元人民币，较2019年同期增长8.0%。假期三天，短途休闲旅游受到欢迎，自驾、高铁等成为主要交通方式。主题公园、游乐园等迎来大量亲子家庭游客，主题线路、旅游演艺等提升游客体验。多地推出门票减免等惠民措施，举办文旅消费促进活动，发布秋季旅游美食线路，打造文旅新场景。夜间文旅成为消费新亮点，多地城市广场、园林景点推出赏月、游园、观灯等活动。（资料来源：商务部新闻办公室）

2024 年国庆文化和旅游消费月启动

2024年全国国庆文化和旅游消费月主场活动今天在陕西举办。为进一步促进文化和旅游消费，丰富人民群众国庆假期文旅生活，按照2024年全国文化和旅游消费促进活动总体安排，文化和旅游部产业发展司举办2024年全国国庆文化和旅游消费月。消费月期间，各地将围绕壮美山河、历史文化、红色旅游、大国重器、时代风采等，举办超3600项约2.4万场次文旅消费活动，聚焦文化和旅游深度融合，拓展消费新空间，促进“跟着演出去旅行”、“跟着影视去旅行”、“跟着赛事去旅行”，提供更多优质文化和旅游产品，丰富全国人民国庆假日文旅生活。（来源：新京报）

中秋节期间 525.6 万人次出入境 全国口岸通关高效畅通

据国家移民管理局通报，今年中秋节期间全国边检机关共计保障525.6万人次中外人员出入境，日均175.2万人次，较去年中秋同期增长18.6%。其中，内地居民出入境263.2万人次，较去年同期增长15.1%；港澳台居民207万人次，较去年同期增长7.3%；外国人55.4万人次，较去年同期增长62.2%。（来源：金融界）

国庆出游进入预订高峰 游客“请2休10”销年假

随着国庆假期临近，旅游市场的长假活力提前显现。“今年中秋假期成为国庆旅游产品预订的集中爆发期。”据途牛相关负责人介绍，该平台中秋“会员日”期间的度假产品预订量同比增长显著，其中国庆团期的订单占比超过30%。

接棒中秋周边短途游，根据携程集团发布的《2024国庆旅游预测报告》，国庆期间超六成成为

长途游旅客，周边游仅占两成。途牛数据显示，截至目前，国内长线游出游人次占比达 52%，出境游出游人次占比为 28%。在携程平台，国庆出行的签证办理量同比增长七成。（来源:央广网）

三、风险提示

1. 宏观经济波动：经济增速放缓、居民可支配收入增长不及预期导致整体消费需求增长势头下滑的风险；
2. 行业竞争加剧风险：旅游行业竞争性众多、短期市场总量难以出现较大增长，为争夺市场份额加大营销投入抑或出现价格战。

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楼 邮编:200120	地址:深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心48F 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: 30/F, Zhendan International Building, No.99 Fucheng Road, Lujiazui Street, Pudong New District, Shanghai
 Postcode: 200120

Shenzhen

Address: 48F, Rong Chao Trading Center, No.4028 Jintian Road, Futian District, Shenzhen
 Postcode: 518035

Beijing

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