

# 公募基金被动投资迎来发展机遇期

## 事件描述

2025年1月26日，证监会印发《促进资本市场指数化投资高质量发展行动方案》（下文简称《方案》）。

## 事件点评

**新投资范式、居民财富迁移、政策红利共振，指数基金迎来蓬勃发展时期。**近年来，A股市场震荡走弱，核心资产抱团行情逐渐瓦解，市场更加关注组合“反脆弱”能力；伴随着长端利率持续下行、居民财富迁移，A股市场面临投资范式的重构。政策端看，监管层大力支持指数化投资的发展，政策体系不断完善。经济和资本市场高质量发展要求下，指数化投资已成为服务国家战略和实体经济的重要抓手，也是居民财富管理的重要工具。2024年，全市场ETF总规模达到3.73万亿元，同比增长81%，ETF有望成为助力提升公募基金A股持仓的重要工具。

**指数化投资高质量发展蓝图落地，推动公募基金行业主动投资协调发展、助力中长期资金入市。**健全投资和融资相协调的资本市场功能是资本市场高质量发展的关键任务，只有壮大理性成熟的中长期投资力量、增强资本市场内在稳定性、提升投资者获得感，才能在投资端源源不断地引入活水，更好的将居民财富引入国家战略支持的领域。当前政策端大力引导中长期资金入市，指数化投资具有费用低、投资分散、收益相对稳健的特点，为中长期资金提供了资产配置渠道。伴随着我国资本市场更加成熟、市场有效性逐步提升，叠加政策大力引导下，公募基金行业将迎来主动投资、被动投资协调发展的局面。

**积极发展股票ETF，持续看好宽基ETF、红利ETF以及服务新质生产力的被动型产品。**2024年，宽基ETF贡献了近80%的规模增量，未来宽基ETF的主导地位将进一步稳固，成为推动ETF规模增长的主要力量。我们持续看好红利ETF以及Smart Beta策略产品的发展前景。服务国家战略、支持新质生产力发展的科创板ETF等产品发展前景广阔。

**稳步拓展债券ETF，被动债基有望获得更多政策支持。**相比权益基金主、被动基金相对均衡发展的格局，债券型基金中主动型基金占据绝对优势地位，被动型债基发展相对滞后。我们预计，未来政策有望在债券ETF的产品创设、运作机制等方面给予更多支持，改善债券基金主被动投资失衡的局面。

**贯彻“以投资者为本”理念，优化指数化投资生态提升投资者获得感。**我们认为，《方案》在“优化指数化投资生态”篇幅较多，是“以投资者为本”理念的具体体现，反映出监管层对资本市场投资端建设的高度重视。《方案》提出“适时适度引导行业机构调降大型宽基股票ETF管理费率及托管费率”，当前市场上规模最大的五只ETF管理费率及托管费率均为0.15%和0.05%，在此基础上做简单测算，如果管理费率、托管费率降至0.10%和0.04%，每年将为投资者节省近20亿元。

**风险提示：** 1、宏观经济复苏不及预期。2、资本市场改革力度不及预期。3、权益市场异常波动。4、长端利率持续下行。

## 非银金融

评级：看好

日期：2025.02.06

分析师 徐丰羽

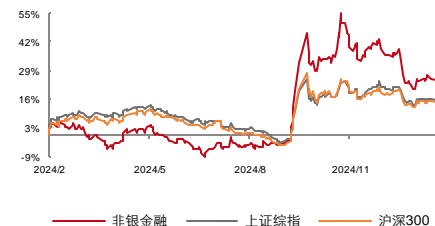
登记编码：S0950524020001

☎：15026638387

✉：xufy@wkzq.com.cn

## 行业表现

2025/2/5



资料来源：Wind，聚源

## 相关研究

- 《ESG标准日益规范化，应予以高度重视》(2025/1/22)
- 《“央企”+“红利”，如何看待市值管理新规下央企板块的投资价值？》(2024/12/19)
- 《解锁“气象×金融”融合密码，激发新质生产力潜能》(2024/12/18)
- 《从中央经济工作会议看券商板块的投资机会》(2024/12/15)
- 《绿色金融趋势跟踪（202411）：应对气候变化的中国经验亮相COP29》(2024/12/10)
- 《绿色金融趋势跟踪（202410）：绿色金融高质量发展助力美丽中国建设，金融机构大有可为》(2024/11/11)
- 《绿色金融月报（202409）：绿色低碳转型相关立法逐步健全，大规模设备更新和消费品以旧换新有助于重点行业节能降碳和绿色化升级》(2024/10/17)
- 《《关于进一步优化绿色及转型债券相关机制的通知》点评：绿色及转型债券存续期信息披露要求进一步强化，注册发行效率或将提高》(2024/10/17)
- 《业绩环比改善，自营业务仍是业绩核心变量——上市券商2024年中报业绩梳理分析》(2024/9/11)
- 《国泰君安+海通证券，“航母级”券商启航》(2024/9/7)

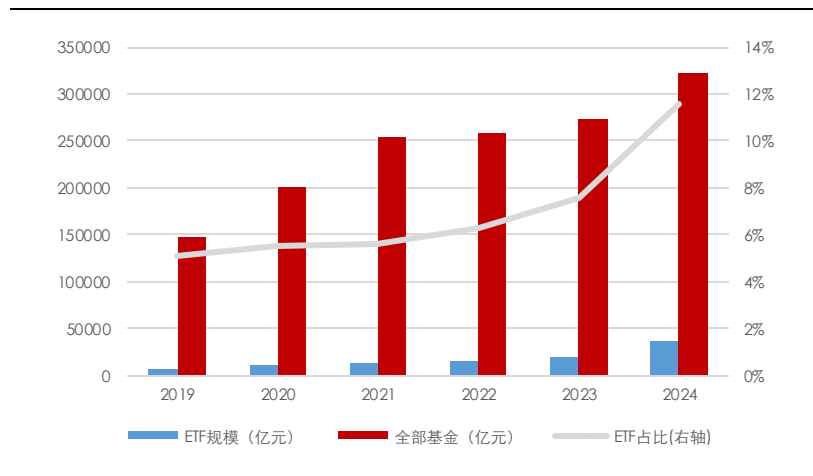
## 事件描述

2025年1月26日，证监会印发《促进资本市场指数化投资高质量发展行动方案》（下文简称《方案》）。这是继1月22日中央金融办、中国证监会、财政部、人力资源社会保障部、中国人民银行、金融监管总局六部门联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》后，证监会就指数化投资火速落地的第一份中长期资金入市配套方案，旨在助力构建资本市场“长钱长投”生态，壮大理性成熟的中长期投资力量。

## 事件点评

**新投资范式、居民财富迁移、政策红利共振，指数基金迎来蓬勃发展时期。**近年来，海内外风险事件频发，A股市场震荡走弱，核心资产抱团行情逐渐瓦解，主动基金超额收益整体下行。另一方面，资本市场改革持续深化，公募费改优化财富管理生态，居民财富迁移或将提速。伴随着10Y国债收益率突破新低，市场风险偏好逐步下行，投资者更加关注组合“反脆弱”能力，A股市场面临投资范式的重构。从政策端看，监管层大力支持指数化投资的发展，政策体系不断完善。2024年资本市场高质量发展纲领性文件《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（新“国九条”）强调“建立ETF快速审批通道，推动指数化投资发展”，2022年《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》提出“支持成熟指数型产品做大做强，加快推动ETF产品创新发展”。经济和资本市场高质量发展要求下，指数化投资已成为服务国家战略和实体经济的重要抓手，也是居民财富管理的重要工具。2024年，ETF市场千帆竞发，中央汇金大笔增持ETF、基金公司集体调降ETF费率、A500ETF火热发行推动全市场ETF净值接连创下新高。截至2024年年末，全市场ETF总规模达到3.73万亿元，同比增长81%。国新办1月23日“大力推动中长期资金入市、促进资本市场高质量发展”发布会明确中长期资金投资A股规模和比例：“明确公募基金持有A股流通市值未来三年每年至少增长10%”。ETF有望成为助力提升公募基金A股持仓的重要工具。

图表 1：全市场 ETF 规模占比



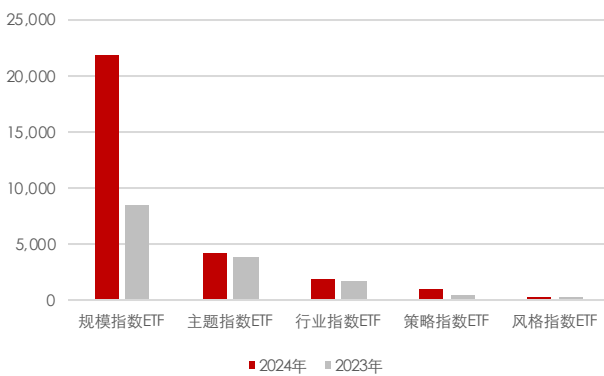
资料来源：Wind，五矿证券研究所

**指数化投资高质量发展蓝图落地，推动公募基金行业主动被动投资协调发展、助力中长期资金入市。**《方案》作为《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》的配套细则，与新“国九条”共同构成“1+N+X”政策体系，在推动指数化投资高质量发展、吸引中长期资金入市、构建资本市场“长钱长投”生态方面起到重要作用。健全投资和融资相协调的资本市场功能是资本市场高质量发展的关键任务，只有壮大理性成熟的中长期投资力量、增强资本市场内在稳定性、提升投资者获得感，才能在投资端源源不断地引入活水，更好的将居民财富引入国家

战略支持的领域。当前政策端大力引导中长期资金入市，指数化投资具有费用低、投资分散、收益相对稳健的特点，为中长期资金提供了资产配置渠道。高盛报告指出，“在过去十年里，以被动投资为主的基金如ETF在全球股市中崛起，尤其在美股市场上表现尤为显著”。伴随着我国资本市场更加成熟、市场有效性逐步提升，叠加政策大力引导下，公募基金行业将迎来主动投资、被动投资协调发展的局面。

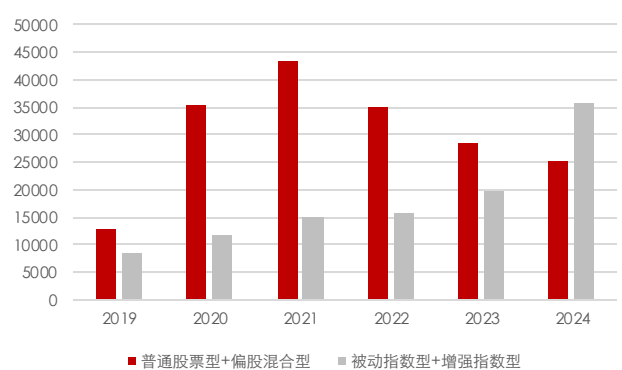
**积极发展股票ETF，持续看好宽基ETF、红利ETF以及服务新质生产力的被动型产品。**(1) 做优做强核心宽基股票ETF。从总量角度看，2024年全市场ETF规模增加1.67万亿至3.73万亿，其中宽基指数ETF规模增加1.34万亿，贡献了近80%的规模增量。从结构角度看，截至2024年年末，宽基指数ETF规模达到2.19万亿，占比58.66%，远高于其他类型ETF。当前市场上规模最大的ETF以跟踪沪深300、上证50等指数为主，指数成分股覆盖了A股市场上规模最大、流动性最好的一批股票，且行业分布分散程度高，是中长线资金入市的主要途径。未来宽基ETF的主导地位将进一步稳固，成为推动ETF规模增长的主要力量。(2) 推出更多红利、低波、价值、成长等策略指数ETF。海内外资本市场不确定性提升，收益稳定的红利ETF更容易获得投资者青睐。市值管理背景下上市公司分红机制不断完善，规模体量大、风险偏好较低的保险资金对红利资产的需求边际提升，我们持续看好红利ETF以及Smart Beta策略产品的发展前景。此外，建议关注近期获批的自由现金流ETF。(3) 持续丰富主题投资指数ETF产品。服务国家战略、支持新质生产力发展的科创板ETF等产品发展前景广阔。

图表 2：2023-2024 年股票型 ETF 规模分布（单位：亿元）



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 3：主动权益型基金和被动权益型基金规模变化（单位：亿元）



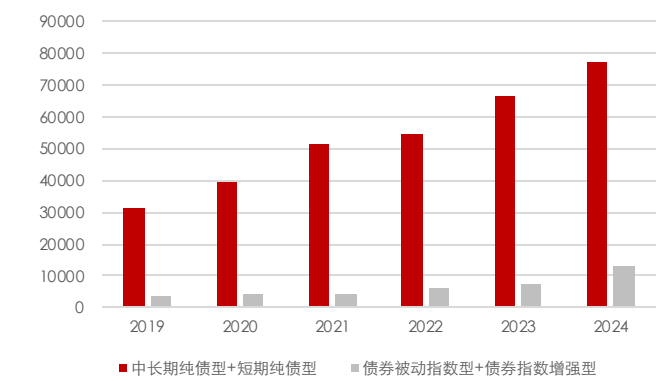
资料来源：Wind，五矿证券研究所

注：主动权益型基金=普通股票型基金+偏股混合型基金

被动权益型基金=被动指数型基金+增强指数型基金

**稳步拓展债券ETF，被动债基有望获得更多政策支持。**相比权益基金主、被动基金相对均衡发展的格局，债券型基金中主动型基金占据绝对优势地位，被动型债基发展相对滞后。**在稳步拓展债券ETF方面，《方案》明确：**(1) 支持推出更多流动性好、风险低的不同久期利率债ETF。当前较低的利率中枢水平下，久期策略和波段策略获取收益难度上升，相对主动债基，被动债基的成本优势明显，利率债ETF由于信用风险较低、流动性高，是机构投资者更为理想的场内配置工具。(2) 稳妥推出基准做市信用债ETF，研究将信用债ETF纳入债券通用回购质押库，逐步补齐信用债ETF发展短板。2025年1月，广发、天弘、博时等八家基金公司基准做市信用债ETF成立，弥补了这一领域的空白。剔除基准做市信用债ETF，我国债券ETF市场以利率债ETF为主，信用债ETF规模较大，但只数相对较少。基准做市信用债ETF的推出不仅有利于增加信用债ETF供给，还能增强信用债ETF流动性。我们预计，未来政策有望在债券ETF的产品创设、运作机制等方面给予更多支持，改善债券基金主被动投资失衡的局面。

图 4：主动纯债型基金和被动债券型基金规模变化（单位：亿元）

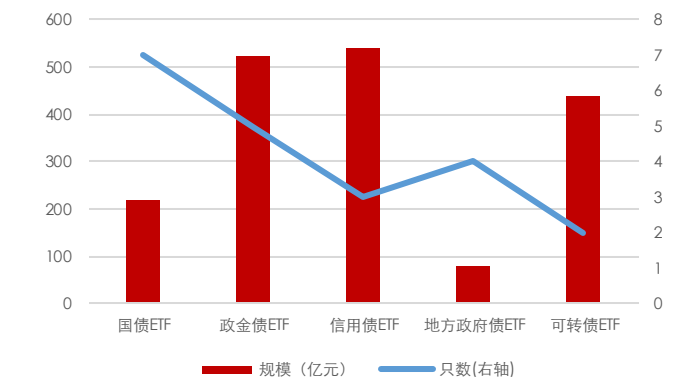


资料来源：Wind，五矿证券研究所

注：主动纯债型基金=中长期纯债型基金+短期纯债型基金

被动债券型基金=债券被动指数型基金+债券指数增强型基金

图 5：债基 ETF 只数和规模分布（剔除基准做市信用债 ETF）



资料来源：Wind，五矿证券研究所

**指数产品创新或将提速，进一步提升指数基金吸引力。**《方案》明确“稳慎推进指数产品创新”：

(1) 研究推出多资产 ETF、实物申赎模式跨市场债券 ETF，银行间市场可转让指数基金等创新型指数产品；(2) 持续丰富 ETF 期权、股指期货、股指期权等指数衍生品供给，为指数化投资提供更多风险管理工具。将指数化投资与衍生品工具相结合，不仅可以熨平市场波动有效降低组合回撤，还有利于增厚组合收益，更好服务中长期资金入市。“稳慎推进”体现出资本市场高质量发展要求。促进场外指数基金发展方面，加大普通指数基金、ETF 联接基金、指数增强型基金等具有不同风险收益特征场外指数产品供给力度，实现场内场外指数产品协同发展。

**贯彻“以投资者为本”理念，优化指数化投资生态提升投资者获得感。**《方案》提出“加快优化指数化投资发展生态”，包括全面完善 ETF 运作机制、切实提高指数编制质量、降低指数基金投资成本、稳步推进指数化投资双向开放、不断提升投资者服务水平。我们认为，《方案》在“优化指数化投资生态”篇幅较多，是“以投资者为本”理念的具体体现，反映出监管层对资本市场投资端建设的高度重视。《方案》提出“适时适度引导行业机构调降大型宽基股票 ETF 管理费率 and 托管费率”，当前市场上规模最大的五只 ETF 管理费率 and 托管费率均为 0.15% and 0.05%，在此基础上做简单测算，如果管理费率、托管费率降至 0.10% and 0.04%，每年将为投资者节省近 20 亿元。

图 6：《促进资本市场指数化投资高质量发展行动方案》原文

《促进资本市场指数化投资高质量发展行动方案》	
指导思想	以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，贯彻落实党的二十届三中全会、中央金融工作会议精神，扎实推进资本市场新“国九条”和中长期资金入市工作部署，坚持目标导向、问题导向，持续加强优质指数供给，不断丰富指数产品体系，加快优化指数化投资生态，强化全链条监管和风险防范安排，着力推动资本市场指数与指数化投资高质量发展
总体要求	推动资本市场指数化投资规模和比例明显提升，加快构建公募基金行业主动投资与被动投资协同发展、互促共进的新发展格局
主要目标	强化指数基金资产配置功能，稳步提升投资者长期回报，为中长期资金入市提供更加便利的渠道，助力构建资本市场“长钱长投”生态，壮大理性成熟的中长期投资力量
持续丰富指数基金产品体系	积极发展股票 ETF 全面做优做强核心宽基股票 ETF，打造行业旗舰 ETF 产品方阵，支持覆盖率高、代表性强、流动性好的宽基股票 ETF 注册发行，更好满足中长期资金配置需求。推出更多红利、低波、价值、成长等策略指数 ETF，进一步提升 ETF 产品多样性和可投性。围

绕做好金融“五篇大文章”、服务实体经济与国家战略、发展新质生产力，持续丰富主题投资指数 ETF 产品

**稳步拓展债券 ETF**

在有效防控流动性风险和信用风险的前提下，持续丰富债券 ETF 产品供给，更好满足场内投资者低风险投资需求。支持推出更多流动性好、风险低的不同久期利率债 ETF。稳妥推出基准做市信用债 ETF，研究将信用债 ETF 纳入债券通用回购质押库，逐步补齐信用债 ETF 发展短板

**支持促进场外指数基金发展**

加大普通指数基金、ETF 联接基金、指数增强型基金等具有不同风险收益特征场外指数产品供给力度，充分发挥指数产品透明度高、成本低、配置功能强、风险分散等优势，更好满足广大场外投资者多元化投资需求，实现场内场外指数产品协同发展

**稳健推进指数产品创新**

以风险可测可控、投资者有效保护为前提，研究推出多资产 ETF、实物申赎模式跨市场债券 ETF，银行间市场可转让指数基金等创新型指数产品。研究拓展 ETF 底层资产类别。持续丰富 ETF 期权、股指期货、股指期权等指数衍生品供给，为指数化投资提供更多风险管理工具

**优化 ETF 注册发行安排**

建立股票 ETF 快速注册机制，原则上自受理之日起 5 个工作日内完成注册。对成熟宽基指数产品实施 ETF 及其联接基金统筹注册安排。持续完善 ETF 注册逆周期调节机制。支持基金管理人基于可持续发展潜力、市场容量和标的流动性等因素，开展 ETF 前瞻性布局和差异化竞争，完善具有不同风险收益特征的 ETF 图谱

**全面完善 ETF 运作机制**

全面评估 ETF 产品现行运作机制，及时修订完善发行、上市、交易、做市、退市及信息披露等各环节制度安排。抓紧推进跨市场 ETF 全实物申赎模式改造。稳健研究推进宽基 ETF 基金通平台上线工作。扩大 ETF 集合申购标的，推动集合申购业务常态化。明确 ETF 产品适用短线交易、减持、举牌等监管要求，进一步便利指数化投资

**切实提高指数编制质量**

不断完善指数编制方法，增强指数产品生命力。鼓励编制符合国家战略、表征金融“五篇大文章”、反映新质生产力、专精特新等特色指数，打造“中国品牌”指数体系，提升 A 股指数国际影响力

**加快优化指数化投资发展生态**

**降低指数基金投资成本**

继续免收 ETF 上市年费，推动降低或减免 ETF 做市、登记结算、指数使用等费用，持续调降指数基金运作成本。适时适度引导行业机构调降大型宽基股票 ETF 管理费率 and 托管费率。将存量指数基金的指数许可使用费从基金财产中列支改为由基金管理人承担

**稳步推进指数化投资双向开放**

统筹开放与安全，稳步扩大指数产品制度型开放，完善 ETF 互联互通机制。稳步拓展 ETF 纳入沪深港通标的范围。稳健推进 ETF 互挂合作和境内指数境外授权用于开发指数产品和指数衍生品，吸引外资通过指数化投资参与 A 股市场

**不断提升投资者服务水平**

引导行业机构牢固树立投资者为本理念，更加注重投资者服务，推动指数基金成为服务广大中小投资者财富管理、便利各类中长期资金入市的重要工具。加大指数投资宣传推广、投教培训力度，积极培育指数化投资理念，持续优化投资者服务质效，着力提升投资者获得感，不断扩大投资者群体。将符合条件的指数基金纳入个人养老金投资范围并动态调整，鼓励发展以指数基金为主要配置标的的买方投顾业务，提升对接居民中长期投资理财需求的能力。支持指数编制机构加强指数业务推广，为中长期资金开展指数化投资提供专业化指数编制服务。

**强化持续监管**

加强指数基金特别是 ETF 产品的日常监管，完善 ETF 自律监管，规范 ETF 场内简称与上市管理，强化信息披露和风险揭示。建立健全数据信息共享机制。督促基金管理人加强信息系统建设和人员保障，夯实 ETF 产品稳健运行基础。严格落实投资者适当性制度，健全投资者保护机制

**加强监管，防范风险**

**突出风险防控**

压实交易所市场风险一线监管职责，着力加强 ETF 产品风险监测预警与应对处置。加强对 ETF 产品申赎及交易行为的分析监测，及时识别、处置异常交易行为和结算交易风险，动态评估完善交易机制安排和流程管控。指导基金管理人规范 ETF 申赎清单、参考净值的制作发布，强化对 ETF 交易价格、交易规模的实时监控与风险应对。指导券商完善内部控制，实施客户分层分类管理，完善客户交易动态跟踪监测机制和应急

资料来源：证监会，五矿证券研究所

## 风险提示

1. 宏观经济复苏不及预期。
2. 资本市场改革力度不及预期。
3. 权益市场异常波动。
4. 长端利率持续下行。

## 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		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: 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