

3000 亿元以旧换新资金能否支持全年消费需求？

事件描述

3月16日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》，《方案》中与汽车相关的政策有：加大消费品以旧换新力度、延伸汽车消费链条、有序减少消费限制。

事件点评

提振消费是全年主要目标。《提振消费专项行动方案》覆盖面广、规模大，不仅仅是简单的讨论提振内需，而是更强调以促收入激发消费潜能，通过全面修复居民部门资产负债表打通信贷循环，全面提振消费的政策导向。汽车作为居民耐用品消费和国民经济的重要组成部分，通常需要居民部门加杠杆进行购买，资产负债表的修复有助于居民杠杆率的抬升，**预计就业-收入的正向循环能够进一步扩大耐用品消费潜力。**

提振消费之汽车：支持以旧换新、减少购车限制、延伸消费链条。（1）**支持以旧换新：**2025年报废更新车辆要求放宽至国四排放标准，符合要求的报废更新范围约2461万辆，假设新增范围的报废更新比例20%、原符合范围的报废更新比例15%、置换报废比1.28不变，**我们预计2025年报废更新车辆约434万辆，置换更新约555万辆，合计以旧换新车辆约989万辆。**（2）**减少购车限制：**北上广深自2024年起已逐步放宽牌照政策或增发数量。北京在2024、2025先后定向增发6万个新能源车指标，广州“久摇不中”可直接申请普通车牌等，不仅减少新能源购车限制，同样减少了燃油车的购车限制。（3）**延伸消费链条：**对汽车的管理从购买管理转向使用管理，拓展汽车后市场，培育二手车消费。

“两新”资金不足以支撑全年，我们预计财政将在Q4提前下达明年资金应对。2024年用于以旧换新的超长期特别国债约1500亿元，假设总体按照9:1的原则实行央地共担，则2024年央地合计补贴资金约1666亿元，我们测算汽车、家电分别补贴959亿元、527亿元，是主要的补贴品类。2025年支持以旧换新资金共3000亿元，但是补贴时间从2024年的8-12月延长至全年，补贴范围扩大、尤其是手机等数码产品享受新购补贴而非以旧换新，从定性的角度看3000亿元不足以支撑全年。从定量角度测算，我们采用自上而下和自下而上相结合的测算方法。**自上而下整体测算**来看，2025年提前下达补贴资金810亿元，主要用于保障元旦、春节期间的消费需求，假设在Q1使用完毕、后续每个季度消费增速环比4%测算，Q2、Q3、Q4则分别需要842亿元、876亿元、911亿元，**全年合计补贴资金需要3440亿元。****自下而上的测算**分为汽车、电动自行车、家电、家装、手机等数码产品，**全年合计补贴资金需要3607亿元**，其中汽车、家电、手机等数码产品分别需要1436亿元、1301亿元、819亿元，是主要的补贴品类。**两种测算方式均显示3000亿元的资金不足以支撑全年消费需求，资金缺口约400-600亿元，我们预计财政将在四季度通过提前下达明年资金的方式对“两新”政策加码。**

风险提示： 1、政策落地较慢导致的需求不及预期；
2、宏观经济恢复不及预期。

汽车

评级：看好

日期：2025.03.24

分析师 张娜威

登记编码：S0950524070001

☎：18551983137

✉：zhangnawei@wkzq.com.cn

分析师 顾思捷

登记编码：S0950525030001

☎：18862755264

✉：gusj@wkzq.com.cn

行业表现 2025/3/21



资料来源：Wind，聚源

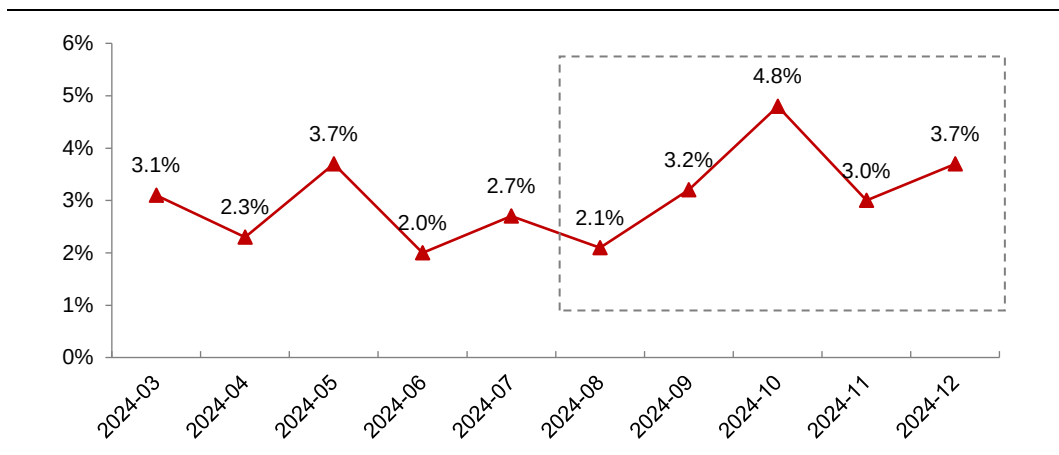
相关研究

- 《“刀口向内”释放技术红利，小鹏汽车销售势能不断累积》(2025/3/17)
- 《美国加征关税覆盖汽车37%价值量，单车成本将提高3500美元》(2025/2/24)
- 《比亚迪发布“天神之眼”，智驾平权大势已成》(2025/2/17)
- 《特朗普取消电车政策，马斯克“醉翁之意”不在车》(2025/2/11)
- 《2025以旧换新落地，将带动纯电车在低线城市快速渗透》(2025/2/6)
- 《边捧马斯克边批电动车，特朗普当选后美国新能源汽车走向何方》(2024/11/20)
- 《电车时间机器论2：新能源汽车结构性繁荣背后，2025年如何演绎？》(2024/11/14)
- 《小鹏P7+上市即爆款，增程产品来年接力，产品矩阵日益完善》(2024/11/11)
- 《全球电车的时间机器论：需求的十字路口》(2024/9/24)
- 《从半年度业绩看车企价格战激烈程度》(2024/9/20)

将提振消费作为全年主要目标

2021 年底的中央经济工作会议明确指出，必须看到我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力。将需求不足摆在经济运行面临中的首要位置，但是在 2022 年疫情干扰、宏观经济处在重要结构性调整转型的背景下难以出台具有规模化的刺激政策，因此在 2022-2023 年两年中的消费拉动政策更多聚焦于消费本身，而非全面的投资-收入-消费循环。在 2024 年初的《政府工作报告》中首次提出了：“从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债”，随后在 8 月拉开了 1500 亿“以旧换新”的刺激消费阶段。在政策的拉动下，2024 年全年社零同比 3.5%，尤其是 8 月以来社零同比增速提高。

图表 1：中国社零同比增速



资料来源：Wind，五矿证券研究所

1500 亿的以旧换新补贴对消费带来了明显的提振。在去年消费报告中，我们持续提到以扩内需为主的稳增长需要更加关注居民部门整体财富。要对消费长期起到提振作用需要经济内生动力的拖底，这是走出低物价水平的关键。在 2024 年“两新”带来的积极效果以及经济基本面好转的背景下，3 月 16 日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》（下文简称“方案”），为 2025 年两会以来规模最大、覆盖面最广的政策。不仅仅是简单的讨论提振内需，而是更强调以促收入激发消费潜能，通过全面修复居民部门资产负债表打通信贷循环，全面提振消费的政策导向。

汽车作为居民耐用品消费和国民经济的重要组成部分，通常需要居民部门加杠杆进行购买，资产负债表的修复有助于居民杠杆率的抬升，预计就业-收入的正向循环能够进一步扩大耐用品消费潜力。

提振消费之汽车：支持以旧换新、减少购车限制、延伸消费链条

在《方案》中与汽车相关的政策有：1. 加大消费品以旧换新力度、2. 延伸汽车消费链条、3. 有序减少消费限制这三方面。对汽车的政策同时惠及新能源车和燃油车、同时激励购买和拓展购买后的后市场消费，未来将逐步减少购买时的管理，而是转向购买后的使用管理。

图表 2：《提振消费行动方案》汽车相关内容

条款	具体内容
加大消费品以旧换新支持力度	用好超长期特别国债资金，支持地方加力扩围实施消费品 以旧换新 ，推动汽车、家电、家装等大宗耐用消费品绿色化、智能化升级。
延伸汽车消费链条	开展汽车流通消费改革试点，拓展汽车改装、租赁、赛事及房车露营等 汽车后市场消费 。培育壮大 二手车 经营主体，持续落实二手车销售“反向开票”、异地交易登记等便利化措施。加强汽车领域信息共享，支持第三方二手车信息查询平台发展，促进二手车放心便利交易。
有序减少消费限制	推动汽车等消费由 购买管理向使用管理转变 ，分年限保障“久摇不中”无车家庭购车需求。

资料来源：中国政府网，五矿证券研究所

我们预计 2025 年汽车以旧换新申请将达到 989 万辆

汽车以旧换新分为报废更新和置换更新两部分，报废更新全国统一补贴新能源车 2 万元、燃油车 1.5 万元，置换更新补贴由更地方自行制定，自 2024 年 8 月“两新”资金落地至 12 月底，报废更新超过 290 万辆，置换换新超过 370 万辆，2024 年约有 1455 万辆车符合报废更新范围，**报废更新比例约 20%**，置换和报废的比例约 1.28：1。2025 年截至 3 月 14 日，全国以旧换新申请约 130 万份。

2025 年补贴范围扩大，部分省份经济型车补贴力度略微加大。补贴力度上报废更新补贴维持不变，各地方的置换更新政策上限统一为新能源车 1.5 万元、燃油车 1.3 万元，部分省份由于 2024 补贴额度较低而上调补贴，部分省份 2024 年对于 20 万以上车型补贴超出该范围，因此下调中高端定位车型补贴额度，补贴政策再次向经济实惠车型倾斜，惠及更广大消费者群体。补贴范围上，2025 年将报废更新车辆要求放宽至国四排放标准，符合要求的报废更新范围约 2461 万辆。**假设新增范围的报废更新比例 20%、原符合范围的报废更新比例 15%、置换报废比 1.28 不变，我们预计 2025 年报废更新车辆约 434 万辆，置换更新约 555 万辆，合计以旧换新车辆约 989 万辆。**

受以旧换新政策的带动，我们预计 2025 年汽车消费仍然能够保持约 4% 的增长，全年销量约 3278 万辆。其中新能源车销量 1640 万辆，同比增长 27%，整体渗透率 50%，乘用车渗透率达到 54%。

图表 3：2025 年各省汽车置换更新补贴（粉色表示折扣力度加大，绿色表示力度减小）

省份	价位	5-10万	10-20万	20万+	省份	价位	5-10万	10-20万	20万+	省份	价位	5万以下	5-10万	10万+
安徽	燃油车	84%~92%	90%~95%	93.5%	湖南	燃油车	82%~91%	89%~94.5%	93.5%	青海	燃油车	94%	80%~90%	87%
	新能源车	80%~90%	88%~94%	92.5%		新能源车	78%~89%	87%~93.5%	92.5%		新能源车	90%	76%~88%	85%
浙江	价位	5-10万	10-20万	20万+	辽宁	价位	< 10万	10-20万	20万+	江苏	价位	5-10万	10-20万	20万+
	燃油车	84%~92%	90%~95%	93.5%		燃油车	91%	89%~94.5%	93.5%		燃油车	84%~92%	90%~95%	93.5%
	新能源车	80%~90%	88%~94%	92.5%		新能源车	90%	88%~94%	92.5%		新能源车	80%~90%	88%~94%	92.5%
海南	价位	8万以下	8-15万	15万+	福建	价位	5-10万	10-20万	20万+	广西	价位	8万以下	8-20万	20万+
	燃油车	90%	85%~92%	91%		燃油车	84%~92%	90%~95%	93.5%		燃油车	91%	86%~94.5%	94%
	新能源车	88%	82.5%~91%	90%		新能源车	80%~90%	88%~94%	92.5%		新能源车	90%	84%~93.5%	93%
吉林	价位	5万以下	5-10万	10-15万	15万+	宁夏	价位	5-10万	10万+	湖北	价位	6-10万	10-20万	20万+
	燃油车	94%	86%~93%	89%~93%	91%		燃油车	78%~89%	87%		燃油车	88%~93%	90%~95%	93.5%
	新能源车	92%	84%~92%	88%~92%	90%		新能源车	74%~87%	85%		新能源车	85%~91%	88%~94%	92.5%
广东	价位	4-7万	7-15万	15-25万	25万+	西藏	价位	< 5万	5-10万	10-15万	15-20万	20万+	新疆	统一
	燃油车	90%~94%	89%~95%	92%~95%	94.80%		燃油车	90%	86%~93%	91%~94%	93%~94.5%	93.50%	黑龙江	74%
	新能源车	87.5%~93%	87%~94%	91%~95%	94%		新能源车	86%	82%~91%	89%~937%	91%~93.5%	92.50%		70%

资料来源：各省发改委、商务厅，五矿证券研究所

对汽车的管理将逐步从购买管理转向使用管理

减少购车限制，北上广深自 2024 年起已逐步放宽牌照政策或增发数量。汽车摇号限购政策是为了解决交通拥堵、碳排放问题，属于购买管理方式。随着技术发展目前已经可以通过使用管理的手段来解决拥堵和碳排放问题、统一大市场政策的落实以及购买管理抑制了无车家庭的购车需求，因此当前阶段政策全面转向宽松在我们的预期之内。北京在 2024、2025 先后定向增发 6 万个新能源车指标，广州“久摇不中”可直接申请普通车牌，深圳 2024 年定向增发 1 万个普通车指标，上海放宽对消费者社保年限的要求。**本次提出的减少消费限制，不仅是减少新能源购车限制，同样将减少燃油车的购车限制。**

图表 4：北上广深放宽摇号限购政策

城市	措施
北京	2024 年面向无车家庭定向增发 2 万个 新能源小客车指标； 2025 年面向无车家庭定向增发 4 万个 新能源小客车指标。
广州	参加摇号累计次数达 72 次以上的个人，可直接申领普通车指标。
深圳	2024 年面向个人配置 1 万个专项普通小汽车增量指标，通过阶梯摇号配置。
上海	2025 年起放宽对消费者的要求，降低社保/个税缴纳年限要求。

资料来源：各市政府官网，五矿证券研究所

加强使用管理，拓展汽车后市场，培育二手车消费。中国汽车发展至今，与传统的汽车强国相比，没有形成浓厚的汽车文化和完善健康的二手车市场。汽车后市场细分领域多，包括汽车改装、赛事等，市场空间广阔，培育汽车文化将有助于激发汽车后市场消费潜力。二手车市场是汽车后市场重要的组成部分，但因二手车信息不透明等原因二手车市场消费受限，第三方二手车信息平台有助于盘活二手车市场消费，从而加快汽车流通，带动汽车消费，当前汽车价格还处在下行阶段，我们认为在价格趋稳之后，二手车交易量会逐步抬头。

“两新”资金不足以支撑全年，预计 Q4 将提前下达明年资金应对

我们测算 2025 年以旧换新资金 3000 亿元可能不足以支撑全年。2024 年用于以旧换新的超长期特别国债约 1500 亿元，假设总体按照 9:1 的原则实行央地共担，则 2024 年央地合计补贴资金约 1666 亿元，我们测算汽车、家电分别补贴 959 亿元、527 亿元，是主要的补贴品类。2025 年支持以旧换新的超长期特别国债资金共 3000 亿元，但是补贴时间从 2024 年的 8-12 月延长至全年，补贴范围扩大、尤其是手机等数码产品享受新购补贴而非以旧换新，从定性的角度看 3000 亿元不足以支撑全年的消费需求。

从定量角度我们采用自上而下和自下而上相结合的测算方法，2025 年全年需要补贴资金约 3440 亿元和 3607 亿元，资金缺口大约在 400-600 亿元之间。

自上而下整体测算来看，2025 年提前下达补贴资金 810 亿元，主要用于保障元旦、春节期间的消费需求，假设在 Q1 使用完毕、后续每个季度消费增速环比 4% 测算，Q2、Q3、Q4 则分别需要 842 亿元、876 亿元、911 亿元，全年合计补贴资金需要 3440 亿元。

自下而上的测算方式分别测算汽车、电动自行车、家电、家装、手机数码产品的补贴金额，全年合计需要资金 3607 亿元，相较于已公布的 3000 亿元资金仍有较大的缺口。其中汽车、家电、手机等数码产品分别需要 1436 亿元、1301 亿元、819 亿元，是主要的补贴品类，全

年拉动销售额将达到 2.97 万亿元。

图表 5：2024 年、2025 年以旧换新补贴金额和销售额测算

单位：亿元	2024 补贴金额	2024 销售额	2025E 补贴金额	2025E 销售额
汽车	959	9200	1436	13786
电动自行车	6.5	37	42	244
家电	527	2700	1301	6673
家装	175	1200	410	2808
手机等数码产品	-	-	819	6190
合计	1666	13137	4008	29701
中央财政	1500		3607	-

资料来源：中国政府网，央视新闻，Wind，Canalys，五矿证券研究所测算

我们预计 2025 年汽车补贴金额 1436 亿元，带动销售额约 1.38 万亿元。2024 年汽车以旧换新带动销售额 9200 亿元，单车价格约 13.9 万元，按照 2024 年汽车报废更新/置换更新分别 290 万辆/370 万辆、置换新能源比例 60%、报废更新新能源车/燃油车分别 2 万元/1.5 万元、置换更新新能源车/燃油车分别 1.3 万元/1 万元（各省 13.9 万元车型补贴的中位数）来测算，2024 年补贴金额约 959 亿元。2025 年按照上文测算的报废更新 434 万辆、置换更新 555 万辆测算，需要补贴金额合计 1436 亿元，按照单车价格 13.9 万元计算拉动汽车销售约 1.38 万亿元。

我们预计 2025 年电动自行车补贴金额 42 亿元，带动销售额约 244 亿元。2024 年电动自行车以旧换新 138 万辆，补贴金额 6+亿元，带动新车销售 37 亿元；截至 3 月 18 日电动自行车以旧换新日均置换量 2.7 万辆，累计申请补贴超过 12 亿元。假设按照日均 2.5 万辆、360 天、单车补贴 471 元、单车售价 2710 元（参考 2024 年）计算，2025 年电动自行车补贴金额约 42 亿元，带动销售额 244 亿元。

我们预计 2025 年家电补贴金额 1301 亿元，带动销售额约 6673 亿元。2024 年家电以旧换新带动销售额 2700 亿元，销量 6200 万件，其中 1 级能效家电占比 90%，按照 1 级能效补贴 20%、2 级能效补贴 15% 计算，2024 年家电补贴金额约 527 亿元。参考没有补贴的正常年份 2023 年 8-12 月销售额占全年家电销售额的比例 43%，假设 2024 年 8-12 月拉动的销售额占全年可拉动销售额的 43%，测算可得若补贴覆盖全年则原八大类家电补贴 1232 亿元、销售额 6318 亿元。新增四类家电 2024 年销售额合计约 668 亿元，假设 2025 年增速参考八大类家电以旧换新带动销售额占总销售额的 53% 测算，新增四类家电补贴金额 69 亿元、销售额 354 亿元。2025 年 12 类家电合计补贴金额约 1301 亿元，销售额 6673 亿元。

我们预计 2025 年家装补贴金额 410 亿元，带动销售额约 2808 亿元。我们估算 2024 年家装补贴金额约 175 亿元，由于家装环节品类繁多较难估算，因此以 2024 年总补贴金额减去其他各项补贴得到。假设家装环节补贴金额和销售额与家电环节相似，简单估算 2025 年家装补贴金额 410 亿元，带动汽车销售额约 2808 亿元。

我们预计 2025 年数码产品补贴金额 819 亿元，带动销售额约 6190 亿元。手机等数码产品享受的是够新补贴而非以旧换新，因此消费潜力巨大。2024 年中国手机出货量 2.84 亿台，其中约 65% 低于 3000 元，按照售价 15% 补贴，约 18% 的手机售价在 3000-6000 元之间，单台补贴 500 元，假设手机补贴、销售额占数码产品整体的 82%，可以计算出数码产品补贴约 819 亿元，带动销售额 6190 亿元。

根据以上测算，2025 年合计补贴金额约 4008 亿元，按照 9:1 央地共担的原则，中央资金需要 3607 亿元，远超已下达的 3000 亿元资金。两种测算方式均显示 3000 亿元的以旧换新资金不足以支撑全年消费需求，大约有 400~600 亿元左右的资金缺口，我们预计财政将在四季度通过提前下达明年资金的方式对“两新”政策加码。

风险提示

- 1、政策落地较慢导致的需求不及预期；
- 2、宏观经济恢复不及预期。

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 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: 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