

美国关税政策变化及影响

宏观点评

日期： 2026.03.05

分析师 尤春野

登记编码：S0950523100001

☎：13817489814

✉：youchunye1@wkzq.com.cn

相关研究

- 《美欧经济回暖，地缘局势升温》(2026/3/3)
- 《公开募集证券投资基金业绩比较基准指引与操作细则解读》(2026/2/2)
- 《转型加速，内需偏弱》(2026/1/27)
- 《人民币升值的原因、展望及影响》(2025/12/25)
- 《经济加速“去地产化”》(2025/12/22)
- 《美联储货币政策进入博弈期——美联储12月会议点评》(2025/12/15)
- 《平稳过渡，结构优化——中央经济工作会议精神学习》(2025/12/15)
- 《“十五五”开端的“稳中求进”》(2025/12/9)
- 《经济放缓，政策效果待显现》(2025/11/17)
- 《四中全会公报解读》(2025/10/24)

事件点评

近期美国关税政策出现明显震荡，具体特征为“法律约束增强、行政工具切换、政策不确定性上升”。核心变化不在于单一税率从10%抬升至15%本身，而在于美国最高法院对总统以IEEPA（《国际紧急经济权力法》）实施大范围关税的权限作出限制后，白宫迅速转向《1974年贸易法》第122条（Section 122）作为过渡性工具。该条款授权总统在特定条件下对进口商品征收最高15%的临时附加税，但期限原则上不超过150天，若要延长，需由国会通过法案。白宫近期关于Section 122的表述及白宫总统行动文件均强调了“15%上限+150天期限+国会延长”的法定框架。

我们认为这意味着，美国关税政策并未进入“总统完全失去工具”的阶段，而是从此前争议较大的紧急状态路径，转向更依赖贸易法的现有授权、部门调查程序和国会立法配合的组合路径，这样一来，实施关税政策的内部争议更少。

未来一段时间，我们认为美国关税体系大概率呈现“三层并行”格局：一是Section 122临时普遍性附加税作为短期兜底工具；二是Section 232（国家安全）和Section 301（不公平贸易）作为中期、定向、可滚动强化的主渠道；三是国会立法层面的关税、产业补贴、税收激励与供应链约束政策形成配套。相关公开信息显示，Section 301现有对华调查与执行框架仍在运行，USTR官网仍保留中国相关301页面与调查入口；同时，Section 232调查和措施仍是白宫及商务部可持续动用的重要权限。

对中国而言，短期冲击主要体现在外需预期波动、行业利润压缩与订单再分配节奏扰动，而非“全面失去竞争力”。在美国对多国同时提高普遍性关税税率的情形下，中国面临的压力并非孤立上升，部分行业相对竞争地位甚至可能阶段性改善，尤其是在供应链完整性、交付稳定性与成本效率仍具优势的领域，比较优势进一步凸显，因此我们认为整体利好国内制造业。但对已被301、232或行业专项措施持续覆盖的品类而言，中国出口仍将承受更高政策风险溢价，企业经营重心将进一步转向“区域化产能布局+原产地管理+产品升级+合规能力建设”的综合应对。

- 风险提示：**
- 1、 关税政策持续摇摆；
 - 2、 关税不确定性或通过AI产业链冲击全球资本市场。

美国关税政策近期从“紧急状态关税”转向“临时附加税”

本轮美国关税政策调整的关键背景，不是单纯的税率调整，而是政策法律基础发生了切换。近日，美国最高法院已对特朗普政府此前依据 IEEPA 实施的大范围关税作出不利于行政当局的裁决，直接削弱了白宫通过“国家紧急状态”路径快速、大范围加征关税的操作空间。此后，白宫随即转向《1974 年贸易法》第 122 条，以“国际收支/支付失衡问题”为依据，宣布实施临时进口附加税，并在短期内将税率上调至 15%。公开报道普遍将这一调整视为在法院裁决后的“过渡性替代工具”。

从政策节奏看，这一调整反映出美国贸易政策正在从“高弹性、强冲击、法律争议较大”的行政单边路径，转向“法律约束更明确但仍具较强行政主动性”的贸易法路径。白宫总统行动页面对 Section 122 的引用口径较为明确，即该条款允许总统在一定条件下征收临时进口附加税，上限为 15%，且原则上不得超过 150 天，除非国会通过法案延长。换言之，本轮“15%”并非一般意义上的长期制度性关税再定价，而更像是一个在法律约束下启动的短期政策平台，为后续更具针对性的 301、232、行业专项措施争取时间与谈判空间。

如果结合近两日公开舆论与市场反应观察，市场对这一政策的敏感点也并不主要在“15% 这个数字”本身，而在于两点：其一，法院裁决后美国政府是否还能够快速维持高关税压力；其二，未来 150 天之后美国会如何重构关税体系。相关报道显示，企业、行业组织和市场参与者更关心的是“退款问题”“法律稳定性问题”以及“下一轮关税授权将走哪条法律路径”。这说明美国关税政策已从单次冲击阶段进入机制重构阶段，我们预计在此次重构之后，或会出现较为长久稳定的关税政策。

特朗普政府并非“紧急状态”一项工具

此次市场和媒体关注的核心问题在于，在特朗普相关关税权限受到法院限制后，美国未来若要推出新的关税政策，是否都必须由国会逐案通过。对此需要先作一个基本判断：美国并不存在“所有关税都必须由国会逐案立法通过”或“总统可以完全单独决定所有关税”这两种极端情况。美国关税政策的现实运行机制，是国会通过立法事先授予行政部门一定范围内的关税调整权限，而总统和行政部门在这些法定框架内行使具体权力。此次最高法院限制的，是总统在 IEEPA 路径下对大范围关税的使用边界，并不否定《贸易法》等其他法条下已经存在的授权。相关裁决后的政策动作也印证了这一点，即白宫很快转向 Section 122 等既有贸易法工具维持政策连续性。

就 Section 122 而言，法条文本和白宫文件都明确，总统可以先行宣布临时进口附加税，税率上限为 15%，但期限原则上不得超过 150 天；若要超过 150 天继续执行，则需要由国会通过法案延长。也就是说，在 Section 122 框架下，“启动”并不需要国会事前逐案表决，但“续期”必须回到国会立法程序。换言之，法院限制并未使总统完全失去加税工具，而是使其在使用某些工具时更受法定边界约束。

从国会程序看，这里的关键不在于是否存在 Section 122 专门设置的特殊高门槛，而在于美国一般立法程序本身的现实政治约束。按常规表决逻辑，众议院和参议院的法案通过可按简单多数原则理解；但在参议院实践中，争议较大的法案往往会遭遇冗长辩论，通常需要先通过 cloture（终止辩论）程序，而这对多数立法事项一般需要参议院五分之三票数，也就是 60 票。换言之，从“法条门槛”看可以理解为简单多数逻辑，但从“程序现实”看，若政治分歧较大，法案往往需要先跨过 60 票这一更高门槛。

就当前政治环境而言，这也是市场普遍将 Section 122 视为“短期工具”的重要原因之一。一方面，民主党整体上对特朗普关税政策的反对态度较为明确，近期围绕关税合法性、退款等问题已持续施压；另一方面，共和党内部在关税问题上也并非完全一致，相关投票中已出

现共和党议员倒戈或与党内领导层不同步的情况。在这一背景下，若未来需要推动 Section 122 长期化或以立法方式固化类似普遍性关税安排，想在参议院层面达到足以克服程序阻碍的 60 票，现实难度较大。

整体来看，特朗普政府未来并非只有 Section 122 这一条路。即便 IEEPA 路径受限，行政当局仍可以依赖 Section 232 和 Section 301 等既有贸易法授权继续推出新关税或扩围措施。这类工具通常不要求在实施前逐案取得国会新授权，而是由法定程序触发，例如商务部调查、USTR 调查、听证、报告与总统决定等。也正因如此，法院裁决并未终结关税政策不确定性，而是改变了关税工具的构成和发力顺序，使未来关税格局更可能呈现出“临时普遍工具受时限约束、结构性工具持续强化”的特征。

122 之后美国会走向何种关税格局，特朗普还可使用哪些工具

从未来走势看，如果仅从法律结构出发，Section 122 更像是一个时间窗口，而不是最终长期税率。其法律特征决定了它适合快速启动、短期施压、争取谈判与制度切换时间，但不适合长期支撑一个高度细分、行业差异化、长期稳定的关税体系。白宫和外部分析普遍都强调了该条款“15%上限”和“150 天时限”，这本身已经限制了其政策形态。我们认为，这类工具可以在短期内增加政治谈判筹码。

在这一前提下，美国未来关税格局大概率呈现“普遍性附加税逐步退居辅助、行业性和对象性关税重新成为主导”的演变路径。换言之，Section 122 是“平台税率”，而真正决定行业冲击结构的，仍将是 301、232 及其派生调查和执行动作。

其中，Section 301 仍是对华经贸摩擦中最具针对性和政策辨识度的工具之一。USTR 官网目前仍保留中国 Section 301 关税行动页面，并持续更新相关调查与执行信息；同时，USTR 官网的 Section 301 调查总览页面也显示，针对中国和其他国家/议题的调查框架仍在运行。近期公开报道还显示，美方官员提到 USTR 已有针对中国的 301 调查在推进，并可能在工业产能、特定贸易做法等方向新增调查。对中国而言，这意味着未来关税压力未必表现为“统一税率继续加高”，而更可能体现为对特定产业、特定供应链环节、特定产品群的进一步定向施压。

Section 232 方面，其核心逻辑是“国家安全”，由商务部调查并形成报告，再由总统决定是否调整进口（包括加征关税、配额等）。商务部与 BIS 关于 232 的公开说明均显示，这一机制具有较强持续性与扩展性，调查可以由相关主体申请、部门请求或商务部长自行启动。近期公开信息显示，美国在半导体等领域已有 232 相关动作或延续调查安排，外部媒体也普遍判断，232 将成为法院裁决后特朗普政府继续推进行业性关税的重要抓手。对行政部门而言，232 的优势在于法定路径成熟、既有案例较多、政策叙事容易与产业安全、供应链安全相结合。

除 301 和 232 外，未来美国还可能更多依赖“关税+非关税”的组合工具，例如原产地规则强化、海关执法趋严、反规避调查、出口管制、投资审查、采购限制、补贴激励与税收优惠并行推进。这意味着即使名义关税税率在部分阶段回落，企业实际面临的市场准入成本与合规成本也未必下降。从政策效果看，美国正在从“单一税率冲击”转向“制度化摩擦组合拳”。

就“150 天之后”这一具体问题而言，我们认为可简化为两种情景：第一种情景是，Section 122 在 150 天期限届满后按法定机制自动终止，但国会批准延长，从而使临时普遍性附加税得以继续执行；不过在当前政治分歧较大的背景下，这一路径在国会层面尤其是参议院程序推进上存在较高不确定性。第二种情景是，Section 122 在到期后不再续期，按法定期限自然退出，而行政当局转向以 Section 232、Section 301 等既有贸易法工具进行替代，通过行业性、议题性或国别性的调查与措施接续关税压力。相比前一种情景，这一路径更符合当前法律约束、政治程序成本和行政部门工具使用习惯，政策可操作性相对更强。

无论上述两种情景如何演变，在 Section 122 执行期间都可能存在一定范围的例外安排、豁免处理或适用边界调整，因此企业实际承担的有效税负通常会低于名义税率水平，市场体感也未必与“统一税率”完全一致。也正因如此，后续观察不宜只看名义税率高低，更应关注豁免范围、适用品类和执行细则变化对实际税负的影响。

同时，如果后续主要通过 Section 232 和 Section 301 等工具进行替代，关税格局的结构性特征将更加明显。与 Section 122 这类临时普遍性工具不同，232 和 301 通常并非面向所有国家统一施加同一税率，而是更可能围绕特定产业、特定议题以及特定国家（或主要贸易伙伴）展开调查和措施设计，因此最终形成的政策效果大概率表现为“普遍性压力下降、结构性压力上升”，即对重点行业、重点国家和重点产品的定向约束更强，而非对所有进口来源实施长期统一加税。

对中国影响：宏观、行业与全球竞争格局

从中国视角看，本轮美国将临时普遍性附加税提高至 15%，短期内会对出口企业预期、订单谈判和利润空间形成扰动，但其影响需要放在“美国对多国同时施加普遍附加税、且对华仍叠加既有 301/232 框架”的大背景下分析，不能简单理解为“中国单方面遭遇新增冲击”。我们认为全面关税更加凸显中国制造业的比较优势，优势或在部分行业阶段性凸显。

宏观层面上，直接影响主要体现在三个渠道。第一是价格与订单渠道，即美国进口成本上升导致终端需求调整、进口商压价或延迟下单，从而压缩中国企业利润率。第二是预期与金融条件渠道，即关税不确定性抬升全球风险偏好波动，影响汇率、外贸融资与库存决策。第三是供应链重组渠道，即部分企业加快第三地组装、区域产能配置和原产地管理，以对冲未来关税与执法风险。这三类影响中，短期最强的是预期与订单节奏，中长期更重要的是供应链与产业升级路径变化。

在 Section 122 这类普遍性附加税框架下，其他国家同样受到影响，中国并非唯一承压方。若美国对多数进口来源同时征收统一附加税，中国在成本、产业链完整性、交付速度和规模制造方面的既有优势并不会因为“统一上调 15%”而自动消失，反而在部分标准化产品和中高复杂度制造品类中，相对竞争力可能阶段性凸显。原因在于，当税率是“普遍抬升”而非“仅对中国定向提高”时，竞争主要重新回到税前成本、良率、交付和配套能力。对于已经形成显著规模经济和完整产业配套的中国企业，这一相对比较并不一定恶化。

但这种“相对优势可能增强”的判断有重要前提，即该品类没有被更高强度、定向性的 301 或 232 措施覆盖，或企业能够较好处理原产地规则、合规认证和客户结构重构问题。对于美国长期重点施压的领域，如部分先进制造、关键零部件、信息通信、特定新能源链条、涉及国家安全叙事的产品，以及被纳入 301 调查或 232 国家安全评估的行业，中国企业面对的并不只是 Section 122 的普遍附加税，而是更高的综合政策摩擦强度。也就是说，未来中美贸易摩擦的行业差异会进一步扩大，不能用单一平均税率来判断所有行业景气。

从 301 的行业映射角度看，301 工具的特点是“问题导向+行业定向+可持续滚动”，其影响通常集中于美国认为存在不公平贸易、产业政策竞争或技术竞争的领域。USTR 关于中国 301 行动页面与 301 调查总览的持续更新，说明这一工具仍会在产业层面发挥主导作用。未来若美国在工业产能、关键制造业或特定技术环节发起新的 301 调查，则受影响行业可能出现“税率抬升+合规审查+客户转移”的叠加冲击。相较之下，一些劳动密集型但供应链替代难度高、美国终端仍强依赖进口的品类，可能更多体现为价格再分配，而非份额快速出清。

从 232 的行业映射角度看，其影响重点则更多集中于被美国定义为“国家安全相关”的产业链环节，如金属材料、汽车与零部件、半导体、医药与关键物资等。232 的政策逻辑并不完全以传统贸易逆差为核心，而是更强调供应安全、产业控制力和战时/应急保障能力。因此，

一旦某一行业被纳入 232 叙事，其面临的政策压力往往更具长期性，且容易与产业补贴、政府采购和本土化要求形成联动。对中国企业而言，这类行业的风险管理重点将从“关税税率测算”升级为“市场准入策略、产能布局和合规体系重构”。

在相对比较层面，在美国实施普遍性临时附加税、且对多数进口来源同幅加征的阶段，中国在成本效率和供应链组织能力上的相对优势可能在部分行业被重新放大；但在美国继续通过 301、232 等工具对华重点行业进行定向施压的情况下，这种优势未必能够转化为对美出口份额扩张，更多可能表现为全球其他市场的竞争力提升、海外产能承接能力增强，以及对国际客户的综合交付优势巩固。换言之，中国优势并非简单体现在“美国市场份额绝对上升”，而更可能体现在“全球供给体系中的综合竞争位势维持甚至强化”。

图表 1: 301-对华重点产业清单

类别 (301)	是否中国专案	重点关注方向
中国“技术转让、知识产权与创新”调查 (经典 301)	是	先进制造、电子、机电、关键零部件、新能源链条、医疗物资等 (按历次清单与调整分层)
中国技术转让 301 关税四年期审查后的调整 (并非新案, 属既有案调整)	是 (基于 2017)	电动汽车、锂电、电池部件、光伏相关、部分医疗用品、关键矿产/材料链条 (具体税率与生效节奏按 USTR/FR 文件)
中国“海事、物流、造船领域主导地位”调查	是	造船、航运、港口物流、海运服务链、相关设备与配套
中国半导体产业“主导地位”调查	是	半导体、半导体制造设备、产业链配套环节
中国履行第一阶段经贸协议承诺 (Phase One) 相关 301 调查	是	农产品采购、制造业采购、知识产权、金融服务开放等履约议题 (偏议题性, 不等同单一行业关税)
中国“非法芬太尼”相关 301 请愿 (撤回)	是 (请愿项)	化工、医药中间体等 (已撤回, 如未来重启可能涉及)

资料来源: USTR, 五矿证券研究所

图表 2: 232-对华重点产业清单

类别 (232)	是否中国专案	重点关注方向
钢铁进口国家安全调查 (后形成钢铁 232 关税)	否 (全球进口)	钢铁及钢制品、下游金属加工
铝进口国家安全调查 (后形成铝 232 关税)		铝材、铝制品、下游加工
汽车及零部件进口调查		汽车整车、零部件、汽车供应链
铜进口国家安全调查		铜、铜材、铜加工链条
木材与木制调查		木材、板材、林产品贸易
半导体及半导体制造设备调查		芯片、半导体设备、电子制造链
药品及药物成分 (含衍生品) 调查		原料药、制剂、医药供应链
加工关键矿产及衍生品调查		稀土、关键矿产加工材料、电池材料、磁材链条
商用飞机与喷气发动机调查		航空制造、发动机配套、高端制造供应链
多晶硅及其衍生品调查		光伏上游材料、多晶硅、太阳能链条
无人机系统及部件调查		无人机整机、飞控/部件、电池/电子配套
风力涡轮机调查		风电设备、叶片、机电系统
PPE/医疗耗材与设备调查		医疗耗材、器械、防护用品
机器人与工业机械调查		工业机器人、自动化设备、机床/机械链

资料来源: USTR, 五矿证券研究所

在关税政策结构性重构后或产生长远影响

综合上述分析，我们认为近期美国将临时附加税提高至 15% 的政策意义，更多在于确认了美国贸易政策在司法约束下的“重构”方向，而不是关税博弈的终点。对中国而言，短期需要重视的是政策口径反复、法案与诉讼进展、行政部门调查加速及其对订单和市场预期的扰动；中期需要重视的是美国关税体系从“统一冲击”走向“结构加压”的趋势，即普遍性工具与行业性工具并行、关税与非关税措施叠加、行政路径与国会路径交错推进的新常态。

从机制上看，Section 122 本身已经把“15%与 150 天”写进法定天花板，后续若要长期化，绕不开国会；而国会路径在当前政治环境下存在较高程序和博弈成本，这决定了白宫更可能把 Section 122 当作过渡平台，同时加速推动 232 和 301 等更具行业定向能力的工具。公开信息已显示，301 调查和 232 活动仍在扩展或延续。

从中国应对角度看，分析重点不宜停留在“美国平均税率是多少”的单一问题，而应转向“美国对哪些行业会继续定向提高摩擦强度、哪些产品会在普遍加税下重新体现中国相对优势、哪些企业需要通过区域化布局 and 原产地管理实现风险对冲”的分层框架。也就是说，未来研判与策略制定应从宏观叙事转向行业与企业颗粒度，尤其要重视 301 与 232 对应行业的政策前瞻跟踪。

总体判断，本轮 15% 临时附加税上调对中国外贸和产业链的直接冲击可控，但其作为“政策切换信号”的意义较大。美国在司法约束下并未失去关税工具，而是在重新配置工具箱。未来一段时期，中美经贸摩擦的主要特征将不是“是否还有关税”，而是“关税如何分层、如何与产业政策和安全政策联动、如何在法律与政治约束下持续化”。我们建议从单次事件解读转向机制化、情景化、行业化持续跟踪，确保集团所覆盖所有行业能够动态调整对冲风险。

风险提示

- 1、关税政策持续摇摆；
- 2、关税不确定性或通过 AI 产业链冲击全球资本市场。

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/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

	Ratings	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.	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