

宏观点评

日期： 2026.04.01

分析师 尤春野

登记编码： S0950523100001

☎： 13817489814

✉： youchunye1@wkzq.com.cn

中东冲突对海外经济影响初现

报告摘要

海外宏观：中东冲突影响初现。中东冲突导致原油等工业品原材料供给受到扰动，制造业产业链由于预防性补库存需求从而出现了短期的“虚假繁荣”，服务业则已经开始显现出负面冲击。美国消费者信心和通胀预期仍然稳定，但可能随着冲突持续而向“滞胀”预期演化。欧洲经济受到的冲击较其它地区相对更大。

国内宏观：外需强劲，内需回暖。中国经济开年有回暖趋势，消费小幅反弹，投资开始回稳，出口保持强劲。在出口的强势拉动下，库存周期也出现了上行势头，经济有复苏动力。但物价和库存周期的回升力度以及能否扩散到更大的范围需要继续观察。

政策：3月以来，全球政策环境呈现“地缘风险上升、宽松节奏放缓”的特征：伊朗相关冲突推升油价、航运与供应链风险溢价，并通过能源价格、金融条件和风险偏好三条路径向全球经济传导，使海外宏观主线进一步转向“增长偏弱、通胀受扰、央行更谨慎”，美联储、欧洲央行均因此维持更审慎的宽松立场。对中国而言，外部冲击一方面抬高输入性成本和政策操作难度，另一方面也对上游能源资源板块形成一定支撑，但尚不足以改变国内“以稳为主、以内为本”的政策主线。两会则进一步明确了全年宏观框架，即在增长目标小幅下调背景下，坚持“更加积极的财政政策”和“适度宽松的货币政策”，以财政和准财政工具作为稳增长主抓手，通过超长期特别国债、专项债、资本金补充、“两重”“两新”以及促消费专项安排，推动消费与投资双线发力，同时兼顾科技升级与风险防范。整体看，当前政策组合并不追求强刺激，而是强调财政靠前发力、货币协同配合、资金尽快转化为实物工作量；未来国内修复斜率的关键，仍取决于财政落地效率、消费传导顺畅程度以及房地产拖累能否继续收敛。

大类资产：地缘冲突为短期定价的核心因素。近一个月市场交易的核心逻辑是中东地缘冲突。我们认为股市可以逐步布局。美伊谈判预计会有很多波折，但随着双方均释放谈判信号，战争长期化和无序升级的概率有所降低，市场的恐慌情绪有望逐步缓解。我们认为近期震荡行情之中可以逢低布局。2025年宏观叙事逻辑是特朗普上台之后进行的去全球化，所以矿产安全和科技安全成为了宏观主线，有色和科技板块表现亮眼。2026年最超预期的事件是中东冲突，对全球的能源供给造成了巨大冲击，我们认为能源安全有望成为宏观主线。建议关注新能源储能板块的投资机会。我们认为黄金在调整之后也有布局机会。市场目前正在交易“油价上涨——通胀上升——货币政策收紧”这一逻辑链条，即“流动性紧缩”是近期的市场交易逻辑，而尚未向经济衰退和美国财政压力等方向进行足够定价。故而对流动性敏感的贵金属出现了大幅下跌。这一情形与2022年俄乌冲突爆发后黄金冲高而后持续回落较为相似。但是地缘政治动荡、长期通胀预期上升与供应链秩序重构等长期影响均有利于黄金的叙事逻辑。我们认为在流动性紧缩的市场冲击过后，黄金将会迎来新的上涨行情。

风险提示：

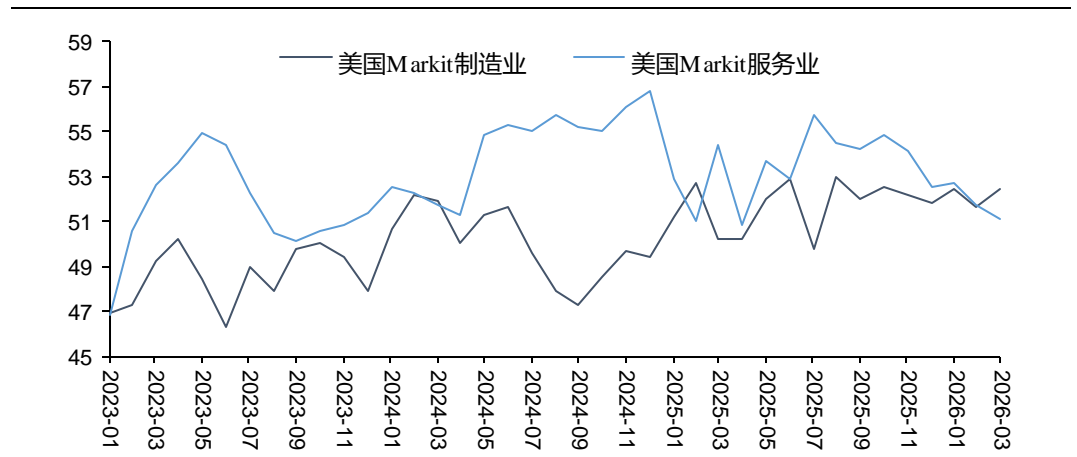
- 1、原油价格可能导致美联储货币政策出现大幅摇摆；
- 2、伊朗冲突可能导致中国经济超预期下行。

海外宏观：中东冲突影响初现

3月份在中东地缘冲突的影响下，原油价格飙升，对全球经济也产生了冲击。美国、德国、法国、英国等国的制造业景气度相对稳定，甚至有所上升，但是服务业景气度均大幅下降。如何理解制造业和服务业的反差表现？我们认为制造业景气度的上升是“虚假繁荣”，而服务业的下行则是经济受到冲击的真实反映。由于中东冲突导致霍尔木兹海峡被封锁，原油等重要工业品原材料断供，为了应对战争长期化的风险，制造业生产开始紧急增加库存以应对供给冲击，这种紧急补库存行为反而拉动了短期内的制造业景气度。而服务业则没有库存来应对冲击，直接表现为能源价格上涨对居民购买力的冲击以及利率上升对部分利率敏感型行业的直接抑制，显现出地缘冲突对经济的负面冲击。我们认为随着高油价持续的时间延长，制造业短期补库存会转变为供应链的扰动，未来景气度会大幅回落。全球经济会继续阶段性走弱。

3月美国 Markit 制造业 PMI 为 52.4%，较 2 月提升 0.8 个百分点，服务业 PMI 为 51.1%，较 2 月下降 0.6 个百分点。德国制造业 PMI 为 51.7%，较 2 月上升 0.8 个百分点，服务业 PMI 为 51.2%，较 2 月下降 2.3 个百分点。法国制造业 PMI 为 50.2%，较 2 月上升 0.1 个百分点，服务业 PMI 为 48.3%，较 2 月下降 1.7 个百分点。英国制造业 PMI 为 51.4%，较 2 月下降 0.3 个百分点，服务业 PMI 为 51.2%，较 2 月下降 2.7 个百分点。

图表 1：美国制造业与服务业景气度背离

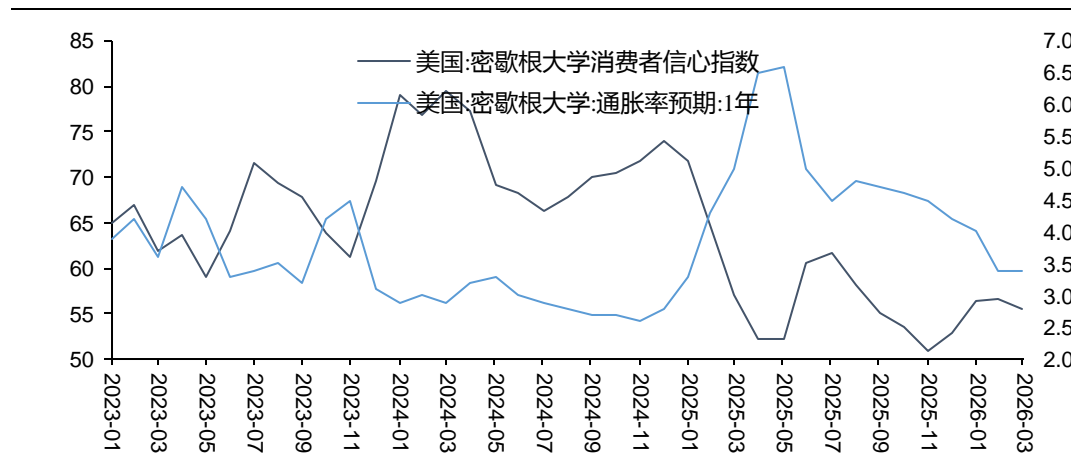


资料来源：Wind，五矿证券研究所

美国消费者信心受到一定冲击，出现小幅回落，终止了连续三个月的反弹。但是通胀预期仍保持稳定。这反映出美国民众仍然预期中东冲突会在短期内结束，不会造成长期通胀中枢的上升。可以预计短期内美国居民消费还具有韧性，但是如果冲突持续时间不断延长，这一预期将会很快扭转，从而对消费产生冲击。

美国 3 月密歇根大学消费者信心指数为 53.3，较 2 月下降 3.3；1 年期通胀预期为 3.8%，与 2 月有所提升。

图表 2: 美国居民信心尚未出现大幅波动

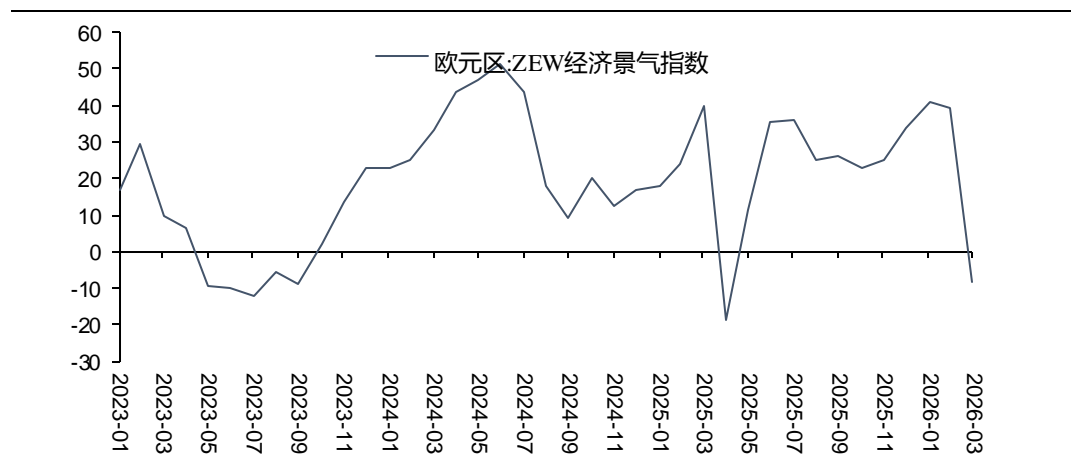


资料来源: Wind, 五矿证券研究所

欧洲经济预期快速走弱。欧洲 ZEW 经济大幅下滑, 达到 2025 年 4 月之后的最低点, 这反映出经济学家对于欧洲经济的悲观预期。欧洲的能源供给对中东地区的依赖度较高, 中东冲突给供应链造成的扰动对欧洲经济的冲击很大。如果冲突持续数月, 可能会导致欧洲经济率先衰退, 进而对全球产生外溢效应。

3 月欧元区 ZEW 经济景气指数为-8.5, 是 2025 年 4 月后最低点。

图表 3: 欧洲经济预期大幅下滑



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

总体来看, 中东冲突导致原油等工业品原材料供给受到扰动, 制造业产业链由于预防性补库存需求从而出现了短期的“虚假繁荣”, 服务业则已经开始显现出负面冲击。美国消费者信心和通胀预期仍然稳定, 但可能随着冲突持续而向“滞胀”预期演化。欧洲经济受到的冲击较其它地区相对更大。

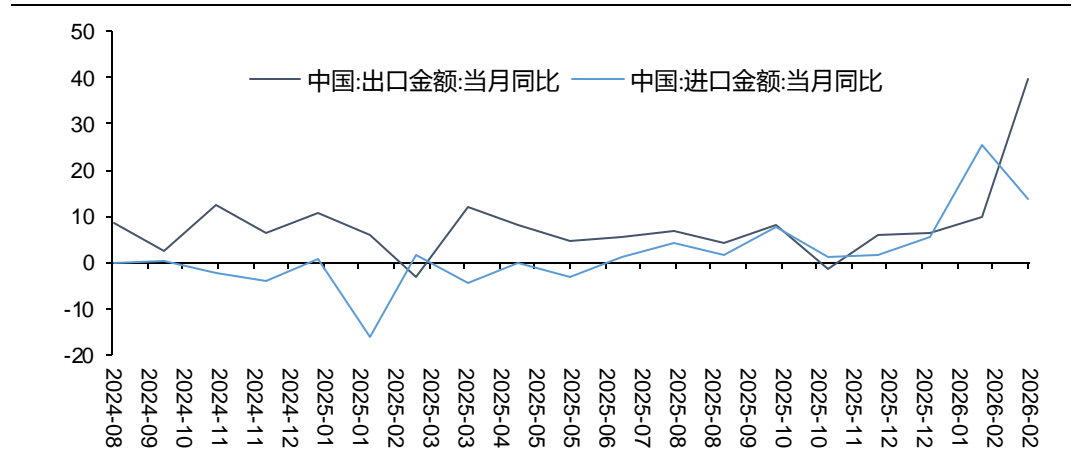
国内宏观: 外需强劲, 内需回暖

外需维持强劲势头

1 月及 2 月出口保持强劲势头, 与海外主要经济体制造业景气度提升的趋势相符合。外需依然是拉动中国经济的重要动力。在对欧洲、东盟等地区出口保持强劲的同时, 今年对美国出口也出现了明显反弹, 显示出中美关税战缓和期间, 部分经贸往来有所恢复, 扭转了去年持续低迷的状态。集成电路、汽车等高端产品出口增长更快, 是拉动整体出口的主要动力。这反映出中国出口结构升级的进一步深化, 可替代性下降, 对应的出口韧性会逐步增强。进口增速也有所上升, 但仍弱于出口, 贸易顺差继续扩大, 给人民币汇率带来进一步支撑。

中国1月出口(以美元计)同比增长10%，进口同比增长25.6%。2月出口同比增长39.6%，进口同比增长13.8%。集成电路1月及2月出口同比分别为78.4%和66.5%；乘用车1月及2月出口同比分别为55.7%和82.3%；纯电乘用车1月及2月出口同比分别为46%及98.2%。

图表4：出口保持强劲



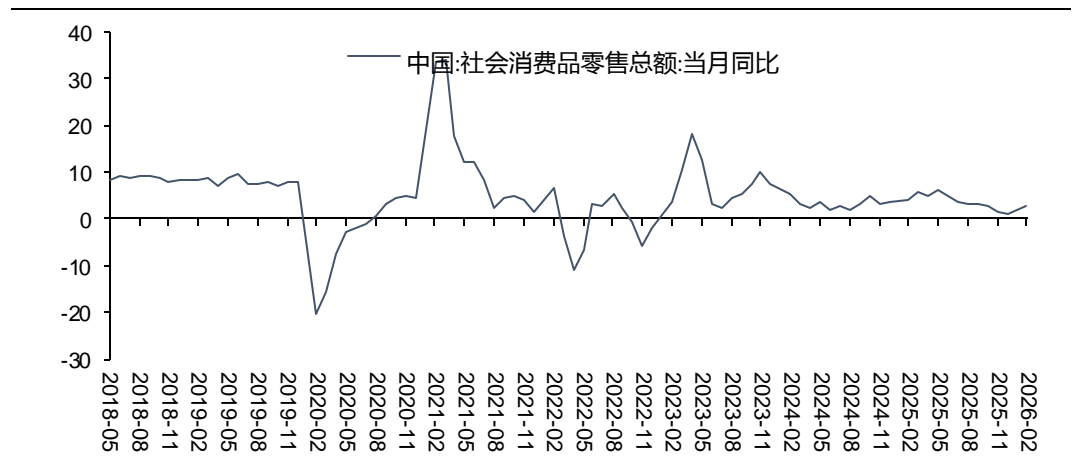
资料来源：Wind，五矿证券研究所

内需仍弱但边际回暖

居民消费维持较低增速，但边际有所改善。一方面，居民就业和收入增长仍然有一定压力，对整体消费的刺激力度有限，所以消费补贴政策退坡之后居民消费增速中枢即有所下移。另一方面，房地产相关的消费有所回升，比如建筑装潢材料，家具，家用电器等房地产后周期类商品消费都有明显回升，反映出此前房地产竣工和交房有一定改善。我们认为居民消费仍将维持弱增长，未来新一轮消费补贴政策可能带来一定阶段性脉冲，但全面复苏尚需时日。

1-2月社会消费品零售总额累计同比增长2.8%。建筑及装潢材料消费同比下降2.2%，降幅较12月缩窄9.6个百分点；家具类消费同比增长8.8%，较12月提高11个百分点；家电音像设备同比增长3.3%，较12月提高22个百分点。

图表5：消费边际改善



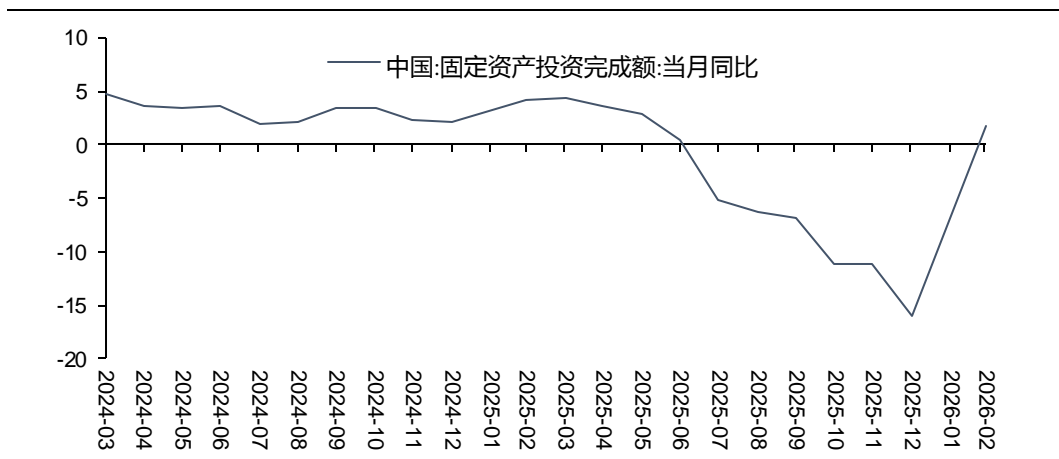
资料来源：Wind，五矿证券研究所

投资回暖转正。制造业投资小幅转正，扭转了去年4月以来持续下行的趋势，我们认为十五五开局之年，制造业投资会有较强的支撑。基建投资大幅反弹，各大项目落地初见成效。房地产投资仍然同比下滑较多，但降幅较去年大幅缩窄。商品房销售面积继续边际改善，显示出地产需求端有所改善，但是新开工面积仍然降幅较大，未来房地产开发投资可能仍然承压。

1-2月固定资产投资累计同比增长1.8%，制造业投资同比增长3.1%，基建投资同比增长

11.4%，房地产开发投资同比下降 11.1%。商品房销售面积同比下降 13.5%，新开工面积同比下降 23.1%。

图表 6：投资回暖



资料来源：Wind，五矿证券研究所

物价回升，库存周期向上

物价水平回升较快。PPI 同比降幅已经缩窄至 1%以内，这背后对应着制造业产业链补库存的趋势。PPI 与库存同步回升，指向库存周期正在向上，这也会给物价回升和经济回暖带来一定持续性。我们认为出口的持续强劲可能是库存周期的重要拉动力，且过去多年的通缩环境已经推动较多行业比如化工等进行了较为充分的去库存过程。近几个月制造业库存开始回升，显示出企业在物价回升的趋势下已经开始补库存，这同时会拉动相关的产业链共同补库存，形成共振，进而拉动总需求。这是未来经济回暖的潜在动力，但需继续观察力度和持续性。

2月 CPI 同比增长 1.3%，PPI 同比下降 0.9%。产成品存货同比增长 6.6%。

图表 7：库存周期上升



资料来源：Wind，五矿证券研究所

总体来看，中国经济开年有回暖趋势，消费小幅反弹，投资开始回稳，出口保持强劲。在出口的强势拉动下，库存周期也出现了上行势头，经济有复苏动力。但物价和库存周期的回升力度以及能否扩散到更大的范围需要继续观察。

政策：地缘风险抬升与全球宽松放缓并行，国内两会定调“稳增长、防风险、促转型”

3月以来，外部环境的主要变化在于地缘政治风险对全球宏观与资产价格的影响明显上升。中东方面，伊朗相关冲突持续升级，油价与航运风险溢价快速抬升，企业调查也开始反映冲突对全球商业活动与成本预期的冲击，说明外部扰动正在从“消息面”逐步向“经济面”传导。路透的跟踪显示，随着能源价格上行、航运与供应链担忧加剧，全球企业景气调查已经出现受压迹象，国际油价在3月下旬一度大幅上涨，市场开始重新评估中东冲突对增长和通胀的双重影响。

从影响链条看，伊朗冲突对全球经济至少通过三条路径传导。第一条是最直接的能源价格渠道。中东局势推升原油和天然气的风险溢价，油价上行本身会抬高运输、化工、制造与居民能源消费成本，从而压缩企业利润和居民实际购买力。第二条是金融条件渠道。随着油价抬升，市场会担心主要央行在通胀尚未完全回到目标前不愿过快降息，全球利率中枢因此更难快速下行。第三条是风险偏好渠道。地缘事件本身会推升避险需求，强化美元和黄金等资产的相对吸引力，压制权益资产尤其是高估值资产的表现。当前来看，冲突尚未演化为全面性供给中断，但若霍尔木兹海峡运输继续受到威胁，全球经济与市场面临的就不只是短期波动，而是增长放缓与通胀反弹并存的“滞胀式扰动”。

在这样的背景下，我们认为海外宏观的主线进一步转向“增长偏弱、通胀再受能源扰动、货币政策更谨慎”。美国方面，3月美联储维持利率不变，并将今年的政策路径进一步收敛为仅一次降息，同时上调通胀预期，显示其对伊朗冲突推高油价、扰动通胀回落进程的担忧明显上升。换言之，美联储并非不愿宽松，而是在能源冲击重新出现后，更担心过早降息会削弱通胀控制成果。欧洲方面，欧洲央行同样在3月保持利率不变，并明确表示将密切关注中东冲突对油价和增长的双重影响；市场甚至开始讨论，若能源冲击持续，欧洲货币政策的宽松节奏也会进一步后移。

对国内而言，这种外部环境有两层含义。第一，海外利率虽然仍处于缓慢下行通道，但下降速度比年初预想更慢，人民币利率进一步下行的外部掣肘并未消失。第二，伊朗冲突带来的油价扰动，会通过进口成本、化工原材料与运输费用，对国内价格体系形成一定输入性影响。不过，中国受影响并不完全是单向利空：一方面，输入性成本上升会压缩部分中下游利润；另一方面，若油气、航运与资源品价格维持高位，上游能源资源板块的盈利预期会改善，对外部需求偏弱形成一定对冲。更重要的是，当前我国增长压力的主要矛盾仍在内需，而不在输入性通胀，因此外部冲击虽然抬高了政策操作难度，但尚不足以改变国内政策“以稳为主、以内为本”的主线。

国内政策方面，3月最大的主线就是两会定调。与前几个月相比，政策讨论的重点已经从“短期托底”进一步转向“全年目标—财政安排—结构性发力路径”的系统部署。2026年政府工作报告将全年经济增长目标设定在4.5%—5%，较去年的5%略有下调，同时延续“更加积极的财政政策”和“适度宽松的货币政策”的政策组合。这一安排本身传递出两个信号：一是决策层并不回避增长压力，愿意为稳增长保留足够的财政力度；二是政策仍然坚持不搞简单粗暴的大水漫灌，而是更强调在消费、科技、产业升级和风险防范之间寻找平衡。

从两会披露的工具组合看，财政仍然是今年政策的主抓手。按照计划报告和相关发布，2026年拟发行超长期特别国债1.3万亿元，发行特别国债3000亿元支持国有大型商业银行补充资本，安排地方政府专项债券4.4万亿元，同时中央预算内投资、转移支付和其他财政工具也都维持在较高水平。更值得注意的是，两会围绕扩内需给出了比去年更具体的安排，包括超长期特别国债支持消费品以旧换新、设立财政金融协同促内需专项资金，以及继续推动“两

重”“两新”等工作。整体上看，今年的政策思路不是依赖单一工具，而是通过赤字、国债、专项债、资本金补充、政策性资金和结构性货币工具共同发力，把“稳增长”的重心更多放到财政和准财政端。

消费是两会政策中变化最明显的方向之一。相比此前更多依赖阶段性补贴，今年政策表述更强调“深入实施提振消费专项行动”，并试图把促消费从短期刺激转向收入、信贷和场景多维配合。一方面，消费品以旧换新的资金安排继续加码；另一方面，财政金融协同促内需的表述说明政策已经不满足于单纯补贴，而是希望通过财政贴息、消费信贷、服务消费支持与新场景培育来提高居民消费意愿和消费能力。这背后的逻辑很清楚：出口难以继续像过去那样单独承担增长任务，而房地产对总需求的拉动也已经下降，消费必须承担更大的增长责任。只是从现实出发，消费修复最终仍取决于居民收入与资产负债表改善，因此政策短期能做到的是“托住、改善、创造条件”，很难在一两个季度内形成特别陡峭的上升斜率。

投资方面，两会延续了“项目为王、资金跟着项目走”的思路。财政资金、专项债、超长期特别国债和政策性金融工具，核心都服务于“两重”建设、设备更新、产业链升级和公共服务补短板。这意味着今年投资端的政策逻辑和去年相比并没有根本变化，但强调的重点更偏向“提高效率 and 形成实物工作量”，而不是单纯扩大数字规模。对资本市场和宏观预期而言，这种思路的好处是可持续性更强，坏处则是政策效果显现得不会太快。因此，未来几个季度，市场仍会不断追问一个问题：资金是不是已经真正转化为开工率、采购额和工程量。谁能率先给出这方面的改善迹象，谁就更可能成为今年宏观修复的关键验证点。

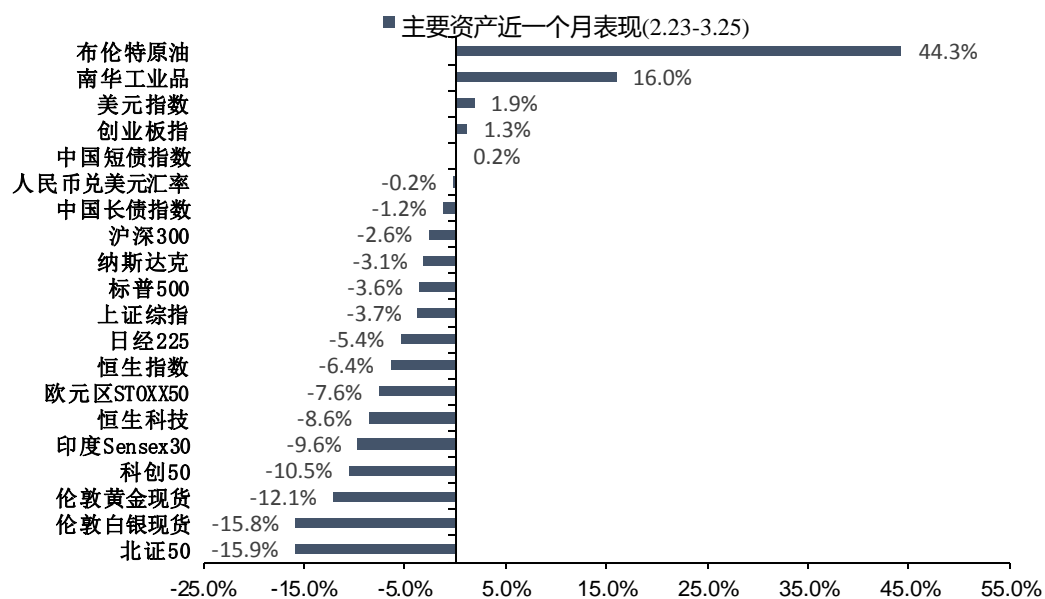
货币政策在两会后的操作空间，则取决于两个变量：外部利率路径与国内需求修复斜率。政府工作报告和相关表述中继续保留了“适时降准降息”的口径，这说明政策选项仍然存在，但是否落地、何时落地，更取决于未来数月的数据表现。若伊朗冲突导致油价持续高位、海外主要央行放慢降息，则国内政策利率进一步下调的节奏可能偏慢；若内需恢复不及预期、价格仍然偏弱，而外部利率又继续下行，则降准降息的窗口会重新打开。总体上看，今年货币政策更可能作为财政发力和结构调整的配套工具，而不是单独承担拉动增长的主任务。

综合来看，3月的政策环境可以概括为：外部是“地缘冲突抬升油价与风险溢价，全球宽松节奏放慢”，内部是“两会明确全年目标和政策框架，财政主发力、货币做配合、消费和投资双线推进”。伊朗冲突的影响，短期主要体现在能源价格、央行预期和市场风险偏好上，尚未构成对中国增长路径的决定性冲击；真正决定国内宏观修复斜率的，仍然是两会之后财政资金能否更快落地、消费支持能否更顺畅传导、房地产拖累能否进一步收敛。在这一框架下，我们认为未来一段时间政策不会追求“超预期大刺激”，但会更强调财政靠前、项目提速和结构性工具协同发力；如果外部冲击进一步强化，则政策层面对“稳增长、防风险”的权衡会更倾向于稳增长。

大类资产：地缘冲突为短期定价的核心因素

近一个月市场交易的核心逻辑是中东地缘冲突。伊朗封锁霍尔木兹海峡导致原油等重要工业品原材料供给中断，价格大幅上涨，布伦特原油上涨 44.3%。油价上涨导致通胀预期上升，美联储降息预期缩减，进而推动美元上涨。全球股市及贵金属则大幅下跌。

图表 8: 主要资产价格近一个月涨幅



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

我们认为股市可以逐步布局。近期美伊释放谈判信号，但双方提出的条件都较为苛刻，预计谈判过程仍会有较多波折，市场整体还处于震荡之中。但是我们认为随着双方均释放谈判信号，战争长期化和无序升级的概率有所降低，市场的恐慌情绪有望逐步缓解。我们认为近期震荡行情之中可以逢低布局。

我们认为 2025 年宏观叙事逻辑是特朗普上台之后进行去全球化，所以矿产安全和科技安全成为了宏观主线，有色和科技板块表现亮眼。2026 年最超预期的事件是中东冲突，对全球的能源供给造成了巨大冲击，**我们认为能源安全有望成为宏观主线。建议关注新能源储能板块的投资机会。**

我们认为黄金在调整之后也有布局机会。在中东冲突爆发后，黄金价格大幅下跌，没有体现出避险属性，我们认为主要原因是市场目前正在交易“油价上涨—通胀上升—货币政策收紧”这一逻辑链条，即“流动性紧缩”是近期的市场交易逻辑，而尚未向经济衰退和美国财政压力等方向进行足够定价。故而对流动性敏感的贵金属出现了大幅下跌。这一情形与 2022 年俄乌冲突爆发后黄金冲高而后持续回落较为相似。但是地缘政治动荡、长期通胀预期上升与供应链秩序重构等长期影响均有利于黄金的叙事逻辑。我们认为在流动性紧缩的市场冲击过后，黄金将会迎来新的上涨行情。

风险提示

1. 原油价格可能导致美联储货币政策出现大幅摇摆。
2. 伊朗冲突可能导致中国经济超预期下行。

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