

# 经济与市场的结构性分化加剧

宏观点评

日期： 2026.05.29

分析师 尤春野

登记编码：S0950523100001

☎：13817489814

✉：youchunye1@wkzq.com.cn

## 报告摘要

**海外宏观：通胀担忧增加，但预计美联储仍将降息。**中东冲突对全球制造业的冲击表现分化，发达国家受到冲击相对小，新兴市场受到的冲击较大。

**海外宏观：AI 产业繁荣，传统经济滞胀。**目前海外经济呈现的整体图景是“与 AI 相关性越强的产业景气度越高，与 AI 相关性越弱的产业景气度越差”，结构分化非常严重。主要经济体通胀水平均有明显上升，市场对于货币政策收紧的担忧增加。

**国内宏观：经济结构分化较大。**与海外情况类似，国内 4 月经济数据来看，与高端制造业相关的产业景气度较高，而传统经济则进一步下滑。当前中国经济的整体状况是：生产端强于需求端，外需强于内需，高技术制造强于传统产业，服务消费强于商品消费。经济转型在持续推进，结构分化较大。不过也有一些积极信号值得关注与继续观察：一是二手房市场热度较高，可以关注后续房地产市场止跌回稳的状况；二是物价水平及企业盈利不断回升。显示出新一轮库存周期上行的特征。后续需要观察的是 AI 产业链景气度是否会广泛传导，带动更多产业复苏；以及房地产市场和 PPI 回升的持续性。

**政策：内需再次走弱，中东风险与中美缓和并存，政策重点重新回到“稳投资”。**4 月以来，全球宏观环境呈现出一种较为典型的“外部风险扰动、内部需求偏弱”的组合。由于投资增速下降较快，4 月以后政策层面对投资的关注度明显提升。从当前信息看，消费政策力度相对偏弱。短期内出现超越此前以旧换新规模的大力度消费刺激安排的可能性较低。货币政策方面，我们预计仍将以配合财政和稳定资金面为主。房地产政策仍然会继续托底，但很难重新成为强刺激主线。在这种背景下，我们认为市场目前能够看到的增量政策并不多。

**大类资产：股市集中度提高。**近一个月市场交易有两个特点：一是对地缘冲突反应较为钝化。二是以科技为首的权益板块十分火热。市场集中度不断提高。AI 与“非 AI”板块持续分化。我们认为股市短期内应当注意大涨之后的调整风险，但科技股大趋势依然看好。短期内需要注意的风险一是全球通胀持续高位是否会引发货币政策收紧预期，进而触发科技股回调。二是市场集中度过高，科技股获利盘较多，会放大短期内的波动，且对利空较为敏感。中期维度来看，AI 革命方兴未艾，我们认为目前谈论大行情结束为时尚早。需要关注的是后续 AI 应用的收入落地情况。如果 AI 收入不及预期，或者大型公司资本开支难以以为继，则可能预示着 AI 行情告一段落。我们认为这一时点还相对较远。从基本面来看，如前文所述，目前全球主要国家的经济主动动力就是 AI 资本开支，产业景气度分布也是以 AI 为中心发散的，股价有较强的产业景气度支撑，所以 AI 为代表的科技股仍将是未来一段时间的配置主线。

**风险提示：**

- 1、中东冲突再度升级；
- 2、中国经济超预期下行。

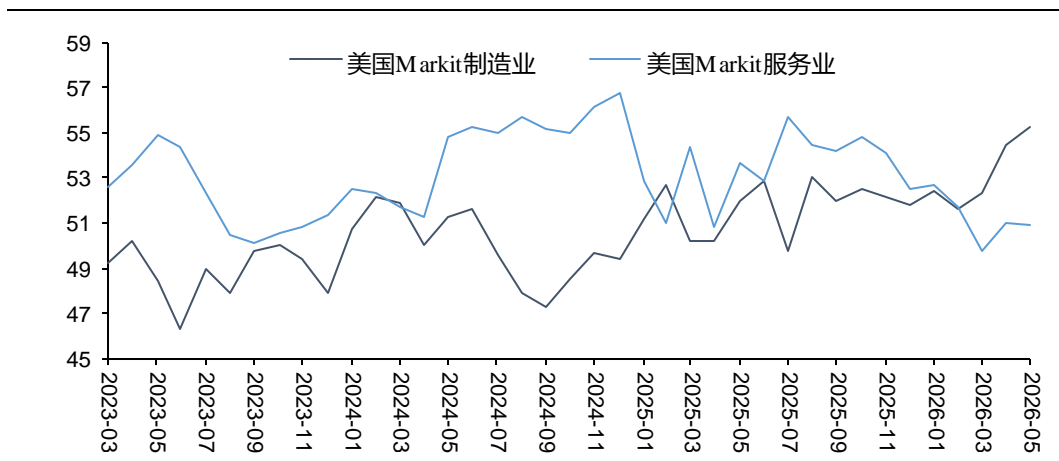
## 海外宏观：AI 产业繁荣，传统经济滞胀

### AI 产业链与传统经济的分化

目前海外经济呈现的整体图景是“与 AI 相关性越强的产业景气度越高，与 AI 相关性越弱的产业景气度越差”，结构分化非常严重。这从以下三方面可以反映出来：

**第一，制造业景气度高而服务业景气度低。**近几个月以来，发达国家制造业 PMI 显著高于服务业 PMI。比如美国 5 月 Markit 制造业 PMI 为 55.3%，服务业 PMI 只有 50.9%；日本 5 月制造业 PMI 为 54.5%，服务业 PMI 为 50%；法国、德国、英国等欧洲国家也均显示这一特征。这是较为“反直觉”的，因为 3 月中东冲突以来，能源及重要工业品原材料短缺直接冲击的是制造业而非服务业，而事实却相反。我们认为其原因一是很多工业企业担心原材料长期断供而加快补库存，短期支撑了景气度；二是 AI 相关的电气设备、电子设备、工业自动化和数据中心等行业的景气度较高，拉动了整体制造业景气度。

图表 1：美国制造业景气度高于服务业

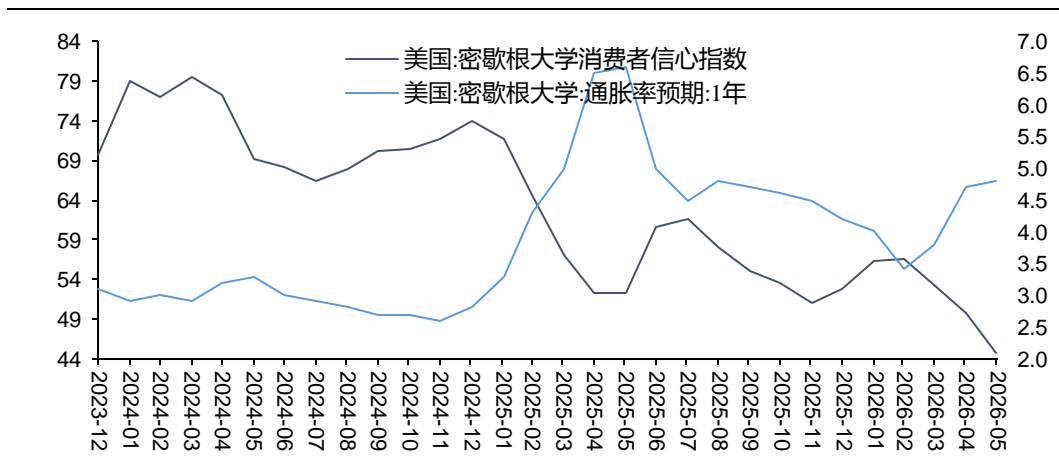


资料来源：Wind，五矿证券研究所

**第二，AI 相关行业投资在超预期增长。**近期海外经济的繁荣并不是广谱性的，而是集中在电网、电力设备、数据中心配套工业、工业冷却系统等领域。我们认为主要原因是 AI 相关资本开始不断增长，拉动了相关产业需求。比如市场咨询机构 Omdia 在 4 月上调了 2026 年全球半导体行业增速预测，预计行业收入增长将达到 62.7%，但其特别强调，增长的核心驱动力并非传统消费电子，而是 AI 带动的数据中心需求以及 HBM（高带宽存储）持续短缺。电力电网领域很明显反映出这一趋势，比如美国大型公用事业公司 AEP 和 Exelon 等在 5 月上调了资本开支计划。美国最大区域电网运营商 PJM 容量市场价格近期出现历史性上涨，其背后主要驱动力就是大量 AI 数据中心申请接入电网。

**第三，传统经济则表现较为疲软。**美国消费者信心指数在 5 月续创历史新低，降低至 44.8%。通胀预期则进一步抬升，达到 4.8%。这表明目前 AI 产业链的繁荣并未推动经济广泛复苏，居民预期受到地缘冲突影响较大。

图表 2: 美国消费者预期走弱



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

### 滞胀风险扰动降息预期

**4月主要经济体通胀水平均有明显上升。**美国CPI同比上涨3.8%，较3月提升0.5个百分点，核心CPI同比上涨2.8%，较3月提升0.2个百分点。这表明当前通胀回升不仅限于地缘冲突带来的能源价格上涨，核心通胀也面临上升压力。欧盟4月CPI同比上涨3.2%，较3月提升0.4个百分点。全球范围内通胀普遍抬升。

由于霍尔木兹海峡封闭对于全球能源和原材料价格的影响持续存在，市场开始担忧通胀对货币政策的影响。**CME利率期货显示市场已经不再预期年内还会有降息，而年内加息的概率的也超过了50%。**我们认为未来实际的货币政策路径主要取决于海峡何时开放以及油价能否较快回落。如果美伊能够较快达成协议，重开海峡，则降息预期可能复归。

图表 3: 发达国家与新兴市场景气度分化

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	
2026/6/17	0.0%	0.0%	99.2%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.0%	88.6%	11.3%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.0%	70.2%	27.3%	2.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.0%	60.9%	33.0%	5.7%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.0%	0.0%	45.6%	40.0%	12.6%	1.7%	0.1%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.0%	0.0%	38.8%	40.9%	16.7%	3.3%	0.3%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.0%	0.0%	30.5%	40.4%	21.8%	6.2%	1.0%	0.1%	0.1%

资料来源: Wind, 五矿证券研究所

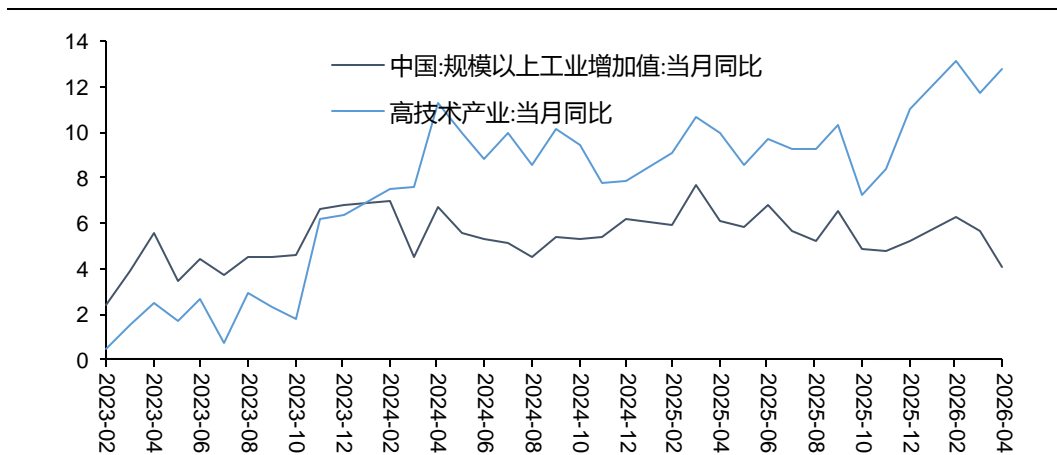
## 国内宏观: 经济结构分化较大

### 高端制造业与传统内需的“冰火两重天”

**4月经济数据来看，与高端制造业相关的产业景气度较高，而传统经济则进一步下滑。**我们认为这依然体现了全球AI资本开支上升带来的影响。与美国的状况不同，AI资本开支上升对于中国的影响并非体现在电力上，而是体现在芯片等高端制造业领域。对于AI革命而言，美国缺“电”，中国缺“芯”，故而对产业的拉动方向有一定区别。中国4月工业增加值同比增长4.1%，较前几个月有明显下降，我们认为地缘冲突对于中国工业链条的冲击可能是重要

原因。但是高技术产业增加值同比仍然高达 12.8%。计算机、通信和其他电子设备制造业增加值同比增长 15.6%，是近年来最高增速。出口数据也能体现出这一点，4 月出口同比增长 14.1%，外需对经济的拉动仍然显著。集成电路、存储部件的出口同比增速接近或超过 100%，反映出全球范围内半导体产业链的旺盛需求，是 AI 资本开支拉动需求的具体体现。

图表 4：高技术产业与整体工业增加值的分化



资料来源：Wind，五矿证券研究所

与 AI 产业链的火热相对应的，是传统经济板块偏冷。居民消费和社会投资增速均出现了明显下滑。4 月社会消费品零售总额同比增长 0.2%，是疫情封锁放开之后的最低增速，这一方面是消费补贴近期退坡后的透支性下降，另一方面也反映出居民部门的收入增长和消费信心仍然偏弱。消费是典型的经济后周期板块，通常要等到经济整体出现持续复苏，并体现在居民收入和信心上之后才能出现根本性扭转。4 月固定资产投资单月同比下降 8%，降幅较大。我们认为可能有几个原因：一是中东冲突导致能源和原材料成本上升，不确定性限制了部分企业的投资意愿；二是地方财政仍然偏紧，化债压力较大，限制了地方政府的投资能力；三是 4 月南方暴雨对一些项目的投资和施工造成了短期冲击。

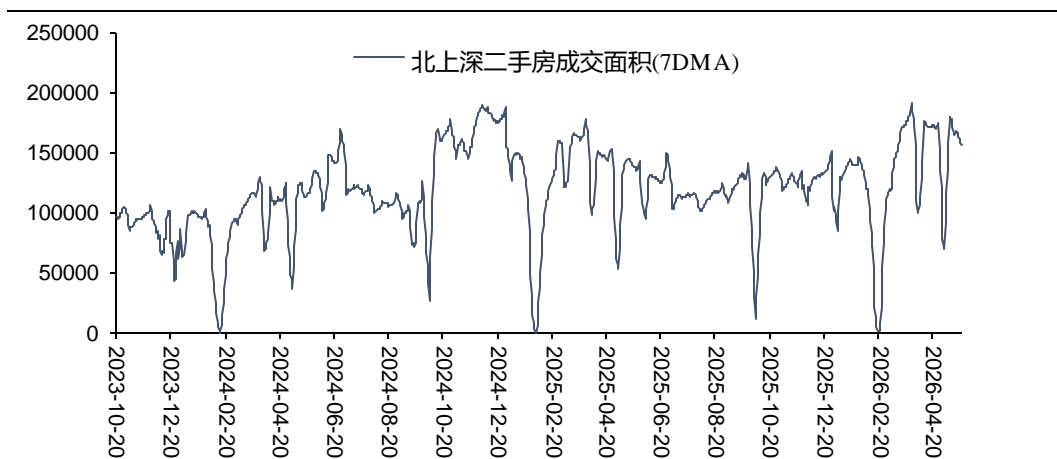
总体来看，当前中国经济的整体状况是：生产端强于需求端，外需强于内需，高技术制造强于传统产业，服务消费强于商品消费。经济转型在持续推进，结构分化较大。

### 关注经济复苏的潜在信号

虽然目前经济结构分化较大，传统经济相对低迷，但也有一些积极信号值得关注与继续观察：

**第一，二手房市场热度较高。**房地产市场有“金三银四”的特征，即每年 3 月及 4 月成交热度较高，随后会逐渐回落。今年三四月份的一线城市成交热度较去年更高，且 5 月之后回落也相对缓慢，总体较去年同期高出很多。我们认为居民购房意愿正在回暖。不过居民对于新房仍有断供等方面的担忧，更加倾向于二手房。如果房地产市场的回暖能够持续，则内需有望逐渐稳定。

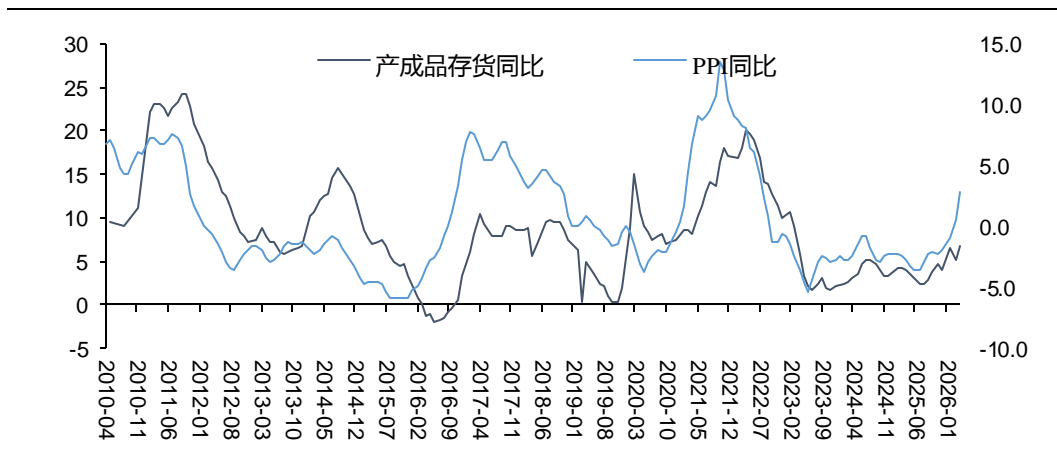
图表 5: 二手房成交回暖



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

**第二，价格及企业盈利不断回升。**4月PPI同比上涨2.8%，继续超预期提升，对拉动企业盈利的意义较大。虽然这其中有些地缘冲突导致油价上升的外生输入性通胀冲击，但是从结构来看，绝大多数行业的价格指数都在回升，具有传导效果，对中国经济走出通缩泥潭有重要的拉动效果。从企业盈利和库存状况来看，4月工业企业盈利继续加速上升，库存也在上升，显示出新一轮库存周期上行的特征。这也是经济复苏的潜在动力。

图表 6: 库存周期上行



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

所以我们认为，虽然中国经济目前结构分化较大，但整体上复苏的迹象在增加。后续需要观察的是 AI 产业链景气度是否会广泛传导，带动更多产业复苏；以及房地产市场和 PPI 回升的持续性。

## 政策：内需再次走弱，中东风险与中美缓和并存，政策重点重新回到“稳投资”

4月以来，全球宏观环境呈现出一种较为典型的“外部风险扰动、内部需求偏弱”的组合。一方面，中东局势仍然是全球市场最大的外部变量。围绕伊朗的冲突持续反复，能源与航运安全问题仍然对全球市场形成扰动，国际油价维持高波动状态，市场对于未来能源供给稳定性和全球通胀路径的判断明显趋于谨慎。虽然目前尚未出现全面性的能源供给中断，但地缘政治风险在4月开始通过油价、企业成本与市场风险偏好影响全球经济预期，全球资产价格持续震荡。另一方面，中美会谈继续释放阶段性缓和信号。双方在经贸、供应链与部分地缘

问题上的沟通明显增加，市场对短期内再次出现大规模贸易升级的担忧有所下降。整体来看，当前外部环境的特征已经从去年“高频政策冲击”转向“低频但高影响力的地缘政治扰动”，贸易摩擦本身对市场的影响反而有所下降。

从海外宏观来看，当前的核心矛盾仍然是“增长边际放缓、能源扰动抬升通胀压力、货币政策难以快速宽松”。中东局势导致国际油价重新成为全球宏观的关键变量。油价上升一方面会改善部分资源与能源企业的盈利预期，但另一方面也会推升制造业、运输与居民消费成本，使全球主要经济体面临“增长放缓但通胀难降”的类滞胀局面。也正因为如此，美联储对于降息节奏明显更加谨慎。市场已经从此前讨论“今年降多少次”，逐渐转向“在能源冲击背景下还能不能顺利继续降息”，市场甚至出现了加息预期。换言之，全球流动性环境虽然没有重新收紧，但进一步宽松的速度明显慢于此前市场预期。

相较于外部扰动，国内经济在4月以后重新出现了明显的内需走弱迹象。从整体情况看，4月消费、投资与房地产均明显转弱，经济开始重新面临“需求不足”的压力。消费端的问题尤其明显。去年以来，以旧换新政策提前释放了大量汽车、家电等耐用品需求，在高基数与部分补贴退坡的背景下，今年4月消费增长明显回落，汽车和家电两个主要消费项表现均较弱。也就是说，去年政策在短期内确实拉动了消费，但也透支了一部分未来需求，现在开始形成反向拖累。

投资方面，4月三大投资领域全部出现明显下滑。房地产投资跌幅继续扩大，说明此前一线城市成交改善仍不足以向房地产投资端传导；制造业和基建虽然仍保持正增长，但增速均明显回落。其中，基建投资的回落其实并不意外。去年基建增速本身较低，今年年初在“止跌回稳”目标与专项债加快投放的推动下出现阶段性回升，但随着项目推进节奏稍有放缓，增速便重新下行，本质上更像是从“政策推动的短期脉冲”重新回归正常区间。

**也正因为如此，4月以后政策层面对投资的关注度明显提升。**从近期高层调研和会议方向看，无论是新型电网、新型能源体系、水网、综合交通体系还是城市更新，其核心都与投资相关。与过去几年更聚焦科技和产业链不同，目前政策层明显重新强化了传统基建和重大工程在稳增长中的作用。这不仅仅是因为“十五五”开局需要提前布局，更重要的是，在消费短期难以形成支撑的情况下，投资重新成为稳定经济的重要抓手。换言之，4月基建走弱并不是市场看到后政策才开始反应，而更可能是政策此前已经预判到了这一风险，因此近期才会如此密集地围绕重大工程和基础设施展开部署。

**从当前信息看，消费政策力度相对偏弱。短期内出现超越此前以旧换新规模的大力度消费刺激安排的可能性较低。**从近期商务部门和相关会议释放的信息看，消费政策更多仍停留在此前已出台政策的延续和细化，例如服务业提质增效、局部消费场景优化等，但这些措施更多偏中长期，对短期总需求的拉动有限。此前市场期待的居民收入相关政策，目前也没有进一步明确推进信号。也就是说，政策层并非不重视消费，而是在当前财政约束和政策空间下，很难再快速推出比去年更大规模的直接补贴。因此，消费短期内大概率仍会维持偏弱修复状态。

当前经济中的“老问题”与“新问题”也开始同时出现。“老问题”仍然是内需不足、房地产拖累和居民预期偏弱；“新问题”则主要来自外部环境，尤其是油价与输入性成本压力。随着中东局势持续，国际油价明显抬升，对国内工业品价格和企业成本形成了新的影响。从目前官方表态看，对于这一问题仍然处于观察阶段：一方面，PPI回升确实有助于改善部分上游企业利润和市场预期；但另一方面，能源与原材料价格上升也会增加中下游企业经营压力。也就是说，当前政策层对于“油价上涨究竟是利多还是利空”仍然存在一定观望情绪，因此短期内还不会因为油价问题直接改变政策方向。

**往后看，我们认为未来政策最可能优先加码的方向仍然是投资端，而不是消费端。**从政策可操作性看，投资有项目、有抓手、有资金渠道，能够通过政策性金融工具、专项债、中央预

算内投资和重大工程形成相对清晰的传导链条；而消费更多依赖居民收入、就业预期和资产负债表修复，短期靠补贴再做一轮强刺激的空间有限。因此，我们判断二季度后半段至三季度，政策重点大概率会落在新型政策性金融工具落地、重大基建项目加快审批、专项债发行和使用提速，以及城市更新、新型能源体系和水网等项目形成实物工作量上。换言之，未来增量政策未必表现为一个金额庞大的一揽子政策，更可能表现为一批项目、一批资金和一批专项工具的密集落地。

**货币政策方面，我们预计仍将以配合财政和稳定资金面为主。**如果内需继续走弱、价格压力仍然偏低，同时美联储降息预期没有进一步后移，国内降准或小幅降息的窗口仍可能打开。但从目前看，央行大概率不会单独通过大幅降息来推动需求，而是更可能采取“降准优先、降息谨慎、结构性工具继续发力”的方式，配合财政端形成项目融资闭环。特别是在中东局势推升油价、外部通胀不确定性增加的情况下，货币政策需要在稳增长、稳汇率和防止输入性通胀之间保持平衡，操作上会更加注重节奏。

**房地产政策仍然会继续托底，但很难重新成为强刺激主线。**当前房地产的问题已经从销售端传导到投资端和融资端，仅靠一线城市成交边际改善不足以扭转整体投资下滑。后续更可能看到的政策，是继续围绕“保交付、稳融资、去库存、城市更新”展开，尤其是通过收储、保障房、城中村改造和地方平台参与，缓解房企现金流与库存压力。我们认为，房地产政策的目标不是重新拉高房价，而是控制下行斜率，避免房地产继续拖累固定资产投资和居民预期。

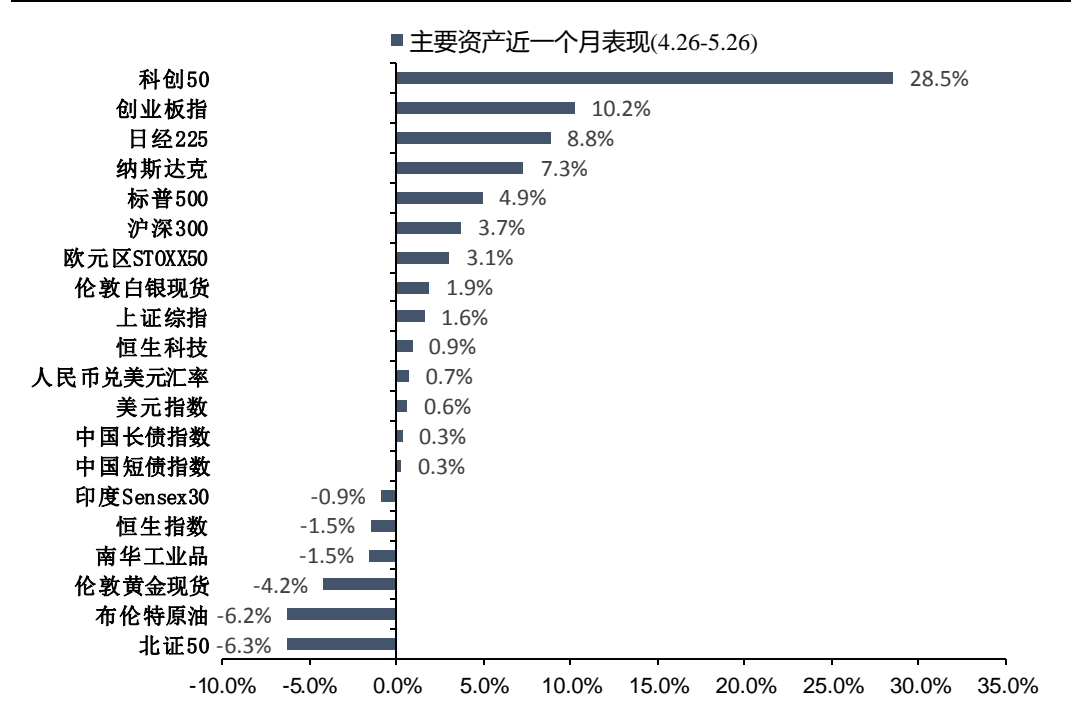
**在这种背景下，我们认为市场目前能够看到的增量政策并不多。**此前市场已经预判的新型政策性金融工具，二季度落地的概率仍然较高，其目的主要是补充重大项目资本金、稳定投资链条。但除此之外，短期内并未看到明显超预期的新刺激工具。原因其实也比较清楚：一方面，今年经济目标本身定得不高，政策并不存在特别强的“保增速”压力；另一方面，当前政策更倾向于通过已有工具稳住经济，而不是再次大规模加码。

整体来看，当前宏观环境已经逐渐清晰：外部是中东风险抬升油价与全球不确定性，中美会谈则阶段性缓和了贸易与供应链压力；内部则是4月以后内需重新走弱，消费和房地产拖累重新显现。在这一框架下，政策重点已经重新回到“稳投资”，尤其是通过重大工程、新型基础设施和政策性金融工具稳住经济底部。相比之下，消费短期难有超预期政策，货币政策也仍然以稳流动性和配合财政为主。整体来看，未来政策更可能呈现“投资端加快落地、消费端小修小补、货币端温和配合、地产端继续托底”的组合，而不是一次性全面加码。若后续外部冲击进一步放大，或内需下行速度超过政策容忍区间，增量政策仍会出现，但更可能以项目化、结构化、分批次的方式推进。

## 大类资产：股市集中度提高

近一个月市场交易有两个特点：一是对地缘冲突反应较为钝化。虽然美伊谈判始终未能终止战争，油价也处于高位，但是市场选择对其忽略。二是以科技为首的权益板块十分火热。市场集中度不断提高。与AI相关的板块大幅上涨，其它板块则明显滞后。分化程度极高。

图表 7：主要资产价格近一个月涨幅



资料来源：Wind，五矿证券研究所

我们认为股市短期内应当注意大涨之后的调整风险，但科技股大趋势依然看好。短期内需要注意的风险有两点：一是全球通胀持续高位是否会引发货币政策收紧预期，进而触发科技股回调。6月份美联储新任主席凯文·沃什即将召开其任期内第一次会议，会议上释放出的信号对未来的美联储货币政策指引非常重要。二是市场集中度过高，科技股获利盘较多，会放大短期内的波动，且对利空较为敏感。

中期维度来看，AI革命方兴未艾，我们认为目前谈论大行情结束为时尚早。当前AI投资是以各大公司巨额的资本开支驱动，围绕AI基础设施建设而进行的。需要关注的是后续AI应用的收入落地情况。如果AI收入不及预期，或者大型公司资本开支难以为继，则可能预示着AI行情告一段落。我们认为这一时点还相对较远。从基本面来看，如前文所述，目前全球主要国家的经济主动力就是AI资本开支，产业景气度分布也是以AI为中心发散的，股价有较强的产业景气度支撑，所以AI为代表的科技股仍将是未来一段时间的配置主线。

## 风险提示

1. 中东冲突再度升级。
2. 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/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		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