下载日志已记录，仅供内部参考

内外需分化加剧

宏观点评

日期： 2026.06.29

分析师 尤春野

登记编码：S0950523100001

☎：13817489814

✉：youchunye1@wkzq.com.cn

报告摘要

海外宏观：制造业繁荣与通胀风险。全球制造业连续 10 个月处于荣枯线以上，且不断上升。原因一是制造业补库存仍在进行。由于中东冲突导致的供应链不确定性，企业的预防性采购持续处于高位；二是 AI 资本开支对相关产业拉动力非常强，带动了科技类行业的景气度。美国就业市场业表现强劲，居民对于滞胀的担忧边际缓和，有助于增强经济的稳定性。但通胀与加息风险升温。未来几个月的通胀数据较为重要，如果通胀能够随油价顺利回落，加息恐慌有望逐步平缓。

国内宏观：外需与内需分化加剧。5 月中国出口继续暴增，与全球制造业高景气度相呼应。AI 产业链相关需求是拉动出口的重要动力。与外需的火热相比，代表内需的消费和投资则继续走弱。我们认为，随着基数下降，未来几个月消费增速可能略有反弹，但是总体预计仍然疲软，因为居民资产负债表和收入修复需要较长时间。房地产行业整体趋势仍然不明，需要进一步观察。

政策：外部风险分化，内需压力显性化，稳投资政策进入兑现窗口。外部扰动有所缓和但仍未消失，中东局势继续影响油价和通胀预期，中美会谈则缓解了贸易摩擦再升级的担忧。国内方面，内需走弱更加明确，消费受高基数和补贴退坡拖累，房地产仍是主要压力，投资增速也明显放缓。后续政策重点大概率重新回到稳投资，通过新型政策性金融工具、专项债和重大工程加快形成实物工作量；消费端难有强刺激，货币政策以稳流动性和配合财政为主。整体看，未来政策将呈现“投资加快落地、消费小幅延续、货币温和配合、地产继续托底”的组合。

大类资产：科技股仍然强势，加息担忧渐强。近一个月市场的主要逻辑有三条主线，一是中东冲突继续缓和，对应到油价大幅下跌，市场风险偏好仍强；二是美联储加息预期增强，虽然油价已经回落，但其对供应链的冲击和通胀的滞后性影响仍在显现，推动美联储加息预期不断升温，对应到贵金属表现疲软；三是 AI 相关产业景气度仍然高，所以科技股表现仍然较强。我们认为美联储加息预期的上升对科技股可能产生阶段性冲击，但不会改变中长期趋势。首先，我们认为加息预期并非一成不变，关键在于未来数月的通胀走势。如果通胀能够随油价顺利回落，则加息预期也会很快消退。其次，我们认为即使美联储实施加息，对股市会产生较大冲击，但不会扭转趋势。我们认为科技股中长期趋势的根本驱动因素在于产业链的基本面，如果 AI 下游应用收入没有失速、科技巨头企业的 AI 资本开支仍然强劲，则即便美联储加息，也不会改变其中长期上涨趋势。而股市中的传统板块（消费、地产等）的行情可能还需等待。

风险提示： 1、中东冲突再度升级；

2、中国经济超预期下行。

下载日志已记录，仅供内部参考

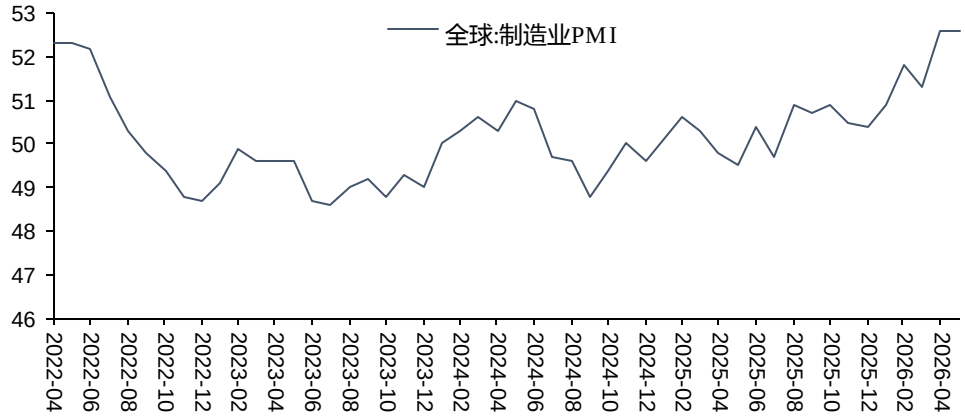
海外宏观：制造业繁荣与通胀风险

制造业保持高景气度

全球制造业连续 10 个月处于荣枯线以上，且不断上升。美国、日本制造业景气度处于高位，欧洲相对较低但也在景气区间之内。我们认为主要有两个原因：一是制造业补库存仍在进行。由于中东冲突导致的供应链不确定性，企业的预防性采购持续处于高位；二是 AI 资本开支对相关产业拉动力非常强，带动了科技类行业的景气度。

5 月全球制造业 PMI 为 52.6%，美国 5 月 ISM 与 Markit 制造业 PMI 分别为 54%和 55.1%；欧元区 5 月制造业 PMI 为 51.6%；日本 6 月制造业 PMI 为 54.9%，5 月为 54.5%。

图表 1：全球制造业景气度处于高位

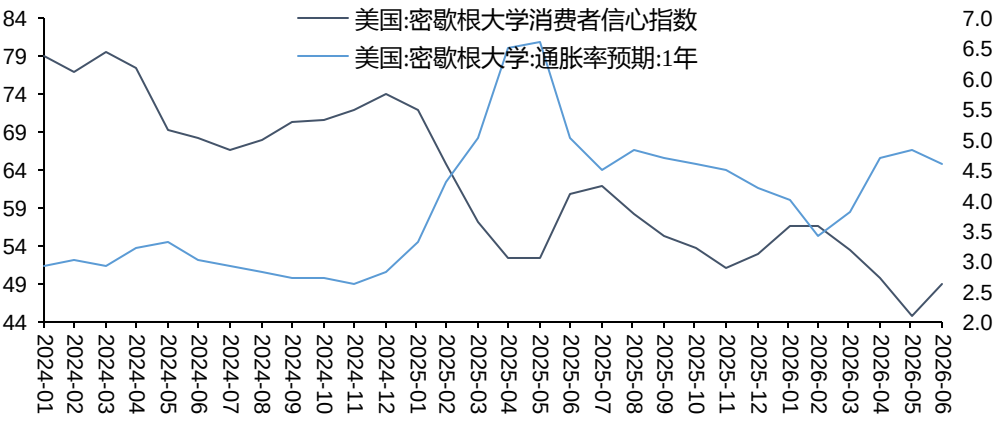


资料来源：Wind，五矿证券研究所

美国就业市场业表现强劲。5 月新增非农就业人数超预期增长，连续三个月处于较高水平，失业率保持低位，显示出经济的韧性仍足。6 月份随着美伊谈判取得重要进展，国际油价回落，美国居民对于滞胀的担忧边际缓和，密歇根大学消费者信心指数回升，1 年期通胀预期下降。综合就业及消费者信心的状况来看，美国居民部门状况未有进一步恶化，有助于增强经济的稳定性。

5 月新增非农就业 17.2 万人，失业率为 4.3%；6 月美国密歇根大学消费者信心指数为 48.9，5 月为 44.8；6 月通胀预期为 4.6%，较 5 月下降 0.2 个百分点。

图表 2：居民滞胀担忧边际缓和



资料来源：Wind，五矿证券研究所

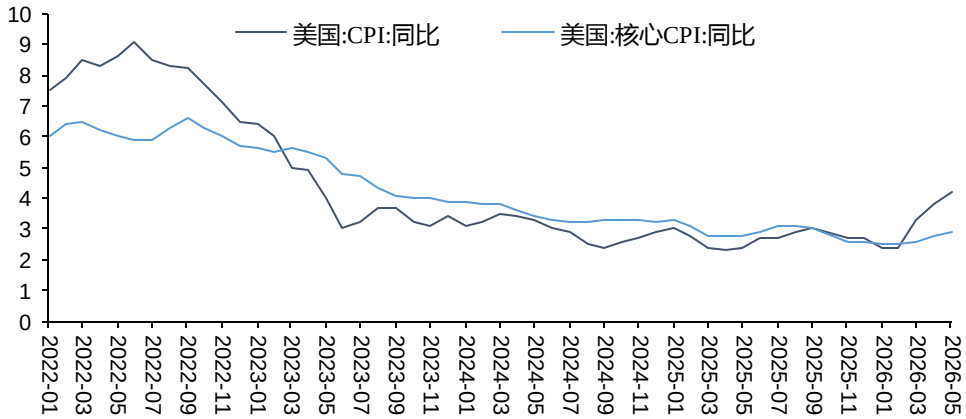
通胀与加息风险升温

下载日志已记录，仅供内部参考

5 月美国 CPI 升破“4”关口，核心通胀也连续三个月抬升。中东地缘冲突导致的能源价格上升和原材料供给扰动已经转化为较大的通胀压力，并且有向核心通胀传导的趋势。一旦能源价格通过运输、商品、服务价格向核心项扩散，美联储就不能轻易把它当作“一次性冲击”处理。所以通胀问题成为了当前经济和市场的核心矛盾之一。6 月美联储新主席沃什上台后的首次会议上，表明了其捍卫价格稳定的决心，故而通胀的不断上升也引发了市场对于美联储加息的担忧。6 月份美伊谈判签署谅解备忘录后，霍尔木兹海峡重开，油价回落，我们认为未来几个月的通胀数据较为重要，如果通胀能够随油价顺利回落，加息恐慌有望逐步平缓。

美国 5 月 CPI 同比上涨 4.2%，较 4 月提升 0.4 个百分点；核心 CPI 同比上涨 2.9%，较 4 月提升 0.1 个百分点。

图表 3：美国通胀上升较快



资料来源：Wind，五矿证券研究所

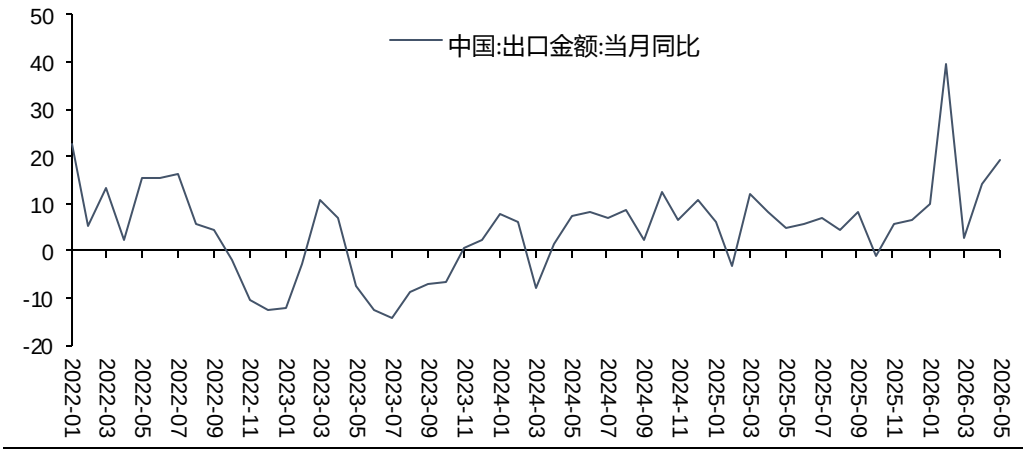
国内宏观：外需与内需分化加剧

外需持续强劲

5 月中国出口继续暴增，同比增速达到 2022 年以来除春节月份（1-2 月）外的最高增速。这与前文所述的全球制造业高景气度相呼应。结构性特征也非常明显，集成电路、存储部件、数据处理设备零件、电子元件出口表现亮眼，反映出海外 AI 产业链相关需求是拉动出口的重要动力。这也侧面证实了 AI 相关产业是当前拉动全球经济的核心动力之一。

5 月中国出口同比增长 19.4%。集成电路出口同比增长 110.87%，存储部件出口同比增长 157.93%，自动数据处理设备的零件、附件出口同比增长 297.19%，电子元件出口同比增长 77.36%。

图表 4：中国出口继续大增



资料来源：Wind，五矿证券研究所

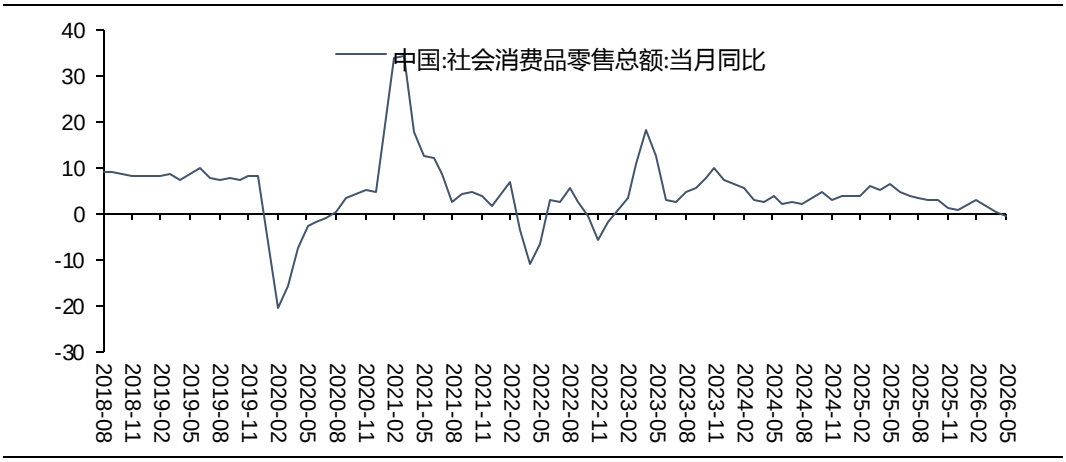
下载日志已记录，仅供内部参考

内需持续走弱

与外需的火热相比，代表内需的消费和投资则继续走弱。消费同比增速转负，这是在 2020 及 2022 年疫情期间外唯一一次同比负值，反映出居民消费十分疲软。我们认为消费疲软有三方面原因：第一，居民资产负债表状况仍然不佳，收入增长不足以支持消费广泛复苏。虽然中国经济存在积极信号，但广谱性不足，尚未带动居民收入的全面回升，且房价下跌带来的负向财富效应对居民消费意愿有加大压制。第二，此前消费补贴政策对于需求的透支效应在显现。在居民收入预期和消费意愿尚未全面回暖之时，消费补贴政策会对消费有即时的拉动效果，但同时也会过度刺激特定商品的即时需求，从而透支后续的需求。目前正处于需求透支期，家具、家电等此前接受补贴的商品现在消费降幅尤其明显。第三，去年同期的高基数效应。受上一轮消费补贴政策刺激影响，2025 年 5 月消费增速较高，表现强劲，所以今年 5 月消费的同比增速就相对较低。我们认为，随着基数下降，未来几个月消费增速可能略有反弹，但是总体预计仍然疲软，因为居民资产负债表和收入修复需要较长时间。

5 月社会消费品零售总额同比下降 0.6%，其中家电音像消费同比下降 15.6%，家具消费同比下降 8.7%。

图表 5：居民消费走弱



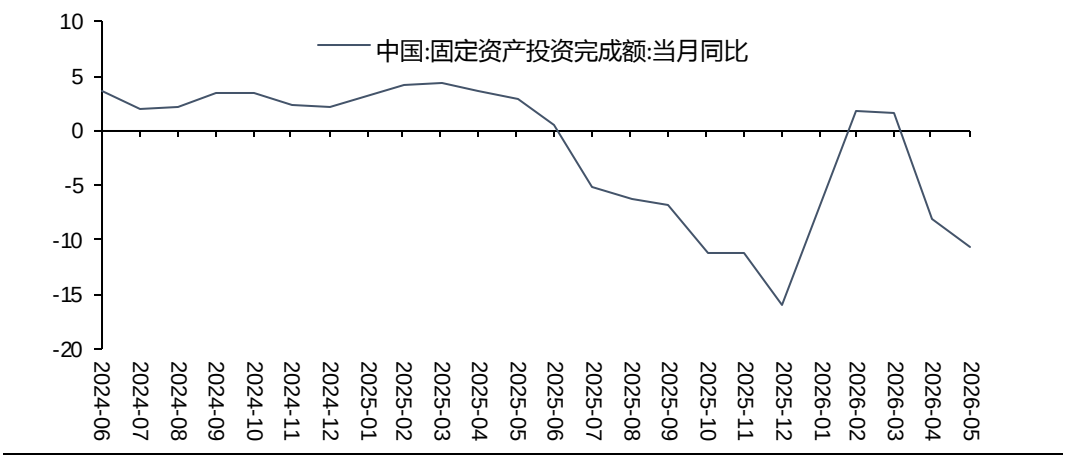
资料来源：Wind，五矿证券研究所

投资增速也下滑较快。主要体现在基建投资和房地产投资快速下滑。基建增速下滑反映出地方政府财政状况仍然吃紧。房地产投资下滑是此前新开工面积持续下降的直接结果。目前一线城市二手房交易持续火热，是房地产行业的积极信号，但新开工面积和商品房销售面积仍然偏弱，所以房地产行业整体趋势仍然不明，需要进一步观察。

我们测算 5 月固定资产投资单月同比下降 10.7%，制造业投资同比下降 4.2%，基建投资同比下降 10.8%，房地产投资同比下降 24.3%。房屋新开工面积同比下降 24.7%，商品房销售面积同比下降 13.1%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 6：投资增速下降



资料来源：Wind，五矿证券研究所

总体来看，中国经济呈现的图景是外需强、内需弱；高新产业强、传统产业弱。这一分化在最新数据中体现的更加明显，分化仍然加速。

政策：外部风险分化，内需压力显性化，稳投资政策进入兑现窗口

5 月以来，宏观政策环境呈现出“外部扰动分化、内部压力加大”的组合特征。外部方面，中东局势仍然是全球市场最重要的不确定性来源。围绕伊朗及霍尔木兹海峡的冲突一度推升油价、航运成本和全球风险溢价，市场担心能源供给受阻会重新抬高通胀，并推迟主要央行宽松节奏。进入 6 月中旬以后，美伊谈判和阶段性停火安排有所进展，油价从前期高位明显回落，但由于地区安全、能源基础设施修复和航运保险成本仍存在不确定性，中东风险还不能简单理解为已经结束。我们认为，其对全球经济的影响已经从“单纯推高油价”转向“影响央行预期、企业成本和风险偏好”的综合扰动，短期冲击有所下降，但中期风险溢价仍会保留。

与中东风险相比，中美关系近期对市场的影响偏正面。5 月中美高层会晤和经贸磋商释放出阶段性缓和信号，双方围绕关税、贸易投资机制和部分产品降税安排形成积极共识，随后 6 月继续通过外交和经贸渠道释放稳定预期。与去年高频关税冲击相比，当前中美关系更接近“有分歧但可沟通”的状态，短期内大规模贸易摩擦再升级的概率下降。这对出口链、企业补库和人民币资产风险偏好都有一定支撑。我们认为，中美会谈的意义并不在于分歧已经消失，而在于市场可以重新形成一个基本判断：双方都不希望在当前阶段把经贸问题推向失控。这会降低外部政策冲击对国内稳增长的掣肘。

海外宏观方面，当前主线仍然是“增长边际放缓、能源风险扰动通胀、宽松节奏难以太快”。美联储虽然仍处于降息周期的大方向中，但在油价扰动、服务通胀粘性和就业韧性仍存的背景下，很难快速释放强宽松信号。换言之，全球利率中枢大概率仍在缓慢下行，但下行斜率不会很陡。对中国而言，这意味着外部环境较前期有所改善，但还不足以完全打开国内货币政策的大幅宽松空间。人民币汇率、中美利差和输入性通胀仍然是政策需要兼顾的变量。

国内方面，5 月数据进一步确认了内需走弱的压力。4 月经济已经明显转弱，5 月并没有出现有效修复，消费、投资和房地产仍然是主要拖累。消费端的问题比较清楚：去年以旧换新政策提前释放了汽车、家电等耐用品需求，今年在高基数、补贴退坡和居民收入预期偏弱的共同影响下，消费重新下台阶。5 月社会消费品零售总额已经转为负增长，限额以上消费也明显偏弱，说明短期居民部门并没有形成新的消费动力。我们认为，消费政策目前缺少新的强抓手，短期很难再推出超过去年以旧换新力度的直接补贴，后续更多还是围绕服务消费、消费金融、场景改善等方向做“小修小补”，对总需求的拉动不会很快。

下载日志已记录，仅供内部参考

投资端的压力更值得关注。1—5 月固定资产投资继续下滑，房地产投资跌幅扩大，制造业投资也转弱，基建虽然仍为正增长，但增速已经明显回落。这里面有一个重要逻辑：年初基建改善很大程度来自政策推动和低基数修复，但当专项债、项目审批和实物工作量稍有放缓，基建增速就很容易回到偏低水平。也就是说，当前投资并不是自然修复，而是高度依赖政策节奏。4 月以来高层密集关注新型电网、新型能源体系、水网、城市更新、地下管网、物流网和综合交通体系，本质上就是对投资走弱的前置应对。这些领域既是“十五五”开局的重要方向，也是短期稳投资最容易形成抓手的地方。

从政策角度看，接下来稳增长的重心大概率会进一步向投资端集中。消费短期没有强刺激条件，房地产仍处于修复底部，出口虽然有中美缓和支撑，但外需和地缘风险仍有不确定性，因此最具确定性的政策抓手仍然是重大工程和政策性金融工具。近期市场关注的新型政策性金融工具，预计会成为二季度后半段到三季度最重要的增量政策之一。与去年 5000 亿元相比，今年工具规模更大，投向也更偏向“新领域”和“补短板”并重，一方面支持人工智能、数字经济、低空经济、新能源等新质生产力方向，另一方面继续覆盖城市更新、水利、交通、物流、地下管网等传统和民生基础设施。我们认为，这类工具的关键不在于宣布规模，而在于是否能够尽快补充项目资本金、撬动银行贷款和社会资本，并真正形成实物工作量。

我们对财政政策未来的判断依然是：不是全面扩张，而是项目化、清单化、节奏化加快落地。当前政策不太可能突然推出一个类似过去强刺激的大包，原因在于全年增长目标压力并未失控，政策层仍然希望避免低效投资和地方债务压力再次上升。但如果消费和房地产继续偏弱，投资端必然需要承担更多托底功能。因此，未来几个月更可能看到的是专项债使用提速、政策性金融工具加快投放、重大基础设施规划细化、项目审批和要素保障加快，而不是单纯提高赤字率或一次性推出大规模刺激。市场需要关注的，不是有没有新的口号，而是项目清单、资本金到位、贷款配套和开工节奏是否真正改善。

货币政策方面，短期仍会以稳流动性和配合财政为主。当前内需偏弱确实提高了降准、降息的必要性，但外部油价扰动、汇率约束和银行净息差压力仍然存在，因此货币政策大概率不会单独大幅发力。我们判断，后续更可能出现的是“降准优先、降息谨慎、结构性工具继续配合”的组合。如果三季度前后内需继续走弱，而中东冲突进一步缓和、美联储降息预期重新升温，国内降准或小幅下调政策利率的窗口会重新打开；但如果油价再度上行、外部通胀预期反复，货币政策仍会保持克制。换言之，货币政策不是没有空间，而是更强调条件触发和与财政节奏配合。

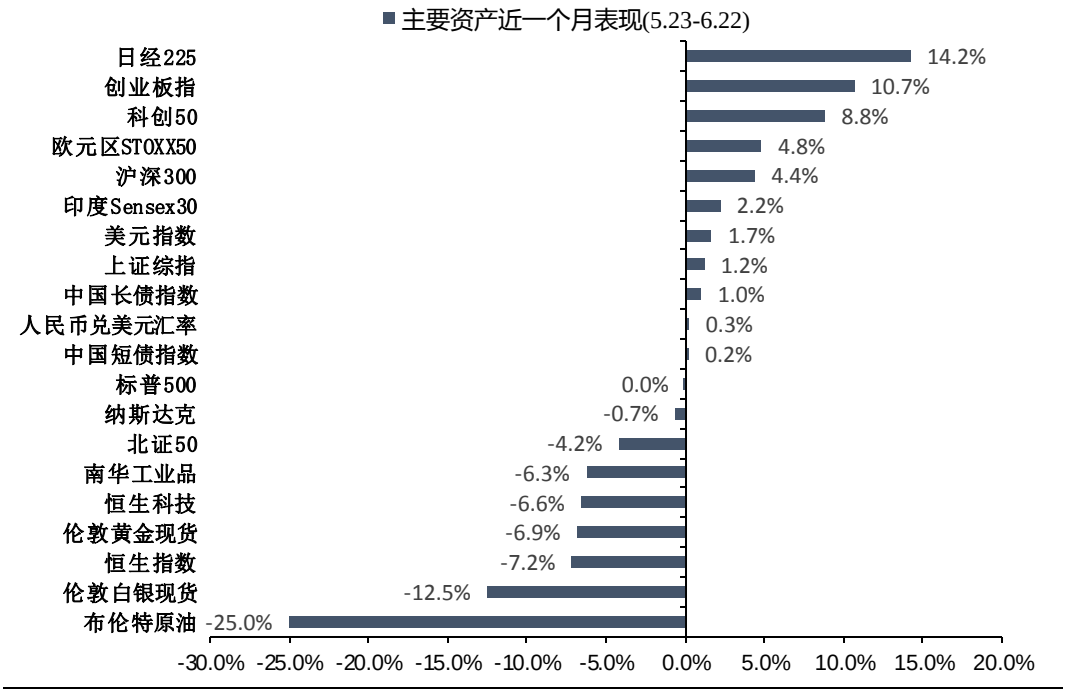
整体来看，5 月及 6 月至今的政策环境可以概括为：外部方面，中东风险仍在但阶段性缓和，中美会谈改善了贸易与供应链预期；国内方面，内需压力更加明确，消费缺乏新抓手，投资重新成为政策主线，房地产仍然需要托底。在这一框架下，未来政策不太会表现为全面强刺激，而更可能是“稳投资加快落地、消费政策小幅延续、货币政策温和配合、地产政策继续托底”的组合。我们认为，二季度后半段到三季度，是观察政策效果的关键窗口。如果新型政策性金融工具、专项债和重大工程能够较快形成实物工作量，经济下行斜率有望被稳住；如果项目落地仍慢、消费继续偏弱、房地产投资继续扩大跌幅，则下半年政策加码的必要性会明显上升。

大类资产：科技股仍然强势，加息担忧渐强

近一个月市场的主要逻辑有三条主线，一是中东冲突继续缓和，对应到油价大幅下跌，市场风险偏好仍强；二是美联储加息预期增强，虽然油价已经回落，但其对供应链的冲击和通胀的滞后性影响仍在显现，推动美联储加息预期不断升温，对应到贵金属表现疲软；三是 AI 相关产业景气度仍然高，所以科技股表现仍然较强。

下载日志已记录，仅供内部参考

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

我们认为美联储加息预期的上升对科技股可能产生阶段性冲击，但不会改变中长期趋势。首先，我们认为加息预期并非一成不变，关键在于未来数月的通胀走势。如果通胀能够随油价顺利回落，则加息预期也会很快消退。其次，我们认为即使美联储实施加息，对股市会产生较大冲击，但不会扭转趋势。我们认为科技股中长期趋势的根本驱动因素在于产业链的基本面，如果 AI 下游应用收入没有失速、科技巨头企业的 AI 资本开支仍然强劲，则即便美联储加息，也不会改变其中长期上涨趋势。

而股市中的传统板块（消费、地产等）的行情可能还需等待。宏观数据来看，传统行业仍然较为疲软，景气度未见持续性改善，甚至较多行业景气度还在下滑。所以相关板块虽然已经处于低位，但立刻反转的动力仍然不足，需要继续观察。

风险提示

1. 中东冲突再度升级。
2. 中国经济超预期下行。

下载日志已记录，仅供内部参考

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

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

深圳

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

北京

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

下载日志已记录，仅供内部参考

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 ChaoyangmenNorth Street,Dongcheng District, Beijing
Postcode: 100010