仅供内部参考，请勿外传

内需仍弱，政策加力可期

宏观点评

日期： 2026.10.08

分析师 尤春野

登记编码：S0950523100001

☎：13817489814

✉：youchunye1@wkzq.com.cn

报告摘要

海外宏观：增长仍有韧性，但能源冲击下通胀与加息约束尚未解除。 8 月全球制造业 PMI 升至 52.3，美国 ISM 制造业 PMI 为 54.6，欧元区制造业景气继续改善，AI 相关资本开支、数据中心建设和备货需求仍支撑工业链条；但美国工业产出环比持平、制造业产出下降，服务业就业分项仍偏弱，显示景气调查尚未完全转化为广谱增长。美国 8 月新增非农就业回升至 16.2 万人，但工资增速继续放缓；CPI 同比为 3.4%，核心 CPI 降至 2.4%。后续关键仍是能源价格能否进一步传导至核心商品、服务和工资，从而影响货币政策收紧的持续性。

国内宏观：生产和出口仍强，但消费、投资和房地产偏弱，供需分化仍是当前经济的核心特征。 8 月制造业 PMI 回升至 49.8，规模以上工业增加值同比增长 5.2%，高技术制造业增长 16.7%，出口同比增长 25.0%，AI 硬件、高端制造和外需继续支撑生产。相比之下，社零同比仅增长 0.4%；我们测算 8 月固定资产投资当月同比下降 10.6%，制造业、基建和房地产投资均为负增长，二手房成交改善尚未传导至新房销售、开发商回款和新开工。PPI 同比上涨 3.8%，但生活资料价格仍下降，社融增量较多依赖政府债券，居民中长期贷款继续净减少，说明价格和融资改善尚未转化为广泛的内生需求修复。

政策：政策重点正在转向降低融资与交易成本、改善企业现金流并强化房地产建设期资金衔接，后续关键看需求和项目传导。 8 月以来，财政贴息、汽车和家居消费便利化等政策着力降低融资成本和交易障碍；住房销售制度调整提高预售和资金监管要求，并强化开发贷款在建设阶段的作用；价格秩序和账期治理指向改善企业利润与回款环境，AI 产业政策进一步推动智能编程、工业软件和智能体应用。我们认为，在内需仍弱的背景下，稳需求政策加快落实的必要性上升，但政策效果不能只看工具出台和资金投放，还要观察居民收入与订单、项目融资与开工、企业现金流能否同步改善。海外主要央行仍受能源通胀约束，外部流动性短期难以明显转松。

大类资产：加息落地后，市场定价重新回到盈利兑现、产业景气与实际利率。 8 月 23 日至 9 月 22 日，纳斯达克指数上涨 4.06%，上证综指上涨 1.20%，恒生科技和创业板分别下跌 6.88%和 4.11%，布伦特原油上涨 5.29%，伦敦现货黄金下跌 5.51%，中美科技资产表现分化。AI 产业链仍保持较高景气，但未来更应关注终端付费、订单转化、现金流和折旧负担，不能仅由上游资本开支外推全行业盈利。黄金短期仍受能源、实际利率和美元共同影响，中期配置支撑仍在；国内债券受弱需求支撑，同时需留意稳增长政策落地和债券供给变化，预计以震荡为主。

风险提示： 1、中东冲突再度升级；

2、中国经济超预期下行。

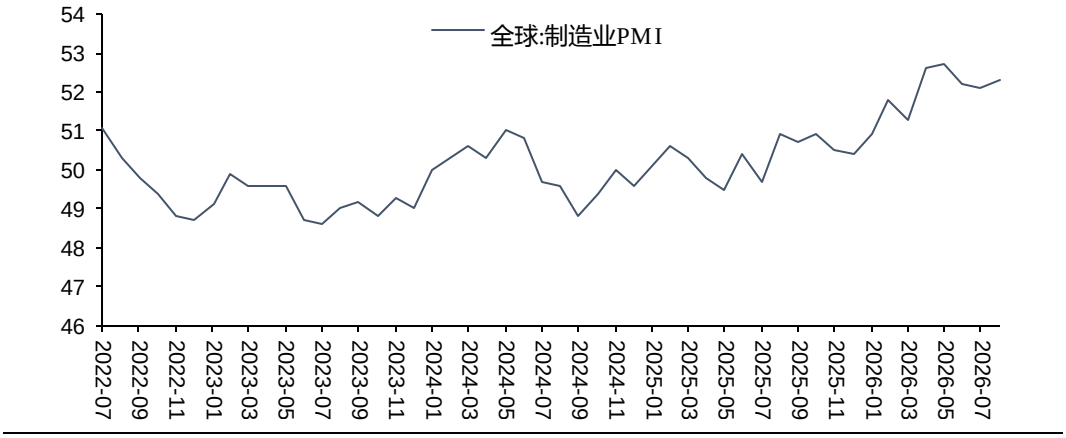
海外宏观：增长尚有韧性，能源通胀约束仍强

制造业扩张延续

制造业仍在扩张，外需和 AI 相关资本开支对工业链条形成支撑。8 月全球制造业 PMI 为 52.3，较 7 月上升 0.2 个百分点；美国 ISM 制造业 PMI 为 54.6，虽较 7 月回落 1.0 个百分点，仍在扩张区间，欧元区制造业 PMI 升至 52.7。美国制造业新订单指数由 56.7 回落至 53.7，说明新增需求扩张速度已边际放缓。海外制造业景气保持较高水平，可能部分与数据中心、电力设备、半导体等投资需求以及能源运输不确定性下的备货有关，但这些行业拉动不等于居民和传统产业同步走强。

景气调查的强度尚未完全转化为当期产出。美国 8 月工业产出环比持平，其中制造业产出下降 0.3%；ISM 服务业指数由 54.1 升至 55.4，服务业就业分项却仍处于收缩区间。采购经理指数反映企业报告的扩张面，不能直接当作实际增加值的增速；制造业订单、实际产出和服务业招聘方向并不一致，意味着当前美国经济更接近少数投资领域较强、广谱需求温和的状态。若制造业新订单继续回落，而能源成本保持高位，后续工业企业可能先调整补库存和招聘。

图表 1：全球制造业维持扩张



资料来源：Wind，五矿证券研究所

就业与消费短期企稳，持续性仍待验证

美国就业从此前低位反弹。8 月新增非农就业 16.2 万人，较 7 月的 2.1 万人明显回升，失业率为 4.1%；平均时薪同比增速由 7 月的约 3.2%降至约 3.1%。就业增长集中在餐饮和地方教育等领域，而此前两个月增量较少，暂不能将一个月的反弹外推为招聘需求全面恢复。与此同时，工资涨幅放缓与生产率改善，使工资成本暂未出现与能源价格同幅度的上行；若随后新增就业再度转弱，居民实际收入与消费倾向仍会受到约束。

美国增长具有韧性，但名义零售反弹与实际消费改善需要区分。二季度实际 GDP 环比折年增长 1.5%，低于一季度的 2.1%，同期私人国内最终销售却增长 4.2%，显示国内私人需求没有随总量一起失速。7 月实际个人消费支出环比基本持平、储蓄率降至 3.0%；8 月名义零售销售额环比增长 1.2%，但该指标没有扣除物价，也受到 7 月数据下修的影响。因此，消费总额保持韧性与消费者实际购买量、持续新增收入之间仍有差别。后续应同时观察实际消费、服务业就业及信用卡等居民负债数据，而非只看名义零售。

能源推高总体通胀，核心传导决定加息幅度

海外通胀压力并未随核心指标回落而全面消退。美国 8 月 CPI 同比上涨 3.4%，与 7 月持平，能源价格同比上涨 16.3%；核心 CPI 同比从 2.5%降至 2.4%。美国最终需求生产者价格指数（PPI）同比上涨 5.4%，说明能源与原材料的成本压力仍在向生产端施加影响；但二季度非农单位劳动成本同比仅上涨 1.4%，工资与生产率之间尚未形成同等级别的内生价格压力。油价能否从交通燃料进一步传至核心商品、运输、租金和其他服务项目，决定本轮通胀是以外生冲击为主，还是逐步变为持续的核心通胀。

欧洲和日本也面临能源输入压力，但与国内需求的关系并不相同。欧元区 8 月调和 CPI 终值同比升至 3.2%，能源价格贡献约 1.29 个百分点；较高能源账单会同时推升通胀并压缩实际购买力。日本则需结合日元汇率、工资向销售价格传导和制造业需求判断输入成本的持续性。能源价格的直接影响可以较快显现，核心商品、服务和工资的二次传导尚需观察。

国内宏观：生产与需求分化，内需仍待提振

制造业景气改善未扩散至服务业和建筑业

8 月景气指标较 7 月有所修复，但改善主要集中在制造业。制造业 PMI 从 49.2 升至 49.8，生产、新订单分别回升至 50.4 和 50.6，新出口订单升至 50.1；大型企业 PMI 为 50.6，小型企业只有 47.9，高技术制造业为 52.9。订单和生产重新进入扩张区间有利于短期工业增长，但制造业整体仍略低于荣枯线，小型企业的订单和经营条件尚未同步改善。**原材料购进价格指数为 56.6，出厂价格指数为 50.4，成本与销售价格扩散速度不一致，盈利能力较弱的企业面临成本转嫁压力。**

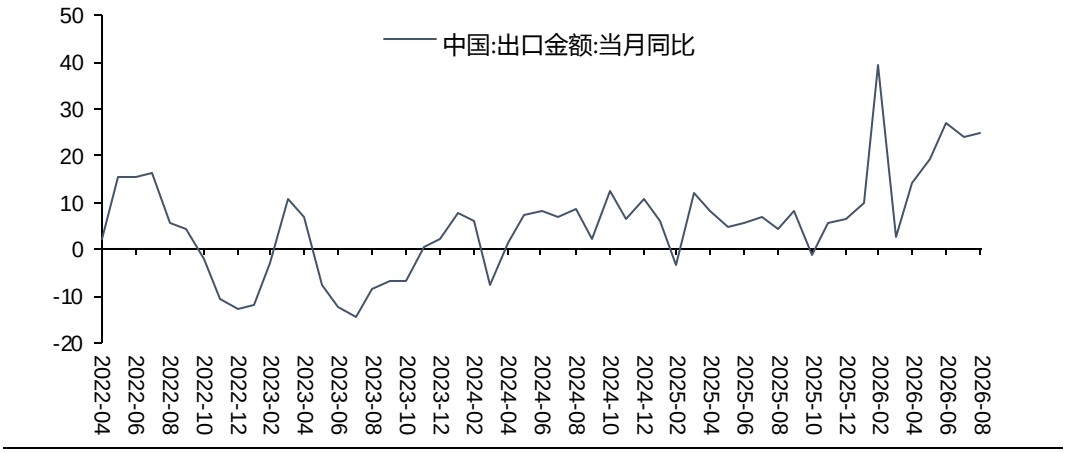
内需相关行业的订单仍是景气修复中的薄弱环节。8 月非制造业商务活动指数为 49.0，服务业为 49.3、服务业新订单为 44.5；建筑业商务活动和新订单分别为 46.9、42.4。服务业生产指数同比增长 4.1%，显示部分存量服务活动仍在扩张，但服务业新订单持续低迷，意味着未来增长动能未必能保持当前水平。建筑业订单更弱，与房地产新开工和基建项目形成实物工作量不足相互印证。

出口和电子制造支撑生产，传统内需链条偏弱

工业生产回升主要来自高技术制造和出口链。8 月规模以上工业增加值同比增长 5.2%，比 7 月加快 0.7 个百分点；制造业增长 6.1%，高技术制造业和装备制造业分别增长 16.7%、12.1%，电子设备制造业增长 17.2%。国家统计局测算，电子行业贡献了当月全部规上工业增量的 35.4%，工业出口交货值同比增长 11.1%。这说明全球 AI 硬件与相关中间品需求仍能转化为国内生产增量；但家具制造业增加值下降 8.4%，非金属矿物制品业下降 4.1%，与住房及建筑需求疲弱相对应。高技术工业的快速增长尚未通过工资、建筑投资和传统消费形成广泛传导。

出口继续强劲，但其地区结构和进口同步增长提示不能将外贸高增速等同国内需求全面复苏。8 月以美元计价的出口同比增长 25.0%，进口增长 28.2%，货物贸易顺差约 1191 亿美元；对东盟和美国出口分别增长 30.2%、34.4%，对欧盟出口增速则回落至 6.6%。海外制造业扩张、电子供应链需求以及部分地区提前备货，可能共同支撑当前出口；进口增长也可能包含能源价格、上游原材料和出口生产所需中间品的影响，不能仅据进口名义增速推断居民消费强劲。若海外订单从预防性备货转向按需采购，出口仍可能在高位放缓，持续对冲内需的能力需要重新检验。

图表 2：出口增速强劲



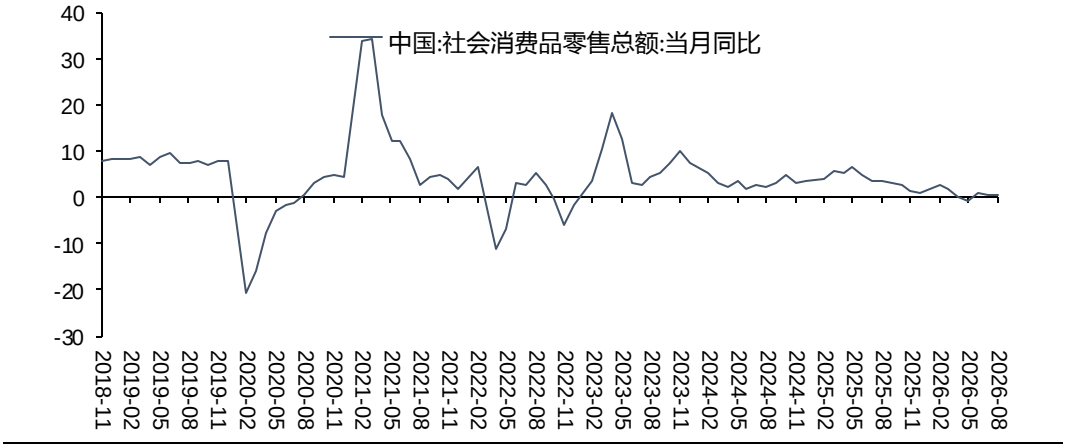
资料来源：Wind，五矿证券研究所

消费增速保持低位，住房和耐用品拖累明显

居民商品消费未随着生产和出口回升而同步改善。8 月社会消费品零售总额同比仅增长 0.4%，低于 7 月的 0.6%，季调环比下降 0.13%；剔除汽车后的零售同比增长 2.5%，汽车类零售却下降 18.5%。汽车对总量形成明显拖累，通讯器材零售增长 27.3%说明部分新品类仍有结构性需求。前期促消费补贴可能改变了耐用品购买的时点，但仅凭单月增速不能准确拆分政策透支、基数和收入预期三种影响。总量仍弱意味着结构性高增长尚不足以带动广谱消费。

住房相关消费与服务新增需求相互制约。8 月家具和建筑装潢材料零售分别下降 7.9%、11.8%，餐饮收入增长 1.1%，弱于 7 月的 1.4%；服务业新订单指数也降至 44.5。住房交易向二手房转移时，装修与家居需求可能保持一定韧性，但房价和就业预期仍决定住户是否扩大大额支出。上半年居民实际消费支出增速弱于实际收入增速，说明收入改善未完全转化为消费；8 月城镇调查失业率从 7 月的 5.2%升至 5.3%，也需要继续观察就业的季节性和后续变化。后续要观察服务新订单、就业和居民贷款是否共同改善，才能判断消费是否走出低位。

图表 3：居民消费增速保持低位



资料来源：Wind，五矿证券研究所

投资持续收缩，设备采购强于建筑安装

固定资产投资仍在收缩，但月度降幅略有收窄。我们测算 8 月当月同比为−10.6%，较 7 月收窄 2.3 个百分点。分领域看，8 月制造业投资同比下降 6.1%，基础设施投资同比下降 14.7%，房地产开发投资下降 25.4%。1-8 月累计同比来看，民间投资下降 10.1%，降幅明显大于国有控股投资的 3.6%。月度收缩略有缓和仍不足以确认内生需求转强，民营部门扩张意愿受到

订单、产能消化和利润前景约束，资金投放转为项目实物工作量也有时滞。

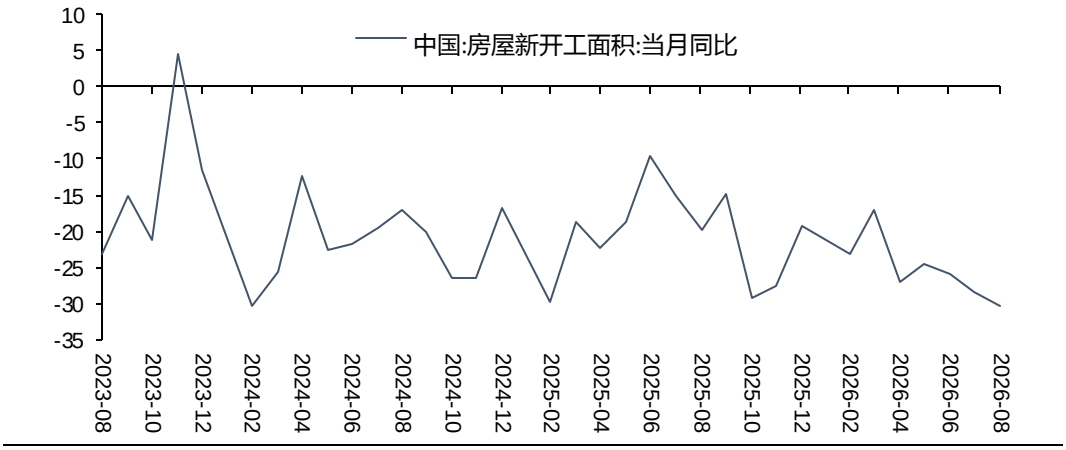
投资内部并非同步收缩，而是设备更新与建筑安装明显分化。1—8 月设备工器具购置增长 9.3%、知识产权产品投资增长 9.2%，计算机通信和其他电子设备制造业投资增长 8.1%；建筑安装工程下降 9.8%，道路运输与公共设施管理投资也为负增长。部分新产业仍有资本开支，但房地产施工和地方项目建设形成的需求更广、就业带动更强，其下滑对传统经济的影响难由少数设备投资完全抵消。若财政和政策性资金后续加快落地，首要验证的是建筑业新订单与实物工作量能否改善，而非仅凭债券发行规模判断投资已转向。

二手房交易增加，开发商回款和新开工仍在收缩

住房市场呈现从增量房向存量房切换的特征，新房下行而二手房交易增长。1—8 月新建商品房销售面积和销售额分别下降 12.1%、13.0%，二手房网签面积却增长 10.6%。住房城乡建设部门公布的同口径二手房交易占比已从 2025 年的 46%提高至 2026 年前 8 个月的 52%。存量房换手可以满足部分改善型需求，却不直接增加开发商的新房销售回款；因此，二手房成交转暖和房地产投资继续下滑可以同时发生。8 月末新建商品房待售面积下降，也需要结合竣工面积收缩来看，不能单独当作需求全面回暖。

新房销售到房企资金再到开工的传导链仍不通畅。1—8 月房地产开发企业到位资金同比下降 21.0%，其中国内贷款下降 33.3%，个人按揭贷款下降 22.4%，定金及预收款下降 14.8%；房屋新开工面积下降 24.8%，竣工面积下降 23.7%，开发投资降幅较 1—7 月进一步扩大。销售端与融资端同时偏弱，会抑制企业补充土地、启动新项目和安排施工的意愿。价格变化也不均匀：8 月一线城市新房和二手房价格环比均上涨 0.1%，二三线二手房价格仍下降。政策若要真正带动开发链，需要改善购房人对房价与交付的预期，并让合格项目融资和销售回款能够进入实际建设。

图表 4：新房增速下降



资料来源：Wind，五矿证券研究所

价格呈上游强终端弱，信用扩张仍依赖政府部门

价格数据反映成本端再通胀与终端需求不足并存。8 月 CPI 同比上涨 0.8%，核心 CPI 上涨 1.0%，服务价格上涨 0.8%，但房租和交通工具价格分别下降 0.6%、1.6%。PPI 同比上涨 3.8%，其中生产资料上涨 5.0%、采掘工业上涨 17.8%，生活资料仍下降 0.5%。油气与金属价格推动上游价格上行，而消费和居住相关价格传导偏弱，说明价格回升尚非广泛由终端需求拉动。对于议价能力弱的中下游企业，上游成本抬升而终端售价难以上调，还可能压缩利润率并拖累投资。

融资总量背后，居民与企业内生扩表需求依旧不足。8 月新增社融 1.66 万亿元，其中政府债

券约 1.01 万亿元，占当月社融的约 61%；社融口径新增人民币贷款仅 552 亿元。金融机构口径新增人民币贷款约 600 亿元，居民贷款净减少 2029 亿元，其中居民中长期贷款净减少 822 亿元；企业贷款增加 2600 亿元，较 7 月负增长有所修复。社融存量同比增速由 7 月 7.4%降至 7.2%，M2 增速也降至 7.5%。政府债能够稳定融资总量，但居民中长期贷款继续净减少，说明住房购买与家庭资产负债表修复仍待加强；若企业贷款改善不能延续，财政资金的乘数效应也难充分释放。

政策：促内需与改善经营条件并行，关键看传导

贴息与消费政策降低成本，新增需求仍看收入

财政贴息和商品消费政策改善特定群体的资金与交易条件。8 月 21 日，财政部在新闻发布会上介绍财政金融协同促内需政策的优化措施，其中将符合条件的中小微民营企业新发放流动资金贷款纳入贴息范围，贴息幅度为年化 1 个百分点、最长两年；个人消费贷款及信用卡分期每人在单家机构的年度累计贴息上限升至 5000 元。8 月 31 日商务部等 7 部门提出优化汽车消费限制、二手车流通及智能家居等应用。前者降低融资成本，后者降低交易障碍，但新增贴息贷款可能替代部分既有融资，耐用品促销也可能使消费前置。是否形成新增内需，仍应看居民收入预期、非补贴商品销售及企业订单。

住房销售制度调整后，建设期融资更重要

住房政策试图提高交付确定性，同时改变项目资金周转。8 月 28 日三部门要求适用新规的预售项目单体建筑主体封顶、购房资金进入监管账户，新出让地块及尚未取得建设工程规划许可证的项目优先现房销售，并推行项目主办银行和与建设周期匹配的开发贷款；施行前已取得许可证的项目预售仍按原规定。我们认为，本轮调整的核心是改变项目建设期的资金来源和风险分担方式，而非单纯降低购房门槛。提高预售条件、推行现房销售有助于降低购房人承担的交付不确定性，但也意味着开发企业自有资金和开发贷款需要覆盖更长的建设周期。短期内新房供给可能进一步下降。

内需偏弱提高后续稳需求工具执行力度的必要性，但规模和时点仍有不确定性。若新房成交和建筑业订单持续低迷，已有存量房与土地收储、因城优化购房配套及合格项目融资支持可能进一步加快落实。

回款与价格治理改善经营环境，AI 应用需兑现效率

价格秩序和账期治理着眼于企业利润与现金流。9 月 10 日公开的工业品成本核算通知为涉嫌低价无序竞争的调查提供依据，并非统一最低售价；同期治理中小企业回款文件分行业引导大型企业缩短账期，推动龙头企业“60 日付现”，要求央企对中小企业现金支付。价格修复仍受产能与终端需求约束，贷款置换应付账款也未必创造新订单。后续需同时观察库存、应收账款回收期和经营现金流。

产业政策将 AI 应用从基础能力推向软件和生产流程。工信部 9 月 11 日介绍智能编程、工业软件与智能体部署，2028 年覆盖 2 万家规上软件企业、打造 100 个重点行业标杆应用均为政策目标。应用落地能否带来生产率和盈利改善，取决于客户付费、持续使用、系统集成成本及投资回收期，不能把应用覆盖目标当作当期业绩。

海外央行决策分化，后续路径取决于通胀扩散

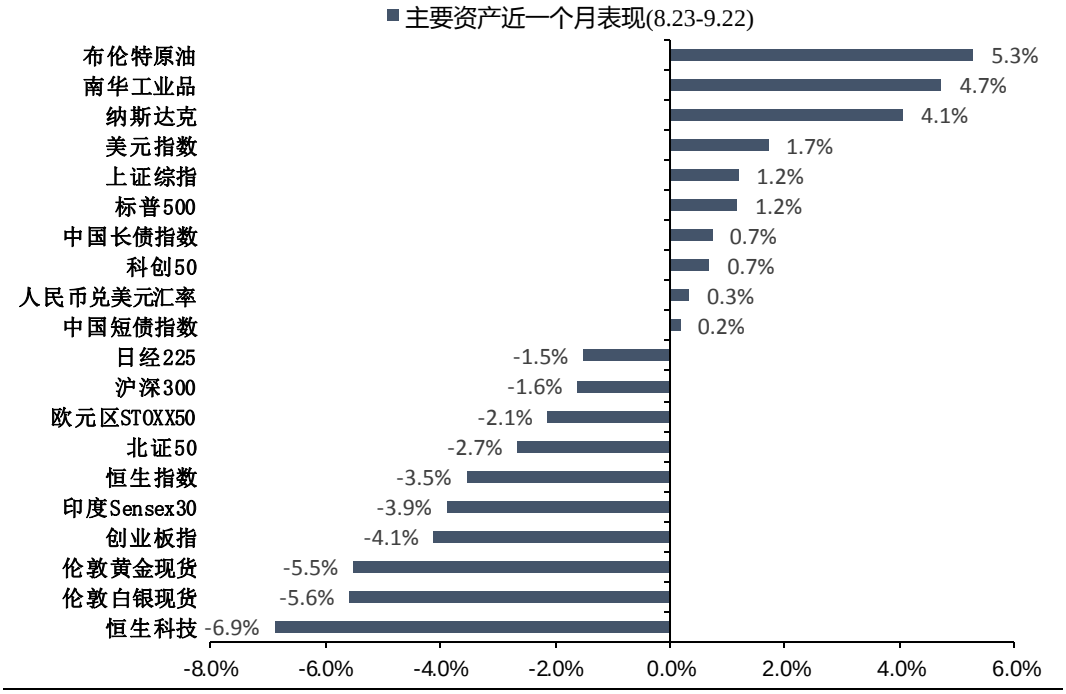
海外货币政策仍受能源通胀约束，但各国节奏有别。美联储 9 月 16 日加息 25 个基点至

3.75%—4.00%，欧洲央行 9 月 10 日上调三项利率 25 个基点，日本央行 9 月 18 日决定上调短期利率至 1.25%（9 月 24 日生效）；英格兰银行则以 6□3 维持 3.75%。美联储年末政策利率预测中位数 4.1%提示仍有进一步加息可能。若能源成本持续传至核心价格和工资，收紧压力会增强；若实际需求走弱且二次传导有限，路径则可能缓和。

大类资产：加息落地后，定价回归盈利与产业趋势

近一个月资产表现继续分化，利率、能源和产业景气共同影响市场。8 月 23 日至 9 月 22 日区间，纳斯达克指数上涨 4.06%，上证综指上涨 1.20%，而恒生科技指数和创业板指分别下跌 6.88%、4.11%；布伦特原油上涨 5.29%，伦敦现货黄金下跌 5.51%。美国科技股相对较强，与 AI 资本开支和企业盈利预期有关；A 股和港股科技板块仍受本地增长、资金偏好与前期估值调整影响，不宜将美股表现直接外推。中国长债指数上涨 0.74%，也反映内需偏弱对利率的压制。

图表 5：主要资产价格近一个月涨幅



资料来源：Wind，五矿证券研究所

科技股后续的核心在于产业链收入和最终付费需求是否跟上投资扩张。NVIDIA 在 8 月公布的季度数据中心收入约 890 亿美元、同比增长 117%；台积电 8 月营收同比增长 53.3%，显示算力及相关供应链仍在扩张。此前披露的 Google Cloud 及微软 Azure 云收入也继续较快增长，Microsoft 365 Copilot 已有超过 3000 万个付费席位，说明需求并非只停留在基础设施采购。然而云收入并不等于全部来自 AI，上游企业营收高增也不能自动证明终端利润足以覆盖全行业资本开支。未来应持续检验云及应用收入、订单转化、现金流与折旧负担，在中国科技板块中更重视利润和订单兑现。

黄金和利率资产需要结合能源与实际利率进行条件性判断。虽然过去一个月金价回落，9 月议息后至 22 日基本持平；8 月全球黄金 ETF 仍有明显净流入，央行购金及地缘风险也支撑中期配置需求。如果能源冲击再次推高美国通胀和实际利率、美元同步走强，黄金与成长股都可能受到短期估值压力；若增长放缓使实际利率回落，黄金支撑则可能增强。短期黄金趋势尚不明确，但长期上涨逻辑仍在。国内债券对弱需求仍较敏感，但 10 年期国债收益率已处低位，需留意稳增长政策落地与债券供给变化。预计债市将进入震荡行情。

仅供内部参考，请勿外传

风险提示

1. 中东冲突再度升级。
2. 中国经济超预期下行。

仅供内部参考，请勿外传

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

仅供内部参考，请勿外传

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