仅供内部参考，请勿外传

经济总量边际回升，结构分化延续

宏观点评

日期： 2026.10.23

分析师 尤春野

登记编码：S0950523100001

☎：13817489814

✉：youchunye1@wkzq.com.cn

报告摘要

海外宏观：工业仍有支撑，就业降温与通胀反弹并存。9 月全球制造业 PMI 升至 53.0，AI 及设备投资支撑工业，但美国新增非农仅 2.9 万人，三个月均值约 5.1 万人，工资增速放缓。名义消费仍有韧性，收入和信心走弱则约束后续增长。能源涨价带动美国 CPI 同比升至 3.7%，核心 CPI 也回升至 2.6%。就业与物价走势的背离加剧美联储政策两难，高利率仍是基准环境；能源冲击向核心价格的传导决定后续收紧压力，就业降温则提高继续加息的门槛。

国内宏观：经济总量边际回升，私人需求修复仍慢。三季度实际 GDP 同比增长 4.5%，较二季度提高 0.2 个百分点；名义增速升至 6.0%，为 2022 年二季度以来最高，有助于居民收入和企业营收改善。工业、出口和部分服务消费提供支撑，9 月工业增加值、出口分别增长 5.5%、36.3%，高技术制造业和电子设备制造业增速快于总体。但居民消费倾向下降、制造业产能利用率偏低，表明需求恢复仍不充分。9 月社零同比仅增长 1.1%；我们测算固定资产投资当月同比下降 7.2%，降幅收窄，但房地产销售、资金和建设链条继续承压。PPI 同比上涨 5.0%主要集中于上游，终端定价仍弱，社融增量较多依赖政府债券，居民信用疲弱。四季度增长持续性取决于居民支出和民间资本开支能否接续。

政策：逆周期调节加力，着力打通资金与需求传导。财政政策强调增量储备、加快债券使用和提高资金形成实物工作量的效率，重点观察地方配套与项目支付。10 月起首套购房贷款财政贴息覆盖部分中低总价刚需，有利于降低购房负担，效果仍需结合成交、合格贷款发放及保交付协同验证。央行重申不预设汇率目标、保持双向弹性，并防范急剧贬值风险；贸易顺差和相对低通胀支撑人民币中期渐进升值判断。中美有限降税框架改善外贸预期，“人工智能+”政策进一步强调应用和商业转化。

大类资产：高利率压制风险偏好，配置兼顾盈利质量与防御价值。近一个月美元与美债长端利率上行，科技股和贵金属承压；10 月 5 日至 16 日，10 年期美债收益率回落 22 个基点，科技股仍下跌，反映市场更加重视 AI 投入的收入与现金流回报。台积电业绩及资本开支仍强，产业趋势内应重点验证真实订单、应用变现和可持续盈利。同期 10 年期实际利率下降 21 个基点，降低黄金持有成本，增长与 AI 盈利不确定性提高分散风险的需求。经过回调震荡，若实际利率回落延续，黄金抗风险价值值得重视；白银工业属性更强，波动风险更高。国内利率债仍受私人信用偏弱支撑，久期配置需跟踪财政落地与债券供给。

风险提示： 1、中东冲突再度升级；

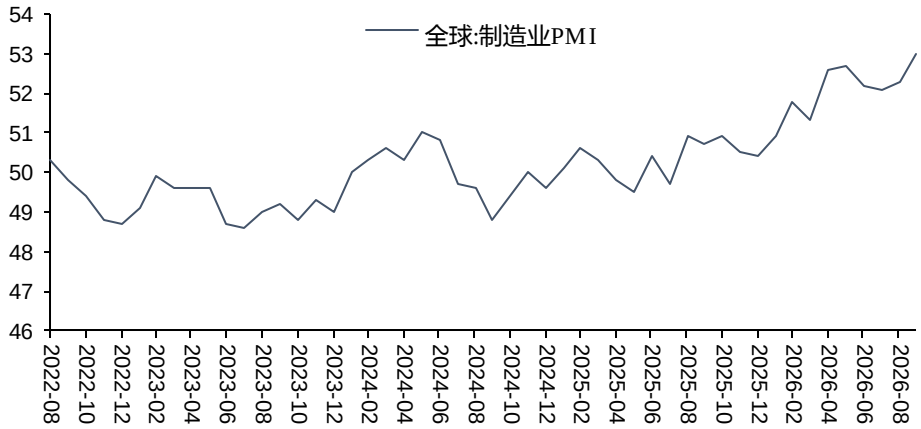
2、中国经济超预期下行。

海外宏观：工业仍有支撑，就业降温与通胀反弹并存

制造业扩张延续，成本压力同步抬升

全球制造业继续扩张，但增长与价格的组合发生了变化。9 月全球制造业 PMI 升至 53.0，较 8 月提高 0.7 个百分点；美国 ISM 制造业 PMI 为 54.5，较上月微降 0.1 个百分点，新订单却由 53.7 升至 55.3，制造业采购需求仍有支撑。欧元区制造业 PMI 由 52.7 升至 52.9，日本由 54.9 降至 54.1，均处扩张区间。与此同时，美国 ISM 制造业价格指数由 71.1 升至 77.9，成本压力明显增强。**AI 及相关设备投资、供应链采购支撑工业活动**，但能源和原材料涨价也在挤压下游利润，制造业景气回升向居民实际需求的传导仍不充分。

图表 1：全球制造业保持扩张，工业景气仍有支撑



资料来源：Wind，五矿证券研究所

就业和收入放缓，消费韧性受到考验

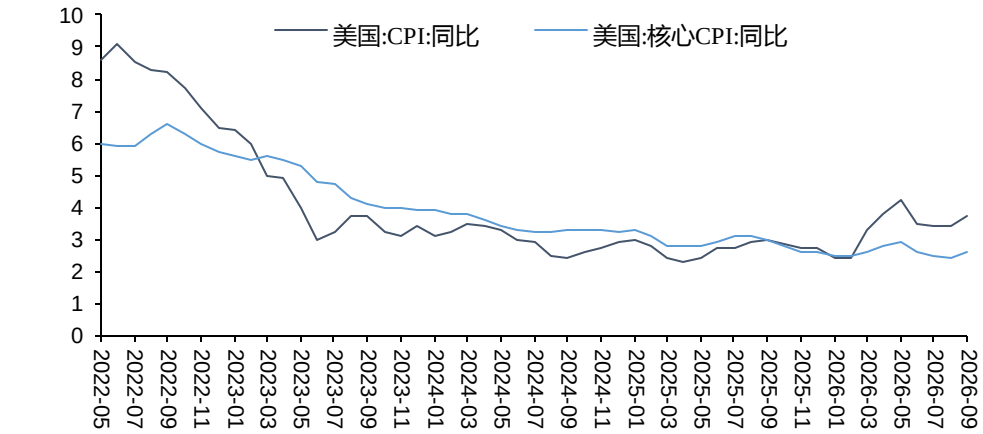
美国就业市场降温。10 月 2 日公布的 9 月非农就业仅增加 2.9 万人，低于修订后的 8 月 13.3 万人，7、8 月合计下修 6 万人；按最新数据，三个月平均新增就业约 5.1 万人。失业率由 4.1%升至 4.2%，劳动参与率由 61.6%升至 61.8%，失业率上行同时受到劳动力供给恢复影响。平均时薪同比增速由约 3.1%降至约 3.0%，企业招聘和工资扩张均趋谨慎。当前就业总量仍较稳定，但新增收入动力减弱，会逐步提高居民维持消费增长的难度。

美国消费尚有韧性，收入和信心却提示后续增长承压。9 月零售和餐饮销售额名义环比增长 0.8%，剔除汽车和汽油后仅增长 0.2%，能源涨价对总额形成了明显支撑。9 月 30 日公布的 8 月实际个人消费支出环比增长 0.6%，实际可支配收入却基本持平，支出快于收入的状态需要储蓄或融资补充。同期公布的二季度实际 GDP 终值环比折年增长 2.2%，较前次上修 0.7 个百分点，说明此前私人需求底盘仍强；但 10 月密歇根消费者信心初值降至 46.3，低于 9 月 48.1。增长的关键已转向就业与实际收入能否接续支撑消费，而非仅看名义支出的高增速。

能源带动通胀回升，美联储面临更复杂的取舍

美国通胀重新抬升，工资放缓尚未抵消能源成本冲击。9 月 CPI 同比由 3.4%升至 3.7%，环比上涨 0.6%；汽油价格环比上涨 9.1%，贡献了总体环比涨幅的一半以上。核心 CPI 同比也由 2.4%升至 2.6%，环比上涨 0.3%，显示价格压力已不只体现在总体指标。10 月消费者一年期通胀预期初值由 4.6%升至 4.7%，而平均工资增速已低于总体物价涨幅，居民实际购买力面临挤压。就业增量放缓与核心价格反弹同时出现，美联储需要在抑制二次传导和避免需求过度降温之间权衡，能源能否持续影响核心商品和服务将决定后续政策压力。

图表 2：美国通胀重新上行



资料来源：Wind，五矿证券研究所

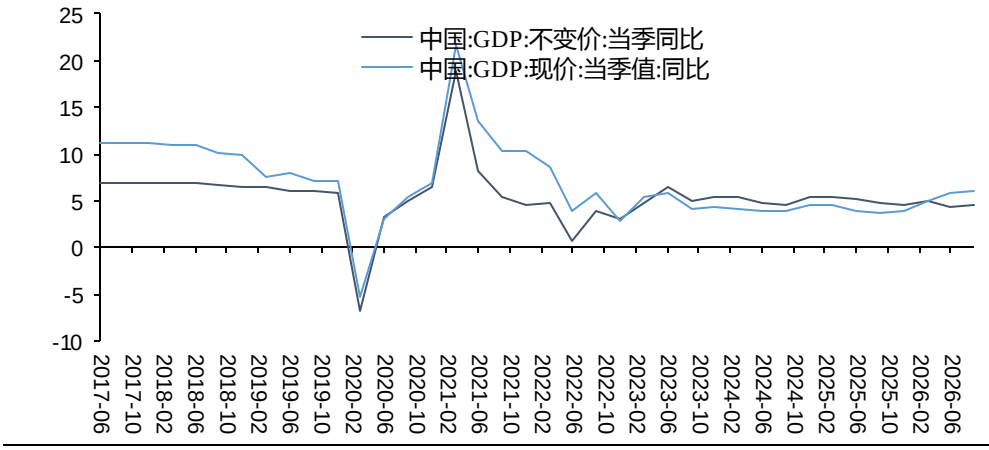
欧洲景气修复与能源再通胀并存，日本扩张速度有所放慢。9 月欧元区综合 PMI 由 52.0 升至 53.1，服务业由 51.6 升至 53.0，德国改善较为明显；欧元区 HICP 同比则由 3.2%升至 3.8%，能源同比上涨 18.9%，核心通胀由 2.4%升至 2.5%。总体物价的反弹主要来自能源，但需求回升也降低了立即宽松的必要性，欧洲央行 10 月公布的会议纪要继续强调逐次会议、依数据决策。日本制造业和服务业 PMI 分别由 54.9、52.5 降至 54.1、51.3，仍保持扩张，但速度放缓。

国内宏观：总量小幅回稳，私人部门需求修复仍慢

三季度增长回升，收入向消费转化不足

三季度经济增长小幅回升，内需修复的基础仍需巩固。三季度实际 GDP 同比增长 4.5%，较二季度提高 0.2 个百分点，季调环比由 0.9%升至 1.2%，前三季度累计增长 4.6%。第三产业当季增长 5.2%，第二产业增长 3.4%，后者较二季度 3.0%改善，但仍低于服务业。工业、出口与部分服务消费共同支撑总量回稳，固定资产投资和房地产开发链条则继续收缩。值得关注之处在于名义 GDP 同比增长 6%，是 2022 年二季度以来的最高值，有助于居民收入和企业营收状况的改善。总量增速的回升为四季度稳增长创造了较好起点，持续性取决于居民支出和私人资本开支能否跟进。

图表 3：三季度经济小幅回升



资料来源：Wind，五矿证券研究所

居民收入增长尚未充分转化为消费扩张。前三季度居民人均可支配收入 34230 元，名义和实际分别增长 5.3%、4.4%；人均消费支出 22354 元，名义和实际分别增长 3.6%、2.7%，实际消费增速低于实际收入 1.7 个百分点。我们测算平均消费倾向由上年同期 66.4%降至

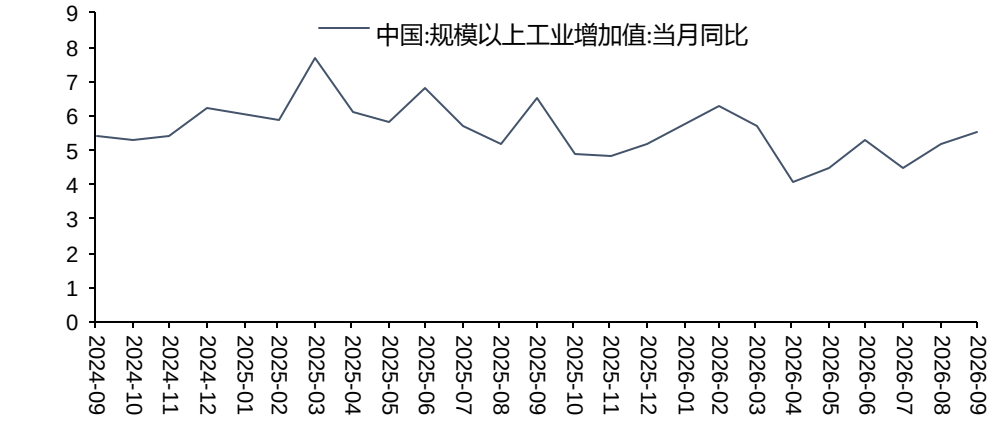
65.3%。工资性收入和经营净收入分别增长 5.3%、6.6%，财产净收入仅增长 1.6%，收入中位数增速 4.6%也低于均值。资产回报偏弱、不同家庭收入恢复不均，使一部分新增收入继续用于储蓄和资产负债表修复。9 月调查失业率由 5.3%降至 5.2%，但制造业和非制造业 PMI 就业指数仍低于 50，消费的持续回升还需要就业与财富预期改善。

生产与外需保持韧性，行业分化继续扩大

景气调查显示生产恢复快于新增需求。9 月制造业 PMI 由 49.8 升至 50.1，生产指数由 50.4 升至 51.7，新订单却由 50.6 略降至 50.5，生产与订单的差距扩大至 1.2 个百分点；新出口订单为 50.0。大型企业 PMI 为 50.6，中小企业分别为 49.7 和 48.9，扩张尚未均匀覆盖企业群体。非制造业商务活动指数由 49.0 升至 50.2，建筑业与服务业均回到荣枯线上方，但新订单只有 45.7 和 46.7。季节性生产与施工修复已经出现，企业新增订单仍弱，这会限制补库存、招聘和投资的持续扩张。

工业增长较快，产能利用率却暴露出行业需求的错位。9 月规上工业增加值同比增长 5.5%，较 8 月加快 0.3 个百分点；高技术制造业、电子设备制造业分别增长 15.3%、16.4%，仍显著快于总体，但增速较 8 月有所回落。三季度工业产能利用率为 73.1%，较二季度仅提高 0.1 个百分点，同比下降 1.5 个百分点；制造业为 73.3%，较二季度下降 0.2 个百分点。电子设备制造业升至 80.2%，汽车制造业却由 70.8%降至 66.2%，非金属矿物制品业仅 61.2%。新产业订单与传统工业闲置产能同时存在，工业增加值较快增长，并未带来制造业产能利用率同步回升。

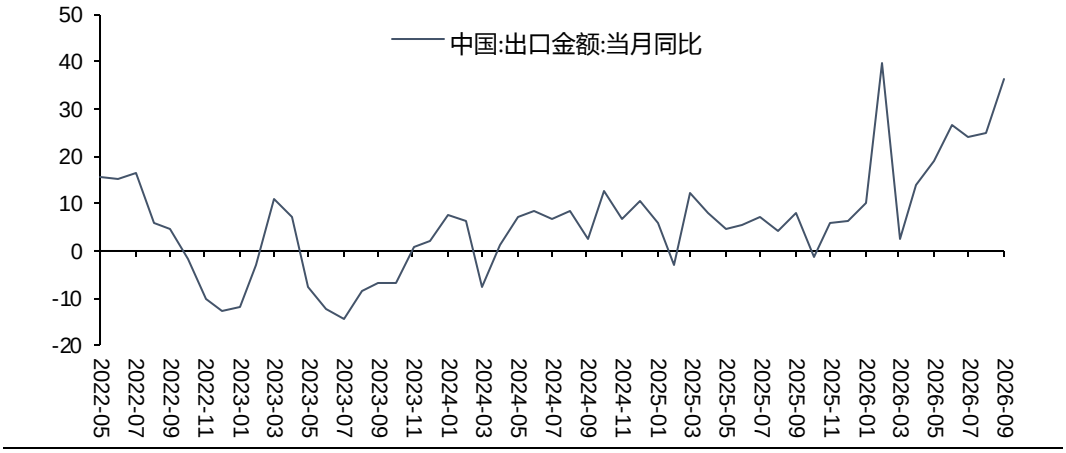
图表 4：工业生产增长较快



资料来源：Wind，五矿证券研究所

外贸继续支撑生产，科技制造的拉动进一步集中。按美元计价，9 月出口同比增长 36.3%，高于 8 月 24.9%；进口增长 31.0%，货物贸易顺差约 1335 亿美元。集成电路、自动数据处理设备及零部件、电动载人汽车出口金额分别增长约 136%、93%和 102%，与全球电子及设备投资需求相呼应。较强出口有助于消化部分工业供给，进口增长则兼有中间品采购和能源价格的影响。外需对生产的支撑与国内消费、建筑投资偏弱可以同时持续；后续应关注海外真实订单、AI 资本开支和贸易政策落实，这会影响到高出口增速能否延续。

图表 5：出口继续高速增长



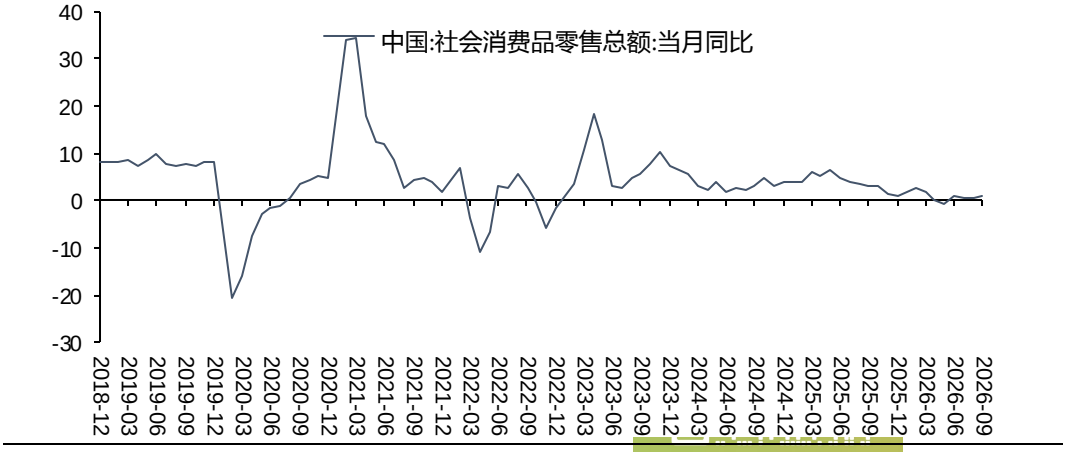
资料来源：Wind，五矿证券研究所

商品消费低位回升，投资与房地产仍承压

商品零售边际改善，汽车和地产链消费仍是主要拖累。9 月社零同比增长 1.1%，高于 8 月 0.4%，季调环比由下降 0.16%转为增长 0.35%；剔除汽车后的零售增长 3.9%，餐饮收入增长 2.1%。限额以上汽车类零售下降 21.2%，降幅继续扩大，家具和建筑装潢材料分别下降 3.0%、9.2%，通讯器材却增长 31.1%。耐用品消费仍呈明显分层，部分科技新品需求较强，住房相关消费和汽车需求偏弱。前三季度服务零售增长 5.0%，商品零售增长 1.0%，服务消费为总需求提供了缓冲；但居民整体消费倾向下降，决定了消费修复仍需从品类刺激转向收入和预期的持续改善。

投资单月降幅收窄，设备更新强于建筑安装。我们测算 9 月固定资产投资当月同比下降 7.2%，较 8 月下降 10.6%收窄；制造业投资当月下降约 0.9%，好于 8 月下降 6.1%。前三季度固定资产投资累计仍下降 7.2%，制造业投资下降 2.1%，房地产开发投资下降 20.6%，民间投资下降 10.4%；国家统计局现行口径的基础设施投资下降 4.2%。设备工器具购置增长 9.7%，电子设备制造业投资增长 9.6%，建筑安装工程却下降 10.0%。设备采购和部分新产业资本开支已有改善，但更广泛的项目建设和民营投资仍缺乏订单与回报支撑。财政资金投放之后，需进一步跟踪招标、开工和实际支付，判断投资改善能否持续。

图表 6：消费低位回升



资料来源：Wind，五矿证券研究所

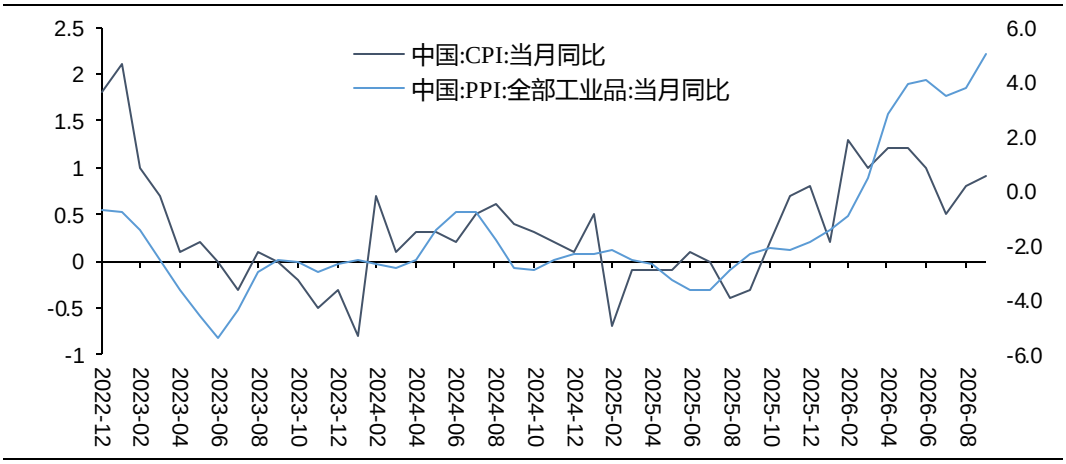
房地产新房销售与建设链条尚未形成正向循环。前三季度新建商品房销售面积下降 13.2%，房企到位资金下降 21.6%，新开工和竣工面积分别下降 24.9%、25.1%。我们测算 9 月单月开发投资下降 26.2%，较 8 月下降 25.4%略有加深；新房销售面积下降 20.4%，8 月为下降 14.7%，销售边际承压更为明显。房企国内贷款和个人按揭款累计分别下降 33.1%、22.1%，

新房成交疲弱压低现金回笼，融资不足又限制建设与交付。住建部门统计的前三季度二手房网签面积增长 10.7%，显示存量住房交易仍有需求，却难以直接补充开发商回款。房地产修复既要改善购房可负担性，也要让合格项目资金覆盖建设期，销售企稳才能逐步传至开工与投资。

成本上涨与终端偏弱并存，信用依赖财政托底

价格回升主要集中在生产链上游，终端定价能力改善较慢。9 月 CPI 同比上涨 0.9%，核心 CPI 为 1.0%，服务价格上涨 0.8%，食品和房租分别下降 1.7%、0.6%；PPI 同比却由 3.8%升至 5.0%，采掘、原材料和加工工业分别上涨 25.4%、9.4%、3.4%，生活资料仍下降 0.1%。能源和资源价格改善上游名义收入，同时抬高中下游成本，消费与住房相关行业的售价仍受需求约束。我们测算三季度 GDP 平减指数同比约上涨 1.4%，与二季度约 1.5%接近，反映工业品涨价尚未广泛扩散至全经济价格。后续盈利修复的广度，要看终端订单与售价能否接续改善。

图表 7：通胀水平上升



资料来源：Wind，五矿证券研究所

融资总量获得季末与政府债支持，居民信用依旧疲弱。9 月新增社融 3.55 万亿元，与上年同月接近；政府债券净融资 1.54 万亿元，占当月社融约 43%，同比多增 3469 亿元，社融口径人民币贷款 1.27 万亿元，同比少增 3347 亿元。金融机构新增人民币贷款 1.08 万亿元，其中企业中长期贷款 8900 亿元，住户贷款却几乎没有净增长，上年同月为 3890 亿元。社融存量同比增速由 7.2%降至 7.1%，M1、M2 分别降至 3.2%、7.2%。政府融资和企业季末投放托住了流量，居民支出与内生扩表需求仍弱；四季度信用改善的关键，是财政资金能否顺利进入项目支付、供应商现金流和居民收入，而非债券发行规模本身。

政策：逆周期调节加力，重点打通资金与需求

财政与住房政策提供更直接的需求支持

逆周期政策更加重视增量储备与存量资金使用效率。9 月 28 日国务院常务会议研究宏观政策发力提效、促进有效投资，要求“加大宏观政策逆周期调节力度”，部署加快债券发行使用和重大项目开工，用好地方政府债务结存限额，并研究稳定房地产、促进就业增收的措施。10 月 9 日财政部发布《2026 年上半年中国财政政策执行情况报告》，进一步强调提高政府债券资金形成实物工作量的效率、视经济运行谋划增量政策。三季度总量回稳与私人需求偏弱并存，政策需要同时兼顾项目建设和居民收入。四季度可重点跟踪结存限额使用、地方配套资金和项目支付进度，观察融资支持向实际需求的转化。

首套购房贷款贴息开始直接减轻部分刚需家庭的购房负担。9 月 29 日，财政部、中国人民银

行、金融监管总局发布《关于实施居民购房贷款贴息政策的通知》，自 10 月 1 日起暂行一年，对新发放、用于购买首套且面积不超过 120 平方米、总价不超过 150 万元住房的合格商业贷款给予贴息，年化 1 个百分点、最长五年，每户可贴息本金上限 100 万元。政策把财政支持由收储和项目端延伸至购房家庭，有利于小城市和城镇房地产市场的刚需释放，对高房价城市及改善性需求的直接覆盖相对有限。后续效果要结合 10 月以后合格贷款发放、新房成交和库存变化判断，并与开发融资及保交付安排协同。

汇率与贸易政策稳定外部预期

央行重申汇率市场化，同时更加关注急剧贬值带来的金融风险。10 月 8 日，中国人民银行发布《中国人民银行关于人民币汇率的政策立场》，明确不预设汇率目标水平、不干预长期趋势，保持弹性与双向浮动；对于短期大幅波动，则强调防范“尤其是短期急剧贬值”影响金融稳定。我们认为，这一立场为货币政策保持自主性提供空间，也表明稳定预期的重点在于避免贬值预期自我强化。较高贸易顺差和相对低通胀为人民币中期渐进升值提供支撑，短期利差、美元走势与跨境资金偏好仍会带来双向波动，汇率调整更可能缓慢而有反复。

中美形成有限降税框架，外贸政策的可预期性有所改善。9 月 28 日商务部公布第八轮经贸磋商相关成果，双方拟就各自约 300 亿美元的自对方进口产品对等降税，并将部分关税和非关税措施的暂停安排延至 2027 年 1 月 10 日；降税在双方完成国内程序后同步实施。贸易理事会、农业工作组等机制为后续磋商提供渠道。相对于双边贸易总量，本轮覆盖规模有限，短期作用更偏向降低部分商品的不确定性、稳定订单安排。其对出口的实际拉动仍取决于最终产品清单、生效时间与海外需求。

海外高利率约束未解除，AI 政策更加注重应用

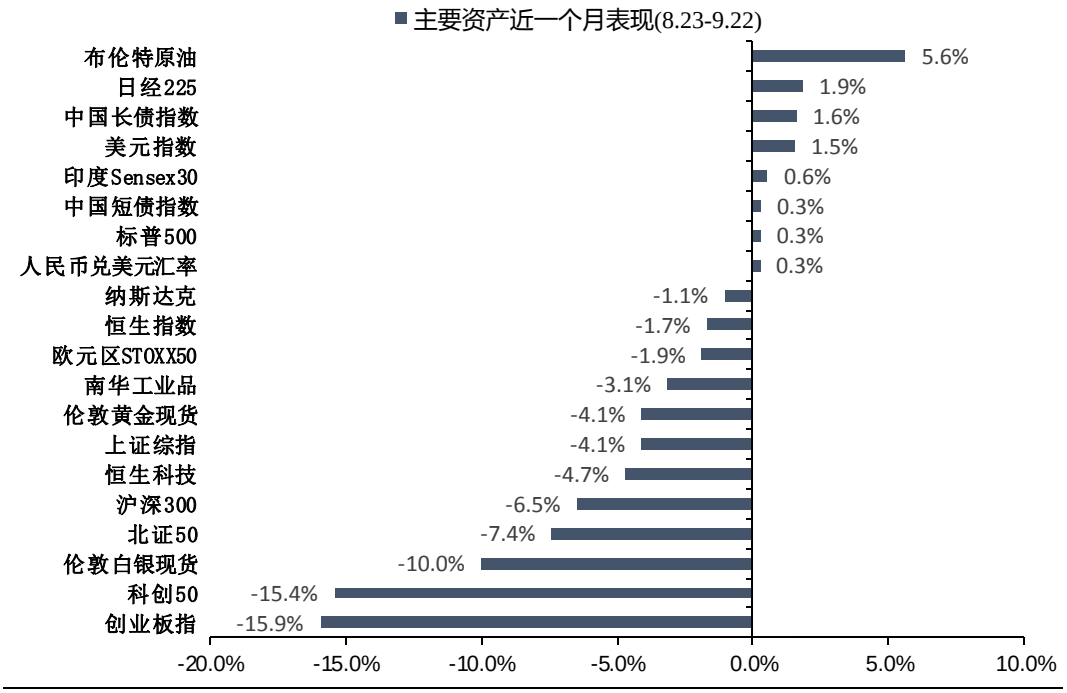
美联储仍将通胀风险置于政策权衡的核心。10 月 7 日公布的 9 月议息会议纪要显示，多数与会者在当时判断年内进一步加息一次可能适宜；9 月会议已将目标区间提高至 3.75%—4.00%。此后公布的就业和 CPI 分别强化了增长放缓与通胀回升的风险，下一次会议需要在新数据基础上重新权衡。我们预计高利率维持仍是基准环境，实际就业降温会提高继续加息的门槛，核心通胀若持续加速又会限制宽松空间。

国内产业政策将应用成效作为 AI 投入的重要牵引。10 月 16 日国务院常务会议听取“人工智能+”行动进展，要求“以落地应用牵引技术创新”，加强算法、算电协同和高质量数据供给，推进供需对接与中试验证。政策支持由基础设施延伸至场景和商业转化，有利于技术向实体经济扩散。对投资和企业经营而言，后续应更重视付费订单、单位成本下降和生产率改善，推动 AI 投入形成可持续现金流。

大类资产：高利率压制风险偏好

近一个月由于美国长端利率再度上升，全球风险资产尤其是非美资产受到较大压制。按 9 月 17 日至 10 月 16 日统一收盘窗口，标普 500 上涨 0.28%，纳斯达克下跌 1.05%；沪深 300、创业板和恒生科技分别下跌 6.49%、15.95%、4.70%，中国长债指数上涨 1.62%。布伦特原油上涨 5.63%，南华工业品下跌 3.14%，伦敦现货黄金和白银分别下跌 4.10%、10.01%，美元指数上涨 1.55%。能源供给风险支撑油价，国内需求与盈利预期约束权益，贵金属则经历美元、利率和仓位调整的共同压力。

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

10 月上旬以来的美债利率回落，主要体现实际利率下降。10 月 5 日至 16 日，10 年期美债收益率由 5.31%降至 5.09%，30 年期由 5.66%降至 5.43%，10 年期 TIPS 实际收益率由 2.95%降至 2.74%；名义与实际利率之差所反映的通胀补偿约维持在 2.35%附近。就业增量偏低与信心走弱，使增长预期和防御需求对市场的影响增大。

科技股定价正在更加重视 AI 投入的收入和现金流回报。10 月 5 日至 16 日，美债 10 年期收益率下降 22 个基点，同期纳斯达克下跌 4.87%，创业板下跌 11.58%，说明利率回落尚未扭转盈利预期和风险偏好的调整。产业基本面仍有强势环节：台积电 10 月 15 日披露三季度美元营收 467.2 亿美元、同比增长 41.2%，并维持全年 600 亿—640 亿美元资本开支计划。上游收入和扩产仍强，市场的担忧更多指向资本开支能否持续、终端付费需求能否覆盖折旧与运营成本。权益配置需更加关注企业盈利兑现质量，包括收入、订单、利润率和现金流等指标，在产业趋势内提高对盈利兑现的要求。

经过前期回调与震荡，黄金的配置条件正边际改善。10 月 5 日至 16 日，金价上涨 1.15%，而白银继续下跌 6.65%；实际利率回落降低了持有黄金的机会成本，增长与 AI 盈利不确定性则提高了组合分散风险的需求。世界黄金协会数据显示，9 月全球黄金 ETF 仍净流入约 100 亿美元，配置资金未随价格下跌全面撤离。我们认为，若实际利率回落能够延续，黄金的抗风险价值值得重新重视。白银兼具更强工业属性和价格弹性，在需求预期走弱时波动更大，其组合功能与黄金存在区别。美元再次走强或能源冲击推高利率，仍可能扰动贵金属的修复节奏。

配置上应同时重视现金流质量与防御价值。国内利率债受益于资金价格回落与私人信用偏弱，可作为组合防御资产，久期则需结合财政落地和债券供给调整。权益重点关注 AI 产业链真实订单、应用变现和可持续盈利，国内政策受益方向以销售、开工和信用改善为验证。贵金属配置更重视黄金分散风险的作用，把握震荡中的配置机会；白银和原油更适合结合工业周期与事件变化进行战术判断。

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