

内需走弱，结构优化

宏观点评

日期： 2025.10.21

分析师 尤春野

登记编码：S0950523100001

☎：13817489814

✉：youchunye1@wkzq.com.cn

报告摘要

海外宏观：新兴市场制造业回暖。随着美国与各国贸易谈判陆续达成协议，新兴市场整体面临的风险降低，制造业也出现了持续回暖。美国消费者信心指数连续3个月滑落，加之特朗普发动新一轮关税战以来，美国就业市场出现了快速走弱，我们认为美国经济正在整体降温。欧洲经济相对稳定，但通胀再度上升。

国内宏观：经济转型显成效。三季度中国GDP同比增长4.8%，前三季度GDP累计同比增长5.2%，总体来看，经济增速显示出了较强的韧性，前三季度总体表现较好。不过结构上出现了一些较为明显的变化，主要体现在外需较强、内需较弱，服务业较强、制造业相对弱，新经济较强、传统经济较弱。经济结构转型成效明显。

政策：不确定性依然存在，货币与财政宽松迹象初显。美联储9月如期降息，主要央行在路径与沟通上更具可预期性。外部贸易政策的不确定性仍需要关注。中国方面，我们认为政策将按照年初计划继续推进，但四季度呈现“财政更聚焦、货币更中性偏宽松、产业更定向”的结构性特征。

大类资产：贵金属大涨，中国股市调整。近一个月影响全球金融市场的主要因素有两个：一是美联储重启降息，二是中美经贸摩擦升级。这两个因素对于贵金属均为明显利好，黄金白银双双大涨并均创出历史新高。由于美联储降息释放了流动性的利好，所以全球股市也大多上涨，但是中美博弈升级影响了中国股市的风险偏好，加之中国股市在过去几个月中积累了较多涨幅，所以出现了调整。我们认为贸易谈判风险对于中国股市的冲击是短期的。继续看好国产自主可控等科技板块，以及军工方向。贵金属短期关注中美谈判，长期上涨逻辑不变。

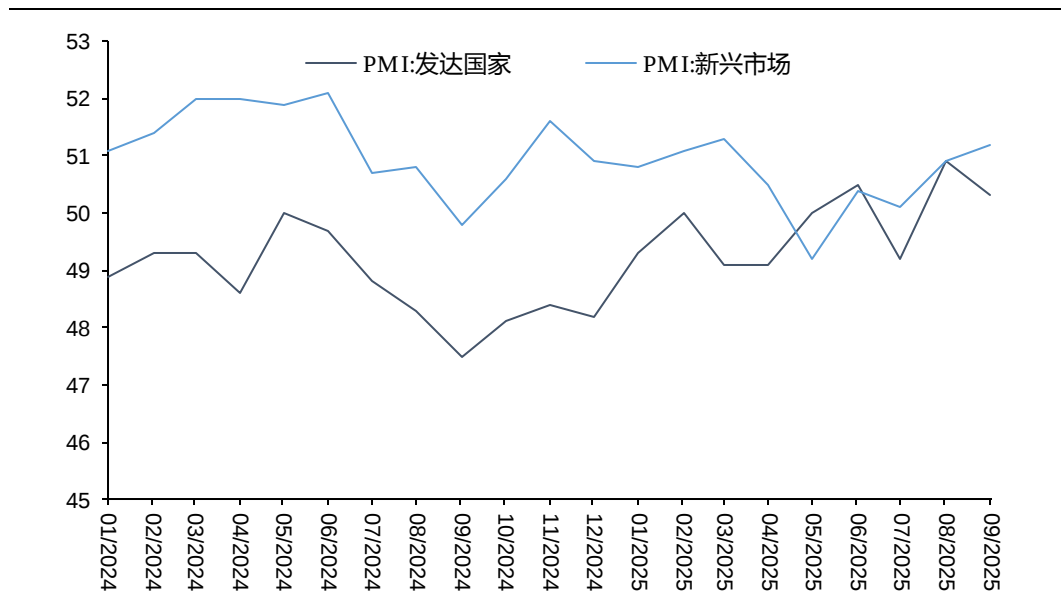
风险提示：

- 1、中美贸易谈判出现反复；
- 2、中国经济超预期下行。

海外宏观：新兴市场制造业回暖

9 月全球制造业 PMI 指数为 50.8%，较 8 月小幅下降 0.1 个百分点，但仍在荣枯线以上，也是近三年来的较高水平。其中，发达国家 PMI 指数下降 0.6 个百分点至 50.3%；新兴市场 PMI 指数上升 0.3 个百分点至 51.2%。我们认为，随着美国与各国贸易谈判陆续达成协议，新兴市场整体面临的风险降低，制造业也出现了持续回暖。

图表 1：新兴市场制造业回暖



资料来源：Wind，五矿证券研究所

由于美国国会未能通过下一财年的财政预算法案，10 月 1 日起美国政府再度停摆，导致美国就业数据等重要数据未能公布。不过民间调查数据仍在发布。美国消费者信心指数连续 3 个月滑落，目前明显低于特朗普上任之前的水平，反映出美国消费者预期走弱，未来终端需求将面临压力。加之特朗普发动新一轮关税战以来，美国就业市场出现了快速走弱，我们认为美国经济正在整体降温。

图表 2：美国消费者信心下降

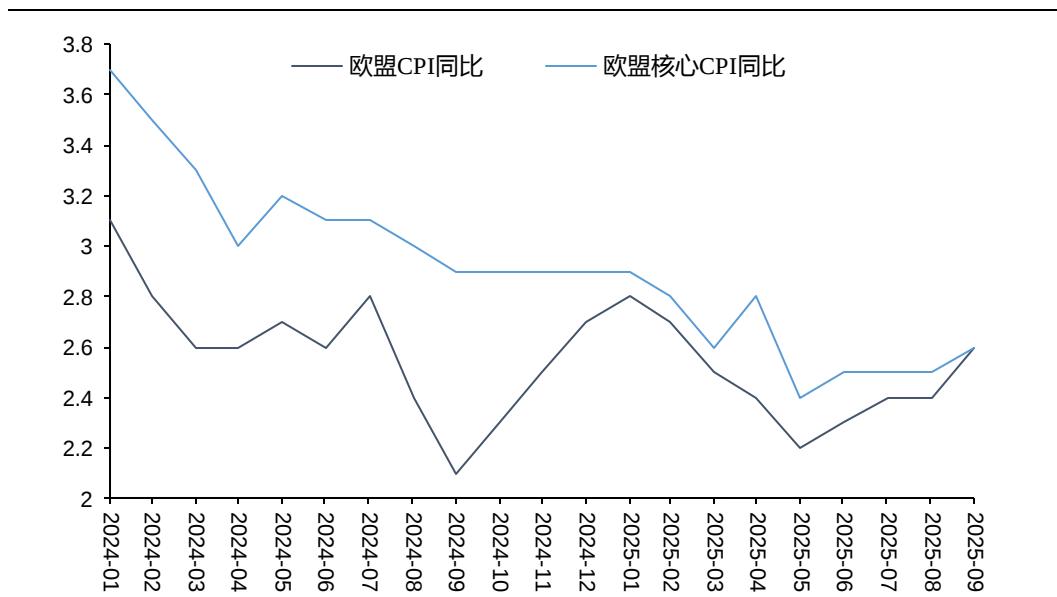


资料来源：Wind，五矿证券研究所

欧洲经济相对稳定，但通胀再度上升。9 月欧盟 CPI 及核心 CPI 均同比上涨 2.6%，分别较 8 月提升 0.2 和 0.1 个百分点。我们认为美国关税战对于物价的提升效果正在显现，欧洲和

美国近几个月的通胀数据均出现了上涨趋势。这对美欧央行的货币政策也带来了一定压力。欧洲央行 7 月和 9 月暂停降息，表示“通胀水平处于我们希望的位置”。美联储 9 月则重启降息，表明**相对于通胀压力而言，美联储更加关注近期就业市场的走弱**。

图表 3：欧洲通胀压力增加



资料来源：Wind，五矿证券研究所

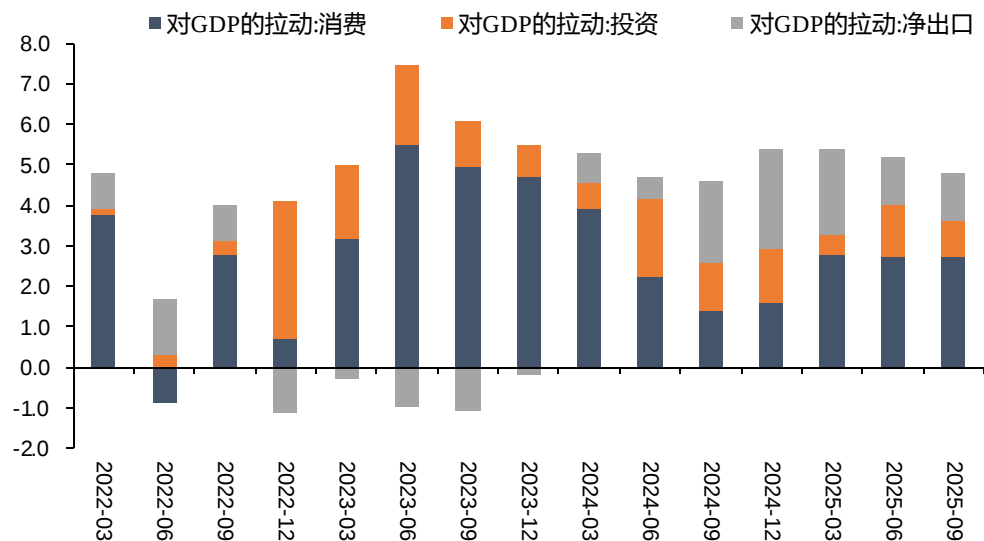
国内宏观：经济转型显成效

三季度中国 GDP 同比增长 4.8%，前三季度 GDP 累计同比增长 5.2%，总体来看，经济增速显示出了较强的韧性，前三季度总体表现较好。不过结构上出现了一些较为明显的变化，主要体现在外需较强、内需较弱，服务业较强、制造业相对弱，新经济较强、传统经济较弱。经济结构转型成效明显。

外需较强，内需较弱

三季度 GDP 增长中，消费贡献了 2.7 个百分点，投资贡献了 0.9 个百分点，净出口贡献了 1.2 个百分点。近五个季度以来，出口对于经济增长的贡献度均较大。虽然国际贸易政策的不确定性给全球贸易造成了较大扰动，但是中国出口仍然表现出了很强的韧性。9 月中国出口同比增长 8.3%，8 月和 7 月分别为 4.3% 和 7.1%，表现较强。具体来看，在美国关税战升级之后，中国对美出口下降了 30% 左右，但是中国对欧盟、东盟出口增长较强。而且由于过去几年的“去美国化”，中国对美出口占比已经大大下降，故而中美贸易额下滑对于总体出口的影响可控。

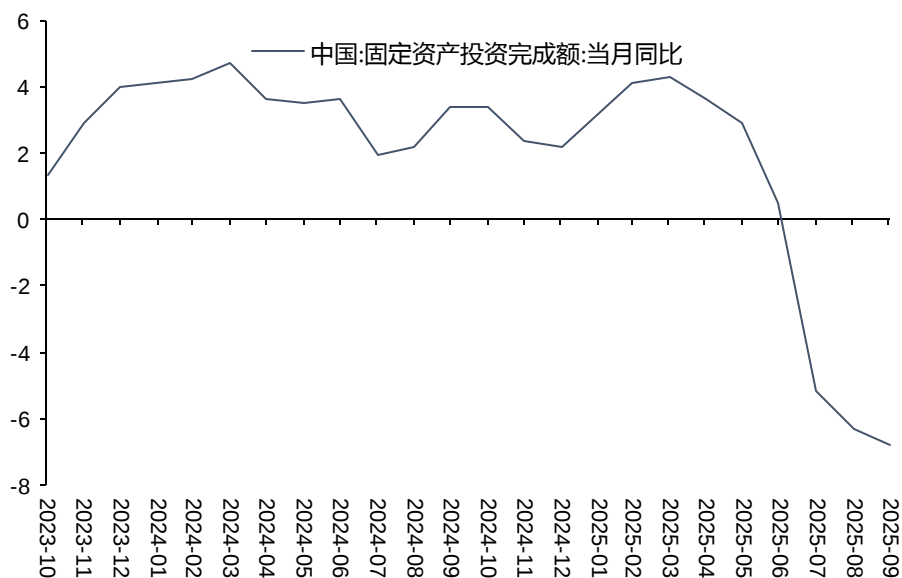
图表 4：三大需求对于 GDP 的拉动



资料来源：Wind，五矿证券研究所

相对而言，内需走弱则较为明显，尤其是体现在投资领域。我们测算 9 月固定资产投资同比下降 6.8%，8 月及 7 月同比分别下降 6.3% 和 5.2%。其中，9 月制造业投资同比下降 1.9%，我们认为其原因一是大规模设备更新政策的效果边际递减，二是宏观经济和贸易政策的不确定性压制了制造业企业的投资意愿，三是“反内卷”政策限制了部分行业的过度投资。全口径基建投资同比下降 8%，反映出地方政府财政支出能力仍受到较大限制。房地产投资当月同比下降 21.2%。三大投资类别全部较 8 月加速下滑，投资端面临的压力较大。

图表 5：投资增速快速下滑



资料来源：Wind，五矿证券研究所

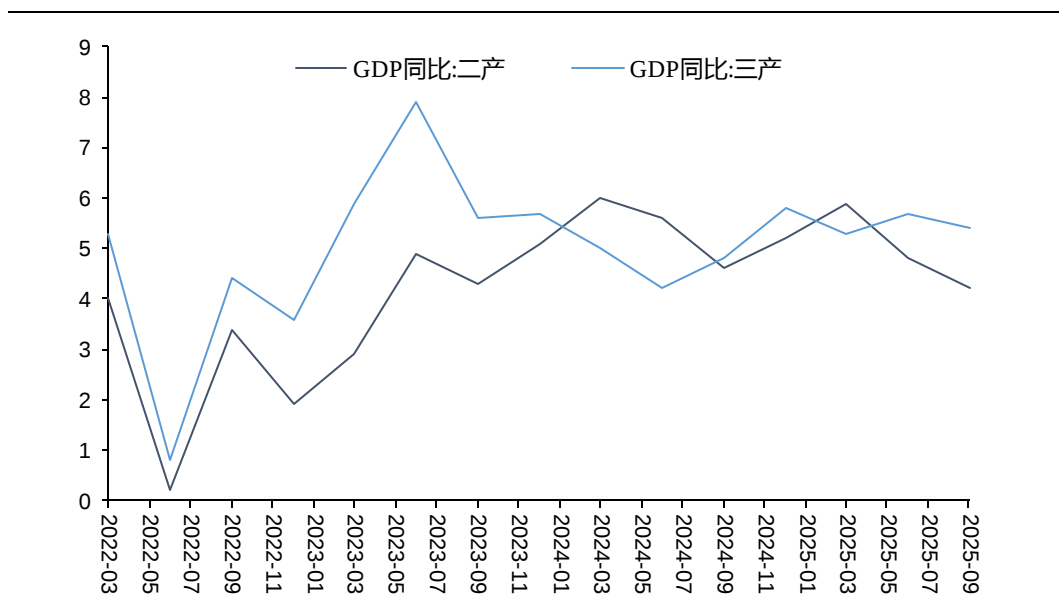
居民消费亦持续走弱。9 月社会消费品零售总额同比增长 3%，是去年 9 月份以来的最低增速。其中，家电音像消费增速大幅下滑，体育娱乐用品增速下降也较为明显，我们认为这是由于下半年部分地区消费补贴退坡所致，以及随着时间推移，补贴对于消费的刺激作用在减弱，而居民收入并未回升，所以对消费的支撑力的持续性不足。

服务业较强，制造业较弱

经济三大产业中，三季度第一产业同比增长 4.0%，第二产业同比增长 4.2%，第三产业同比

增长 5.4%，第三产业增速明显相对较高。这反映出服务业在中国经济中发挥越来越重要的作用。

图表 6：第三产业增速相对较高



资料来源：Wind，五矿证券研究所

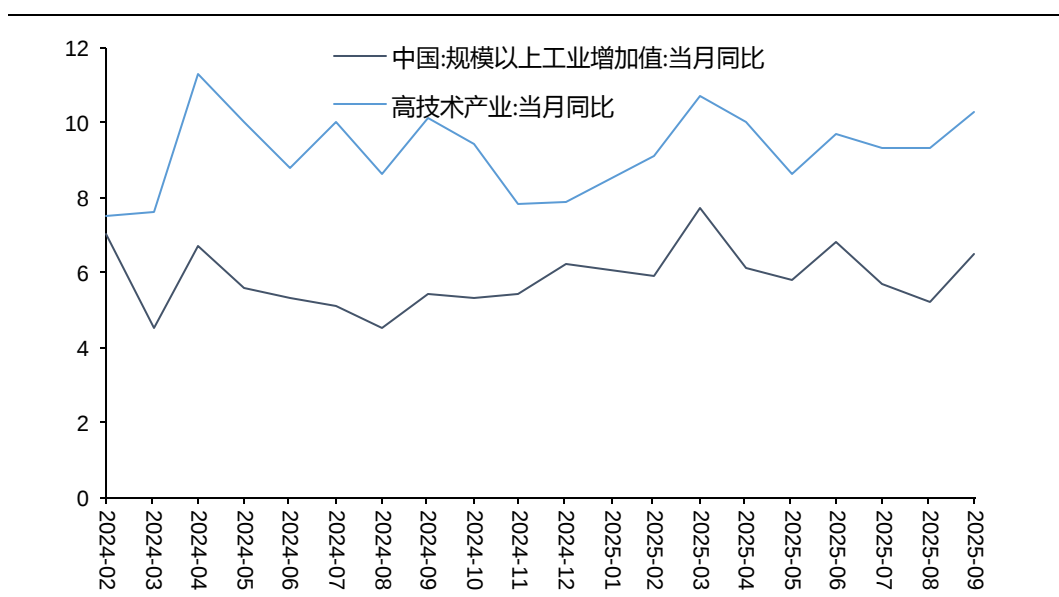
从支出的角度来看，1-9 月社会消费品零售总额累计同比增长 4.5%，而服务零售额累计同比增长 5.2%，相对于商品消费而言，居民对于服务消费的支出增长更快。这也能部分解释在大多数制造业企业面临一定压力的情况下，经济总体增速仍然保持相对稳健的结果。

我们认为随着中国经济从债务驱动型增长向创新驱动型增长转变，需求动力从房地产向居民消费转变，需求结构也将逐渐从商品转向服务。目前经济结构的变化正体现了这一点。

新经济较强，传统经济较弱

从工业生产的角度看，高技术产业的增加值增速持续高于整体工业增加值水平。9 月规模以上工业增加值同比增长 6.5%，高技术产业增加值则达到了 10.3%，反映出中国经济转型的成效。

图表 7：高技术产业增加值较高



资料来源：Wind，五矿证券研究所

从产能利用的角度来看，三季度产能利用率较二季度上升了 0.6 个百分点至 74.6%，反映出“反内卷”政策取得了一定成效。其中，计算机、通信和电子制造业产能利用率在本就较高的基础上继续上升至 79%，通用设备制造业等行业产能利用率也有所上升，我们认为这是新兴产业发展较快带来的需求的拉动。电气机械和器材制造业、汽车制造业产能利用率等行业产能利用率也上升，我们认为是“反内卷”的影响。部分行业比如非金属矿物制品业、煤炭开采和洗选业等行业产能利用率进一步下降，我们认为是房地产等传统经济需求疲软带来的相关行业产能冗余。

总体来看，我们认为三季度经济显现出内需不足、下行压力较大的问题，但同时也反映出经济结构的持续转变和优化。由于上半年经济数据表现较好，所以即使三季度出现了一定下滑，前三季度也保持了累计 5.2% 的增速，完成全年经济目标的难度并不大。我们认为四季度继续推出大规模刺激政策的必要性减弱，政策预计更多以托底为主要思路。

政策：不确定性依然存在，货币与财政宽松迹象初显

9 月下旬以来，全球宏观政策的“确定性溢价”总体延续：主要央行在路径与沟通上更具可预期性。9 月 17 日美联储如期降息 25bp 至 4.00%–4.25%，并在会后与随后公布的纪要中强调“数据依赖+风险再平衡”，市场对年内“温和降息+逐会评估”的定价得以巩固；进入 10 月中旬，主席鲍威尔与委员表态继续指向“谨慎推进、观察就业与通胀交互”基调。欧洲方面，10 月上旬 ECB 对外沟通更新了 2025—2027 年通胀预测，强化“逐会决策、数据驱动”的框架；日本央行 10 月中旬强调决策仍需更多数据，维持 0.5% 政策利率预期不变，同时不排除后续温和正常化的选项。综合看，在美国政府“停摆”扰动官方数据发布节奏的背景下，主要央行对“通胀回落—增长放缓”的权衡更清晰，政策前瞻性较上月进一步提升。

美国高频与事件层面呈现“弱数据+政策噪音”的组合。一方面，受停摆影响，9 月 CPI 与非农等关键数据发布延后，但芝加哥联储 CARS 等先行指标仍显示 9 月核心零售温和扩张，就业/失业率大体持稳的概率较高；另一方面，10 月 1 日起联邦政府停摆进入第 3 周，对公共服务、数据发布与部分投资计划形成拖累。总体上，我们认为这一剪刀差强化了市场对“温和降息+延后验证”的基准押注，同时对四季度增长的不确定性有所上行。

我们认为，在央行沟通更清晰与油价中枢下移的共同作用下，全球风险偏好与美元资产的“内生流动性”仍占优；但需同步跟踪两类扰动的二阶影响：其一，美国政府停摆对数据可得性与财政支出的拖累；其二，外部贸易政策的不确定性（包括木材/橱柜与中重型卡车关税已落地的边际影响，以及对华“100%关税”表态在市场层面的事件性冲击与再沟通后的缓和）。前者决定“降息节奏验证”的时间表，后者主要通过预期与价格输入影响短期波动而非趋势。

中国方面，政策进入“四季度组合拳落地—执行进度加速”的窗口。9 月末，国家发改委披露新型政策性金融工具总规模 5000 亿元、全部用于补充项目资本金，叠加前三季度地方政府债发行约 8.54 万亿元、其中超六成用于置换偿还旧债、余量用于项目形成实物工作量；10 月 9 日财政部明确四季度超长期特别国债发行安排（10/10 发行 50 年期、10/14 发行 20 年期，全年 1.3 万亿元发行在 10/14 收官），财政端“托底一定向”特征更强。政策取向上，10 月 10 日发改委与市场监管总局联合发布公告，针对价格无序竞争提出“事前引导+事中事后监管”组合；9 月 30 日国办印发政府采购中国产品标准及相关政策，明确本国产品价格评审享有 20% 优惠，对关键环节国产化提出更具体要求，有望强化公共采购中的国产替代与稳定预期。

货币侧，以中期流动性净投放配合信用结构修复。10 月 9 日央行开展 1.1 万亿元 3 个月期买断式逆回购，对冲到期量并适度加量续做，丰富中期流动性工具箱、平抑资金面波动；叠加前期 MLF 与 6 个月期买断式逆回购的使用节奏，指向“量稳价稳、期限更长、工具更灵活”的操作思路。我们判断，四季度将继续围绕设备更新、科技改造、民生服务场景实施结构性精准滴灌。

消费端，“财政贴息+‘两新’接续”进入执行与爬坡期。按 8 月 12 日三部门《实施方案》，个人消费贷款贴息自 9/1 起实施，年贴息 1 个百分点、最高不超过合同利率 50%，中央/省级财政按 90%/10%分担；9 月以来多家银行发布办事细则与客户问答，操作路径与风控口径加速磨合。我们认为在消费数据持续走弱的背景下，四季度贴息对汽车、家居家装、文旅与教育培训等领域的边际拉动将强于三季度。

投资端，“两新”中的设备更新与公共领域项目进入“资金到位—招采落地—形成实物工作量”的同频阶段：前述 5000 亿元政策性金融工具用于项目资本金补充叠加超长期特别国债发行收官，资金链条更顺畅、对施工面的牵引更直接；同时，地方债前置与结构优化，有助于稳投资与稳信用的协同推进。我们预计四季度在能源电力、工业技改、物流与公共服务设施等领域的到资与开工节奏仍将加快。

关于外部扰动与市场反应：9/29 起美国对进口软木木材与橱柜等加征关税、10/7 宣布自 11/1 起对进口中重型卡车征收 25%关税；10/10 前后又出现“对华商品加征 100%关税”的强势表态，随后官方口径显著转向缓和。**我们认为，已落地的品类税率对我国出口与全球通胀的边际影响有限，而“100%关税”更多具有政治象征与谈判筹码属性、短期主要通过波动率与预期渠道影响市场。**同时，在 APEC 前后存在“推迟/部分实施/取消”的路径分叉，全面落地概率相对较低。需警惕的是若停摆延宕叠加贸易噪音，市场对美联储降息路径的再定价可能更依赖“软数据+央行前瞻指引”。

整体来看，我们认为政策将按照年初计划继续推进，但四季度呈现“财政更聚焦、货币更中性偏宽松、产业更定向”的结构性特征。消费侧“贴息+以旧换新”形成接续支撑；投资侧 5000 亿元政策性金融工具与超长期特别国债共同驱动“资本金—到资—招采—施工”的实物工作量上行；货币侧以中期流动性净投放与结构性工具协同维持信用链条稳定；地产侧通过差异化与因城施策稳预期、稳需求。考虑到贴息政策自 9/1 起实施、项目执行存在“资金到位—招采—施工”的传导周期与停摆对美国数据发布的扰动，我们预计四季度前半段仍是政策集中发力与预期再锚定期；在央行路径更清晰与油价中枢回落的配合下，全球风险偏好有望维持温和、美元资产“内生流动性”仍占优，但需跟踪美国停摆进程与外部贸易噪音对降息定价与企业补库节奏的再校准。

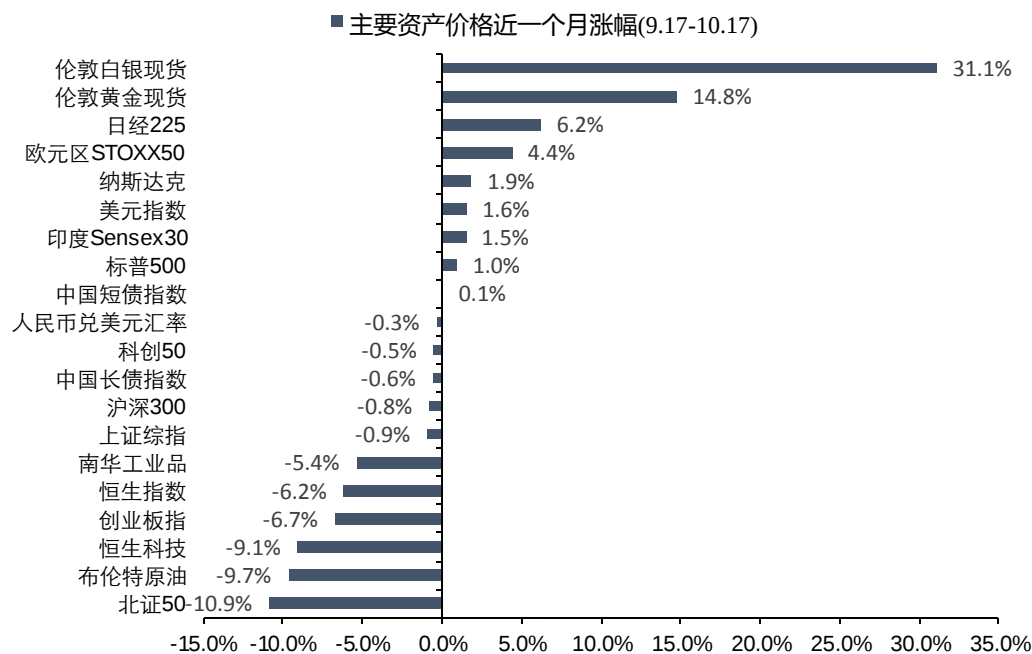
大类资产：贵金属大涨，中国股市调整

近一个月影响全球金融市场的主要因素有两个：一是美联储重启降息，二是中美经贸摩擦升级。这两个因素对于贵金属均为明显利好，同时美国政府停摆导致的经济数据空窗期也增加了市场的担忧。在此推动下，黄金现货上涨 14.8%，白银现货大涨 31.1%，双双创下历史新高。由于美联储降息释放了流动性的利好，所以全球股市也大多上涨，但是中美博弈升级影响了中国股市的风险偏好，加之中国股市在过去几个月中积累了较多涨幅，所以出现了调整。

我们认为贸易谈判风险对于中国股市的冲击是短期的。特朗普在中美元首会晤升级关税战以增加谈判筹码，符合其一贯做法。我们预计新增关税如期落地的概率不高，更可能会随着中美谈判而取消或延迟，且中国股市已经对中美摩擦的影响较为钝化，我们认为短期的调整过后，将重新进入上涨趋势。继续看好国产自主可控等科技板块，以及军工方向。由于内需仍然较弱，且政策加码刺激的力度可能有限，所以顺周期和消费板块相对谨慎。

贵金属短期关注中美谈判，长期上涨逻辑不变。短期内，如果中美谈判取得良好进展，避险需求退坡，则贵金属可能会出现一定调整。但是从长期来看，美联储降息周期仍将持续，且明年特朗普可能会任命一位鸽派美联储主席，从而损伤美元信用，推动黄金上涨。而长期通胀中枢上升、美国债务问题难解、美元信用受损等长期推动黄金上涨的因素并未发生改变，所以长期来看贵金属上涨趋势并未终结。

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

风险提示

1. 中美贸易谈判出现反复。
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	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 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 Chaoyangmen North Street, Dongcheng District, Beijing
Postcode: 100010