

复苏周期中的波折——10 月国内外经济形势简评

宏观点评

日期： 2023.11.23

分析师 尤春野

登记编码：S0950523100001

☎：021-61102508

✉：youchunye1@wkzq.com.cn

相关研究

➤ 《中央金融工作会议深度解读》(2023/11/7)

报告摘要

海外经济景气度边际回踩，主要经济体停止加息。10 月全球主要经济体制造业出现同步回落。美国制造业 PMI 从 9 月的 49% 回落至 46.7%，终结了连续三个月的回升。其中很重要的因素在于汽车行业的大罢工对制造业产生较大冲击，后续趋势有待于进一步观察。欧洲制造业 PMI 也由 9 月的 43.4% 回落至 43.1%。海外主要经济体加息周期大概率终止。美欧日央行在最近的会议上均未加息，且都出现了偏鸽的表态。鉴于近期海外通胀加速回落，多项重要经济数据也有走弱迹象，我们认为主要国家继续加息的可能性较小。美联储停止加息的预期促使美元走弱，非美货币集体升值。我们认为随着美联储加息停止的一致预期逐步确立，美元长周期的下行趋势正在形成，人民币贬值的压力也会大大减轻。这对于中国资产将有较为明显的利好。

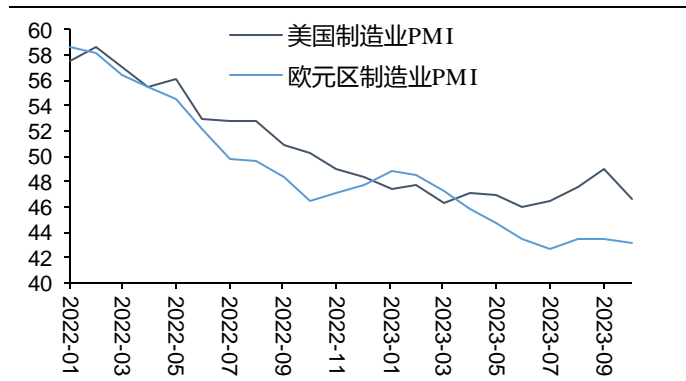
中国经济波浪式复苏。10 月制造业景气度边际下滑。工业增加值和 PMI 数据均较为疲软。这其中有节假日效应的影响，也有海外制造业共振向下的外部影响，但同时也反映出国内经济复苏的基础仍不牢固。居民消费弱复苏。10 月社会消费品零售总额同比增长 7.6%，较 9 月上升 2.1 个百分点。但这是去年 10 月疫情影响下的低基数所导致的同比读数较高。以两年平均同比来看，10 月同比增速较 9 月下降了 0.5 个百分点至 3.5%。消费有三个结构性亮点：一是房地产后周期类消费明显回暖，对应二手房销售高增及商品房竣工较好。二是汽车销售仍然较强。三是通讯器材销售额增长较高，可能与近期很多旗舰机型上市有关。投资增速回落，地产拖累较大。1-10 月固定资产投资累计同比增长 2.9%，较 1-9 月下降 0.2 个百分点。我们推算 10 月制造业投资增速较 9 月下降 1.66 个百分点至 6.2%。这其中可能有季度末冲量后下季度初的自然回落。我们推算 10 月基建投资（不含电力）增速较 9 月下降 1.25 个百分点至 3.71%。基建增速较低体现出地方政府仍然深陷债务困境。但中央增发 1 万亿国债将对未来一年内的基建增速有明显的拉动。此外，全口径基建相比不含电力口径的基建始终高出较多，反映出新能源等电力基建投资较为旺盛。1-10 月房地产投资累计同比下降 9.3%。我们推算 10 月房地产投资当月同比下降 11.3%，与 9 月基本持平。房企拿地和新开工面积持续下降，预示着未来一段时间内房地产投资可能仍将处于低位。出口冷而进口热。10 月出口超预期下降，同比下降 6.4%。不过手机、汽车出口表现较好，反映出中国在高附加值产业链的出口竞争力正在增强。10 月进口同比增长 3%，由负转正并大超预期。我们认为中国经济复苏的趋势并未终止，未来经济的主要动力有三方面：第一，居民消费意愿出现明显改善。第二，制造业进入补库存周期。第三，政府正在加大财政支出力度，托底投资增速。我们认为在消费、制造业的内生动力及政策的推动之下，中国经济将延续复苏的趋势。不过鉴于房地产、地方政府债务对经济的拖累仍重，复苏过程中会有较多的波折，斜率可能不会太高。

风险提示： 1. 海外经济出现大规模衰退。2. 中国政策力度不及预期。3. 房地产市场持续衰退。

海外经济景气度边际回踩，主要经济体停止加息

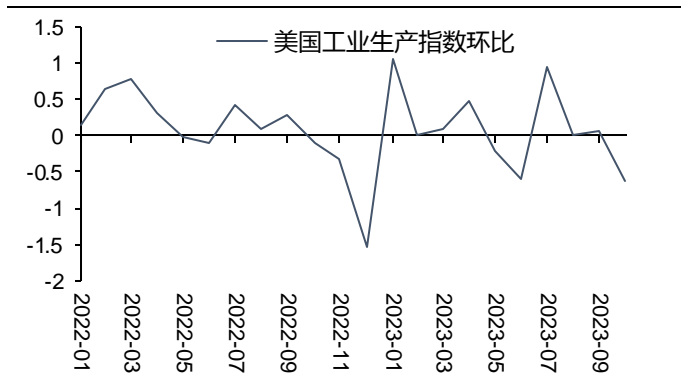
10月全球主要经济体制造业出现同步回落。美国制造业 PMI 从 9 月的 49% 回落至 46.7%，终结了连续三个月的回升。其中很重要的因素在于汽车行业的大罢工对制造业产生较大冲击，后续趋势有待于进一步观察。美国 10 月工业生产指数环比下降 0.63%，与制造业景气度下降相符。欧洲制造业 PMI 也由 9 月的 43.4% 回落至 43.1%。全球制造业产业链有很强的联动性，所以中国 10 月出口和制造业景气度也出现超越季节性的下降。

图表 1：美欧制造业 PMI 边际回落



资料来源：Wind，五矿证券研究所

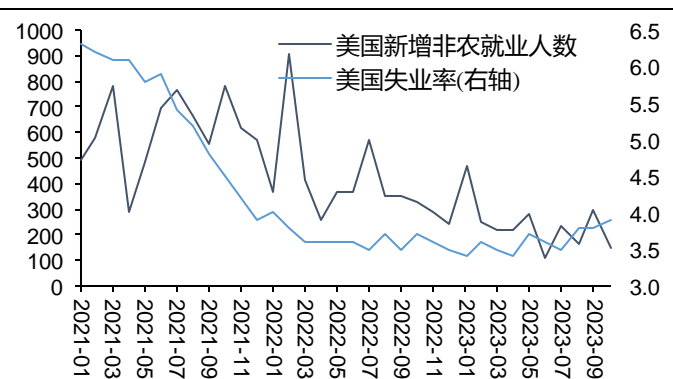
图表 2：美国工业产出下滑



资料来源：Wind，五矿证券研究所

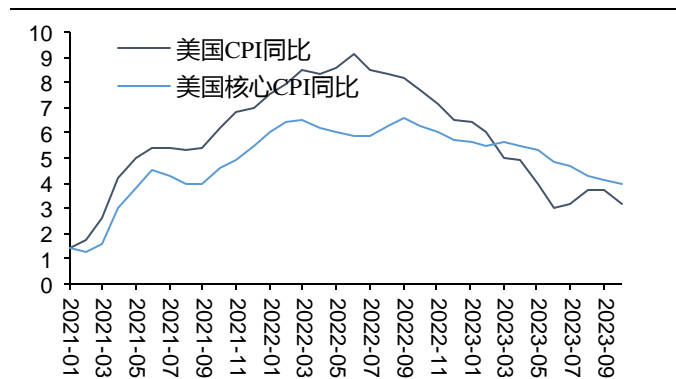
海外主要经济体加息周期大概率终止。美联储 11 月 1 日的会议上如期未加息，美联储主席鲍威尔表示在长期债券收益率上升等因素的推动下，金融状况近几个月来显著收紧。其表态偏鸽。结合 10 月偏弱的就业和通胀数据来看，我们认为美联储未来再度加息的可能性较小，加息周期大概率已经结束。10 月美国新增非农就业人数由 9 月的 29.7 万人骤降至 15 万人，失业率上升 0.1 个百分点至 3.9%，就业市场降温的趋势较为明显。美国 CPI 及核心 CPI 同比涨幅分别下降 0.5 和 0.1 个百分点至 3.2% 和 4%，超出市场预期。欧洲央行 10 月 26 日会议上暂停加息，终止了此前的“十连加”。虽然欧洲央行行长表示不排除进一步加息的可能性，但其也指出“现有关键利率水平如果维持足够长时间，将有助于通胀达到目标水平。”即当前利率水平已经具有较强的限制性。我们认为在欧洲经济疲软、通胀加速下滑的背景下，欧央行加息周期大概率也已经终结。日本央行 10 月 31 日会议上仍然表态偏鸽，并未提出收紧货币政策的意向。在欧美央行已经大幅度加息的背景下，日本央行始终未有货币政策正常化的相关表态，导致日元持续走弱。

图表 3：美国就业市场降温



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 4：美国通胀超预期下滑



资料来源：Wind，五矿证券研究所

美元指数下滑，非美货币集体升值。由于美国 10 月就业和通胀数据均较为疲软，市场预期美联储加息周期已经停止，同时将降息预期提前。这导致美元指数大幅下滑，其它货币随之升值。到目前为止人民币汇率已经回升至 7.13 附近。美国 10 年期国债收益率也大幅下滑，中美利差收窄。我们认为随着美联储加息停止的一致预期逐步确立，美元长周期的下行趋势正在形成，人民币贬值的压力也会大大减轻。这对于中国资产将有较为明显的利好。

图表 5: 人民币被动升值



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

中国经济波浪式复苏

主要经济数据

图表 6: 10月主要宏观一览

数据类别	10月	9月	8月	7月	6月	5月
GDP (实际同比)		4.90			6.30	
制造业 PMI (%)	49.50	50.20	49.70	49.30	49.00	48.80
生产						
工业增加值 (同比)	4.60	4.50	4.50	3.70	4.40	3.50
消费						
社会消费品零售总额 (同比)	7.60	5.50	4.60	2.50	3.10	12.70
投资						
固定资产投资总额 (累计同比)	2.90	3.10	3.20	3.40	3.80	4.00
外贸						
出口 (美元计价同比)	-6.40	-6.10	-8.40	-14.10	-12.20	-7.30
进口 (美元计价同比)	3.00	-6.20	-7.20	-12.10	-6.80	-5.00
就业						
城镇调查失业率 (%)	5.00	5.00	5.20	5.30	5.20	5.20
金融						
社会融资规模 (亿元)	18,452.00	41,305.00	31,272.00	5,364.00	42,265.00	15,540.00
新增人民币贷款 (亿元)	7,384.00	23,100.00	13,600.00	3,459.00	30,500.00	13,600.00
M2 (同比)	10.30	10.30	10.60	10.70	11.30	11.60
通胀						
CPI (同比)	-0.20	0.00	0.10	-0.30	0.00	0.20
PPI (同比)	-2.60	-2.50	-3.00	-4.40	-5.40	-4.60

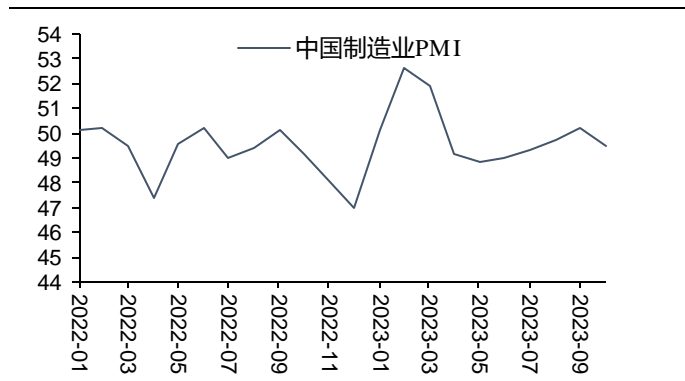
资料来源: Wind, 五矿证券研究所

制造业景气度边际下滑

10月制造业 PMI 指数为 49.5%，重新回落至收缩区间。工业增加值同比虽然上行至 4.6%，但这主要是去年同期疫情导致的低基数所致。从两年平均增速来看，10月为 4.8%，相比 9月下降 0.6 个百分点。工业增加值和 PMI 数据同时反映出制造业景气度的边际下滑。我们认为这背后有三个原因：**第一，节日和假期效应。**相比于前三年的疫情封控，今年十一假期出行的人数大幅增加，且近年来十一假期的影响和春节的相似性越来越高，对工业生产的负面影响也更加明显。**第二，如前文所述，10月海外主要经济体的制造业景气度也同步下滑，对**

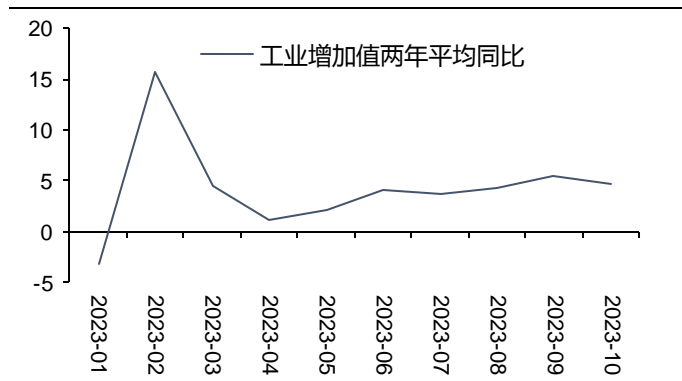
中国制造业有共振向下的效应。第三，国内经济复苏的基础仍不牢固，内需不足的问题仍然严重，制约了制造业的复苏斜率。我们认为随着节假日效应的消退，11月制造业景气度应会温和回升。

图表 7: 中国制造业 PMI 边际下滑



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 8: 工业生产边际回落

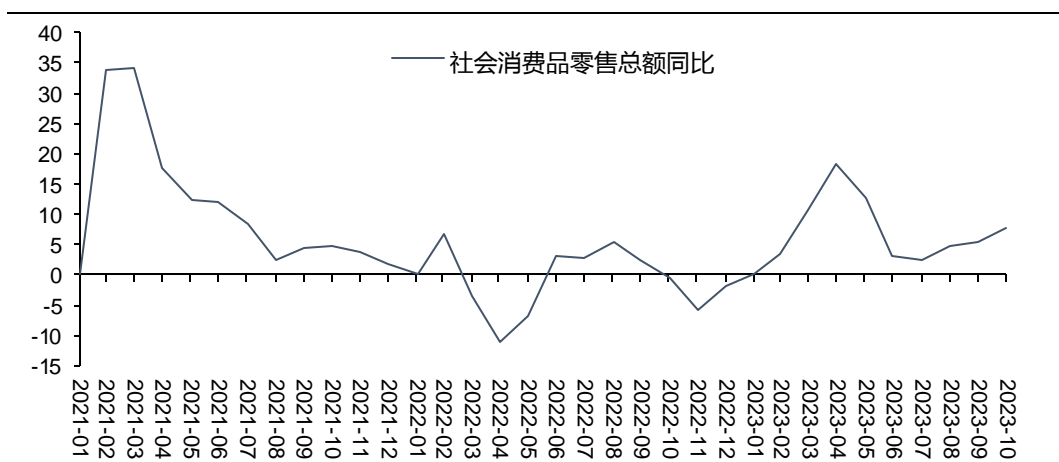


资料来源: Wind, 五矿证券研究所

居民消费弱复苏

10月社会消费品零售总额同比增长7.6%，较9月上升2.1个百分点。但同样的，这是去年10月疫情影响下的低基数所导致的同比读数较高。以两年平均同比来看，10月同比增速较9月下降了0.5个百分点至3.5%。当然用两年平均同比来衡量的话，又存在着2021年10月份的高基数效应。所以综合评价，10月居民消费应该是向上“弱复苏”的状态。

图表 9: 居民消费弱复苏



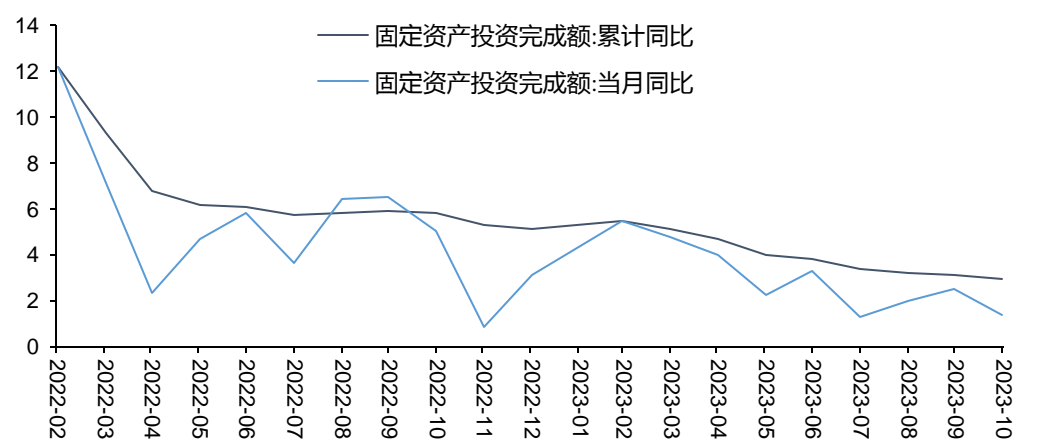
资料来源: Wind, 五矿证券研究所

消费的结构性亮点有三方面：一是房地产后周期类消费明显回暖。10月家电零售额同比增长9.6%，较9月上升11.9个百分点；家具零售额同比增长1.7%，较9月上升1.2个百分点；建筑装饰材料零售额同比下降4.8%，降幅较9月收窄3.4个百分点。这些房地产后周期类商品销售的回暖背后是二手房销售的火热和商品房竣工的高增速。二是汽车销售仍然较强。10月汽车零售额同比增长11.4%，较9月上升8.6个百分点。这其中虽然有去年同期低基数的原因，但也反映了汽车需求的强劲。三是通讯器材销售额增长较高，同比增长14.6%，这可能与近期很多旗舰机型上市有关。

投资增速回落，地产拖累较大

1-10月固定资产投资累计同比增长2.9%，较1-9月下降0.2个百分点。我们推算10月单月增速约为1.34%，较9月下降1.14个百分点。制造业、基建投资边际回落，房地产投资对整体的拖累仍大。

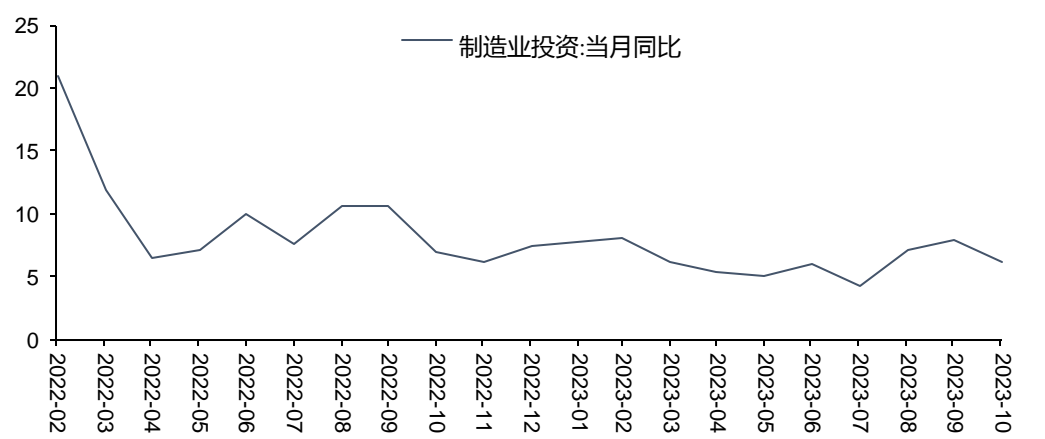
图表 10: 投资增速回落



资料来源: Wind, 五矿证券研究所测算

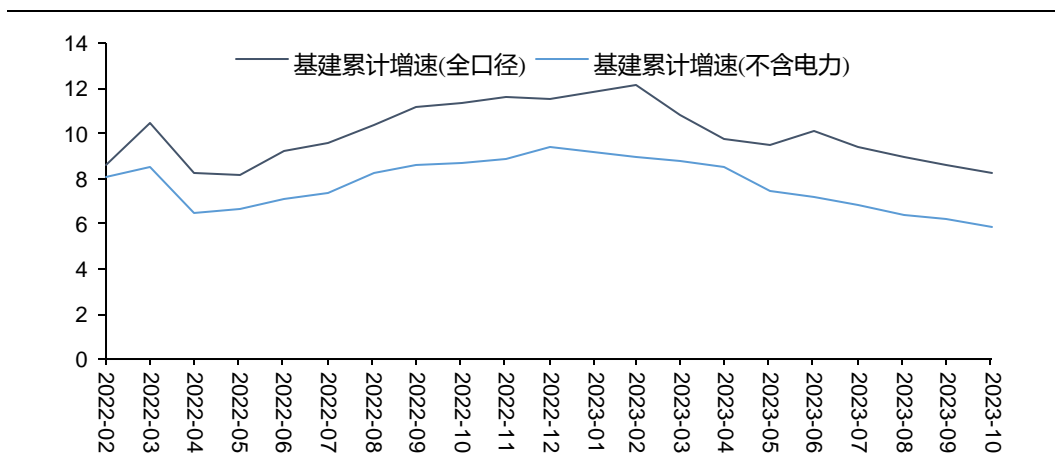
我们推算 10 月制造业投资增速较 9 月下降 1.66 个百分点至 6.2%。这其中可能有季度末冲量后下季度初的自然回落。目前制造业可能已经开启补库存周期, 同时在政策的积极推动下, 高技术制造业也有望得到更多的金融资源支持。我们认为未来制造业投资仍会是拉动投资的主要动力。

图表 11: 制造业投资增速回落



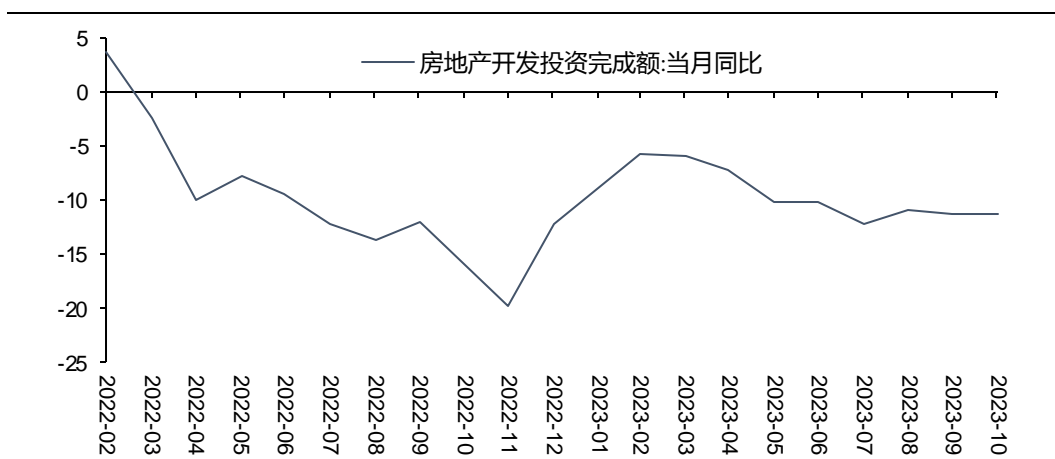
资料来源: Wind, 五矿证券研究所测算

我们推算 10 月基建投资 (不含电力) 增速较 9 月下降 1.25 个百分点至 3.71%。基建增速较低体现出地方政府仍然深陷债务困境。10 月 24 日, 十四届全国人大常委会第六次会议表决通过了全国人民代表大会常务委员会关于批准国务院增发国债和 2023 年中央预算调整方案的决议。会议提出中央财政将在今年四季度增发 2023 年国债 1 万亿元。增发的国债全部通过转移支付方式安排给地方, 集中力量支持灾后恢复重建和弥补防灾减灾救灾短板。全国财政赤字将由 38800 亿元增加到 48800 亿元, 预计赤字率由 3% 提高到 3.8% 左右。1 万亿国债将在今年和明年各使用一半, 将对未来一年内的基建增速有明显的拉动。此外, 全口径基建相比不含电力口径的基建始终高出较多, 反映出新能源等电力基建投资较为旺盛。

图表 12: 全口径基建增速高于不含电力口径增速


资料来源: Wind, 五矿证券研究所测算

1-10月房地产投资累计同比下降9.3%。我们推算10月房地产投资当月同比下降11.3%，与9月基本持平。房地产投资对于整体投资以及经济的拖累仍然较大。新开工面积当月同比下降21%，降幅较9月扩大6.5个百分点。房企拿地和新开工面积持续下降，预示着未来一段时间内房地产投资可能仍将处于低位。中央金融工作会议指出将保障性住房、“城中村”改造、“平急两用”公共基础设施建设“三大工程”作为未来工作的重点，将在一定程度上对冲房地产投资的下行压力。

图表 13: 房地产投资仍为主要拖累


资料来源: Wind, 五矿证券研究所测算

商品房销售依然疲软，我们推算10月商品房销售面积同比下降10.9%，较9月降幅扩大0.8个百分点。虽然近期一系列房地产调控放松政策陆续落地，但新房需求始终较为疲软，我们认为原因可能有三点：第一，“认房不认贷”政策鼓励置换需求，所以二手房交易明显升温，而从原房主卖房到置换新房中间有时间滞后，可能效果还没有体现在新房销售市场上。第二，我们认为当前房地产需求端的疲软是经济衰退的结果而非原因，需要改善居民对未来经济、收入和房价的信心，才能从根本上提升商品房市场。第三，房企暴雷潮还没有结束，居民对于期房的怀疑度仍高，影响新房购置意愿。

相对乐观之处在于房企到位资金当月同比降幅继续收窄至16.9%。中央金融工作会议指出，“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求。”我们认为未来房企融资环境可能进一步改善，降低房企暴雷的风险。

出口冷而进口热

10月出口超预期下降，同比下降6.4%，较9月扩大0.3个百分点。我们认为10月出口回落

的原因可能有两方面：一是如上文所述，今年十一假期对工业生产的影响更大，从供给侧影响了出口，厂家可能将一部分出口前置或后置；二是海外经济在10月有边际回落，外需也出现阶段性下行。

从商品类别来看，手机和汽车的出口较为强劲。手机出口同比增长21.8%，前值则为-7.1%。国内手机大厂很多旗舰机型上市对手机出口的提振非常明显。汽车出口同比增长45.1%，与前值基本持平，仍然较为强劲。手机、汽车出口表现较好，实际上也反映出中国在高附加值产业链的出口竞争力正在增强。

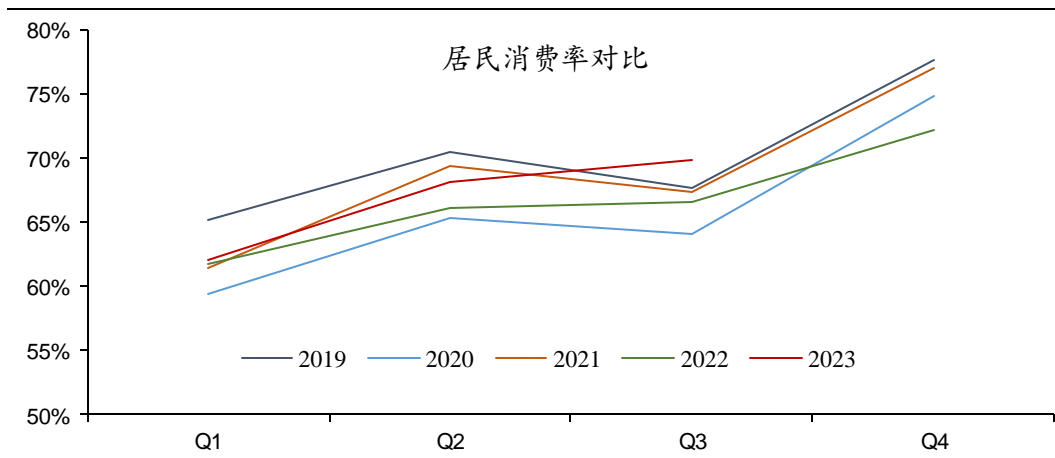
10月进口同比增长3%，由负转正并大超预期，扭转了此前连续7个月的负增长。铁矿砂、钢材、铜等原材料进口量增速均上升，这与中国补库存周期的开启相呼应，映射内需正在逐步改善。

经济在波折中复苏

10月中国经济出现一定程度的回踩。一方面体现在出口及相应的制造业链条受到全球共振向下的影响；另一方面体现在地方政府债务和房地产困境未解，对投资的拖累持续存在。但我们认为中国经济复苏的趋势并未终止，未来经济的主要动力有三方面：

第一，居民消费意愿出现明显改善。疫情三年以来，虽然居民收入水平受到了较大的影响，但居民消费意愿大幅下降是消费疲软的更重要原因。三季度数据显示居民消费意愿出现了大幅改善，在2020年以来首次单季度消费率（居民消费支出占可支配收入的比重）超过了2019年同期。这意味着居民在疫情期间积累的超额储蓄有望成为未来消费增长的动力。

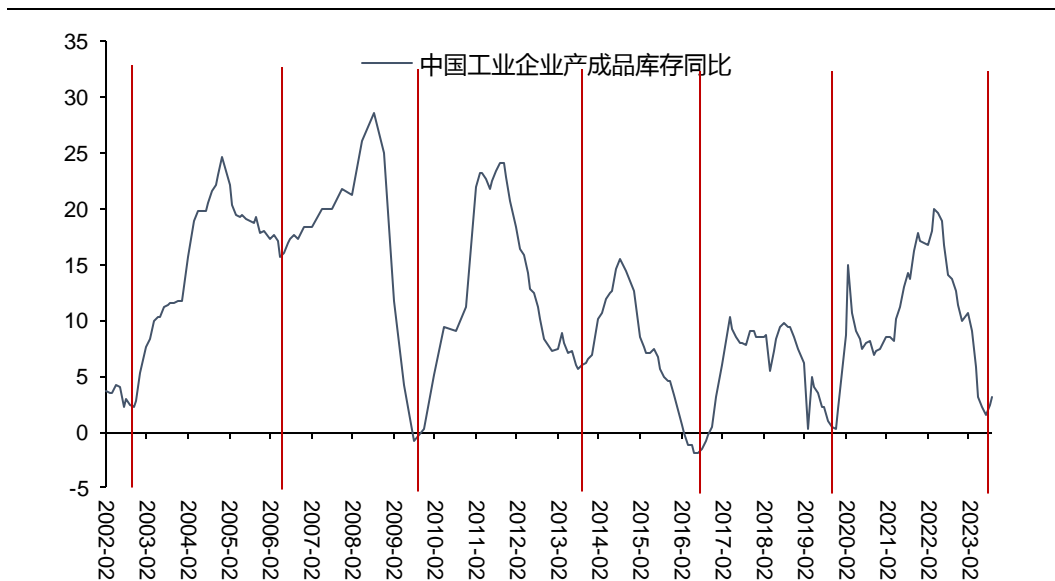
图表 14：居民消费率在今年三季度超过了 2019 年同期



资料来源：Wind，五矿证券研究所测算

第二，制造业进入补库存周期。工业企业的产成品库存增速已经开始止跌回升，结合企业盈利的改善来看，中国制造业可能已经进入新一轮的补库存周期。美国库存增速也出现企稳回升的迹象，国内外可能出现共振的库存回补，带动制造业产业链景气度上行。

图表 15: 中国可能进入新一轮补库存周期



资料来源: Wind, 五矿证券研究所测算

第三, 政府正在加大财政支出力度, 托底投资增速。中央增发 1 万亿国债释放了政府加杠杆的信号。央行 11 月大规模超量续作 MLF, 从货币政策层面予以配合, 这有利于未来基建投资潜力的释放。此外, 中央大力推动保障性住房等“三大工程”的建设, 央行行长也表示将为其提供中长期低成本资金支持。此举有助于在一定程度上对冲房地产投资下行的压力。总体来看政策仍在加大力度支持经济。

我们认为在消费、制造业的内生动力及政策的推动之下, 中国经济将延续复苏的趋势。不过鉴于房地产、地方政府债务对经济的拖累仍重, 复苏过程中会有较多的波折, 斜率可能不会太高。

风险提示

1. 海外经济出现大规模衰退。
2. 中国政策力度不及预期。
3. 房地产市场持续衰退。

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:上海市浦东新区东方路69号裕景国际商务广场A座2208室 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:北京市海淀区首体南路9号4楼603室 邮编:100037

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: Room 2208, 22F, Block A, Eton Place, No.69 Dongfang Road, Pudong New District, Shanghai
 Postcode: 200120

Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen
 Postcode: 518035

Beijing

Address: Room 603, 4F, No.9 Shoutinan Road, Haidian District, Beijing
 Postcode: 100037