

## 【消费瞭望录】

# 新消费格局：从商品迈向服务消费

### 报告要点

我国消费复苏偏弱，但“服务消费升级”趋势明确且空间广阔。

长期看，我们认为中国消费市场的新格局呈现出“重精神，轻物质；重质量，轻数量”的特征。相较国外发达国家，我国服务消费升级空间较大，“扩大服务消费”即是趋势，也是我国解决消费乏力的关键。因此，随着人均收入的提升，我国服务消费的扩容与升级空间广阔。

### 事件点评

**海外：发达国家普遍经历消费变迁，从商品消费主导逐渐向服务消费偏移**

从美国和日本的历史进程观察，每当人均 GDP 进入 12000 美元时，即跨越“中等收入陷阱”后，服务业消费呈现超越商品消费的态势并逐步扩大。2023 年，美国、日本、韩国的服务消费支出占总消费支出达 67%、58%、57%，均高于我国的 45%；相较海外发达国家，我国消费发展演化进程较为滞后，未来服务消费提升空间较大。

**国内：政策加码，服务消费“升级”趋势已显**

自 2017 年党的十九大提出中国经济转向高质量发展阶段以来，消费领域的供给侧结构性改革成为关键。2023 年 7 月发改委发布的《关于恢复和扩大消费的措施》强调服务消费的重要性，提出通过扩大餐饮、文旅、文体体育和健康服务消费，促进消费信心和潜力释放。预计未来政策将进一步优化服务消费环境，推动多元化服务业发展，提升居民生活品质，促进经济结构转型和高质量发展。

我国服务消费增长是长期趋势。2023 年，我国社会消费品零售总额 471495 亿元，同比增长 7.2%，其中商品零售 418605 亿元，同比增长 5.8%，服务零售额同比增长 20%，快于商品零售额 14.2 个百分点；居民人均服务性消费支出增长 14.4%，占居民人均消费支出的比重达到 45.2%，比上年提升 2 个百分点。2017-2023 年人均可支配收入年复合增速为 7.1%，商品消费复合年增速为 5.7%，服务性消费年复合增速为 8.7%。

**趋势：“Z 世代”及“银发一族”正在成为服务消费主力群体**

根据麦肯锡调研，“Z 世代”即 95 后出生人群及 60 岁以上人群是对经济最乐观的一群人，相对服务消费占比较高。“Z 世代”大部分是学生或普通职员，无大的债务压力且不崇尚节俭，在餐饮出游上的支出增速均高于其他类人群，随着时间推移，年轻群体的工资收入将会提高，将给服务消费市场注入动能与活力；人口老龄化趋势逐渐显现，60 岁以上老年人群体将大幅扩容，老年群体消费能力强且普遍有储蓄，较为关注保健、餐饮及养老。

**风险提示：** 1、宏观经济复苏偏弱，有效需求恢复或弱于预期；  
2、政策出台速度放缓，社零数据或难以维持。

休闲服务

评级：看好

日期：2024.07.12

分析师 何晓敏

登记编码：S0950523110001

☎：(021) 61392631

✉：hexiaomin@wkzq.com.cn

行业表现

2024/7/11



资料来源：Wind，聚源

相关研究

- 《消费行业月报：服务消费“正升级”》(2024/7/3)
- 《端午出游点评：“微”度假受追捧 出入境游火爆》(2024/6/14)
- 《消费行业月报：社消增速表现平淡，旅游工作重要指示推动建设旅游强国》(2024/6/5)
- 《2024 年五一旅游数据点评 出行人数创新高，“下沉式旅游”吸睛》(2024/5/10)

# 目录

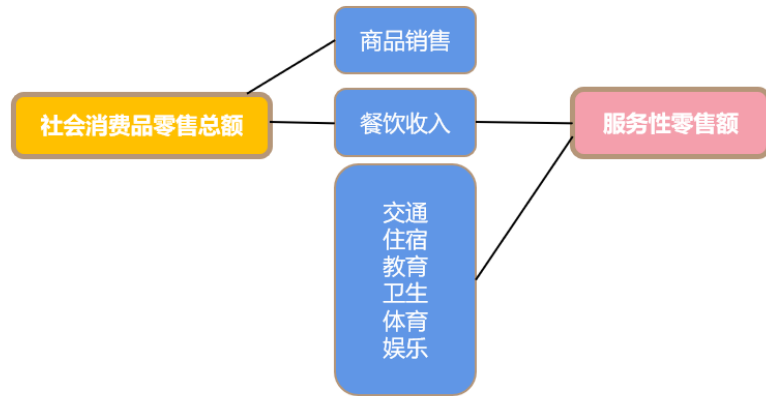
一、	何为“服务消费”?	3
二、	国内：供需并进，服务性消费增长长期趋势已现	3
三、	海外：发达国家服务消费长期趋势向上	6
四、	争论：我国正“消费升级”或“消费降级”?	8
五、	趋势：“Z世代”与“银发一族”或服务消费主力	9
六、	本文总结	错误!未定义书签。
	风险提示	10

## 一、何为“服务消费”？

消费分为商品消费与服务消费，根据国家统计局，商品消费指消费者购买有形的物质产品，例如食品、服装、电器、家具等，以满足生活需要或其他目的；服务消费则是消费者为获得非物质性的服务而支付费用，比如旅游服务、教育培训服务、医疗服务、金融服务、交通运输服务、美容美发服务等。服务消费的特点是生产与消费同时发生，其产品具有无形性、不可储存性和不可转移性。

**餐饮兼具商品和服务的双重属性，可以同时归属于商品消费和服务消费。**从商品消费的角度来看，顾客购买的食物和饮料本身是有形的商品，例如，外卖食品或者在超市购买的即食食品，主要侧重于食物这一有形商品的消费；从服务消费的角度来说，当顾客在餐厅用餐时，除了享用食物，还享受了餐厅提供的服务，包括就餐环境、服务人员的接待和服务、餐厅的氛围等，这种情况下，餐饮更侧重于服务的消费。

图表 1：服务消费与商品消费图示



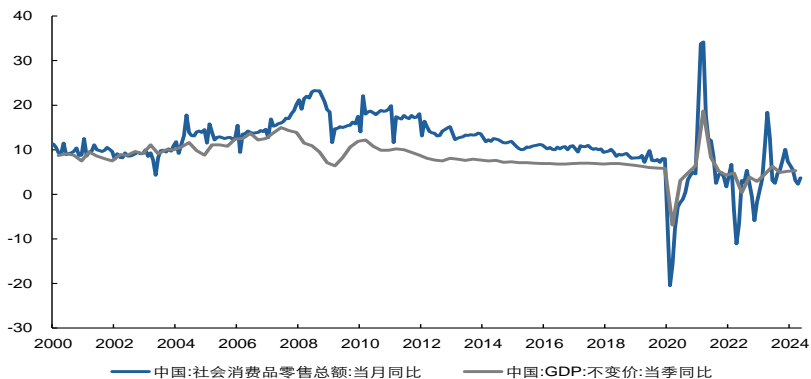
资料来源：Wind，五矿证券研究所

## 二、国内：供需并进，服务性消费增长长期趋势已现

**“扩大服务消费”即是趋势，也是我国解决消费乏力的关键。**2017年，党的十九大提出中国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，消费领域需要结合供给侧结构性改革的思想，“把提高供给体系质量作为主攻方向，显著增强我国经济质量优势”同时，“完善促进消费的体制机制，增长消费对经济发展的基础性作用”。消费的站位不仅是“人民对美好生活的向往”更是“经济高质量增长”的核心，通过释放需求促进再投资，提升中国产品增加值，实现经济循环流转和产业关联畅通，是构建新发展格局的基础。

2023年7月，发改委发布了《关于恢复和扩大消费的措施》，表示重点扩大服务消费，包括：扩大餐饮服务消费、丰富文旅消费、促进文体体育会展消费，以及提升健康服务消费。强调要“把恢复和扩大消费摆在优先位置”，从供需端齐拉动服务性消费，是解决我国消费乏力问题的关键。根据统计局公布的数据显示，实物商品消费与服务性消费差距逐步扩大，自2023年2月经济进入复苏阶段以来，社会消费品零售总额中的餐饮收入增速均高于商品零售。

图表 2: 社会消费品零售总额与 GDP 不变价同比增速



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

我们认为，对总需求基本面的分析应该分为短期和长期。短期上自 2023 年以来，宏观经济在前期多重因素的冲击下出现了有效需求不足、预期转弱的情况，其中消费升级的速度与规模双双放缓。在长期视角下，消费与“经济循环流转”息息相关，从数据观察，自我国经济在 1997 年左右走出前期价格闯关的影响后，社会零售额同比增速基本与经济增速保持一致。其次，疫情冲击更多体现为短期外生冲击，从经济增速观察，2023 年至 2024 年一季度 GDP 平均增速维持在 5% 以上，宏观经济处在合理扩张区间，总供给与总需求没有出现危险的信号。同时，在人均可支配收入持续抬升持续走高的背景下，消费依然处在向高质量升级的通道上，当前政策的重点在于如何注入消费信心，释放潜在消费力。

除此之外，短期外生冲击放缓了消费升级的速度，也改变了方向。首先是资产价格的回落降低了人们对耐用品消费的冲动，特别是在房地产和劳动力市场偏弱的背景下，居民加杠杆意愿放缓。在社零分项中，娱乐、化妆品、烟酒这类精神消费出现明显的抬升，除此之外，2023 年居民人均消费支出中与服务相关的分享均出现了较高的增长，其中教育、文化和娱乐、医疗保健、其他用品及服务涨幅较高。

图表 3: 人均消费支出同比增速

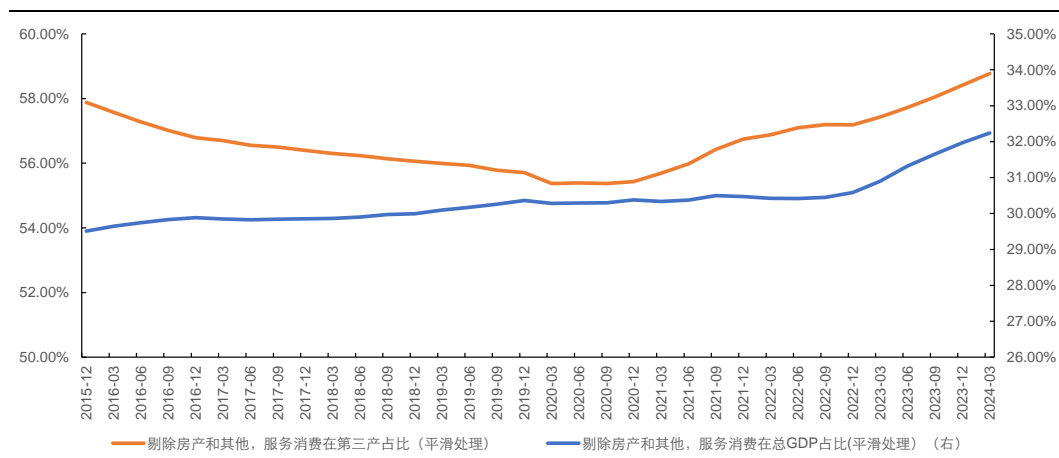
	食品烟酒	衣着	居住	生活用品及服务	交通和通信	教育、文化和娱乐	医疗保健	其他用品及服务
2014	8.90	7.03	6.74	10.32	14.89	9.89	14.55	10.26
2015	7.12	5.89	6.83	6.93	11.64	12.19	11.46	8.72
2016	7.00	3.32	9.57	9.70	12.02	11.15	12.28	4.39
2017	4.33	2.94	9.63	7.41	6.90	8.91	10.98	10.02
2018	4.78	4.11	13.14	9.07	7.06	6.70	16.14	6.82
2019	8.04	3.81	8.79	4.77	6.97	12.91	12.86	9.74
2020	5.14	-7.47	3.17	-1.64	-3.49	-19.14	-3.10	-11.83
2021	12.21	14.60	8.17	12.95	14.25	27.90	14.76	23.25
2022	4.22	-3.81	4.27	0.60	1.24	-5.01	0.23	4.57
2023	6.71	8.38	3.62	6.58	14.31	17.63	16.04	17.06

资料来源: 国家统计局, Wind, 五矿证券研究所

剔除房地产，服务消费在第三产以及经济总量占比均增加。从统计局公布的数据观察，与居民出行、生活、消费相关的服务业占 GDP 的比重从 2015 年的 27% 上升至 2024 年一

季度的 34%，其中占第三产业比重小幅抬升，从 57% 上升至 58%。整体看，服务业占比逐步上升，并且在疫情后呈现加速态势。我们认为，伴随大数据时代的到来，居民消费服务将进一步升级，同时，服务消费支出比例也将进一步扩大。

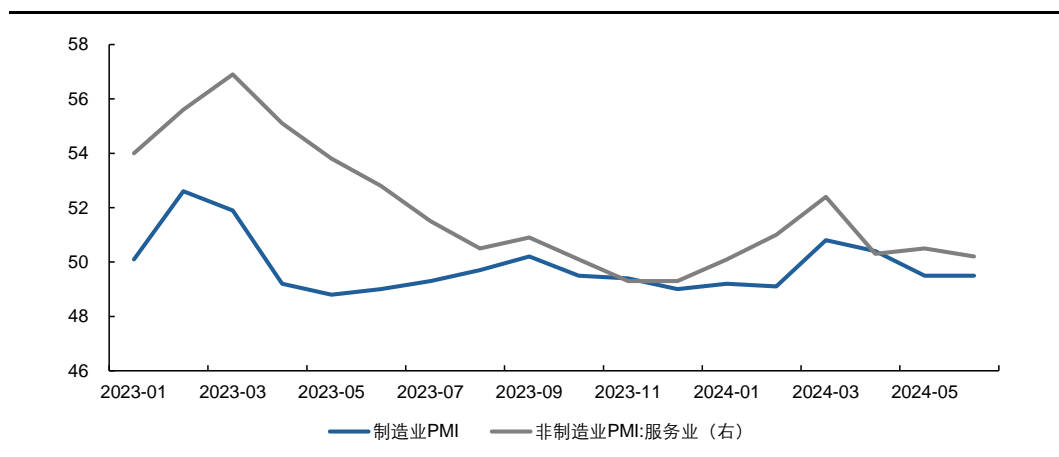
图表 4：国内服务性消费（剔除房产和其他）在总量和第三产占比提升



资料来源：Wind，五矿证券研究所

自 2023 年经济进入复苏区间以来，我们观察到中国出现了与美国和日本类似的消费变迁趋势，服务业的韧性与恢复速度要明显好于制造业。其中，在 2023 年 1 月至 2024 年 5 月期间，制造业 PMI 11 个月低于荣枯线，服务业仅有两次。东北旅游热、淄博烤肉、甘肃天水麻辣烫可能象征着新消费格局的开始。

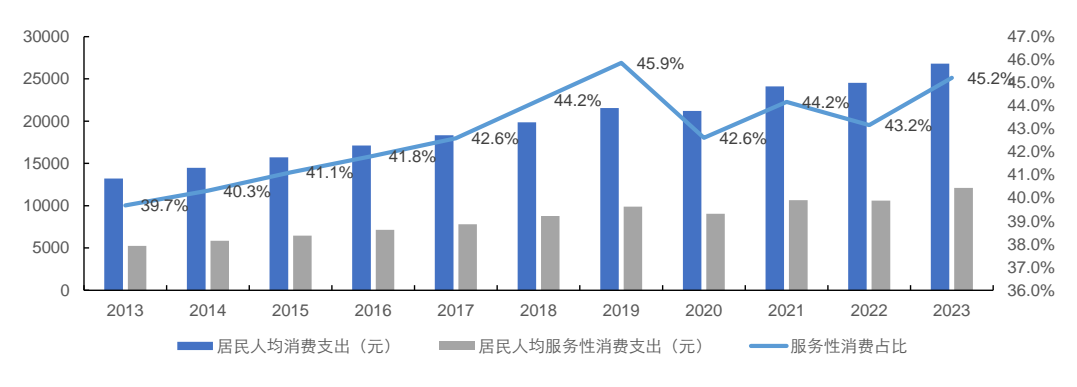
图表 5：国内服务业 PMI 高于制造业 PMI



资料来源：Wind，五矿证券研究所

我国服务消费占比不断提升。今年一季度服务性消费同比增长 10%，增速最快的分别是住宿餐饮、信息传输、软件信息服务等，而社零同比增长仅 4.7%。

图表 6：我国居民人均服务消费支出逐年增加



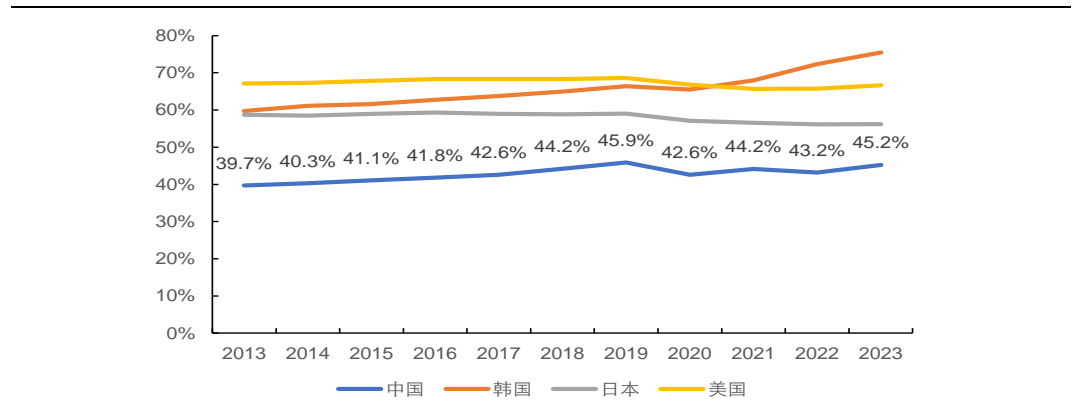
资料来源：Wind，五矿证券研究所

### 三、海外：发达国家服务消费长期趋势向上

海外发达国家都经历了消费变迁，从商品消费时代切换到服务消费时代。回顾历史，在发达经济体中，美国大萧条时代、日本在经济泡沫时代、欧洲的文艺复兴时代（通胀），均出现了年轻人将物质性消费转向精神层面的社会现象，个人自由主义思想快速抬头，在实物消费方面，也进入了“重品质、轻数量”的新观念。

以美国、日本、韩国为例，2023 年服务消费支出金额占消费支出总额比重达 66.7、56.2%、75.4%，而中国仅为 45.2%。因此，相较于发达国家的消费发展进程，我国消费发展较为滞后。

图表 7：海外服务消费支出占比增长趋势

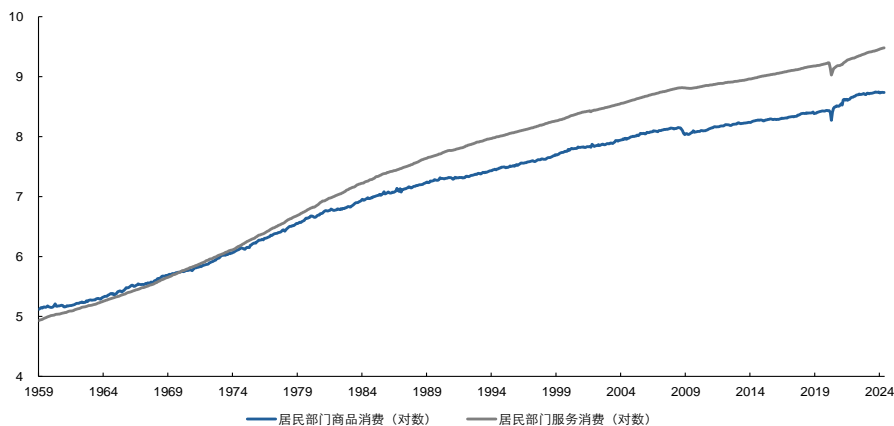


资料来源：Wind，五矿证券研究所

从美国的情况观察，1970-1980 年居民部门在服务业消费支出开始超越商品消费，随后差距快速扩大。回溯历史，在 1973 与 1979 年，两次石油危机引发了通胀，使得商品价格急剧上升，居民购买力下降，促使消费者将更多支出转向服务类消费。同时，美联储为控制通胀而采取的紧缩货币政策虽然导致短期经济衰退，但在 1980 年代中期成功稳定了经济，并进入“里根经济繁荣期”。其次，1970-1980 年期间，受衰退影响，女性进入就业市场比重快速上升，劳动参与率从 1970 年的 43% 上升至 1980 年的 52%，增加了对外卖、托儿服务、家政等生活服务的需求。除此之外，1980 年美国人均 GDP 现价为 12547 美元，与

世界银行公布的 2023 年中国人均 GDP 12614 美元基本相近。

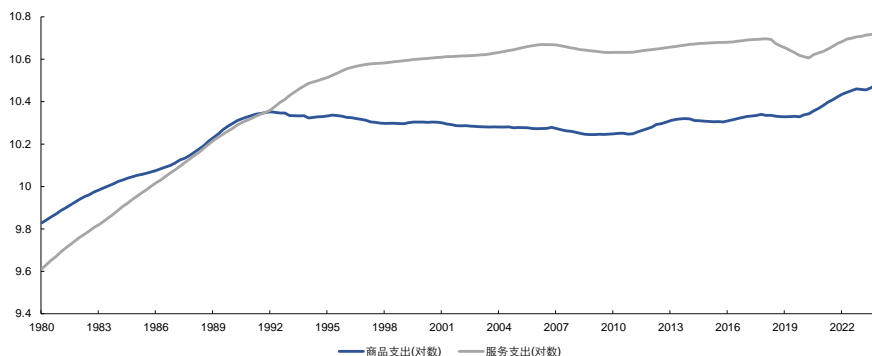
图表 8: 美国商品消费与服务业消费



资料来源: Fred, 五矿证券研究所

日本方面也呈现出了一定的相似性，1985 年之后，日本的服务消费支出显著上升，这主要是由于多种经济、社会和政策因素共同作用。首先，经济结构从制造业和出口导向转向更加注重服务业和内需，推动了服务业的快速发展。1985 年的《广场协议》导致日元大幅升值，消费者购买力增加，同时企业也加快转向高附加值的服务业。人口老龄化进程加快，老年人对医疗保健和休闲娱乐等服务的需求增加，进一步推动了服务消费。随着人均收入的显著提高，消费升级，城市化进程带来了大量的城市人口，提升了对各种现代服务的需求。政府也实施了一系列政策，鼓励服务业发展，如放宽限制、提供税收优惠和推动现代化。与此同时，消费观念的转变使人们更加重视生活质量和精神享受，而信息技术的发展和模式创新则提供了更多样化和个性化的服务。

图表 9: 日本商品消费与服务业消费



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

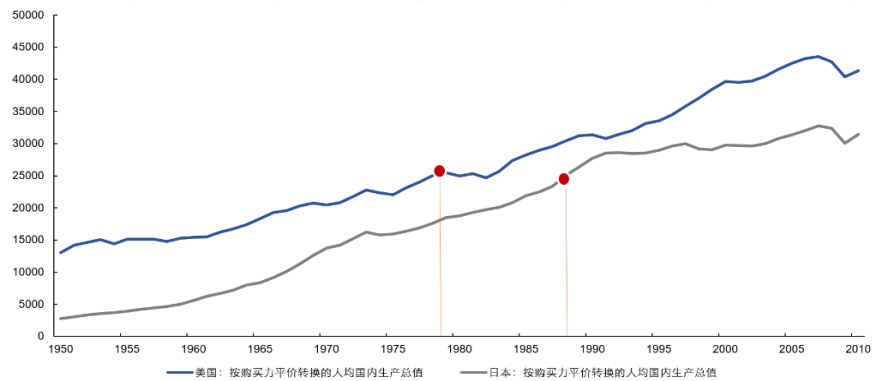
### 对比美国与日本，我们观察到：

短期冲击叠加长期经济增长所积累的财富水平，是改变消费意愿的核心推手。将美国与日本的购买力平价 (PPP) 转换为人均 GDP (Purchasing Power Parity Converted GDP Per Capita) 进行比较，美国居民部门在商品与服务消费支出的分化出现在 1976-1978 年左右，按照国际美元计价大约在 24000 左右，而日本家庭部门在商品与服务消费支出的分化出现在 1990-1992 年期间，按照国际美元计价大约在 27000-28000 之间，与美国相差 3000，



距离不大。其次，美国与日本分别在分化阶段内出现了石油危机与泡沫破裂，因此，我们认为短期冲击叠加长期经济增长所积累的财富水平，是改变消费意愿的核心推手。

图表 10：美国与日本购买力比较



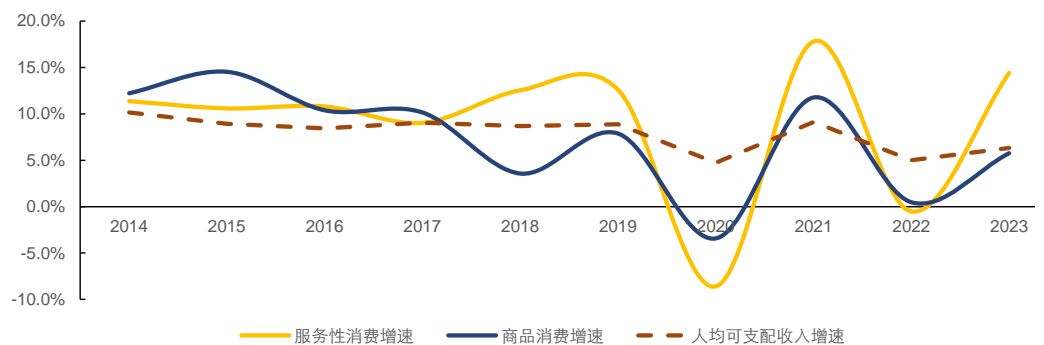
资料来源：Wind，五矿证券研究所

#### 四、 争论：我国正“消费升级”或“消费降级”？

目前，有较多关于“消费升级”还是“消费降级”的讨论，我们以商品和服务消费的维度来探讨：

消费增长主要来自于家庭平均可支配收入增长，近几年消费在可支配收入占比基本持平，所以我们用人均可支配收入增速作为锚点来比较商品和服务性消费的增速，若此消费类型增速不如人均可支配收入增速，即算作消费降低，即消费降级，反之同理。2017年之前，我国商品消费增速较快，但2017年之后，商品消费增速整体不如服务性消费增速。2017-2023年人均可支配收入年复合增速为7.1%，商品消费复合年增速为5.7%，服务性消费年复合增速为8.7%。

图表 11：商品与服务消费对比人均可支配收入增速



资料来源：Wind，五矿证券研究所

因此，从消费额这个维度，我国商品消费有“降级”趋势，服务消费正“升级”。由图可见，服务消费弹性更大，或因：1) 非必需性：许多服务并非生活必需品，如高端美容、奢侈旅游等，当经济状况或个人收入发生变化时，消费者较容易减少这类服务的消费；2) 价格敏



感度高：服务的价格相对较难衡量和比较，消费者对价格变动的反应可能更强烈，一旦价格上涨，可能迅速减少消费，价格下降，则可能刺激更多消费；3) 消费观念和时尚潮流影响：消费观念和时尚潮流的变化对服务消费影响较大，新的消费理念和潮流可能迅速推动某些服务消费的增长，反之也可能使其大幅下降。

## 五、趋势：“Z世代”与“银发一族”或服务消费主力

麦肯锡的《2024 中国消费趋势调研：预期谨慎存在潜力》中提到，我国消费者的信心持续分化，城镇“Z世代”以及“银发一族”的消费情绪最乐观，相对服务消费占比较高。

### 年轻群体消费意愿强，但消费能力受限

大部分是学生或普通职员，无大的债务压力且不崇尚节俭，在餐饮出游上的支出增速均高于其他类人群，随着时间推移，年轻群体的工资收入将会提高，将给服务消费市场注入动能与活力。

### 老年群体扩大，消费能力强

人口老龄化趋势逐渐显现，60岁以上老年人群体将大幅扩容，从消费能力看，现在的50-60岁消费能力强（普遍经历了中国高速发展的黄金时代），随着时间推移，老年群体消费能力将得到大幅提高，普遍较为关注保健、餐饮及养老。

图表 12：品类消费支出上升原因占比

	教育	外出旅行	食品饮料	保健用品和服务
驱动因素	观念/情感因素 人生阶段/需求场景	观念/情感因素 行业变迁/创新	观念/情感因素 行业变迁/创新	观念/情感因素 人生阶段/需求场景
关键表述	更加重视教育，愿意报名更多补习班 追求多元化、更有趣和高质量的教育服务 培养孩子的学科成绩、兴趣爱好	想更多进行休闲放松、陪伴家人共度欢乐时光 旅游花样形式变多，吸引更频繁外出 追求质感和特色体验，价格贵一些也可以接受	更注重健康饮食，会更频繁在家做饭 增加生鲜、乳制品等健康食品消费 食品饮料创新和变化层出不穷，会更多尝试	更加注重健康，主动购买并喜欢使用保健品 年龄增长或人生阶段变化，需要更多保健品和服务来提高抵抗力、免疫力

资料来源：《2024 中国消费趋势调研：预期谨慎存在潜力》麦肯锡，五矿证券研究所

并且不同品类间支出意向分化也较大，其中教育、食品饮料、保健用品和服务、旅行类目的消费意向最高。整体上，新消费格局呈现出“重精神，轻物质；重质量，轻数量”的新业态，继续处在高质量增长的道路上。

## 六、结论

当下，我国仍以商品消费占据主导，2023 年商品消费人均支出金额在人均消费支出总额中的占比达 55%，服务消费支出金额占比仅为 45%。近年来，我国需求侧出现了有效需求不足的情况，体现为社零增速持续弱于预期。但站在长期，经济增速依然维持在合理区

间，国民经济的基本面没有出现恐慌。从全球对比的角度观察，当耐用品价格出现较大下跌的背景下，居民消费重心或转向服务消费，除此之外，从美国历史观察到，当经济增速放缓，家庭部门参与工作的人数上升时，对服务消费的需求将会快速扩张。

**长期看，我们认为中国消费市场的新格局呈现出“重精神，轻物质；重质量，轻数量”的特征。因此，随着人均收入的提升，我国服务消费的扩容与升级空间广阔。**

## 风险提示

1. 宏观经济复苏偏弱，有效需求恢复或弱于预期；
2. 政策出台速度放缓，社零数据或难以维持。

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