

政策有待加码，关注需求端变化

——7月经济数据点评

2024年08月16日

- 总结与展望：经济低位震荡，政策稳增长有待加码。**当前经济压力仍存，内需不足的问题延续，海外不确定性抬升，外需走势或面临一定压力。当前居民消费表现依然平淡，就业和收入信心有待改善，短期消费、地产修复预期偏慢。经济增速5%的目标下，未来有待更多增量政策出台和落地。财政政策将关注资金到位和落地情况，专项债发行有望提速，地产收储规模将进一步扩大，货币政策仍有降准降息的可能，来助力经济稳增长。
- 事件：**2024年7月，工业增加值累计同比增速回落0.2个百分点至5.1%，环比上涨0.35%。固投累计同比3.6%，前值3.9%，制造业、基建、房地产投资分别由9.5%、7.7%、-10.1%变动为9.3%、8.14%、-10.2%，社零同比由上月的2%上行为2.7%。
- 工业生产延续回落，高技术产业保持领跑。**工业生产增速连续4个月回落，7月高温天气带来一定影响，工业企业出口增速保持高位。部分行业供需不平衡问题仍存，产能有待进一步出清。下游高端制造表现分化，计算机、电子设备拉动加强，汽车制造业同比增速回落。中游通用设备、专用设备和电气机械及器材制造业同比增速放缓。上游黑色金属加工制造业下滑较为明显，非金属矿物制品业跌幅加深，水泥、钢材产量同比回落，地产、基建相关产业链依然承压。农副产品加工业受到猪肉价格抬升影响，增速有所上行。
- 生产相关服务业表现好于生活相关服务业，服务业修复进程放缓。**信息传输、软件和信息技术服务业与租赁和商务服务业增速下行，依然高于服务业整体表现。暑期拉动了居民餐饮、出行、线下零售等消费需求，但基数和价格偏低影响同比增速放缓。
- 地产投资继续下探，销售依然疲弱，政策效果逐步减弱。**房屋新开工跌幅收窄，施工继续下行，竣工低位持平。随着保交楼政策的逐步推进，竣工面积有望低位企稳。商品房销售低位边际收窄，整体依然承压，住宅待售面积有所回落，地产收储或带来一定拉动。部分城市房价持续下探，7月高温天气也影响了居民看房积极性，前期房企宽松政策效果逐步衰减，当前居民加杠杆依然谨慎。房企资金来源跌幅边际收窄，政策效果有所显现，房企拿地好转，部分受低基数影响。
- 基建增速分化，制造业科技属性仍强。**宽口径基建增速上行，不含电力基建投资增速放缓，电力建设依然为基建重要拉动项。后续超长期特别国债和新增地方债发行仍将给基建带来支撑。制造业投资增速持续放缓，依然为投资重要拉动项，设备更新和技改形成一定拉动。内需偏弱和外需不确定性增加，部分约束了企业投产的积极性。后续外需波动可能给出口依赖度高的行业带来影响。

分析师：于天旭

执业证书编号：S0270522110001

电话：17717422697

邮箱：yutx@wlzq.com.cn

相关研究

CPI温和抬升，需求有待修复

政策呵护稳增长，推动宽信用落地

加快政策落地，关注经济稳增长

- **暑期给消费带来一定拉动，可选、必选消费表现分化。**消费增速反弹，低于市场预期，网上消费占比持续上行。暑期出行给居民消费带来拉动，但价格给消费带来部分扰动。居民可选消费表现欠佳，国际油价波动带动石油及制品类增速回落，金银珠宝类增速快速下滑，主要受金价延续高位且上涨乏力影响，餐饮增速有所下滑，地产下游家电、建材消费仍弱。通讯器材上行明显，海外电子消费周期仍处顶部，低基数效应带来拉动。必选消费中，茅台等酒价波动，烟酒类下滑较为明显，日用品、中西药品类增速上行，服装类增速放缓。政策提及服务消费将作为重要抓手，未来有待更多政策举措出台并落地。
- **失业率再度上升，毕业季带来一定影响。**城镇失业率上行 0.2 个百分点至 5.2%，31 大城市城镇失业率上行幅度较大，失业压力也相对较大，外来农业户口务工人员失业率也有所上行。应届生毕业季到来，给就业数据带来部分扰动，当前年轻劳动力就业压力仍存。企业招工前瞻指数回落，企业招工预期逐步转弱。
- **风险因素：**地缘政治风险发展超预期，地产和居民消费持续偏弱，海外经济衰退超预期。

正文目录

事件.....	4
1 工业生产增速回落，高技术产业持续领跑.....	4
2 投资：房地产投资拖累持续，制造业保持韧性.....	6
2.1 房地产投资继续下探，销售依然疲弱.....	6
2.2 电力为基建主要拉动项，基建年内资金支撑力度仍强.....	7
2.3 制造业保持韧性，科技属性仍强.....	8
3 线下消费反弹，暑期带来一定拉动.....	9
4 失业率再度上升，毕业季带来一定影响.....	10
5 总结与展望.....	11
6 风险提示.....	11
图表 1: 高技术产业同比拉升速度快于整体 (%).....	4
图表 2: 工业企业出口增速上行(%, 亿元).....	4
图表 3: 工业机器人、电子设备产量明显抬升 (%).....	5
图表 4: 制造业下游行业增速分化 (%).....	5
图表 5: 制造业上中下游当月、累计同比增速 (%).....	5
图表 6: 服务业商务活动指数窄幅震荡 (%).....	6
图表 7: 服务业活动预期指数下滑 (%).....	6
图表 8: 房屋新开工增速跌幅收窄 (%).....	7
图表 9: 商品房销售依然疲弱，库存边际去化 (%).....	7
图表 10: 房企资金来源跌幅逐步收窄 (%).....	7
图表 11: 房企 7 月拿地同比增速转正(万平方米, %).....	7
图表 12: 不含电力基建投资增速下滑 (%).....	8
图表 13: 交运增速上行，电热气分项下滑较大 (%).....	8
图表 14: 制造业投资增速小幅回落 (%).....	8
图表 15: 企业经营状况指数继续下行 (%).....	8
图表 16: 网上零售和服务占社零比重上行 (%).....	9
图表 17: 消费者消费意愿延续低位 (%).....	9
图表 18: 消费分项同比增速表现 (%).....	10
图表 19: 失业率有所上行 (%).....	10
图表 20: 城镇新增就业人数走势 (%).....	10

事件

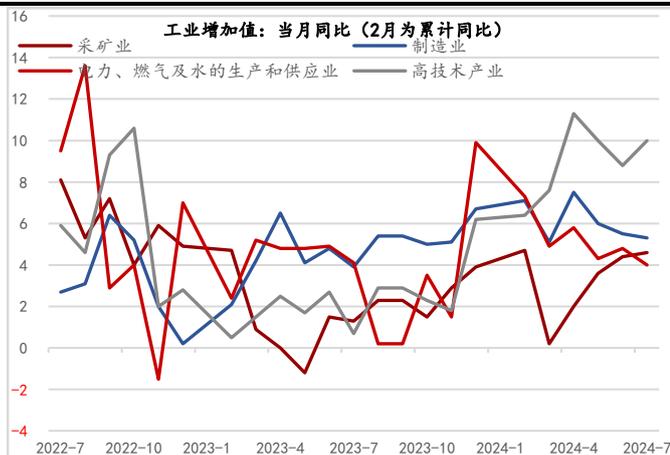
2024年7月，工业增加值当月同比增速回落0.2个百分点至5.1%，环比上涨0.35%，前值为0.42%。1-7月，固定资产投资累计同比增速3.6%，前值3.9%，其中，房地产开发投资累计同比增速回落0.1个百分点至-10.2%，基建投资累计同比增速上行0.44个百分点至8.14%，制造业投资增速累计同比回落0.2个百分点至9.3%。社会消费品零售总额同比增速由上月的2%上行为2.7%。

1 工业生产增速回落，高技术产业持续领跑

工业生产增速回落，工业产品出口保持旺盛。7月，工业增加值当月同比增速回落0.2个百分点至5.1%，市场预期为5.0%；环比上涨0.35%，前值为0.42%。发电量同比由上月的2.26%上行至2.52%。工业企业出口增速反弹上行，同比由6月的3.8%上行为6.4%。7月高温天气给生产带来一定影响。

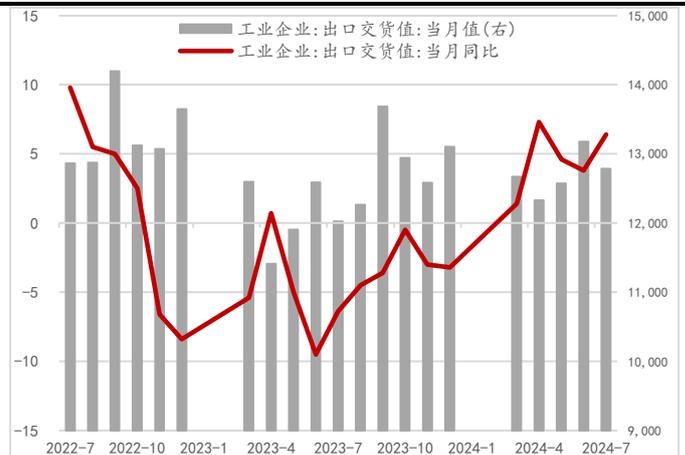
制造业整体放缓，高技术产业保持增长，高质量发展持续推进。分三大门类看，7月，采矿业同比上行0.2个百分点至4.6%，原煤产量同比由6月的3.61%回落至2.77%，原油产量同比由2.37%上行为3.37%。制造业同比由上月的5.5%回落至5.3%；高技术产业同比由上月的8.8%上行至10%，增速保持领跑，装备制造业同比7.3%，高端化、智能化、绿色化产品快速增长。电力、燃气及水的生产和供应业同比回落0.8个百分点至4%。部分行业供需不平衡问题仍存，产能有待进一步出清。

图表1: 高技术产业同比拉升速度快于整体 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表2: 工业企业出口增速上行 (%，亿元)

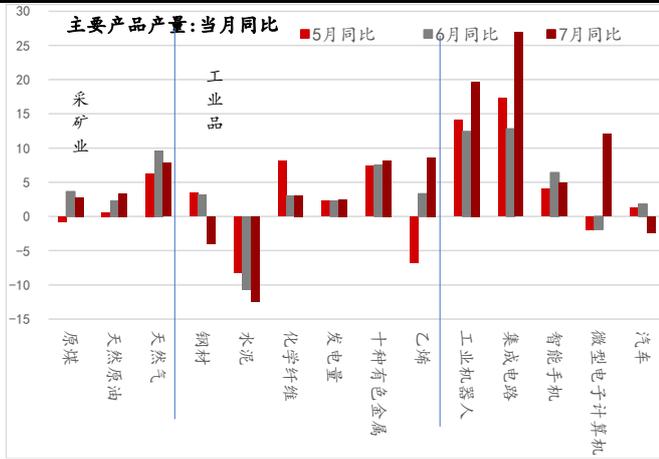


资料来源: Wind, 万联证券研究所

下游高端制造表现分化，计算机、电子设备拉动加强，上游黑色金属加工制造业下滑。分行业来看，下游制造业中，计算机、通信和其他电子设备制造业同比上行3个百分点至14.3%，上行幅度相对最大，集成电路产量同比大幅拉升，微型电子计算机产量同比显著上行并增速转正，工业机器人产量也有所上行，智能手机产量同比小幅回落。汽车制造业同比增速回落，产量同比增速转负。铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业高位小幅回落，下游高端制造业整体表现分化。中游设备制造行业增速多数回落，通用设备、专用设备和电气机械及器材制造业同比增速放缓，大规模设备更新政策带动效果有待显现。上游原材料加工制造业来看，整体表现偏弱，金属制品业上

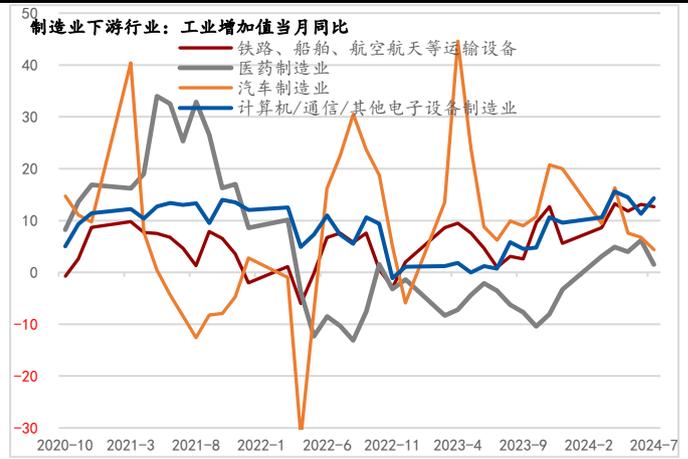
行速度较快，有色金属加工增速小幅放缓；黑色金属加工制造业增速下滑较为明显，且非金属矿物制品业同比跌幅加深，水泥、钢材产量同比回落，地产、基建相关产业链依然承压，7月高温天气也带来一定影响。农副产品加工业受到猪肉价格抬升影响，增速有所上行。

图表3: 工业机器人、电子设备产量明显抬升 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表4: 制造业下游行业增速分化 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

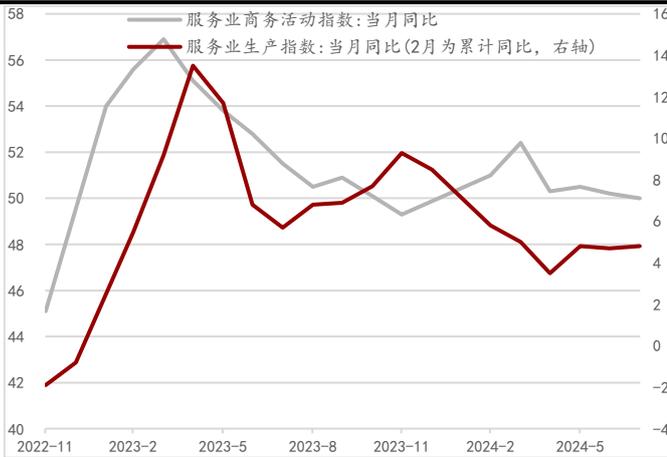
图表5: 制造业上中下游当月、累计同比增速 (%)

制造业具体行业	当月同比 (%)			累计同比 (%)					2年平均累计增速	
	2024年7月	2024年6月	2023年7月	2024年7月	2024年6月	7-6月累计同比	2023年7月	2023年6月	2024年7月	2024年6月
上游 化学原料和化学制品制造业	8.60	9.20	9.80	10.20	10.50	-0.30	7.80	7.40	8.99	8.94
上游 橡胶和塑料制品业	7.30	8.60	3.60	9.20	9.50	-0.30	1.10	0.70	5.07	5.01
上游 非金属矿物制品业	-2.90	-0.40	-3.40	-0.30	0.10	-0.40	-0.10	0.40	-0.20	0.25
上游 黑色金属冶炼及压延加工业	-1.50	3.30	15.60	3.90	4.80	-0.90	6.70	5.50	5.29	5.15
上游 有色金属冶炼及压延加工业	9.40	10.20	8.90	10.80	11.10	-0.30	7.60	7.40	9.19	9.23
上游 金属制品业	9.30	6.40	1.40	6.30	5.70	0.60	1.60	1.50	3.92	3.58
中游 通用设备制造业	3.20	3.40	-1.40	2.90	2.80	0.10	2.80	3.60	2.85	3.20
中游 专用设备制造业	2.50	3.40	1.50	2.20	2.10	0.10	4.90	5.50	3.54	3.79
中游 电气机械及器材制造业	2.80	4.40	10.60	4.50	4.70	-0.20	15.10	15.70	9.67	10.06
中游 农副产品加工业	0.20	0.90	3.00	1.60	1.90	-0.30	-0.30	-0.80	0.65	0.54
中游 纺织业	5.90	5.10	-0.30	5.40	5.30	0.10	-2.10	-2.40	1.58	1.38
下游 食品制造业	7.10	4.80	0.00	5.60	5.40	0.20	2.30	2.70	3.94	4.04
下游 医药制造业	1.50	6.20	-3.50	1.90	2.00	-0.10	-4.60	-4.90	-1.40	-1.51
下游 汽车制造业	4.40	6.80	6.20	9.00	9.80	-0.80	12.00	13.10	10.49	11.44
下游 计算机、通信和其他电子设备制造业	14.30	11.30	0.70	13.40	13.30	0.10	0.10	0.00	6.54	6.44
下游 铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	12.70	13.10	1.00	11.80	11.60	0.20	6.90	8.00	9.32	9.79

资料来源: Wind, 万联证券研究所

服务业商务活动指数下滑，生产指数小幅上行，服务业修复进程逐步放缓。7月，服务业生产指数同比由4.7%上行至4.8%，服务业商务活动指数当月同比由50.2%回落至50.0%。服务业活动预期指数由57.6%下行至56.6%，信息传输、软件和信息技术服务业与租赁和商务服务业增速下行，依然高于服务业整体表现。生产相关的服务业领跑服务业整体，与居民生活相关的餐饮、出行、线下零售等服务业环比受到暑期拉升，但基数作用下同比增速边际放缓。当前受制于居民需求端和预期的恢复，依然相对承压。

图表6: 服务业商务活动指数窄幅震荡 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表7: 服务业活动预期指数下滑 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

2 投资: 房地产投资拖累持续, 制造业保持韧性

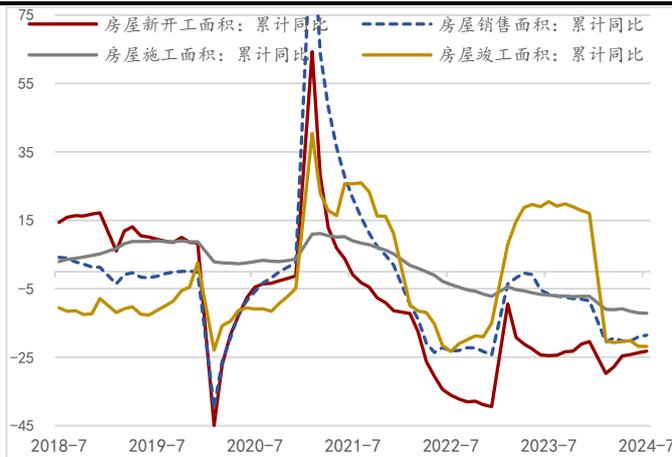
固投同环比增速回落, 地产拖累作用持续, 制造业投资保持韧性。2024年1-7月, 固定资产投资累计同比增速3.6%, 前值3.9%, 固投季调环比增速为-0.17%, 前值为0.56%。其中, 房地产开发投资累计同比增速回落0.1个百分点至-10.2%; 基建累计同比增速上行0.44个百分点至8.14%, 基建(不含电力)累计同比增速回落0.5个百分点至4.9%; 制造业累计同比增速回落0.2个百分点至9.3%, 民间固定资产投资回落0.1个百分点回到0%。分产业来看, 仅第一产业固投同比上行, 第二、三产业增速下滑。分地区来看, 中部地区固投增速上行, 东北地区在基数走低的背景下, 依然下行幅度相对最大, 东部和西部地区固投也有所下降。

2.1 房地产投资继续下探, 销售依然疲弱

房地产投资增速再度下探, 新开工跌幅收窄, 施工继续下行, 竣工低位持平。房地产投资累计同比增速回落0.1个百分点至-10.2%, 增速略低于市场预期的-10.1%。细分项来看, 房屋新开工面积累计同比跌幅收窄0.5个百分点至-23.2%, 房屋施工面积累计同比由-12%下降为-12.1%, 竣工增速与上月持平于-21.8%。政策推动地产风险持续化解, 保交楼为重要一环, 随着保交楼政策的逐步推进, 竣工面积有望低位企稳。

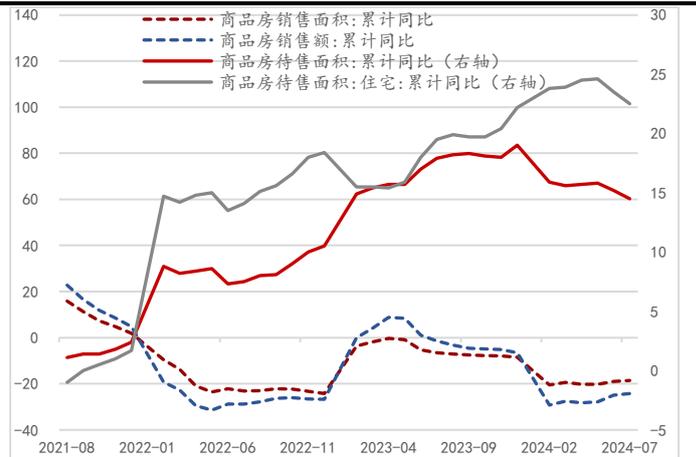
商品房销售依然疲弱, 居民购房依然谨慎。商品房销售面积累计同比由-19%上行为-18.6%, 商品房销售额由-25%上行为-24.3%, 房地产销售“价”的涨幅相对“量”更大。住宅待售面积有所回落, 地产收储或带来一定拉动, 当前库存去化压力依然较大。部分城市房价持续下探, 7月高温天气也影响了居民看房积极性, 前期房企宽松政策效果逐步衰减, 当前居民加杠杆依然谨慎。

图表8: 房屋新开工增速跌幅收窄 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

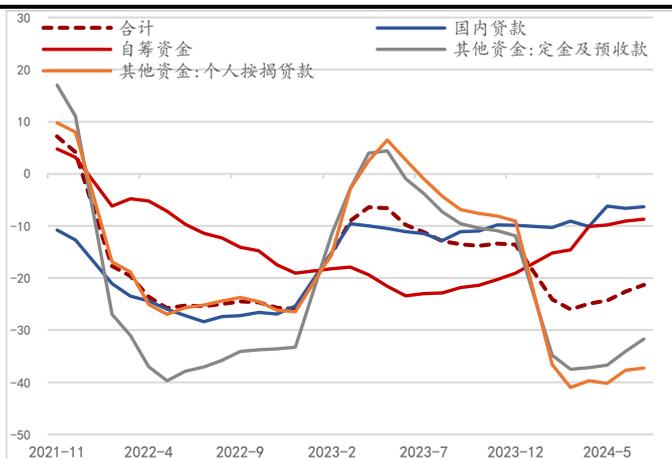
图表9: 商品房销售依然疲弱, 库存边际去化 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

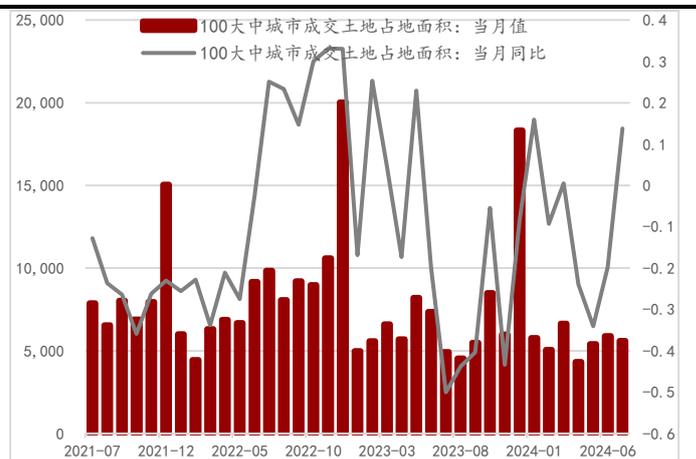
房企资金来源跌幅边际收窄, 拿地好转, 部分受低基数影响。房地产开发资金来源增速由-22.6%上行为-21.3%。其中, 定金及预收款跌幅收窄幅度相对最大, 但跌幅依然较深, 低基数作用带来一定拉动; 国内贷款、自筹资金跌幅有所收窄。房企融资白名单效果逐步显现。当前地产销售依然偏弱, 房价尚未企稳, 居民购房信心尚未修复。从100大中城市土地成交来看, 7月拿地同比增速明显上行, 主要受低基数作用拉动, 住宅去库存周期, 叠加“以旧换新”等政策影响, 土地供应处于放缓趋势中。

图表10: 房企资金来源跌幅逐步收窄 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表11: 房企7月拿地同比增速转正 (万平方米, %)



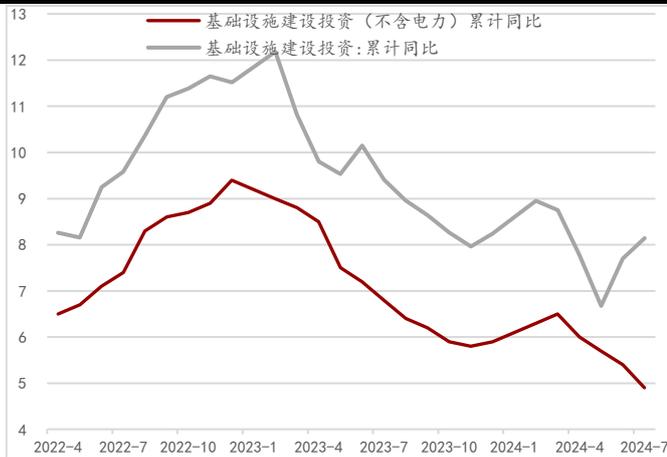
资料来源: Wind, 万联证券研究所

2.2 电力为基建主要拉动项, 基建年内资金支撑力度仍强

电力对基建拉动作用较强, 资金支持下基建逆周期调节作用持续。基建累计同比增速由7.7%上行为8.14%, 高于市场预期的6%, 不含电力累计同比增速则由5.4%回落为4.9%, 电力依然为基建重要拉动力。高温天气、部分地区的洪涝灾害等因素带动建筑施工进入季节性淡季, 今年新增专项债发行进度偏慢, 地方城投投融资偏紧, 以及项目端的约束下, 基建增速受到一定拖累。超长期特别国债和新增地方债发行仍将给基建带来支撑。

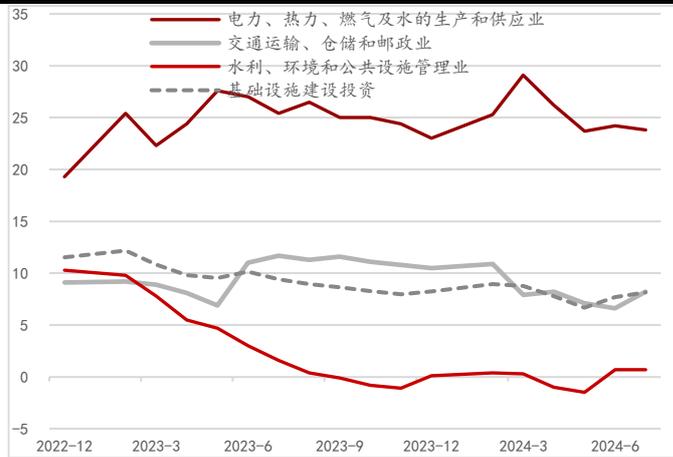
交运仓储分项上行幅度最大，电燃气供应高位小幅回落，仍为基建主要拉动项。从细分项来看，电力、热力、燃气及水的生产和供应业小幅下滑，但增速仍处高位，电力对基建的支撑作用依然较强。水利、环境、公共设施管理业增速与上月持平。交通运输、仓储、邮政业增速上行幅度最大，设备更新给行业带来一定助推。

图表12: 不含电力基建投资增速下滑 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表13: 交运增速上行, 电燃气分项下滑较大 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

2.3 制造业保持韧性，科技属性仍强

制造业增速小幅下滑，依然为投资重要拉动项，设备更新和技改形成一定拉动。制造业累计同比增速回落0.2个百分点至9.3%，延续回落趋势，依然为固投增速最高的分项。高技术产业累计同比由10.6%小幅下行至10.4%，高技术支撑持续。民间固定资产投资回落0.1个百分点至0%，地产疲弱、需求不足的问题依然存在，民间投资受到一定影响，整体表现依然偏弱。设备更新政策和技术改造推动了制造业的韧性，内需偏弱和外需不确定性增加，部分约束了企业投产的积极性。后续外需不确定性提升，如果外需回落或部分行业加征关税，对出口依赖度较高的行业将受到一定影响。

图表14: 制造业投资增速小幅回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表15: 企业经营状况指数继续下行 (%)

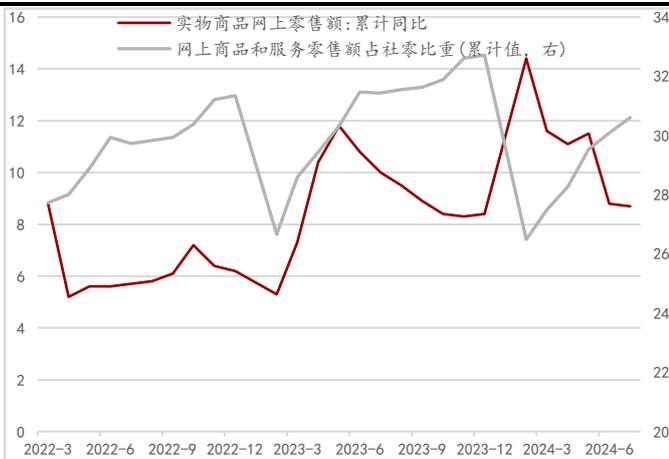


资料来源: Wind, 万联证券研究所

3 线下消费反弹，暑期带来一定拉动

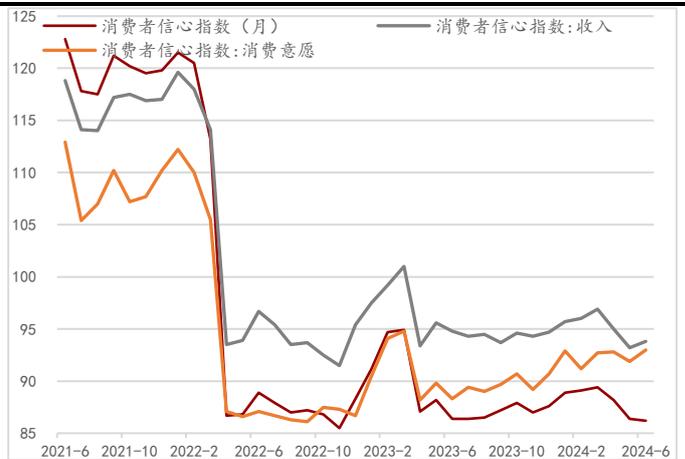
消费增速反弹，低于市场预期，暑期出行带来一定拉动。2024年7月，社会消费品零售总额同比增速由上月的2%上行至2.7%，市场预期3.06%；其中，除汽车以外的消费品零售增速由上月的3%上涨为3.6%，增速好于整体；餐饮同比由上月的5.4%下跌至3%；限额以上企业消费品零售同比由上月的-0.6%上涨为-0.1%，上行幅度弱于整体。网上零售增速同比回落，但网上商品和服务零售占社融比重持续上行。暑期对居民消费的拉动作用有限，从价格来看，机票、住宿环比上行，但同比在高基数下增速下滑。从更新到6月的消费者信心数据来看，消费者信心指数小幅回落，消费意愿和收入信心小幅上行，但整体延续低位震荡。当前居民就业和收入信心尚未修复，部分约束了消费的增长。

图表16: 网上零售和服务占社零比重上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表17: 消费者消费意愿延续低位 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

可选消费表现欠佳，必选消费走势分化，价格给消费带来部分扰动。细分项来看，餐饮增速由5.4%降至3%，石油及制品类增速回落，主要受国际油价波动影响，暑期出行提振相对有限。金银珠宝类增速快速下滑，主要受金价延续高位且上涨乏力影响。化妆品类消费回升，主要受低基数作用推动。通讯器材类增速上行幅度较大，海外电子消费周期仍处顶部，低基数效应均带来一定影响，汽车消费跌幅收窄。地产下游的家具类同比增速回落，家电、建材类同比增速上行，主要受低基数拉动。必选消费中，烟酒类下滑较为明显，茅台等酒价下跌给市场预期带来一定扰动，粮油、食品类增速小幅回落，饮料类增速上行，日用品、中西药品类增速上行，服装类增速放缓，7月延续高温，购置换季服装需求偏弱。7月底政治局会议提出以提振消费为重点扩大国内需求，服务消费将作为消费扩容升级的重要抓手，支持文旅、养老、育幼、家政等消费，国务院8月初印发《关于促进服务消费高质量发展的意见》。未来更多有关提振消费的政策举措有望出台并落地。

图表18: 消费分项同比增速表现 (%)

同比增速	按消费类型分: 限额以上单位商品零售增速					较上月变动	
	2024年7月	2024年6月	2023年7月	2023年6月			
粮油、食品类	9.9	10.8	5.5	5.4	↓	-0.9	必选消费
饮料类	6.1	1.7	3.1	3.6	↑	4.4	必选消费
烟酒类	-0.1	5.2	7.2	9.6	↓	-5.3	必选消费
服装鞋帽、针、纺织品类	-5.2	-1.9	2.3	6.9	↓	-3.3	必选消费
日用品类	2.1	0.3	-1	-2.2	↑	1.8	必选消费
中西药品类	5.8	4.5	3.7	6.6	↑	1.3	必选消费
餐饮	3	5.4	15.8	16.1	↓	-2.4	可选消费
化妆品类	-6.1	-14.6	-4.1	4.8	↑	8.5	可选消费
金银珠宝类	-10.4	-3.7	-10	7.8	↓	-6.7	可选消费
文化办公用品类	-2.4	-8.5	-13.1	-9.9	↑	6.1	可选消费
通讯器材类	12.7	2.9	3	6.6	↑	9.8	可选消费
石油及制品类	1.6	4.6	-0.6	-2.2	↓	-3	可选消费
汽车类	-4.9	-6.2	-1.5	-1.1	↑	1.3	可选消费
家用电器和音像器材类	-2.4	-7.6	-5.5	4.5	↑	5.2	可选消费(地产相关)
家具类	-1.1	1.1	0.1	1.2	↓	-2.2	可选消费(地产相关)
建筑及装潢材料类	-2.1	-4.4	-11.2	-6.8	↑	2.3	可选消费(地产相关)
社会消费品零售总额	2.7	2	2.5	3.1	↑	0.7	整体
限额以上企业消费品零售总额	-0.1	-0.6	0.3	2.3	↑	0.5	整体
除汽车以外社零	3.6	3	3	3.7	↑	0.6	整体

资料来源: Wind, 万联证券研究所

4 失业率再度上升, 毕业季带来一定影响

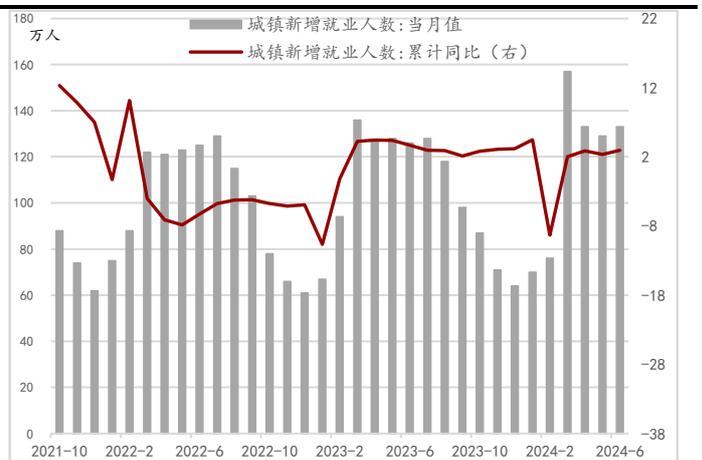
失业率再度上升, 企业招工预期持续回落。城镇失业率较6月上行0.2个百分点至5.2%, 31个大城市城镇失业率由6月的4.9%上行为5.3%, 大城市失业压力相对较大。应届生毕业季到来, 给就业数据带来部分扰动, 当前年轻劳动力就业压力仍存。外来农业户籍人口失业率从4.7%上行为4.9%, 就业人员平均工作时间由48.6小时/周上行为48.7小时/周。从BCI企业招工前瞻指数来看, 由54.4%回落为50%, 企业对于招工预期逐步转弱。

图表19: 失业率有所上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表20: 城镇新增就业人数走势 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

5 总结与展望

经济低位震荡，政策稳增长有待加码。当前经济压力仍存，内需不足的问题延续，海外不确定性抬升，外需走势或面临一定压力。当前居民消费表现依然平淡，就业和收入信心有待改善，短期消费、地产修复预期偏慢。经济增速5%的目标下，未来有待更多增量政策出台和落地。财政政策将关注资金到位和落地情况，专项债发行有望提速，地产收储规模将进一步扩大，货币政策仍有降准降息的可能，来助力经济稳增长。

6 风险提示

地缘政治风险发展超预期，地产和居民消费持续偏弱，海外经济衰退超预期。

行业投资评级

强于大势：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大势：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大势：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场