

## 政策效果逐步显现，经济延续结构性修复

——10 月经济数据点评

2024 年 11 月 18 日

- **总结与展望：年内稳增长政策将逐步落地，经济仍将结构性好转。**前期稳增长政策陆续出台，经济已经出现边际改善，但房地产依然相对承压，年内随着资金到位，化债政策逐步发力，基建和制造业将为投资重要拉动项，消费有望延续修复，全年经济有望完成 5% 的目标增速。随着美国大选落地，中长期经济仍面临一定不确定性。
- **事件：2024 年 10 月，工业增加值累计同比增速回落 0.1 个百分点至 5.3%，环比上涨 0.41%。**固投累计同比持平于 3.4%，制造业、基建、房地产投资分别由 9.2%、9.26%、-10.1% 变动为 9.3%、9.35%、-10.3%，社零同比由 3.2% 上行为 4.8%。
- **工业生产整体延续韧性，出口保持旺盛，地产产业链受政策提振有所上行。**10 月受十一长假影响工作日减少，工业生产虽然同比增速小幅放缓，整体依然表现较好。工业产品出口增速再度反弹上行，外需依然不弱，产销率同比回升，需求情况边际好转。制造业、采矿业生产增速上行，能化产业链边际改善，地产相关的非金属矿物和黑色金属加工业增速上行，有色金属加工业增速放缓，部分中下游设备制造放缓带来一定影响。下游制造业生产表现分化，汽车增速上行，运输设备制造业回落幅度明显。服务业生产指数上行，金融业为商务活动主要拉动项，服务业活动预期指数继续回暖。
- **地产投资低位再度放缓，政策效果有待显现。**房屋新开工增速转跌，施工低位放缓，竣工跌幅边际收窄。政策利好下商品房销售回暖，库存保持去化，部分城市二手房价格环比回升，显示出当前居民购房情绪出现边际好转，但依然谨慎，购房意愿依然高度关注房价走势和企稳时点。房企资金来源跌幅持续收窄，拿地依然谨慎。地产去库存、严控增量的政策约束下，土地供应仍处于放缓趋势当中，预期政策将持续呵护房地产市场。
- **年内资金逐步到位，基建增速持续上行。**1 万亿元超长期特别国债在 11 月中旬已经发行完成，2 万亿元的隐性债务置换相关债券发行工作有望在年内完成，有助于减轻地方政府负担，化债资金将给基建带来资金支撑，未来“两重”、设备更新相关资金的投放也将拉动基建表现。
- **制造业增速缓步上行，年内出口、设备更新政策的拉动作用仍将持续。**高技术产业累计同比回落，领跑优势逐步被拉平，民间投资依然偏弱。10 月出口增速反弹上行，给制造业投资带来一定拉动，大规模设备更新政策的效果逐步显现，带来行业定助推，年内制造业对经济的拉动作用预期仍将随着美国大选落地后，2025 年我国外贸不确定性抬升，对出口依赖度较高的制造业将受到一定影响。

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

特朗普重返白宫，关注后续政策落地情况  
三季度经济放缓，稳增长政策将持续发力  
政治局会议高度关注经济，部署稳增长提振市场信心

- **双十一活动和以旧换新政策对部分可选消费推升作用较强，政策拉动效果显现。**消费增速上行幅度超出市场预期，其中限额以上企业大幅上行，城镇消费修复边际提速，网上消费反弹，双十一促销活动提前带来一定拉动。但居民信心指数仍处低位。双十一大促和以旧换新政策活动有效期叠加，平台和国家政策双重优惠下，推动家电消费增速大幅上行，家具类消费也明显抬升。以旧换新政策补贴也拉动了汽车消费。双十一对化妆品类消费提振显著，降温和促销带动下，服装类增速大幅上行，通讯器材类在基数大幅走高下继续上行。必选消费中，高基数作用下中西药品类回落幅度较大，粮油、食品、饮料增速下行，烟酒类增速小幅上行。
- **失业率稳步回落，十一拉动服务业岗位需求，年轻劳动力失业率持续下行。**城镇失业率由 5.1% 下行为 5%，十一长假拉升了服务业就业需求，部分务工人员返乡，外来人口失业率有所上行。企业对于招工预期边际好转，年轻劳动力失业率高位回落，但依然承压。
- **风险因素：**海外政策变动超预期，地产和居民消费持续偏弱，我国政策出台和落地效果不及预期。

## 正文目录

事件 .....	4
1 工业生产增速边际回落，整体延续韧性 .....	4
2 投资：房地产投资再度放缓，制造业、基建投资增速上行 .....	6
2.1 房地产投资低位放缓，政策效果有待显现 .....	6
2.2 年内资金逐步到位，基建增速持续上行 .....	7
2.3 制造业增速缓步上行，外需支撑持续 .....	8
3 消费上行超出市场预期，政策拉动效果显现 .....	9
4 失业率稳步回落，企业招工预期边际好转 .....	10
5 总结与展望 .....	11
6 风险提示 .....	11
图表 1： 制造业增速上行，公用事业高位回落 (%) .....	4
图表 2： 工业企业出口增速反弹上行 (%，亿元) .....	4
图表 3： 工业机器人、汽车产量同比上行 (%) .....	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保持上行 (%) .....	6
图表 7： 服务业活动预期指数迎来反弹 (%) .....	6
图表 8： 房屋新开工增速再度放缓 (%) .....	7
图表 9： 商品房销售跌幅收窄，库存保持去化 (%) .....	7
图表 10： 房企资金来源跌幅延续收窄 (%) .....	7
图表 11： 房企 10 月拿地同比增速回落 (万平方米，%) .....	7
图表 12： 基建投资增速上行 (%) .....	8
图表 13： 电热气分项下滑 (%) .....	8
图表 14： 制造业投资增速小幅上行 (%) .....	8
图表 15： 企业经营状况指数反弹 (%) .....	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

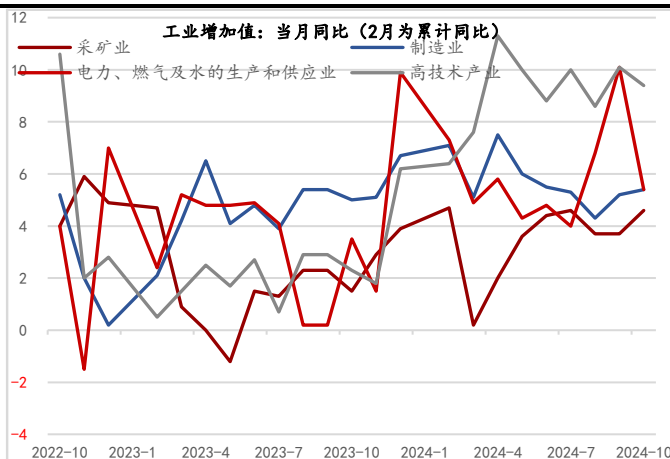
2024年10月，工业增加值当月同比增速回落0.1个百分点至5.3%，环比上涨0.41%，前值为0.59%。1-10月，固定资产投资累计同比增速持平于3.4%，其中，房地产开发投资累计同比增速回落0.2个百分点至-10.3%，基建投资累计同比增速上行0.09个百分点至9.35%，制造业投资增速累计同比上行0.1个百分点至9.3%。社会消费品零售总额同比增速由上月的3.2%上行为4.8%，

### 1 工业生产增速边际回落，整体延续韧性

**工业生产同比增速边际回落，生产整体延续韧性，工业产品出口保持旺盛。**10月，工业增加值当月同比增速回落0.1个百分点至5.3%，市场预期为5.6%，环比上涨0.41%，前值为0.59%。发电量同比由上月的6%回落至2.1%，工业企业出口增速由3.4%反弹为3.7%，规模以上工业企业产销率由-1.4%上行为-0.2%。10月受十一长假影响工作日减少，工业生产虽然同比增速小幅放缓，整体依然表现较好，工业产品出口增速再度反弹上行，外需依然不弱，产销率同比回升，需求情况边际好转。

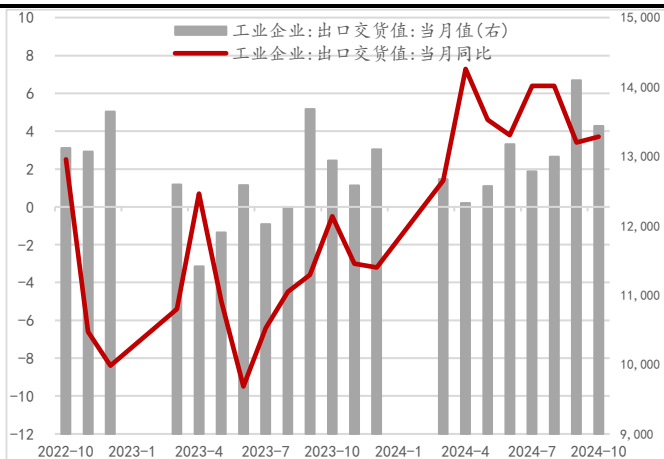
**制造业、采矿业生产增速上行，公用事业高位回落幅度较大。**分大类看，10月，采矿业同比上行0.9个百分点至4.6%，原煤产量同比由9月的4.4%上行至4.6%，天然气产量同比上行1.6个百分点至8.4%。制造业同比由上月的5.2%上行至5.4%；高技术产业同比由上月的10.1%回落至9.4%，依然持续领跑。电力、燃气及水的生产和供应业同比回落4.7个百分点至5.4%。

图表1：制造业增速上行，公用事业高位回落 (%)



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表2：工业企业出口增速反弹上行 (%，亿元)

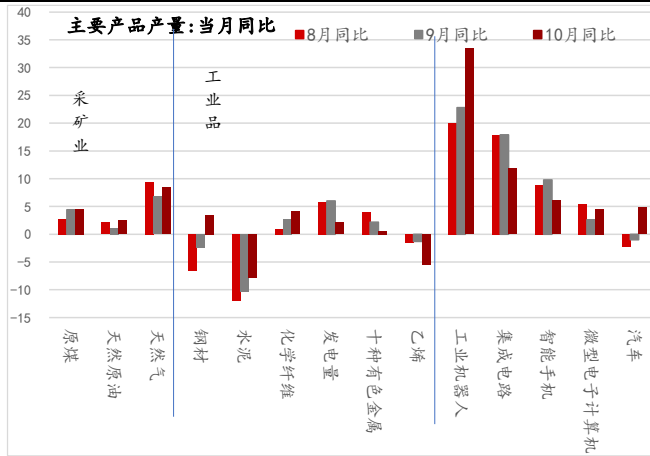


资料来源：Wind，万联证券研究所

**能化产业链边际改善，地产产业链受政策提振有所上行，高端制造业表现分化。**石油和天然气开采业上行幅度最大，能源类产品产量同比上行，其下游的化学原料加工也随之抬升。地产产业链相关的非金属矿物制品和黑色金属冶炼及压延加工业增速继续上行，政策利好带来一定提振，有色金属加工业增速放缓，部分中下游设备制造放缓带来一定影响。下游制造业生产表现分化，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业回落幅度最为显著；汽车制造业同比上行1.6个百分点至6.2%，汽车产量同比转正，消费品以旧换新和十一商家的促销活动带来一定提振；计算机、通信和其他电

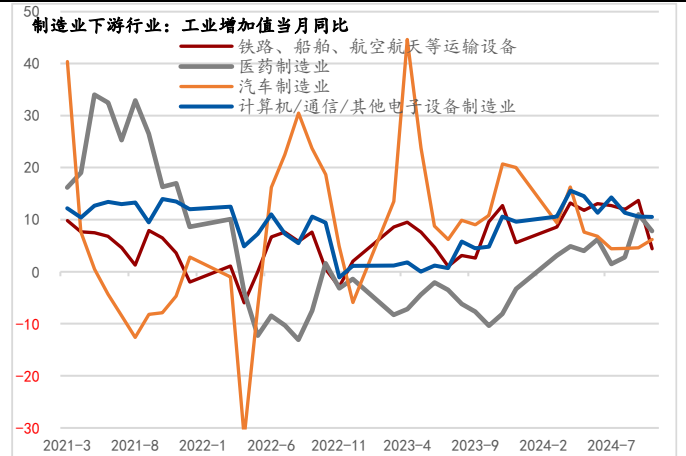
子设备制造业同比小幅回落0.1个百分点至10.5%，集成电路、智能手机产量同比回落，工业机器人产量高位继续上行，微型电子计算机产量同比回升。中游设备制造业中，通用设备、专用设备、电气机械及器材制造业同比增速均放缓。

图表3：工业机器人、汽车产量同比上行（%）



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（%）

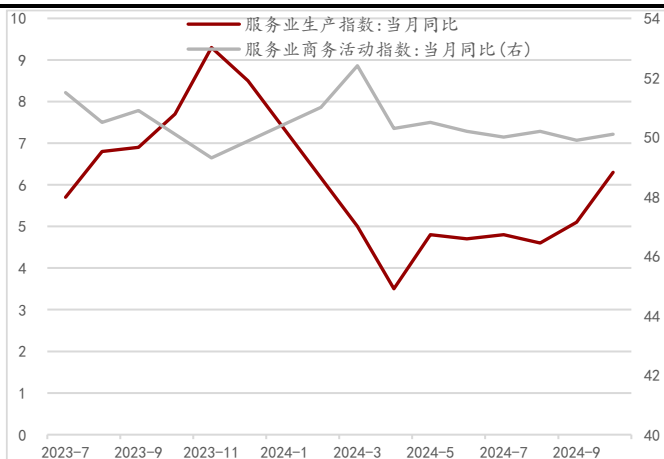
制造业具体行业		当月同比（%）			累计同比（%）					2年平均累计增速	
		2024年10月	2024年9月	2023年10月	2024年10月	2024年9月	10-9月累计同比	2023年10月	2023年9月	2024年10月	2024年9月
上游	化学原料和化学制品制造业	6.90	4.60	12.10	8.80	9.00	-0.20	9.50	9.20	9.15	9.10
上游	橡胶和塑料制品业	7.20	6.90	6.00	8.30	8.40	-0.10	2.60	2.20	5.41	5.25
上游	非金属矿物制品业	-2.60	-3.80	-1.10	-1.40	-1.30	-0.10	-0.60	-0.50	-1.00	-0.90
上游	黑色金属冶炼及压延加工业	4.00	2.70	7.30	3.20	3.10	0.10	7.80	7.80	5.47	5.42
上游	有色金属冶炼及压延加工业	7.70	8.80	12.50	10.00	10.20	-0.20	8.30	7.80	9.15	8.99
上游	金属制品业	7.30	9.30	5.50	7.10	7.10	0.00	2.30	1.90	4.67	4.47
中游	通用设备制造业	2.40	4.60	-0.10	2.90	3.00	-0.10	1.80	2.10	2.35	2.55
中游	专用设备制造业	3.00	4.00	2.70	2.50	2.50	0.00	3.80	3.90	3.15	3.20
中游	电气机械及器材制造业	5.10	6.10	9.80	4.60	4.50	0.10	13.60	14.10	9.01	9.19
中游	农副食品加工业	1.30	1.70	0.70	1.40	1.40	0.00	0.40	0.40	0.90	0.90
中游	纺织业	3.80	5.10	2.00	5.10	5.30	-0.20	-1.00	-1.30	2.00	1.95
下游	食品制造业	4.20	4.10	4.70	5.40	5.60	-0.20	3.10	2.90	4.24	4.24
下游	医药制造业	7.80	11.00	-10.40	3.50	3.10	0.40	-5.70	-5.20	-1.21	-1.14
下游	汽车制造业	6.20	4.60	10.80	7.70	7.90	-0.20	11.30	11.40	9.49	9.64
下游	计算机、通信和其他电子设备制造业	10.50	10.60	4.80	12.60	12.80	-0.20	1.70	1.40	7.01	6.95
下游	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	4.40	13.70	9.60	11.30	12.10	-0.80	6.30	5.90	8.77	8.96

资料来源：Wind，万联证券研究所

服务业生产指数保持上行，金融业为商务活动主要拉动项，服务业活动预期指数继续回暖。10月，服务业生产指数同比由5.1%上行为6.3%，服务业商务活动指数当月同比由49.9%上行为50.1%。服务业活动预期指数由54.6%继续上行至56.2%，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，金融业同比增速上行幅度较大，为商务活动的主要拉动项，持续提振投资者信心和资本市场政策效果有所显现。政策利好推动下，服务业活动预期指数持续回暖。

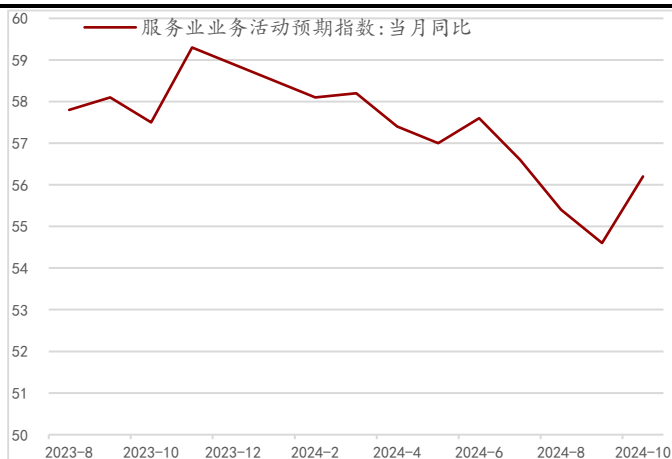


图表6: 服务业商务活动指数保持上行(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表7: 服务业活动预期指数迎来反弹(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

## 2 投资: 房地产投资再度放缓, 制造业、基建投资增速上行

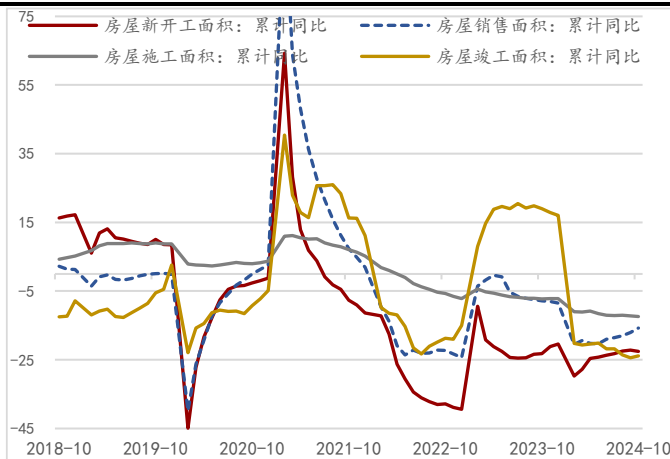
固投整体增速与上月持平, 基建和制造业投资起到一定托举作用, 房地产投资增速再度下滑。2024年1-10月, 固定资产投资累计同比增速持平于前三季度的3.4%, 固投季调环比增速为0.16%, 前值为0.54%。其中, 房地产开发投资累计同比增速回落0.2个百分点至-10.3%; 基建累计同比增速上行0.09个百分点至9.35%, 基建(不含电力)累计同比增速上行0.2个百分点至4.3%; 制造业累计同比增速上行0.1个百分点至9.3%, 民间固定资产投资回落0.1个百分点至-0.3%。分产业看, 仅第一产业增速上行, 第二三产业增速小幅回落。设备工器具购置累计同比由16.4%下行为16.1%, 建筑安装工程累计同比小幅上行0.1个百分点至3.6%。

### 2.1 房地产投资低位放缓, 政策效果有待显现

房屋新开工增速转跌, 施工低位放缓, 竣工跌幅边际收窄。10月, 房地产投资累计同比增速回落0.2个百分点至-10.3%, 细分项来看, 房屋新开工面积累计同比增速回落0.4个百分点至-22.6%, 房屋施工面积累计同比由-12.2%下降为-12.4%, 竣工增速由-24.4%上行为-23.9%。

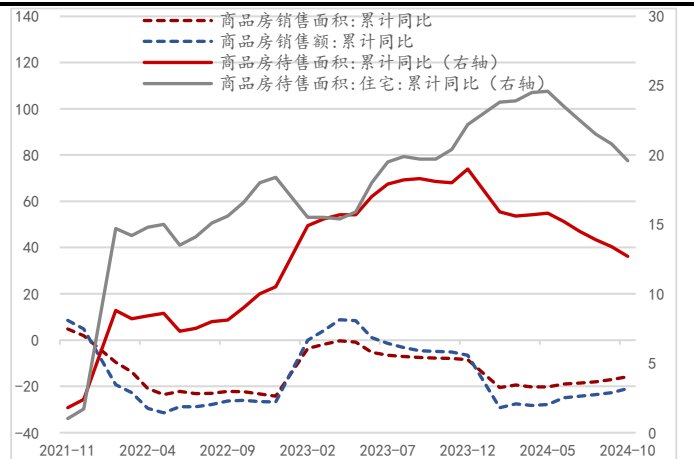
政策利好下商品房销售回暖, 库存保持去化, 部分城市二手房价格环比回升。商品房销售面积累计同比由-17.1%上行为-15.8%, 商品房销售额由-22.7%上行为-20.9%, 房地产销售“价”的涨幅相对“量”更大。商品房待售面积保持下行, 地产收储政策效果持续显现。从70大中城市商品住宅销售价格来看, 新建住宅除了上海、西安同比价格上行, 其他城市价格有所下跌, 环比价格上行的城市增加至7个。二手房价格同比均下跌, 环比来看, 北京、上海、深圳、成都、重庆等城市环比上行, 二手房价格相对敏感, 显示出当前居民购房情绪出现边际好转, 但依然谨慎, 购房意愿依然高度关注房价走势和企稳时点。地产10月销售一线城市为重要拉动, 深圳和广州新房市场表现较强。预期11月新房市场热度有望持续, 但存在边际降温的风险。预期政策将持续呵护房地产市场, 地产政策有助于降低居民购房成本。商品房建设“严控增量”的政策部分约束了销售对投资端的传导作用。

图表8: 房屋新开工增速再度放缓 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

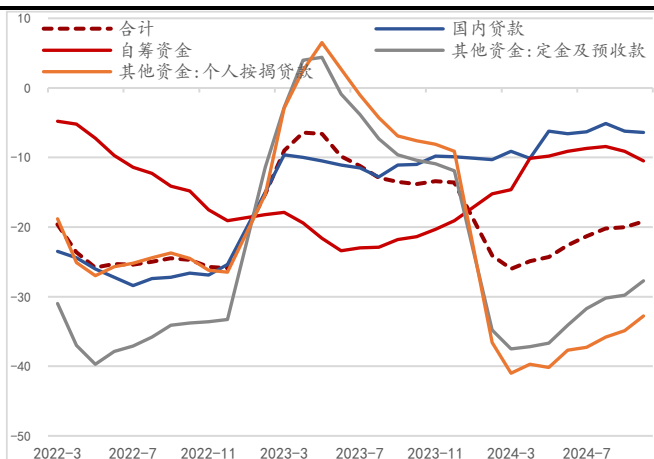
图表9: 商品房销售跌幅收窄, 库存保持去化 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

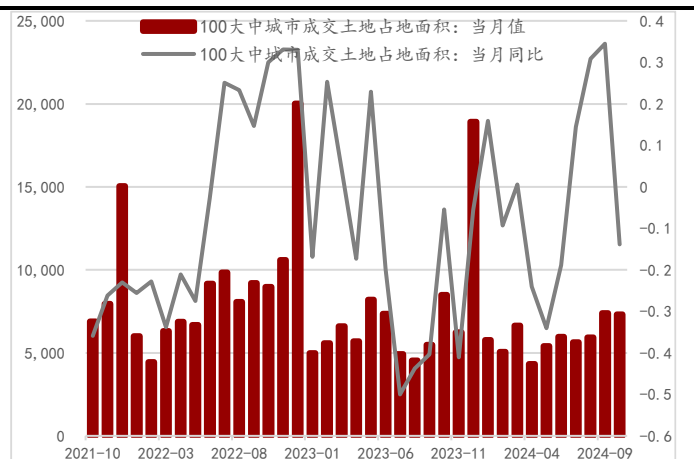
**房企资金来源跌幅持续收窄, 拿地依然谨慎。**房地产开发资金来源增速由-20%上行为-19.2%。其中, 定金及预收款、个人按揭贷款跌幅收窄幅度相对较大, 销售边际好转形成一定拉动; 而国内贷款、自筹资金增速有所回落。政策对房企资金流改善的效果有待显现。10月拿地同比增速再度回落, 当前央企和城投依然是拿地主力, 资金流压力下, 民企竞拍积极性相对较低。土地成交溢价率依然较低, 房企拿地意愿依然较为谨慎。地产去库存、严控增量的政策约束下, 土地供应仍处于放缓趋势当中。

图表10: 房企资金来源跌幅延续收窄 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表11: 房企10月拿地同比增速回落 (万平方米, %)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

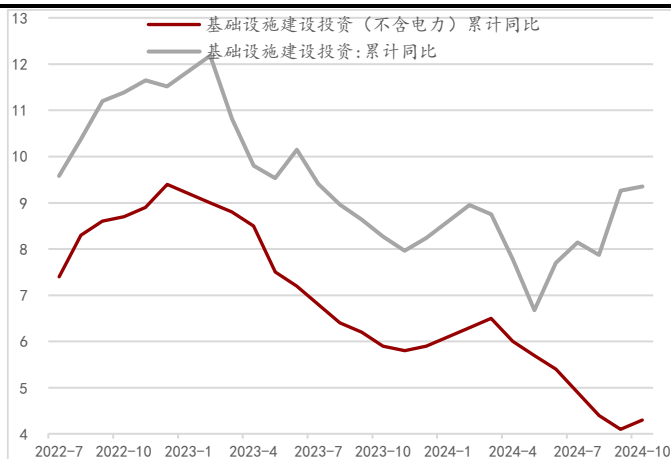
## 2.2 年内资金逐步到位, 基建增速持续上行

**基建增速小幅上行, 随着资金逐步投放到位, 将支持年内基建增速。**10月, 基建累计同比增速上行0.09个百分点至9.35%, 基建(不含电力)累计同比增速上行0.2个百分点至4.3%。1万亿元超长期特别国债在11月中旬已经发行完成, 2万亿元的隐性债务置换相关债券发行工作有望在年底前完成, 有助于减轻地方政府负担, 化债资金将给基建带来资金支撑, 未来“两重”、设备更新相关资金的投放也将拉动基建表现。

**电热气供应高位小幅回落, 仍为基建重要支撑项。**从细分项来看, 仅水利、环境、公共设施管理业增速小幅上行, 交通运输、仓储、邮政业增速与上月持平, 电力、热力、

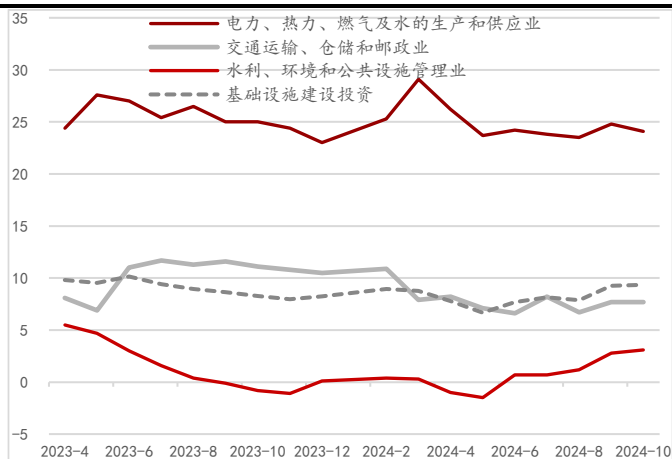
燃气及水的生产和供应业小幅下滑，但仍处高位，电力对基建的支撑作用依然较强。

图表12: 基建投资增速上行(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表13: 电热气分项下滑(%)

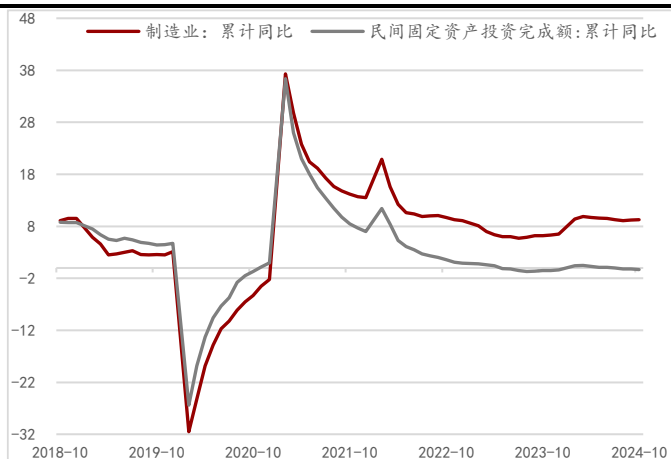


资料来源: Wind, 万联证券研究所

### 2.3 制造业增速缓步上行，外需支撑持续

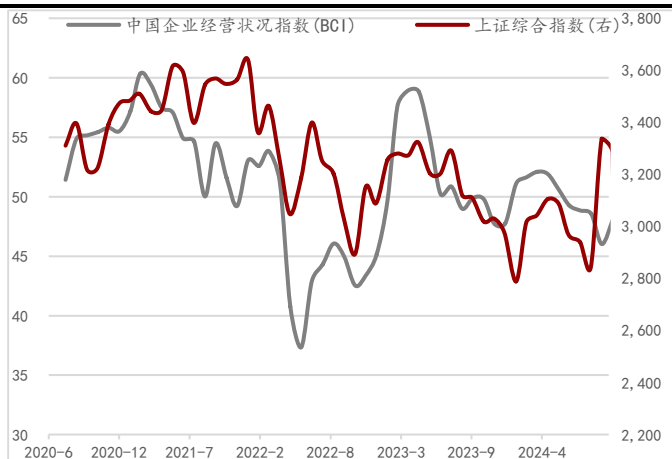
制造业增速保持上行，支撑固投表现，年内出口支撑持续，设备更新政策效果的拉动预期持续发力。制造业累计同比增速上行0.1个百分点至9.3%，延续缓步回暖。高技术产业累计同比回落0.7个百分点至9.3%，领跑优势逐步被拉平。民间固定资产投资回落0.1个百分点至-0.3%，当前地产仍处底部区间，产业链对民间投资的影响持续。10月出口增速反弹上行，给制造业投资带来一定拉动，美元兑人民币较9月中枢上行，人民币升值压力减轻，劳动密集型行业出口依然保持旺盛，大规模设备更新政策的效果逐步显现，给行业带来一定助推，年内制造业对经济的拉动作用预期仍将持续。美国大选落地后，2025年我国外贸不确定性抬升，对出口依赖度较高的制造业将受到一定影响。

图表14: 制造业投资增速小幅上行(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表15: 企业经营状况指数反弹(%)



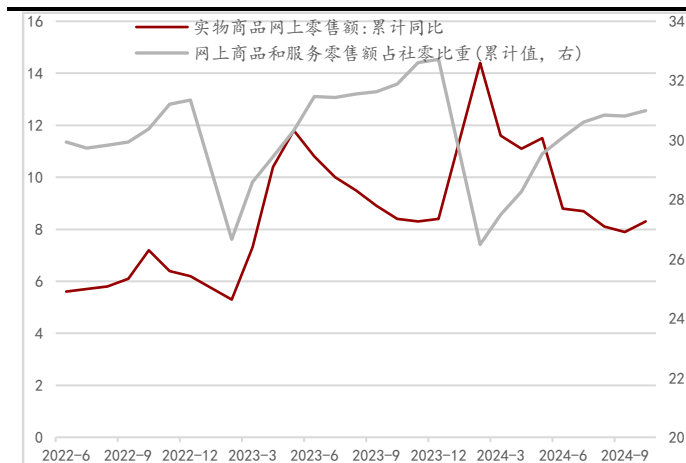
资料来源: Wind, 万联证券研究所



### 3 消费上行超出市场预期，政策拉动效果显现

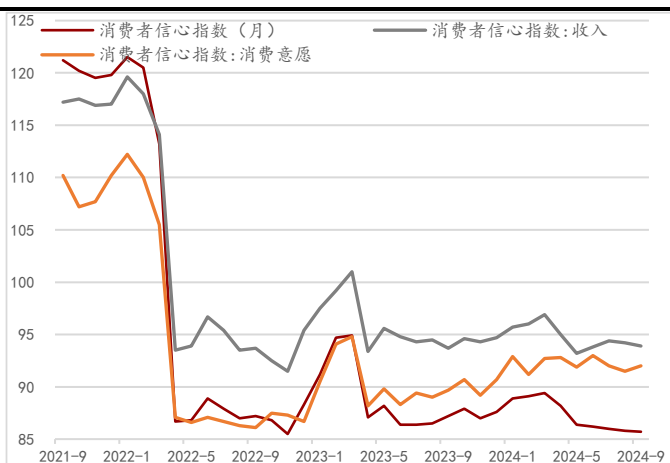
消费上行幅度超出市场预期，限额以上企业大幅上行，居民信心依然有待修复。10月，社会消费品零售总额同比增速由上月的3.2%上行为4.8%，市场预期3.9%；其中，除汽车以外的消费品零售增速由上月的3.6%上涨为4.9%；餐饮同比由上月的3.1%小幅上涨为3.2%；限额以上企业零售同比由上月的2.6%上涨为6.2%；城镇和乡村社会消费品零售总额同比分别由3.1%、3.9%上行为4.7%、4.9%，城镇消费修复边际提速，与乡村消费增速差距逐步缩窄。网上零售累计同比反弹上行，双十一促销活动提前带来一定拉动，网上商品和服务零售占社融比重保持上行。居民消费信心指数仍处低位，当前居民消费信心依然有待提振。

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

可选消费大多上行，双十一活动和以旧换新政策推升作用较强，家电消费受到明显提振。受海外原油价格下跌影响，石油制品增速回落，十一出行推动有限。双十一大促和以旧换新政策活动有效期叠加，平台和国家政策双重优惠下推动家电等产品补贴力度大幅提升，家电类消费增速大幅上行，家具类消费也明显抬升，双十一对化妆品类消费提振显著，降温和促销带动下，服装类增速大幅上行，通讯器材类在基数大幅走高下，依然保持上行。以旧换新政策补贴也拉动了汽车消费上行。金银珠宝类增速也有所上行，但金价延续高位部分抑制了相关需求。必选消费中，中西药品类回落幅度较大，部分受到高基数作用影响。粮油、食品类增速下行，饮料类增速小幅下滑，烟酒类增速小幅上行，十一宴请需求带来一定拉动，双十一促销活动带动下，日用品增速上行。

图表18: 消费分项同比增速表现(%)

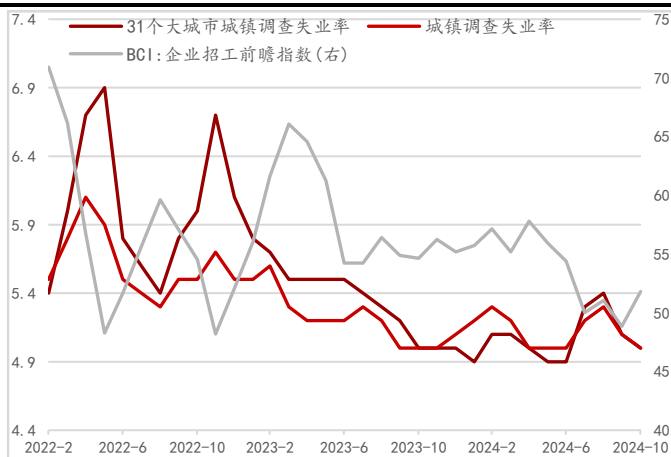
同比增速	按消费类型分: 限额以上单位商品零售增速					
	2024年10月	2024年9月	2023年10月	2023年9月	较上月变动	
粮油、食品类	10.1	11.1	4.4	8.3	↓	-1 必选消费
饮料类	-0.9	-0.7	6.2	8	↓	-0.2 必选消费
烟酒类	-0.1	-0.7	15.4	23.1	↑	0.6 必选消费
服装鞋帽、针、纺织品类	8	-0.4	7.5	9.9	↑	8.4 必选消费
日用品类	8.5	3	4.4	0.7	↑	5.5 必选消费
中西药品类	1.4	5.4	8.2	4.5	↓	-4 必选消费
餐饮	3.2	3.1	17.1	13.8	↑	0.1 可选消费
化妆品类	40.1	-4.5	1.1	1.6	↑	44.6 可选消费
金银珠宝类	-2.7	-7.8	10.4	7.7	↑	5.1 可选消费
文化办公用品类	18	10	7.7	-13.6	↑	8 可选消费
通讯器材类	14.4	12.3	14.6	0.4	↑	2.1 可选消费
石油及制品类	-6.6	-4.4	5.4	8.9	↓	-2.2 可选消费
汽车类	3.7	0.4	11.4	2.8	↑	3.3 可选消费
家用电器和音像器材类	39.2	20.5	9.6	-2.3	↑	18.7 可选消费(地产相关)
家具类	7.4	0.4	1.7	0.5	↑	7 可选消费(地产相关)
建筑及装潢材料类	-5.8	-6.6	-4.8	-8.2	↑	0.8 可选消费(地产相关)
社会消费品零售总额	4.8	3.2	7.6	5.5	↑	1.6 整体
限额以上企业消费品零售总额	6.2	2.6	8.7	5.2	↑	3.6 整体
除汽车以外社零	4.9	3.6	7.2	5.9	↑	1.3 整体

资料来源: Wind, 万联证券研究所

## 4 失业率稳步回落, 企业招工预期边际好转

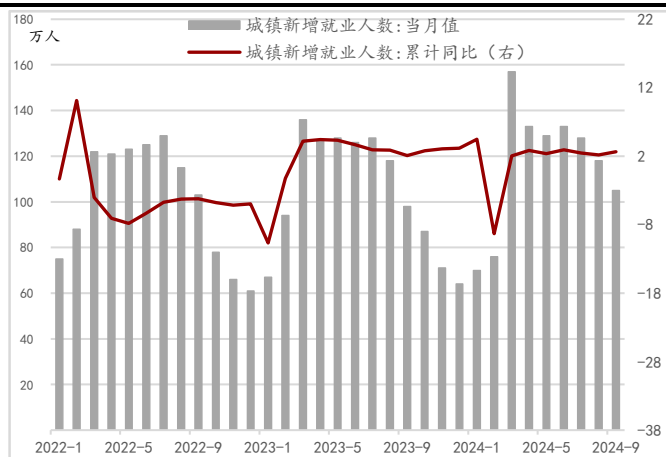
失业率稳步回落, 十一拉动服务业岗位需求, 年轻劳动力失业率持续下行, 企业招工预期反弹。城镇失业率较9月回落0.1个百分点至5.0%, 31个大城市城镇失业率由上月的5.1%下行至5.0%。从就业年龄结构来看, 数据更新至9月, 年轻劳动力人口就业率失业率高位回落, 但依然相对承压。外来农业户籍人口失业率从4.6%上行为4.7%, 十一长假拉升了服务业就业需求, 部分务工人员返乡, 外来人口失业率有所上行。就业人员平均工作时间由48.8小时/周回落为48.6小时/周。从BCI企业招工前瞻指数来看, 由48.8%反弹为51.8%, 企业对于招工预期边际好转。

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

**年内稳增长政策将逐步落地，经济仍将结构性好转。**前期稳经济政策陆续出台，经济已经出现边际改善，但房地产依然相对承压，年内随着资金到位，化债政策逐步发力，基建和制造业将为投资重要拉动项，消费有望延续修复，全年经济有望完成5%的目标增速。随着美国大选落地，中长期经济仍面临一定不确定性。

## 6 风险提示

海外政策变动超预期，地产和居民消费持续偏弱，我国政策出台和落地效果不及预期。

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：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