

万联晨会

2023年08月22日 星期二

概览

核心观点

【市场回顾】

周一A股两市缩量调整，截至收盘，沪指跌1.24%，深成指跌1.32%，北证50跌1.27%，创业板指跌1.60%。沪深两市成交额6781亿元，北向资金净卖出64.12亿元。申万行业方面，仅环保、通信、建筑装饰和计算机四个行业上涨，其余行业均下跌，非银金融、交通运输、电力设备领跌；概念板块方面，汽车拆解、算力租赁、土壤修复概念涨幅居前，PVDF、高压快充、共享单车概念跌幅居前。

【重要新闻】

【李强：大力发展数字经济核心产业 加快推动产业数字化转型】8月21日，国务院以“加快发展数字经济，促进数字技术与实体经济深度融合”为主题，进行第三次专题学习。李强指出，我国具有超大规模市场、海量数据资源、丰富应用场景等多重优势，数字经济发展具有广阔空间。要统筹发展和安全，发挥优势、乘势而上，着力打好关键核心技术攻坚战，大力发展数字经济核心产业，加快推动产业数字化转型，夯实数字经济发展的基础支撑能力，推动数字经济发展不断取得新突破。要加强跨部门协同和上下联动，提高常态化监管水平特别是增强监管的可预期性，持续完善数字经济治理体系，积极参与数字经济国际合作，为我国数字经济发展营造良好环境。

【财政部：合理加快财政支出进度 提升专项债券资金使用效益】2023年1-7月全国一般公共预算收入139334亿元，同比增长11.5%；支出151623亿元，增长3.3%。主要税收收入项目方面，国内增值税43578亿元，同比增长84.2%；个人所得税9027亿元，下降0.6%。财政部相关负责人表示，财政收入增长，除经济持续恢复、总体回升向好带动外，主要是去年4月份开始实施大规模增值税留抵退税政策、集中退税较多，拉低基数。受此影响，税收收入特别是国内增值税大幅增长，相应拉高财政收入增幅。为着力扩大有效需求，夯实经济回升基础，将合理加快财政支出进度，推动各项财税政策尽早落地见效。同时，加快地方政府专项债券发行使用，提升专项债券资金使用效益，引导带动社会投资。

研报精选

地产：房地产行业土地市场监测专题报告

消费：7月白酒销售额同比上行，贵州茅台加速增长

消费：7月啤酒线上销售额旺季承压，同比由负转正

国内市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,092.98	-1.24%
深证成指	10,320.39	-1.32%
沪深300	3,729.55	-1.44%
科创50	892.09	-1.34%
创业板指	2,084.97	-1.60%
上证50	2,475.09	-1.30%
上证180	7,977.00	-1.37%
上证基金	6,344.37	-1.16%
国债指数	204.32	0.08%

国际市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	34,463.69	-0.11%
S&P500	4,399.77	0.69%
纳斯达克	13,497.59	1.56%
日经225	31,565.64	0.37%
恒生指数	17,623.29	-1.82%
美元指数	103.30	-0.07%

主持人：刘馨阳

Email: liuxy1@wlzq.com.cn

芒果超媒 (300413): 23H1 业绩符合预期, 会员业务拓展有望带来新
增量

片仔癀 (600436): 片仔癀和安宫牛黄丸稳健增长, 化妆品业绩承压

核心观点

【市场回顾】

周一 A 股两市缩量调整，截至收盘，沪指跌 1.24%，深成指跌 1.32%，北证 50 跌 1.27%，创业板指跌 1.60%。沪深两市成交额 6781 亿元，北向资金净卖出 64.12 亿元。申万行业方面，仅环保、通信、建筑装饰和计算机四个行业上涨，其余行业均下跌，非银金融、交通运输、电力设备领跌；概念板块方面，汽车拆解、算力租赁、土壤修复概念涨幅居前，PVDF、高压快充、共享单车概念跌幅居前。

【重要新闻】

【李强：大力发展数字经济核心产业加快推动产业数字化转型】8月21日，国务院以“加快发展数字经济，促进数字技术与实体经济深度融合”为主题，进行第三次专题学习。李强指出，我国具有超大规模市场、海量数据资源、丰富应用场景等多重优势，数字经济发展具有广阔空间。要统筹发展和安全，发挥优势、乘势而上，着力打好关键核心技术攻坚战，大力发展数字经济核心产业，加快推动产业数字化转型，夯实数字经济发展的基础支撑能力，推动数字经济发展不断取得新突破。要加强跨部门协同和上下联动，提高常态化监管水平特别是增强监管的可预期性，持续完善数字经济治理体系，积极参与数字经济国际合作，为我国数字经济发展营造良好环境。

【财政部：合理加快财政支出进度 提升专项债券资金使用效益】2023年1-7月全国一般公共预算收入 139334 亿元，同比增长 11.5%；支出 151623 亿元，增长 3.3%。主要税收收入项目方面，国内增值税 43578 亿元，同比增长 84.2%；个人所得税 9027 亿元，下降 0.6%。财政部相关负责人表示，财政收入增长，除经济持续恢复、总体回升向好带动外，主要是去年 4 月份开始实施大规模增值税留抵退税政策、集中退税较多，拉低基数。受此影响，税收收入特别是国内增值税大幅增长，相应拉高财政收入增幅。为着力扩大有效需求，夯实经济回升基础，将合理加快财政支出进度，推动各项财税政策尽早落地见效。同时，加快地方政府专项债券发行使用，提升专项债券资金使用效益，引导带动社会投资。

分析师 刘馨阳 执业证书编号 S0270523050001

研报精选

房地产行业土地市场监测专题报告 ——房地产行业深度报告

行业核心观点：

2023 年以来房地产行业土地市场供应和成交规模仍处于收缩状态，但是溢价率明显提升，房企更加聚焦于核心城市，高能级城市土地出让金占比提升，国央企仍居主导地位，同时民营房企拿地占比有所提升，拿地的民营房企更趋多元化，头部房企拿地更加谨慎，行业低谷期有能力并保持较高拿地强度的房企未来有望实现销售规模快速增长，但在行业红利消退下预计难以实现跨越式提升。当前在行业资金面较弱且仍需政策托底支持的背景下，土地市场的修复仍需持续关注销售市场的走向以及融资政策情况，建议关注财务稳健、销售表现较好、土储充足的国央企背景房企以及部分优质民营房企。

投资要点：

规则：随市场变化土拍规则不断优化。“两集中”供地模式逐渐淡化。随着房地产市场销售走弱，土地市场表现疲软，由自然资源部办公厅印发的《关于进一步规范住宅用地供应信息公开工作的通知》，提出“每次公开详细清单对应的拟出让时间段原则上

不少于3个月，详细清单内的地块，在公开的拟出让时间段内可以一次或多次发布出让公告”。此后“两集中”供地模式逐渐淡化。土拍政策持续优化调整。根据中指研究院整理的22城土拍相关政策情况来看，2023年以来的土拍政策相较2021年在持续优化中，土地市场持续低位运行，多城保证金比例调降、部分城市放开销售限价、采取竞自持以及竞配建城市数量均明显减少。同时，多城取消了“竞品质”，转向选择“定品质”。

1 整体：量缩价升，流拍率环比微降，高能级城市成交占比提升。根据中指研究院数据统计，2023H1，300城住宅用地成交规划建面为1.36亿平，同比-31.6%。从结构上来看，2023H1，300城中一线、二线、三四线城市土地出让金占比分别为21.2%、54.4%、24.4%，较上年同期分别变动+1.1pct、+1.8pct和-3.0pct。2023H1，300城住宅用地平均溢价率为6.7%，同比上升2.43pct，环比去年下半年提升了4.34pct。聚焦核心城市一定程度推升楼面均价，2023H1，300城住宅用地成交楼面价约为6994.4元/平，同比上涨16.7%。2023上半年300城流拍率环比微降，各能级城市表现分化。2023H1，300城住宅用地流拍率为14.1%，环比去年下半年下降0.1pct，同比下降5.6pct。其中，一线、二线、三四线城市2023年上半年土地流拍率分别为3.1%、7.8%、19.3%，环比去年下半年变动-1.9pct、-0.1pct、+2.1pct，同比变动分别为-1.9pct、-3.9pct、-6.3pct。

城市：聚焦核心城市，集中度上升，国央企仍居主导，多元化民营主体参与推升民营房企拿地占比。2023年上半年300城中土地成交规模前30的城市土地出让金规模合计为7747.97亿元，占300城总体土地成交金比重81.1%，同比提升2.5pct，环比去年下半年提升9.7pct；2023年1-7月22城央国企背景（含地方国资）房企拿地规模占比达到68%，较2022年下降11pct，民营房企占比达到27%，较2022年上升11pct，混合所有制背景房企拿地占比保持稳定。

房企：表现分化，民企呈新变化。民营房企拿地主体类型更加多元化。根据中指研究院拿地排行榜来看，央国企仍占主导地位，前30家企业中一半以上企业为央国企。民营房企拿地也出现了新的变化，第一类是千亿以上的大型房地产企业；第二类是多元化实业企业着力发展已有的房地产业务如伟星、亚伦房地产等；第三类是地方性中小房地产企业，如坤和集团、建杭置业等；第四类是部分主业非房地产的企业拿地为us业服务，如主题公园建设运营企业长隆集团与华润在广州长隆度假区附近拿地。TOP30中按照规模大小来分类，规模越小的房企拿地强度相对越大，行业低谷期有能力并保持较高拿地强度的房企未来有望实现销售规模快速增长，但在行业红利消退下预计难以实现跨越式提升。将2023年1-7月中指研究院权益拿地排行榜前30房企（同时可获得权益拿地和权益销售数据的企业23家），按照大于1000亿元、400-1000亿元以及小于400亿元的销售规模进行分类，其2023年1-7月权益拿地强度分别为19.3%、32.0%、40.4%。

风险因素：销售端修复不及预期、政策放松力度不及预期、房价超预期下跌、房企盈利能力大幅下降、数据统计偏误等。

分析师 潘云娇 执业证书编号 S0270522020001

7月白酒销售额同比上行，贵州茅台加速增长 ——白酒行业7月电商数据跟踪

行业核心观点：

7月三大电商平台（淘系、京东、拼多多）线上销售数据公布，白酒线上销售总体表现较好，高端品牌、龙头企业表现优异。7月白酒线上销售额同比增速上行，销售额32.68亿元，同比上升63.30%。从线上渠道对比来看，白酒行业中，京东和拼多多销售

额表现维持增长势头，淘宝销售额同比增速略乏力。三大电商中京东占比虽有所下滑，但仍占据主导地位。拼多多销售占比大幅增加，占比首次超越20%。从龙头线上渠道来看，茅台线上销售额同比增速创新高，五粮液同比增速有所扩大，分别同比+235.20%/+87.30%。总体来看，7月白酒线上销售表现较好。判断主要原因可能是：1) 去年低基数影响；2) 宴请、商务需求不断恢复；3) 白酒企业加强线上销售渠道拓展。当前白酒企业业绩增长确定性强，回款节奏较优，渠道韧性强，淡季积极消化库存。展望未来，随着政策发力，市场预期改善。下半年经济持续复苏将带动消费力增强；8月升学宴叠加下半年中秋、国庆双节动销有望加速白酒去库存化；白酒产量呈下降趋势，行业进入存量竞争、品牌化、品质化发展模式，行业集中度不断提高，高端化发展是未来白酒行业的主旋律。建议关注：回款节奏较优、中报超预期、下半年双节旺季预期表现较好的龙头企业，长期关注需求增长确定性和成长性较强的高端、次高端白酒龙头。

投资要点：

白酒线上销售额同比上行，茅五销量维持高增长。7月白酒三大电商线上销售总额为32.68亿元(YoY+63.30%)，其中京东仍为白酒线上销售主战场，占比56.93%；拼多多渠道占比大幅扩大，占比首次超越20%。淘系平台同比增速大幅放缓，销售额为6.98亿元(YoY+5.16%)。京东同比增速小幅下降，销售额为18.60亿元(YoY+75.30%)。拼多多同比增速较上月持续增长，销售额为7.10亿元(YoY+156.69%)。贵州茅台：线上销售总额为15.82亿元(YoY+235.20%)，线上销售额同比增速创近两年历史新高。淘系/京东/拼多多销售额分别为1.48/8.51/5.83亿元，占比分别为9.37%/53.79%/36.84%。拼多多销售额占比翻倍，再次反超淘系平台。五粮液：7月淘系平台与京东线上销售总额为4.14亿元(YoY+87.30%)，淘系平台和京东销售额分别为0.69和3.44亿元，占比分别为16.77%和83.23%，京东渠道优势明显。

茅五批价小幅波动，下半年双节有望迎来量价齐升。贵州茅台：继6月20年普飞批价上调后，7月20年普飞批价始终维持3050元/瓶；飞天散瓶价格先升后降，月初上涨至2850元/瓶，随后跌至2840元/瓶，较上月整体价格小幅下降。五粮液：7月初普五(八代)价格延续6月价格，随后下跌至960元/瓶。行业整体或于8月中下旬开启中秋国庆旺季备货，下半年的关键在于中秋国庆需求的旺盛程度及批价能否通过放量的压力测试，预计高端龙头的批价将保持坚挺，量价齐升的概率较高。

风险因素：1. 政策风险；2. 食品安全风险；3. 经济增速不及预期风险；4. 平台数据统计有误及统计不全风险。

分析师 陈雯 执业证书编号 S0270519060001

7月啤酒线上销售额旺季承压，同比由负转正
——啤酒行业7月电商数据跟踪

行业核心观点：

7月三大电商平台(淘系、京东、拼多多)线上销售数据公布，啤酒线上销售有所好转，部分啤酒龙头表现较好。啤酒线上销售额同比止住下跌趋势，同比增速由负转正至0.47%。从线上渠道对比来看，淘系线上销售额同比增速由负转正，京东、拼多多仍为负增长，同比跌幅持续扩大。在销售额占比中淘系平台占据主导地位，维持渠道优势。从龙头线上渠道来看，7月青岛啤酒线上销售额销售总额为0.56亿元(YoY-10.90%)同比大幅收窄，淘宝、京东销售额占比势均力敌。百威啤酒线上销售总额为0.71亿元(YoY-13.69%)，同比跌幅大幅扩大。在三大电商销售占比中，淘系平台占比最大，京东、拼多多紧随其后。总体来看，在暑期旅游、高温天气积极催化下，7月啤酒线上销售有所好转，但不及旺季预期。判断主要原因因为啤酒企业普遍面临去库存压力，且今年7月受台风降雨天气影响，北方降雨偏多不利于啤酒消费，导致啤酒旺季销售额承压。展望未来，从成本端看，恢复澳麦进口带来啤酒公司成本下降，有望

带动行业毛利率提升。另外随着后续极端天气减少、8月份气温逐步回升，啤酒销量有望迎来动销加速。产业高端化进程延续，规范化进程持续推进，长期向好趋势明确。建议关注：高端现饮修复带来的结构提升和价格回暖情况；短期受益于气温升高以及餐饮恢复，产品结构高端化、长期边际向好的啤酒龙头。

投资要点：

1 啤酒线上销售额旺季承压，龙头企业销量同比仍为负增长。7月三大电商啤酒销售总额为5.20亿元（YoY+0.47%）。淘系线上销售额同比增速由负转正，京东、拼多多同比增速仍为负增长。其中，淘系平台/京东/拼多多线上销售额分别为2.80/2.01/0.39亿元，YoY分别为27.60%/-16.20%/-33.00%。青岛啤酒：淘系与京东线上销售总额为0.56亿元（YoY-10.90%），淘系平台/京东销售额分别为0.28/0.28亿元，占比分别为50.41%/49.59%。百威啤酒：三大电商线上销售总额为0.71亿元（YoY-13.69%），淘系平台/京东/拼多多销售额分别为0.37/0.29/0.05亿元，占比分别为52.63%/40.84%/6.53%。7月啤酒销量旺季承压，主要系同期高基数、去二季度渠道库存以及极端台风降雨天气的影响。

风险因素：1. 政策风险；2. 食品安全风险；3. 经济增速不及预期风险；4. 平台数据统计有误及统计不全风险。

分析师 陈雯 执业证书编号 S0270519060001

23H1 业绩符合预期，会员业务拓展有望带来新增量

——芒果超媒（300413）点评报告

报告关键要素：

公司2023H1实现营业收入66.89亿元（YoY-0.37%），归母净利润12.51亿元（YoY+5.04%），扣非后归母净利润11.74亿元（YoY+7.19%），经营活动产生的现金流量净额10.33亿元。2023Q2实现营业收入36.33亿元（YoY+1.18%，QoQ+18.86%），归母净利润7.06亿元（YoY+3.29%，QoQ+29.50%），扣非后归母净利润6.55亿元（YoY+5.39%，QoQ+25.96%）。

投资要点：

1 广告业务降幅显著缩窄，会员、运营商业务稳健发展。从核心业务来看，芒果TV互联网视频业务（广告+会员+运营商业务）微幅下滑，实现营业收入51.41亿元（YoY-1.65%）。1）广告方面：由于整个消费市场和广告行业呈缓慢复苏态势，部分广告主对营销预算投放仍然相对谨慎，公司凭借《乘风2023》、《声生不息宝岛季》等头部综艺节目招商，互联网广告业务呈现边际改善态势，营收同比降幅显著缩窄，下降17.23%至17.90亿元，未来伴随着行业复苏，公司依托不断稳固的综艺优势，通过补强剧集，强化营销效果和算法优化，有望打开广告业务增长空间；2）会员方面：公司依托《去有风的地方》《乘风2023》等优质IP推出全年大剧点映、专享综艺抢先看、参与节目现场录制等会员专属权益，不断提升会员拉新、用户粘性和长周期用户占比针对，实现营收19.61亿元（YoY+5.54%），8月份，芒果TV与淘宝天猫正式达成合作，淘宝天猫88VIP会员新增芒果TV会员年卡权益，看好此次合作给公司带来的收入增量；3）运营商业务方面：依托三大运营商，持续深化大屏业务全国布局，加大内容创新等领域深度合作，实现营收13.89亿元（YoY+15.18%）。

1 综艺、剧集持续发力，以内容优势带动发展优势。1）综艺方面，公司拥有48个综艺节目制作团队，2023年上半年上线39部综艺，根据云合数据显示，综N代《乘风

2023》、《大侦探 8》、《声生不息宝岛季》入选 2023H1 网络综艺有效播放 TOP10，创新综艺《女子推理社》及“小而美”综艺《快乐的大人》等实现口碑、热度双丰收；2）剧集方面，公司拥有 22 个影视制作团队和 36 家“新芒计划”战略工作室，在影视剧及微短剧双向发力，共推出 64 部。《去有风的地方》热度口碑双丰收，得到海内外权威媒体高度评价。

1 小芒电商高速发展，积极探索 AIGC 内容应用落地。小芒电商通过坚持“新潮国货内容电商平台”定位，通过强化与芒果生态圈层整体联动，背靠芒果独有综艺 IP，打造核心垂直产品，2023 年上半年成交总额已超过去年全年，继续保持高速发展态势；同时公司充分发挥丰富的应用场景优势，从赋能内容生产、助力降本增效、创新用户交互等方面，积极探索前沿技术落地应用与业态创新。例如开发 AIGC 视频自动拆条技术，大幅提升二创内容生产效率；通过虚拟拍摄与 VR 技术相结合制作《全员加速中 2023》；推出《大宋少年志 2》AI 角色拟人化产品，建立 AI 社交系统，试水 AI 聊天付费场景，看好公司后续更多 AIGC 等新技术落地应用场景。

1

1 盈利预测与投资建议：公司上半年发展符合我们预期，维持此前的盈利预测，预计 2023-2025 年实现营业收入 158.90/182.46/205.68 亿元，归母净利润分别为 22.85/27.78/32.75 亿元，EPS 为 1.22/1.48/1.75 元，对应 8 月 18 日收盘价，对应 PE 为 23.93X/19.68X/16.69X，维持“增持”评级。

1

风险因素：政策监管不确定性、会员增速滞缓、内容表现不及预期、新业务拓展不及预期、人才流失等风险。

分析师 夏清莹 执业证书编号 S0270520050001

片仔癀和安宫牛黄丸稳健增长，化妆品业绩承压 ——片仔癀（600436）点评报告

报告关键要素：

2023 年 8 月 18 日公司发布 2023 年半年报。2023H1，公司实现营业收入 50.45 亿元（+14.08%），归母净利润 15.41 亿元（+17.23%），扣非归母净利润 15.77 亿元（+19.80%），经营活动产生的现金流量净额 13.69 亿元（-74.49%）。

投资要点：

1 肝病用药实现收入 22.51 亿元，同比增长 14.29%。公司肝病用药收入主要由片仔癀锭剂&胶囊剂贡献，2023 年 5 月公司公告片仔癀国内供应价格上调约 170 元/粒，海外市场供应价格相应上调约 35 美元/粒。我们首次覆盖报告中通过分析历史提价对销量影响发现，全渠道（包括各直营，经销渠道）均价年复合增速 5%不影响销量两位数复合增长。在公司对片仔癀合理提价下，我们预期片仔癀有望实现量价齐升，推动公司业绩增长。

1 心脑血管用药实现收入 1.96 亿元，同比增长 59.26%。公司心脑血管产品主要为安宫牛黄丸等，受益于心脑血管行业赛道优势、公司原材料壁垒以及品牌拉动等驱动力，公司安宫牛黄丸市场潜力大，有望成为公司新的增长引擎。

1 化妆品业务实现收入 2.73 亿元，同比增长-21.91%。2020 年，公司启动控股子公司福建片仔癀化妆品有限公司的分拆上市项目，2022 年 5 月完成销售业务端的转移，实现研发和销售的业务独立，2023 年上半年正在梳理 IPO 尽职调查问题，推进股份制改造流程。受到子公司分拆上市进展的影响，化妆品业务业绩有所承压。

1 提价有望拉动毛利率，费用端优化。1）毛利率：2023H1，公司毛利率为 47.08%（同比下降 0.6pct），肝病用药毛利率为 77.71%（同比下降 2.78pct），心脑血管用药毛

利率为 40.15% (同比下降 7.48pct)，主要是因为公司核心大单品片仔癀和安宫牛黄丸上游原材料为稀缺中药材，原材料价格上涨带来成本端压力增加。但公司积极储备原材料，同时具备终端提价权，未来有望逐步减弱成本端压力。

2) 费用端：2023H1, 公司销售费用率为 4.84% (同比下降 1.48pct)，主要是“促销、业务宣传及广告费”减少所致；管理费用率为 3.27% (同比下降 0.32pct)，财务费用率为-0.27%，三项费用率合计为 7.84% (同比下降 1.80%pct)。研发费用率为 2.30% (同比下降 0.19pct)。

1 盈利预测与投资建议：公司核心产品片仔癀具备稀缺性，新产品安宫牛黄丸和业务梳理后的化妆品业务有望成为公司新的增长驱动力。预计 2023/2024/2025 年收入为 109.41 亿元/124.22 亿元/148.09 亿元，对应归母净利润 34.01 亿元/37.90 亿元/45.03 亿元，对应 EPS5.64 元/股、6.28 元/股、7.46 元/股，对应 PE 为 50.19/45.03/37.91 (对应 2023 年 8 月 18 日收盘价 282.9 元)，维持“买入”评级。

1 风险因素：利好政策不达预期风险、原材料供给不足风险、研发不达预期风险

分析师 黄婧婧 执业证书编号 S0270522030001

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

本报告由万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本晨会纪要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本公司的当然客户。

本晨会纪要是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本晨会纪要所载资料、意见及推测不一致的研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本晨会纪要中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本晨会纪要所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本晨会纪要中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本晨会纪要中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本晨会纪要主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为万联证券股份有限公司研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经我方许可而引用、刊发或转载本报告的，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