

追逐目标增速的经济，仍需政策发力

——3月经济数据点评

2022年04月19日

- **事件：**工业增加值累计同比 6.5%，环比 0.39%。固定资产投资累计同比 9.3%。社会消费品零售总额累计同比 3.3%，整体回落。
- **国内疫情和海外地缘政治风险影响下，GDP 增速放缓，工业产能利用率回落。**一季度经济受到内外多重考验，第三产业回落相对更大。国内疫情频发和防控政策影响下，部分城市的企业面临开工、成本和用工压力，工业产能利用率较 2021 年四季度回落。
- **工业生产增速放缓，采矿业持续上行，制造业、电力燃气供应回落，下游部分产业链生产放缓。**原煤生产保持增长，煤炭自产、保供量增加，水泥和钢材产量跌幅收窄，化纤、有色产量同比上行。制造业中下游整体回落，设备制造业生产减速，下游的汽车、集成电路、微电子计算机增速放缓。汽车产业链生产部分受到上海疫情防控影响。
- **投资整体回落，商品房销售行情遇冷，新开工面积加速下滑。**房企资金来源持续收紧压力下，开工和拿地持续放缓，年后房地产销售持续遇冷。居民收入和购房意愿阶段性受到疫情影响，房地产投资短期尚未见底。政策持续放开，但居民信心尚未修复，未来有待更多居民按揭贷的利好释放，并给与新市民更多优惠。
- **基建投资进入上行通道，制造业投资增速回落。**专项债等资金支持下，基建有望成为投资端重要支撑项。从分项来看，电力建设的提速，仍是基建的主要推力之一。制造业部分受到疫情的干扰，阶段性回落，中小企业受到成本高企、疫情影响更大。
- **消费显著回落，服务业生产指数下行。餐饮收入失速下跌，疫情防控和防控政策下，收入不确定增加，居民消费意愿回落。**扣除价格因素，消费回落幅度更大。可选消费整体下跌，房地产下游行业消费持续下行，必选消费的食品饮料、药品消费增速反弹上行。防控政策下，物流受阻，线下和线上消费均将受创。疫情地区部分蔬菜和水果等价格供给压力下，价格也有所上行。
- **失业率持续攀升，疫情对大城市就业干扰较大。**上海、深圳等城市就业带来冲击。25-59 岁失业率持续攀升，16-24 岁失业率也有所增长，应届生就业季受到疫情影响，企业招聘或有所延迟。
- **服务、消费、房地产销售受到较大影响，部分产业链生产也带来一定干扰，后续经济和市场仍需政策呵护。**疫情给一季度经济带来阶段性的拖累，一季度 GDP 增速较全年 5.5% 的目标仍有一定距离，房地产投资尚未见底，宽信用、宽财政仍将持续发力。复工复产节奏和防止疫情扩散至其他城市，依然是工业增速修复的关键。俄乌冲突、欧美制裁、疫情加剧、美联储加速降息缩表等多方面压力下，宽货币仍将为宽信用保驾护航，但幅度受到约束。

分析师：徐飞

执业证书编号：S0270520010001

电话：021-60883488

邮箱：xufei@wlzq.com.cn

研究助理：于天旭

电话：17717422697

邮箱：yutx@wlzq.com.cn

相关研究

疫情和海外干扰下，“殊途”的 PPI 和 CPI
 疫情、外部扰动下，经济景气度回落
 经济超预期下的“冷热不均”

正文目录

事件.....	3
1 经济增速符合预期，疫情带来一定拖累.....	3
2 工业生产增速放缓，制造业增速回落.....	3
3 投资：基建持续增长，房地产投资仍处下行通道.....	6
3.1 房地产投资持续回落，销售、新开工数据较差.....	6
3.2 稳增长下，基建投资持续上行.....	7
3.3 制造业投资边际回落，高技术业仍处高位.....	8
4 消费显著回落，疫情冲击较大.....	8
5 就业持续走弱，疫情带来就业压力增加.....	10
6 风险提示.....	11
图表 1: GDP 环比增速较 2021 年四季度下行 (%).....	3
图表 2: 一季度工业产能利用率回落 (%).....	3
图表 3: 工业增加值 3 月增速边际回落 (%).....	4
图表 4: 原煤产量保持增长，汽车产量放缓 (%).....	4
图表 5: 出口交货值年后回落，仍具韧性(亿元, %).....	4
图表 6: 下游汽车制造业增速回落 (%).....	4
图表 7: 制造业上中下游当月、累计同比增速 (%).....	5
图表 8: 服务业受疫情影响显著回落 (%).....	5
图表 9: 服务业活动预期指数大幅下跌 (%).....	5
图表 10: 房屋新开工快速下行 (%).....	6
图表 11: 商品房销售回落，库存仍处高位 (%).....	6
图表 12: 资金来源持续收紧 (%).....	7
图表 13: 土地购置面积大幅走弱 (%).....	7
图表 14: 基建投资增速持续上行 (%).....	8
图表 15: 电力、热力及水的生产供应业上行最快(%).....	8
图表 16: 制造业投资增速上行 (%).....	8
图表 17: 企业经营状况指数转好 (%).....	8
图表 18: 房地产下游部分行业消费依然偏弱 (%).....	9
图表 19: 消费者信心指数回落.....	9
图表 20: 消费分项同比增速表现 (%).....	10
图表 21: 疫情带来就业压力增加 (%).....	10
图表 22: 失业率持续上行，大城市失业率增加 (%).....	10

事件

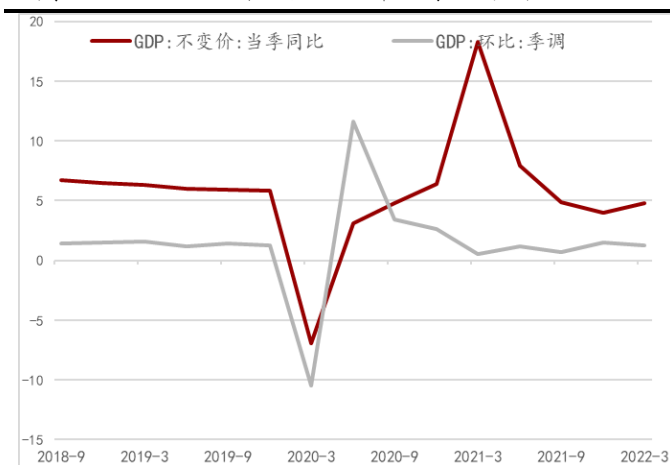
2022年一季度，GDP不变价同比增速4.8%，环比增长1.3%。工业增加值累计同比增速由7.5%降为6.5%，环比由0.51%放缓为0.39%。固定资产投资累计同比增速为9.3%，上月为12.2%，其中制造业和房地产投资分别由20.9%、3.7%回落为15.6%、0.7%，基建投资由8.61%继续上行为10.48%。社会消费品零售总额累计同比由6.7%回落为3.3%，当月同比-3.5%。

1 经济增速符合预期，疫情带来一定拖累

GDP增速下滑，工业产能利用率回落，国内疫情和海外地缘政治风险影响下，经济增速放缓。初步核算，一季度GDP按不变价格计算，同比增长4.8%，比2021年四季度环比增长1.3%。2021年全年两年平均增速为5.1%。分产业看，第一产业同比增长6.0%；第二产业同比增长5.8%；第三产业同比增速4.0%。地缘政治影响下，能源、有色、农产品等大宗商品价格整体上行，国内疫情频发和防控政策影响下，部分城市开工和线下消费、服务受到影响，企业端也面临开工、成本和用工压力。

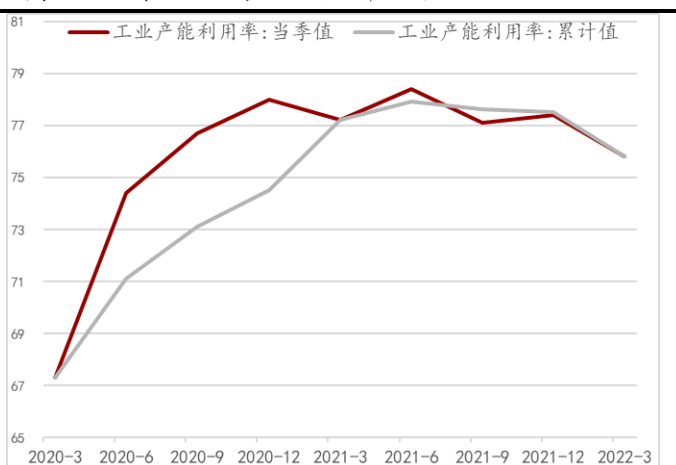
稳增长下，基建资金支持力度较大，房地产政策持续放松，政策对科创和中小企业的扶持力度较大。一季度经济受到内外多重考验，政策频繁为中小企业和科创企业让利，稳增长下对于基建和房地产政策支持力度较大。

图表1: GDP环比增速较2021年四季度下行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表2: 一季度工业产能利用率回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

2 工业生产增速放缓，制造业增速回落

工业生产增速回落，春节后生产并未迎来显著提速，同环比均放缓。3月，工业增加值当月同比增速为5.0%，市场预期5.1%，较1-2月累计同比的7.5%有所放缓，环比增速由2月的0.51%下行为0.39%。全社会用电量同比降至3.5%。

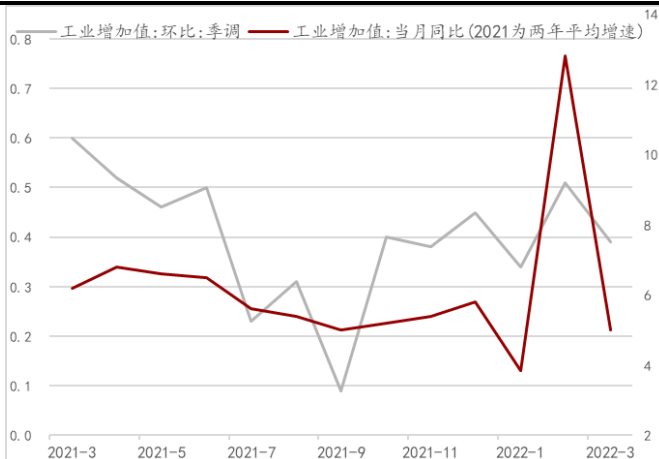
采矿业增速持续上行，制造业、电力、燃气及水的生产和供应业增速回落，下游部分产业链生产放缓。原煤生产保持增长，煤炭保供政策持续发力，主要产煤区挖潜扩能

小幅回落。水泥和

钢材产量跌幅收窄，化纤、有色产量同比上行。分大类看，3月，采矿业同比较1-2月

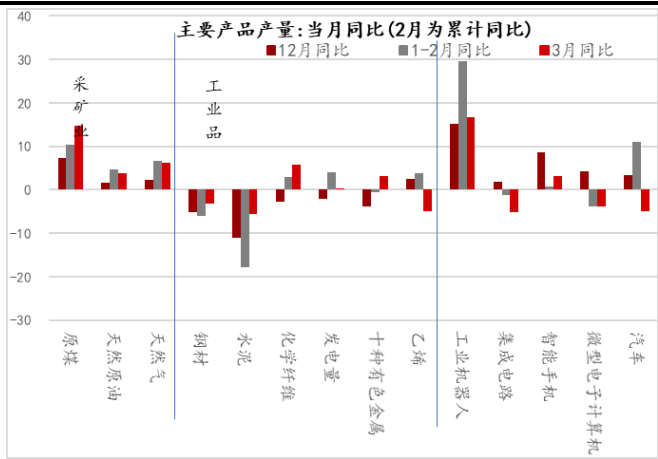
的9.8%继续上行为12.2%，原煤产量同比增速14.8%，较1-2月份加快4.5个百分点，进口煤炭数量同比由-14.0%跌幅扩大至-39.9%，部分受到全球煤炭价格持续上行的影响，进口增速放缓。受到地缘政治等风险因素的影响，我国能源类产品自产、保供量增加。制造业同比由1-2月的7.3%回落为4.4%；高技术产业同比由14.4%回落为13.8%。电力、燃气及水的生产和供应业同比由6.8%回落至4.6%。下游的汽车、集成电路、微电子计算机增速放缓。

图表3: 工业增加值3月增速边际回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

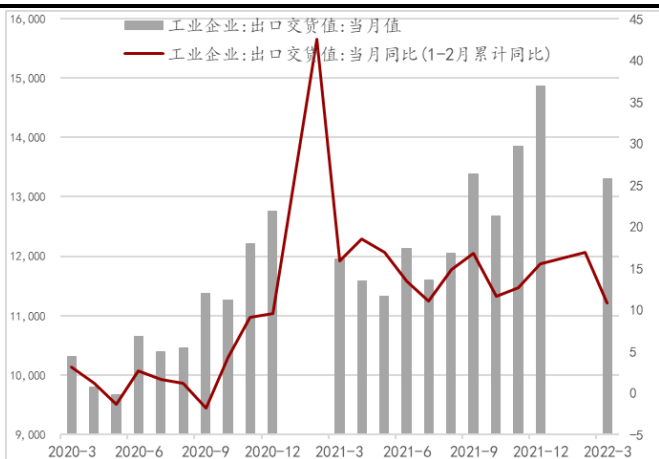
图表4: 原煤产量保持增长, 汽车产量放缓 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

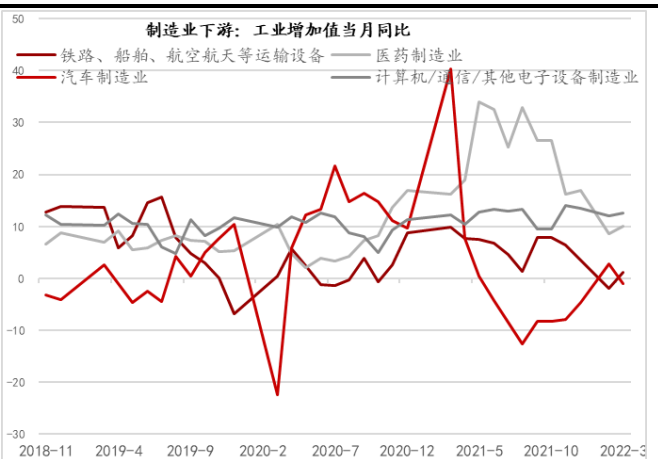
制造业增速放缓，中下游整体回落，汽车制造业回落幅度相对最大。3月当月增速对比1-2月累计同比来看，大多行业增速回落，中下游行业回落幅度要快于上游。上游黑色、有色、非金属矿物冶炼加工生产增速上行；中游设备制造业整体回落，通用设备制造业下跌幅度最大，增速转负，电器机械及器材制造业也转为回落；下游汽车制造业下行幅度最大，增速转负，汽车产业链生产部分受到上海疫情防控影响。

图表5: 出口交货值年后回落, 仍具韧性(亿元, %)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表6: 下游汽车制造业增速回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

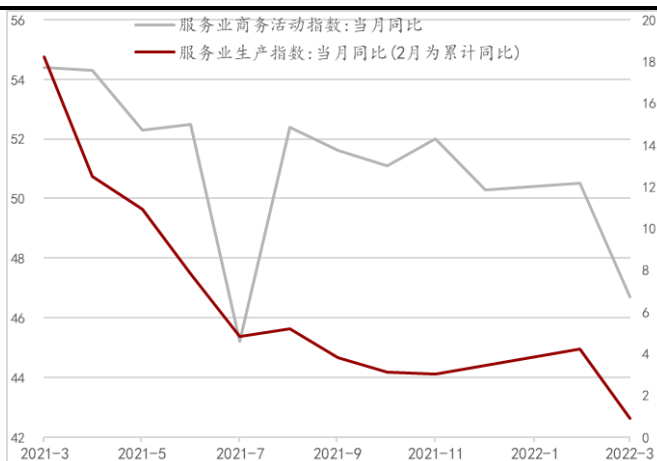
图表7: 制造业上中下游当月、累计同比增速 (%)

制造业具体行业	当月同比 (%)		累计同比 (%)				3月当月减1-2月累计
	2022年3月	2021年3月	2022年3月	2022年2月	3-2月累计同比	2021年3月	
上游 化学原料和化学制品制造业	3.00	11.90	4.70	5.90	-1.20	21.10	-2.90
上游 橡胶和塑料制品业	0.80	14.80	1.50	2.00	-0.50	32.70	-1.20
上游 非金属矿物制品业	1.60	24.50	1.40	1.30	0.10	33.90	0.30
上游 黑色金属冶炼及压延加工业	-1.60	12.30	-2.40	-2.90	0.50	16.40	1.30
上游 有色金属冶炼及压延加工业	6.20	5.90	5.10	4.40	0.70	14.30	1.80
上游 金属制品业	2.10	22.50	4.90	6.80	-1.90	40.20	-4.70
中游 通用设备制造业	-0.70	20.20	2.60	5.00	-2.40	39.90	-5.70
中游 专用设备制造业	7.60	17.90	8.20	8.80	-0.60	37.20	-1.20
中游 船舶、航空航天和其他运输设备制	1.10	9.80	2.90	4.20	-1.30	27.20	-3.10
中游 电气机械及器材制造业	10.60	24.10	12.40	13.60	-1.20	45.30	-3.00
中游 农副食品加工业	6.10	8.30	6.40	6.50	-0.10	15.20	-0.40
中游 纺织业	0.70	7.50	3.20	4.90	-1.70	22.50	-4.20
下游 食品制造业	3.80	6.30	6.00	7.40	-1.40	17.40	-3.60
下游 医药制造业	10.10	16.20	11.80	12.90	-1.10	28.50	-2.80
下游 汽车制造业	-1.00	40.40	4.00	7.20	-3.20	55.10	-8.20
下游 计算机、通信和其他电子设备制造业	12.50	12.20	12.70	12.70	0.00	30.00	-0.20

资料来源: Wind, 万联证券研究所

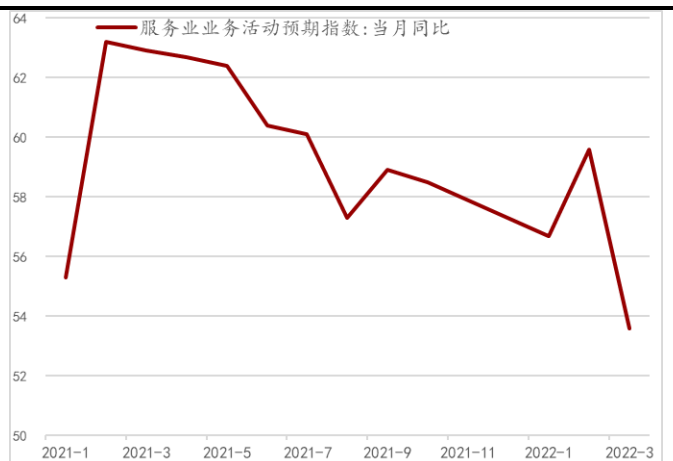
服务业生产指数显著回落, 疫情影响下, 线下消费和服务仍将表现疲弱。服务业生产指数3月累计同比由4.2%下滑为2.5%, 当月同比降至0.9%。服务业活动预期指数大幅下跌, 处于2020年2月以来的低点。疫情防控下, 线下服务和消费走弱。4月上海依然受到封控影响, 部分城市也散点式出现疫情, 服务业预期4月表现依然仍将受到冲击。

图表8: 服务业受疫情影响显著回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表9: 服务业活动预期指数大幅下跌 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

本月工业生产放缓, 受到疫情影响, 服务业表现显著回落, 制造业增速放缓。上游在保供政策和稳增长需求带动下, 保持增长, 制造业中下游整体回落, 出口进入回落通道, 但依然保持韧性。3月以来, 面临俄乌冲突、欧美制裁、疫情多重因素影响, 内需走弱显现, 未来经济依然承压。

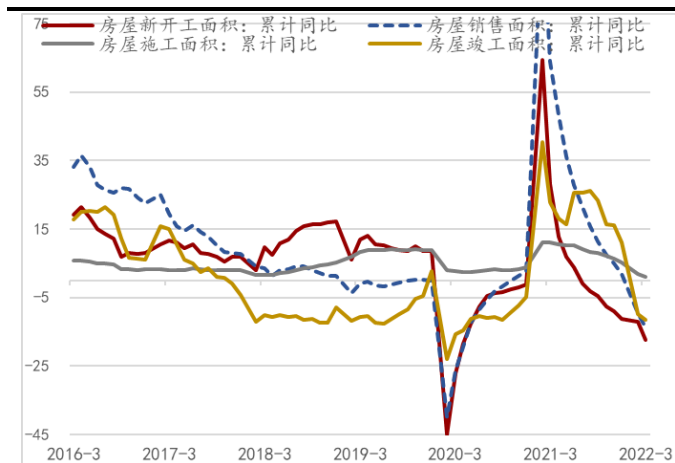
3 投资：基建持续增长，房地产投资仍处下行通道

固定资产投资增速回落，基建依然保持增长，制造业投资增速高位，房地产投资延续走弱。1-3月，固定资产投资累计同比增速9.3%，前值12.2%。其中，房地产开发投资累计同比增速回落3个百分点至0.7%，我们测算的当月同比回落6.06个百分点至-2.39%；基建累计同比增速继续上行1.87个百分点至10.48%，当月同比上行3.18个百分点至11.79%，基建（不含电力）累计同比增速上行0.4个百分点至8.5%，当月同比上行0.68个百分点至8.78%；制造业累计同比增速回落5.3个百分点至15.6%，当月同比回落8.96个百分点至11.94%。民间固定资产投资回落3个百分点至8.4%。

3.1 房地产投资持续回落，销售、新开工数据较差

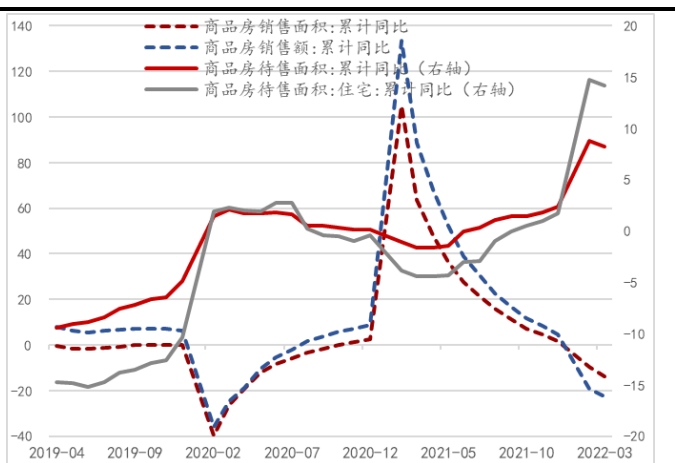
房地产投资持续走弱，商品房销售行情遇冷，新开工面积加速下滑，竣工增速显著回落，施工为主要支撑。房地产投资增速由3.7%继续回落为0.7%。细分项来看，新开工增速加速下行，由-12.2%回落为-17.5%，竣工增速也继续回落，仅施工保持正增，但增速也小幅放缓。房企为加速回款以及提振市场信心，施工依然为主要支撑项，资金收缩压力下，开工和拿地持续放缓。商品房销售成交疲弱，房地产库存消化周期拉长。房屋销售面积由-9.6%继续下跌至-13.8%，商品房销售额从-19.3%下行为-22.7%，房地产销售“量”的跌幅相对“价”更大。居民购买力和就业受疫情影响，房地产销售放缓，3月上海等受到疫情影响，房地产销售阶段性失速下跌。从中期来看，一线城市需求和购买力相对最为坚挺，预期房地产市场销售将轮动企稳，三四线城市仍需较长时间周期。

图表10: 房屋新开工快速下行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表11: 商品房销售回落, 库存仍处高位 (%)



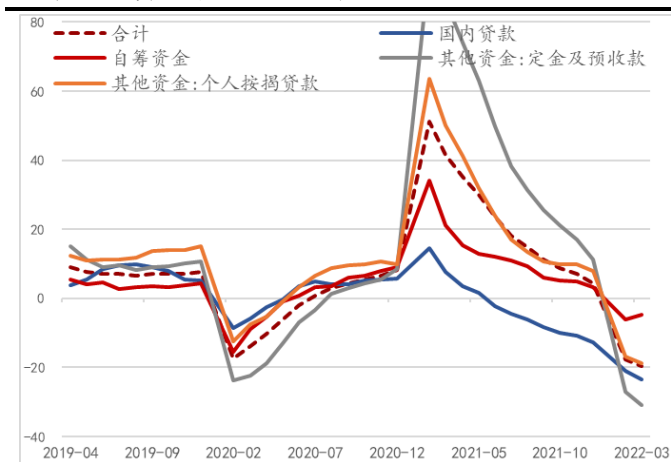
资料来源: Wind, 万联证券研究所

房企资金来源持续收紧，销售疲弱拖累延续。房地产开发资金来源增速-17.7%继续回落为-19.6%，其中，个人定金及预收款依然是回落速度最快的分项，年后房地产销售持续遇冷带来较大资金压力。而本月房企的自筹资金反弹上行。在经济放缓和疫情带来收入、就业不确定性增加的背景下，居民购房意愿低迷。多城市陆续开放了限购、销售、贷款优惠，短期对销售提振效果有限，从中期来看，房地产下行的态势或部分缓解。未来有待更多利好政策出台。

“集中供地”影响拿地节奏，一季度土地成交整体低迷。房企拿地节奏受到“集中供地”政策影响，上海、青岛、福州、合肥等一、二城市陆续推出了今年首批集中供应地块。成交规模在三月环比转好，但受到疫情反复、金融市场波动较大和地缘政治风险加剧等内外部因素影响，土地市场依然偏冷，热门地块更受追捧，部分土地遭遇流拍。

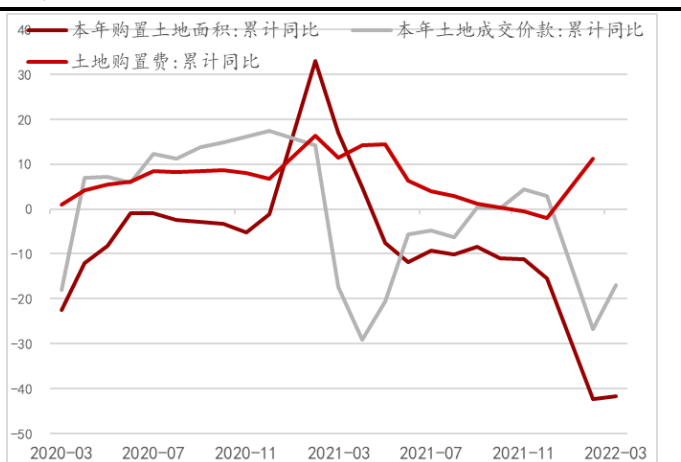
房地产投资短期尚未见底，细分数据表现仍弱，政策有望继续发力。政策大力发展保障性租赁住房建设，相关金融支持力度增强；需求端政策也逐步释放利好，多城限贷、限售政策松绑，首付占比和贷款利率上也给出优惠，但当前居民信心和购房意愿尚未修复，未来有待更多居民按揭贷的利好释放，刺激居民购房消费，并给与新市民更多优惠。稳增长和宽信用下，房地产投资不会缺位。从当前数据来看，销售、新开工、拿地等指标表现较差，与房地产投资数据小幅偏离，未来增速的稳定性有待观望。

图表12: 资金来源持续收紧 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表13: 土地购置面积大幅走弱 (%)

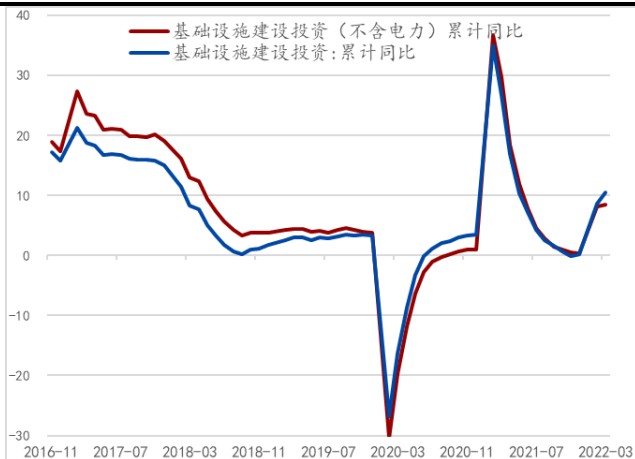


资料来源: Wind, 万联证券研究所

3.2 稳增长下，基建投资持续上行

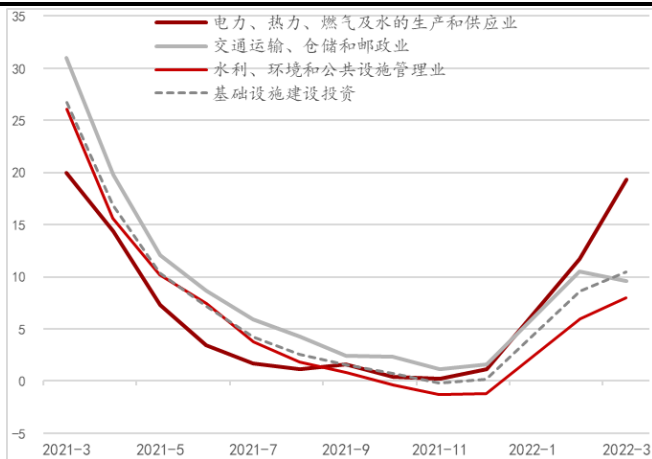
基建投资进入上行通道，专项债等资金支持下，有望成为投资端重要支撑项。基建投资累计同比增速由2月的8.61%继续上行至10.48%，包含电力的基建速度相对更快，电力建设的提速，仍是基建的主要推力之一。从细分项来看，电力、热力、燃气及水的生产和供应业保持领跑，交通运输、仓储和邮政业边际回落。疫情虽然也给基建带来一定影响，但对消费、服务业影响更大。微观数据上，水泥、钢材等基建消耗商品产量也有所上行，当前基建尚未完全发力，二季度有望持续托举经济。

图表14: 基建投资增速持续上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表15: 电力、热力及水的生产供应业上行最快 (%)

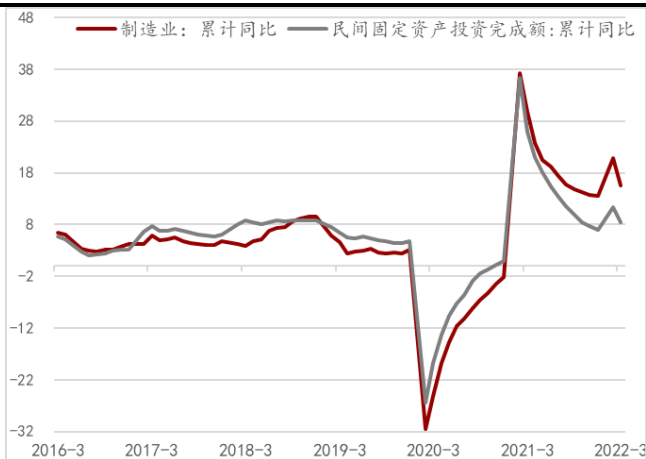


资料来源: Wind, 万联证券研究所

3.3 制造业投资边际回落，高技术业仍处高位

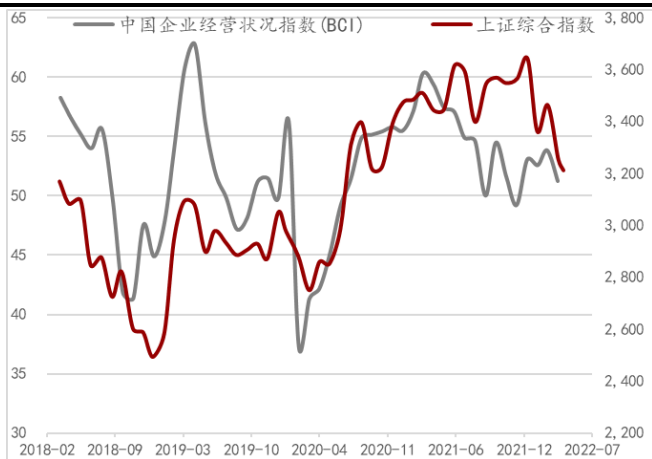
制造业投资本月也明显反弹，高技术产业依然领跑。制造业投资由上月的20.9%下行至15.6%，民间固定资产投资累计增速由11.4%回落为8.4%，高技术产业累计增速由34.4%下跌为27%，仍处于高位。制造业增速阶段性受到疫情干扰。中小企业受到成本高企、疫情影响更大。

图表16: 制造业投资增速上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表17: 企业经营状况指数转好 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

4 消费显著回落，疫情冲击较大

消费增速显著回落，扣除价格因素回落幅度更大，餐饮收入失速下跌。疫情给消费带来较大冲击。3月，社会消费品零售总额同比增速由上月的6.7%回落为-3.5%，市场预期-0.8%；扣除价格因素，社会消费品零售总额实际增速由上月的4.9%回落为-6.04%；其中，除汽车以外的消费品零售增速由上月的7%下跌至-3%。限额以上企业由9.1%回

疫情和防控政策下，居民消费被显著削弱，收入不确定增加，居民消费意愿回落。受

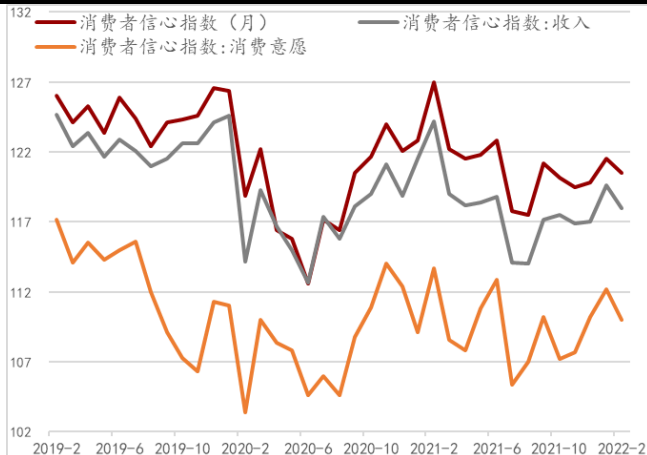
到3月上海、深圳和吉林省的疫情扩散和城市管控加严的影响，线下消费和服务受到一定压制。上海和深圳作为我国一线城市，各自常住人口均超过2000万，也是我国消费的大军。防控政策下，物流受阻，线下和线上消费均将受创。疫情地区部分蔬菜和水果等价格供给压力下，价格也有所上行。

图表18: 房地产下游部分行业消费依然偏弱 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表19: 消费者信心指数回落



资料来源: Wind, 万联证券研究所

分项来看，可选消费整体回落，房地产下游行业消费持续下行，部分必选消费有所增长。本月金银珠宝类增速跌幅最大，其次为餐饮消费。虽然国际原油价格处于高位，给我国汽油和柴油价格带来一定传导，但本月石油及之品类消费也明显回落，如果剔除价格影响因素，下降幅度将更大，防控政策下出行明显受到约束，汽车消费也有所回落。房地产下游的家具和建筑装潢增速延续回落。通胀、战争、衰退多重压力下，市场避险情绪上行，国际金价继续上行，但本月金银珠宝类消费大幅回落。餐饮消费在疫情影响下，3月失速下跌，4月表现仍将偏弱。必选消费的食品饮料、药品消费增速反弹上行。

消费恢复至疫情前水平仍需时间，疫情干扰下，4月预期依然偏弱。3月疫情干扰下，消费明显走弱，而4月部分地区依然受到疫情影响，线下餐饮和消费预期仍将受到影响，增速偏弱。

图表20: 消费分项同比增速表现 (%)

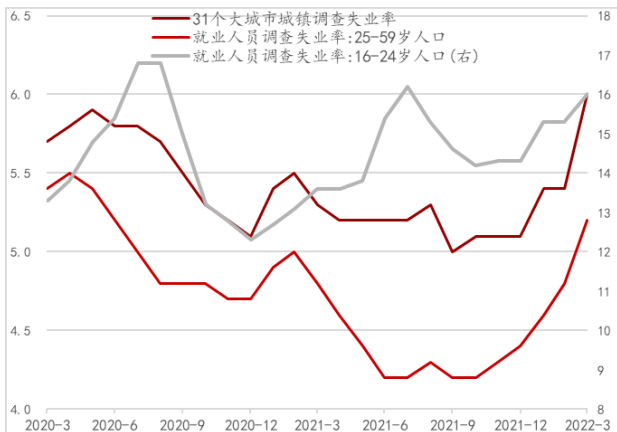
按消费类型分: 限额以上单位商品零售增速						
同比增速	2022年3月	2022年2月	2021年3月	2020年3月	较上月变动	
粮油、食品类	12.5	7.9	8.3	19.2	↑ 4.6	必选消费
饮料类	12.6	11.4	33.3	6.3	↑ 1.2	必选消费
烟酒类	7.2	13.6	47.4	-9.4	↓ -6.4	必选消费
服装鞋帽、针、纺织品类	-12.7	4.8	69.1	-34.8	↓ -17.5	必选消费
日用品类	-0.8	10.7	30.7	0.3	↓ -11.5	必选消费
中西药品类	11.9	7.5	11.5	8	↑ 4.4	必选消费
餐饮	-16.4	8.9	91.6	-46.8	↓ -25.3	可选消费
化妆品类	-6.3	7	42.5	-11.6	↓ -13.3	可选消费
金银珠宝类	-17.9	19.5	83.2	-30.1	↓ -37.4	可选消费
文化办公用品类	9.3	11.1	22.2	6.1	↓ -1.3	可选消费
通讯器材类	3.1	4.8	23.5	6.5	↓ -1.7	可选消费
石油及制品类	10.3	25.6	26.4	-18.8	↓ -15.1	可选消费
汽车类	-7.5	3.9	48.7	-18.1	↓ -11.4	可选消费
家用电器和音像器材类	-4.3	12.7	38.9	-29.7	↓ -17	可选消费(地产相关)
家具类	-8.8	-6	42.8	-22.7	↓ -2.8	可选消费(地产相关)
建筑及装潢材料类	0.4	6.2	43.9	-13.9	↓ -5.8	可选消费(地产相关)
社会消费品零售总额	-3.5	6.7	34.2	-15.8	↓ -10.2	整体
限额以上企业消费品零售总额	-1.4	9.1	38.6	-15	↓ -10.5	整体
除汽车以外社零	-3	7	32.5	-15.6	↓ -10	整体
社零: 实际当月同比	-6.04	4.9	33	-18.1	↓ -10.94	整体

资料来源: Wind, 万联证券研究所

5 就业持续走弱, 疫情带来就业压力增加

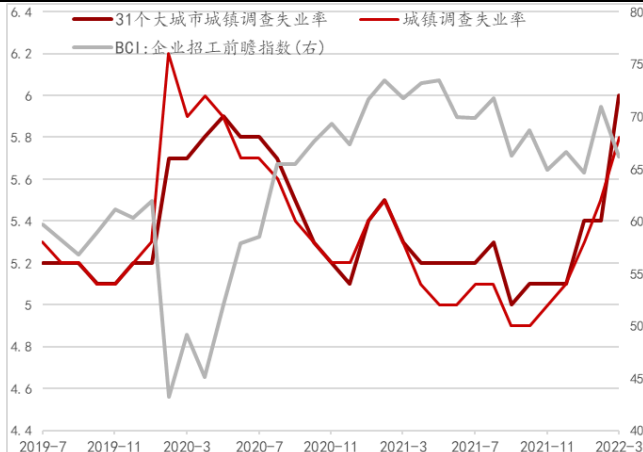
失业率持续攀升, 春节后并未迎来季节性缓和, 疫情对大城市就业干扰较大。城镇失业率由5.5%上行至5.8%, 31个大城市城镇失业率为5.4%上行为6%。疫情对上海、深圳等城市就业带来较大冲击, 大城市的失业率水平已经超过2020年疫情期间。从年龄结构来看, 25-59岁失业率持续攀升, 16-24岁年轻和相对廉价的劳动力失业率也有所增长, 应届生就业季受到疫情影响, 企业招聘或有所延迟。随疫情逐步受控, 封控城市的企业逐步恢复开工, 企业招工问题将逐步缓和, 但4月就业也面临疫情和防控政策的影响, 预期失业率仍将维持高位。

图表21: 疫情带来就业压力增加 (%)



资料来源:

图表22: 失业率持续上行, 大城市失业率增加 (%)



疫情在部分城市的传播和防控政策的影响，给一季度经济带来阶段性的拖累，服务、消费、房地产销售受到较大影响，部分产业链生产也带来一定干扰，后续经济和市场仍需政策呵护。稳增长政策下，基建保持增长，也带动了部分上游原材料行业的需求。一季度GDP增速虽然基本符合市场预期，但较全年5.5%的目标仍有一定距离。后续有望更多稳增长的政策出台，上海部分企业已经开始复工复产，但是修复节奏和防止疫情进一步扩散至其他城市，依然是工业增速修复的关键。房地产投资增速当前尚未见底，宽信用、宽财政的政策仍将持续发力。俄乌冲突、欧美制裁、疫情加剧、美联储加速降息缩表等多方面压力下，宽货币仍将为宽信用保驾护航，但宽松幅度受到约束。

6 风险提示

政策推进不及预期，房地产下行超预期，疫情传播进一步扩散。

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注册为证券分析师，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

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“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。

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。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。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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