

宽货币助力稳经济，房地产压力延续

——7月经济数据点评

2022年08月17日

- **事件：**7月工业增加值同比由3.9%回落至3.8%，环比0.38%。固定资产投资同比5.7%。社零同比由3.2%降至2.7%，整体回落。
- **工业生产增速放缓，采矿业、制造业下行，夏季带动用电需求增加，电力、燃气及水的生产和供应业大幅上行。**原煤生产保持增长，煤炭自产、保供量增加，火电发电量回升。制造业中上游整体回落，黑色金属冶炼增速转负，下游仅汽车、航运设备制造保持上行，集成电路、智能手机、微电子计算机产量明显回落。
- **房地产仍是投资拖累项，销售低迷，新开工、竣工持续下行。**房地产销售面积回落，销售额小幅上行。一线城市房地产价格同、环比上涨，涨幅较上月回落，需求和购买力相对最为坚挺。二、三线城市整体呈降势。停贷风险事件影响下，短期部分影响了居民购房情绪。房企资金来源延续偏紧，土地成交同比延续低位，房企风险尚未出清，政策有望持续发力。
- **基建投资拉动作用延续，制造业投资继续回落。**水利、环境和公共设施管理业本月保持上行，电力建设依然是基建主要推力之一。制造业增速回落，部分受到疫情、欧美需求逐步回落等因素的影响，高技术产业的部分产品产量同比下行。
- **疫情持续制约消费，居民消费信心不足，可选消费分化，汽车销售拉动作用减弱。**规模以上企业回落速度快于整体，扣除价格因素消费回落幅度较小。餐饮收入跌幅收窄，社零的餐饮整体上行幅度大于限额以上企业，小型餐饮企业本月营业有所修复。分项来看，必选消费中日用品、药品和食品类回落，烟酒类反弹上行；可选消费表现分化，化妆品、汽车类显著下滑，金银珠宝类大幅反弹。疫情对消费的影响延续，收入增速放缓、就业承压和对未来收入的担忧下，居民消费意愿被显著削弱。
- **结构性就业问题延续。**7月失业率整体回落，25-59岁失业率下行，但16-24岁失业率持续增长，应届生就业持续承压。当前政策对于稳就业较为关注，后续或逐步推动企业释放工作岗位。
- **三季度稳增长政策仍将持续发力，项目落地将带动基建支撑作用延续。**地产的拖累下，经济依然增速承压，稳地产也有助于稳居民信心。未来政策对于稳就业、房地产方向仍将持续发力，财政政策后续将关注资金落地和执行情况，央行政策将保持宽松。央行超预期降息10bp，预期LPR也将跟随调降，5年期LPR的降低，有助于部分提振购房需求，减轻居民存量房贷压力，并置换出部分消费空间。经济增速承压下，利率债可适当拉长久期。
- **风险因素：**房地产下行超预期；疫情传播风险延续，压制部分地区生产和消费；海外需求快速回落带动出口超预期下行。

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

CPI、PPI分化，通胀和通缩的两端显现
经济增长任重而道远

美联储缩表的决定因素和影响

正文目录

事件.....	3
1 工业生产修复速度放缓，汽车生产保持增长.....	3
2 投资：基建持续发力，房地产仍是拖累项.....	5
2.1 房地产投资继续下探，销售低迷，新开工、竣工持续下行.....	5
2.2 基建投资持续发力.....	6
2.3 制造业投资延续小幅回落，高技术业部分产品产量同比下行.....	7
3 疫情持续制约消费，居民消费信心不足.....	7
4 结构性就业问题延续.....	9
5 风险提示.....	10
图表 1: 夏季高温带动用电需求增加，制造业放缓（%）.....	3
图表 2: 原煤产量保持增长，汽车生产保持上行（%）.....	3
图表 3: 出口交货值边际回落(亿元，%).....	4
图表 4: 汽车持续上行，中下游行业边际回落（%）.....	4
图表 5: 制造业上中下游当月、累计同比增速（%）.....	4
图表 6: 服务业边际回落（%）.....	5
图表 7: 服务业活动预期指数再度放缓（%）.....	5
图表 8: 房屋新开工、竣工持续下行（%）.....	5
图表 9: 商品房销售依然低迷，待售面积小幅上行（%）.....	5
图表 10: 资金来源依然偏紧（%）.....	6
图表 11: 土地购置面积、成交延续弱势（%）.....	6
图表 12: 基建投资增速持续上行（%）.....	7
图表 13: 电力、热力及水的生产供应拉动作用延续(%).....	7
图表 14: 企业经营状况继续回暖（%）.....	7
图表 15: 高端制造业产品产量边际回落（%）.....	7
图表 16: 消费者信心指数上行，但依然偏弱.....	8
图表 17: 居民可选消费分化，金银珠宝延续上行(%).....	8
图表 18: 消费分项同比增速表现（%）.....	9
图表 19: 年轻劳动力人口失业率继续上行（%）.....	9
图表 20: 城镇新增就业上行，但累计同比仍为负（%）.....	9

事件

2022年7月,工业增加值同比增速由上月的3.9%回落为3.8%,环比由0.84%放缓为0.38%。固定资产投资累计同比增速为5.7%,上月为6.1%,其中,制造业和房地产投资分别由10.4%、-5.4%回落为9.9%、-6.4%,基建投资由9.25%上行为9.58%。社会消费品零售当月同比由3.1%回落为2.7%。

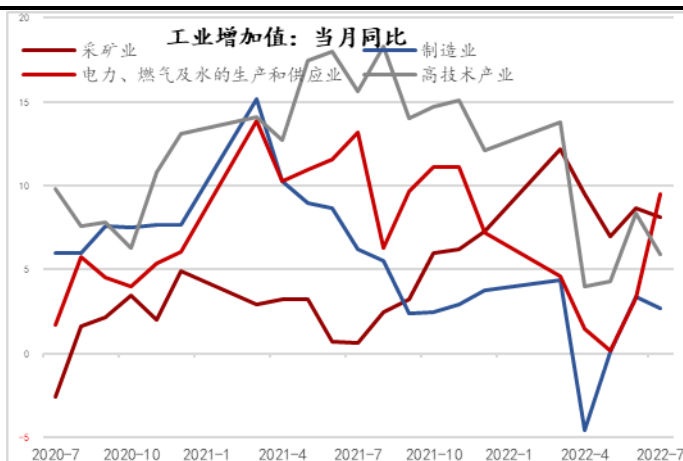
1 工业生产修复速度放缓,汽车生产保持增长

工业生产增速小幅回落,修复速度环比放缓。7月,工业增加值当月同比增速回落0.1个百分点至3.8%,市场预期增速4.6%,环比上涨0.38%,前值为0.84%。夏季高温天气下,发电量同比由上月的1.5%上行至4.5%。

制造业生产回落,采矿业增速下行,煤炭生产保持上行,夏季带动用电需求增加,火电发电量明显回升。电力、燃气及水的生产和供应业同比显著上行,夏季气温高于往年,用电旺季需求将延续旺盛。分大类看,7月,采矿业同比回落0.6个百分点至8.1%,原煤产量同比由6月的15.3%上行至16.1%,天然气产量同比上行7.8个百分点至8.2%。制造业同比由上月的3.4%回落至2.7%;高技术产业同比由上月的8.4%回落至5.9%。电力、燃气及水的生产和供应业同比上行6.2个百分点至9.5%,火电发电量同比上行速度最快,太阳能发电量也有所上行,风电和水电产量同比明显回落。

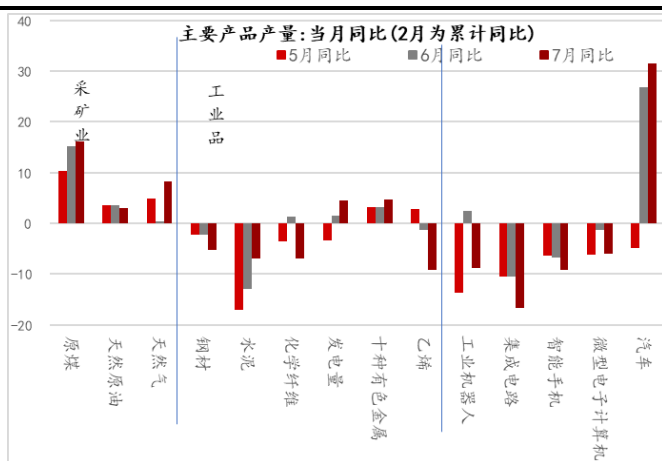
细分数据来看,下游制造业中,汽车制造业同比上行6.3个百分点至22.5%,汽车产量同比上行4.7个百分点至31.5%,医药制造业同比回落-1.8个百分点至-10.3%,计算机、通信和其他电子设备制造业同比由11%回落至7.3%,铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业同比上行0.9个百分点至7.6%,上行幅度最为显著。制造业中游中,通用设备制造业同比由1.1%回落至-0.4%,专用设备制造业同比由6%回落至4%,电器机械及器材制造业同比由12.9%小幅回落至12.5%,纺织业同比回落0.9个百分点至-4.8%。制造业上游中,黑色金属冶炼及压延工业同比回落4.9个百分点至-4.3%,有色同比回落2.6个百分点至2.3%,金属制品业、非金属矿物制品业、橡胶和塑料制品业、化学原料及化学制品制造业分别由0.1%、-3.7%、1%、5.4%回落为-2.3%、-3.8%、-1.5%、4.7%。

图表1: 夏季高温带动用电需求增加,制造业放缓(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

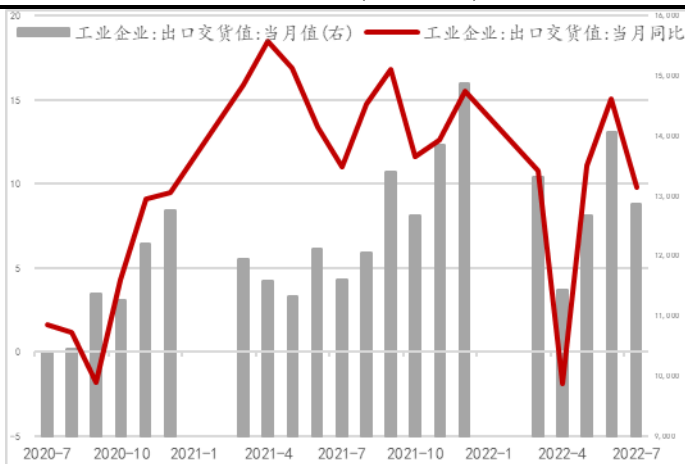
图表2: 原煤产量保持增长,汽车生产保持上行(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

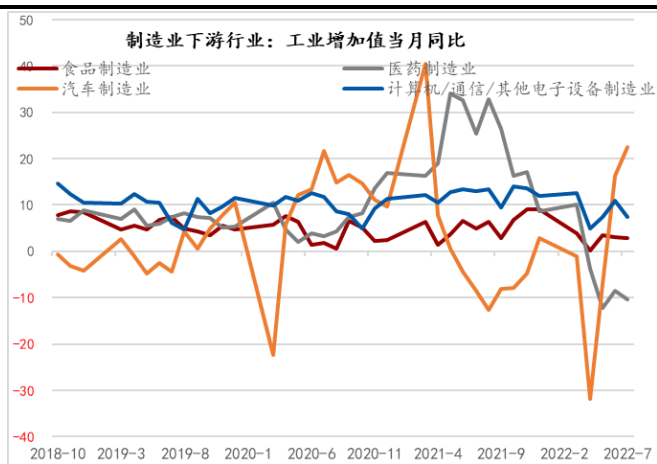
出口企业表现边际回落，制造业分行业增速多数下行，仅汽车和铁路、航空等运输设备制造业增速上行，黑色金属冶炼及压延加工业快速下行增速转负。7月工业企业出口交货值环比回落，同比增速高位下行，整体仍处高位，出口短期仍具有一定韧性。分行业来看，汽车为主要上行拉动项，行业生产保持旺盛。计算机、通信和其他电子设备制造业回落，集成电路、智能手机、微型电子计算机产量明显回落，工业机器人产量同比转负。

图表3: 出口交货值边际回落(亿元, %)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表4: 汽车持续上行, 中下游行业边际回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

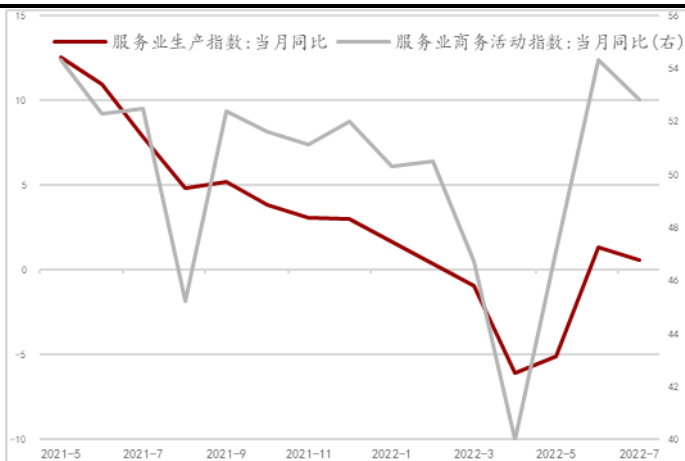
图表5: 制造业上中下游当月、累计同比增速 (%)

制造业具体行业		当月同比 (%)			累计同比 (%)			
		2022年7月	2022年6月	2021年7月	2022年7月	2022年6月	7-6月累计同比	2021年7月
上游	化学原料和化学制品制造业	4.70	5.40	6.60	4.10	4.00	0.10	13.40
上游	橡胶和塑料制品业	1.50	1.00	1.10	-1.00	-1.00	0.00	14.20
上游	非金属矿物制品业	3.80	-3.70	5.90	-2.60	-2.40	-0.20	16.60
上游	黑色金属冶炼及压延加工业	4.30	0.60	-2.60	-2.50	-2.20	-0.30	9.20
上游	有色金属冶炼及压延加工业	2.30	4.90	2.30	3.90	4.10	-0.20	6.90
上游	金属制品业	2.30	0.10	12.70	0.10	0.50	-0.40	25.50
中游	通用设备制造业	-0.40	1.10	7.60	-2.20	-2.70	0.50	21.50
中游	专用设备制造业	4.00	6.00	5.30	4.10	4.10	0.00	17.80
中游	电气机械及器材制造业	2.50	12.90	10.30	10.20	9.70	0.50	26.20
中游	农副食品加工业	0.80	-0.30	5.90	2.60	3.30	-0.70	10.00
中游	纺织业	4.80	-3.90	-1.00	-1.70	-1.10	-0.60	6.60
下游	食品制造业	2.80	3.00	5.00	3.80	4.10	-0.30	9.10
下游	医药制造业	-10.30	-8.50	25.30	-2.40	0.90	-3.30	29.30
下游	汽车制造业	22.50	16.20	-8.50	1.30	-1.90	3.20	16.70
下游	计算机、通信和其他电子设备制造业	7.30	11.00	13.00	9.80	10.20	-0.40	18.70
下游	船舶、航空航天和其他运输设备制	7.60	6.70	4.60	2.30	1.60	0.70	13.60

资料来源: Wind, 万联证券研究所

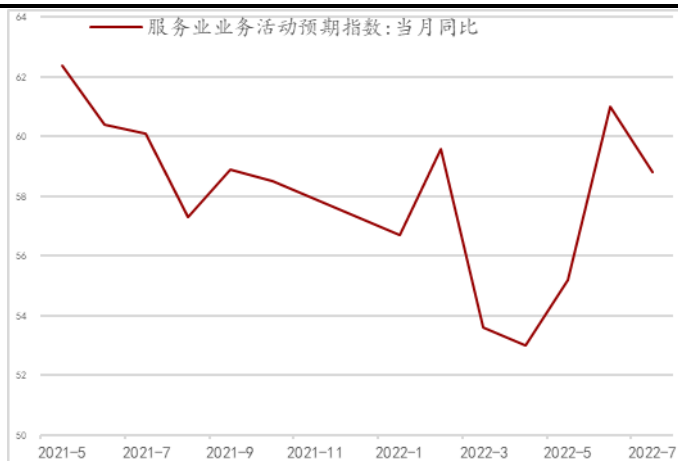
服务业修复再度放缓，疫情依然是主要干扰项。服务业生产指数7月同比由1.3%回落为0.6%，服务业商务活动指数由54.3%降至52.8%。部分地区出现疫情，给线下消费和服务带来一定干扰。疫情仍有散点式出现的风险，未来仍是服务业的主要干扰项。

图表6: 服务业边际回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表7: 服务业活动预期指数再度放缓 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

2 投资: 基建持续发力, 房地产仍是拖累项

固定资产投资增速继续回落, 基建拉动作用延续, 制造业投资小幅回落, 房地产投资继续下探, 对投资的拖累延续。1-7月, 固定资产投资累计同比增速5.7%, 前值6.1%, 房地产开发投资累计同比增速回落1个百分点至-6.4%, 我们测算的当月同比回落2.93个百分点至-12.33%; 基建累计同比增速上行0.33个百分点至9.58%, 当月同比回落0.57个百分点至11.48%, 基建(不含电力)累计同比增速上行0.3个百分点至7.4%; 制造业累计同比增速回落0.5个百分点至9.9%, 当月同比回落2.37个百分点至7.55%。民间固定资产投资累计同比由3.5%回落至2.7%。

2.1 房地产投资继续下探, 销售低迷, 新开工、竣工持续下行

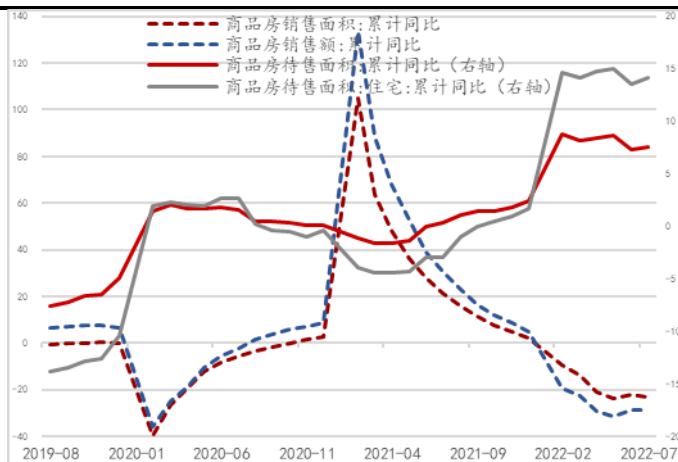
房地产投资持续走弱, 商品房销售再度回落, 新开工、施工、竣工均有所下滑。房地产投资增速由-5.4%继续回落为-6.4%。细分项来看, 新开工增速持续走弱, 由-34.4%回落为-36.1%, 竣工增速也继续下行, 施工增速放缓, 施工依然为房企主要支撑项。商品房销售成交依然疲弱, 房地产库存消化周期拉长。房屋销售面积由-22.2%回落至-23.1%, 商品房销售额从-28.9%上行为-28.8%, 房屋销售面积和销售额表现分化, 一线城市房地产价格同、环比上涨, 涨幅较上月回落, 二、三线城市整体呈降势。居民购买力、消费信心和就业受疫情影响, 房地产销售仍处低位, 7月受到部分地区居民断贷事件影响, 购房情绪也边际走弱, 保交房政策下, 有助于维稳市场信心。中期来看, 一线城市需求和购买力相对最为坚挺, 三四线城市销售仍有风险。

图表8: 房屋新开工、竣工持续下行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表9: 商品房销售依然低迷, 待售面积小幅上行 (%)



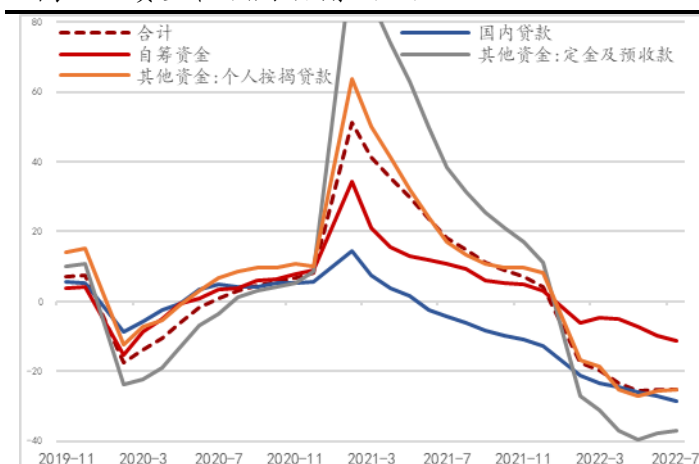
资料来源: Wind, 万联证券研究所

房企资金来源延续偏紧，居民定金及预收款、个人按揭贷款小幅上行，但仍处于低位。而停工带来居民停贷的风险事件发酵，给短期居民购房带来一定不确定性。房地产开发资金来源增速由-25.3%小幅回落为-25.4%，其中，个人定金及预收款、按揭贷款继续上行，但幅度放缓且仍处低位。郑州、武汉等多个城市停贷风险事件影响下，短期部分影响了居民购房情绪。地方政府为保交房或收紧预售资金，房企资金来源仍将承压，短期信用增速也受到一定影响。未来有待更多利好政策出台，维稳市场情绪，推进保交房。

土地成交同比延续低位，价格同比上行速度快于面积，环比边际改善。土地成交价款和面积同比低位小幅上行，百城土地成交面积同比转正，一、二线城市仍是拿地主力，对成交价款有所拉升。资金来源偏紧，房企当前拿地依然谨慎。

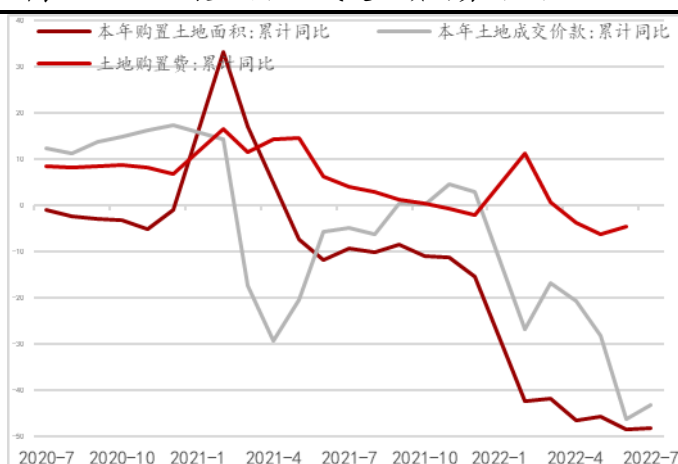
房地产投资短期预期仍将保持负增，风险项尚未出清，政策有望继续发力，投资转好将滞后于销售回暖，而销售疲弱将拖累全年房地产投资表现。今年以来，因城施策的政策有望继续发力，保交房有望维稳居民购房情绪，阶段性提升房企竣工，北上深等一线城市的政策也迎来了边际宽松。但当前居民信心和购房意愿尚未修复，居民购房持续疲弱，年内房地产投资预期表现偏弱，增速转正仍需等待。

图表10: 资金来源依然偏紧 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表11: 土地购置面积、成交延续弱势 (%)

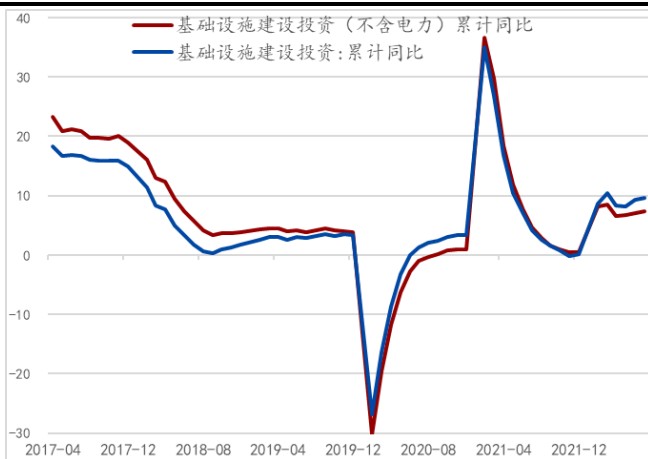


资料来源: Wind, 万联证券研究所

2.2 基建投资持续发力

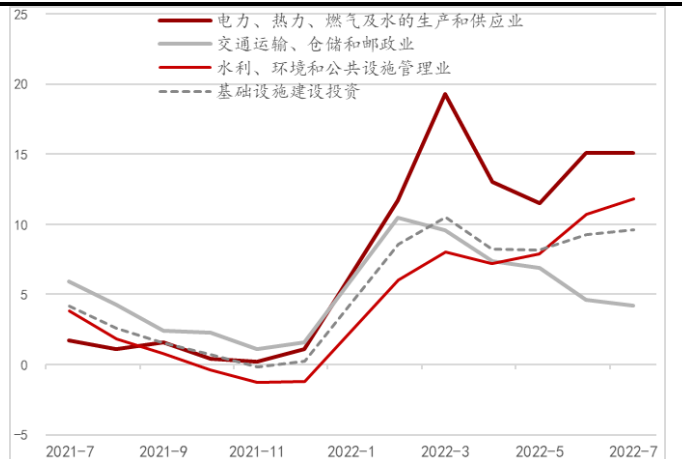
基建投资的拉动作用延续，专项债等资金支持下，成为投资端重要支撑项。基建投资累计同比增速由上月的9.25%继续上行至9.58%，不含电力的基建速度由7.1%上行为7.4%。电力建设的提速，仍是基建的主要推力之一。从细分项来看，电力、热力、燃气及水的生产和供应业增速与上月持平，但依然保持领跑。交通运输、仓储和邮政业继续回落。水利、环境和公共设施管理业本月保持上行。新增专项债上半年发行完毕，三季度将加速投放，基建后续增速有望突破10%，三季度持续托举经济。

图表12: 基建投资增速持续上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表13: 电力、热力及水的生产供应拉动作用延续 (%)

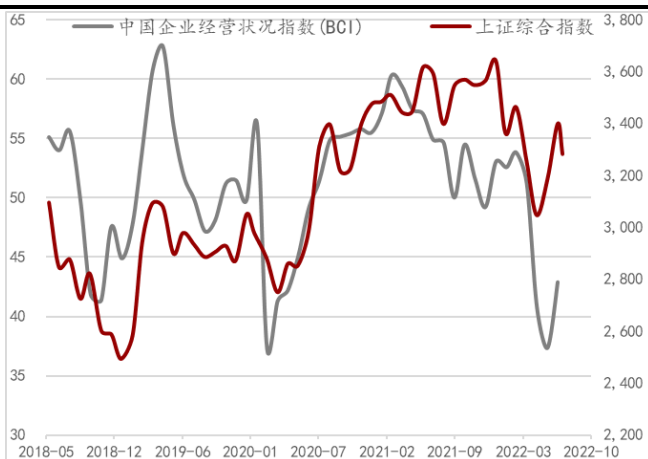


资料来源: Wind, 万联证券研究所

2.3 制造业投资延续小幅回落, 高技术业部分产品产量同比下行

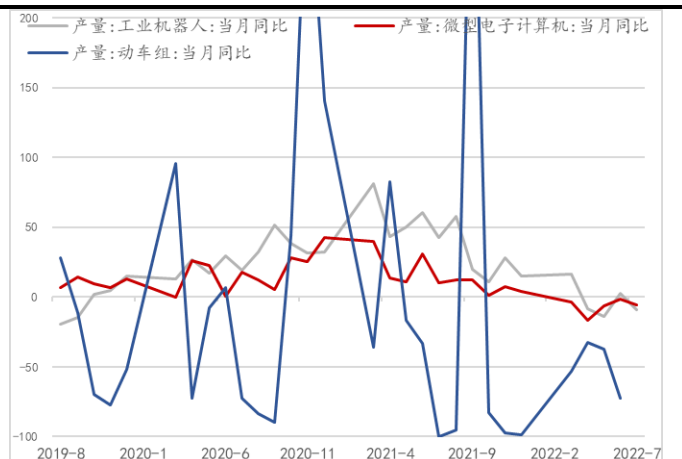
制造业投资本月小幅回落, 海外需求仍有支撑, 高技术产业依然领跑。制造业投资由上月的10.4%下行至9.9%, 民间固定资产投资累计增速由3.5%回落为2.7%, 高技术产业累计增速持平于上月的20.2%, 仍处于高位。受到疫情、欧美需求逐步回落等因素影响, 制造业增速持续回落, 中小企业受到成本、疫情影响更大。工业机器人、微型电子计算机、金属机床等产量边际回落, 给制造业带来部分拖累。随着大宗商品价格回落, 中下游企业盈利或边际回暖。

图表14: 企业经营状况继续回暖 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表15: 高端制造业产品产量边际回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

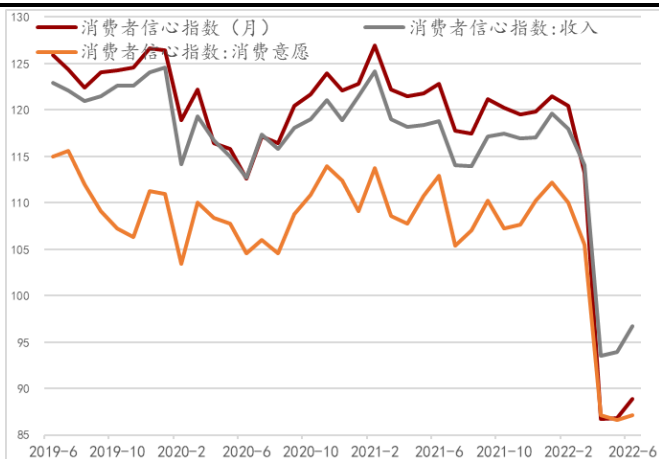
3 疫情持续制约消费, 居民消费信心不足

疫情对消费干扰延续, 汽车销售的拉动作用减弱, 社零增速回落。规模以上企业回落速度快于整体, 中小微企业和个体工商户本月有所修复, 疫情对线下消费影响尚未出清, 餐饮收入跌幅持续收窄, 但延续负增。7月, 社会消费品零售总额同比增速由上

月的3.1%回落为2.7%，市场预期5.3%；扣除价格因素，社会消费品零售总额实际增速由上月的-0.58%回落为-0.77%；其中，除汽车以外的消费品零售增速由上月的1.8%上涨为1.9%；限额以上企业零售同比由8.1%回落为6.8%，社零餐饮收入增速由-4%上行为-1.5%，限额以上企业餐饮收入由-2.2%上行至-1.2%，部分小规模餐饮本月营业有所修复。

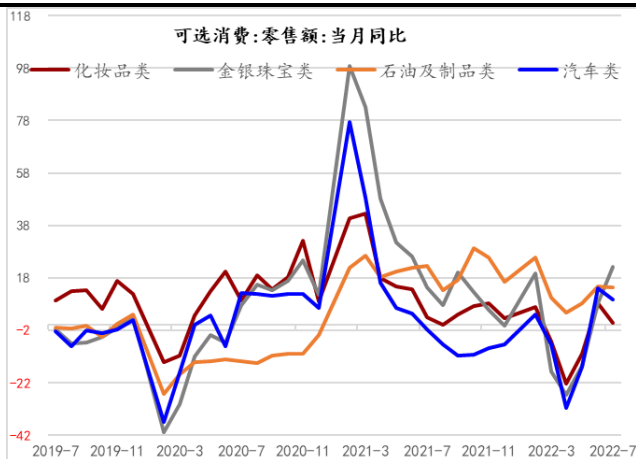
疫情对消费的影响延续，收入增速放缓、就业承压和对未来收入的担忧下，居民消费意愿被显著削弱。线下消费和服务环比在持续回暖，但居民端的消费信心指数仍处于低位，贷款增速来看，居民信贷也表现疲弱，表现依然偏弱。叠加近期房地产市场保交房的风险情绪下，居民的防御性储蓄意愿上行。

图表16: 消费者信心指数上行，但依然偏弱



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表17: 居民可选消费分化，金银珠宝延续上行(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

分项来看，必选消费中日用品、药品和食品类回落，烟酒类反弹上行；可选消费表现分化，化妆品、汽车类显著下滑，金银珠宝类大幅反弹。本月化妆品类回落幅度最大，线上6·18大促部分透支了7月的需求。跌幅第二的为汽车类消费，对汽车行业的消费税优惠延续，汽车消费虽然有所回落，但表现依然不弱。国际原油价格高位有所回落，疫后出行转好和暑期到来，给石油及制品类消费带来一定支撑。房地产下游建筑及装潢材料类持续回落，而家电和音响器材类增速继续上行，家电下乡和绿色家电的政策扶持下，家电消费有所上行，夏季的高温天气影响下，也带动了空调等白电的消费。地缘政治博弈影响下，避险情绪升温，黄金消费需求上行，金银珠宝类消费下显著攀升。

疫情依然是长期制约消费的因素，未来消费上行空间受到约束，回到疫情前水平道阻且长。疫情已经持续影响了消费超过2年，未来仍将带来一定干扰，在低基数作用下，消费将缓步修复，但上行天花板被调降。PPI-CPI剪刀差逐步收窄，预期四季度将逐步转负，剪刀差收窄通常会利好可选消费。但居民消费能力转弱的背景下，可选消费的上行依然面对一定压力。

图表18: 消费分项同比增速表现 (%)

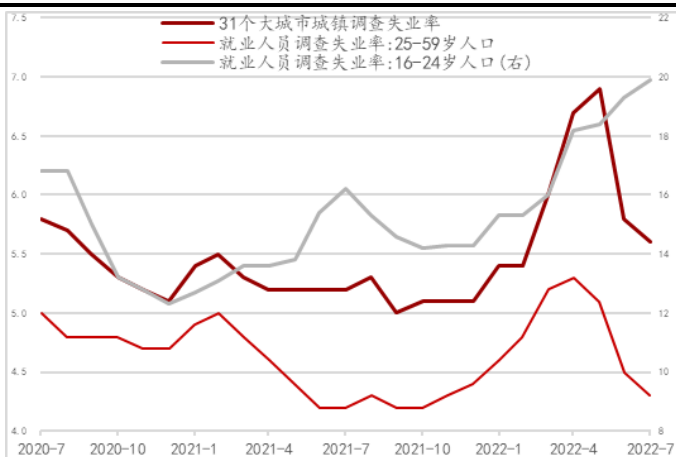
按消费类型分: 限额以上单位商品零售增速						
同比增速	2022年7月	2022年6月	2021年7月	2020年7月	较上月变动	
粮油、食品类	6.2	9	11.3	6.9	↓ -2.8	必选消费
饮料类	3	1.9	20.8	10.7	↑ 1.1	必选消费
烟酒类	7.7	5.1	15.1	5	↑ 2.6	必选消费
服装鞋帽、针、纺织品类	0.8	1.2	7.5	-2.5	↓ -0.4	必选消费
日用品类	0.7	4.3	13.1	6.9	↓ -3.6	必选消费
中西药品类	7.8	11.9	8.6	5.3	↓ -4.1	必选消费
餐饮	-1.5	-4	14.3	-11	↑ 2.5	可选消费
化妆品类	0.7	8.1	2.8	9.2	↓ -7.4	可选消费
金银珠宝类	22.1	8.1	14.3	7.5	↑ 14	可选消费
文化办公用品类	11.5	8.9	14.8	0.5	↑ 2.6	可选消费
通讯器材类	4.9	6.6	0.1	11.3	↓ -1.7	可选消费
石油及制品类	14.2	14.7	22.7	-13.9	↓ -0.5	可选消费
汽车类	9.7	13.9	-1.8	12.3	↓ -4.2	可选消费
家用电器和音像器材类	7.1	3.2	8.2	-2.2	↑ 3.9	可选消费(地产相关)
家具类	-6.3	-6.6	11	-3.9	↑ 0.3	可选消费(地产相关)
建筑及装潢材料类	-7.8	-4.9	11.6	-2.5	↓ -2.9	可选消费(地产相关)
社会消费品零售总额	2.7	3.1	8.5	-1.1	↓ -0.4	整体
限额以上企业消费品零售总额	6.8	8.1	8.5	2.2	↓ -1.3	整体
除汽车以外社零	1.9	1.8	9.7	-2.4	↑ 0.1	整体
社零: 实际当月同比	-0.77	-0.578592	6.4	-2.7	↓ -0.1914	整体

资料来源: Wind, 万联证券研究所

4 结构性就业问题延续

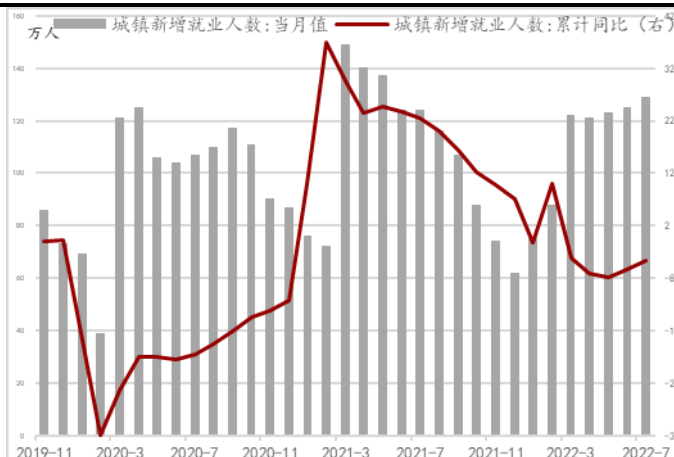
失业率有所回落, 但年轻劳动力失业率延续上行, 应届生就业承压。全国城镇失业率由5.5%回落为5.4%, 31个大城市城镇失业率由5.8%快速回落至5.6%, 7月城镇新增就业129万人, 同、环比均小幅上行, 上海等地就业已经有所修复。从年龄结构来看, 25-59岁失业率继续回落, 而16-24岁年轻和相对廉价的劳动力失业率高位继续上行至19.9%, 应届生就业依然承压。当前政策对于稳就业较为关注, 后续或逐步推动企业释放工作岗位。

图表19: 年轻劳动力人口失业率继续上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表20: 城镇新增就业上行, 但累计同比仍为负 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

三季度稳增长政策仍将持续发力,项目落地将带动基建支撑作用延续。地产的拖累下,经济依然增速承压,稳地产也有助于稳居民信心。未来政策对于稳就业、房地产方向仍将持续发力,央行超预期降息10bp,预期LPR也将跟随调降,5年期LPR的降低,有助于部分提振购房需求,减轻居民存量房贷压力,置换出部分消费空间。

5 风险提示

房地产下行超预期;疫情传播风险延续,压制部分地区生产和消费;海外需求快速回落带动出口超预期下行。

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