

经济逐步企稳，结构边际好转

——9月经济数据点评

2023年10月19日

- **事件：**GDP 三季度不变价同比 4.9%，二季度 6.3%，累计同比 5.2%。工业增加值当月同比持平于 4.5%，固投累计同比由 3.2% 回落为 3.1%，制造业、基建、房地产投资分别由 5.9%、9%、-8.8% 变动为 6.2%、20.34%、-9.1%，社零当月同比由 4.6% 上行至 5.5%。
- **基数作用影响 GDP 增速，三季度政策密集出台提振经济和市场信心，经济处于磨底上行阶段。**三季度 GDP 同比较二季度放缓，去年同期基数走高带来一定影响，增速高于市场预期，环比增速上行。第一、二产业同比上行，第三产业同比增速小幅回落。三季度政策对于经济的扶持力度较大，央行在 6 月和 8 月分别降息 2 次，地产政策放松，企业信贷利率下调，地方政府化债持续推进，资本市场也持续释放政策利好，来提振市场信心。
- **工业生产保持平稳，服务业生产指数继续上行，积极因素逐步累积。**电、热、气生产和供应业明显上行。采矿业同比回落，原煤产量增速放缓。制造业增速下行，上游原料加工业大多下跌，黑色冶炼下跌幅度最大，下游制造业多数回落，中游设备制造业整体回暖。出口仍具韧性，给制造业带来一定支撑。当前仍处去库进程，随着缓步进入补库阶段，有望助力工业生产上行。服务业生产指数小幅上行，商务活动指数、活动预期指数均小幅上行。
- **固投同比小幅回落，环比保持上行，地产拖累持续，但部分指标出现好转。**房地产投资延续回落，但新开工增速继续上行，施工增速持平，“保交房”政策扶持下，竣工保持高位。商品房销售行情继续走弱，“价”的跌幅相对“量”更大。9 月一线城市“认房不认贷”政策落地，地产政策陆续放松，9 月一线城市二手房挂牌量明显增加。但在 9 月底成交有所降温，市场供大于求的矛盾显现，“认房不认贷”对新增购房需求的拉动效果，还需要一定时间消化。房企资金来源持续下跌，结构边际好转，国内贷款、自筹资金跌幅收窄，销售端资金好转需要等待，房企拿地依然谨慎。
- **基建投资“压舱石”作用持续，资金仍将支撑四季度韧性。**高基数作用下，基建增速小幅放缓。10 月多地政府陆续开始发行特殊融资债券，前三季度尚未发放完成的地方专项债余额，都将支持四季度的基建韧性。
- **制造业投资持续回暖，民间投资反弹。**高技术业增速小幅上行，企业经营状况指数 (BCI) 也小幅反弹。民间投资止住下跌趋势，企业利润逐步回暖，经营状况边际好转，出口的韧性也支撑了制造业的增速回暖。
- **消费对经济拉动作用加强，双节提振消费需求，必选消费大多上行。**消费增速同比上行，餐饮收入反弹，剔除汽车消费表现依然较好，限额以上企业销售上行幅度快于整体。可选消费表现分

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 再度回落，年内通胀温和
经济保持缓步回温

化，“双11”部分压制了短期化妆品消费需求，智能手机市场低迷环境持续。必选消费大多上行，双节到来，线下宴请需求增加，烟酒类消费显著上行，粮油、食品、饮料等也同比上行。随着季节变化，服饰类消费增速也有所增长。居民可支配收入增速修复放缓，消费者信心仍处低位，有待进一步修复。

- **失业率回落，就业边际好转。**城镇失业率由5.2%下行至5.0%，但从BCI企业招工前瞻指数来看，由56.41%回落至54.9%，企业对于招工预期依然偏谨慎。随着地产政策的放松，行业部分指标开始好转，有望带动一批地产相关的就业。民间投资企稳，相关岗位需求或逐步增加。服务业持续修复，双节到来的拉动下，给就业带来一定利好。
- **全年预期将实现经济增长目标。**从前三季度GDP增速来看，全年有望实现5%的增长目标，四季度政策加码刺激的概率降低，推动地方政府化债仍是主要方向。9月经济出现结构性好转，当前尚未迎来经济全面上行，需求端修复尚不稳固，地产投资偏弱的格局短期仍将持续。随着政府发债过峰，资金面压力减轻，债市预期迎来阶段性修复，但在经济筑底回升的背景下，利率继续下行的空间受限。当前股票市场情绪尚未修复，中美利差倒挂，美元指数延续高位，叠加地缘政治带动避险情绪升温，短期走势依然偏谨慎，可以关注部分周期行业的投资机会。地缘政治风险带来一定不确定性，黄金依然是较好的避险资产。
- **风险因素：**地缘政治风险发展超预期，居民消费、购房修复不及预期，海外经济衰退超预期。

正文目录

事件.....	4
1 GDP 增速环比上行，工业产能利用率回升.....	4
2 工业生产保持平稳，服务业继续上行.....	4
3 投资：基建仍为重要支撑，房地产投资拖累持续.....	6
3.1 房地产投资持续回落，新开工、施工出现好转迹象.....	7
3.2 基建压舱石作用持续，四季度有望保持韧性.....	8
3.3 制造业投资回暖，高技术业增速反弹.....	8
4 双节提振消费需求，餐饮收入反弹.....	9
5 失业率回落，就业边际好转.....	10
6 总结与展望.....	11
7 风险提示.....	11
图表 1: GDP 同比增速回落，环比上行 (%).....	4
图表 2: 三季度工业产能利用率明显抬升 (%).....	4
图表 3: 采矿业、制造业增速有所回落 (%).....	5
图表 4: 工业企业出口交货值 Q3 持续上行(亿元, %).....	5
图表 5: 水泥、钢材等工业品产量同比回落 (%).....	5
图表 6: 汽车、食品制造等工业产能利用率提升 (%).....	5
图表 7: 制造业上中下游当月、累计同比增速 (%).....	6
图表 8: 服务业生产指数边际上行 (%).....	6
图表 9: 服务业活动预期指数小幅反弹 (%).....	6
图表 10: 房屋新开工保持小幅上行 (%).....	7
图表 11: 商品房销售回暖有待进一步验证 (%).....	7
图表 12: 房企资金来源持续回落 (%).....	8
图表 13: 土地购置面积持续疲弱 (%，万平方米).....	8
图表 14: 基建投资增速分化 (%).....	8
图表 15: 交运、仓储和邮政业增速持续上行(%).....	8
图表 16: 制造业投资增速连续 2 个月上行 (%).....	9
图表 17: 企业经营状况指数小幅上行 (%).....	9
图表 18: 居民可支配收入修复速度放缓 (%).....	9
图表 19: 消费者信心有待修复 (%).....	9
图表 20: 消费分项同比增速表现 (%).....	10
图表 21: 失业率有所压降 (%).....	11
图表 22: 城镇新增就业人数累计同比小幅回落(%).....	11

事件

2023年9月，工业增加值当月同比增速持平于4.5%，环比上涨0.36%，前值为0.5%。1-9月，固定资产投资累计同比增速3.1%，前值3.2%，其中，房地产开发投资累计同比增速回落0.3个百分点至-9.1%，基建投资累计同比由9%大幅上行至20.34%，制造业投资增速累计同比上行0.3个百分点至6.2%。社会消费品零售总额同比增速由上月的4.6%上行为5.5%，2023年三季度当季GDP不变价同比增速4.9%，二季度为6.3%，季调环比增速1.3%。

1 GDP 增速环比上行，工业产能利用率回升

GDP同比小幅回落，高于市场预期，环比上行，工业产能利用率季节性回升。2023年第三季度，GDP按不变价格计算同比增长4.9%，高于市场预期的4.5%，二季度当季同比为6.3%，基数较二季度走高带来一定影响。2023年前三季度累计同比增速由5.5%小幅变动为5.2%，三季度较二季度环比增长1.3%，环比增速高于二季度。分产业看，第一产业累计同比增速由二季度的3.7%上行为4%；第二产业同比增速由4.3%上行为4.4%；第三产业同比6.4%回落为6.0%。工业产能利用率明显抬升，由二季度的74.5%上行为75.6%。

三季度政策密集出台，经济处于磨底上行阶段。政策对于经济的扶持力度较大，央行在6月和8月分别降息2次，地产政策持续放松，企业信贷利率持续下调，资本市场也持续释放政策利好，来提振市场信心。

图表1: GDP同比增速回落，环比上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表2: 三季度工业产能利用率明显抬升 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

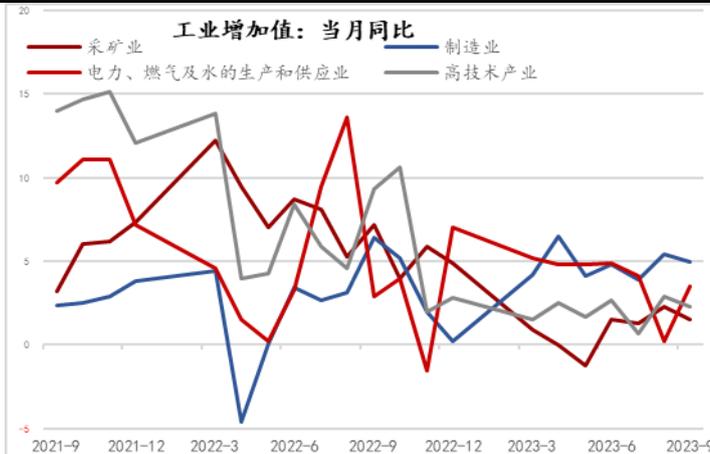
2 工业生产保持平稳，服务业继续上行

工业生产保持平稳，用电量边际回升，积极因素逐步累积。2023年9月，工业增加值当月同比增速持平于4.5%，累计同比由3.9%回升至4%，环比上涨0.36%，前值为0.5%，发电量同比由上月的1.1%上行至7.7%。海外紧缩政策周期下，外需有所回落，“一带一路”沿线国家出口贸易表现不弱，我国出口仍具韧性，给制造业带来一定支撑。企

业仍处于去库存阶段，随着库存的去化，未来有望逐步进入补库阶段，带来工业生产反弹。

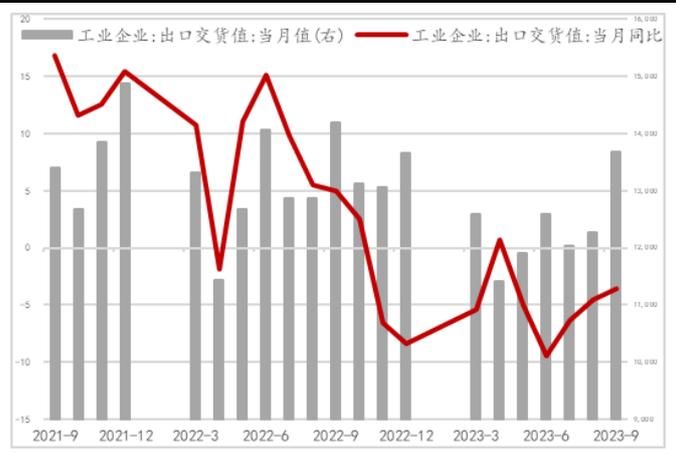
分大类看，9月，采矿业同比回落0.8个百分点至1.5%，原煤产量同比由8月的2.05%回落至0.4%，天然气产量同比上行2.99个百分点至9.3%。制造业同比由上月的5.4%回落至5%；高技术产业同比由上月的2.9%回落至2.3%。电力、燃气及水的生产和供应业同比上行3.3个百分点至3.5%。

图表3: 采矿业、制造业增速有所回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

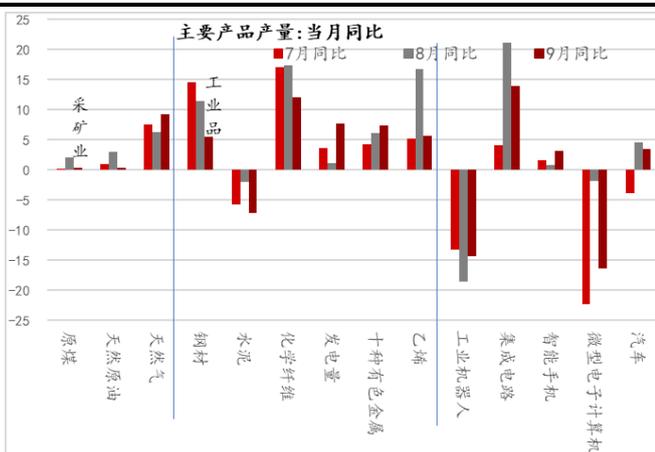
图表4: 工业企业出口交货值Q3持续上行(亿元, %)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

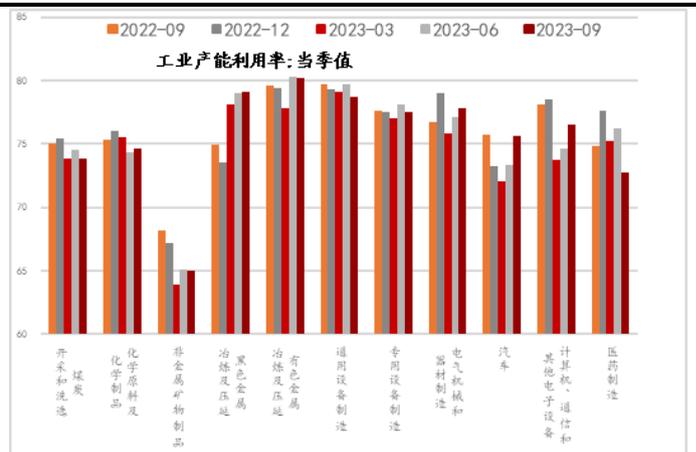
制造业增速回落，上游原料加工业大多下行，下游制造业多数回落，中游设备制造业整体回暖。细分数据来看，下游制造业中，汽车制造业同比回落0.9个百分点至9%，汽车产量同比回落1.1个百分点至3.4%，医药制造业同比回落1.5个百分点至-7.7%，计算机、通信和其他电子设备制造业同比由5.8%回落至4.5%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业同比回落0.5个百分点至2.6%。制造业中游中，通用设备制造业同比由-0.8%上行至0%，专用设备制造业同比由-0.5%上行至1.6%，电气机械及器材制造业同比由10.2%上行至11.5%，纺织业同比回落0.6个百分点至0.8%。制造业上游中，黑色金属冶炼及压延工业同比回落4.6个百分点至9.9%，下行幅度最大，有色同比回落0.4个百分点至8.4%，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1.4%、-1.6%、5.4%、14.8%变动为3.7%、-1.7%、6%、13.4%。

图表5: 水泥、钢材等工业品产量同比回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表6: 汽车、食品制造等工业产能利用率提升 (%)



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 (%)				
	2023年9月	2023年8月	2022年9月	2023年9月	2023年8月	9-8月累计同比	2022年9月	2022年8月
上游 化学原料和化学制品制造业	13.40	14.80	12.10	9.20	8.60	0.60	5.00	4.10
上游 橡胶和塑料制品业	6.00	5.40	1.40	2.20	1.70	0.50	-0.80	-1.10
上游 非金属矿物制品业	-1.70	-1.60	0.80	-0.50	-0.30	-0.20	-2.50	-2.90
上游 黑色金属冶炼及压延加工业	9.90	14.50	10.60	7.80	7.60	0.20	-0.90	-2.40
上游 有色金属冶炼及压延加工业	8.40	8.80	7.80	7.80	7.70	0.10	4.30	3.80
上游 金属制品业	3.70	1.40	1.30	1.90	1.60	0.30	-0.10	-0.20
中游 通用设备制造业	0.00	-0.80	2.30	2.10	2.40	-0.30	-1.40	-1.90
中游 专用设备制造业	1.60	-0.50	4.90	3.90	4.20	-0.30	4.40	4.30
中游 电气机械及器材制造业	11.50	10.20	15.80	14.10	14.50	-0.40	11.40	10.70
中游 农副食品加工业	1.20	3.10	1.50	0.40	0.20	0.20	1.90	2.00
中游 纺织业	0.80	1.40	-1.60	-1.30	-1.60	0.30	-2.00	-2.00
下游 食品制造业	6.40	2.50	2.70	2.90	2.30	0.60	3.50	3.60
下游 医药制造业	-7.70	-6.20	-7.50	-5.20	-4.90	-0.30	-4.30	-3.80
下游 汽车制造业	9.00	9.90	23.70	11.40	11.70	-0.30	6.90	4.50
下游 计算机、通信和其他电子设备制造业	4.50	5.80	10.60	1.40	0.90	0.50	9.50	9.30
下游 船舶、航空航天和其他运输设备制	2.60	3.10	7.60	5.90	6.30	-0.40	3.40	2.80

资料来源: Wind, 万联证券研究所

服务业生产指数小幅上行，线下消费和服务走向平缓。服务业生产指数9月累计同比由8.1%回落为7.9%，当月同比由6.8%小幅上行为6.9%，服务业商务活动指数也有所上行。服务业活动预期指数小幅反弹，由57.8%上行为58.1%。居民信心稍显不足，对于线下服务业修复预期偏谨慎。

图表8: 服务业生产指数边际上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表9: 服务业活动预期指数小幅反弹 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

3 投资: 基建仍为重要支撑, 房地产投资拖累持续

固投环比保持上行, 同比增速小幅放缓, 基建压舱石作用持续, 制造业有所上行, 房地产拖累作用持续。2023年前三季度, 固定资产投资累计同比增速3.1%, 前值3.2%, 固投季调的环比增速为0.15%, 前值为0.20%。其中, 房地产开发投资累计同比增速回

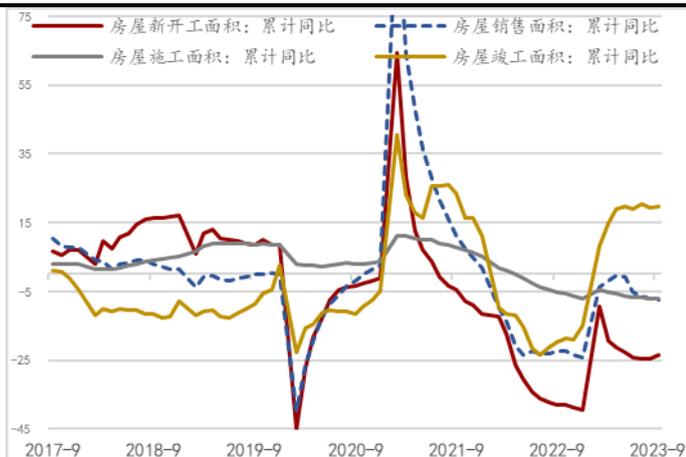
落0.3个百分点至-9.1%；基建累计同比增速回落0.32个百分点至8.64%，基建（不含电力）累计同比增速回落0.2个百分点至6.2%；制造业累计同比增速上行0.3个百分点至6.2%。民间固定资产投资上行0.1个百分点至-0.6%。

3.1 房地产投资持续回落，新开工、施工出现好转迹象

房地产投资延续回落，新开工持续上行，施工增速持平，竣工增速高位上涨。房地产投资累计同比增速回落0.3个百分点至-9.1%，细分项来看，房屋新开工面积继续小幅反弹，累计同比增速上行1个百分点至-23.4%，房屋施工面积累计同比持平于上月的-7.1%，新开工、施工数据好转，有望推动房地产投资企稳。竣工增速由19.2%上行为19.8%，延续高位。“保交房”政策持续，竣工增速在政策扶持下保持高位。

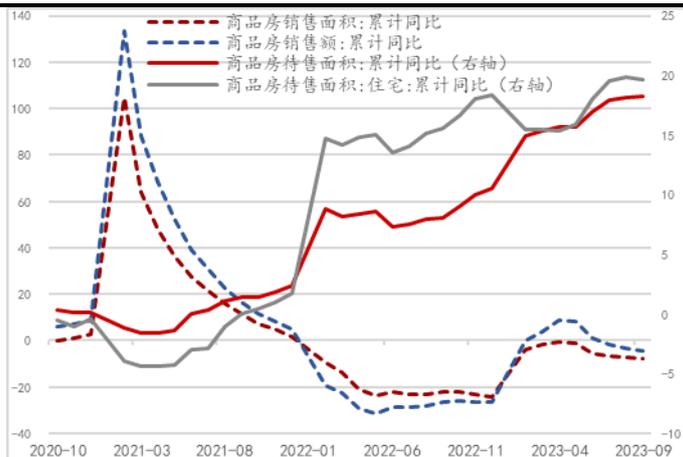
商品房销售行情继续走弱，销售好转仍有待验证。商品房销售面积累计同比由-7.1%继续下探至-7.5%，商品房销售额由-3.2%下跌为-4.6%，房地产销售“价”的跌幅相对“量”更大。9月一线城市“认房不认贷”政策落地，地产政策陆续放松，给一线城市居民的刚需和改善型住房带来一定利好，9月一线城市二手房挂牌量明显增加。但在9月底成交有所降温，市场供大于求的矛盾显现，“认房不认贷”对新增购房需求的拉动效果，还需要一定时间消化。

图表10: 房屋新开工保持小幅上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

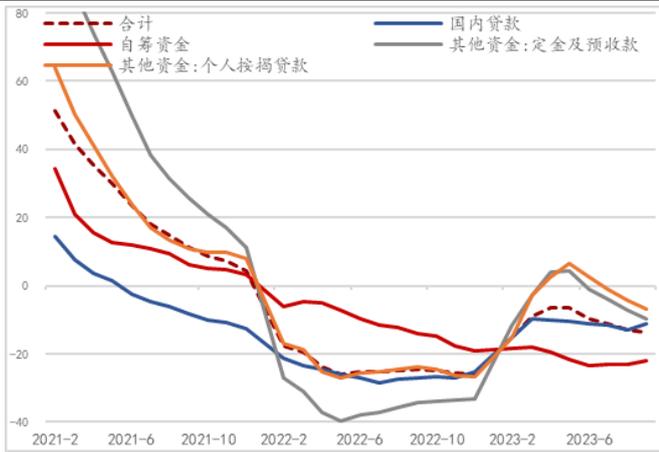
图表11: 商品房销售回暖有待进一步验证 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

房企资金来源持续下跌，结构边际好转，房企拿地依然谨慎。房地产开发资金来源增速由-12.9%回落为-13.5%。其中，定金及预收款、个人按揭贷款继续回落，但回落速度边际放缓。LPR利率、存量房贷利率下调，居民提前还贷“退潮”，地产销售转好仍需时间消化，居民销售端资金来源好转也需要等待。对于地产企业政策持续放松，房企国内贷款、自筹资金跌幅收窄，融资端政策扶持效果有所显现。当前房企资金流整体依然偏紧，从百城土地成交情况来看，在资金来源约束下，9月增速仍处于低位。

图表12: 房企资金来源持续回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表13: 土地购置面积持续疲弱 (%，万平方米)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

3.2 基建压舱石作用持续，四季度有望保持韧性

基建投资压舱石作用持续，资金仍将支撑四季度基建韧性。基建累计同比增速回落0.32个百分点至8.64%，基建（不含电力）累计同比增速回落0.2个百分点至6.2%。高基数作用下，基建表现仍具韧性。9月地方政府专项债发行旺盛，资金给基建的支撑持续。10月多地政府陆续开始发行特殊融资债券，前三季度尚未发放完成的地方专项债余额，都将支持四季度的基建韧性。

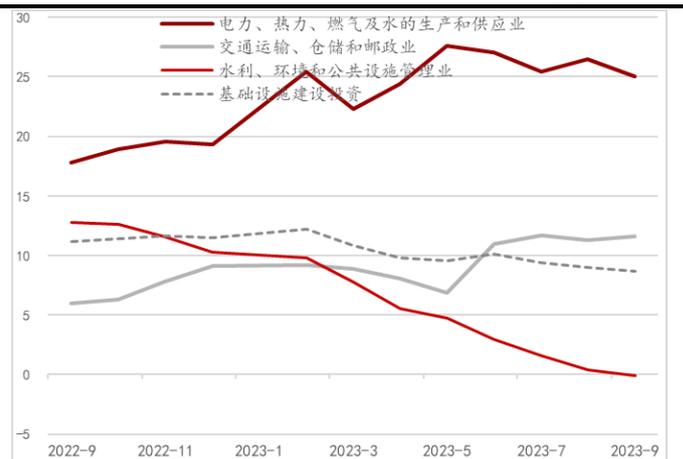
基建各分项增速表现分化。从细分项来看，交通运输、仓储和邮政业增速上行，去年受到疫情影响，供应链存在一定扰动，低基数下增速保持增长。电力、热力、燃气及水的生产和供应业高位边际回落，基数逐步走高带来一定影响。当前基建的托举作用延续。

图表14: 基建投资增速分化 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表15: 交运、仓储和邮政业增速持续上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

3.3 制造业投资回暖，高增速反弹

制造业投资持续回暖，高技术产业增速上行，民间投资反弹。制造业累计同比增速上行0.3个百分点至6.2%，连续2个月上行。民间固定资产投资小幅反弹0.1个百分点至

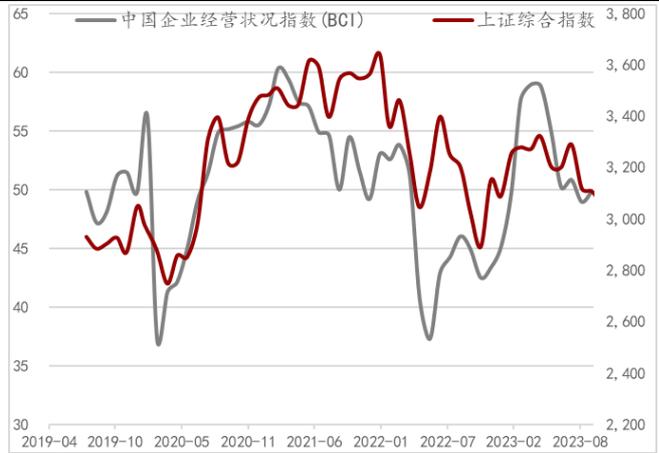
-0.6%，高技术产业累计同比由11.3%上行为11.4%。从企业经营状况指数(BCI)来看，也迎来小幅反弹。民间投资止住下跌趋势，企业利润逐步回暖，经营状况边际好转，出口的韧性也支撑了制造业的增速回暖。

图表16: 制造业投资增速连续2个月上行(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表17: 企业经营状况指数小幅上行(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

4 双节提振消费需求，餐饮收入反弹

消费增速同比上行，餐饮收入反弹，剔除汽车消费表现依然较好。9月，社会消费品零售总额同比增速由上月的4.6%上行为5.5%，好于市场预期的4.9%，前三季度累计同比7%。其中，除汽车以外的消费品零售增速由上月的5.1%上涨为5.9%；餐饮同比由上月的12.4%上涨为13.8%；限额以上企业零售同比由上月的3.1%上涨为5.2%，上行幅度大于整体。

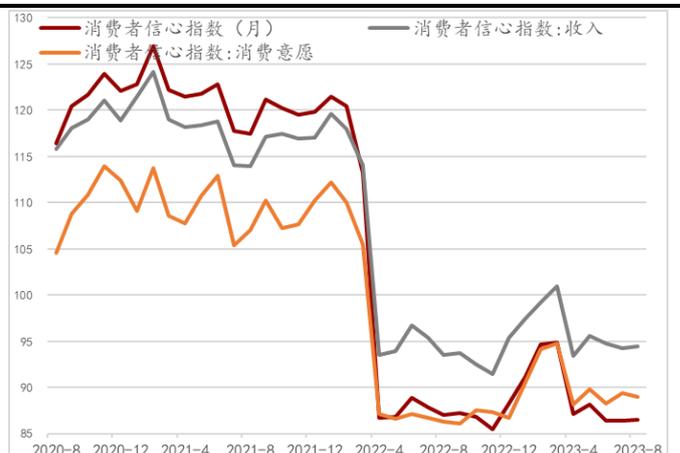
居民实际可支配收入小幅增长，消费者信心有待修复。2023年三季度，居民人均名义可支配收入累计同比由二季度的6.5%回落为6.3%，实际可支配收入累计同比由5.8%上行为5.9%，居民可支配收入增速放缓。居民新增存款依然处于高位，当前防御性储蓄依然较强，居民消费信心指数仍处于低位。LPR利率、存量房贷利率下调，居民购房压力边际降低，给消费置换出一定空间，中秋、十一假期到来，有望提振十月的消费表现。

图表18: 居民可支配收入修复速度放缓(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表19: 消费者信心有待修复(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

可选消费表现分化，高基数作用带来一定干扰，必选消费大多上行，地产下游建材行业好转。细分项来看，本月化妆品和通讯器材类增速跌幅最大，“双11”部分压制了短期化妆品消费需求，全球智能手机市场低迷环境持续。随汽车行业促销影响逐步消退，汽车消费增速上行。国际原油价格上行影响下，石油及其制品类增速上涨。餐饮同比增速回暖，中秋节带来部分提振。房地产下游的家电、家具类表现相对疲弱，建筑及装潢材料类增速明显上行，地产竣工的拉动效果有所显现。粮油、食品、饮料等必选消费同比增速上行，双节到来，线下宴请需求增加，烟酒类本月大幅上行18.8个百分点至23.1%。随着季节变化，服饰类消费增速也有所上行。

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	2023年9月	2023年8月	2022年9月	2021年9月	较上月变动	
粮油、食品类	8.3	4.5	8.5	9.2	↑ 3.8	必选消费
饮料类	8	0.8	4.9	10.1	↑ 7.2	必选消费
烟酒类	23.1	4.3	-8.8	16	↑ 18.8	必选消费
服装鞋帽、针、纺织品类	9.9	4.5	-0.5	-4.8	↑ 5.4	必选消费
日用品类	0.7	1.5	5.6	0.5	↓ -0.8	必选消费
中西药品类	4.5	3.7	9.3	8.6	↑ 0.8	必选消费
餐饮	13.8	12.4	-1.7	3.1	↑ 1.4	可选消费
化妆品类	1.6	9.7	-3.1	3.9	↓ -8.1	可选消费
金银珠宝类	7.7	7.2	1.9	20.1	↑ 0.5	可选消费
文化办公用品类	-13.6	-8.4	8.7	22.6	↓ -5.2	可选消费
通讯器材类	0.4	8.5	5.8	22.8	↓ -8.1	可选消费
石油及制品类	8.9	6	10.2	17.3	↑ 2.9	可选消费
汽车类	2.8	1.1	14.2	-11.8	↑ 1.7	可选消费
家用电器和音像器材类	-2.3	-2.9	-6.1	6.6	↑ 0.6	可选消费(地产)
家具类	0.5	4.8	-7.3	3.4	↓ -4.3	可选消费(地产)
建筑及装潢材料类	-8.2	-11.4	-8.1	13.3	↑ 3.2	可选消费(地产)
社会消费品零售总额	5.5	4.6	2.5	4.4	↑ 0.9	整体
限额以上企业消费品零售总额	5.2	3.1	6.1	2.8	↑ 2.1	整体
除汽车以外社零	5.9	5.1	1.2	6.4	↑ 0.8	整体

资料来源: Wind, 万联证券研究所

5 失业率回落，就业边际好转

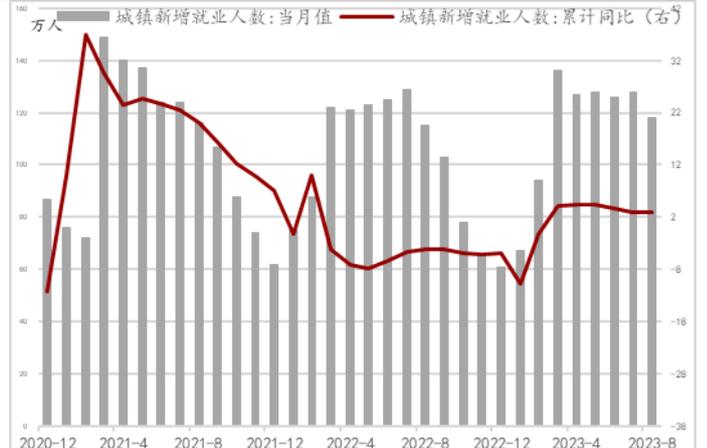
失业率回落，就业边际好转。城镇失业率由5.2%下行为5.0%，31个大城市城镇失业率由5.3%回落至5.2%，就业持续好转。但从BCI企业招工前瞻指数来看，由56.41%回落为54.9%，企业对于招工预期依然偏谨慎。城镇新增就业人数在9月季节性回落，同比保持增长。随着地产政策的放松，行业部分指标开始好转，有望带动一批地产相关的就业。民间投资企稳，相关岗位需求或逐步增加。服务业持续修复，双节到来的拉动下，给就业带来一定利好。

图表21: 失业率有所压降 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表22: 城镇新增就业人数累计同比小幅回落(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

6 总结与展望

全年预期将实现经济增长目标。从前三季度GDP增速来看, 全年有望实现5%的增长目标, 四季度政策加码刺激的概率降低, 推动地方政府化债仍是主要方向。9月经济出现结构性好转, 当前尚未迎来经济全面上行, 需求端修复尚不稳固, 地产投资偏弱的格局短期仍将持续。随着政府发债过峰, 资金面压力减轻, 债市预期迎来阶段性修复, 但在经济筑底回升的背景下, 利率继续下行的空间受限。当前股票市场情绪尚未修复, 中美利差倒挂, 美元指数延续高位, 叠加地缘政治带动避险情绪升温, 短期走势依然偏谨慎, 可以关注部分周期行业的投资机会。地缘政治风险带来一定不确定性, 黄金依然是较好的避险资产。

7 风险提示

地缘政治风险发展超预期, 居民消费、购房修复不及预期, 海外经济衰退超预期。

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