

# 生产好于需求，经济延续波动复苏

——10月经济数据点评

2023年11月16日

- **总结与展望：**经济仍处于磨底阶段，积极因素逐步累积，关注政策进一步发力。经济延续此前震荡修复的态势，房地产投资依然承压，生产表现好于需求，需求端修复尚不稳固，经济改善有待政策进一步发力。增发特别国债和地方特殊再融资债券发行，有助于拉动基建投资。企业仍处于去库存周期磨底阶段，有待需求进一步好转驱动补库进程。经济修复的基础仍需巩固，货币政策仍将保持宽松呵护经济。
- **事件：**10月，工业增加值当月同比上行0.1个百分点至4.6%，固投累计同比由3.1%回落为2.9%，制造业、基建、房地产投资分别由6.2%、8.64%、-9.1%变动为6.2%、8.27%、-9.3%，社零当月同比由5.5%上行为7.6%。
- **工业、服务业生产增速上行，工业企业出口保持修复。**采矿业、制造业增速上行，制造业下游汽车、运输设备制造增速明显上涨，上游有色加工增速回升，中游设备制造表现分化。工业企业出口持续修复，好于出口整体表现。服务业活动预期指数回落，居民消费修复仍有一定波动，十一长假过后，对于线下服务业修复预期回落。
- **房地产投资拖累固投表现，新开工跌幅继续收窄，销售依然偏弱。**房地产投资延续回落，新开工增速继续上行，施工增速再度转跌，“保交房”政策扶持下，竣工延续高位震荡。商品房销售持续走弱，住宅库存去化偏慢。房企资金来源持续下跌，销售端约束持续，但国内贷款、自筹资金跌幅收窄，房企拿地依然谨慎。短期市场供需矛盾依然难以解决，地产销售转好仍需时间消化，居民加杠杆意愿依然不足。预期明年地产政策仍将保持宽松，助力房地产市场风险化解。
- **降温降雪和基数走高影响基建增速小幅放缓，资金投放仍将支撑基建韧性。**10月多地政府陆续特殊融资债券进入发行高峰，特别国债发行，以及前三季度尚未发放完成的地方专项债余额，都将支持四季度和明年年初的基建韧性。
- **制造业投资增速持平，高技术产业投资增速下滑，民间投资缓步上行。**民间投资保持小幅回暖，企业利润仍处修复进程，出口的波动给制造业投资增速带来一定扰动。
- **低基数带来社零上行，汽车支撑作用较强，餐饮收入上行。**限额以上企业零售上行幅度大于整体，小型企业零售相对偏弱。双节带动出行旅游和婚庆等可选消费，部分可选消费受到“双十一”促销活动带动上行。政策推动下，汽车零售保持高增，给消费带来支撑。双节提振了消费意愿，但消费者信心尚未完全修复。
- **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，海外政策节奏和幅度超预期。

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再度负增，年内通胀保持低位

金融助力高质量发展，持续推进风险化解  
 季节、需求多重作用下，PMI环比回落

## 正文目录

|                                  |   |
|----------------------------------|---|
| 事件.....                          | 3 |
| 1 工业生产小幅上行，服务业继续增长.....          | 3 |
| 2 投资：房地产投资拖累持续，民间投资保持小幅好转.....   | 5 |
| 2.1 房地产投资持续回落，新开工跌幅小幅收敛.....     | 5 |
| 2.2 基建小幅回落，四季度预期保持韧性.....        | 6 |
| 2.3 出口波动给制造业投资带来扰动，高技术业增速下滑..... | 7 |
| 3 消费持续修复，汽车、餐饮消费表现较好.....        | 7 |
| 4 失业率持平，就业边际好转.....              | 8 |
| 5 总结与展望.....                     | 9 |
| 6 风险提示.....                      | 9 |
| 图表 1: 采矿业、制造业同比上行 (%).....       | 3 |
| 图表 2: 工业企业出口增速持续拉升 (%，亿元).....   | 3 |
| 图表 3: 集成电路、汽车产量同比明显抬升 (%).....   | 4 |
| 图表 4: 汽车、运输设备制造业增速上行 (%).....    | 4 |
| 图表 5: 制造业上中下游当月、累计同比增速 (%).....  | 4 |
| 图表 6: 服务业生产指数月度同比边际上行 (%).....   | 5 |
| 图表 7: 服务业活动预期指数小幅回落 (%).....     | 5 |
| 图表 8: 房屋新开工保持小幅上行 (%).....       | 6 |
| 图表 9: 商品房销售依然疲弱 (%).....         | 6 |
| 图表 10: 房企资金来源持续回落 (%).....       | 6 |
| 图表 11: 房贷利率下调，居民加杠杆意愿偏弱 (%)..... | 6 |
| 图表 12: 高基数作用，基建投资增速回落 (%).....   | 7 |
| 图表 13: 基建分项增速多数回落 (%).....       | 7 |
| 图表 14: 制造业投资增速与上月持平 (%).....     | 7 |
| 图表 15: 企业经营状况指数窄幅震荡 (%).....     | 7 |
| 图表 16: 网上零售和服务占社零比重提高 (%).....   | 8 |
| 图表 17: 消费者信心有待修复 (%).....        | 8 |
| 图表 18: 消费分项同比增速表现 (%).....       | 8 |
| 图表 19: 大城市失业率有所回落 (%).....       | 9 |
| 图表 20: 城镇新增就业人数累计同比小幅回落 (%)..... | 9 |

## 事件

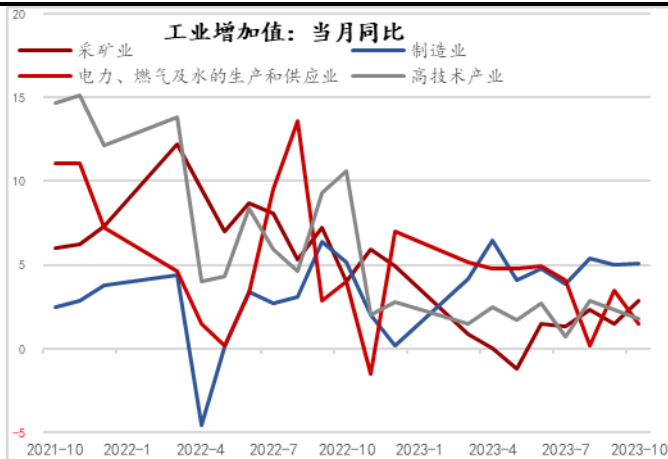
2023年10月，工业增加值当月同比增速上行0.1个百分点至4.6%，环比上涨0.39%，前值为0.36%。1-10月，固定资产投资累计同比增速2.9%，前值3.1%，其中，房地产开发投资累计同比增速回落0.2个百分点至-9.3%，基建投资累计同比增速回落0.37个百分点至8.27%，制造业投资增速累计同比持平于6.2%。社会消费品零售总额同比增速由上月的5.5%上行为7.6%，

### 1 工业生产小幅上行，服务业继续增长

**工业生产增速上行，工业企业出口保持修复，采矿业、制造业增速上行。**2023年10月，工业增加值当月同比增速较上月上行0.1个百分点至4.6%，累计同比由4.0%回升至4.1%，环比上涨0.39%，前值为0.36%。发电量同比由上月的7.7%回落至5.2%。工业企业出口持续修复，当月同比由-3.6%上行为-0.5%，好于出口整体表现。企业仍处于库存磨底阶段，完全进入补库阶段仍需时间消化，当前需求尚未迎来显著上行，能够大幅带来工业生产反弹。

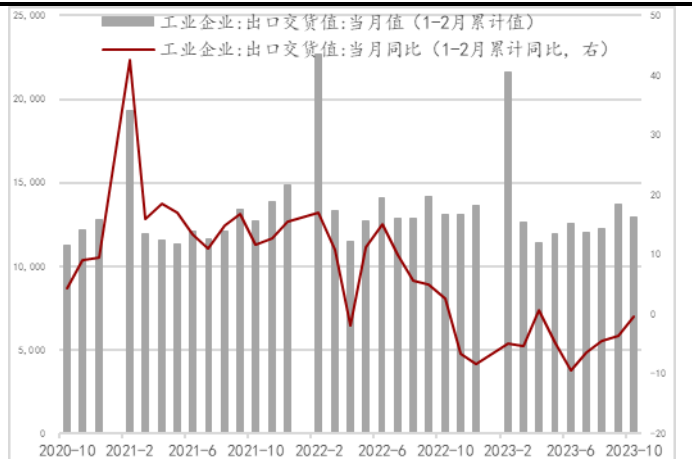
分大类看，10月，采矿业同比上行1.4个百分点至2.9%，原煤产量同比由9月的0.4%上行至3.8%，天然气产量同比回落6.7个百分点至2.6%。制造业同比由上月的5%上行至5.1%；高技术产业同比由上月的2.3%回落至1.8%。电力、燃气及水的生产和供应业同比回落2个百分点至1.5%。

图表1: 采矿业、制造业同比上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表2: 工业企业出口增速持续拉升 (%，亿元)

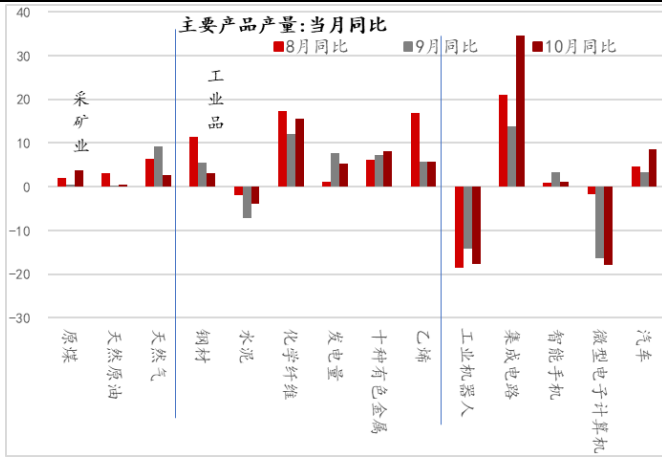


资料来源: Wind, 万联证券研究所

**制造业增速小幅上行，下游汽车、运输设备制造增速明显上行，上游有色加工增速回升，中游设备制造表现分化。**细分数据来看，下游制造业中，汽车制造业同比上行1.8个百分点至10.8%，汽车产量同比上行5.1个百分点至8.5%，新能源汽车为主要拉动。医药制造业同比回落2.7个百分点至-10.4%，计算机、通信和其他电子设备制造业同比由4.5%上行至4.8%，集成电路产量同比由13.9%上行为34.5%。铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业同比上行7个百分点至9.6%，上行幅度最为显著。制造业中游中，通用设备制造业同比由0%回落至-0.1%，专用设备制造业同比由1.6%上行至2.7%，电气机械及器材制造业同比由11.5%回落至9.8%，纺织业同比上行1.2个百分点至2%。

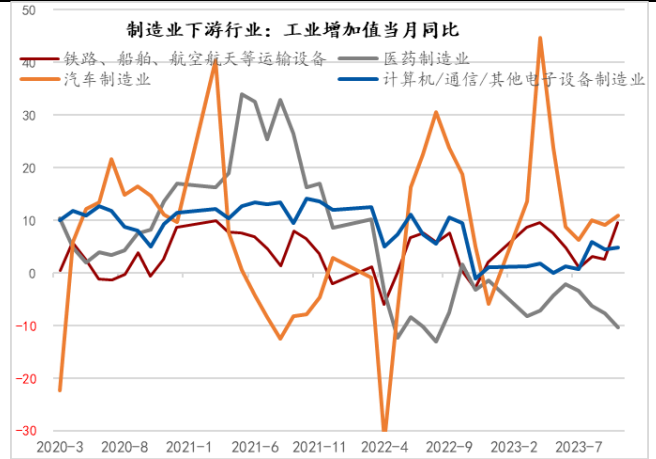
制造业上游中，黑色金属冶炼及压延工业同比回落2.6个百分点至7.3%，有色同比上行4.1个百分点至12.5%，金属制品业、非金属矿物制品业、橡胶和塑料制品业、化学原料及化学制品制造业分别由3.7%、-1.7%、6%、13.4%变动为5.5%、-1.1%、6%、12.1%。

图表3: 集成电路、汽车产量同比明显抬升 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表4: 汽车、运输设备制造业增速上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

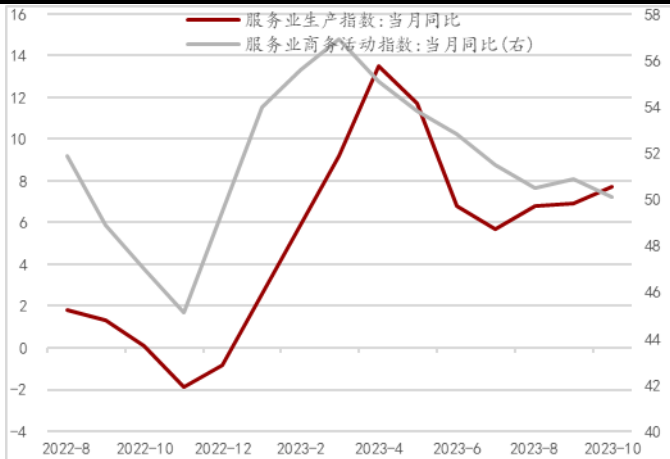
图表5: 制造业上中下游当月、累计同比增速 (%)

| 制造业具体行业                 | 当月同比 (%) |         |          | 累计同比 (%) |         |           |          |         |
|-------------------------|----------|---------|----------|----------|---------|-----------|----------|---------|
|                         | 2023年10月 | 2023年9月 | 2022年10月 | 2023年10月 | 2023年9月 | 10-9月累计同比 | 2022年10月 | 2022年9月 |
| 上游 化学原料和化学制品制造业         | 12.10    | 13.40   | 9.80     | 9.50     | 9.20    | 0.30      | 5.60     | 5.00    |
| 上游 橡胶和塑料制品业             | 6.00     | 6.00    | -0.80    | 2.60     | 2.20    | 0.40      | -0.80    | -0.80   |
| 上游 非金属矿物制品业             | -1.10    | -1.70   | 3.10     | -0.60    | -0.50   | -0.10     | -1.80    | -2.50   |
| 上游 黑色金属冶炼及压延加工业         | 7.30     | 9.90    | 10.20    | 7.80     | 7.80    | 0.00      | 0.20     | -0.90   |
| 上游 有色金属冶炼及压延加工业         | 12.50    | 8.40    | 6.80     | 8.30     | 7.80    | 0.50      | 4.60     | 4.30    |
| 上游 金属制品业                | 5.50     | 3.70    | -3.10    | 2.30     | 1.90    | 0.40      | -0.40    | -0.10   |
| 中游 通用设备制造业              | -0.10    | 0.00    | 2.00     | 1.80     | 2.10    | -0.30     | -1.00    | -1.40   |
| 中游 专用设备制造业              | 2.70     | 1.60    | 3.00     | 3.80     | 3.90    | -0.10     | 4.20     | 4.40    |
| 中游 电气机械及器材制造业           | 9.80     | 11.50   | 16.30    | 13.60    | 14.10   | -0.50     | 11.90    | 11.40   |
| 中游 农副食品加工业              | 0.70     | 1.20    | -2.00    | 0.40     | 0.40    | 0.00      | 1.50     | 1.90    |
| 中游 纺织业                  | 2.00     | 0.80    | -4.20    | -1.00    | -1.30   | 0.30      | -2.30    | -2.00   |
| 下游 食品制造业                | 4.70     | 6.40    | 0.30     | 3.10     | 2.90    | 0.20      | 3.20     | 3.50    |
| 下游 医药制造业                | -10.40   | -7.70   | 1.60     | -5.70    | -5.20   | -0.50     | -3.80    | -4.30   |
| 下游 汽车制造业                | 10.80    | 9.00    | 18.70    | 11.30    | 11.40   | -0.10     | 8.10     | 6.90    |
| 下游 计算机、通信和其他电子设备制造业     | 4.80     | 4.50    | 9.40     | 1.70     | 1.40    | 0.30      | 9.50     | 9.50    |
| 下游 铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业 | 9.60     | 2.60    | 0.50     | 6.30     | 5.90    | 0.40      | 3.10     | 3.40    |

资料来源: Wind, 万联证券研究所

服务业生产指数上行, 预期指数回落。服务业生产指数10月累计同比持平于7.9%, 当月同比由6.9%上行为7.7%, 服务业商务活动指数由50.9%小幅回落为50.1%。服务业活动预期指数由58.1%再度回落为57.5%。居民消费修复仍有一定波动, 十一长假过后, 对于线下服务业修复预期回落。

图表6: 服务业生产指数月度同比边际上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表7: 服务业活动预期指数小幅回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

## 2 投资: 房地产投资拖累持续, 民间投资保持小幅好转

固投环比保持上行, 同比增速持续放缓, 房地产拖累作用持续, 民间固投小幅上行。2023年1-10月, 固定资产投资累计同比增速2.9%, 前值3.1%, 固投季调环比增速为0.1%, 前值为0.17%。其中, 房地产开发投资累计同比增速继续回落0.2个百分点至-9.3%; 基建累计同比增速回落0.37个百分点至8.27%, 基建(不含电力)累计同比增速回落0.3个百分点至5.9%; 制造业累计同比增速持平于6.2%, 民间固定资产投资上行0.1个百分点至-0.5%。

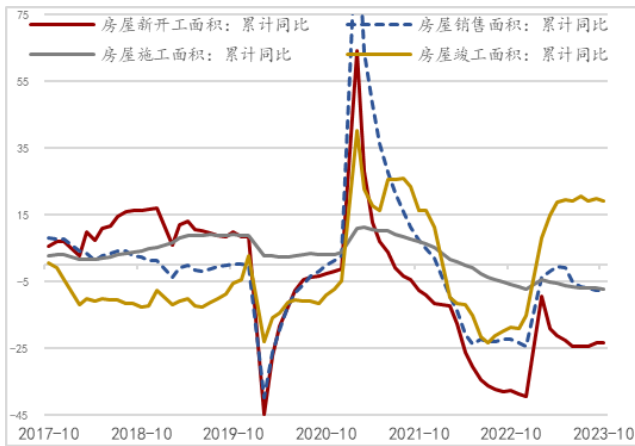
### 2.1 房地产投资持续回落, 新开工跌幅小幅收敛

地产投资拖累作用持续, 新开工跌幅继续收窄, 施工增速下滑, 竣工维持高位震荡。房地产投资累计同比增速继续回落0.2个百分点至-9.3%, 细分项来看, 房屋新开工面积累计同比增速小幅上行0.2个百分点至-23.2%, 自8月以来持续上行, 房屋施工面积累计同比由-7.1%下降为-7.3%, 竣工增速由19.8%回落为19%, 保持高位震荡。“保交房”政策推动下, 竣工增速预期仍将保持高位。

商品房销售持续走弱, 住宅库存去化偏慢。商品房销售面积累计同比由-7.5%继续下探至-7.8%, 商品房销售额由-4.6%下跌为-4.9%。商品房待售面积同比持续高位, 住宅库存去化缓慢。从30大中城市地产成交面积来看, 三线城市销售依然偏弱, 9月一线城市“认房不认贷”政策落地, 9月下旬银行批量调降存量房贷利率, 居民加杠杆意愿依然不足。短期市场供需矛盾依然难以解决, 地产销售转好仍需时间消化, 预期明年地产政策仍将保持宽松, 助力房地产市场风险化解。

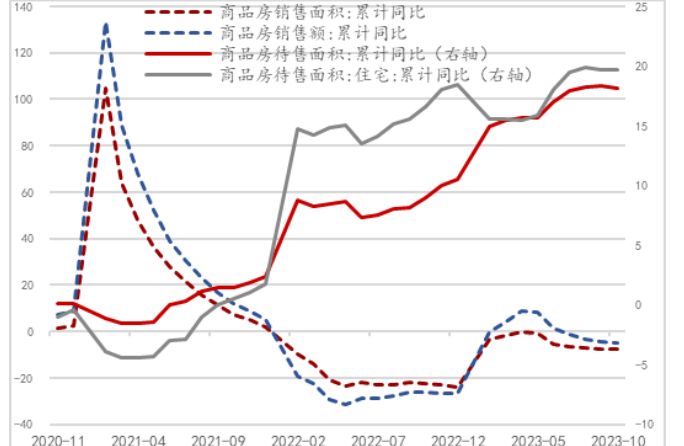


图表8: 房屋新开工保持小幅上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

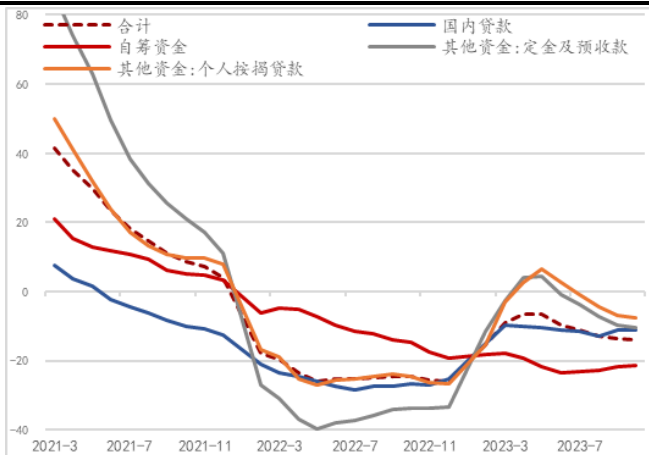
图表9: 商品房销售依然疲弱 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

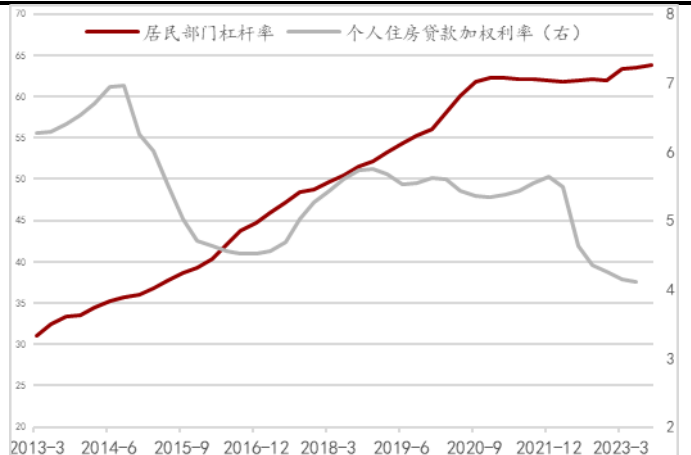
房企资金来源持续下跌, 销售端约束持续, 房企拿地依然谨慎。房地产开发资金来源增速由-13.5%回落为-13.8%。其中, 定金及预收款、个人按揭贷款继续回落, 回落速度逐步放缓。房企国内贷款、自筹资金跌幅收窄, 融资端政策扶持效果有所显现。购房利率下调, 居民提前还贷“退潮”, 但销售好转仍需居民购房信心好转, 房企资金流整体依然偏紧。从百城土地成交情况来看, 拿地环比好转, 同比跌幅收窄。

图表10: 房企资金来源持续回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表11: 房贷利率下调, 居民加杠杆意愿偏弱 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

## 2.2 基建小幅回落, 四季度预期保持韧性

降温降雪和基数走高影响基建增速小幅放缓, 资金投放仍将支撑基建韧性。基建累计同比增速回落0.37个百分点至8.27%, 基建(不含电力)累计同比增速回落0.3个百分点至5.9%。冬季降温、北方降雪可能给基建施工带来一定影响, 高基数作用下, 基建投资小幅回落, 整体表现仍具韧性。10月多地政府陆续特殊融资债券进入发行高峰, 特别国债发行, 以及前三季度尚未发放完成的地方专项债余额, 都将支持四季度和明年年初的基建韧性。

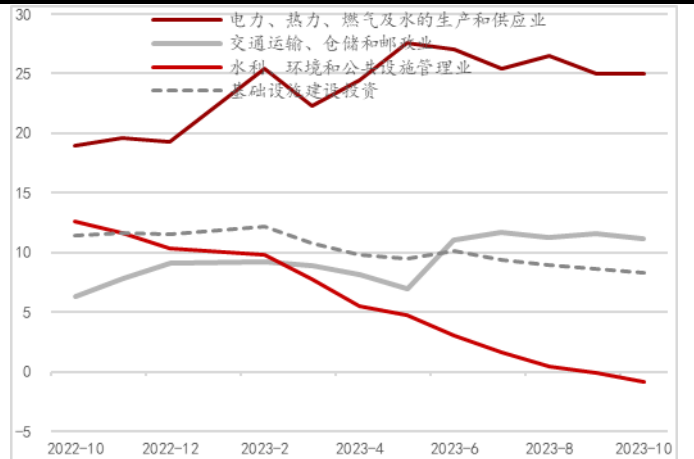
基建各分项增速表现分化。从细分项来看, 交通运输、仓储和邮政业增速放缓, 基数逐步走高带来一定影响, 电力、热力、燃气及水的生产和供应业增速持平于上月的25%, 水利、环境和公共设施管理业增速继续下探。

图表12: 高基数作用, 基建投资增速回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表13: 基建分项增速多数回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

### 2.3 出口波动给制造业投资带来扰动, 高技术业增速下滑

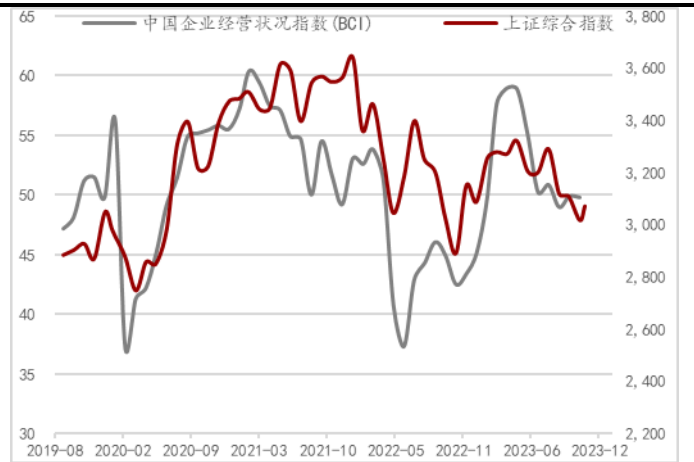
制造业投资增速持平, 高技术产业投资增速下滑, 民间投资缓步上行。制造业累计同比增速持平于6.2%, 民间固定资产投资上行0.1个百分点至-0.5%, 高技术产业累计同比由11.4%下行为11.1%。民间投资保持小幅回暖, 企业利润仍处修复进程, 出口的波动给制造业增速带来一定扰动。

图表14: 制造业投资增速与上月持平 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表15: 企业经营状况指数窄幅震荡 (%)

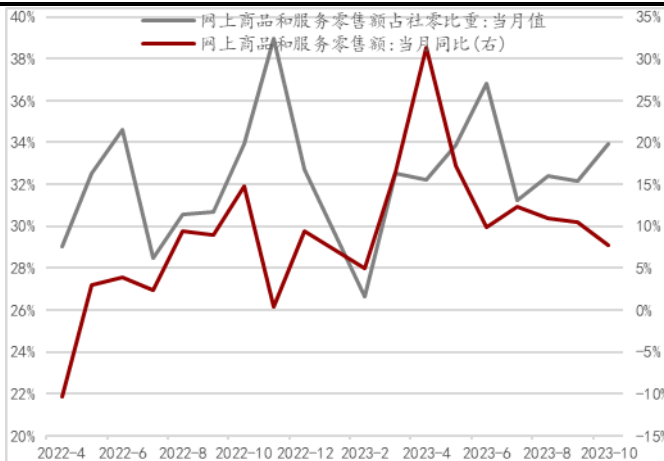


资料来源: Wind, 万联证券研究所

## 3 消费持续修复, 汽车、餐饮消费表现较好

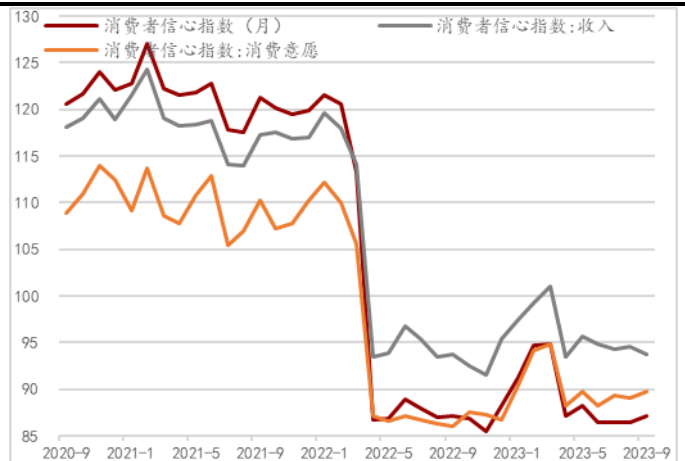
低基数带来社零上行, 汽车支撑作用较强, 餐饮收入上行。10月, 社会消费品零售总额同比增速由上月的5.5%上行至7.6%, 部分受到去年同期疫情带来的低基数影响, 表现好于市场预期的7.3%, 1-10月累计同比为6.9%。其中, 除汽车以外的消费品零售增速由上月的5.9%上涨为7.2%; 餐饮同比由5.9%上涨为17.1%; 限额以上企业零售同比由上月的5.2%上涨为8.7%, 上行幅度大于整体, 小型企业零售相对偏弱。从更新到9月的消费者信心数据来看, 双节提振了消费意愿, 消费信心指数也小幅上行, 但消费者收入信心指数继续下滑, 消费者信心依然有待修复。

图表16: 网上零售和服务占社零比重提高 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表17: 消费者信心有待修复 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

可选消费多数上行, 必选消费大多回落, 地产下游行业消费好转。细分项来看, 本月文化办公用品类涨幅最大, 通讯器材类明显走高, 部分受到“双十一”促销活动带动, 以及去年同期基数走低影响。政策推动下, 汽车零售保持高增, 给消费带来支撑。双节带动出行旅游和婚庆等可选消费, 烟酒类本月增速下行, 但仍处于高位。地产下游家用电器和音像器材类涨幅靠前, 建筑及装潢材料和家具类也小幅上涨, 地产竣工的拉动效果有所显现。粮油、食品类同比回落, 日用品和中西药品类增速上行。

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 |         |          |         |                   |
|---------------|----------------------|---------|----------|---------|-------------------|
|               | 2023年10月             | 2023年9月 | 2022年10月 | 2022年9月 | 较上月变动             |
| 粮油、食品类        | 4.4                  | 8.3     | 8.3      | 8.5     | ↓ -3.9 必选消费       |
| 饮料类           | 6.2                  | 8       | 4.1      | 4.9     | ↓ -1.8 必选消费       |
| 烟酒类           | 15.4                 | 23.1    | -0.7     | -8.8    | ↓ -7.7 必选消费       |
| 服装鞋帽、针、纺织品类   | 7.5                  | 9.9     | -7.5     | -0.5    | ↓ -2.4 必选消费       |
| 日用品类          | 4.4                  | 0.7     | -2.2     | 5.6     | ↑ 3.7 必选消费        |
| 中西药品类         | 8.2                  | 4.5     | 8.9      | 9.3     | ↑ 3.7 必选消费        |
| 餐饮            | 17.1                 | 13.8    | -8.1     | -1.7    | ↑ 3.3 可选消费        |
| 化妆品类          | 1.1                  | 1.6     | -3.7     | -3.1    | ↓ -0.5 可选消费       |
| 金银珠宝类         | 10.4                 | 7.7     | -2.7     | 1.9     | ↑ 2.7 可选消费        |
| 文化办公用品类       | 7.7                  | -13.6   | -2.1     | 8.7     | ↑ 21.3 可选消费       |
| 通讯器材类         | 14.6                 | 0.4     | -8.9     | 5.8     | ↑ 14.2 可选消费       |
| 石油及制品类        | 5.4                  | 8.9     | 0.9      | 10.2    | ↓ -3.5 可选消费       |
| 汽车类           | 11.4                 | 2.8     | 3.9      | 14.2    | ↑ 8.6 可选消费        |
| 家用电器和音像器材类    | 9.6                  | -2.3    | -14.1    | -6.1    | ↑ 11.9 可选消费(地产相关) |
| 家具类           | 1.7                  | 0.5     | -6.6     | -7.3    | ↑ 1.2 可选消费(地产相关)  |
| 建筑及装潢材料类      | -4.8                 | -8.2    | -8.7     | -8.1    | ↑ 3.4 可选消费(地产相关)  |
| 社会消费品零售总额     | 7.6                  | 5.5     | -0.5     | 2.5     | ↑ 2.1 整体          |
| 限额以上企业消费品零售总额 | 8.7                  | 5.2     | -0.5     | 6.1     | ↑ 3.5 整体          |
| 除汽车以外社零       | 7.2                  | 5.9     | -0.9     | 1.2     | ↑ 1.3 整体          |

资料来源: Wind, 万联证券研究所

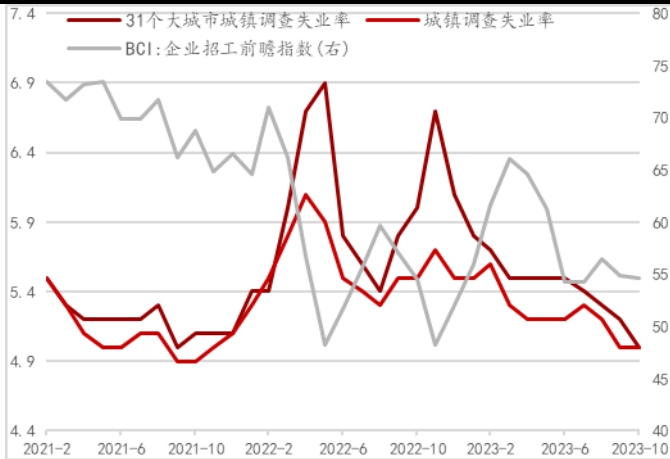
#### 4 失业率持平, 就业边际好转

城镇失业率持平, 31个大城市城镇失业率回落, 就业边际好转。城镇失业率持平于



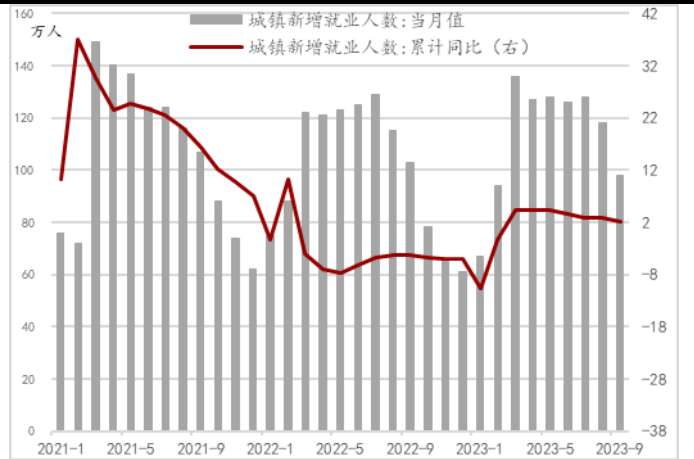
5.0%，31个大城市城镇失业率由5.2%回落至5.0%，就业持续好转。但从BCI企业招工前瞻指数来看，由54.88%小幅回落为54.65%，企业对于招工预期依然偏谨慎。城镇新增就业人数在10月季节性回落，同比略有下滑。企业利润持续转好，民间投资转好，用工需求或逐步增加。服务业持续修复，双节到来的拉动下，给就业带来一定利好。

图表19: 大城市失业率有所回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表20: 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

## 5 总结与展望

经济仍处于磨底阶段，积极因素逐步累积，关注政策进一步发力。经济延续此前震荡修复的态势，房地产投资依然承压，生产表现好于需求，需求端修复尚不稳固，经济改善有待政策进一步发力。增发特别国债和地方特殊再融资债券发行，有助于拉动基建投资。企业仍处于去库存周期磨底阶段，有待需求进一步好转驱动补库进程。经济修复的基础仍需巩固，货币政策仍将保持宽松呵护经济。

## 6 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，海外政策节奏和幅度超预期。

## 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