

万联晨会

2023年05月11日 星期四

概览

核心观点

周三大盘全天震荡分化，沪指继续调整跌超 1%，创业板指再创年内新低后触底反弹。截至收盘，沪指跌 1.15%，深成指涨 0.14%，创业板指涨 0.73%。两市超 2900 只个股上涨，汽车整车、复合集流体、一体化压铸、充电桩等板块涨幅居前，银行、证券、港口、油气等板块跌幅居前。两市今日成交额 10201 亿，较上个交易日缩量 2017 亿。北向资金全天净买入 55.71 亿元。

5月9日，海关总署发布了今年前4个月的进出口数据：今年前4个月，我国进出口总值 13.32 万亿元人民币，同比(下同)增长 5.8%。其中，出口 7.67 万亿元，增长 10.6%；进口 5.65 万亿元，增长 0.02%；贸易顺差 2.02 万亿元，扩大 56.7%。4月份，我国进出口 3.43 万亿元，增长 8.9%。其中，出口 2.02 万亿元，增长 16.8%；进口 1.41 万亿元，下降 0.8%；贸易顺差 6184.4 亿元，扩大 96.5%。行业方面，建议关注：1) 创新驱动技术产品开发成为焦点，关注人工智能、云计算等概念和板块。2) 进出口出现结构优化，建议关注机电等先进制造业板块。

研报精选

固收：资产荒行情延续

房地产：Q1 业绩有所企稳，销售回暖业绩或好转

传媒：五一档延续春节档复苏势头，双头部新片拉动票房

传媒：消费需求复苏可期，电影、剧集市场呈现回暖迹象

化妆品：2022 年行业整体承压，部分龙头表现亮眼

化妆品：23Q1 行业整体回暖，龙头表现持续亮眼

神州信息 (000555)：收入结构不断优化，股权激励指引高增长

国内市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,319.15	-1.15%
深证成指	11,140.19	0.14%
沪深 300	3,996.87	-0.77%
科创 50	1,025.71	-0.82%
创业板指	2,262.22	0.73%
上证 50	2,673.91	-1.11%
上证 180	8,611.68	-1.23%
上证基金	6,604.72	-0.49%
国债指数	201.24	0.05%

国际市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	33531.33	-0.09%
S&P500	4137.64	0.45%
纳斯达克	12306.44	1.04%
日经 225	29122.18	-0.41%
恒生指数	19762.20	-0.53%
美元指数	101.43	-0.19%

主持人： 宫慧菁

Email: gonghj@wlzq.com.cn

核心观点

周三大盘全天震荡分化，沪指继续调整跌超 1%，创业板指再创年内新低后触底反弹。截至收盘，沪指跌 1.15%，深成指涨 0.14%，创业板指涨 0.73%。两市超 2900 只个股上涨，汽车整车、复合集流体、一体化压铸、充电桩等板块涨幅居前，银行、证券、港口、油气等板块跌幅居前。两市今日成交额 10201 亿，较上个交易日缩量 2017 亿。北向资金全天净买入 55.71 亿元。

5 月 9 日，海关总署发布了今年前 4 个月的进出口数据：今年前 4 个月，我国进出口总值 13.32 万亿元人民币，同比(下同)增长 5.8%。其中，出口 7.67 万亿元，增长 10.6%；进口 5.65 万亿元，增长 0.02%；贸易顺差 2.02 万亿元，扩大 56.7%。4 月份，我国进出口 3.43 万亿元，增长 8.9%。其中，出口 2.02 万亿元，增长 16.8%；进口 1.41 万亿元，下降 0.8%；贸易顺差 6184.4 亿元，扩大 96.5%。行业方面，建议关注：1) 创新驱动技术产品开发成为焦点，关注人工智能、云计算等概念和板块。2) 进出口出现结构优化，建议关注机电等先进制造业板块。

分析师 于天旭 执业证书编号 S0270522110001

研报精选

资产荒行情延续

——4 月信用债月报

投资要点：

一级市场：1) 4 月信用债净融资额同、环比均回落。2) 4 月信用债发行量同比升、环比降，各券种发行集体走弱。其中，短债发行高位回落，发行久期加权平均持续上行；中低等级发行明显走弱，高等级发行仍不弱；城投债发行显著放量，产业债发行大幅下滑，仅计算机、电气设备、休闲服务、食品饮料发行环比正增，其余行业发行均走弱。3) 4 月 AA 级及以上各期限非金融企业债发行利率集体下行，且中长期发行利率下行幅度相对较大。4) 4 月信用债偿还量同比升、环比降，预计 5 月偿还压力略有回落。

二级市场：1) 中短票、城投收益率集体下行，3Y 下行幅度相对显著，高等级表现占优。其中，3YAAA 级、AA+级、AA 级中短票收益率分别为 2.97%、3.09%、3.57%，较上个交易月分别-13bp、-11bp、-8bp；3Y 隐含 AAA 级、AA+级、AA 级、AA(2) 级城投收益率分别为 2.98%、3.13%、3.33%、3.82%，较上个交易月分别-14bp、-13bp、-12bp、-30bp。2) 信用利差持续压缩，短端利差保护相对偏薄。其中，1YAAA 级、AA+级、AA 级中短票信用利差分别下行 5bp、5bp、4bp，历史分位数均降至 20%以下；1Y 隐含 AAA 级、AA+级、AA 级、AA(2) 级城投债信用利差分别下行 7bp、6bp、6bp、10bp，历史分位数均降至 15%-20%区间。

信用舆情：据 Wind 数据统计，4 月信用债市场共发生 2 起债券违约事件，事件类型为未按时兑付本息，违约企业分别为金科地产集团股份有限公司、武汉当代明诚文化体育集团股份有限公司，所属 Wind 行业分别为房地产开发、电影与娱乐，债券余额合计 12 亿元。

投资建议：4 月资产荒行情下，需求端明显放量，信用债收益率及信用利差持续下行，同时超长债行情出现，债市整体走强。4 月政治局会议指出，“当前我国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强，需求仍然不足”，弱复苏周期下债市策略仍需以防守为主。会议还指出，要加强地方政府债务管控，严控新增隐性债务，控增量、化存

量主线延续，地方化债工作将持续推进，城投监管对部分债务压力较大的区域仍有一定影响。考虑到当前短端利差保护偏薄，建议高等级拉久期，同时可挖掘 3YAA(2) 级城投债收益。

风险因素：经济修复不及预期，资金面收紧超预期，信用风险超预期。

分析师 于天旭 执业证书编号 S0270522110001

Q1 业绩有所企稳，销售回暖业绩或好转

——房地产行业深度报告

行业核心观点：

房地产行业是我国国民经济支柱产业，在疫情管控放松的背景下，宏观经济的修复仍离不开地产的企稳，预计政策面仍以宽松为主。地产在经历了一年半快速下行期后，供给已降至接近中长期均衡水平，继续下降的空间有限，政策不断叠加下有望驱动行业走出困境。建议关注（1）均好型头部房企以及深耕高能级城市的区域类房企；（2）融资政策放松下具有资源整合或风险化解能力的房企；（3）优质的头部物业管理公司。

投资要点：

A 股房企整体 Q1 业绩探底回升，国央企背景房企保持优势地位：我们统计的 72 家房企 2022/2023Q1 整体营收同比增速为-8.58%/+0.06%，同比变动-20.58pct/+11.35pct。其中，国/央企、民营房企营收增速分别为-3.30%/-11.90%；2023Q1 国/央企、民营房企营业总收入同比增速为 7.84%、-4.27%。利润方面，我们统计的 72 家房企 2022 年整体归母净利润同比增速为-146.11%，2023Q1 归母净利润同比下滑 11.53%，明显收窄。

Q1 行业毛利率与净利率有所企稳：我们统计的 72 家房企 2022/2023Q1 整体毛利率水平为 17.73%/17.32%，保持相对稳定。其中，国/央企、民营房企 2022 年毛利率水平分别为 21.29%/15.27%，2023Q1 分别为 22.11%/14.30%，国/央企毛利率水平较 2022 年回升。

2022 年行业下行期资产减值损失大幅增加，2023 年以来销售回暖，减值风险显著缓解：2022 年，我们统计的 72 家房企合计计提资产减值损失 1010.36 亿，同比增长 61.35%。按企业性质看，发生资产减值的房企仍以民企为主，占比达 66.24%。

杠杆水平短线抬升，销售回暖下 Q1 回款好转：我们统计的 72 家房企整体剔除预收账款后的资产负债率以及净负债率在 2022 年有所抬升，现金短债比在央企与民营房企之间分化加剧，我们认为主要是央企高信用带动销售回款相对更好所致。2023 年 Q1，我们统计的 72 家房企整体销售商品、提供劳务收到的现金同比增速为 0.28%，国央企背景房企同比增速为 22.65%，表现突出。行业预收账款规模首现收缩，预计随着销售端的企稳将有所修复，我们统计的 72 家房企 2022 年整体预收账款为 2.79 万亿元，同比增速为-14.05%，2022/2023Q1 预收账款营收覆盖率为 110.24%/113.93%。

基金重仓配置比例持续下降。2022 年及 2023 年一季末房地产行业基金重仓配置比例持续下降。重点个股持仓有所分化，保利发展、万科、金地集团等头部房企遭减持，华发股份、滨江集团等销售表现较好的地方龙头获得增持。保利发展持仓总市值仍居于房地产行业基金重仓持股首位，其次是招商蛇口、万科。

风险因素：消费者信心修复不及预期、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等。

分析师 潘云娇 执业证书编号 S0270522020001

五一档延续春节档复苏势头，双头部新片拉动票房

——传媒行业跟踪报告

行业核心观点：

2023年五一档表现符合市场预期。由国产片扛起大梁，引进片添砖加瓦，内容供给品类充足，观众类别覆盖面广，票房表现符合预期，电影市场恢复释放强烈积极信号。

投资要点:

整体票房:五一档延续春节档复苏势头，档期内实现连续逆跌增长。随着2023年影院全面恢复运营，观众消费热情重燃，整个电影市场延续春节档的复苏势头，票房同比去年大幅上涨412.12%至15.21亿元，回归至2021年水平，档期总票房在历年五一档期票房排名中位列第三名，主要是票价提升以及观影人数增加双重因素拉动整体票房回升；从档期票房日变化来看，档期首日票房表现不及预期，我们认为初期票房不及预期的原因在于今年五一假期旅游热情高涨，旅游需求远大于观影需求，人员的强流动性在一定程度上影响了电影市场表现，随着原本的预期市场容量逐步释放以及头部影片热度口碑发酵，档期第2-3天实现连续逆跌增长，于第三天达到历年来五一档期单日最高票房3.56亿元，随后一直超越历年同期。

内部结构:双头部新片拉动票房，八部新片梯队分层较为显著。从单个电影表现来看，档期新上映电影表现不俗，口碑较佳，《人生路不熟》、《长空之王》形成档期双头竞争格局，分别以5.14亿元和4.66亿元引领档期票房，占据六成以上票房，《这么多年》收获1.74亿元，位于第三名。同时优质引进动画电影《灌篮高手》、《铃芽之旅》凭借稳定受众、品质优异等多因素，表现依旧突出，稳住五一档期底盘。此次五一档期由国产片扛起大梁，引进片添砖加瓦，内容供给品类充足，观众类别覆盖面广，票房表现符合预期，电影市场恢复释放强烈积极信号。《人生路不熟》作为档期唯一的喜剧片，题材吸引力较强，符合档期受众画像，同时随着档期推进，内容品质经过市场检验，收获较强口碑，优势逐步凸显，连续三天实现逆跌增长，于第三天超过《长空之王》，最终逆袭成为档期冠军，这两部电影分庭抗礼，头部竞争，位于第一梯队；《这么多年》凭借振华系列IP加持，表现稳定，位于第二梯队；剩余电影表现平平，位于第三梯队。

投资建议:影视院线行业逐步回暖，优质影片蓄势待发。随着影院全面恢复运营，优质影片陆续定档上映，叠加观众观影热情暴涨，2023年电影行业明显复苏，五一档档期票房可观，随着后续暑期档、国庆档各优质影片定档落地，优质外国影片注入，将带领影视院线市场持续回暖。建议关注核心出品方及影视院线相关头部公司。

风险因素:电影口碑、质量不及预期；影片延期风险；电影声誉相关风险。

分析师 夏清莹 执业证书编号 S0270520050001

**消费需求复苏可期，电影、剧集市场呈现回暖迹象
——传媒行业深度报告**

行业核心观点:

2023年Q1传媒行业各子板块市场行情逐步复苏，回升迹象表现明显，影视院线观影人次有所上涨，1月票房创10年新高，影院建设速度持续放缓；广告市场逐步恢复，各行业广告花费呈现分化态势；视频平台加强平台会员内容建设，爆款剧集《狂飙》热度空前，而综艺仍缺乏爆款。

投资要点:

电影:

1) 国内线下消费市场稳步复苏，一季度影院票房呈现回暖态势。Q1票房158.6亿元，同比上涨13.3%；2) 排映场次与22年同期持平，观影人次有所上涨。23Q1放映2990万场次，同比小幅下降0.4%，23年Q1观影人次为五年内首次回升，观影人次达3.37亿人，同比上涨9.4%；3) 上映数量略有下降，影片类型占比变化较小。23年Q1共上映75部影片，同比减少12部，票房同比增加19亿元；4) 影院建设速度持续放缓，万达院线持续龙头地位。

广告营销:

1) 广告市场尚待复苏, 3月单月广告花费同比由负转正。23Q1 整体广告花费同比下降 4.5%, 3月单月广告花费同比上升 0.2%, 环比上升 11.7%; 2) 各行业广告花费情况有所分化, 药品、化妆品/浴室用品、交通行业增幅较大。

数字媒体:

剧集: 1) 23Q1 全网正片有效播放量微降, 平台加强会员内容建设。23Q1 全网剧集正片有效播放累计 731 亿次, 同比下降 0.8%; 全网剧集会员播放量达 432 亿次, 同比增加 27.1%; 2) 各平台上新剧集有所减少, 独播剧集占比均上涨。23 年 Q1 共上新 103 部新剧集, 同比减少 7 部; 3) 爱情都市题材占据主流, 悬疑、都市剧热度不断; 4) 23Q1 《狂飙》领跑全网连续剧有效播放榜, 爱奇艺上榜数过半。

1 综艺: 1) 全网综艺播放量小幅增加, 芒果 TV 成唯一综艺播放量增长的视频平台。23Q1 全网综艺正片有效播放量为 60 亿次, 同比增加 1.7%; 2) 平台维持降本策略, 网络综艺上新量有所下降。2023Q1 共上新 41 部综艺, 同比减少 10 部; 3) 在更综艺有效播放量略有下降, 芒果 TV 涨幅最大; 4) 生活、音乐、旅游为在更综艺主流题材类型; 5) 《大侦探第八季》领跑网络综艺有效播放榜, 芒果 TV、爱奇艺、腾讯三大平台高热度综艺数量势均力敌; 6) 《我们的客栈》位居电视综艺有效播放榜 TOP1, 芒果 TV、爱奇艺、腾讯三大平台爆款综艺数量不相上下。

1

1 风险因素: 监管政策趋严; 影片延期上映及表现不及预期; 市场经济恢复不及预期; 商誉减值风险。

分析师 夏清莹 执业证书编号 S0270520050001

2022 年行业整体承压, 部分龙头表现亮眼

——化妆品行业 2022 年年报综述

行业核心观点:

受宏观经济下行的影响, 2022 年化妆品行业整体承压, 未来随着经济逐步复苏, 化妆品消费有望重回增长区间。从中长期来看, 中国人均化妆品消费额仍有较大提升空间, 在行业监管趋严背景下, 多项化妆品相关法规发布, 行业洗牌过程中合规化妆品龙头公司受益。维持行业“强于大市”投资评级, 建议关注优质美妆标的。

投资要点:

行业总体情况: 受经济下行影响, 2022 年以来化妆品行业整体承压。受到宏观经济下行等因素的影响, 2022 年 1-12 月限额以上企业化妆品零售额月度同比多为负增长, 且增速几乎全盘跑输社零增速。化妆品行业整体承压。未来随着经济逐步复苏, 化妆品消费有望重回增长区间。从中长期来看, 中国化妆品市场增速快且人均化妆品消费额仍有较大提升空间。

行情表现: 化妆品板块 2022 年跑赢上证综指, 部分重点个股表现较好。2022 年, 化妆品板块下跌 10.53%, 对标申万一级行业涨跌幅, 化妆品排名第 8, 落后于煤炭 (+10.95%)、综合 (+10.57%)、社会服务 (-2.23%)、交通运输 (-3.41%) 等板块, 跑赢上证综指 4.59 个 pct。其中科思股份、珀莱雅、丸美股份表现较好。

财务表现: (1) 营收&净利润: 2022 年, 代工与代运营板块业绩承压, 品牌端珀莱雅、华熙生物、贝泰妮业绩增长亮眼, 上海家化、拉芳家化短期承压; (2) 毛利率&净利率: 大部分公司盈利水平下滑, 科思股份、若羽臣、珀莱雅表现较好, 2022 年毛利率和净利率同比提升; (3) 存货周转率&营运资金周转率: 代工板块表现亮眼, 嘉亨家化的存货周转率 (4.81 次) 居化妆品板块个股之首, 代运营板块营运资金周

转率较低；（4）收入现金比&净现比：绝大多数个股收入现金比大于1，珀莱雅、拉芳家化现金流表现较好；（5）估值：2023年，原料、代工、代运营板块个股的一致预测EPS对应的PE值大多在20-30倍，而品牌端的个股PE多在30-50倍，丸美股份、珀莱雅、华熙生物、贝泰妮的PE分别为51/44/36/36倍。

基金持仓情况：部分个股受机构资金追捧。截止2022年末，贝泰妮的机构持股比例最高，达75.73%，上海家化、华熙生物、壹网壹创、丽人丽妆、嘉亨家化、水羊股份均超40%。其中，贝泰妮QFII持股比例最高，达1.43%，但相较2021年末有所下滑。

风险因素：宏观经济复苏不及预期风险、行业竞争加剧风险、渠道拓展不达预期风险。

分析师 陈雯 执业证书编号 S0270519060001

分析师 李滢 执业证书编号 S0270522030002

23Q1 行业整体回暖，龙头表现持续亮眼

——化妆品行业2023年一季度报综述

行业核心观点：

随着疫情影响消退、人民生活恢复正常化，经济逐渐修复，2023年以来化妆品行业整体逐步回暖；中长期来看，中国化妆品人均消费额仍有较大提升空间，在行业监管趋严背景下，多项化妆品相关法规发布，行业洗牌过程中合规化妆品龙头公司受益。维持行业“强于大市”投资评级，建议关注优质美妆标的。

投资要点：

行业总体情况：随着宏观经济逐渐修复，2023年以来化妆品行业整体回暖。随着疫情影响消退、人民生活恢复正常化，经济逐渐修复，2023年1-3月限额以上企业化妆品零售额月度同比由负转正。化妆品行业整体回暖。从中长期来看，中国化妆品人均消费额仍然有较大提升空间。

行情表现：化妆品板块1-3月跑输大盘指数，重点个股涨跌分化。从2023年1月1日-3月31日，化妆品板块下跌3.43%，对标申万一级行业涨跌幅，化妆品排名第30，仅跑赢商贸零售、房地产板块，跑输上证综指9.38个pct。其中凯淳股份、珀莱雅、丸美股份表现较好。

财务表现：（1）营收&净利润：2023Q1，代工与代运营板块业绩承压，品牌端公司如贝泰妮、珀莱雅、丸美股份等业绩增长亮眼，上海家化、拉芳家化收入负增长；

（2）毛利率&净利率：原料板块的科思股份盈利能力相对稳定，代工板块的青松股份盈利能力欠佳，代运营板块的壹网壹创、丽人丽妆盈利能力有所下滑，品牌端净利率涨跌分化；（3）存货周转率&营运资金周转率：代工板块表现较好，嘉亨家化的存货周转率（1.06次）居化妆品板块个股之首，代运营板块营运资金周转率较低；（4）收入现金比&净现比：绝大多数个股收入现金比大于1，少部分个股净利润现金比为负值；（5）估值：2023年，原料、代工、代运营板块个股的一致预测EPS对应的PE值大多在20-30倍，而品牌端的个股PE多在30-50倍，丸美股份、珀莱雅、华熙生物、贝泰妮的PE分别为51/44/36/36倍。

基金持仓情况：部分个股受机构资金追捧。截止2023Q1，上海家化的机构持股比例最高，达63.27%，壹网壹创、丽人丽妆、贝泰妮、水羊股份均超40%。其中，丸美股份QFII持股比例最高，达1.60%，较2022年末有所上升。

风险因素：宏观经济复苏不及预期风险、行业竞争加剧风险、渠道拓展不达预期风险。

分析师 陈雯 执业证书编号 S0270519060001

分析师 李滢 执业证书编号 S0270522030002

收入结构不断优化，股权激励指引高增长 ——神州信息（000555）点评报告

报告关键要素：

公司 2022 年实现营业收入 119.99 亿元，同比增长 5.67%；实现归母净利润 2.07 亿元，同比下降 45.10%；公司 2023 年第一季度实现营业收入 19.62 亿元，同比增长 1.96%；实现归母净利润 0.11 亿元，同比下降 63.33%。

投资要点：

1 利润短期承压，收入结构不断优化：公司 2022 年和 23 年 Q1 归母净利润下降的原因主要是毛利率和公允价值变动受益的同比下降。但公司持续聚焦金融科技战略，2022 年金融科技板块签约、收入占比首次突破 50%，签约额达到 61 亿元，同比增长 2.96%，收入 60.74 亿元，同比增长 11.01%。2023 年 Q1 金融软服业务表现突出，实现营业收入 5.91 亿，同比增长 21.08%，金融软服签约 6.14 亿，同比增长 39.37%。公司大客户签单占比及客户集中度持续提升，2022 年金融科技国有大行签约总额超过 20 亿元，同比增长 14.72%，股份制银行签约总额同比增长 16.53%，国有大行及股份制银行签约占比同比提升 3.69 个百分点。金融软服业务在国有大行和股份制银行签约总额同比增加 15.59%，签约总额 2,000 万元以上的客户达到 38 家，其中过亿客户同比增加 1 家。我们认为随着收入结构的不断优化，公司毛利率有望企稳回升。

金融信创和数据要素同步发力，引领公司长期发展：1) 金融信创：2022 年金融信创业务签约总额 13.23 亿元，其中交通银行、中国银行签约金额超 2 亿元。公司打造“4+3”整体解决方案，涵盖新建、改造、迁移等四类核心业务系统，测试、并行和灾备等三类信创场景，帮助重庆银行、晋商银行、秦皇岛银行等客户落地实施，并已与多家银行客户达成核心信创化改造意向。2) 金融数据资产：公司构建了多层次的数据产品体系，已经服务于邮储银行、渤海银行、南京银行、西安银行等 300 多家金融机构，2023Q1 新签重庆银行、北部湾银行等客户。

发布股权激励草案，指引业绩高增长：公司发布 2023 年度股权激励计划（草案），拟授予激励对象的股票期权数量为 3,717 万份，约占本激励计划草案公布日公司股本总额的 3.78%。激励对象共计 259 人，包括董事、高管及核心骨干人员。公司层面的考核目标聚焦金融科技：2023 年金融科技板块收入 66 亿元，归母净利润 3.5 亿元；2024 年金融科技板块收入 77 亿元，归母净利润 5 亿元。对比 2022 年归母净利润，本次激励计划设定的考核目标较高，彰显公司坚定的发展信心。

盈利预测与投资建议：根据公司 2022 年报和 2023 年一季报调整盈利预测。预计公司 2023-2025 营业收入分别为 132.96/146.77/161.41 亿元，归母净利润分别为 3.97/5.12/6.27 亿元，对应 5 月 8 日收盘价 PE 分别为 32.18x/24.96x/20.38x，维持“买入”评级。

风险因素：数据要素市场化进度不及预期，信创推进不及预期，银行 IT 需求不及预期，市场竞争加剧。

分析师 夏清莹 执业证书编号 S0270520050001

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