

# 万联晨会

2023年05月26日 星期五

## 概览

### 核心观点

周四A股两市震荡收跌，上证指数收跌0.11%，深证成指收跌0.22%，创业板指下跌0.05%，市场成交额小幅放量至8569亿元，北上资金继续大幅净流出95.62亿元。通信、电力及公用事业、国防军工行业涨幅最大，光模块、芯片、服务器概念反弹，英伟达二季度指引大超预期，部分提振市场情绪。TOPCon电池、HJT电池概念涨幅居前，近期国家电力利好政策频出，23号史上规模最大的SNEC光伏展会在上海召开，夏季高温将迎来供需高峰，新能源、电力板块表现较好。传媒行业继续回调，游戏板块显著下行，农林牧渔、煤炭行业也跌幅较大。精简版美国债务上限协议已初步成形，预期美债违约风险即将缓释。

截至5月25日，5月份共有24只新基金成立、发行总份额191.66亿份，创下近8年来的新低，也低于今年3、4月近期新发基金的低谷。今年市场震荡、风格快速轮动的背景下，基金发行市场受到一定影响。混合型基金发行相对最弱，债券型基金和公募REITs在首发规模前20位的占比最高，主动权益类基金受市场影响业绩，销售规模有所缩水。行业方面可以关注：1) 一季度业绩表现较好，且估值仍具一定性价比的医药、零售等细分方向。2) 中特估背景下，关注产业趋势共振、一带一路相关的央国企。

### 研报精选

市场情绪仍较为谨慎

量价齐升推动黄金珠宝行业规模扩大，部分个股2022年业绩增长亮眼

业绩筑底阶段 高股息策略或持续占优

春节提振带动收入环比上升，头部游戏持续发力稳住底盘

多业务板块布局，打造业绩增长曲线

人造负极行业龙头，石墨一体化持续推进

#### 国内市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,201.26	-0.11%
深证成指	10,896.58	-0.22%
沪深300	3,850.50	-0.22%
科创50	1,021.72	0.98%
创业板指	2,244.18	-0.05%
上证50	2,564.50	-0.50%
上证180	8,229.72	-0.24%
上证基金	6,485.33	-0.18%
国债指数	201.78	-0.02%

#### 国际市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	32,764.65	-0.11%
S&P500	4,151.28	0.88%
纳斯达克	12,698.09	1.71%
日经225	30,801.13	0.39%
恒生指数	18,746.92	-1.93%
美元指数	104.23	0.22%

主持人：于天旭

Email: yutx@wlzq.com.cn

## 核心观点

周四 A 股两市震荡收跌，上证指数收跌 0.11%，深证成指收跌 0.22%，创业板指下跌 0.05%，市场成交额小幅放量至 8569 亿元，北上资金继续大幅净流出 95.62 亿元。通信、电力及公用事业、国防军工行业涨幅最大，光模块、芯片、服务器概念反弹，英伟达二季度指引大超预期，部分提振市场情绪。TOPCon 电池、HJT 电池概念涨幅居前，近期国家电力利好政策频出，23 号史上规模最大的 SNEC 光伏展会在上海召开，夏季高温将迎来供需高峰，新能源、电力板块表现较好。传媒行业继续回调，游戏板块显著下行，农林牧渔、煤炭行业也跌幅较大。精简版美国债务上限协议已初步成形，预期美债违约风险即将缓释。截至 5 月 25 日，5 月份共有 24 只新基金成立、发行总份额 191.66 亿份，创下近 8 年来的新低，也低于今年 3、4 月近期新发基金的低谷。今年市场震荡、风格快速轮动的背景下，基金发行市场受到一定影响。混合型基金发行相对最弱，债券型基金和公募 REITs 在首发规模前 20 位的占比最高，主动权益类基金受市场影响业绩，销售规模有所缩水。行业方面可以关注：1) 一季度业绩表现较好，且估值仍具有一定性价比的医药、零售等细分方向。2) 中特估背景下，关注产业趋势共振、一带一路相关的央国企。

分析师 于天旭 执业证书编号 S0270522110001

## 研报精选

### 市场情绪仍较为谨慎

#### ——策略跟踪报告

投资要点：

1 股债性价比：截至 5 月 19 日，当月股债性价比日均值为 5.41%，比上月高 0.16pct。5 月 19 日当天，股债性价比为 5.53%，较 2022 年 10 月 31 日高点下行 1.51pct，较 4 月末提升 0.19pct。股债性价比自 2022 年 10 月逐月震荡下行，当前处于盘整状态。

1 新成立偏股基金份额：截至 5 月 19 日，2023 年 5 月新成立偏股基金共发行 211.63 亿份，环比减少 24.05%，同比增长 57.56%。今年以来，发行份额随着 A 股市场走势低位回升后持续震荡。5 月以来高频数据显示市场情绪依然谨慎，当月新成立偏股基金份额延续下滑，市场信心处于恢复阶段。

1 ETF 基金变动情况：截至 5 月 19 日当周，5 月股票型 ETF 份额为 10223.05 亿份，环比增加 3.55%，同比增加 41.79%。从增速看，较上月略有放缓。从趋势看，以 ETF 为代表的被动型资产配置在当前 A 股市场上越来越受欢迎。

1 换手率：截至 5 月 19 日当周，全部 A 股换手率为 0.98%，较 4 月末下滑 0.33pct，5 月初以来呈现高位回落态势。按风格分类，5 月各大风格换手率集体走低。其中消费板块换手率下降幅度最大，较 4 月末下降 0.62pct，其次为成长板块，换手率较 4 月末下滑 0.49pct。从趋势看，成长、稳定、消费板块换手率震荡下跌，当前基本回落至 1 月末水平。按行业分类，传媒（3.84%）、计算机（2.84%）和社会服务（2.34%）换手率居前，银行（0.23%）、石油石化（0.26%）和钢铁（0.47%）换手率较低。

1 两融交易情况：截至 5 月 19 日当周，两融交易额占总成交额比重为 7.93%，融资净买入额占总成交额比重为 0.02%，当月融资净买入额占比呈现回落态势。

1 股指期货升贴水情况：截至 2023 年 5 月 19 日，上证 50 指数期货贴水 0.41%；沪深 300 指数期货贴水 0.17%；中证 500 指数期货贴水 0.14%。5 月以来，上证 50、沪深 300 指数期货由升水转为贴水，中证 500 指数期货贴水幅度有所扩大。

1 超买超卖情况：截至 5 月 19 日当周，超买超卖指标收报 2252 家，近期有所反弹。

1 风险因素：历史数据不能完全代表未来预期；选取指标不能代表市场情况；指标统计偏误。

分析师 于天旭 执业证书编号 S0270522110001

## 量价齐升推动黄金珠宝行业规模扩大，部分个股 2022 年业绩增长亮眼 ——珠宝行业 2022 年年报综述

行业核心观点：

短期来看，金价震荡走高，婚嫁刚需释放叠加近年来黄金工艺的的提升促使黄金珠宝消费量提升，量价齐升推动黄金珠宝行业规模扩大。中长期来看，“悦己”观念之下的日常消费、节假日送礼、黄金投资等多场景渗透率的提升驱动行业规模稳步扩大，加之近三年疫情加速行业整合，珠宝龙头企业通过积极抢占渠道、升级品牌、开发新品等方式抢占市场，实现强者恒强。维持行业“强于大市”投资评级，建议关注优质珠宝标的。

投资要点：

行业总体情况：2022 年黄金珠宝行业规模持续扩大，黄金首饰消费占比提升。根据 Euromonitor 的数据显示，2022 年，中国黄金珠宝市场规模回升至 8158.98 亿元，同比 +6.77%。从价的角度来看，近年黄金价格震荡上行，2022 年伦敦金涨幅为 0.44%；从量的角度来看，近几年黄金工艺提升使得黄金饰品更受消费者青睐，随着“悦己”消费、送礼等多场景渗透率的提升，黄金首饰消费占比增加。

行情表现：珠宝板块 2022 年跑输大盘指数。2022 年，珠宝板块下跌 21.12%，对标申万一级行业涨跌幅，珠宝排名第 23，落后于煤炭（+10.95%）、综合（+10.57%）、社会服务（-2.23%）、美容护理（-6.74%）、银行（-10.47%）等板块，跑输上证综指 6.00 个百分点。其中萃华珠宝表现相对较好，2022 年涨跌幅为 47.03%。

财务表现：（1）营收&净利润：2022 年，珠宝板块个股营收涨跌分化。力量钻石、曼卡龙、周大生、萃华珠宝等业绩增长亮眼，迪阿股份、莱绅通灵短期承压；（2）毛利率&净利率：部分个股销售费用率降低，利润率大多下降。中兵红箭盈利能力有所提升，中国黄金盈利能力稳定，潮宏基、周大生盈利能力有所下滑；（3）存货周转率&营运资金周转率：多数板块个股存货周转率与营运资金周转率同比下降。中国黄金表现最优，存货周转率与营运资金周转率均居珠宝板块个股之首，分别为 11.22 次与 7.28 次；（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，珠宝板块个股的一致预测 EPS 对应的 PE 值在 5-35 倍上下，曼卡龙的 PE 领先，为 35 倍，紧接着中兵红箭的 PE 在 20 倍以上，黄金珠宝端个股 PE 分化。

基金持仓情况：部分个股受机构资金追捧。截止 2022 年末，老凤祥的机构持股比例最高，为 81.67%，中兵红箭、潮宏基、周大生、豫园股份、中国黄金均超 40%，受机构资金追捧。

风险因素：经济下行风险、行业竞争加剧、渠道拓展不达预期风险、品牌品类拓展不达预期风险。

分析师 陈雯 执业证书编号 S0270519060001

分析师 李滢 执业证书编号 S0270522030002

## 业绩筑底阶段 高股息策略或持续占优

### ——银行行业跟踪报告

#### 投资要点:

净息差收窄叠加非息负增长拖累营收增速: 2022年四季度和2023年一季度国有大行板块单季营收同比增速分别为-6.1%和-6.2%，其中，利息净收入同比增速分别为-1.3%和-2%，手续费净收入同比增速分别为-15%和2.2%，其他非息收入同比增速分别为-32%和-38%。从业绩增长的绝对值看，除手续费净收入外，利息净收入以及其他非息收入对业绩增长的拖累继续加大，其中受基数效应的影响，其他非息收入的负向贡献度明显上升。从上市公司公布的净息差数据看，除中国银行外，整体处于收窄的态势。从资产负债两端数据看，工商银行和交通银行净息差的收窄主要是受负债端成本上升的幅度相对较大影响；邮储银行的资产端定价下行幅度较大，而负债端保持相对稳定；建设银行和农业银行则是资产和负债两端的共同作用。

整体不良稳步下行: 从近三年国有大行的信贷投放情况看，新增主要集中于以下几类行业：租赁和商务服务业、基建相关的交通运输业、制造业、批发零售业和房地产业。资产质量方面，宽松的融资环境下，信贷保持较高增长，国有行板块整体不良率呈现稳步下行态势。从不良生成率等前瞻指标看，也相对较为稳定。从不良余额新增的数据看，零售不良的增加相对对公不良上升相对明显。另外，虽然规模的扩张较快，而且一直保持30%左右的分红比例，但是板块整体的核心一级资本充足率基本保持稳定。

投资策略: 按照2023年5月23日收盘价计算，6大国有行当前的静态PB估值均值为0.57倍。按照历史平均30%的分红率以及2022年末的EPS计算，当前股价对应的股息率均值为5.6%。从当前引导存款利率下调的政策看，降低银行负债成本，不仅有助于稳定息差，也有助于推动融资利率的下行。另外货币政策执行报告强调总量适度，节奏平稳，保持利率水平合理适度，整体上看仍保持稳健基调。后续宏观经济运行有望保持整体好转，其中二季度在低基数影响下增速可能明显回升。近期，受估值修复行情的推动，部分大型银行的股价有所上涨。后续经济持续改善有望推动银行板块估值继续提升。2023年个股选择上，我们建议关注两条主线：第一是债务风险缓释，经济持续改善，板块的估值修复行情可期。建议关注低估值的大型银行。第二是受规模扩张的支撑，营收端稳定高增的公司，总体业绩增速也相对较好。

风险因素: 宏观经济下行，企业偿债能力超预期下降，对银行的资产质量造成较大影响；宽松的货币政策对银行的净息差产生负面影响；监管政策持续收紧也会对行业产生一定的影响。

分析师 郭懿 执业证书编号 S0270518040001

## 春节提振带动收入环比上升，头部游戏持续发力稳住底盘

### ——传媒行业深度报告

#### 投资要点:

中国游戏市场: 春节提振带动收入环比上升，黑马新游表现亮眼。1) 中国整体游戏市场: 23Q1中国游戏市场收入675.09亿元，环比上升15.61%，同比下降15.06%。环比周期性增长的原因在于春节假期游戏活动推出，版本更新，带动市场规模增长，以及厂商推出新游，贡献了一定流水增量等；而收入同比下降原因在于旧游春节活动流水增量较去年同期有所减弱；2) 移动游戏市场: 23Q1中国移动游戏市场收入为486.94亿元，环比上升18.94%，同比下降19.42%。移动游戏市场同样是受益于春节假期的提振作用，环比周期性上升，同时新品休闲游戏《蛋仔派对》成为黑马，吸金能力显著，春节期间日活指数级增长；《长安幻想》同样表现不俗，二者共同拉动收入增长；收入同

比下降的原因在于部分头部旧游表现不如去年同期，以及部分预估表现较优新品流水未完全于一季度释放。

**全球游戏市场：**中国厂商占全球手游发行商收入近四成，头部厂商稳定发力。23Q1全球手游玩家在AppStore和GooglePlay付费约196亿美元，同比下降7%，收入前三的国家分别是美国、中国和日本。入围全球手游发行商收入榜TOP100的中国厂商数量维持在40家，合计吸金超过59.8亿美元，占全球手游发行商收入的38.44%，中国手游发行商收入榜前五名由腾讯、网易、米哈游、灵犀互娱和三七互娱包揽，腾讯持续维持在榜单榜首。

**榜单：**游戏收入榜呈头部垄断，腾讯系游戏势头依旧强劲。23Q1中国区AppStore iPhone端游戏收入榜单头部稳定，腰部尾部竞争较为激烈。收入榜单头部前三名是腾讯《王者荣耀》、腾讯《和平精英》和米哈游《原神》，腾讯系游戏1、3月份前十席位占据一半，势头依旧强劲。开发商收入榜竞争格局发生变化，前2名分别由天游网络（腾讯）、网易稳定占据。

**出海：**竞争格局不变。23Q1中国自主研发游戏海外市场实际销售收入为38.78亿美元，同比下降14.84%，环比下降5.30%，其中环比连续5个季度呈下降趋势，主要由部分头部产品收入下滑、新品未带来较大增量导致。

**1 投资建议：**版号恢复常态化发放，助力游戏市场复苏。2023年版号持续稳定发放，月均超过80款，厂商储备游戏质、量显著提升，备受市场关注。版号恢复常态化发放给市场带来了较强的信心，利好整体板块的估值修复，游戏行业景气度持续回暖，看好游戏市场新鲜血液注入，重燃活力。建议关注版号储备丰富、研发能力较强、产品优质的头部公司。

**1 风险因素：**监管政策趋严、版号落地不及预期、新游延期上线及表现不及预期、新游流水不及预期、出海业务风险加剧、商誉减值风险。

**分析师 夏清莹 执业证书编号 S0270520050001**

## 多业务板块布局，打造业绩增长曲线

### ——立中集团（300428）点评报告

报告关键要素：

公司实现了免热处理合金在某高端新能源汽车电池包箱体及托盘支架加强板结构件上的市场化应用，目前正在积极与下游压铸厂和汽车主机厂推进项目合作，已与文灿集团股份有限公司签署了《战略合作框架协议》，在新能源汽车的大型一体化车身结构件、一体化铸造电池盒箱体等产品的材料开发和工艺应用领域建立了战略合作关系。

投资要点：

成本优化叠加产品高端化，中间合金业务实现业绩高增长。2022年公司功能中间合金板块实现销量8.56万吨，同比增长14.29%，营业收入实现21.21亿元，同比增长31.74%，扣除股权激励摊销费用的归母净利润为1.55亿元，同比增长43.44%。其中，2022年公司的高端晶粒细化剂销量为9,433吨，同比增长123.81%，航空航天级特种中间合金销量408.25吨，同比增长58.28%，高端产品占比增加为公司贡献了更多业绩增量。包头稀土功能中间合金工厂在能源、材料和少人化生产上的低成本优势明显，助力降本增效。未来，随着轨道交通、高压铝电缆等行业基于强度和减重、成本等要求对铝产品使用规模不断扩大，高端铝材将成为未来主要增长市场，高端合金需求增加有望提升公司盈利空间。

铝合金产能加速释放，利润大幅增长。2022年公司铝合金车轮板块产量为1816万只，同比增长17.18%，销量为1748万只，同比增长18.99%，营业收入实现73亿元，同比增长39.62%，扣除股权激励摊销费用的归母净利润为3.17亿元，同比增长159.77%。公司在中国、泰国、美国、韩国、巴西和墨西哥拥有多家子公司，随着泰国

工厂产能释放，墨西哥工厂建设提速，公司的生产能力和产品销量得到大幅提升。2022年，公司采用的金属材料和海运费联动的定价模式，降低了材料成本和海运费对公司利润的影响，叠加人民币贬值和国内外铝价正挂等因素的影响，使得公司铝合金车轮业务的利润水平大幅增长。

再生铸造铝合金盈利承压，公司持续优化原料与产品结构。受全球流动性变化、地缘政治以及能源因素的影响，铝价高位震荡导致公司存货跌价。同时，汽车产业链停摆，使得公司铸造铝合金产品库存较高不能及时消耗，造成业绩承压。2022年公司再生铸造铝合金板块实现销量83.70万吨，同比减少3.44%，营业收入实现119亿元，同比增长1.27%，扣除股权激励摊销费用的归母净利润为1.43亿元，同比减少35.26%。公司积极克服市场压力，结合领先的再生铝利用技术，进一步提高再生铝的使用比例，降低生产成本提高利润水平。2022年公司再生铝资源采购量56.63万吨，同比增长3.1%。同时公司加大市场开发力度，持续优化产品市场结构，加快新能源汽车、一体化压铸行业客户布局，从而保证了销量和营业收入的稳定。

锂电材料即将投产，打造未来新增长点。公司掌握电池级氟化钠、六氟磷酸钠的储备技术和完备的生产场地。报告期内，公司全速推进项目建设，目前生产车间及其他配套工程已基本完工，设备已安装到位，市场开发同步进行中，项目即将竣工投产。量产后的氟化盐产能将与中间合金业务协同发展，进一步实现降本提质的目标，同时六氟磷酸锂、电子级氟化钠等锂钠电池电解质产品将直接对外销售，为公司在原有业务领域之外，打造业绩增长的第二曲线。

1 盈利预测与投资建议：考虑到公司产品实现高端化，产能加速释放，略微上调23年公司营收预测，预计公司2023-2025年营业收入分别为251.67/306.90/357.57亿元；归母净利润7.42/10.55/13.00亿元；EPS分别为1.19/1.69/2.08元/股，维持公司“增持”评级。

风险因素：新能源汽车与燃油车产销量不及预期；一体化压铸渗透率不及预期；锂电材料业务产能释放不及预期；铝价波动风险。

分析师 黄星 执业证书编号 S0270522070002

## 人造负极行业龙头，石墨一体化持续推进 ——中科电气（300035）首次覆盖

报告关键要素：

中科电气2004年成立于湖南岳阳，公司在2017年收购星城石墨，正式进军锂电负极行业，目前已建立湖南、贵州、四川三大锂电负极产业基地布局，且形成了“磁电装备”和“锂电负极”双主营的业务格局。

投资要点：

需求端：负极行业快速增长，公司出货量有望受益。据EVTank统计，2022年全球负极材料出货量达到155.6万吨，同比增长71.9%；2022年国内负极材料出货量达到143.3万吨，同比增长84.0%，中国负极材料产量全球市占率进一步提升，全球超过90%的负极材料由中国生产。公司负极市场份额稳步增长，逐步进入行业第一梯队。2020年国内负极材料市场CR5为78%，中科电气行业市占率为7%，位居行业第五；2021年国内负极材料市场CR5为59%，中科电气在行业市占率为7%。随着自身产品竞争力的不断提高，公司在行业内的竞争力与行业地位有所增强，未来公司的市场份额有望继续保持稳步增长。

供给端：石墨化自供率与原料价格是公司盈利关键。随着各负极企业扩充产能的逐渐释放，2023年负极材料市场或将转向供给平衡甚至产能过剩。在人造负极制造成本中，石墨化成本占比55%，是主要成本环节，为了降低自身生产成本、提升自身产品竞争力，公司积极扩产石墨化产能。根据公司年报数据，截至22年底公司共有石墨类负

极材料年产能 11.48 万吨，在建年产能 18.5 万吨。随着扩产产能的逐步释放，公司的石墨化自供率有望迎来大幅突破，预计公司 2023-2024 年负极总产能有望达到 26.7/39.2 万吨，预计石墨化产能分别为 20.5/24.5 万吨，预计石墨化自供比例为 77%/63%，若产能顺利投产，公司产品将更具性价比，从而在市场中拥有更高的竞争力。

公司重视研发投入，技术水平处于行业前列。公司研发投入率在行业中处于领先地位，18-21 年平均研发费用率达到了 5.60%。2018-2021 年公司研发费用率分别为 5.88%/5.66%/6.37%/4.47%，截至 2022 年 6 月 30 日，公司研发投入已达 5849.7 万元，同比增长 39.39%，各项研发项目有序开展。公司自研的石墨粉体加工技术、热处理工艺和石墨复合技术业内领先，尤其是自行设计建造的新型艾奇逊石墨化炉，相较于传统石墨化加工产线，电耗成本更低、炉芯耗材费用更少、自动化程度更高，在国内负极材料石墨化加工技术上具有领先优势；同时公司还具备负极材料设计-施工-运行的一体化建设和运营能力，自行设计建设的贵州生产基地负极材料产线是业内自动化程度最高的产线之一。

盈利预测与投资建议：预计公司 23-25 年实现营业收入 61.02/87.57/105.24 亿，净利润 6.00/10.31/11.77 亿元，EPS 分别为 0.83/1.42/1.63 元/股，基于公司在动力电池高端负极领域的龙头地位，首次覆盖给予增持评级。

风险因素：行业过度扩产导致短期产能过剩、产业政策变化、市场竞争加剧、原材料及委外加工价格变动、产品升级和新兴技术路线替代等。

**分析师 黄星 执业证书编号 S0270522070002**

### 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