

## 经济渐进式复苏 板块配置正当时

### ——银行行业投资策略报告

强于大市 (维持)

2023年06月20日

#### 投资要点:

**2023年下半年宏观经济及政策展望:** 基于当前经济增长动能放缓,我们认为货币政策和财政政策的政策力度加大的必要性有所上升。近期先后调降逆回购政策利率和MLF,释放积极信号。未来在财政政策加码改善居民债务负担以及扩大内需政策的推动下,消费的环比动能或将逐步改善。投资方面,基建和制造业投资仍是重要支撑和抓手。预计下半年宏观经济有望保持弱复苏格局。

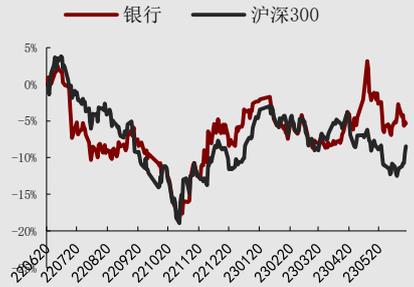
**下半年资产质量或将保持稳健:** 商业银行贷款关注率和不良率保持持续下行态势。结合社会融资规模统计数据中贷款核销分项累计值数据,粗略的估算不良新生成的比率也基本处于下行趋势。近两年,受宏观环境以及结构性因素的影响,零售贷款的不良余额有所上升,叠加零售贷款的增长放缓,使得零售贷款的不良率略有上升。未来如果宏观环境逐步转暖,零售贷款增长有望逐步恢复,零售贷款的不良或将迎来拐点。虽然受结构性因素的影响短期债务问题或有所波动,不过综合考虑新增信贷的投放结构,以及在政策环境相对宽松以及经济增长预期有望好转的背景下,我们预计银行板块整体的资产质量仍有望保持稳健。

**板块业绩处于筑底阶段:** 板块规模稳健扩张,有力支持实体经济。下半年政策发力叠加内部需求回暖,零售信贷新增或环比回升。近年来,银行业净息差持续收缩。资产端收益率的下行是主要推动因素,而负债端成本的小幅上行加剧了净息差的下行幅度。未来如果新增信贷中零售端信贷占比提升,有利于维持贷款收益率的稳定,而零售信贷占比高的银行业相对受益。负债端,存款的定期化趋势明显,定期存款的占比上升,推升了存款成本,从而抵消了由于宽松环境带来了其他负债成本下行对综合负债成本的正面提振作用。当前存款端成本的下调,有助于稳定或降低银行负债端的整体成本,进一步稳定银行净息差。另外,当前居民风险偏好仍未明显改善,我们认为大财富管理相关的手续费收入仍处于修复过程。而其他非息收入,伴随着市场的回稳,相关业务收入基本触底,未来将逐步反弹。

**投资策略:** 展望2023年下半年,在扩大内需稳增长的政策推动下,预计宏观经济呈现温和复苏格局,银行业的资产质量或整体保持稳健。盈利方面,行业整体处于业绩触底阶段,下半年随着零售信贷需求的逐步恢复,零售信贷占比高的银行净息差或有望边际企稳,叠加规模扩张支撑,仍将保持较高的业绩增速。个股选择上,我们认为经济预期回暖,资产质量保持稳健,板块业绩筑底阶段,部分低估值高股息的个股市场表现或持续占优。而在零售信贷逐步回暖后,部分零售业务占比高的银行,净息差有望边际企稳,叠加规模扩张的支撑,营收端保持稳定高增。推荐关注宁波银行、常熟银行、招商银行、瑞丰银行、平安银行

**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。

#### 行业相对沪深300指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

#### 相关研究

内生需求偏弱 信贷增速回落

科技助推民营银行快速发展

业绩筑底阶段 高股息策略或持续占优

分析师:

郭懿

执业证书编号:

S0270518040001

电话:

01056508506

邮箱:

guoyi@wlzq.com.cn

## 正文目录

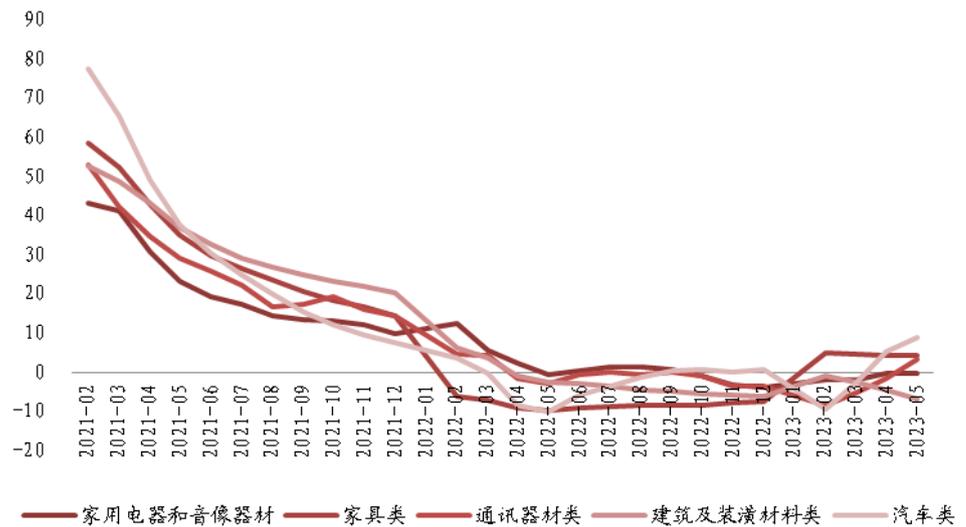
<b>1 2023 年下半年宏观经济及政策展望</b> .....	<b>3</b>
<b>2 下半年资产质量或将保持稳健</b> .....	<b>5</b>
2.1 宽松环境下，资产质量相关的各项指标持续向好 .....	5
2.2 若温和复苏持续，资产质量预期整体保持稳健 .....	7
<b>3 板块业绩处于筑底阶段</b> .....	<b>8</b>
3.1 规模稳健扩张，有力的支持实体经济需求 .....	8
3.2 净息差持续收窄，存款成本调降稳定净息差 .....	9
3.3 中间业务收入逐步修复 .....	12
<b>4 投资建议</b> .....	<b>13</b>
4.1 2023 年上半年，板块内明显分化 .....	13
4.2 2023 年下半年，经济弱复苏，板块配置正当时 .....	14
<b>5 风险提示</b> .....	<b>15</b>
图表 1: 限额以上企业商品零售额累计同比 (单位: %)	3
图表 2: 各项固定资产投资完成额累计增速 (单位: %)	4
图表 3: 中期借贷便利(MLF) 变动趋势 (单位: %)	4
图表 4: 商业银行关注率和不良率变动趋势 (单位: %)	5
图表 5: 关注类贷款、不良贷款和各项贷款增速对比 (单位: %)	5
图表 6: 年度不良新生成数据变动趋势 (单位: %)	6
图表 7: 商业银行拨备覆盖率 (单位: %)	6
图表 8: 各子板块拨备覆盖率 (单位: %)	6
图表 9: 各季度居民贷款新增规模 (单位: 亿元)	7
图表 10: 实体经济部门杠杆率 (单位: %)	8
图表 11: 人民币贷款余额同比增速 (单位: %)	8
图表 12: 各季度对公和零售贷款新增规模占比 (单位: %)	9
图表 13: 商业银行净息差变动趋势 (单位: %)	9
图表 14: 金融机构人民币贷款加权平均利率 (单位: %)	10
图表 15: 金融机构季度新增人民币贷款结构 (单位: %)	10
图表 16: 住户和企业定期存款的占比持续上行 (单位: %)	11
图表 17: 存款相关政策梳理 .....	11
图表 18: 2022 年末各家银行手续费收入贡献度对比 (单位: %)	12
图表 19: 2022 年手续费净收入占营业收入的比重 (单位: %)	13
图表 20: 板块加权 PB 估值 (单位: 倍)	13
图表 21: 个股市场表现 (单位: %)	14

## 1 2023 年下半年宏观经济及政策展望

在2023年1月16日发布的《经济复苏 板块震荡上行》报告中，我们对2023年宏观经济及政策的展望，即疫情对经济的影响将逐步减弱，不过企业投资意愿和居民的消费意愿可能会出现渐进式的改善，而整个经济将呈现弱复苏格局，整个宏观经济政策仍需保持相对积极。

从今年经济实际情况看，一季度随着线下场景的快速恢复带动增长显著回升。4月以来内生动能出现放缓迹象。消费复苏呈现分化格局，商品消费的改善更加依赖于居民购买力的恢复。从社会消费品零售总额的分项数据看，在线下场景恢复完成后，相关的餐饮、出行等消费都呈现较高的景气，但是与地产、汽车以及高档消费品有关的消费，则受到居民购买力的影响，复苏相对较慢。

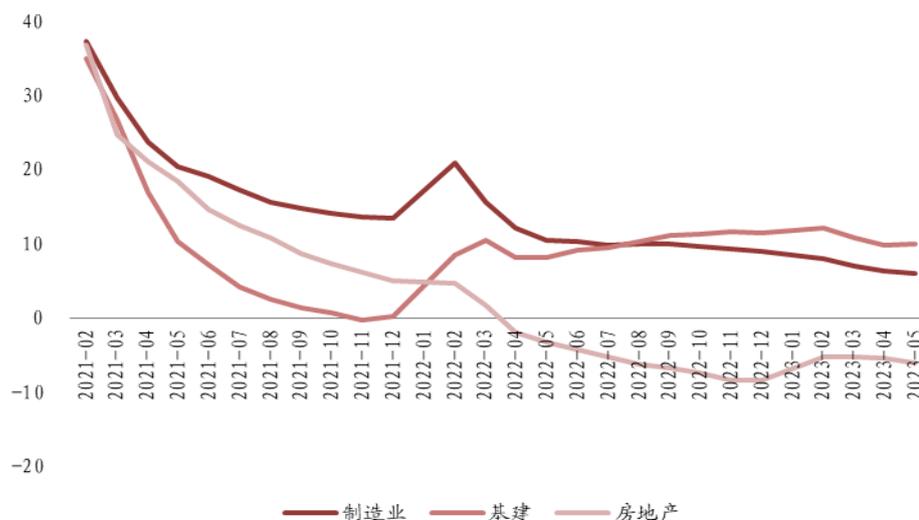
图表1: 限额以上企业商品零售额累计同比 (单位: %)



资料来源: 万得资讯, 国家统计局, 万联证券研究所

投资方面, 4月以来, 固定资产投资中, 基建投资中传统基建投资增速快速回落, 或反映财政资金吃紧。房地产投资边际回落, 从房企的资金来源角度分析, 当前的资金来源主要靠前期的销售回款, 其他外部融资仍不顺畅, 或限制未来开发可使用资金规模, 进而对房地产投资的恢复形成制约。制造业投资同比增速回落幅度相对较小, 主要是受到政策支持下的经济结构转型影响, 呈现出一定的韧性。展望全年, 预计基建和制造业投资仍是投资的重要支撑和抓手。

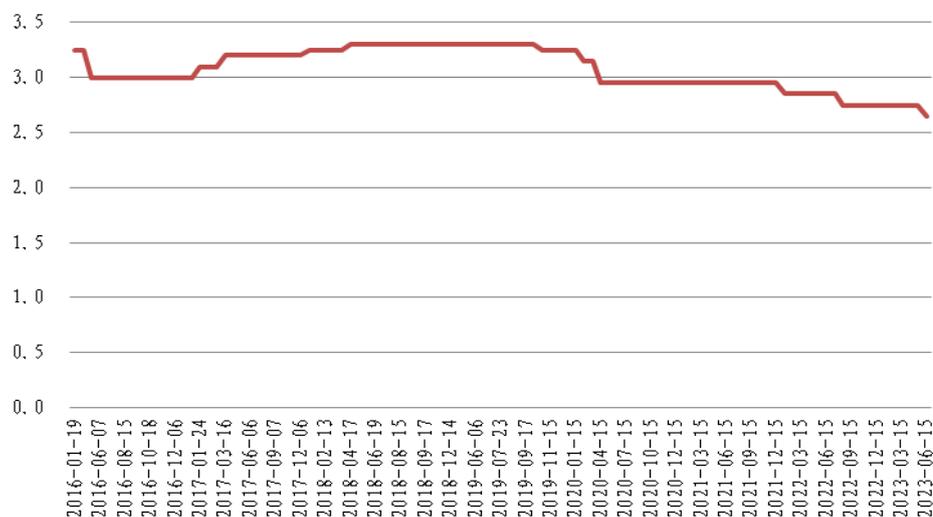
图表2: 各项固定资产投资完成额累计增速 (单位: %)



资料来源: 万得资讯, 国家统计局, 万联证券研究所

5月社融以及信贷增速均回落, 除2022年相对较高的基数以及季节性外, 我们认为内生需求仍偏弱。当前经济增长动能放缓, 我们认为货币政策和财政政策的政策力度加大的必要性有所上升。6月13日7天逆回购政策利率调降10BP, 6月15日MLF调降10BP, 释放积极信号。货币政策方面, 量的角度看, 在“总量适度, 节奏平稳”的基调下, 预计整体保持稳健; 下半年仍有小幅降准的可能; 价格方面, 着重在负债端成本的下调, 从而促进贷款利率稳中有降。财政政策方面, 扩内需稳就业稳民生仍是重点投入方向。未来在财政政策加码改善居民债务负担以及扩大内需政策的推动下, 消费的环比动能或将逐步改善。展望全年, 预计基建和制造业投资仍是投资的重要支撑和抓手。综合来看, 下半年宏观经济有望保持弱复苏格局。

图表3: 中期借贷便利(MLF) 变动趋势 (单位: %)



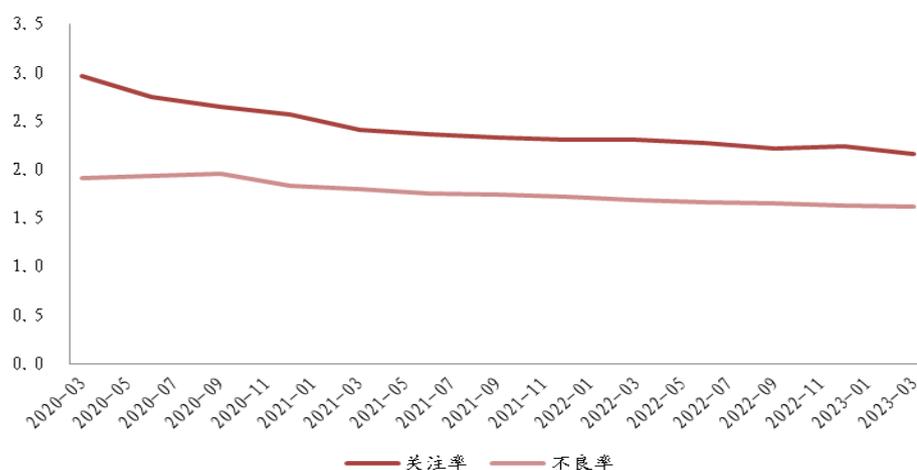
资料来源: 万得资讯, 央行, 万联证券研究所

## 2 下半年资产质量或将保持稳健

### 2.1 宽松环境下，资产质量相关的各项指标持续向好

国家金融监督管理总局公布的2023年1季度商业银行贷款关注率和不良率数据分别为2.16%和1.62%。从2020年疫情以来的数据变动情况看，不良率和关注率数据在2020年中期前后出现短暂上行，此后一直保持稳步下行的态势。

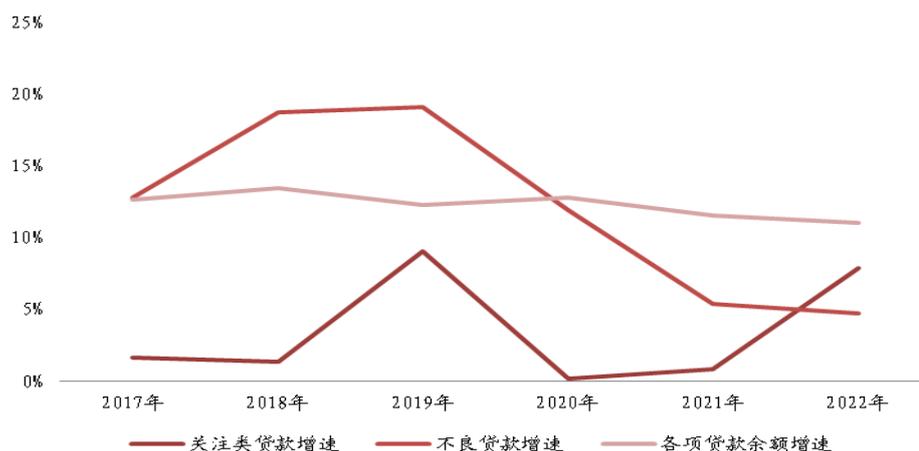
图表4: 商业银行关注率和不良率变动趋势 (单位: %)



资料来源: 万得资讯, 国家金融监督管理总局, 万联证券研究所

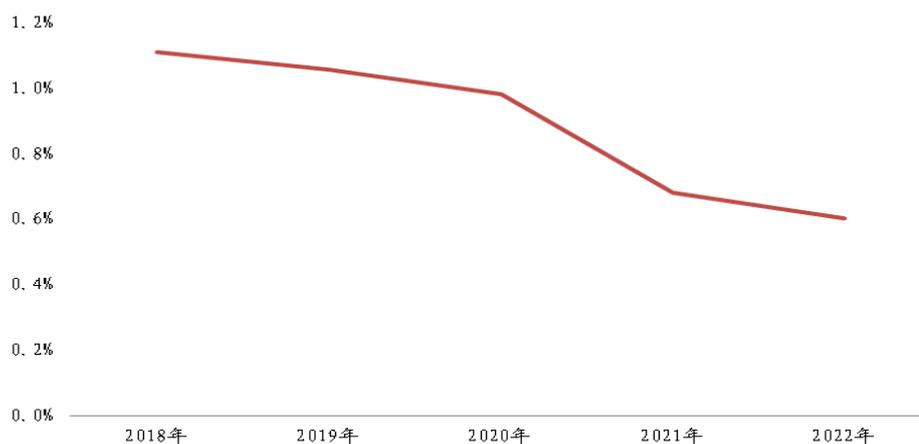
对比同期关注类贷款余额增速、不良贷款余额增速以及各项贷款余额增速的数据看, 前两者的增速整体慢于各项贷款余额增速。另外, 如果结合社会融资规模统计数据中贷款核销分项累计值数据, 粗略的估算不良新生成的比率也基本处于下行趋势, 截至2023年一季度末, 不良新生成比率(按照年化值计算)为0.61%, 环比2022年全年上行0.01个百分点。

图表5: 关注类贷款、不良贷款和各项贷款增速对比 (单位: %)



资料来源：万得资讯，国家金融监督管理总局，万联证券研究所

图表6: 年度不良新生成数据变动趋势 (单位: %)

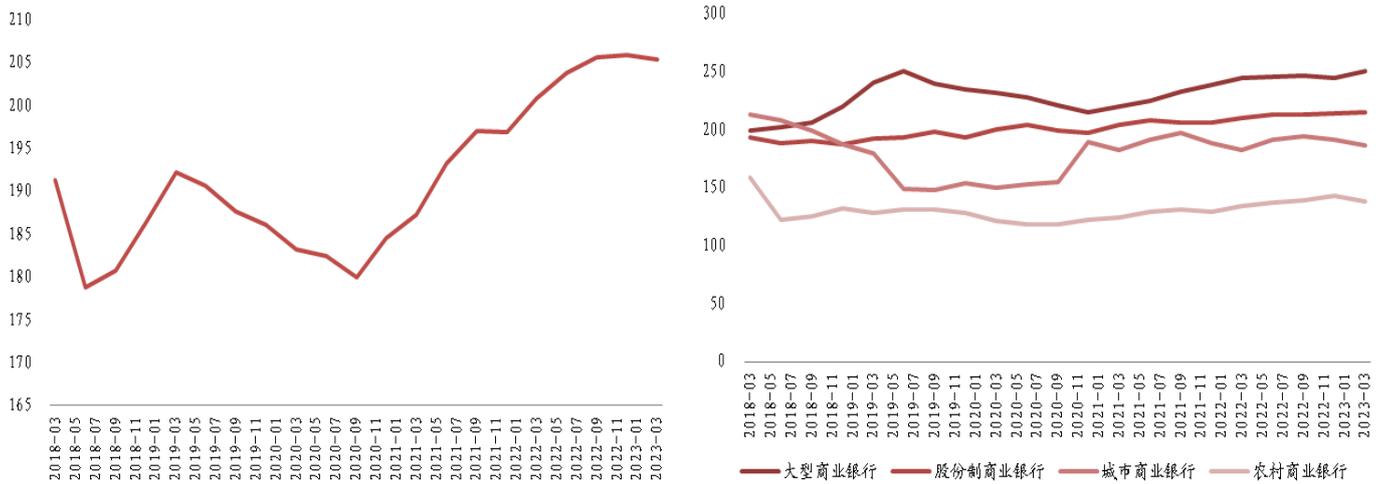


资料来源：万得资讯，国家金融监督管理总局，万联证券研究所

截至2023年一季度末，商业银行的拨备覆盖率达到205.24%，较年初下行0.6个百分点。其中，大型商业银行提升5.59个百分点，股份行提升0.89个百分点，城商行下降5.57个百分点，农商行下降4.84个百分点。虽然2022年行业整体的拨备计提力度略有下行，不过核销力度并未明显下行，因此整体拨备覆盖率仍保持稳定。

图表7: 商业银行拨备覆盖率 (单位: %)

图表8: 各子板块拨备覆盖率 (单位: %)



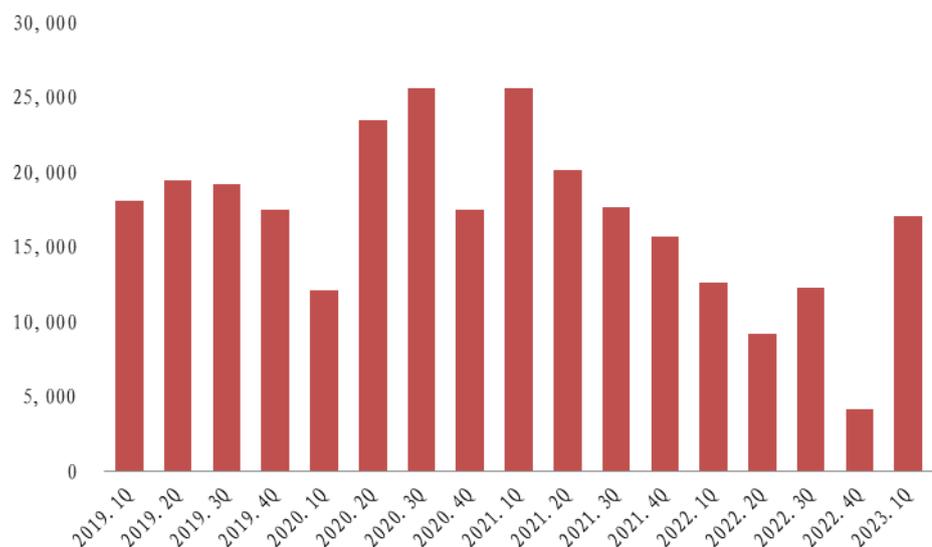
资料来源：万得资讯，国家金融监督管理总局，万联证券研究所

资料来源：万得资讯，国家金融监督管理总局，万联证券研究所

## 2.2 若温和复苏持续，资产质量预期整体保持稳健

近两年，受宏观环境以及结构性因素的影响，零售贷款的不良余额有所上升，叠加零售贷款的增长放缓，使得零售贷款的不良率略有上升。不过，从不良的结构看，零售业务的风险相对于对公业务仍较低。未来随着宏观环境的逐步转暖，零售贷款增长有望逐步恢复，零售贷款的不良或将迎来拐点。

图表9: 各季度居民贷款新增规模 (单位: 亿元)

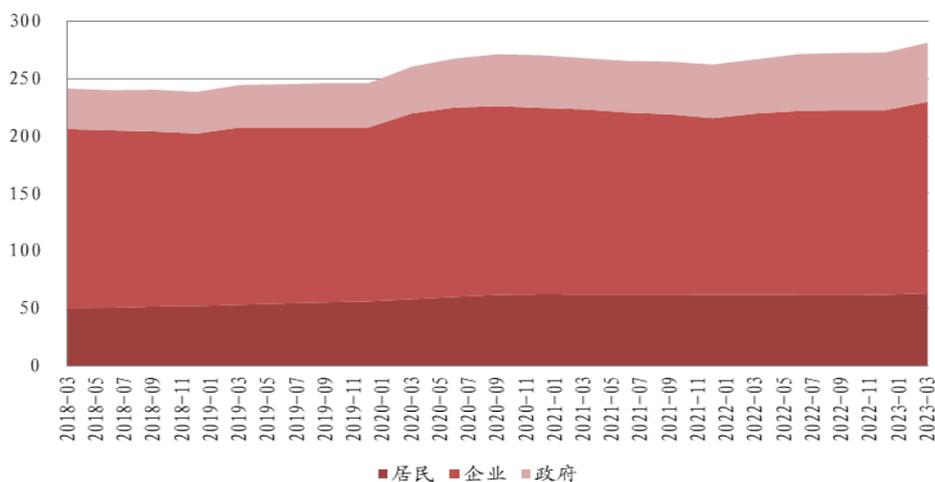


资料来源：万得资讯，央行，万联证券研究所

另外，由于2023年一季度，大规模的信贷投放以及较高的社融增速，使得实体经济的各部门杠杆率都有所上升，其中企业部门杠杆率上升最为明显。虽然受结构性因素的影响短期宏观杠杆率明显上升，金融风险或有所增大，不过综合考虑新增信贷的

投放结构，以及在本文第一部分中对下半年宏观经济以及政策的展望，在政策环境相对宽松以及经济增长预期有望好转的背景下，我们预计银行板块整体的资产质量仍有望保持稳定。

图表10: 实体经济部门杠杆率 (单位: %)



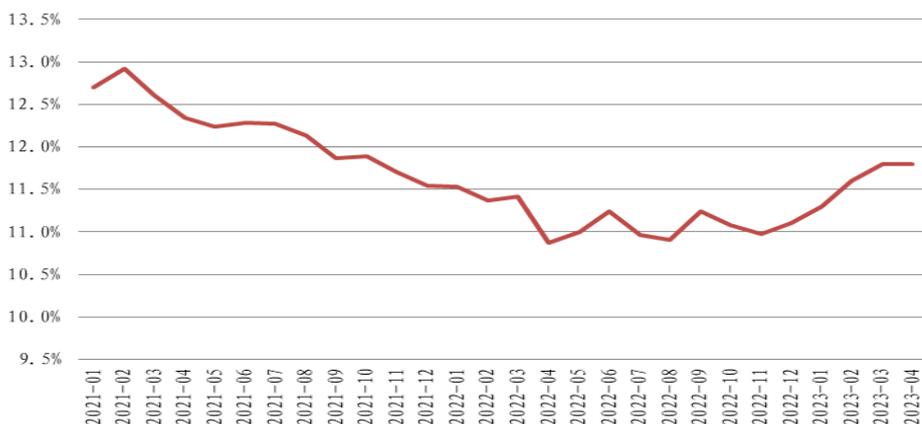
资料来源: 万得资讯, 国家资产负债表研究中心, 万联证券研究所

### 3 板块业绩处于筑底阶段

#### 3.1 规模稳健扩张, 有力的支持实体经济需求

根据央行公布的数据, 截至2023年1季度末, 银行业机构总资产达到397.25万亿元, 同比增长11%。而截至2023年5月末, 人民币贷款余额227.53万亿元, 同比增长11.4%, 仍然高于2022年全年11.1%的增速。银行信贷以及总资产的扩张, 有力的支持了实体经济的融资需求。

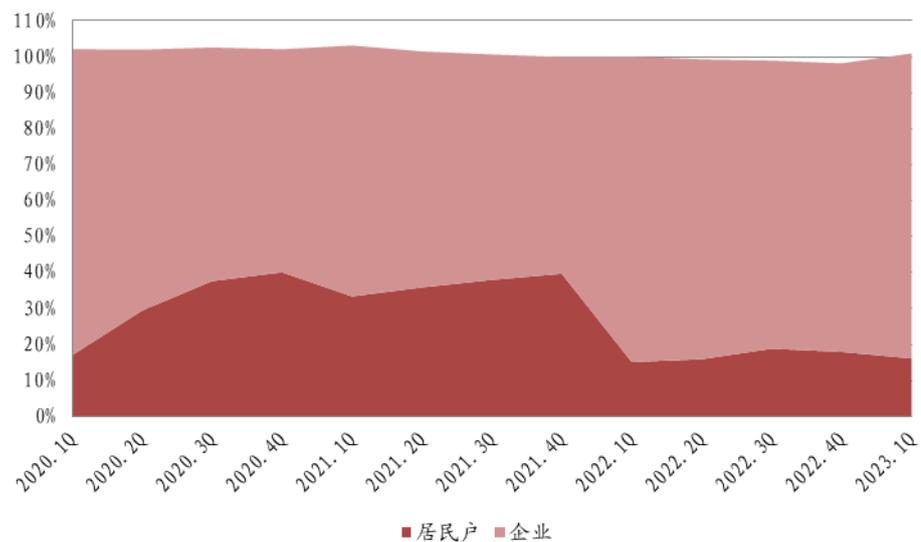
图表11: 人民币贷款余额同比增速 (单位: %)



资料来源: 万得资讯, 央行, 万联证券研究所

按照《中国货币政策执行报告2023年第一季度》中的观点，稳健的货币政策要精准有力，总量适度，节奏平稳，搞好跨周期调节，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。2023年一季度信贷投放超预期，其中，对公贷款增加8.99万亿元，占新增贷款的比重达到84.8%。零售贷款方面，受按揭提前还贷的影响，整体新增明显回落。预计二季度信贷新增在季节性回落后，结合我们在第一部分对宏观经济、政策环境的展望，下半年政策发力叠加内部需求回暖，零售信贷新增或环比回升。

图表12: 各季度对公和零售贷款新增规模占比 (单位: %)

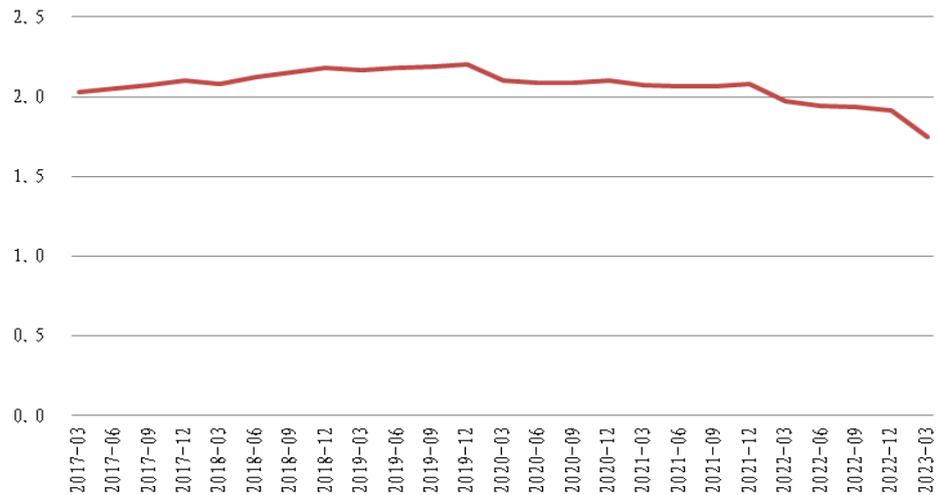


资料来源: 万得资讯, 央行, 万联证券研究所

### 3.2 净息差持续收窄，存款成本调降稳定净息差

近年来, 银行业净息差持续收缩, 截至2023年1季度, 行业净息差已经下滑至1.74%。从资产负债两端的收益率和成本率数据分析, 资产端收益率的下行是主要推动因素, 而负债端成本的小幅上行加剧了净息差的下行幅度。

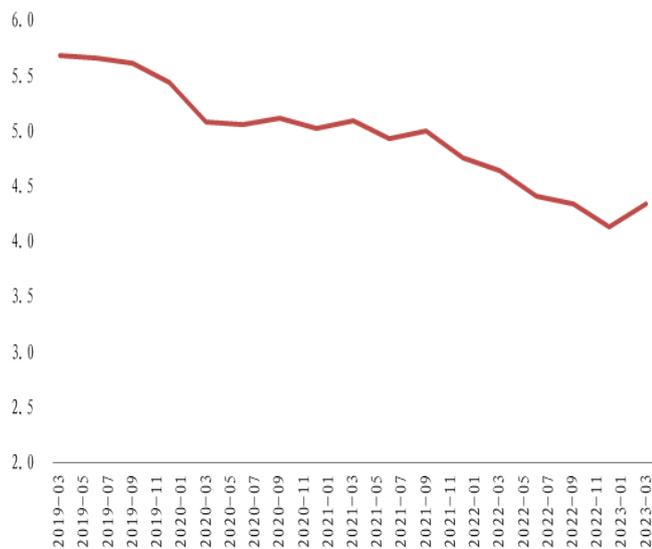
图表13: 商业银行净息差变动趋势 (单位: %)



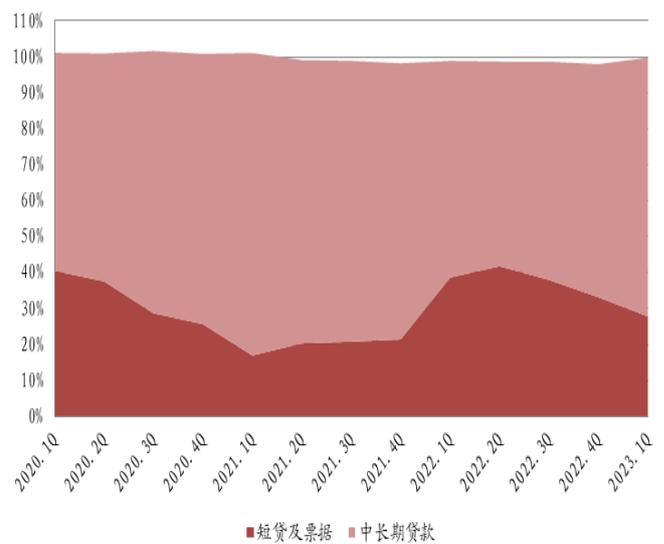
资料来源: 万得资讯, 国家金融监督管理总局, 万联证券研究所

在银行资产端各类资产中, 贷款的收益率相对高于其他各类资产。近年来贷款占总资产的额比重也在不断攀上, 不过由于处于降息周期, 受重定价因素的影响, 使得资产端的收益率持续下行。2023年3月新发放贷款加权平均利率4.34%, 环比上升20BP, 其中一般贷款加权平均利率为4.53%, 环比下行4BP; 企业贷款的加权平均利率为3.95%, 环比下行2BP; 个人住房贷款加权平均利率4.14%, 环比下行12BP; 票据融资加权平均利率2.67%, 环比上行107BP。同期(2023年1-3月)人民币新增贷款达到10.6万亿元, 其中中长期贷款占比达到72%。因此, 我们认为3月新发放贷款利率回升或更多受投放结构性因素的影响。

图表14: 金融机构人民币贷款加权平均利率 (单位: %) 图表15: 金融机构季度新增人民币贷款结构 (单位: %)



资料来源: 万得资讯, 央行, 万联证券研究所



资料来源: 万得资讯, 央行, 万联证券研究所

结合2023年4-5月的经济数据、信贷数据、市场利率走势以及整体融资需求环境,

我们认为信贷增速的回落，除2022年相对较高的基数以及季节性外，内生需求仍偏弱也是重要的影响因素。预计后续受扩大内需政策的提振，内生需求或逐步恢复，新增信贷中零售端信贷占比有望提升，进而有利于维持整体贷款收益率的稳定，其中，零售业务占比高的银行业相对受益。不过，综合对公信贷收益看，整体信贷资产的收益率或保持低位运行。

负债端，存款的定期化趋势明显，定期存款的占比上升，推升了存款成本，从而抵消了由于宽松环境带来了其他负债成本下行对综合负债成本的正面提振作用。从央行公布的金融机构各项存款数据看，无论是住户还是企业，定期存款的占比均处于上行态势，截至2023年4月，住户定期存款占住户总存款的比重达到71.1%，而企业定期存款占企业总存款的比重达到67.3%，分别较2022年末上升3.1个百分点和2.2个百分点。

图表16: 住户和企业定期存款的占比持续上行 (单位: %)



资料来源: 万得资讯, 央行, 万联证券研究所

政策层面看，2022年5月，在《中国货币政策执行报告2022年第一季度》中，人民银行指导利率自律机制建立存款利率市场化调整机制；2023年4月在《合规审慎评估实施办法2023年修订版》中，在银行业存款类金融机构的评级指标及标准中增加了“存款利率市场化定价情况（扣分项）”指标。另外，评价结果同时运用于宏观审慎评估。2023年5月，在《中国货币政策执行报告2023年第一季度》，指导利率自律机制成员根据市场利率变化合理调整存款利率，促进实际贷款利率稳中有降。近期，部分银行又陆续调整了存款的挂牌利率。我们认为存款成本的下调，有助于稳定甚至降低银行负债端的整体成本，进一步稳定银行净息差。此外，从当前存款的利率看，存款利率仍有进一步调降的空间。

图表17: 存款相关政策梳理

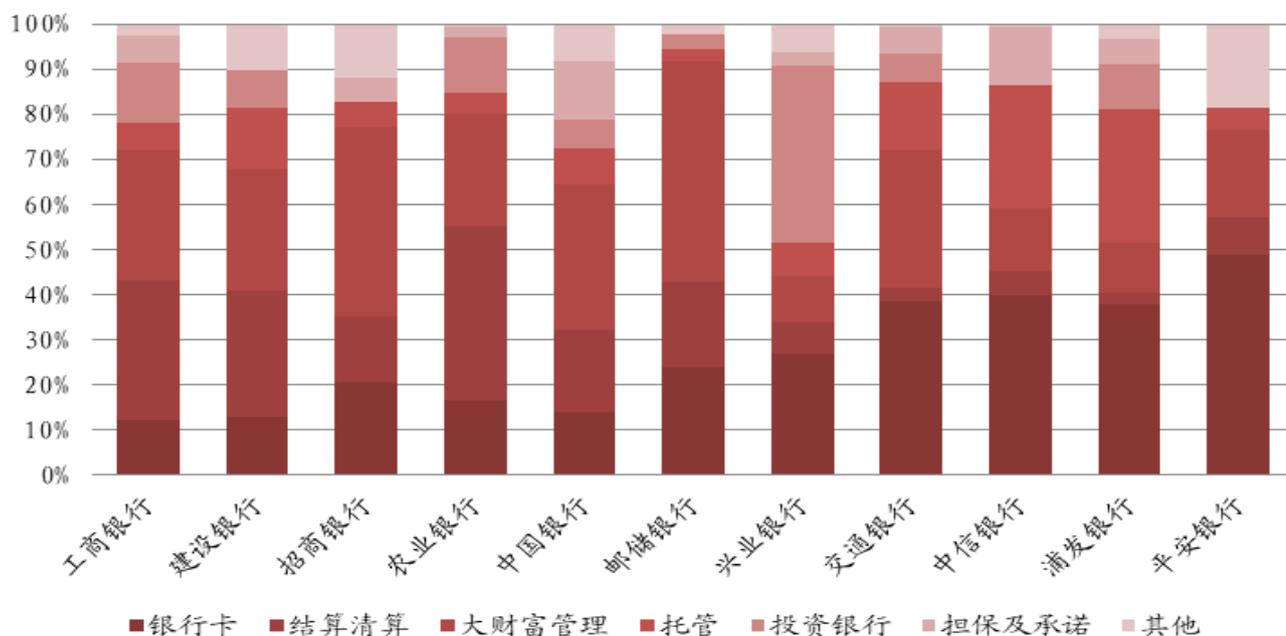
《2022 年第一季度中国货币政策执行报告》	2022 年 4 月，人民银行指导利率自律机制建立了存款利率市场化调整机制，自律机制成员银行参考以 10 年期国债收益率为代表的债券市场利率和以 1 年期贷款市场报价利率（LPR）为代表的贷款市场利率，合理调整存款利率水平。
合规审慎评估实施办法（2023 年修订版）	在银行业存款类金融机构的评级指标及标准中增加了“存款利率市场化定价情况（扣分项）”指标。另外，为配合宏观审慎评估，所有经营存款或贷款业务的金融机构均需参加定价行为指标的评估，评价结果同时运用于宏观审慎评估。
《2023 年第一季度中国货币政策执行报告》	推动降低综合融资成本。持续释放贷款市场报价利率改革效能，发挥好存款利率市场化调整机制重要作用。指导利率自律机制成员根据市场利率变化合理调整存款利率，促进实际贷款利率稳中有降。

资料来源：央行，中国货币网，万联证券研究所

### 3.3 中间业务收入逐步修复

由于传统手续费收入主要来源于银行卡业务收入、大财富管理相关业务收入以及结算和清算相关业务收入。我们整理了11家样本行的数据，这三项业务收入占手续费收入比重的平均值达到69%。近年来随着理财相关业务的发展，财富管理业务对手续费收入的贡献度持续上升，按照上述11家样本行的数据看，2022年大财富管理业务收入对手续费收入的贡献度均值已经达到26.3%，基本与银行卡业务收入平均26.7%的贡献度持平。

图表18: 2022 年末各家银行手续费收入贡献度对比（单位：%）



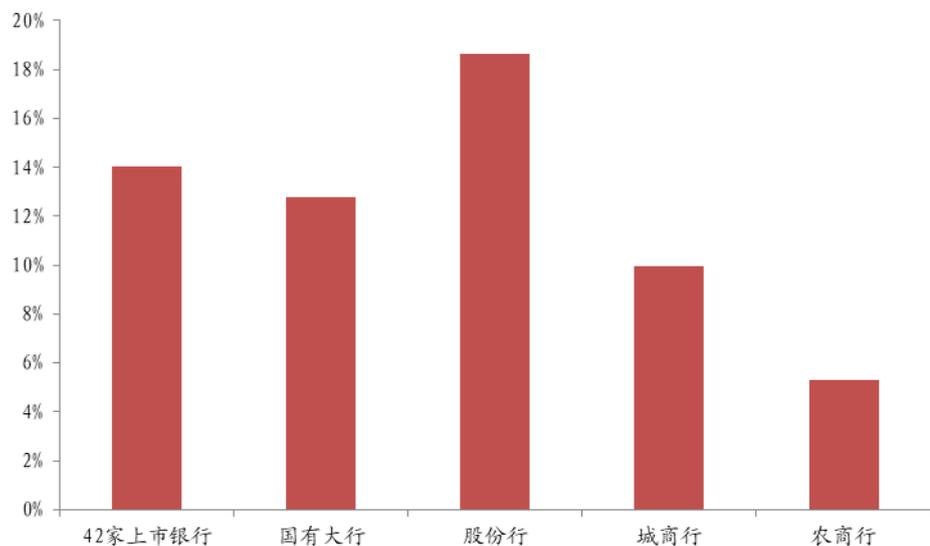
资料来源：万得资讯，上市公司财报，万联证券研究所

2022年,受资本市场持续震荡、理财产品净值化转型以及减费让利等各因素影响,

与大财富管理业务相关的收入均出现不同幅度的下行。而结算业务收入受外汇结算等因素的提振，出现了不同幅度的增长。部分银行由于特色化经营或者处于重点业务发力阶段，相应的顾问咨询费、托管费等出现了明显增长，在一定程度上抵消了大财富管理相关收入的下滑。

股份行和国有大行手续费收入的占比，仍然明显高于城商行和农商行。这主要与此前的业务发展定位以及前期的投入有关。结合上述对手续费收入重要来源的分析，持续布局零售以及财富管理业务，并加大投入，是各家银行的发力重点。

图表19: 2022年手续费净收入占营业收入的比重(单位: %)



资料来源: 万得资讯, 上市银行财报, 万联证券研究所

当前居民风险偏好仍未明显改善,我们认为大财富管理相关的手续费收入仍处于修复过程,各家银行也在积极培育客户。而其他非息收入方面,伴随着市场的回稳,相关业务收入基本已经触底,未来将逐步反弹。

## 4 投资建议

### 4.1 2023年上半年,板块内明显分化

2023年,银行指数(中信)整体上涨2.04%,跑输沪深300指数0.32个百分点。当前银行指数对应的加权PB为0.62倍,仍处于历史低位。

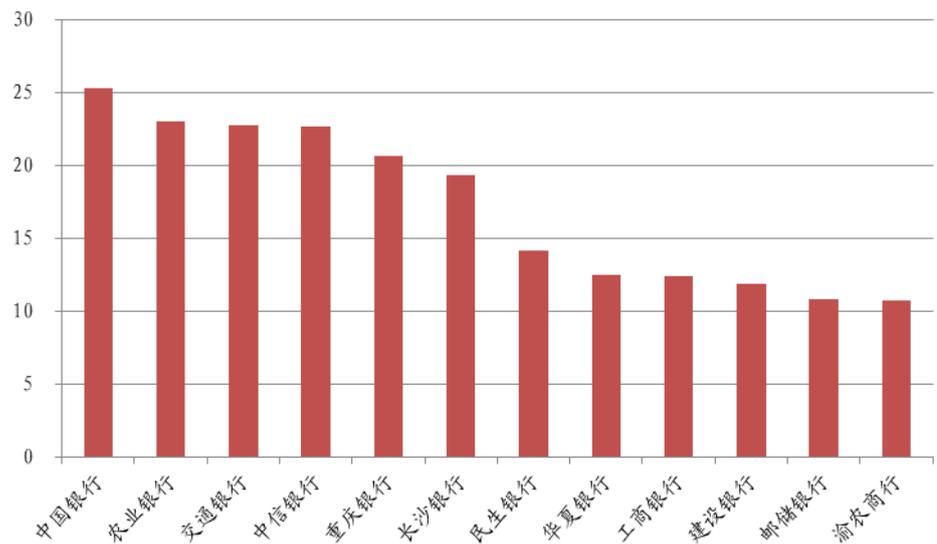
图表20: 板块加权PB估值(单位: 倍)



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

个股方面，2023年有22只个股实现正收益，有19只个股跑赢银行指数；有12只个股涨幅超过10%，分别为中国银行、农业银行、交通银行、中信银行、重庆银行、长沙银行、民生银行、华夏银行、工商银行、建设银行、邮储银行和渝农商行。

图表21: 个股市场表现 (单位: %)



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

## 4.2 2023年下半年，经济弱复苏，板块配置正当时

展望2023年下半年，在扩大内需稳增长的政策推动下，预计宏观经济总体呈现温和复苏格局，银行业的资产质量或整体保持稳健态势，行业整体处于业绩触底阶段，下半年随着零售信贷需求的逐步恢复，零售信贷占比高的银行净息差有望边际企稳，叠加规模扩张支撑，仍将保持较高的业绩增速。2023年个股选择上，我们认

为经济预期回暖，资产质量保持稳健，板块业绩筑底阶段，部分低估值高股息的个股市场表现或持续占优。而在零售信贷逐步回暖后，部分零售业务占比高的银行，净息差有望边际企稳，叠加规模扩张的支撑，营收端保持稳定高增。推荐关注宁波银行、常熟银行、招商银行、瑞丰银行、平安银行等。

### 银行业推荐上市公司估值情况一览表

(数据截止日期: 2023年06月17日)

证券代码	公司简称	每股收益			每股净资产		收盘价	市盈率			市净率	投资评级
		22A	23E	24E	最新	22A		23E	24E			
600036.SH	招商银行	5.26	6.16	7.01	34.13	33.93	6.45	5.51	4.84	0.99	增持	
000001.SZ	平安银行	2.20	2.71	3.21	19.42	11.63	5.29	4.29	3.63	0.60	增持	
002142.SZ	宁波银行	3.38	4.09	4.89	24.16	26.35	7.80	6.44	5.39	1.09	增持	
002966.SZ	瑞丰银行	1.01	0.93	1.11	10.14	5	4.95	5.38	4.52	0.49	增持	
601128.SH	常熟银行	1.00	1.22	1.46	8.28	6.86	6.86	5.64	4.69	0.83	增持	

资料来源: 万得一致预期, 万联证券研究所

## 5 风险提示

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。

## 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