

## 经营稳健 关注结构优化和效率提升

增持(首次)

——邮储银行(601658)首次覆盖

2022年08月04日

### 投资要点:

**独特的“自营+代理”模式:** 邮储银行和邮政集团形成了独特的代理模式,截至2021年末,邮储银行网点数量为3.96万个,位居行业第一。其中,代理网点占总网点数比重达到80.2%。独特的代理模式为邮储银行提供了稳定的负债端来源。邮储银行的存款占总负债的比重96%,比其他5家国有大行77%的均值高出19个百分点。

**表内信贷占比49.5%,金融投资占比35%:** 截至2021年末,邮储银行表内贷款余额占总资产的比重为49.5%,低于国有大行55.9%的平均水平。金融投资余额占比为34.5%,高于国有大行27.95%的平均值。个人贷款总额占比达到58.2%,过去5年的复合增速达到了18.9%,快于同期表内贷款总额增速。其中,按揭贷款占比57.8%,消费贷占比13.2%,小额贷款占比24.4%。由于个人银行信贷占比较高,因此邮储银行的资产质量相对优异。截至2021年末,邮储银行不良贷款占比0.82%,关注类贷款的占比仅为0.47%。逾期率仅为0.89%。抵质押贷款占贷款总额的比重为60.2%,也处于相对较高的位置。从不良生成的角度看,2021年,个人信贷的不良生成率为0.92%,公司贷款的不良生成率为0.28%。

**个人银行业务收入贡献度接近70%:** 由于个人信贷占比更高,因此个人银行业务的营收占比明显高于其他国有大行。截至2021年末,邮储银行个人银行业务的收入贡献度达到69.6%。由于储蓄代理模式产生的储蓄代理服务费用,使得业务管理费用占比相对较高。

**盈利预测与投资建议:** 当前邮储银行信贷占比相对较低,信贷资产质量优异,零售业务仍有较大的挖掘空间,以及潜在的储蓄代理服务费率调整可能。并结合邮储银行未来的发展策略,我们认为邮储银行整体经营效率或将稳步提升。我们测算的公司2022年-2024年营收同比增速9.85%/10.01%和13.92%,净利润同比增速为14.4%/14.58%和15.34%。对应的EPS分别为0.87元,1.01元和1.18元。综合公司当前较低的估值以及未来基本面的改善预期,给予公司增持评级。按照8月2日收盘价4.58元/股,对应的邮储银行2022年-2024年的PB估值分别为0.61倍/0.56倍/0.50倍,PE估值分别为5.25倍/4.54倍/3.9倍。

**风险因素:** 疫情、宏观经济环境以及政策等因素都将影响我们的预判,详见正文风险提示部分。

### 基础数据

总股本(百万股)	92,383.97
流通A股(百万股)	11,274.46
收盘价(元)	4.51
总市值(亿元)	4,166.52
流通A股市值(亿元)	508.48

### 个股相对沪深300指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

### 相关研究

分析师:

郭懿

执业证书编号:

S0270518040001

电话:

01056508506

邮箱:

guoyi@wlzq.com.cn

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	318,762	350,152	385,194	438,826
增长比率(%)	11.38	9.85	10.01	13.92
净利润(百万元)	76,170	87,140	99,846	115,162
增长比率(%)	18.65	14.40	14.58	15.34
每股收益(元)	0.77	0.87	1.01	1.18
市盈率(倍)	5.97	5.25	4.54	3.90
市净率(倍)	0.67	0.61	0.56	0.50

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

## 正文目录

<b>1 与大股东邮政集团合作，“自营+代理”网点模式</b> .....	<b>3</b>
1.1 第一大股东邮政集团.....	3
1.2 “自营+代理”运营模式.....	3
1.3 储蓄代理费率以及调整方式.....	4
<b>2 表内信贷占比 49.5%，金融投资占比 35%</b> .....	<b>5</b>
2.1 表内信贷占比仅为 49.5%.....	5
2.2 个人贷款总额占总贷款的比重 58.2%.....	6
2.3 管理个人客户资产 12.53 万亿元.....	7
2.4 资产质量相对优异.....	8
2.5 存款占负债的比重高达 96%，活期率不高.....	8
<b>3 零售业务收入贡献近 70%</b> .....	<b>8</b>
3.1 截至 2021 年，零售业务收入贡献度近 70%.....	8
3.2 包含储蓄代理服务费的业务及管理费占比达 59%.....	10
3.3 资产端的结构优势带来较高收益率.....	10
<b>4 信贷占比以及大零售业务仍有提升空间</b> .....	<b>11</b>
<b>5 投资策略</b> .....	<b>12</b>
<b>6 风险提示</b> .....	<b>13</b>
图表 1: 2022 年 1 季度邮储银行前十大股东持股比例（单位：%）.....	3
图表 2: 2021 年自营网点和代理网点结构（单位：个）.....	4
图表 3: 储蓄代理分档费率（单位：%）.....	5
图表 4: 2021 年末总资产结构（单位：%）.....	6
图表 5: 2021 年末个人信贷结构（单位：%）.....	6
图表 6: 2021 年末对公贷款结构（单位：%）.....	7
图表 7: 邮储银行理财产品规模（单位：亿元）.....	7
图表 8: 2021 年末手续费收入来源（单位：%）.....	9
图表 9: 各业务分部收入贡献（单位：%）.....	9
图表 10: 各业务分部利润贡献（单位：%）.....	10
图表 11: 业务及管理费用占比（单位：%）.....	10
图表 12: 邮储银行 NIM 变动（单位：%）.....	11
图表 13: 2021 年四大行的净利差均值 1.86%（单位：%）.....	12

## 1 与大股东邮政集团合作，“自营+代理”网点模式

### 1.1 第一大股东邮政集团

邮储银行于2007年成立,2012年进行股份制改革,于2016年9月登陆香港联交所。后于2019年12月在上交所上市,第一大股东为邮政集团,截至2022年1季度末,持股比例67.38%。

图表1:2022年1季度邮储银行前十大股东持股比例(单位:%)

股东名称	占总股本比例(%)
中国邮政集团有限公司	67.38
香港中央结算(代理人)有限公司	21.48
中国人寿保险股份有限公司	2.38
中国电信集团有限公司	1.21
香港中央结算有限公司	1.18
大家人寿保险股份有限公司-万能产品	0.14
新智达成长一号基金	0.12
上海国际港务(集团)股份有限公司	0.12
前海人寿保险股份有限公司	0.11
全国社保基金1104组合	0.10

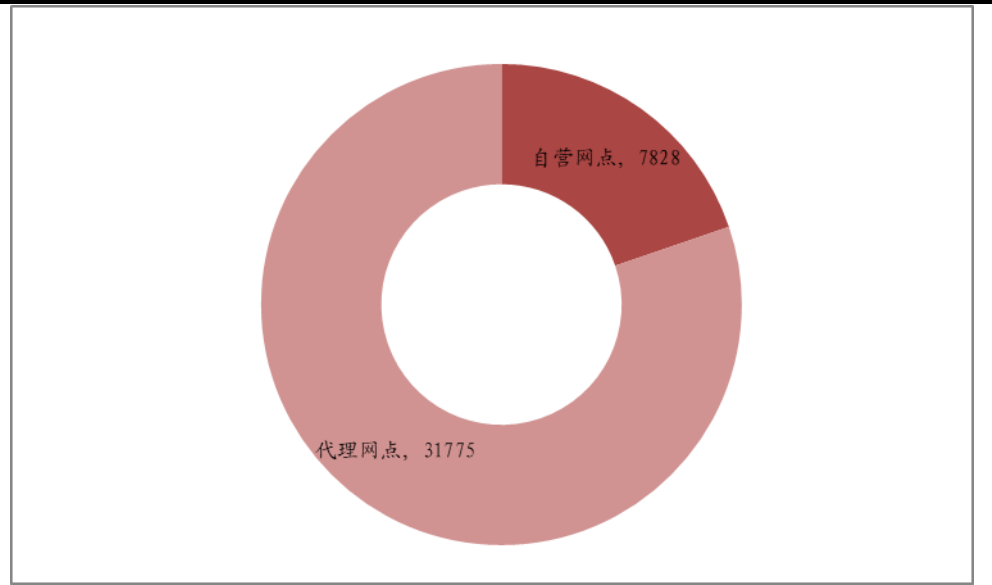
资料来源:万得资讯,万联证券研究所

### 1.2 “自营+代理”运营模式

经国务院同意并经中国银监会核准,邮储银行自2007年成立起确立了“自营+代理”的运营模式,邮储银行的营业网点覆盖中国99%的县(市)。邮储银行和邮政集团订立委托代理银行业务框架协议,该委托代理银行业务框架协议在符合股票上市地监管规则要求或相关要求获豁免的前提下,有效期为无限期。

截至2021年末,邮储银行网点数量为3.96万个,位居行业第一。其中,自营网点7828个,代理网点31775个,占总网点数比重达到80.2%。区域分布呈现明显下沉,县域以下网点占比多年保持稳定,中西部存款占比超过5成,位居行业第一。

图表2:2021年自营网点和代理网点结构(单位:个)



资料来源:公司公告,万联证券研究所

根据协议,邮储银行委托邮政企业在代理网点提供吸收本外币储蓄存款服务、结算类金融服务、代理类金融服务及其他服务;根据国家政策,邮储银行和邮政集团双方无权终止邮银代理关系。

代理网点设立于邮政企业的营业场所,其人员和财产全部为邮政企业所有。邮政企业就代理网点在营业场内的日常运营进行直接管理。邮储银行在代理网点的业务发展、机构管理、人员管理以及风险管理等方面履行指导。

由于上述合作关系,邮储银行需要向邮政企业支付代理手续费,包括储蓄代理费、代理结算类业务支出、代理销售支出、接受邮政提供其他综合服务的支出等。在2021年,根据邮政集团与邮储银行的委托代理银行业务框架协议,邮储银行按照固定费率、分档计费计算并支付给邮储集团储蓄代理费892亿元;代理网点办理中间业务取得的收入先由邮储银行确认,再按照谁办理、谁受益的原则,由邮储银行支付给邮政,其中结算业务支出和代理销售及其他佣金支出分别为79亿元和93亿元;邮储银行向邮政集团租赁房屋并获得劳务、营销、购买产品及服务,大致在34.2亿元。

### 1.3 储蓄代理费率以及调整方式

邮储银行按照“固定费率、分档计费”的原则计算向邮政集团支付的代理吸收人民币存款业务储蓄代理费,即针对不同期限储蓄存款分档适用不同的储蓄代理费率(分档费率在0.20%-2.30%之间),并根据分档费率及每档储蓄存款日均余额计算存款的实际加权平均储蓄代理费率(综合费率)。综合费率上限为1.50%。活期存款(存款付息率较低)储蓄代理费率较高,而定期存款(存款付息率较高)储蓄代理费率较低。储蓄代理费率与就相关存款所应支付予客户的存款付息率之间整体呈负相关。

图表3:储蓄代理分档费率(单位: %)

各档次	分档费率(%)
活期	2.3
定活两便	1.5
通知存款	1.7
三个月	1.25
半年	1.15
一年	1.08
两年	0.5
三年	0.3
五年	0.2
每日储蓄现金(含在途)余额	1.5

资料来源:公司公告, 万联证券研究所

储蓄代理费的调整方式主要分为主动和被动两种:

主动调整也分为两类:一是根据实际经营需求等因素对分档费率进行调整;二是如由于年度内代理储蓄存款结构变化,年度综合费率预计将超过综合费率上限的,综合费率上限的调整须履行决策程序并签署相应的补充协议。

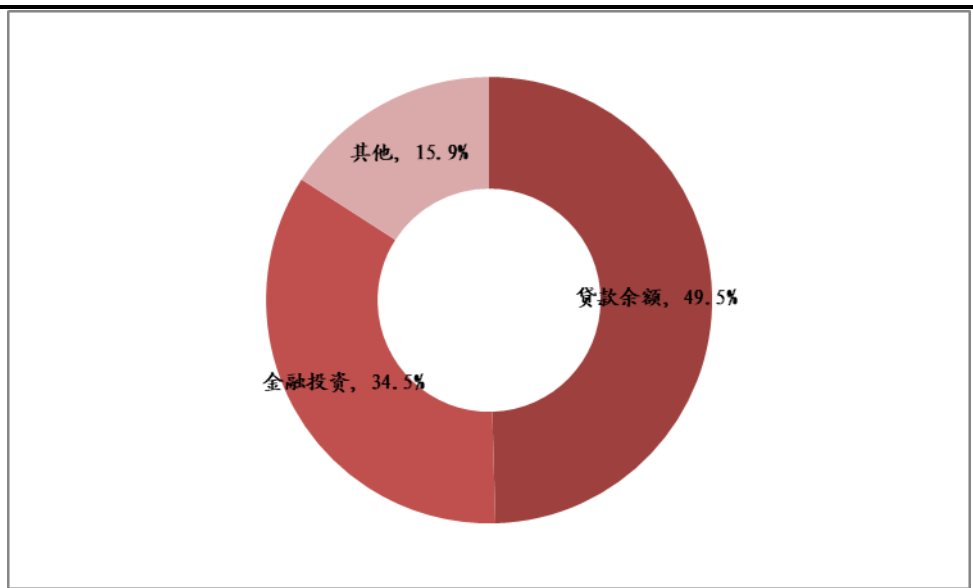
被动调整则是在未来利率环境发生重大变化时,比如最近一期工商银行、农业银行、中国银行和建设银行会计年度平均净利差相对最近一次被动调整当年之前十年(包括最近一次被动调整当年)四大国有商业银行平均净利差上下波动超过某一比例(“触发幅度”),邮储银行及邮政集团应在知悉该情形发生之日起六个月内协商确定是否调整及如何调整综合费率及根据调整后的综合费率调整的分档费率并履行决策程序。

## 2 表内信贷占比 49.5%, 金融投资占比 35%

### 2.1 表内信贷占比仅为 49.5%

截至2021年末,邮储银行总资产达到12.59万亿元,表内贷款余额达到6.24万亿元,占总资产的比重为49.5%,较2016年上升了14个百分点。但是仍低于国有大行55.9%的平均水平。金融投资余额达到4.35万亿元,占总资产的比重为34.5%,高于国有大行27.95%的平均值。

图表4:2021 年末总资产结构 (单位: %)

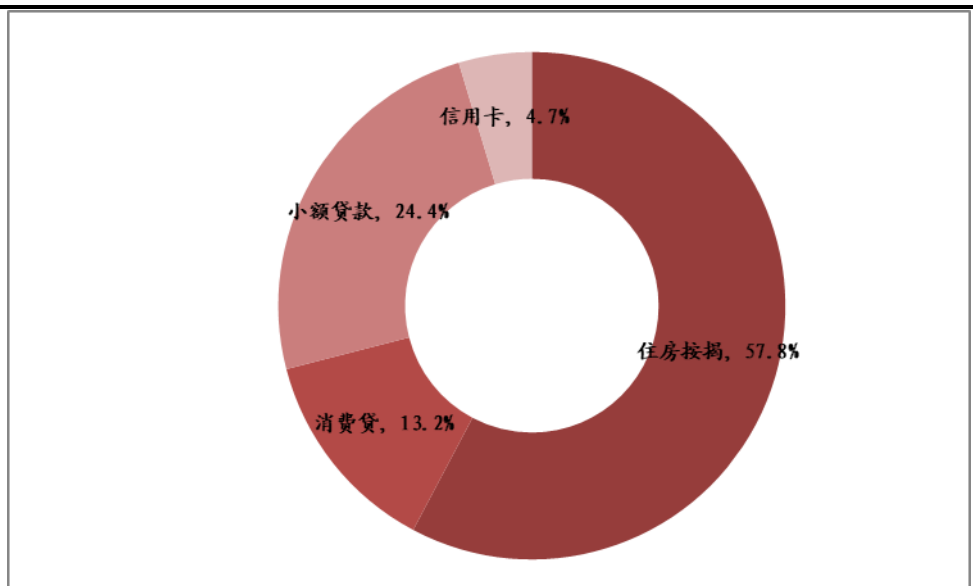


资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

## 2.2 个人贷款总额占总贷款的比重 58.2%

截至2021年末, 邮储银行的个人贷款总额达到37561.53亿元, 占贷款总额的比重达到58.2%, 占比较2016年上升5.6个百分点。个人贷款总额过去5年的复合增速达到了18.9%, 快于同期表内贷款总额16.5%的增速。其中, 按揭贷款占比57.8%, 复合增速19.1%; 消费贷占比13.2%, 复合增速20.2%; 小额贷款占比24.4%, 复合增速16.4%; 信用卡贷款占比4.7%, 复合增速27%。

图表5:2021 年末个人信贷结构 (单位: %)

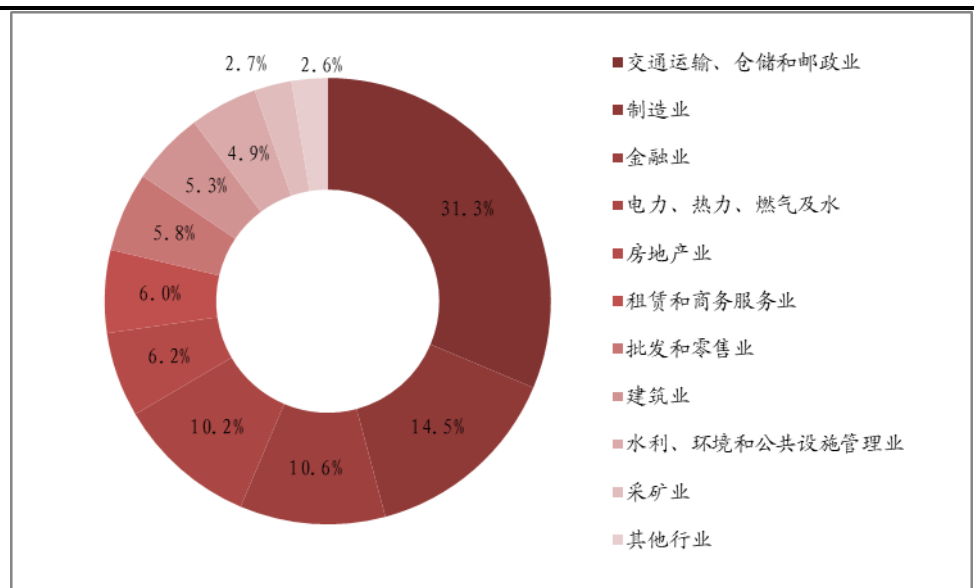


资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

截至2021年末, 公司类贷款达到22539.36亿元, 占比达到34.9%。其中, 公共基

基础设施相关贷款的占比较高；房地产开发贷的占比处于国有大行中最低的水平，占比仅为6.2%；制造业贷款占比14.5%；批发零售业贷款占比5.8%。

图表6:2021年末对公贷款结构（单位：%）

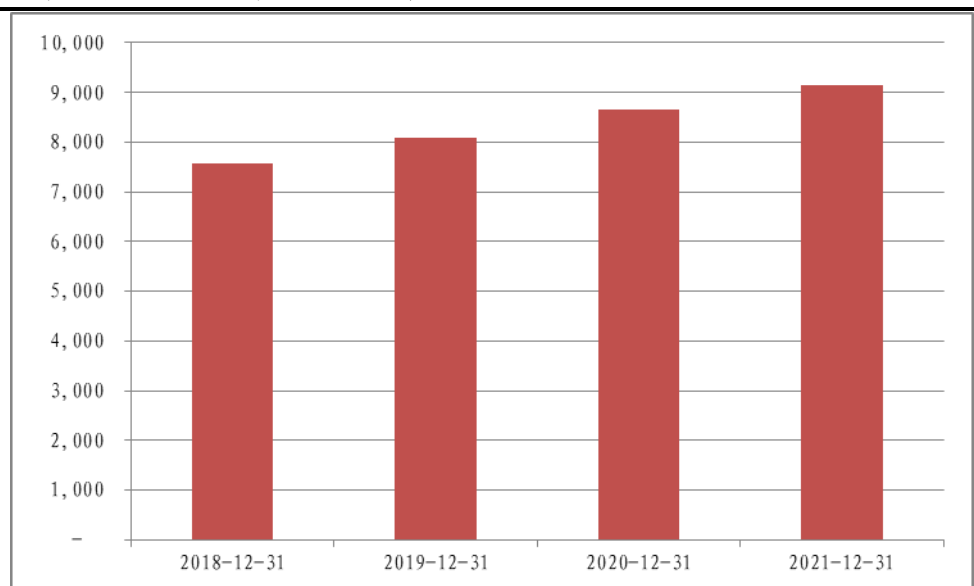


资料来源：万得资讯，万联证券研究所

### 2.3 管理个人客户资产 12.53 万亿元

截至2021年末，邮储银行管理的非保本理财产品余额达到9153亿元，同比增长5.8%。同期，管理个人客户资产(AUM)12.53万亿元，同比增长11.4%。服务个人客户6.37亿户，其中，VIP客户4262.98万户。个人存款突破10万亿元，达100456.35亿元。

图表7:邮储银行理财产品规模（单位：亿元）



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

## 2.4 资产质量相对优异

由于个人银行信贷占比较高,因此邮储银行的资产质量相对优异。截至2021年末,邮储银行不良贷款占比0.82%,关注类贷款的占比仅为0.47%。逾期率仅为0.89%。抵质押贷款占贷款总额的比重为60.2%,也处于相对较高的位置。从不良生成的角度看,2021年,个人信贷的不良生成率为0.92%,公司贷款的不良生成率为0.28%。

个人信贷中,由于小额贷款和消费贷的占比较高,因此个人信贷的不良率高于其他可比同业。截至2021年末,个人信贷的不良率为0.94%。

而对公贷款方面,由于公用基础设施相关贷款占比较高,因此总体不良率显著低于可比同业,截至2021年末仅为0.78%。从对公不良贷款余额的分布看,主要集中在交通运输、仓储和邮政业、制造业和批发零售业务,占比分别为42.9%、24.4%和19.6%。

## 2.5 存款占负债的比重高达 96%，活期率不高

截至2021年末,邮储银行的存款达到11.35万亿元,占总负债的比重96%,比其他5家国有大行77%的均值高出19个百分点。应付债券的占比仅为0.7%。存款中,个人零售存款占比88%,对公存款占比11%。活期率仅为34%,低于可比同业。

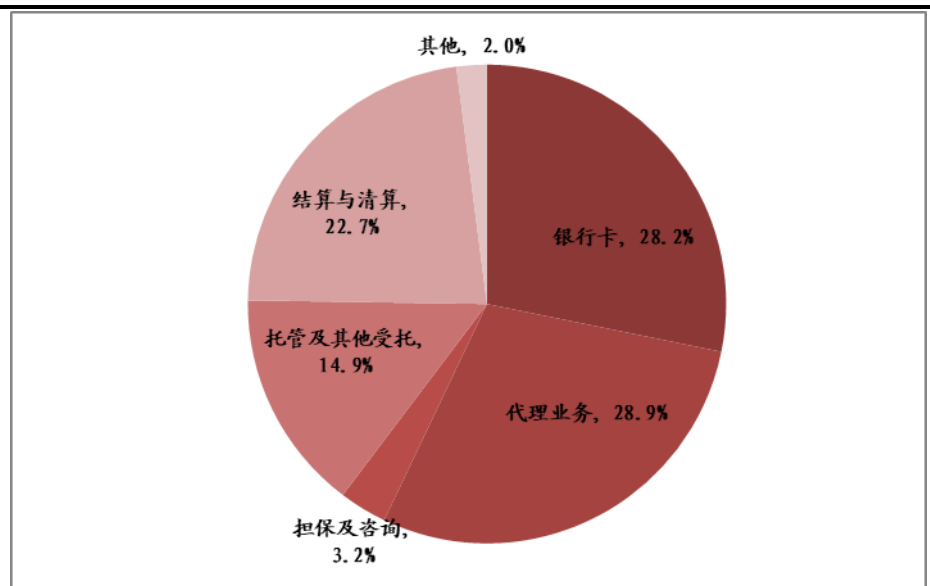
## 3 零售业务收入贡献近 70%

### 3.1 截至 2021 年,零售业务收入贡献度近 70%

当前,生息资产的利息收入仍是邮储银行收入的重要来源。截至2021年末,利息净收入占营业收入的比重为84.5%。由于中间业务发展刚刚起步,手续费净收入占营业收入的比重为6.9%。其中,个人银行业务实现手续费净收入161.29亿元,占比73.3%。过去5年,手续费净收入的复合增速为13.9%,快于同期营业收入11%的复合增速。

手续费收入方面,截至2021年末,邮储银行实现手续费收入423.83亿元,其中银行卡业务收入119.51亿元,代理业务收入122.39亿元,结算与清算业务收入96.26亿元,占比分别为28.2%、28.9%和22.7%。

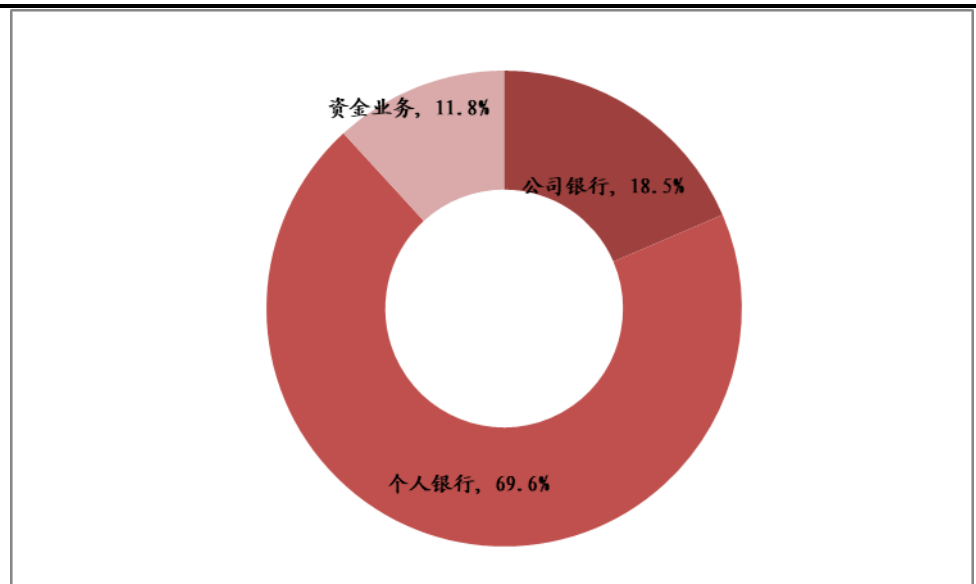
图表8:2021 年末手续费收入来源 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

由于个人信贷占比更高, 因此个人银行业务的营收占比明显高于其他国有大行。截至2021年末, 邮储银行个人银行业务的收入贡献度达到2218.55亿元, 占比69.6%, 较2018年上升6.9个百分点。公司银行业务收入591.05亿元, 占比18.5%, 资金业务收入达到376.49亿元, 占比11.8%。

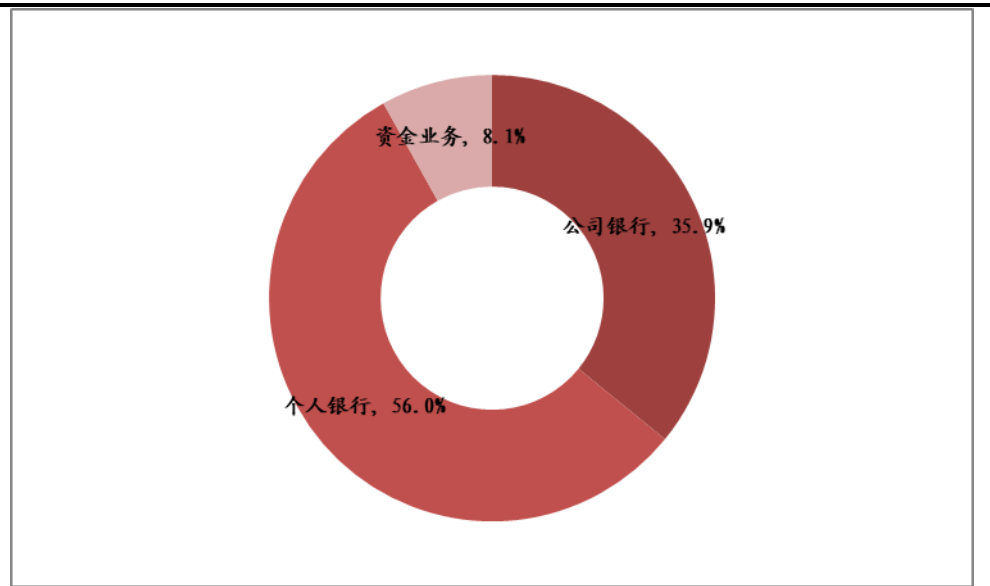
图表9:各业务分部收入贡献 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

从利润的角度看, 截至2021年末, 个人银行业务利润达到456.32亿元, 占比56%, 公司银行业务利润达到292.32亿元, 占比35.9%, 资金业务利润66.02亿元, 占比8.1%。

图表10:各业务分部利润贡献 (单位: %)

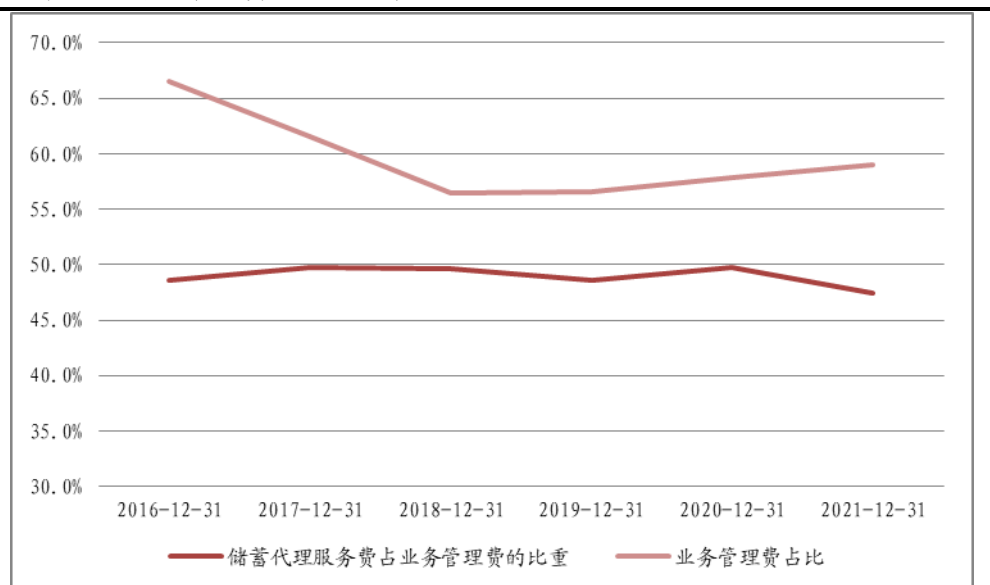


资料来源:公司公告,万联证券研究所

### 3.2 包含储蓄代理服务费的业务及管理费占比达 59%

由于邮储银行与邮政集团的代理合作模式,使得邮储银行每年均需支付给邮政集团相应的储蓄代理服务费。因此,邮储银行的业务及管理费用占比达到59%,显著高于其他5家国有大行27.1%的均值水平。截至2021年末,当年支付给邮政集团的储蓄代理服务费占业务及管理费用的比重达到了47.4%。如果剔除此部分费用后的业务及管理费占比为31%。

图表11:业务及管理费用占比 (单位: %)



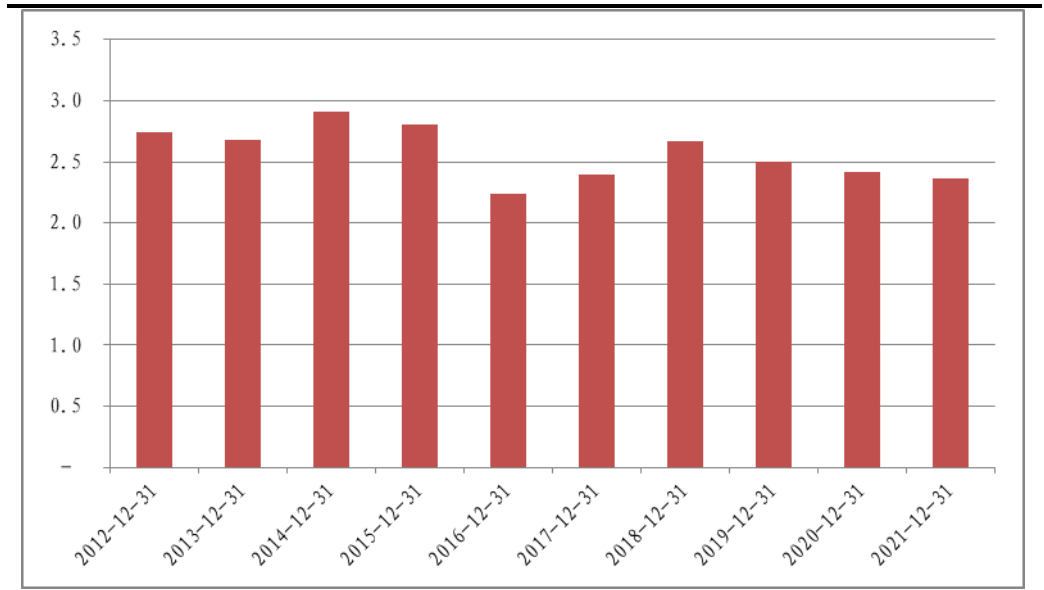
资料来源:万得资讯,万联证券研究所

### 3.3 资产端的结构优势带来较高收益率

由于零售业务占比更高，使得生息资产的综合收益率相对高于其他大行。从居民贷款的结构看，截至2021年末，按揭贷款的占比为57.8%，消费贷和小额贷款占比分别为13.2%和24.4%。零售贷款平均收益率达到5.35%，较对公贷款的4.01%，高出134个BP。

负债端存款占比高，但是活期率不高，因此负债端的综合成本与其他国有大行基本持平。相应的，邮储银行的净息差高于可比同业。截至2021年末，邮储银行的净息差2.36%，显著高于国有大行2.01%的均值水平。

图表12:邮储银行 NIM 变动 (单位: %)



资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

不过考虑到邮储银行支付给邮政集团的储蓄代理费用,如果把这部分费用作为利息支出扣减后,邮储银行的净息差会明显下降。以2021年为例,剔除储蓄代理费用后的净息差为1.58%。

#### 4 信贷占比以及大零售业务仍有提升空间

当前邮储银行信贷占比相对较低,信贷资产质量优异,零售业务仍有较大的挖掘空间,以及潜在的储蓄代理服务费率调整可能。并结合邮储银行未来的发展策略,我们认为邮储银行整体经营效率或将稳步提升。

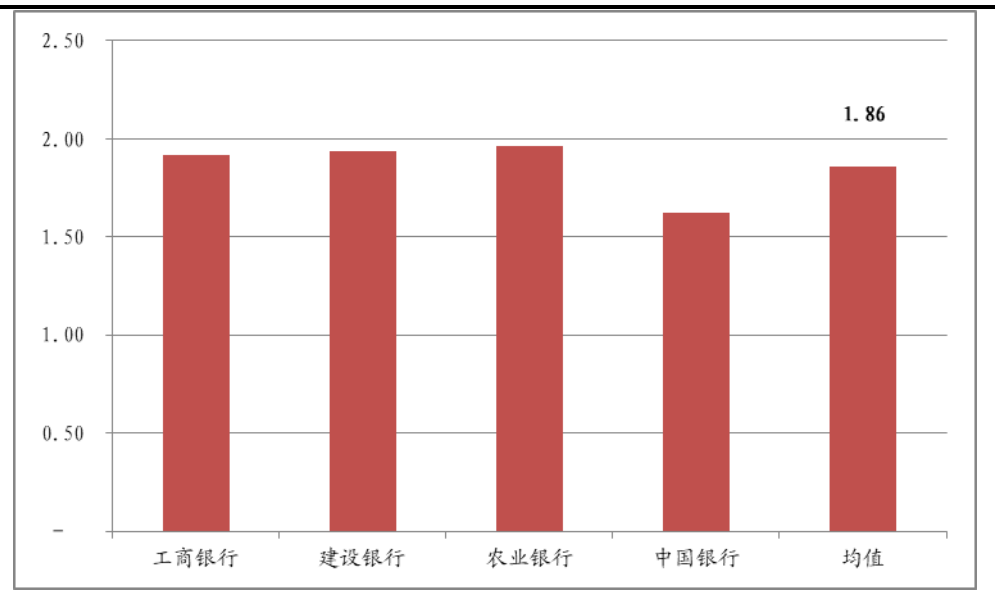
首先,当前邮储银行表内的信贷占比近为49.5%,低于其他5家国有大行57.2%的平均水平,因此,表内信贷占比仍有提升空间。结合邮储银行的发展战略,支持乡村振兴、支持小微企业、普惠金融业务以及金融业务的逐步开展,信贷占比有望逐步提升。由于信贷的综合收益率高于金融投资,推动息差提升,带动营收增长。存款方面,近年来,存款的增长主要来自于个人定期存款的贡献。未来随着银行对负债来

源的逐步优化，负债端成本有进一步下降的可能。

其次，当前邮储银行的AUM达到12.53万亿，其中零售存款占比80%，非保本理财占比仅为7.3%。近年来，手续费收入增长主要集中在代理业务、理财业务、托管业务以及结算清算业务，过去几年的增速都超过10%。邮储银行较大的零售客群基数，叠加科技赋能，我们预计未来几年手续费收入仍将保持快速增长。

第三，根据《委托代理银行业务框架协议》，当四大国有商业银行平均净利差低于一定水平（约为1.87%）时将触发储蓄代理费协商机制。2021年四大行公布的净利差均值在1.86%，我们认为不排除在未来出现机制触发调整的可能性。

图表13:2021年四大行的净利差均值1.86%（单位：%）



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

## 5 投资策略

邮储银行零售业务占比高，风险偏好相对较低，资产质量优异。未来，信贷占比仍有一定的提升空间，大零售业务在现有庞大的客户基础上深度挖掘，有望推动中收的快速增长。此外，由于截至2021年末，四大行的平均净利差已经低于1.87%，触发邮储银行储蓄代理服务费的被动调整规则，或带来储蓄代理服务费率调整。

盈利预测假设：

贷款增速方面，综合考虑资本占用、信贷投放分配等因素，我们预估未来三年贷款增速保持在11%左右。

净息差方面，2021年净息差当前资产端的定价仍处于下行通道，不过考虑到邮储银行较高的个人银行业务占比，以及较强的负债端优势。我们预计未来三年公司整体净息差降幅在3BP左右。

手续费净收入实现快速增长。随着零售端大财富管理业务的快速推进，将带动理

财、代销以及托管收入的增长，我们预计未来三年的复合增速有望保持在13%。

资产质量优异，当前拨备覆盖率也较高。邮储银行独特的业务结构，存量资产质量保持稳定，不良生成相对较低。我们预计未来拨备计提力度或有所降低。

基于以上假设及预判，我们测算的公司2022年-2024年营收同比增速9.85%/10.01%和13.92%，净利润同比增速为14.4%/14.58%和15.34%。对应的EPS分别为0.87元，1.01元和1.18元。综合公司当前较低的估值以及未来基本面的改善预期，给予公司增持评级。按照8月2日收盘价4.58元/股，对应的邮储银行2022年-2024年的PB估值分别为0.61倍/0.56倍/0.50倍，PE估值分别为5.25倍/4.54倍/3.9倍。

## 6 风险提示

如果疫情对经济影响超预期，或导致银行资产质量大幅恶化。不良贷款的认定和拨备的计提，受周期性因素以及银行自身的影响相对较大，可能导致与我们预期假设存在一定的偏差。

银行业整体受宏观经济、货币政策以及监管政策的影响较大，经济以及相关政策的变动，都将对银行的经营产生重要影响。包括净息差的变动、资产质量预期等。

如果调整邮储银行“自营+代理”运营模式，邮储银行的财务状况和经营业绩可能受到不利影响。

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2021 年 A	2022 年 B	2023 年 B	2024 年 E
净利息收入	269,382	294,625	322,904	367,471
利息收入	451,567	492,256	539,112	600,963
利息支出	-182,185	-197,631	-216,208	-233,492
净手续费收入	22,007	24,208	27,839	31,736
净其他非息收入	27,234	31,319	34,451	39,619
营业收入	318,762	350,152	385,194	438,826
业务及管理费	-188,102	-203,088	-223,412	-254,519
拨备前利润	128,102	144,408	158,810	180,955
资产减值损失	-46,658	-49,258	-49,805	-55,255
税前利润	81,444	95,150	109,005	125,700
所得税	-4,922	-7,612	-8,720	-10,056
归母净利润	76,170	87,140	99,846	115,162

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2021 年 A	2022 年 B	2023 年 B	2024 年 E
贷款总额	6,454,099	7,228,591	8,096,022	8,905,624
债券投资	4,354,673	4,790,140	5,269,154	5,796,070
同业资产	636,104	667,909	701,305	736,370
资产总额	12,587,873	13,802,193	14,901,919	16,104,515
存款	11,354,073	12,489,480	13,488,639	14,567,730
同业负债	249,333	249,333	256,813	264,517
发行债券	81,426	85,497	94,047	112,856
负债总额	11,792,324	12,953,849	13,979,292	15,096,064
股本或实收资本	92,384	92,384	92,384	92,384
所有者权益总额	795,549	848,344	922,627	1,008,451

资料来源：万得资讯，公司公告，万联证券研究所

## 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注册为证券分析师，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

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“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。

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。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。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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