基金重仓维持低配，抱团现象较为显著

——传媒行业跟踪报告

强于大市(维持)

2023 年 02 月 24 日

行业核心观点：

2022 年 Q4 SW 传媒行业指数有所回升，同期成交量小幅增加，资金活跃度有所上升。2022 年 Q4 末传媒行业的估值（PE-TTM）仍处于历史低位，较历史 6 年均值水平仍有修复空间。从 2022 年 Q4 的基金重仓配置情况看，SW 传媒行业依然低配，且低配比例略有扩大，抱团现象较为显著。

投资要点：

传媒行业重仓配置维持低配，未来重仓比例有望提升。2022 年 Q4 SW 传媒行业的适配比例为 1.60%，基金重仓比例为 0.67%，处于低配水平，低配比例为 0.93%。2022 年 Q4 所有 SW 传媒二级子板块均为低配，游戏和广告营销的低配比例有所收窄，六个子板块中，广告营销相对更受机构青睐。2022 年 Q4 的低配幅度为过去十年中最高，体现出投资机构对 SW 传媒行业的低预期。我们认为主要是因为 2022 年 Q4 SW 传媒行业仍然受到疫情的影响较大，以及线下电影等赛道的市场预期较差。随着后续防疫政策的优化以及线下消费娱乐的复苏，我们认为基金在传媒行业的重仓配置比例将有所提升，有望逐步由低配转为超配。

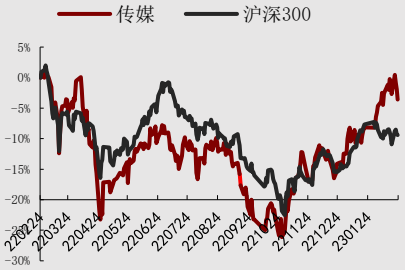
前十大重仓股组成较为稳定，行情表现整体较好。从持股市值看，2022 年 Q4 SW 传媒行业的前十大重仓股分别为分众传媒、芒果超媒、三七互娱、吉比特、光线传媒、遥望科技、凤凰传媒、中南传媒、万达电影和完美世界，由广告营销、数字媒体、游戏、影视院线和出版领域组成。从行情表现看，前十大重仓股中过半标的在 2022 年 Q4 实现上涨。重仓股组成较为稳定，榜单前三连续 4 个季度皆被分众传媒、芒果超媒和三七互娱揽获。万达电影近 4 个季度以来首次进入前十大重仓股，彰显市场对线下消费娱乐复苏后电影行业的预期有所修复。

配置维持头部集中趋势，抱团现象十分明显。2022 年 Q4 SW 传媒行业基金前 5、前 10、前 20 大重仓股的市值占整体 SW 传媒行业基金重仓市值的比例分别为 66.67%、83.62%和 94.18%，抱团现象同比略有缓解。但 SW 传媒行业连续五个季度的前 10 大重仓股市值占比超过 80%，前 20 大重仓股市值占比接近 95%，反映出 SW 传媒行业较为显著的抱团现象。

投资建议：从 2022 年 Q4 SW 传媒行业的基金重仓配置及估值水平看，传媒行业的机构配置和估值均处于历史较低水平，有较大的提升空间。随着消费娱乐需求的复苏，影视院线板块的标的重新受到关注，广告营销、游戏和数字媒体领域的头部公司仍将是机构关注的核心。**建议关注版号储备丰富、流水表现良好的游戏出品企业，梯媒及数字媒体平台领域的优质标的，以及院线、优质电影储备较多的发行方或出品方相关企业。**

风险因素：监管政策趋严；新游、优质剧集、综艺或电影延期风险；产品口碑不及预期；商誉减值风险。

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

1 月新游 IP 改编游戏表现较优，游戏版号发放进入常态化

游戏价值获肯定，XR 产业稳步推进

ChatGPT 引爆 AIGC 概念，87 款游戏获版号

分析师： 夏清莹
执业证书编号：S0270520050001
电话：075583228231
邮箱：xiaqy1@wlzq.com.cn

正文目录

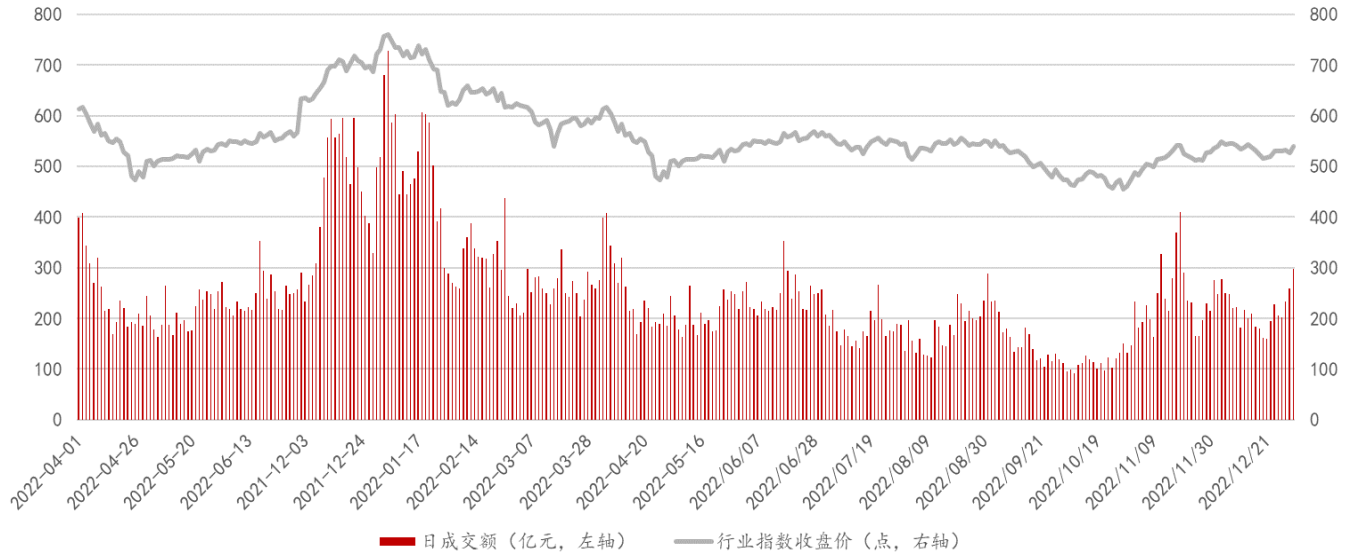
1 资金活跃度有所提升，估值仍处历史低位.....3
2 基金重仓比例处历史较低水平，维持头部集中配置偏好.....4
2.1 基金重仓比例同比下滑、环比上升，处历史较低水平.....4
2.2 基金重仓标的数量占比近半，集中度位于各行业中游.....5
2.3 前十大重仓股组成较为稳定，行情表现整体较好.....5
2.4 前十大加/减仓股变动较多，持股数量变动为主要因素.....7
2.5 子板块：所有板块均低配，广告营销板块相对更受青睐.....9
2.6 基金重仓配置维持头部集中，抱团现象较为显著.....10
3 投资建议.....10
4 风险提示.....11

图表 1： 申万传媒行业日成交额及行业指数情况.....3
图表 2： 申万传媒行业估值（PE-TTM）变化趋势（单位：倍）.....3
图表 3： SW 传媒 2013-2022 年各季度基金重仓超/低配情况.....4
图表 4： SW 传媒 18-22 年 Q4 基金重仓超/低配情况.....5
图表 5： 各申万一级行业 2022 年 Q4 基金重仓标的数量及占比情况.....5
图表 6： 2022 年 Q4 申万传媒行业前十大重仓股情况（按持股总市值排序）.....6
图表 7： 22 年 Q4 申万传媒行业前十大重仓股情况（按持股基金数量排序）.....6
图表 8： 近 4 个季度传媒行业前十大基金重仓股（按持股总市值排序）.....7
图表 9： 2022 年 Q4 前十大基金加仓股情况（按持股市值变动数值排序）.....7
图表 10： 近 5 个季度传媒行业前十大基金加仓股（按持股市值变动数值排序）.....8
图表 11： 2022 年 Q4 前十大基金减仓股情况（按持股市值变动数值排序）.....8
图表 12： 近 5 个季度传媒行业前十大基金减仓股（按持股市值变动数值排序）.....9
图表 13： 传媒各子板块 22Q1-22Q4 基金重仓超/低配情况（以 A 股为分母）.....9
图表 14： 传媒各子板块 22Q1-22Q4 基金重仓超/低配情况（以传媒行业为分母）.10
图表 15： 近 5 个季度传媒行业基金重仓前 5、10、20 大重仓股市值占比情况（按持股市值排序）.....10

1 资金活跃度有所提升，估值仍处历史低位

行业指数触底反弹，资金活跃度有所回暖。申万传媒行业指数2022年12月30日的收盘价为539.82点，较2022年9月30日的473.20点上涨14.08%。2022年Q4期间，申万传媒行业指数呈上涨趋势，日均成交额为197.27亿元，相比前一季度增加了25.68亿元，有所回暖；相比2021年Q4减少了168.56亿元。过去四个季度中，2022年Q1的日均成交额最大，为351.02亿元。

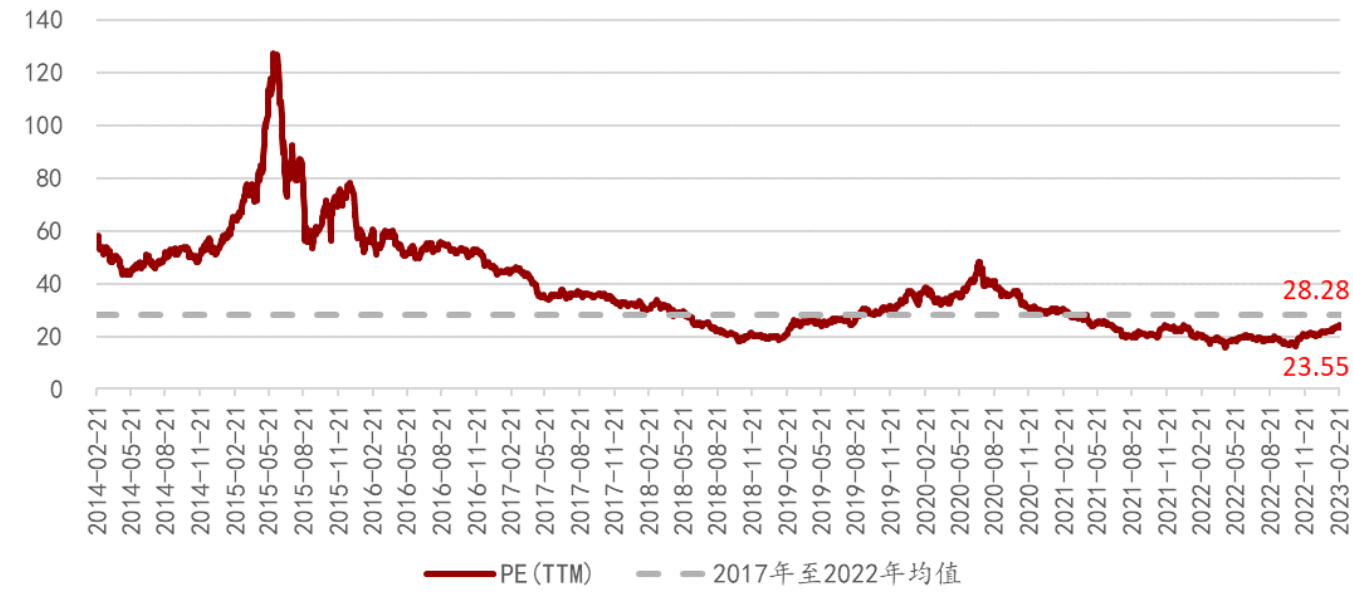
图表1: 申万传媒行业日成交额及行业指数情况



资料来源：iFind，万联证券研究所

行业估值处历史低位，仍有较大修复空间。申万传媒行业指数的估值（PE-TTM）自2020年7月达到近六年最高水平48.08倍以来，一直处于下跌趋势，直到2022年Q4略有回升，但仍然处于历史低位，有较大修复空间。截至2023年2月22日申万传媒行业的PE-TTM为23.55倍，较近六年均值水平28.28倍仍有20%的修复空间。

图表2: 申万传媒行业估值（PE-TTM）变化趋势（单位：倍）



资料来源：iFind，万联证券研究所

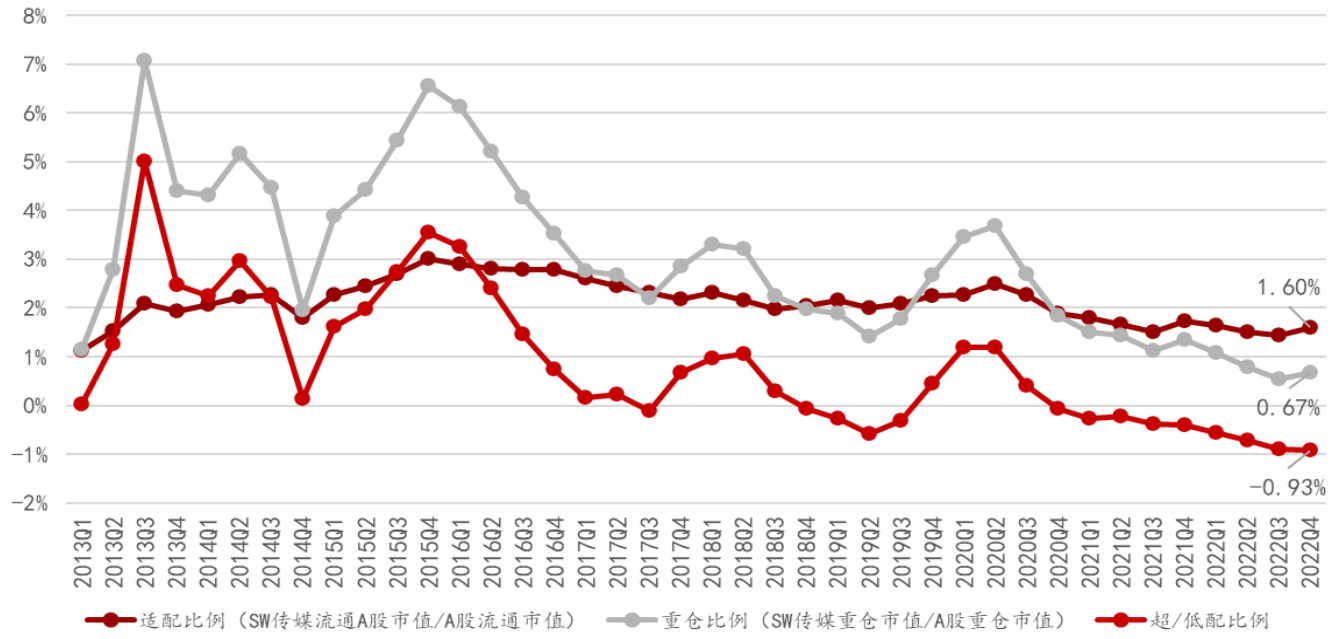
2 基金重仓比例处历史较低水平，维持头部集中配置偏好

样本选取：截至2023年2月21日，基金的2022年四季度报告已披露完毕。以2021申万传媒行业新分类作为样本，以全部基金作为持仓对象，根据2023年2月21日从iFinD提取的数据，对传媒行业2022年Q4的基金重仓情况进行分析。

2.1 基金重仓比例同比下滑、环比上升，处历史较低水平

传媒行业重仓配置维持低配，2022年Q4低配比例略微扩大。从适配比例看，2022年Q4 SW传媒行业的适配比例为1.60%，同比有所下降，环比略微上升，整体趋势较为平稳，处于历史较低水平，在过去40个季度中排名第35。**从基金重仓比例看，**2022年Q4 SW传媒行业的基金重仓比例为0.67%，同比下降0.68pct，环比上升0.13pct，这是SW传媒行业的基金重仓比例连续三个季度环比下滑后首次出现提升。但由于同期SW传媒行业的适配比例环比也有提升，因此其低配比例较前一个季度仍略有扩大，由低配0.90%扩大为低配0.93%。

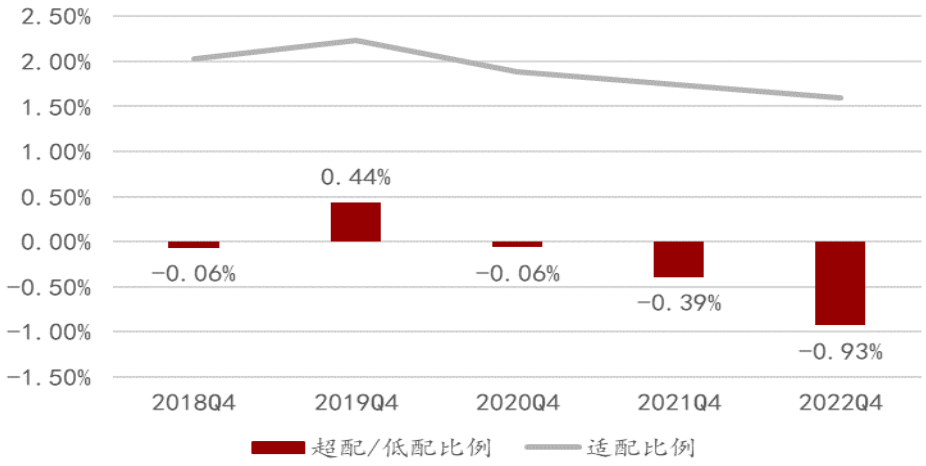
图表3： SW传媒2013-2022年各季度基金重仓超/低配情况



资料来源：iFind，万联证券研究所

近三年SW传媒行业Q4的适配比例逐渐下滑，且基金重仓的低配比例持续扩大。2022年Q4 SW传媒行业的基金重仓比例处于低配水平，低配比例为0.93%。近5年仅有19年SW传媒行业Q4的基金重仓比例为超配，超配了0.44%，此后三年均处于低配状态，且低配比例逐年扩大，2022年Q4的低配幅度为过去十年中最高，体现出基金等投资机构对SW传媒行业的低预期。我们认为主要是因为2022年Q4 SW传媒行业仍然受到疫情的影响较大，以及线下电影等赛道的市场预期较差。随着后续防疫政策的优化以及线下消费娱乐的复苏，我们认为基金在传媒行业的重仓配置比例将有所提升，有望逐步由低配转为超配。

图表4： SW 传媒 18-22 年 Q4 基金重仓超/低配情况

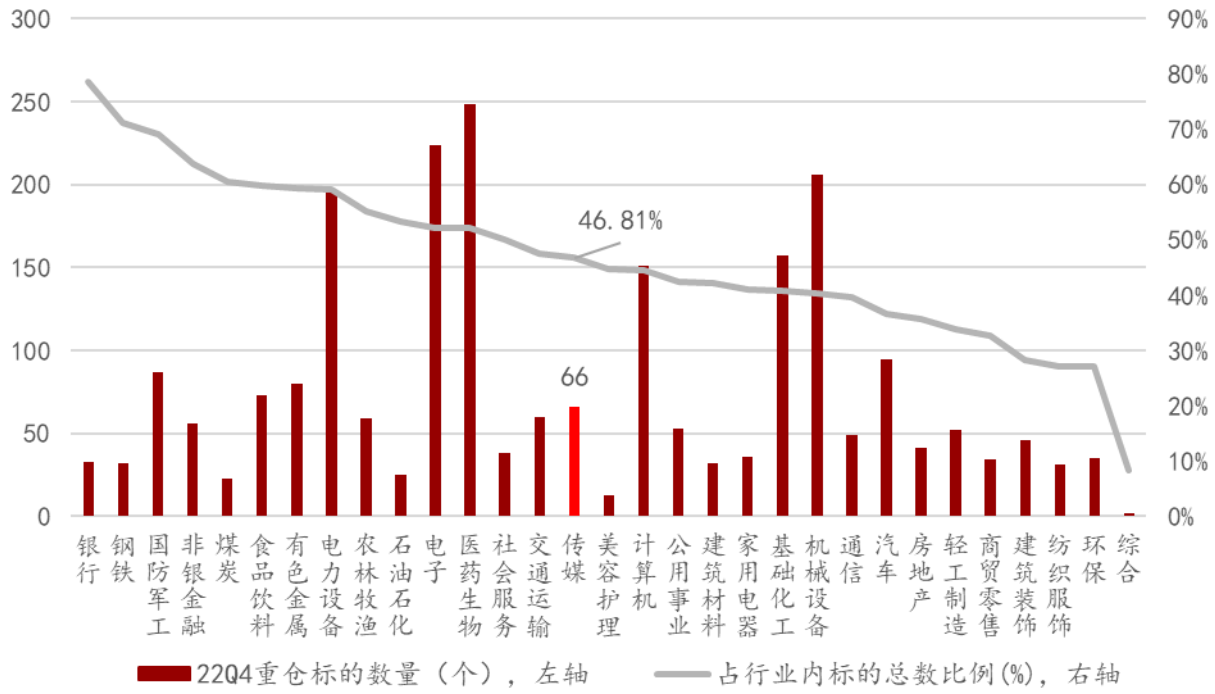


资料来源：iFind，万联证券研究所

2.2 基金重仓标的数量占比近半，集中度位于各行业中游

2022年Q4 SW传媒行业重仓标的数量占比为46.81%，排行第15，集中度略有下降。从SW各一级行业基金重仓的标的数量看，2022年Q4传媒行业基金重仓标的数量为66个，占行业内标的总数的46.81%，较上期增加3.24pct，集中度略有下降，占比在申万31个一级行业中排名第15，处于中游水平。

图表5： 各申万一级行业 2022 年 Q4 基金重仓标的数量及占比情况



资料来源：iFind，万联证券研究所

2.3 前十大重仓股组成较为稳定，行情表现整体较好

从持股市值看，2022年Q4 SW传媒行业的前十大重仓股分别为分众传媒、芒果超媒、三七互娱、吉比特、光线传媒、遥望科技、凤凰传媒、中南传媒、万达电影和完美世界，由广告营销、数字媒体、游戏、影视院线和出版领域组成，且各子行业的分布较

为平均，只有电视广播板块没有公司进入前十大重仓股。**从行情表现看，**前十大重仓股中过半标的在2022年Q4实现上涨，涨幅最大的是万达电影，上涨了34.23%，跌幅最大的是凤凰传媒，下跌了6.60%。

图表6: 2022年Q4申万传媒行业前十大重仓股情况（按持股总市值排序）

排名	代码	名称	持股总市值(万元)	持股市值季度变动	22Q4股价变动	所属二级行业
1	002027.SZ	分众传媒	599,579.82	49.34%	21.56%	广告营销
2	300413.SZ	芒果超媒	239,480.58	-8.09%	20.42%	数字媒体
3	002555.SZ	三七互娱	191,200.63	11.15%	3.90%	游戏II
4	603444.SH	吉比特	136,207.78	96.67%	33.40%	游戏II
5	300251.SZ	光线传媒	122,183.07	26.28%	21.97%	影视院线
6	002291.SZ	遥望科技	96,062.36	18.86%	-6.07%	广告营销
7	601928.SH	凤凰传媒	81,026.90	-3.72%	-6.60%	出版
8	601098.SH	中南传媒	55,507.88	-22.34%	1.42%	出版
9	002739.SZ	万达电影	53,746.19	164.91%	34.23%	影视院线
10	002624.SZ	完美世界	41,255.00	-15.39%	2.42%	游戏II

资料来源：iFind，万联证券研究所

从持股的基金数量看，2022年Q4 SW传媒行业重仓持股基金数最多的前十个标的分别为分众传媒、三七互娱、芒果超媒、吉比特、完美世界、光线传媒、中南传媒、世纪华通、万达电影和凤凰传媒，由游戏、影视院线、出版和广告营销板块组成，其中重仓分众传媒的基金数量为161个，位列第一。持股基金数前十大个股中有9家同时为持股市值的前十大重仓股。**从行情表现看，**持股基金数前十大个股中除凤凰传媒外，在2022年Q4股价均实现上涨。

图表7: 22年Q4申万传媒行业前十大重仓股情况（按持股基金数量排序）

排名	代码	名称	持股机构家数	持股市值排名	22Q4股价变动	所属二级行业
1	002027.SZ	分众传媒	161	1	21.56%	广告营销
2	002555.SZ	三七互娱	82	3	3.90%	游戏II
3	300413.SZ	芒果超媒	55	2	20.42%	数字媒体
4	603444.SH	吉比特	49	4	33.40%	游戏II
5	002624.SZ	完美世界	23	10	2.42%	游戏II
6	300251.SZ	光线传媒	20	5	21.97%	影视院线
7	601098.SH	中南传媒	16	8	1.42%	出版
8	002602.SZ	世纪华通	15	11	2.14%	游戏II
9	002739.SZ	万达电影	14	9	34.23%	影视院线
10	601928.SH	凤凰传媒	13	7	-6.60%	出版

资料来源：iFind，万联证券研究所

对比近4个季度SW传媒行业基金重仓情况，重仓股组成较为稳定。按照持股市值排序，前十大重仓股排名虽有所变化，但组成基本相同，在2022年Q4前十大基金重仓股中，除万达电影和完美世界，其余所有公司皆连续4个季度位列前十大重仓股，分众传媒更是连续4个季度位列重仓股榜单第一，且榜单前三连续4个季度皆被分众传媒、芒果超媒和三七互娱揽获。万达电影[illegible]度以来首次进入前十大重仓股，彰显市场对线下消费娱乐复苏后电影行业的[illegible]。

图表8： 近 4 个季度传媒行业前十大基金重仓股（按持股总市值排序）

排名	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
1	分众传媒	分众传媒	分众传媒	分众传媒
2	三七互娱	芒果超媒	芒果超媒	芒果超媒
3	芒果超媒	三七互娱	三七互娱	三七互娱
4	遥望科技	遥望科技	光线传媒	吉比特
5	吉比特	吉比特	凤凰传媒	光线传媒
6	光线传媒	光线传媒	遥望科技	遥望科技
7	三人行	三人行	中南传媒	凤凰传媒
8	凤凰传媒	中南传媒	吉比特	中南传媒
9	中南传媒	凤凰传媒	完美世界	万达电影
10	蓝色光标	完美世界	昆仑万维	完美世界

资料来源：iFind，万联证券研究所

2.4 前十大加/减仓股变动较多，持股数量变动为主要因素

从持股市值变动数值看，2022年Q4加仓的前十大个股分别为分众传媒、吉比特、万达电影、世纪华通、光线传媒、三七互娱、遥望科技、中国电影、博纳影业和新经典，由游戏、影视院线、出版、广告营销领域的标的组成。其中分众传媒、吉比特、万达电影、光线传媒、三七互娱和遥望科技同时还是2022年Q4基金持股市值的前十大重仓股。**综合持股数量变动、持股基金数量变动和季度行情表现情况看，**前十大加仓股持股市值的增加主要是由持股数量的增加和股价的上涨共同所致，前十大加仓股中仅遥望科技2022年Q4期间股价略有下跌，其持股市值的增加均来源于持股数量的增加。

图表9： 2022 年 Q4 前十大基金加仓股情况（按持股市值变动数值排序）

排名	代码	名称	持股市值变动（万元）	持股市值季度变动比例	持股数量变动（万股）	22Q4 股价变动	所属二级行业
1	002027.SZ	分众传媒	198,090.39	49.34%	17,023.87	21.56%	广告营销
2	603444.SH	吉比特	66,952.02	96.67%	156.71	33.40%	游戏II
3	002739.SZ	万达电影	33,457.47	164.91%	1,893.79	34.23%	影视院线
4	002602.SZ	世纪华通	26,025.41	208.28%	6,760.48	2.14%	游戏II
5	300251.SZ	光线传媒	25,423.64	26.28%	480.81	21.97%	影视院线
6	002555.SZ	三七互娱	19,173.84	11.15%	688.32	3.90%	游戏II
7	002291.SZ	遥望科技	15,241.33	18.86%	1,549.74	-6.07%	广告营销
8	600977.SH	中国电影	15,095.01	68.84%	514.07	36.96%	影视院线
9	001330.SZ	博纳影业	12,912.98	/	1,077.88	23.63%	影视院线
10	603096.SH	新经典	10,398.27	155.27%	460.34	18.62%	出版

资料来源：iFind，万联证券研究所

对比近5个季度传媒行业基金加仓情况，个股组成环比变动较大。按照持股市值变动值排序，2022年Q4前十大基金加仓股环比均无连续入榜标的。在历史5个季度的前十大加仓股榜单中，中国电影、博纳影业和新经典为首次入榜。其余7个标的在历史5个季度中多次获得行业内较多的加仓，且均为2022年Q4的前十大重仓股（按持股市值排序）。

图表10：近 5 个季度传媒行业前十大基金加仓股（按持股市值变动数值排序）

排序	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
1	分众传媒	三人行	遥望科技	凤凰传媒	分众传媒
2	三七互娱	三七互娱	吉比特	中南传媒	吉比特
3	芒果超媒	遥望科技	万达电影	恺英网络	万达电影
4	光线传媒	姚记科技	光线传媒	山东出版	世纪华通
5	蓝色光标	联创股份	利欧股份	皖新传媒	光线传媒
6	视觉中国	巨人网络	完美世界	捷成股份	三七互娱
7	完美世界	视觉中国	元隆雅图	天娱数科	遥望科技
8	万达电影	宝通科技	读者传媒	风语筑	中国电影
9	世纪华通	旗天科技	兆讯传媒	中国科传	博纳影业
10	华策影视	浙数文化	捷成股份	盛天网络	新经典

资料来源：iFind，万联证券研究所

从持股市值变动数值看，2022年Q4减仓的前十大个股分别为芒果超媒、利欧股份、中南传媒、三人行、华策影视、完美世界、天娱数科、凤凰传媒、宝通科技和中国科传，由数字媒体、广告营销、影视院线、游戏和出版领域的标的组成。其中芒果超媒、中南传媒、完美世界、凤凰传媒均为2022年Q4基金持股市值的前十大重仓股。**综合持股数量变动、持股基金数量变动和季度行情表现情况看，**前十大减仓股持股市值的减少主要是由于持股数量的减少所致，仅凤凰传媒2022年Q4的持股数量有所上升，其持股市值的减少主要是由于期间股价下跌所致。除凤凰传媒外，其余公司在2022年Q4股价均实现上涨。

图表11：2022 年 Q4 前十大基金减仓股情况（按持股市值变动数值排序）

排名	代码	名称	持股市值变动（万元）	持股市值季度变动比例	持股数量变动（万股）	22Q4 股价变动	所属二级行业
1	300413.SZ	芒果超媒	-21,071.72	-8.09%	-2,473.99	20.42%	数字媒体
2	002131.SZ	利欧股份	-17,277.36	-100.00%	-9,872.78	1.14%	广告营销
3	601098.SH	中南传媒	-15,966.16	-22.34%	-1,701.71	1.42%	出版
4	605168.SH	三人行	-10,814.64	-69.11%	-142.11	11.69%	广告营销
5	300133.SZ	华策影视	-10,464.32	-48.17%	-2,329.99	9.00%	影视院线
6	002624.SZ	完美世界	-7,504.60	-15.39%	-684.95	2.42%	游戏II
7	002354.SZ	天娱数科	-3,129.07	-100.00%	-939.66	17.42%	游戏II
8	601928.SH	凤凰传媒	-3,128.97	-3.72%	306.63	-6.60%	出版
9	300031.SZ	宝通科技	-2,506.53	-89.54%	-189.62	4.14%	游戏II
10	601858.SH	中国科传	-2,277.55	-100.00%	-319.88	51.83%	出版

资料来源：iFind，万联证券研究所

对比近5个季度传媒行业基金减仓情况，减仓股组成重复率较低。按照持股市值变动值排序，芒果超媒连续四个季度位于前十大减仓股，三人行连续三个季度位于前十大减仓股，除此两家公司之外，2022年Q4季度传媒行业基金减仓股前十大公司与上季度均不同。值得注意的是，芒果超媒在经历连续3个季度的减仓后，仍为机构重仓配置的前十大重仓股。

图表12：近 5 个季度传媒行业前十大基金减仓股（按持股市值变动数值排序）

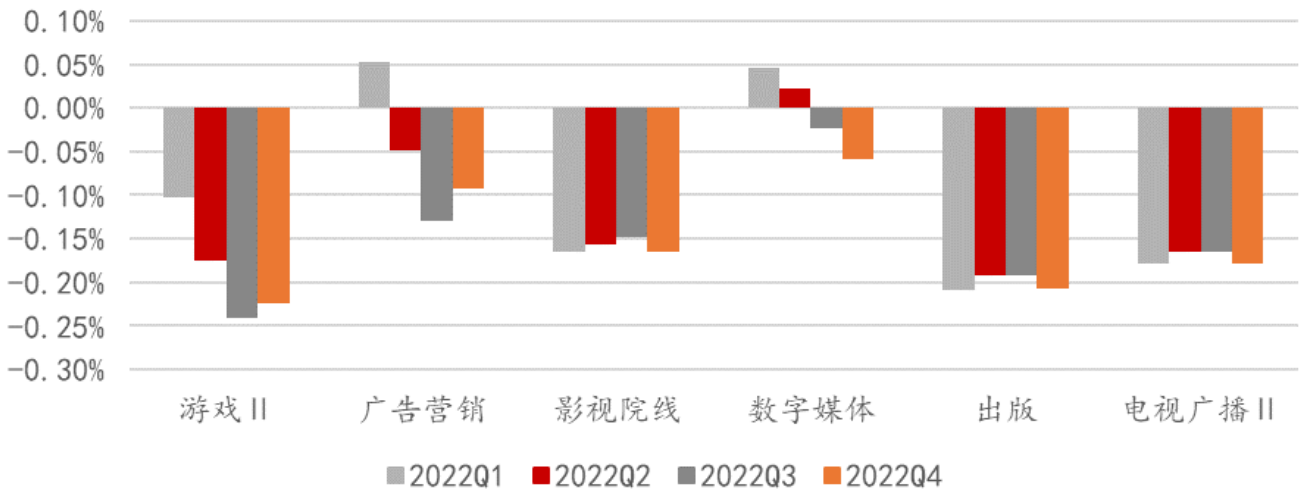
排序	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
1	吉比特	分众传媒	三七互娱	分众传媒	芒果超媒
2	联创股份	芒果超媒	分众传媒	三七互娱	中南传媒
3	利欧股份	完美世界	视觉中国	芒果超媒	三人行
4	凯撒文化	吉比特	联创股份	遥望科技	华策影视
5	巨人网络	光线传媒	蓝色光标	吉比特	完美世界
6	新经典	世纪华通	三人行	三人行	凤凰传媒
7	遥望科技	蓝色光标	世纪华通	姚记科技	宝通科技
8	中信出版	华策影视	芒果超媒	光线传媒	奥飞娱乐
9	紫天科技	万达电影	巨人网络	视觉中国	华数传媒
10	值得买	东方明珠	凤凰传媒	华策影视	华扬联众

资料来源：iFind，万联证券研究所

2.5 子板块：所有板块均低配，广告营销板块相对更受青睐

2022年Q4所有SW传媒二级子板块均为低配，游戏和广告营销的低配比例有所收窄。以全部A股为分母计算分析SW传媒各二级子行业的重仓超/低配情况，得出所有板块2022年Q4均为低配，其中游戏和广告营销板块的低配比例相较前一个季度有所收窄。

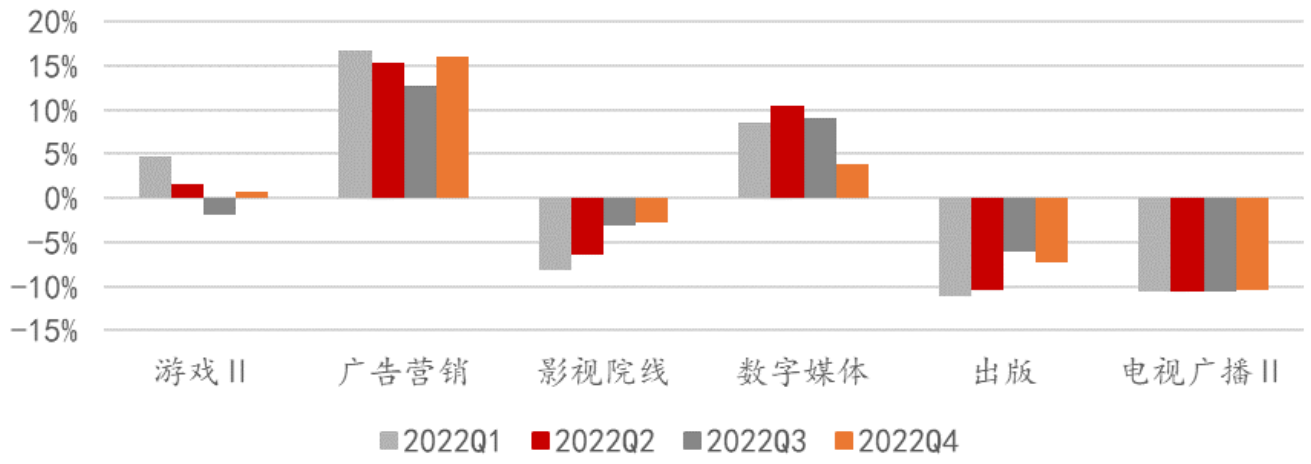
图表13：传媒各子板块 22Q1-22Q4 基金重仓超/低配情况（以 A 股为分母）



资料来源：iFind，万联证券研究所

广告营销板块较受青睐，游戏板块重回超配。以SW传媒行业为分母计算分析SW传媒各二级子行业的重仓超/低配情况，广告营销和数字媒体板块连续4个季度为超配，游戏板块在2022年Q4重回超配，而其余子板块则连续4个季度均为低配。六个传媒子板块中，广告营销板块的超配比例最高，其次是数字媒体板块，反映出广告营销板块在所有传媒子行业中更受机构青睐。

图表14：传媒各子板块 22Q1-22Q4 基金重仓超/低配情况（以传媒行业为分母）

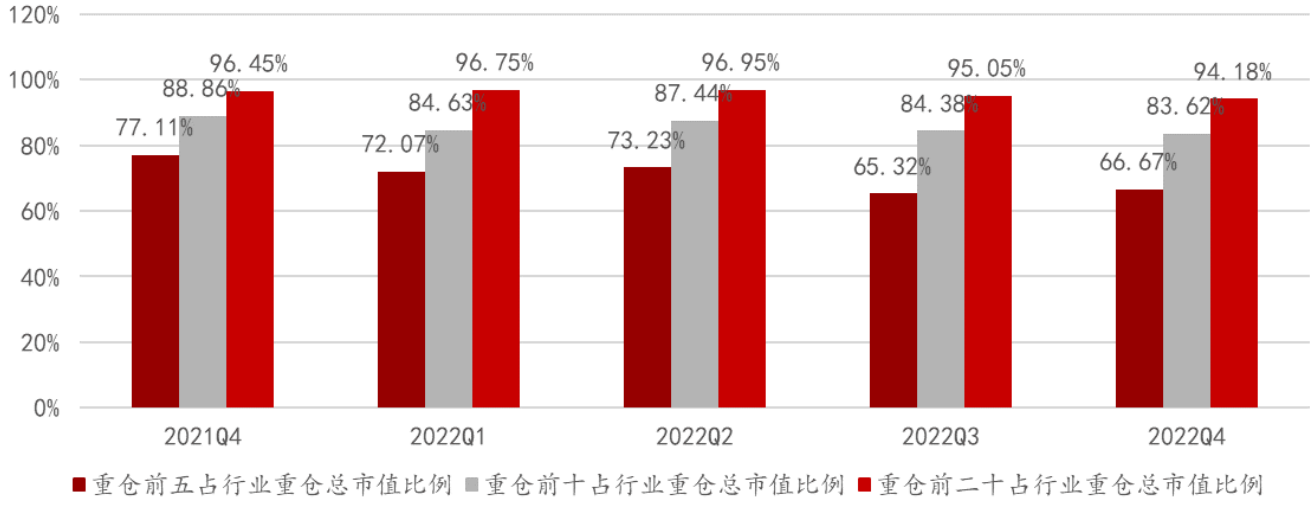


资料来源：iFind，万联证券研究所

2.6 基金重仓配置维持头部集中，抱团现象较为显著

SW传媒行业基金重仓维持头部集中趋势，抱团现象十分明显。从近5个季度传媒行业基金前5、前10、前20大重仓股的市值占比可以看出，SW传媒行业整体的重仓配置集中度很高，机构对头部企业更为青睐。2022年Q4 SW传媒行业基金前5、前10、前20大重仓股的市值占整体SW传媒行业基金重仓市值的比例分别为66.67%、83.62%和94.18%，较22年Q3环比分别变化1.35/-0.76/-0.87pct，较21年Q4同比分别减少10.44/5.24/2.27pct，抱团现象同比略有缓解。但SW传媒行业连续五个季度的前10大重仓股市值占比超过80%，前20大重仓股市值占比接近95%，反映出SW传媒行业较为显著的抱团现象。

图表15：近5个季度传媒行业基金重仓前5、10、20大重仓股市值占比情况（按持股市值排序）



资料来源：iFind，万联证券研究所

3 投资建议

从2022年Q4 SW传媒行业的基金重仓配置及估值水平看，传媒行业的机构配置和估值均处于历史较低水平，有较大的提升空间。随着消费娱乐需求的复苏，影视院线板块的标的重新受到关注，广告营销、游戏和数字媒体领域的头部公司仍将是机构关注的

核心。**建议关注版号储备丰富、流水表现良好的游戏出品企业，梯媒及数字媒体平台领域的优质标的，以及院线、优质电影储备较多的发行方或出品方相关企业。**

4 风险提示

监管政策趋严；新游、优质剧集、综艺或电影延期风险；产品口碑不及预期；商誉减值风险。

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。

免责条款

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