

高分红加持 关注未来需求回升

——银行行业投资策略报告

强于大市 (维持)

2024年04月17日

投资要点:

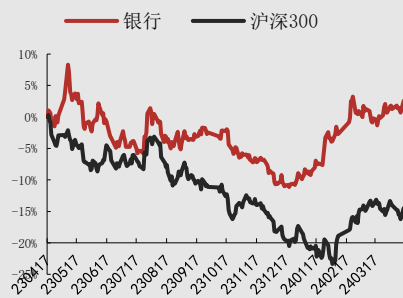
行业经营继续承压: 从已经披露 2023 年完整年度业绩报告的 21 家银行整体数据看, 行业整体经营继续承压, 2024 年全年营收增速放缓至-0.89%, 环比三季度下滑 0.04 个百分点。归母净利润增速 1.6%, 环比三季度下降 1 个百分点。2023 年, 银行业收入端的正向贡献主要是较高的规模扩张和低基数下投资收益的增长, 而净息差和中收仍在走弱。2023 年归母净利润实现正增长的原因: 第一, 收入端较高的规模增速和其他非息收入的增长; 第二, 成本端, 资产减值损失的下降, 信用成本的节约, 以及免税和低税负资产投资带来了所得税率的下降。

广谱利率整体保持下行, 汇率约束仍存: 2024 年初美联储降息预期持续发酵, 十年期美债利率最低下探至 3.79%。当前美国联邦基金利率目标区间为 5.25%-5.5%, 我们预计美联储政策走向的变化, 更多受宏观经济增长以及潜在金融风险影响, 对通胀的容忍度或将有所抬升。未来在美国经济不明显走弱的情况下, 长端利率进一步下行的空间较为有限。从这一环节看, 未来国内政策利率调整的空间或较为有限。未来仍需重点关注稳增长政策的落地情况, 短期看社会融资需求或难以明显回暖, 实体融资利率仍保持下行趋势。

资产质量的变动趋势影响利润增长的韧性: 2023 年归母净利润的增长更多来自于拨备计提力度的下行。2023 年信用成本率均值降至 0.74%, 较 2022 年下降 17 个 BP。当前的拨备覆盖率 283.31%, 较 2022 年下降 2.1 个百分点。从不良新生成的角度看, 2023 年较 2022 年环比有所下降, 核销力度也较 2022 年有所下降。不过, 从关注类贷款占比以及逾期率数据看, 银行的资产质量仍有可能出现边际走弱, 或影响信用成本率的下降幅度, 使得利润增速相应放缓。而从整体拨备覆盖率的角度看, 利润增速放缓的可能性并不大。后续仍需观察资产质量的变动情况。

投资策略: 2023 年末以来, 宏观环境以及企业盈利预测持续调整的过程中, 高股息策略受到了市场的持续关注, 其中长端利率的下行是推动高股息资产价格表现的重要因素。银行股较高的股息率以及极低的估值成为资金的优选, 叠加市场防御需求上升, 助推了整个银行板块的市场表现。往后看, 高股息策略中, 分母端的支持因素或已较多反应, 而分子端的稳定性成为高股息选股的重点逻辑。长周期角度看, 银行业整体的利润增长或已经进入底部区间, 盈利的稳定性将逐步体现。另外, 从分红的角度看, 分红率的提升, 有利于银行股估值的提升。不过, 由于银行本身商业模式的限制, 净利润除了分红外, 留存收益部分作为重要的资

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

二季度关注政府债发行情况

一季度新发产品数量和规模均同比正增长

经营承压 关注未来需求回升

分析师: 郭懿

执业证书编号: S0270518040001

电话: 01056508506

邮箱: guoyi@wlzq.com.cn

本内源补充，满足监管对资本充足的要求，推动未来业务和规模的扩张。综合考虑银行股当前的股息率以及估值水平。我们认为短期板块防御属性仍然较为明显。后续经济逐步回暖以及信用风险的改善，或带来新一轮的行情催化。

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等。

正文目录

1 2023 年业绩回顾	5
1.1 2023 年营收增速进一步放缓，归母净利润小幅正增长	5
1.2 较高的规模扩张是收入端主要的贡献因素	5
2 广谱利率整体保持下行 汇率约束仍存	8
3 2024 年全年业绩展望	10
3.1 2024 年规模增速或有放缓	11
3.2 2024 年净息差仍有下行压力	11
3.3 2024 年手续费净收入或继续承压	13
3.4 2024 年资产质量走势决定拨备计提力度	14
3.5 2024 年关注对公房地产及零售资产风险	14
4 投资策略	15
4.1 低估值高股息个股表现较好	15
4.2 短期板块防御属性仍然较为明显	16
5 风险提示	17
图表 1: 营收增速 (单位: %)	5
图表 2: 生息资产增速 (单位: %)	5
图表 3: 贷款总额增速 (单位: %)	5
图表 4: 净息差变动趋势 (单位: %)	6
图表 5: 手续费净收入增速 (单位: %)	6
图表 6: 国有大行新增贷款和存款贡献度 (单位: %)	6
图表 7: 资产减值损失下降 (单位: %)	7
图表 8: 所得税率的下行 (单位: %)	7
图表 9: 国有大行盈利增速影响因素拆分 (单位: %)	7
图表 10: 股份行盈利增速影响因素拆分 (单位: %)	7
图表 11: 农商行盈利增速影响因素拆分 (单位: %)	8
图表 12: 广谱利率下行幅度 (单位: %)	8
图表 13: 中美 10 年期国债利差 (单位: %)	9
图表 14: 中美实际利率对比 (单位: %)	9
图表 15: 新增人民币贷款规模及存量增速 (单位: 亿元, %)	9
图表 16: M1 和 M2 同比增速 (单位: %)	10
图表 17: 社融单月新增规模和存量增速 (单位: 亿元, %)	10
图表 18: 新增对公贷款占新增贷款的比例 (单位: %)	11
图表 19: LPR 报价利率 (单位: %)	12
图表 20: 新发放贷款利率 (单位: %)	12
图表 21: 定期存款占比 (单位: %)	12
图表 22: A 银行手续费收入结构 (单位: %)	13
图表 23: 各项手续费收入增速变动 (单位: %)	13
图表 24: 新发产品的规模 (单位: 亿元)	13
图表 25: 新发各期限产品初始募集规模占比 (单位: %)	13
图表 26: 信用成本率 (单位: %)	14
图表 27: 拨备覆盖率 (单位: %)	14
图表 28: 不良率 (单位: %)	15

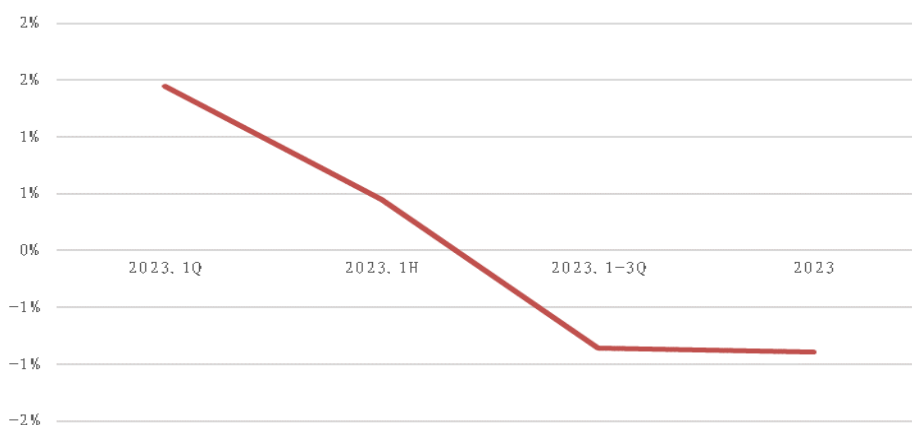
图表 29: 关注类贷款占比 (单位: %)	15
图表 30: 逾期率 (单位: %)	15
图表 31: 板块 PB 估值 (单位: 倍)	16
图表 32: 涨幅超过 15% 的个股 (单位: %)	16
图表 33: 股息率 (单位: %)	17

1 2023 年业绩回顾

1.1 2023 年营收增速进一步放缓，归母净利润小幅正增长

从已经披露2023年完整年度业绩报告的21家¹银行整体数据看，行业整体经营继续承压，2023年全年营收增速放缓至-0.89%，环比三季度下滑0.04个百分点。归母净利润增速1.6%，环比三季度下降1个百分点。

图表1: 营收增速 (单位: %)

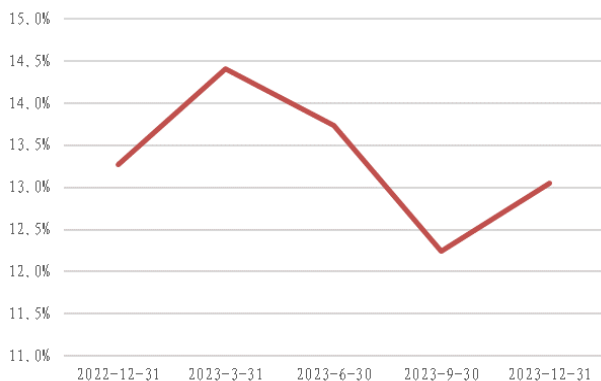


资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

1.2 较高的规模扩张是收入端主要的贡献因素

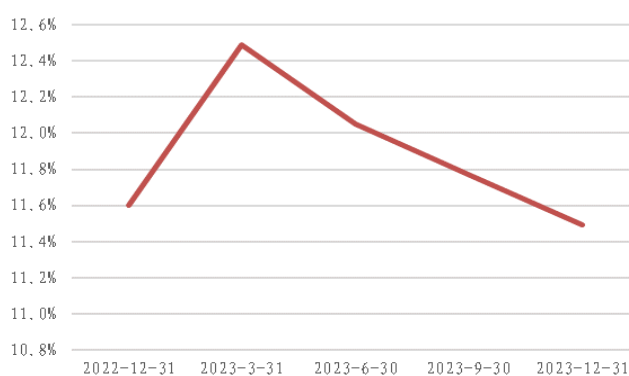
2023年, 银行业收入端的正向贡献主要是较高的规模扩张和低基数下投资收益的增长, 而净息差和中收仍在走弱。2023年, 21家上市银行的生息资产增速为11.9%, 环比三季度回升0.7个百分点。贷款总额增速为11.5%, 环比三季度下降0.3个百分点, 贷款总额占生息资产的比重为58.6%, 环比三季度下降0.6个百分点。平均净息差降至1.62%, 环比三季度下降0.04个百分点, 较2022年末下降0.25个百分点。中间业务收入增速降至-6%, 环比三季度下降1.61个百分点。

图表2: 生息资产增速 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

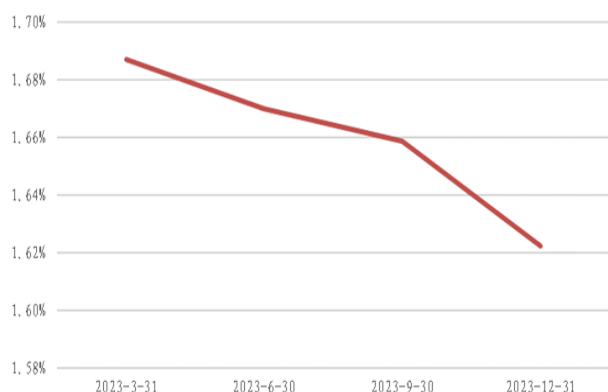
图表3: 贷款总额增速 (单位: %)



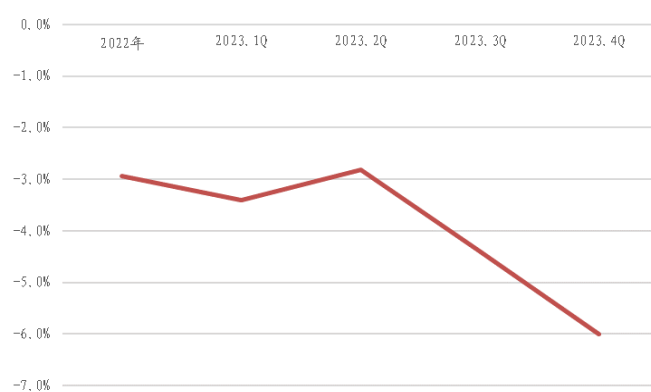
资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

¹ 21家银行包括6家国有大行, 7家股份行, 3家城商行, 5家农商行

图表4: 净息差变动趋势 (单位: %)



图表5: 手续费净收入增速 (单位: %)

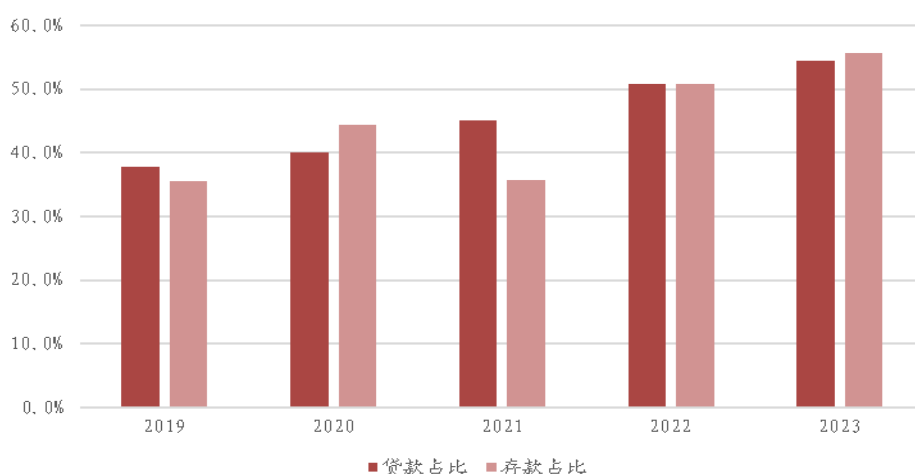


资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

规模增长的另一个特点是, 无论是贷款还是存款, 国有大行的贡献持续提升, 截至2023年末, 国有大行的新增贷款贡献度和新增存款贡献度分别为54.4%和55.7%, 分别较2019年提升了16.6和20.2个百分点。

图表6: 国有大行新增贷款和存款贡献度 (单位: %)



资料来源: 央行, 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

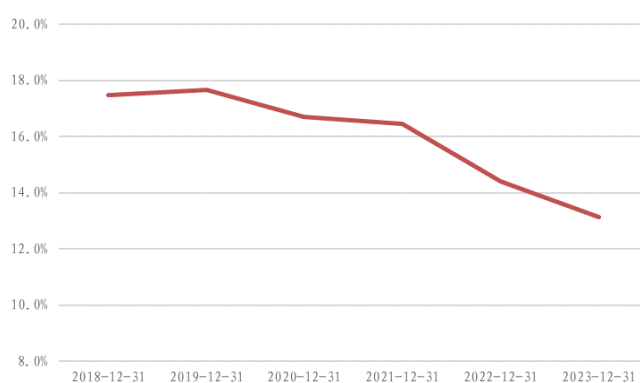
21家上市银行, 2023年归母净利润实现正增长的原因: 第一, 收入端较高的规模增速和其他非息收入的增长; 第二, 成本端, 资产减值损失的下降, 信用成本的节约, 以及免税和低税负资产投资带来了所得税率的下降。

图表7: 资产减值损失下降 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

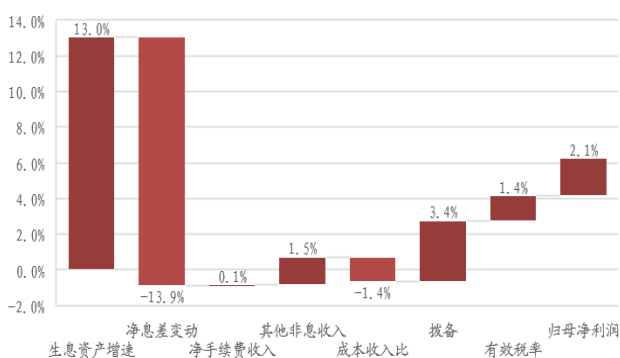
图表8: 所得税率的下行 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

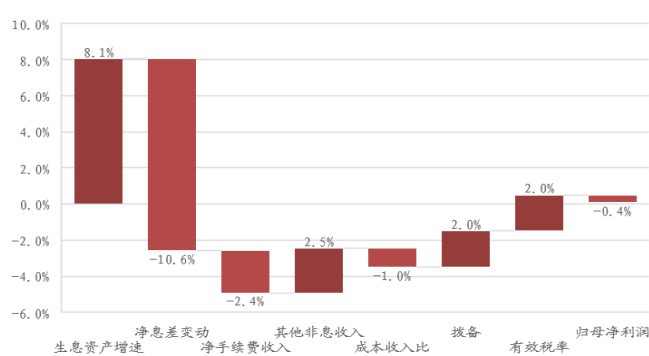
从拉动业绩增长各因素分析, 各子板块之间存在一定差异。生息资产规模扩张对国有大行业绩的正向贡献最高; 有效税率的降低对股份行的正贡献最高; 其他非息收入增长和减值损失计提力度下行对农商行业绩增长的贡献最大。

图表9: 国有大行盈利增速影响因素拆分 (单位: %)



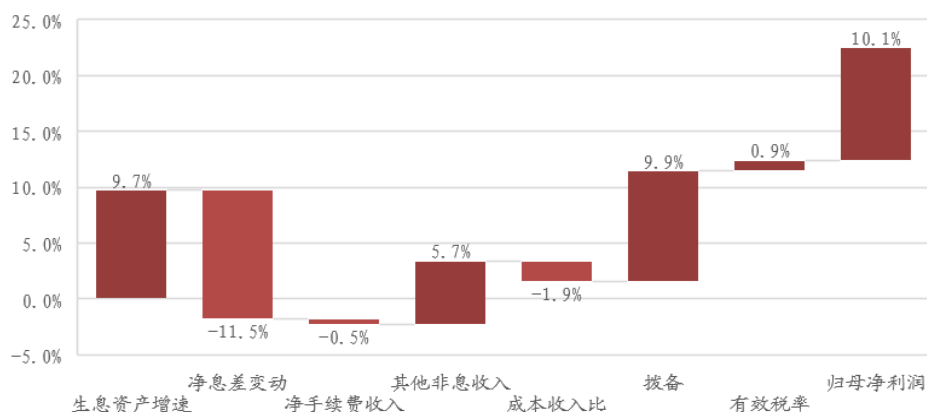
资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

图表10: 股份行盈利增速影响因素拆分 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

图表11: 农商行盈利增速影响因素拆分 (单位: %)

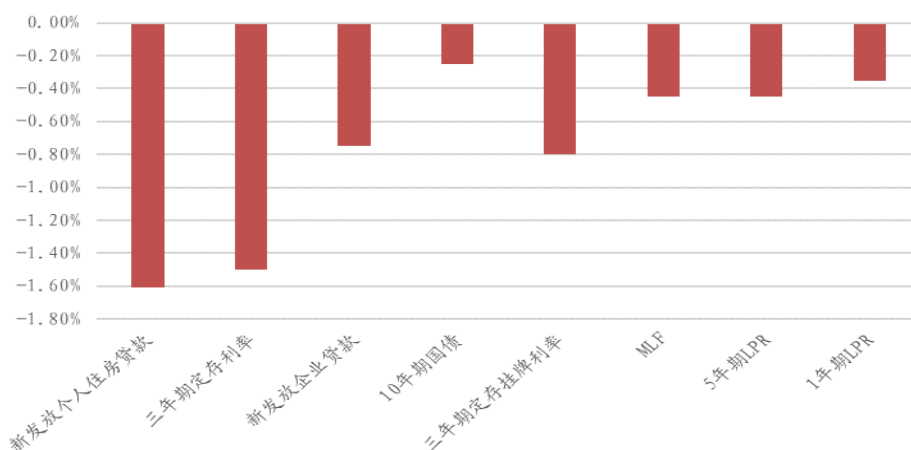


资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

2 广谱利率整体保持下行 汇率约束仍存

2022年初以来, 国内广谱利率普遍下行。主要体现为, 长端利率下行幅度大于短端, 市场利率下行幅度高于政策利率。另外, 受内外利率价差对汇率的影响, 国内政策利率可操作的空间也相对较低, 我们预计这种约束或要到美联储明确实施降息之后才会逐步解除。

图表12: 广谱利率下行幅度 (单位: %)

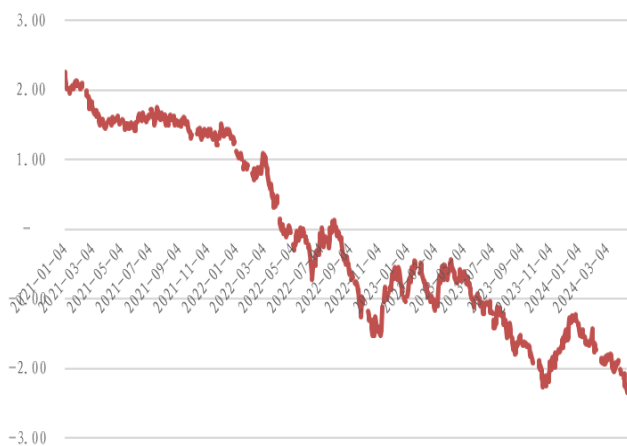


资料来源: 央行, 万得资讯, 万联证券研究所

注: 时间周期为2022年-2023年末; 3年期定存利率下行幅度按照是行业整体预估值

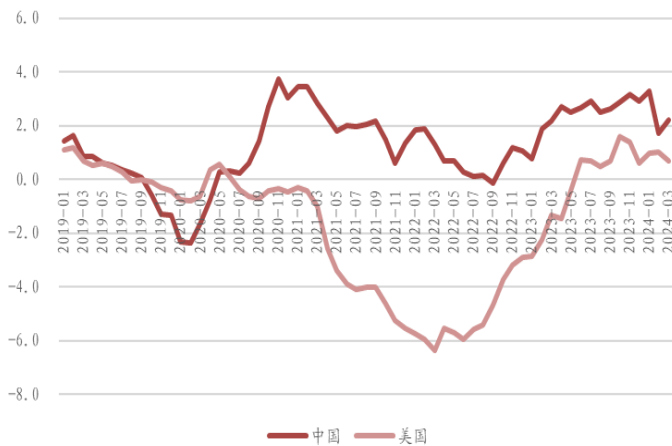
年初美联储降息预期持续发酵, 十年期美债利率最低下探至3.79%。当前美国联邦基金利率目标区间为5.25%-5.5%, 我们预计美联储政策走向的变化, 更多受宏观经济增长以及潜在金融风险影响, 对通胀的容忍度或将有所抬升。未来在美国经济不明显走弱的情况下, 长端利率进一步下行的空间较为有限。从这一环节看, 未来国内政策利率调整的空间或较为有限。

图表13: 中美 10 年期国债利差 (单位: %)



资料来源: 中债估值中心, 美国财政部, 万得资讯, 万联证券研究所

图表14: 中美实际利率对比 (单位: %)

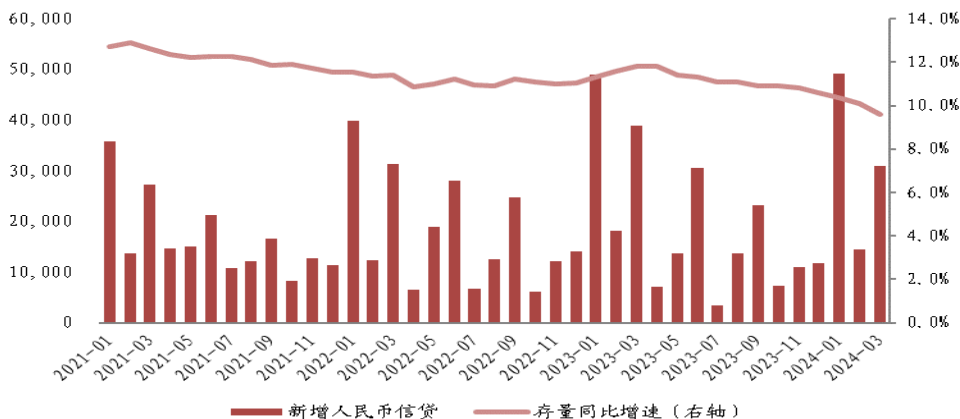


资料来源: 中债估值中心, 美国财政部, 万得资讯, 万联证券研究所

另外, 虽然国内名义利率低于美元利率, 但是实际利率则高于美国。2023年10月以来因CPI快速回落, 美国实际利率明显回升。2022年以来, 中美经济周期和货币周期出现了明显的错位。美联储连续快速加息, 带动国债收益率持续走高。而国内通过降低实体经济利率水平, 助力宏观经济回暖。不过受内外价差导致的汇率波动因素的影响, 对国内的货币政策形成了制约。

3月, 新增人民币贷款3.09万亿元, 同比少增8000亿元。一季度合计增量为9.46万亿元, 同比少增1.14万亿元。金融机构人民币贷款余额 247.05万亿元, 同比增长9.6%, 增速环比下行0.5%。2月和3月新增贷款略有波动, 与2023年末以来盘活存量和均衡投放的政策基调保持一致。居民端, 3月增加9406亿元, 其中, 短期贷款增加4908亿元; 中长期贷款增加4516亿元。如果结合1-2月份数据看, 一季度合计新增1.33万亿元, 较2023年同期少增3800亿元, 其中中长期贷款增加9750亿元, 同比多增308亿元。结合地产销售数据看, 居民中长期贷款新增明显强于地产销售, 预计或与提前还贷下降有关。

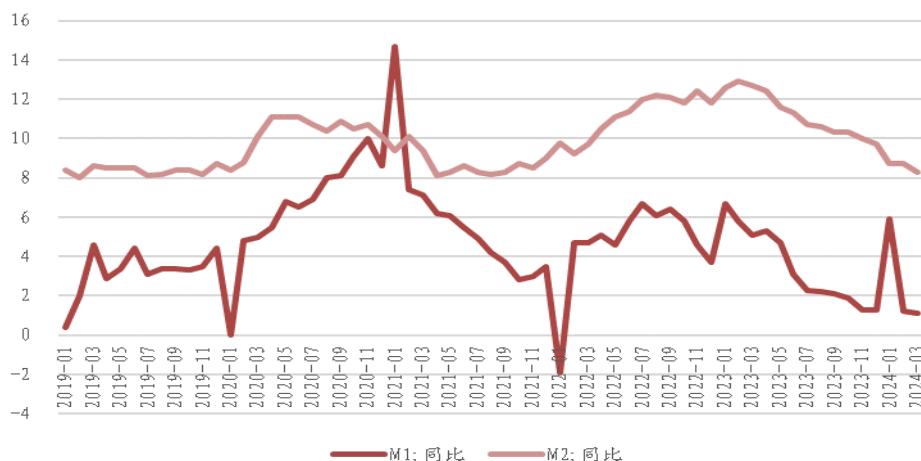
图表15: 新增人民币贷款规模及存量增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: 央行, 万得资讯, 万联证券研究所

3月,M2同比增长8.3%,增速环比下行0.4%;M1同比增长1.1%,增速环比下降0.1%。M2增速下行主要是受到信贷增速下行的影响,二季度预计负面影响或持续,不过降幅或有收窄。M1基本保持平稳,结合财政存款数据,预计财政投放加速起到了一定的支撑作用。

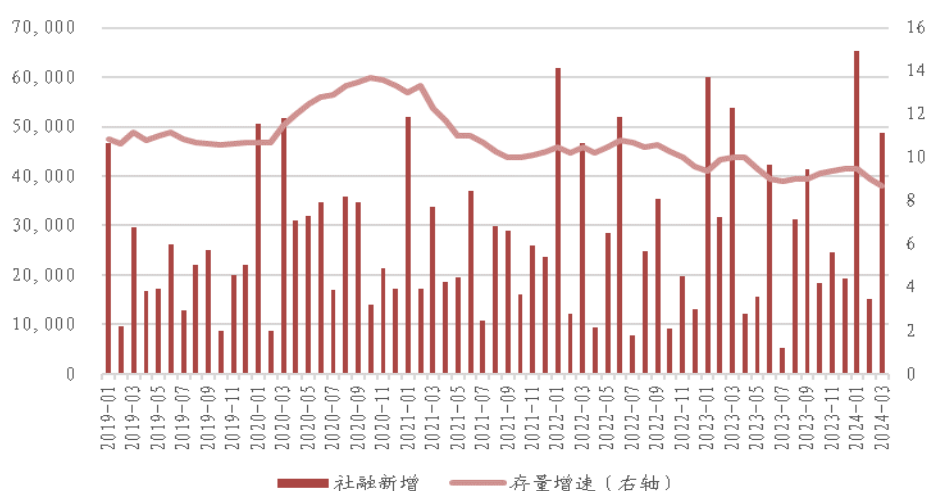
图表16: M1 和 M2 同比增速 (单位: %)



资料来源: 央行, 万得资讯, 万联证券研究所

2024.1Q社融以及信贷数据,在盘活存量和均衡投放的新模式下,单月的融资数据略有波动符合预期。未来仍需重点关注稳增长政策的落地情况,短期看社会融资需求或难以明显回暖,实体融资利率仍保持下行趋势。

图表17: 社融单月新增规模和存量增速 (单位: 亿元, %)



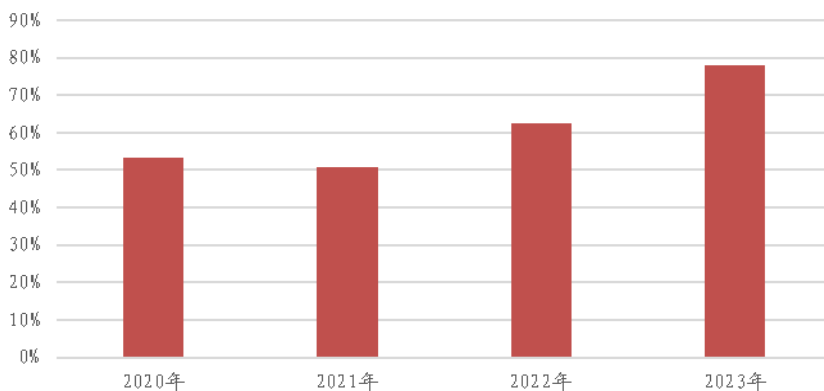
资料来源: 央行, 万得资讯, 万联证券研究所

3 2024 年全年业绩展望

3.1 2024 年规模增速或有放缓

规模扩张方面，2023年对公贷款提供了主要增量。其中，对公贷款新增量占总贷款新增的比重达到了78%。结构上看，制造业贷款、基建类贷款以及租赁和商务服务业贷款是主要增量方向。零售贷款方面，主要是房地产需求疲软以及按揭提前还款等因素的影响，按揭贷款负增长，而普惠金融领域的消费贷和经营贷是零售新增信贷的主要增量。

图表18: 新增对公贷款占新增贷款的比例(单位: %)



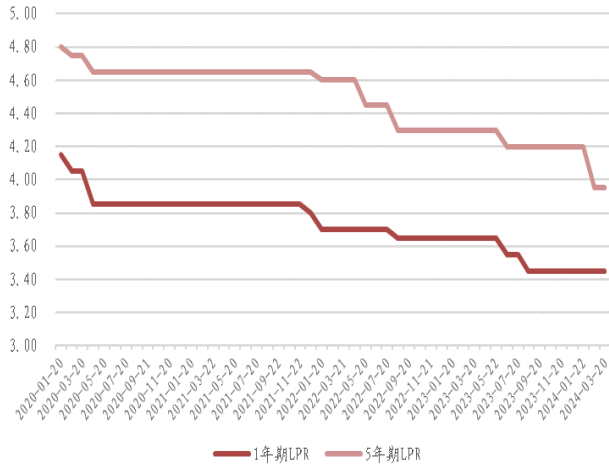
资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

展望2024年, 对公新增信贷受城投信贷需求的影响, 增速将有所放缓。零售端, 仍要观察宏观经济总需求企稳以及房地产市场的回暖, 发力重点仍是在普惠金融领域。

3.2 2024 年净息差仍有下行压力

净息差方面, 由于2023年净息差下行的主要驱动因素是资产端收益率的下行。资产端下行的主要拖累因素包括, 第一是LPR报价利率下调后带来的贷款重定价, 第二是市场有效需求不足推动了新发行利率的持续下调, 第三是存量按揭贷款利率的下行。负债端的表现略有分化, 国有大行的付息负债成本是同比上升的, 其他板块是走平或者同比下降, 特别是农商行板块付息负债成本下降的幅度要明显大于其他板块。

图表19: LPR 报价利率 (单位: %)



资料来源: 央行, 万得资讯, 万联证券研究所

图表20: 新发放贷款利率 (单位: %)



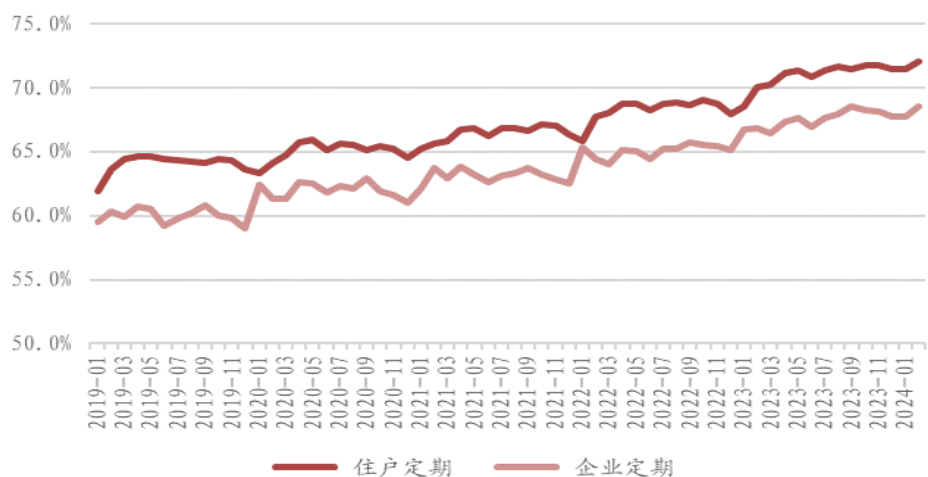
资料来源: 央行, 万得资讯, 万联证券研究所

展望2024年, 全年净息差仍有下行压力, 不过同比降幅或呈现逐季收窄的趋势。资产端, 两个重要的影响因素: 第一是2023年LPR的下调带来的重定价影响, 会在2024年一季度集中体现; 而2024年2月5年期LPR下调了25BP, 虽然重定价会在2025年体现, 但是会影响2024年新发放贷款的定价利率。第二是地方政府的化债问题在持续推进, 定价的下调也会负面的影响。后续贷款定价是否企稳需跟踪需求端的回升情况。

而负债端, 短期看, 经济相对疲弱, 存款定期化趋势仍未明显逆转。不过, 2023年三次下调存款挂牌利率, 以及各家银行表示存款结构, 对负债端成本的控制还有偏向正面的。本轮存款利率调降实际是起始于2022年9月, 截至目前调整了4次。当前1年期和3年期定存挂牌利率分别为1.45%和1.95%, 分别较本轮降息周期前下降了30BP和80BP。我们预计2024年存款挂牌利率或仍有2次左右的调整空间。

此外, 后续如果需求回暖, 企业盈利改善, 存款的定期化趋势或有望逆转。综合资产和负债两端的预期, 预计2024年一季度是净息差下行压力较大。

图表21: 定期存款占比 (单位: %)

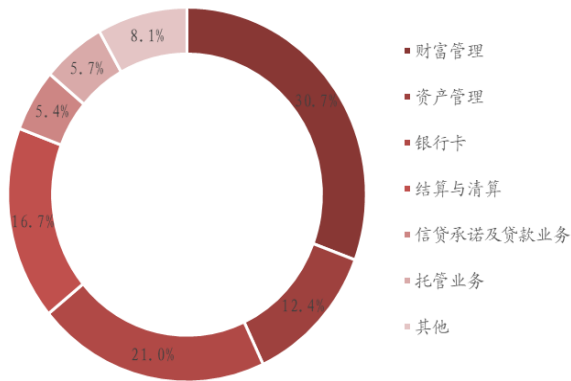


资料来源: 央行, 万得资讯, 万联证券研究所

3.3 2024 年手续费净收入或继续承压

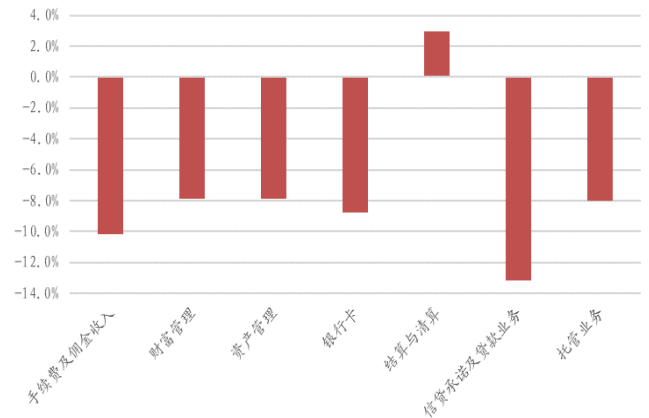
手续费净收入方面,2023年负增长的主要因素包括:第一,受到了资本市场走软,风险偏好下行带来的财富管理和资产管理相关业务手续费负增长;第二,银保渠道降费带来的保险代销收入增速下滑;第三,减费让利影响下,银行卡手续费收入的增长放缓。展望2024年,上述三个因素的影响仍在,预计手续费净收入增长仍然承压。另外,存款利率的潜在下行预期,或有助于理财市场规模的进一步修复。

图表22: A 银行手续费收入结构 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

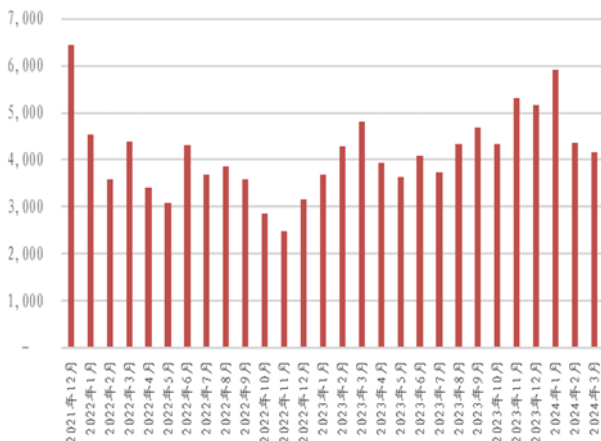
图表23: 各项手续费收入增速变动 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

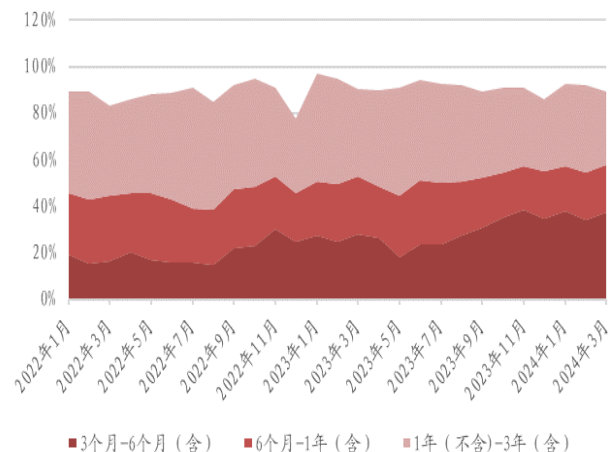
2024.1Q新发行产品的数量和新发初始募集规模均实现同比正增长。3月新发初始募集规模略有下降,结合一季度整体数据看,整体仍保持稳中向好态势。6-12个月和1-3年期仍是发行市场的主力产品,新发固定收益类产品规模占比保持高位,或反映市场风险偏好仍较低。考虑到存款挂牌利率潜在的下调预期,或有助于理财市场规模的进一步修复。后续仍需观察新发1-3年期产品规模是否企稳,新发行混合类产品的募集规模的变动趋势。

图表24: 新发产品的规模 (单位: 亿元)



资料来源: 普益标准, 万联证券研究所

图表25: 新发各期限产品初始募集规模占比 (单位: %)

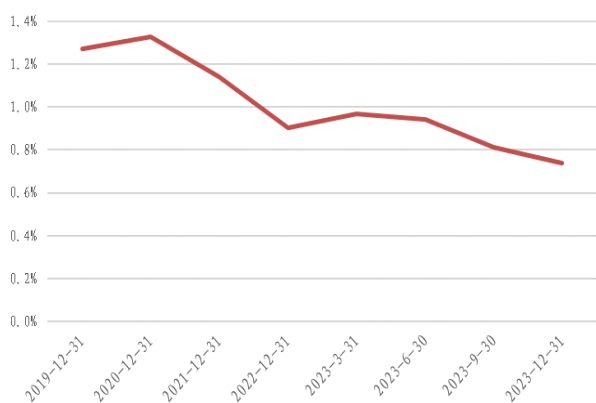


资料来源: 普益标准, 万联证券研究所

3.4 2024 年资产质量走势决定拨备计提力度

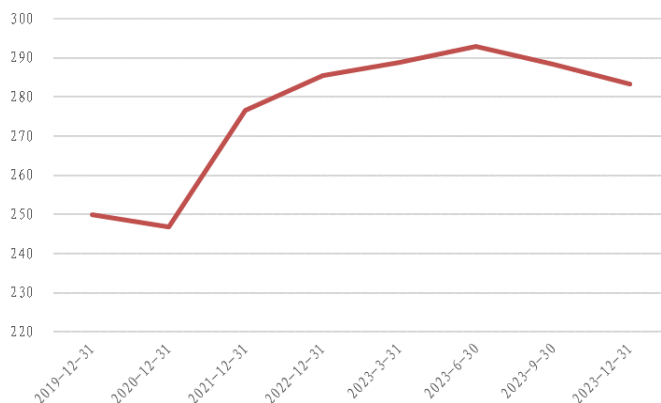
2023年归母净利润的增长更多来自于拨备计提力度的下行和有效税率的下降。2023年信用成本率均值降至0.74%，较2022年下降17个BP。当前的拨备覆盖率283.31%，较2022年下降2.1个百分点。而从整体拨备覆盖率的角度看，利润增速放缓的可能性并不大。后续仍需观察资产质量的变动情况。有效税率方面，主要是投资政府债等免税或者低税负资产，带来的所得税减少。银行的资产质量仍有可能出现边际走弱，或影响信用成本率的下降幅度，使得利润增速相应放缓。

图表26: 信用成本率 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

图表27: 拨备覆盖率 (单位: %)

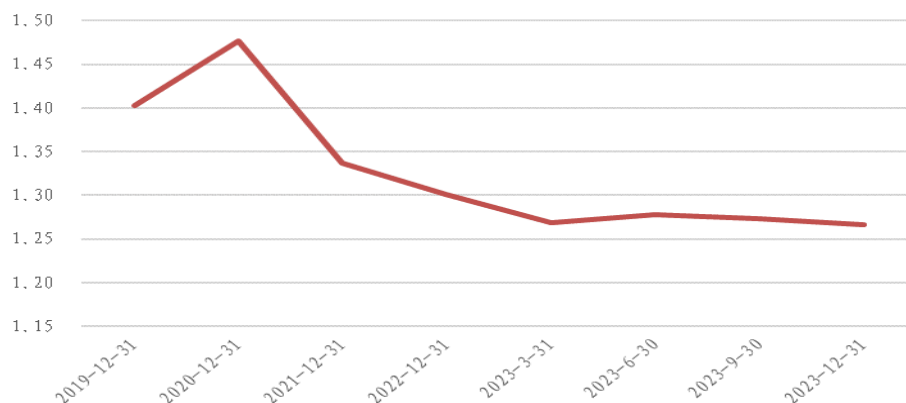


资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

3.5 2024 年关注对公房地产及零售资产风险

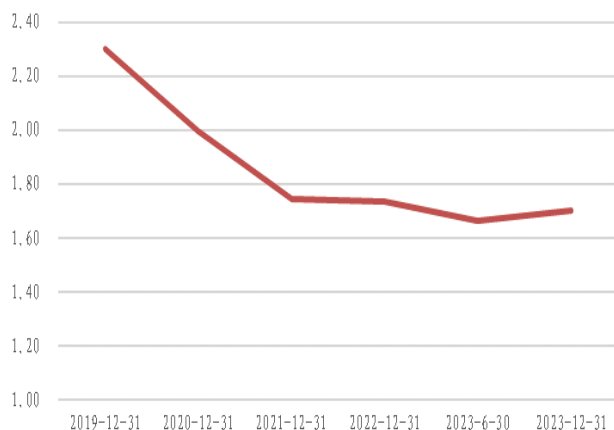
2023年末, 21家银行的不良率为1.27%, 环比持平于2023年三季度, 较2022年末下降3BP。总体保持稳健态势。从不良新生成的角度看, 2023年较2022年环比有所下降, 核销力度也较2022年有所下降。不过, 从关注类贷款占比数据看, 关注率均值为1.7%, 较2023年中期上升4BP, 较2022年末下降3BP; 逾期贷款的占比1.25%, 较2023年中期上升4BP, 与2022年末持平。从关注率和逾期率数据看, 银行的资产质量仍有可能出现边际走弱。从对公和零售贷款的不良率数据看, 对公贷款的不良率环比下降的, 其中房地产相关贷款的不良率仍在上升, 而零售贷款的不良率是上升的, 主要是信用卡, 经营贷和消费贷。展望2024年, 房地产、经营贷、信用卡等相关资产的风险仍需重点关注。

图表28: 不良率 (单位: %)



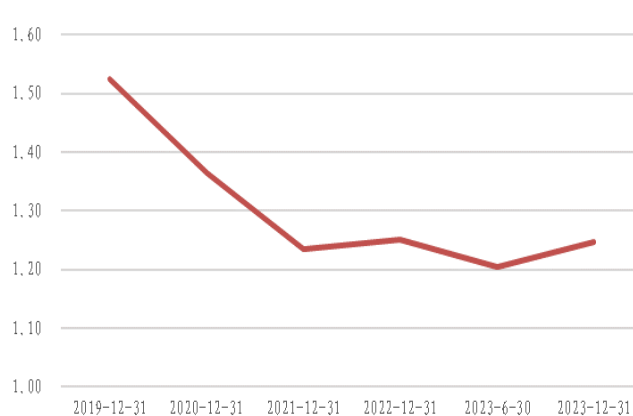
资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

图表29: 关注类贷款占比 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

图表30: 逾期率 (单位: %)



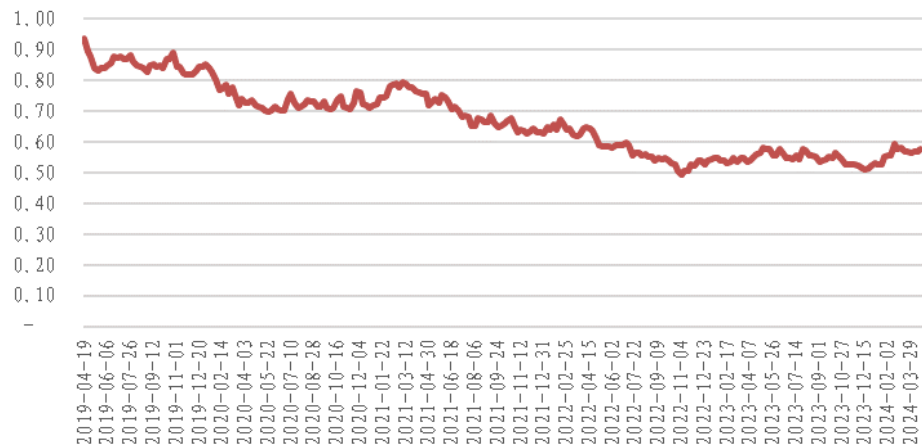
资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

4 投资策略

4.1 低估值高股息个股表现较好

2024年1月2日-2024年4月15日, 银行指数(中信)整体上涨12.8%, 跑赢沪深300指数9.4个百分点。当前银行指数对应的PB为0.58倍, 处于历史低位。

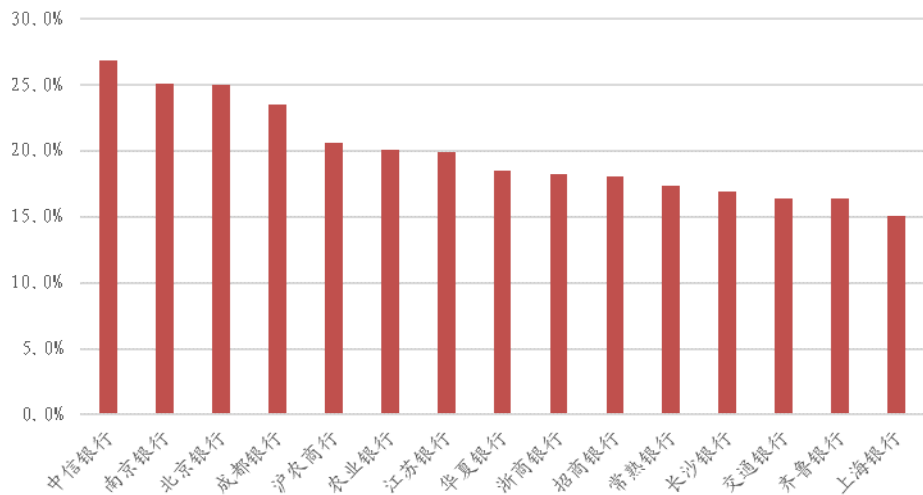
图表31: 板块 PB 估值 (单位: 倍)



资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

个股方面, 2024年1月2日-2024年4月15日, 有38只个股实现正收益, 有20只个股跑赢银行指数; 有15只个股涨幅超过15%, 分别为中信银行、南京银行、北京银行、成都银行、沪农商行、农业银行、江苏银行、华夏银行、浙商银行、招商银行、常熟银行、长沙银行、交通银行、齐鲁银行和上海银行。

图表32: 涨幅超过 15% 的个股 (单位: %)



资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

4.2 短期板块防御属性仍然较为明显

2023年末以来, 宏观环境以及企业盈利预测持续调整的过程中, 高股息策略受到了市场的持续关注, 其中长端利率的下行是推动高股息资产价格表现的重要因素。银行股较高的股息率以及极低的估值成为资金的优选, 叠加市场防御需求上升, 助推了整个银行板块的市场表现。

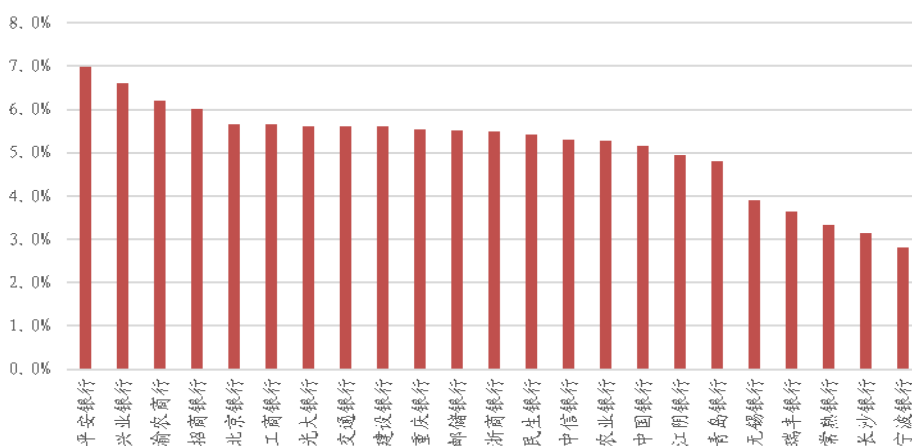
往后看, 高股息策略中, 分母端的支持因素或已较多反应, 而分子端的稳定性成

为高股息选股的重点逻辑。关于盈利的稳定性问题，短期看当前银行利润增速或受资产质量的边际走弱的影响有所下行，短期的波动可能仍然存在。但是长周期角度看，银行业整体的利润增长或已经进入底部区间，盈利的稳定性将逐步体现。

另外，从分红的角度看，分红率的提升，有利于银行股估值的提升。不过，由于银行本身商业模式的限制，净利润除了分红外，留存收益部分作为重要的资本内源补充，满足监管对资本充足的要求，推动未来业务和规模的扩张。

综合考虑银行股当前的股息率以及估值水平。我们认为短期板块防御属性仍然较为明显。后续经济逐步回暖以及信用风险的改善，或带来新一轮的行情催化。

图表33: 股息率 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 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等。

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