

波动向上 强者恒强

——银行行业 2020 年中期投资策略报告

行业核心观点：

2020 年银行板块整体净息差收窄，叠加疫情蔓延经济下滑引发的资产质量恶化预期升温，导致板块持续调整，板块估值处于过去 5 年最低水平。不过，随着国内外经济活动的逐步恢复，以及对新冠疫情产生的影响进一步认识，有助于投资人对银行资产质量悲观预期的修复。当前板块估值已经低位，或已经充分反应了资产质量的压力，板块整体的估值修复仍很难出现。而部分风控良好的个股，穿越了过去 10 年经济增长的波动，仍能保持较高增长的公司，预计在本轮周期中仍将表现相对强劲。

投资要点：

- **净息差收窄 8BPs：**考虑到金融支持实体经济，降低融资成本的大环境，MLF 仍有下调的可能。不过由于资产端的下行幅度会明显大于负债端，因此整体息差将进一步收窄，净息差收窄幅度在 8BPS 左右，不同银行之间会有明显分化。其中，国有大行，受政策影响新增低定价贷款占比更高，息差的压力或高于中小银行。而中小银行中，主动负债占比较高的银行，受益于同业业务收益的提升，息差下行压力相对低。
- **问题贷款余额有一定增长，不良率或小幅上行：**一季度上市银行的资产质量基本表现平稳，主要是由于不良确认存在滞后效应。虽然国内经济活动已经逐步恢复，而且国外的疫情也有好转，但是我们预计二三季度资产质量还是会有一定的波动。另外，鉴于宽信用和宽货币的大环境，问题贷款余额有一定增长，不良率或小幅上行，上升的幅度可能低于市场预期。
- **投资策略：**当前部分个股的估值已经达到 0.5-0.6 倍 PB，如果考虑表内的拨备余额以及 2020 年的预期净利润，当前低估值个股隐含的平均不良率已经接近 11.3%，对比当前银行板块表内的问题资产占比仅在 3.8%。板块股息率在 4%-5%，部分个股股息率接近 6%，对比未来低利率环境，具有较大吸引力。综合考虑短中长期的影响因素，推荐经营稳健的国有大行，工商银行、建设银行、招商银行、宁波银行，以及基本面有改善且估值较低的光大银行。
- **风险提示：**疫情持续导致资产质量大幅恶化；贷款利率大幅下行。整体经济形势的变化会影响行业的整体表现。如果整体经济持续走弱，企业营收明显恶化，银行板块将出现业绩波动。

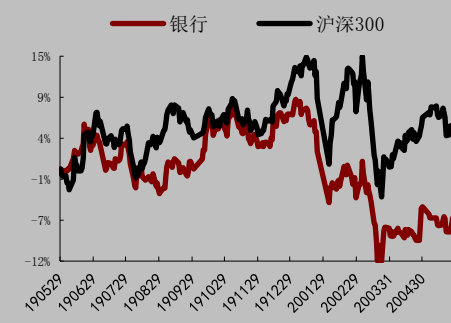
同步大市（维持）

日期：2020 年 06 月 08 日

盈利预测和投资评级

股票简称	19A	20E	21PE	评级
工商银行	6.93	7.56	8.24	增持
招商银行	23.05	25.63	28.64	增持
宁波银行	15.19	17.14	19.83	增持
兴业银行	23.37	26.16	29.20	增持
光大银行	6.10	6.72	7.34	增持

银行行业相对沪深 300 指数表



数据来源：WIND, 万联证券研究所

数据截止日期：2020 年 05 月 29 日

相关研究

万联证券研究所 20200525_银行业动态跟踪

_AAA_坚持金融支持实体经济

万联证券研究所 20200525_银行业周观点_AAA_

托底政策 流动性保持宽松

万联证券研究所 20200518_银行业周观点_AAA_

量与价的再平衡

分析师：郭懿

执业证书编号：S0270518040001

电话：01056508506

邮箱：guoyi@wlzq.com.cn

目录

1、本文的逻辑.....	3
2、下半年净息差进一步收窄.....	4
2.1 货币政策：更加灵活适度.....	4
2.2 预计下半年 MLF 有 20BP 调降幅度.....	4
2.2 下半年资产端收益率下行幅度扩大.....	5
2.3 负债端成本下行分化，总体幅度低于资产端.....	6
2.4 预计净息差全年收缩 8BPs.....	10
3、资产质量悲观预期或修复.....	10
3.1 上市银行一季度资产质量基本保持平稳.....	10
3.2 下半年问题贷款余额有一定增长，不良率或小幅上行.....	11
4、投资策略.....	13
4.1 板块市场表现.....	13
4.2 投资策略.....	14
5、风险提示.....	15
图表 1：社融当月新增及存量增速.....	4
图表 2：贷款存量增速.....	4
图表 3：贷款加权平均利率.....	5
图表 4：LPR 报价.....	5
图表 5：新增企业贷款结构.....	5
图表 6：生息资产端收益率.....	6
图表 7：各家银行的存款成本.....	7
图表 8：理财产品预期收益率.....	7
图表 9：存款增速回升.....	8
图表 10：同业存单发行情况.....	9
图表 11：2020 年同业存单月度到期规模.....	9
图表 12：CPI 同比及环比.....	9
图表 13：净息差走势.....	10
图表 14：不良率平稳关注率上升.....	11
图表 15：一线城市二手房挂牌价指数.....	11
图表 16：土地成交溢价率.....	11
图表 17：PMI 新出口订单.....	12
图表 18：年度贷款核销规模.....	13
图表 19：年初以来行业涨跌幅.....	13
图表 20：年初以来个股涨跌幅.....	13
图表 21：部分个股隐含的不良率.....	14
图表 22：银行板块整体估值.....	14
图表 23：部分银行股息率.....	14

1、本文的逻辑

今年以来，受防控新冠疫情蔓延隔离措施的影响，国内经济短期大幅下行，市场投资人对银行资产质量较为担忧。叠加疫情的全球蔓延，加大了后续经济走势的不确定性。此外，叠加息差超预期下行的影响，银行板块整体出现明显调整。截至5月末，银行板块整体下跌14.40%，跑输沪深300指数8.09个百分点，在30个一级行业中位居第27位。当前银行板块整体PB估值0.72倍，处于过去5年估值中枢的底部位置。而当前部分个股的估值已经达到0.5-0.6倍PB，如果考虑表内的拨备余额以及2020年的预期净利润，当前低估值个股隐含的平均不良率已经接近11.3%，对比当前银行板块表内的问题资产占比仅在3.8%。板块股息率在4%-5%，部分个股股息率超过5%。

展望下半年，考虑到金融支持实体经济，降低融资成本的大环境，MLF仍有下调的可能。不过由于资产端的下行幅度会明显大于负债端，因此整体息差将进一步收窄，净息差收窄幅度在8BPS左右，不同银行之间会有明显分化。其中，国有大行，受政策影响新增低定价贷款占比更高，息差的压力或高于中小银行。而中小银行中，主动负债占比较高的银行，受益于同业业务收益的提升，息差下行压力相对低。

资产质量方面，一季度上市银行的资产质量基本表现平稳，主要是由于不良确认存在滞后效应。虽然国内经济活动已经逐步恢复，而且国外的疫情也有好转，但是我们预计二三季度资产质量还是会有一定的波动。另外，鉴于宽信用和宽货币的大环境，问题贷款余额有一定增长，不良率或小幅上行，上升的幅度可能低于市场预期。

综上分析，2020年银行板块整体业绩增速下行。不过，随着国内外经济活动的逐步恢复，以及对新冠疫情产生的影响进一步了解和认识，有助于投资人对银行资产质量悲观预期的修复。

当前板块估值已经低位，或已经充分反应了资产质量的压力，板块整体的估值修复仍很难出现。不过，部分风控良好的个股，穿越了过去10年经济增长的波动，仍能保持较高增长的公司，预计在本轮周期中仍将表现相对强劲。结合当前板块较低的估值，板块股息率在4%-5%之间，部分个股股息率接近6%，对比未来低利率环境，仍有吸引力。综合考虑短中长期的影响因素，推荐经营稳健的国有大行，工商银行、建设银行、招商银行、宁波银行，以及基本面有改善且估值较低的光大银行。

2、下半年净息差进一步收窄

2.1 货币政策：更加灵活适度

2020 年政治局报告提出，货币政策定调不变，即更加灵活适度。首提“综合运用降息、降准、再贴现等货币政策手段，引导广义货币供应量和社融规模增速明显高于去年”。2019 年社融增速 10.7%，M2 增速 8.7%，截至 2020 年 4 月社融增速 12.0%，M2 增速 11.1%。按照政策要求明显高于 2019 年，预计 2020 年全年的社融增速或将达到 30 万亿。高于此前我们预期的 28 万亿。而新增贷款规模在 20 万亿。

图表 1：社融当月新增及存量增速



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

图表 2：贷款存量增速



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

2.2 预计下半年MLF有20BP调降幅度

受新冠肺炎疫情影响，我国宏观经济增速在一季度出现了明显下滑。监管部门，实施更加灵活适度的货币政策。从年初以来，通过定向降准、降低公开市场操作利率、降低 LPR 利率以及专项再贷款和再贴现的方式，并结合财政贴息向企业定向投放，特别是对中小企业的信贷支持，降低企业融资利率。

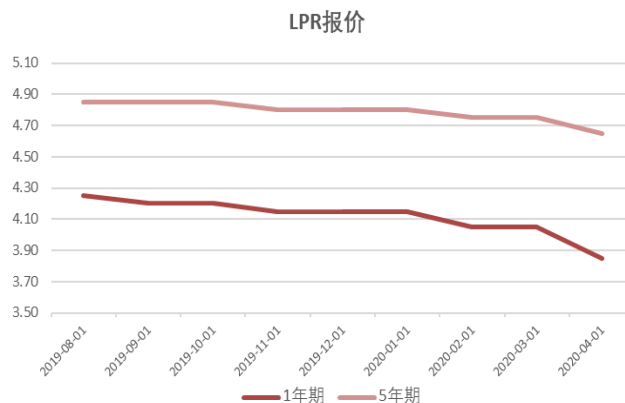
2020 年初以来，已经在 2 月和 4 月下调 MLF 利率，降幅分别为 10BP 和 20BP。根据央行的报告显示，3 月份一般贷款加权平均利率 5.48%，企业贷款利率为 4.82%，较 2019 年底分别下降 0.36 和 0.3 个百分点，降幅明显超过了同期 MLF 利率和 LPR 的降幅。而参考银保监会披露的数据看，18 家全国性商业银行新发放的普惠小微贷款利率为 4.94%，较 2019 年下降 50BPS，也明显超过了上述 MLF 两次累计 30BP 的降幅。

图表 3: 贷款加权平均利率



资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

图表 4: LPR 报价



资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

5 月 MLF 操作利率保持稳定, 20 日 LPR 报价环比持平, 符合市场预期。对比 MLF 利率和当前市场利率看, 仍有一定幅度的调降空间。

今年以来, 企业债的融资成本也出现了明显下降, 从 3 月的数据看, 企业债的短端部分的融资利率已经降到了 2% 以下。而且政府工作报告提及, 务必推动企业便利获得贷款, 推动利率持续下行。

展望未来, 预计货币政策维持宽松, LPR 报价的下调仍取决于经济运行的总体情况, 仅从降低融资成本的角度考虑, 我们认为下半年仅有 20BP 的调降幅度。

2.2 下半年资产端收益率下行幅度扩大

政府工作报告强调, 金融机构与贷款企业共生共荣, 鼓励银行合理让利。报告还要求大幅增加制造业中长期贷款, 帮助推动产业升级和新兴产业发展。2020 年 1-4 月, 新增人民币贷款 8.8 万亿, 其中居民贷款 1.87 万亿, 企业贷款新增 7 万亿。企业贷款新增中, 短期贷款 2.29 万亿, 中长期贷款 3.59 万亿, 票据融资 1.02 万亿。

图表 5: 新增企业贷款结构

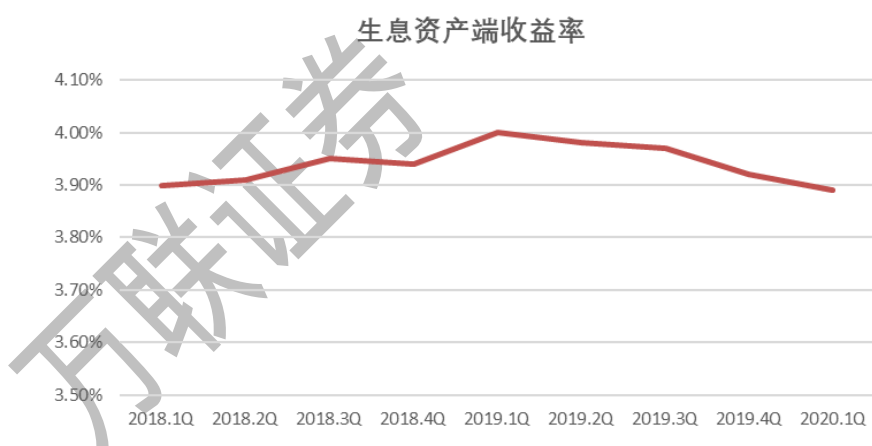


资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

上市银行一季度数据显示，净息差仅下行 3BP，更多的是受规模因素影响。从结构数据看，资产端的收益率调整并未超出市场预期。原因在于，虽然受政策引导，一季度的信贷投放以对公贷款为主，新增部分的贷款收益率有一定的下行，但是存量部分的 LPR 报价切换其实相对较少。

展望下半年，从结构上看，由于贷款占生息资产的比重处于高位，因此，贷款利率的变动幅度对整体资产端收益率的影响较大。后续两个重要因素，影响贷款定价，其一是存量贷款的集中 LPR 重定价，其二是前四个月共计 30BP 的 LPR 报价利率下调的累计影响逐步显现。贷款收益率在二季度和三季度下行明显。

图表 6：生息资产端收益率

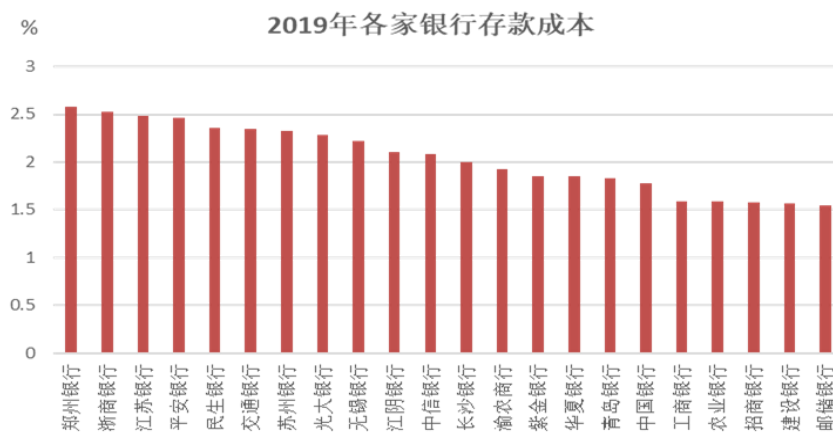


资料来源：万得资讯，万联证券研究所

2.3 负债端成本下行分化，总体幅度低于资产端

从上市银行 2019 年财报的数据看，银行负债端成本均值在 2.34%，虽然较 2018 年下降 4BP，但是存款成本都出现不同幅度的上行。2019 年末存款成本均值在 2.04%，较 2018 年上升 16BP。负债端成本的刚性，结构的固化，在利率下行周期，降幅小于资产端，对利润会造成明显挤压。

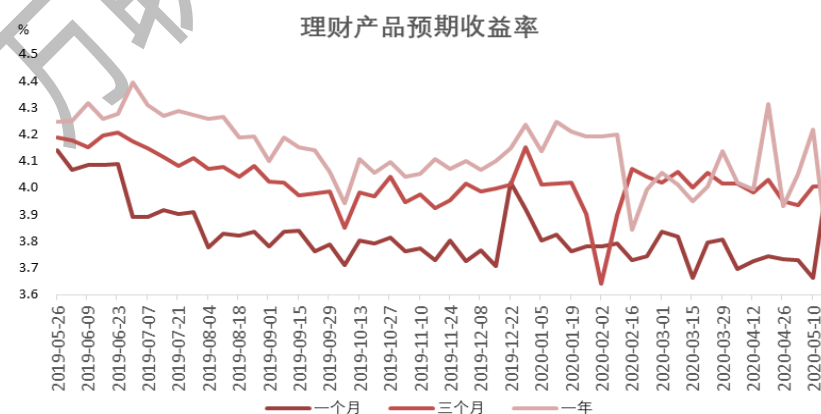
图表 7：各家银行的存款成本



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

年初以来，银行理财产品收益率基本处于横盘状态，3 月期以上的产品收益率基本保持在 4% 左右，虽然较去年同期略有下行，但是整体特征表现为收益率下行缓慢，资产和负债倒挂的现象。

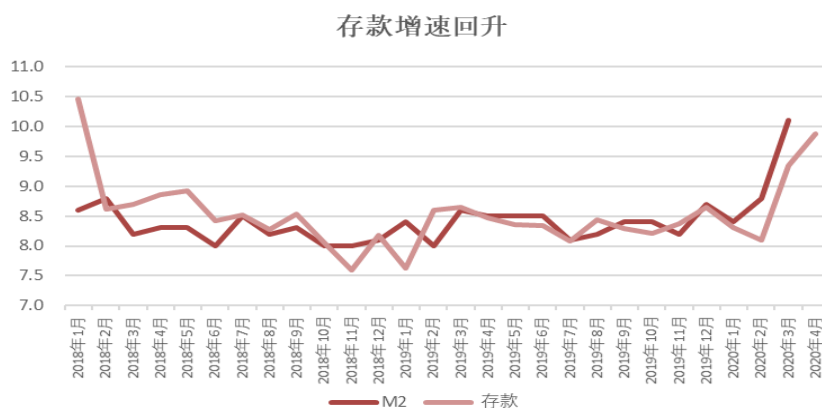
图表 8：理财产品预期收益率



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

1-4 月存款同比增速达到 9.88%，较一季度上升 1.3 个百分点。分项数据看，企业存款增加 2.94 万亿元，同比多增 2.84 万亿元；居民存款增加 5.67 万亿元，同比多增 2342 亿元。

图表 9：存款增速回升



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

从贷款决定存款的角度看，2020年1-4月增加了8.8万亿的贷款，存款出现大幅增长是可以预期的。其中，企业存款的回升，主要是受到货币以及财政等对冲政策发力支持，企业短期现金流压力明显缓解。不过，从企业贷款的新增结构看，中短期贷款及票据占比接近50%。如果这部分资金大多是来解决企业短期的流动性问题，或者说是续命资金，这些资金留存下来的就较为有限。除此之外的剩余部分资金，由于贷款利率较低，就存在很大的套息空间。因此，无论是从供给的角度还是从需求的角度看，这部分新增存款的成本即便有所下行，但是成本似乎并不便宜。从目前公布业绩的一季度数据看，部分银行负债端成本，特别是企业定期存款的成本有所下降，不过对比市场融资利率降幅看，成本降幅非常有限。

3月和4月，企业债融资规模均近1万亿，同比多增1.15万亿元。从结构上看，新增企业债中短融的规模占比超过50%。这部分融资的成本已经低于2%，与同期限的大额存款单也有近150BP左右的价差。

对于存款部分，虽然银行本身有动力在低利率环境下压降高息的结构性存款，但是到稳定性问题，预计存款成本降幅有限。

结合上市银行一季报数据，负债端主动存款占比较高的银行，负债端的综合成本环比略有下行。主要是受益于资金市场利率的下行。展望下半年，随着主动负债的逐步重定价，整体主动负债成本仍将继续下行。

图表 10: 同业存单发行情况



资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

图表 11: 2020 年同业存单月度到期规模

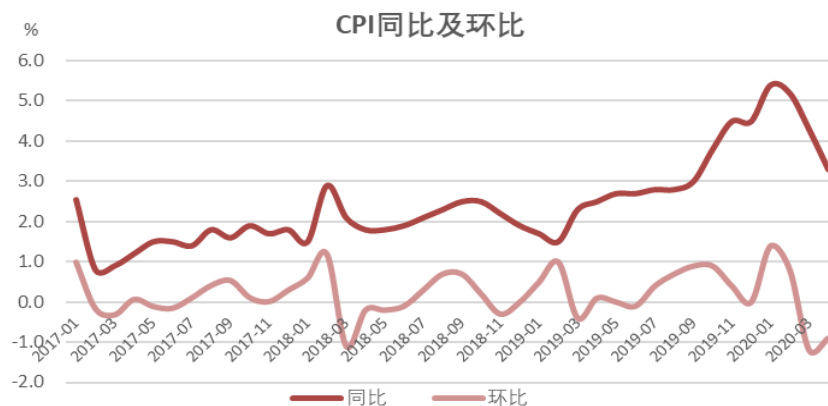


资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

银行负债端结构相对固化, 从降低银行负债端成本的角度出发, 市场对存款基准利率的下调有较高的预期。我们的判断是, 作为降低实体融资成本的配套工具, 存款基准利率有必要进行调整。考虑到存款在负债中的核心地位, 调降存款基准利率对于银行负债端综合成本的下行也有一定的促进作用。

不过现实中的负利率问题是重要考虑因素, 央行领导也明确表示, 人民银行将综合考虑经济增长、物价水平等基本面临况, 适时适度进行调整。目前看, 通胀水平是重要制约因素, 虽然市场预期需待 CPI 回落到 3% 以下, 才是政策调整的合理窗口期。但是, 考虑到整体国内外经济环境因素, 以及政策的实施效果问题, 预计节奏上或有提前的可能。

图表 12: CPI 同比及环比



资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

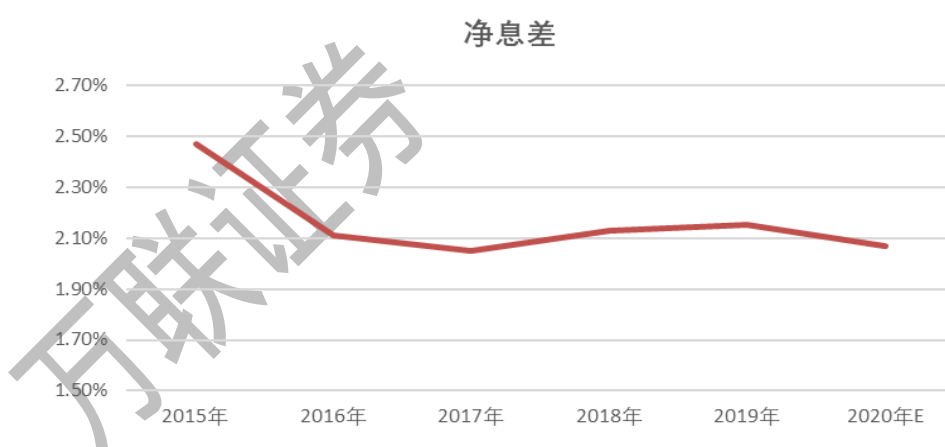
关于调降的方式, 我们预计仍延续对不同期限差异化处理的方式, 并进一步打开利率上浮的上限。至于效果问题, 我们判断低利率的大环境下, 银行负债端成本的下

降是确定性的，只是下降的幅度和速度较为缓慢。

2.4 预计净息差全年收缩8BPs

综合上述对资产端和负债端的结构和利率走势判断，我们预计下半年资产端收益率的下行速度和幅度均快于负债端，因此上市银行净息差将继续收窄，全年净息差收窄幅度在 8BPS 左右，不同银行之间会有明显分化。其中，国有大行，受政策影响新增低定价贷款占比更高，息差的压力或高于中小银行。而中小银行中，主动负债占比较高的银行，受益于同业业务收益的提升，息差下行压力相对低。

图表 13：净息差走势



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

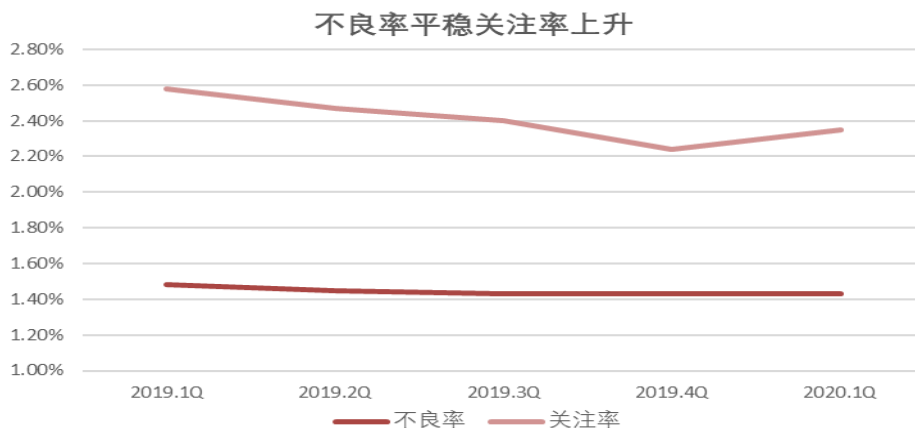
3、资产质量悲观预期或修复

3.1 上市银行一季度资产质量基本保持平稳

根据银保监会公布的 2020 年一季度主要监管指标数据显示，2020 年一季度末，商业银行不良贷款余额 2.61 万亿元，较上季末增加 1986 亿元；商业银行不良贷款率 1.91%，较上季末增加 0.05 个百分点。而关注类贷款 4.05 万亿，较上季末增加 2800 亿元。关注类贷款占比 2.97%，较上季末上升 0.06 个百分点。

相比行业数据，上市银行资产质量表现相对稳定，且好于市场预期。账面不良率环比持平，不过关注率略有上升 11BP，逾期率也有上升，不良生成率略有上升。表内的问题资产占比，即不良贷款和关注类的贷款的占比合计在 3.8%左右。从拨备覆盖率数据看，稳中有升，环比上升 2BP，意味着银行仍在加大拨备，应对不确定性。一季度，上市银行共计提资产减值损失近 4000 亿元，信用成本率上升到 1.5%，而 2019 年全年的信用成本率均值在 1.34%。目前上市银行的拨备余额/问题资产的比例达到 85%。

图表 14：不良率平稳关注率上升



资料来源：公司公告，万联证券研究所

3.2 下半年问题贷款余额有一定增长，不良率或小幅上行

2020 年政府工作报告中提到，中小企业贷款延期还本付息政策再度延长至 2021 年 3 月底，对普惠小微企业贷款应延尽延，对其他困难企业贷款协商延期。鼓励银行大幅增加小微企业信用贷、首贷、无还本付息续贷。此前，银保监会披露数据显示，4 月末银行机构已经对超过 1.2 万亿元中小微企业贷款本息实行延期。

从当前国内的经济高频数据的变化看，已经有向好趋势。以消费为例，汽车作为重要的可选消费品种，按照周度同比数据看，已经转正。房地产方面，一线城市的二手房房价已经同比反弹；销售方面，30 城市的日均数据，已经恢复到了历史同期水平；地产商拿地方面，100 城市的土地溢价率也回到了往年的正常水平，不过这些数据的持续性还有待进一步验证。另外，从拥堵指数看，东南沿海到东部地区，以及中西部的代表城市西安和成都，都回到了正常水平。

图表 15：一线城市二手房挂牌价指数



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

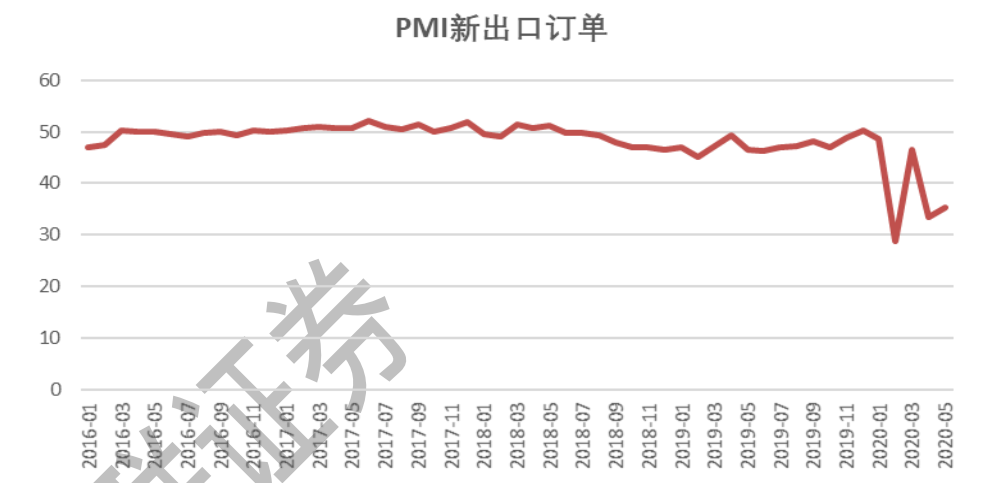
图表 16：土地成交溢价率



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

未来经济恢复的主要制约因素集中在国外。从 PMI 数据看，3 月份海外的疫情还没有大规模蔓延，国外的需求还是正常的。4 月份则面临的是国外需求暂时消失的问题。我们预计国外需求暂停预计将持续整个 2 季度或更长时间。从一些外向型城市的拥堵指数也可以得到佐证，如东莞和宁波，近期明显回落，表现出一定的压力。

图表 17: PMI 新出口订单

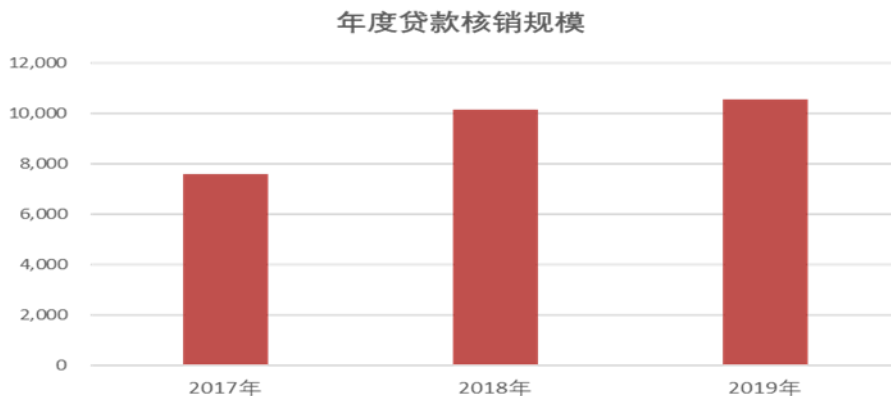


资料来源：万得资讯，万联证券研究所

综合考虑到疫情的突发性以及持续时间存在一定的不确定性，以及去年末部分行业中相对较大的企业也出现了债务违约的案例虽然短期不良率没有上升，主要是由于不良确认存在滞后效应，因此还需关注二三季度数据变动，预计二三季度不良率还是会有一定的波动，鉴于宽信用和宽货币的大环境，上升的幅度可能低于市场预期。

另外，1-4 月，整个银行的核销规模在 2000 亿左右，基本与过去两年的同期平均水平持平。不过，从银行审慎经营的角度看，在提高拨备计提力度以应对未来的不确定性的同时，预计银行业整个 2020 年核销力度也将加大，总规模上行 1000-1500 亿元左右。由于疫情持续时间仍存在不确定性，因此我们仅对短期的影响做了分析，可能还会有更多的不确定因素出现，从而对银行板块整体估值造成制约。

图表 18：年度贷款核销规模



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

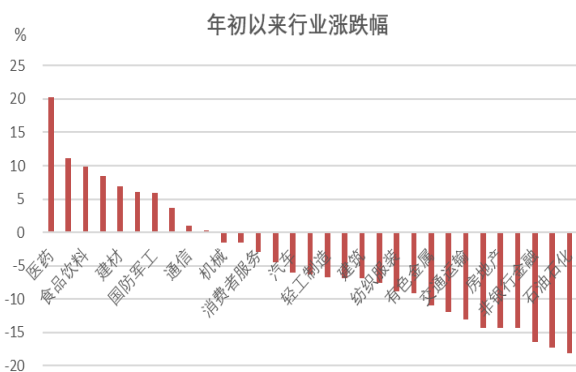
4、投资策略

4.1 板块市场表现

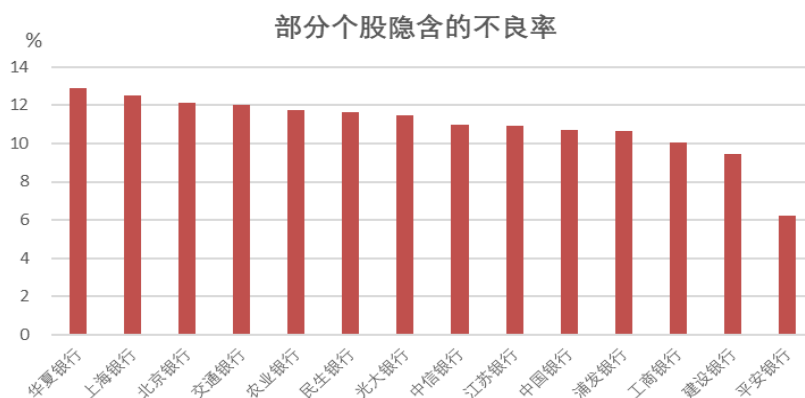
年初至5月末，银行板块整体下跌14.40%，跑输沪深300指数8.09个百分点，在30个一级行业中位居第27位。板块个股普遍下跌，跌幅最小的是杭州银行，其中仅有14只个股跑赢板块，除了招商银行和宁波银行外，主要是低估值个股。

从基金持仓变动的角度看，基于对新冠疫情造成的经济影响以及衍生的资产质量问题无法确切衡量的预期下，投资人选择减仓，其中以抛售部分估值相对较高的个股，而增持了部分低估值个股。

图表19：年初以来行业涨跌幅



图表 21：部分个股隐含的不良率



资料来源：公司公告，万联证券研究所

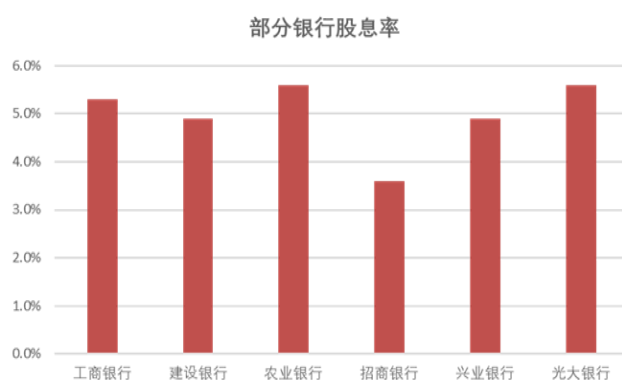
估值方面，当前银行板块整体 PB 估值 0.72 倍，处于过去 5 年估值中枢的底部位置。仅从估值的角度看，安全边际较高。板块股息率在 4%-5%，部分个股股息率超过 5%，板块防御性凸显。

图表 22：银行板块整体估值



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

图表 23：部分银行股息率



资料来源：公司公告，万联证券研究所

4.2 投资策略

综上分析，2020年银行板块整体业绩增速下行。不过，随着国内外经济活动的逐步恢复，以及对新冠疫情产生的影响进一步了解和认识，有助于投资人对银行资产质量悲观预期的修复。

不过，对新冠疫情的演进，以及防控过程中造成的经济影响，仍有不确定性，因此即便当前估值已经新低，或已经充分反应了资产质量的压力，板块整体的估值修复仍很难出现。不过，部分风控良好的个股，穿越了过去10年经济增长的波动，仍能保持较高增长的公司，预计在本轮周期中仍将表现相对强劲。结合当前板块较低的估值，板块股息率在4%-5%之间，部分个股股息率接近6%，对比目前低利率环境，仍有吸引力。综合考虑短中长期的影响因素，推荐经营稳健的国有大行，工商银行、建设银行、

招商银行、宁波银行，以及基本面有改善且估值较低的光大银行。

5、风险提示

疫情持续导致资产质量大幅恶化；贷款利率大幅下行。

整体经济形势的变化会影响行业的整体表现。如果整体经济持续走弱，企业营收明显恶化，银行板块将出现业绩波动。

银行行业重点上市公司估值情况一览表
 （数据截止日期：2020年06月05日）

证券代码	公司简称	每股净资产			收盘价	市净率			投资评级
		19A	20E	21E		19A	20E	21E	
601398.SH	工商银行	6.93	7.56	8.24	5.21	0.75	0.69	0.63	增持
600036.SH	招商银行	23.05	25.63	28.64	35.24	1.53	1.37	1.23	增持
002142.SZ	宁波银行	15.19	17.14	19.83	27.42	1.81	1.60	1.38	增持
601166.SH	兴业银行	23.37	26.16	29.20	16.21	0.69	0.62	0.56	增持
601818.SH	光大银行	6.10	6.72	7.34	3.85	0.63	0.57	0.52	增持

资料来源：万得资讯，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