

行稳致远

——2025 年中期银行行业投资策略报告

强于大市(维持)

2025 年 06 月 23 日

投资要点:

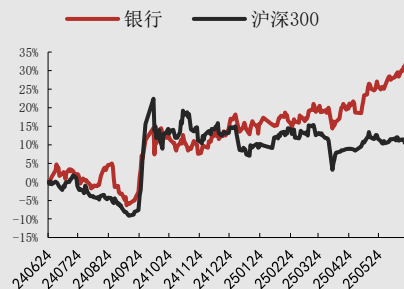
行业整体经营继续承压: 2025 年一季度, 42 家上市银行营业收入和归母净利润同比增速分别为-1.7%和-1.2%, 增速均转负。整体看, 营收增速的下行是制约盈利增速放缓的核心因素。一季度利息净收入和手续费净收入同比降幅明显收窄。在规模增长保持稳健的情况下, 净息差降幅边际收窄是利息净收入同比降幅收窄的主要支撑因素。而负债端成本明显压降则对息差降幅边际收窄起到了重要作用。支出端, 包括业务费用、拨备以及所得税同比负增长, 均对盈利增速产生正向贡献。

政策友好叠加资金面助力, 或驱动行情延续: 2025 年一季度货币政策执行报告中在下一阶段货币政策主要思路中提到, “平衡好支持实体经济与保持银行体系自身健康性的关系”, 以及“降低银行负债成本”, 对银行息差端的重视度提升。低利率环境下, 当前 10 年期国债收益率为 1.65% 左右, 一年期存款挂牌利率已经降至 1% 以下, 对比当前 A 股银行业平均 4% 左右的股息率, 以及稳定的分红预期, 从大类资产配置的角度看, 银行股仍有一定的吸引力。监管鼓励保险资金加大入市力度以及《公募基金高质量发展行动方案》的推出, 上述资金的买入有助于夯实板块估值下限。展望 2025 年下半年, 由于外部不确定性较大, 以及银行息差压力, 货币政策预计维持“适度宽松”状态, 政策转向的压力不大, 不过年内再次降息的概率或在降低。降准方面, 预计仍有一次调整, 用于补充流动性缺口。

净息差或逐季改善: 贷款方面, 过去几年, 银行业整体信贷增速持续下行。居民端需求疲弱, 对公新增信贷占比持续走高。受到负债以及信用成本约束, 国有大行的新增信贷占比提升, 传统对公贷款投放较好的银行信贷增速也保持高位。展望 2025 年, 受债务置换因素的影响, 我们预计整个信贷表观增速或仍有放缓可能, 而对公业务优势行仍可保持稳定的规模增长。2025 年一季度净息差下行, 不过降幅呈现收窄态势, 负债端成本压降则对息差降幅边际收窄起到了重要作用。随着负债端成本的进一步优化, 以及政策的呵护, 我们预计后续季度净息差有望逐季改善。2023 年末信用成本率已经降至 0.8% 以下, 此后降幅逐步收窄, 拨备对业绩的贡献逐步回落。预计 2025 年拨备计提力度继续大幅下行的概率不大, 拨备对利润的支撑相对有限。

投资策略: 2025 年 1 月 2 日-2025 年 6 月 13 日, 银行指数(中信)整体上涨 11.8%, 跑赢沪深 300 指数 13.6 个百分点。当前银行指数对应的 PB 为 0.68 倍。银行板块呈现整体上涨格局, 区域行的表现相对较优。2025 年一季度, 由于重定价因素集中体现, 拉低了银行

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

关注财政投放节奏

一季度净息差降幅收窄

低基数效应主导 关注需求端变化

分析师:

郭懿

执业证书编号:

S0270518040001

电话:

01056508506

邮箱:

guoyi@wlzq.com.cn

净息差，叠加债券市场波动对非息收入的影响，银行板块业绩增速下滑。考虑到存款重定价对息差的正向贡献以及债市波动或下降，我们预计营收和利润增速有望逐步修复。从人民币大类资产配置的角度看，考虑到当前银行板块股息率仍具有吸引力，以及监管鼓励保险资金加大入市力度以及《公募基金高质量发展行动方案》的推出，资金持续增配银行板块方向明确。另外，上述资金的持续配置有助于夯实板块估值下限。展望未来增量资金有助于支撑板块行情持续。

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 2025 年一季度业绩回顾	5
1.1 2025 年一季度营收和归母净利润增速转负	5
1.2 规模增长稳健，息差降幅边际收窄	6
1.2.1 总量增长稳健	6
1.2.2 负债成本压降使得净息差降幅边际收窄	6
1.2.3 资本消耗阶段性加大	7
1.2.4 低基数使得中收增速降幅明显收窄	8
1.2.5 债市波动影响其他非息收入	8
1.2.6 资产质量账面指标保持稳健	8
1.2.7 拨备覆盖率环比下降	9
2 政策友好叠加资金面助力，或驱动板块行情持续	9
2.1 央行呵护净息差	9
2.2 资金端持续驱动	10
2.3 货币政策展望	10
3 2025 年全年业绩展望	10
3.1 预计 2025 年对公贷款投放仍保持高位	10
3.2 2025 年净息差或逐季改善	11
3.3 2025 年中收有望进一步企稳回升	12
3.4 2025 年其他非息收入或整体走弱，分化加剧	13
3.5 2025 年拨备计提力度继续大幅下行的概率不大	13
4 投资策略	13
4.1 板块整体上涨，区域行表现相对较优	13
4.2 投资建议	14
5 风险提示	15
图表 1: 营收增速和归母净利润增速（单位：%）	5
图表 2: 利息净收入和手续费净收入同比增速（单位：%）	5
图表 3: 其他非息收入同比增速（单位：%）	5
图表 4: 业务及管理费同比增速（单位：%）	6
图表 5: 信用减值损失和所得税同比增速（单位：%）	6
图表 6: 各类资产同比增速（单位：%）	6
图表 7: 金融投资占比（单位：%）	6
图表 8: 净息差（单位：%）	7
图表 9: 利息收入与利息支出单季环比降幅（单位：%）	7
图表 10: 核心一级资本充足率和降幅（单位：%）	8
图表 11: 不良率（单位：%）	9
图表 12: 拨备覆盖率和拨贷比（单位：%）	9
图表 13: 新增信贷和政府债占比结构（单位：%）	11
图表 14: 新增政府债规模（单位：万亿元）	11
图表 15: 贷款同比增速（单位：%）	11
图表 16: 企业贷款新增占比（单位：%）	11
图表 17: 利息净收入单季同比增速（单位：%）	12
图表 18: 利息收入和利息支出单季同比增速（单位：%）	12

图表 19: 招商银行中收结构 (单位: %)	12
图表 20: 2024 年各项中收下降规模 (单位: 百万元)	12
图表 21: 信用成本率 (单位: %)	13
图表 22: 板块 PB 估值 (单位: 倍)	14
图表 23: 涨幅超过银行指数的个股 (单位: %)	14
图表 24: 部分银行股息率 (单位: %)	15

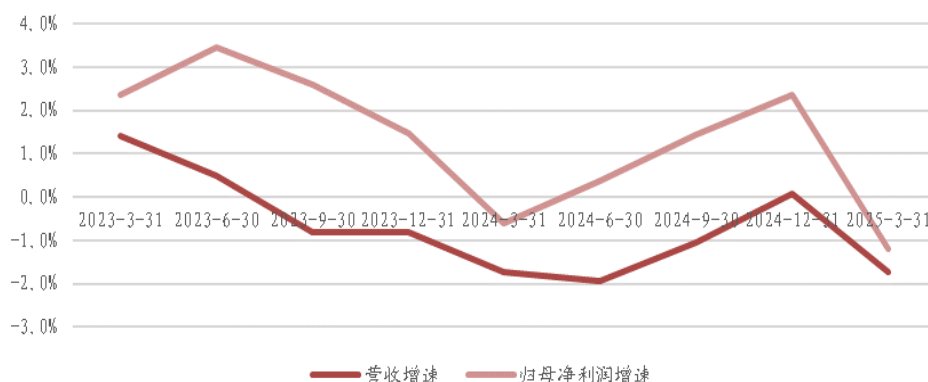
1 2025 年一季度业绩回顾

1.1 2025 年一季度营收和归母净利润增速转负

2024年和2025年一季度，42家上市银行营业收入同比增速分别为0.1%和-1.7%，归母净利润增速分别为2.3%和-1.2%。整体看，营收增速的下行是制约盈利增速放缓的核心因素。

同期，国家金融监管总局发布的主要监管数据显示，商业银行整体净利润同比增速分别为-2.3%和-2.3%。

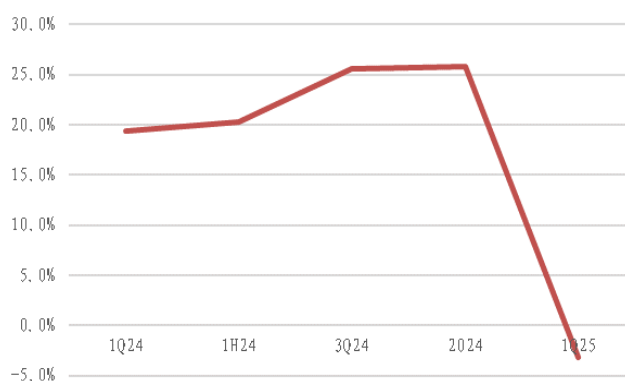
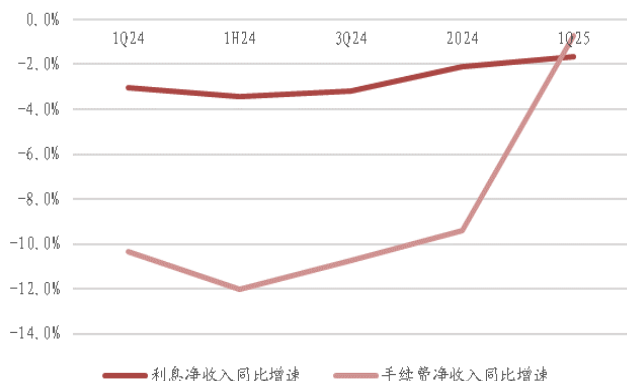
图表1: 营收增速和归母净利润增速（单位：%）



资料来源：公司财报，万得资讯，万联证券研究所

2025年一季度，收入端受到重定价因素以及债券市场利率波动的影响，上市银行整体营收增速负增长，同比增速持平于2024年一季度。从收入端的结构看，一季度利息净收入和手续费净收入同比降幅明显缩窄，其中，利息净收入同比增速为-1.7%，手续费净收入同比增速-0.7%，2024年一季度同比增速分别为-3%和-10.3%。其他非息收入同比增速-3.2%，主要是受到债券市场的波动产生的浮亏。

图表2: 利息净收入和手续费净收入同比增速(单位: %) 图表3: 其他非息收入同比增速(单位: %)

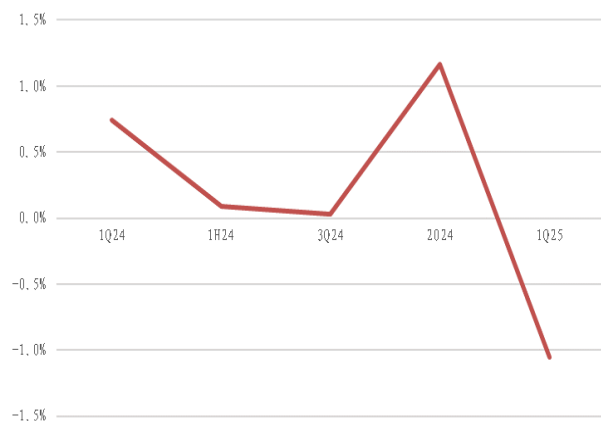


资料来源：公司财报，万得资讯，万联证券研究所

资料来源：公司财报，万得资讯，万联证券研究所

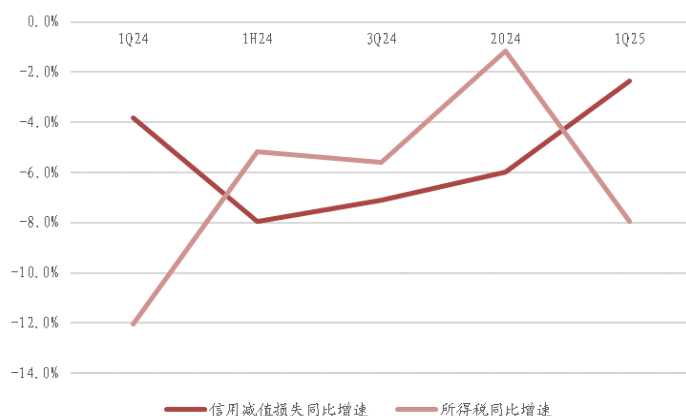
而从支出端的结构看，整体表现为降本的特点。2025年一季度业务及管理费用同比增速-1.1%，信用减值损失同比增长-2.4%，所得税同比增速为-8%。支出端的下降，均对盈利增速产生正向贡献，不过拨备计提力度的下降对利润的释放有所下降。

图表4: 业务及管理费同比增速（单位：%）



资料来源：公司财报，万得资讯，万联证券研究所

图表5: 信用减值损失和所得税同比增速（单位：%）



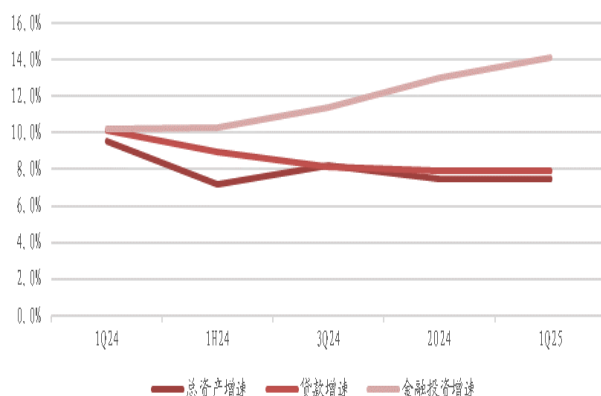
资料来源：公司财报，万得资讯，万联证券研究所

1.2 规模增长稳健，息差降幅边际收窄

1.2.1 总量增长稳健

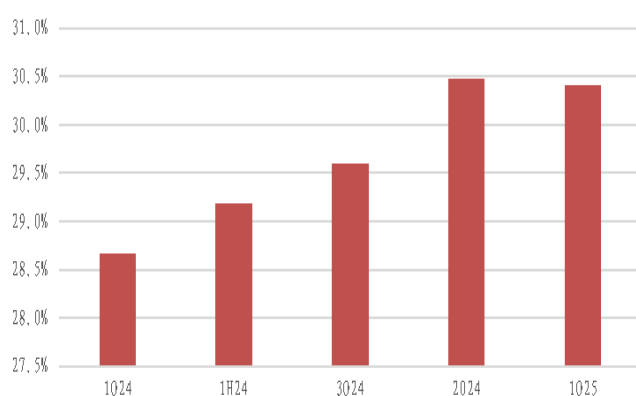
从规模增长的角度看，2025年一季度规模扩张速度与2024年一季度持平。从内部结构看，贷款仍保持较高的增速，结合央行公布的数据，2025年一季度对公信贷投放表现较好。2025年一季度，金融投资同比增速较2024年全年增速提升约1个百分点，占总资产的比重基本保持稳定。同业资产方面则呈现小幅负增长态势。

图表6: 各类资产同比增速（单位：%）



资料来源：公司财报，万得资讯，万联证券研究所

图表7: 金融投资占比（单位：%）



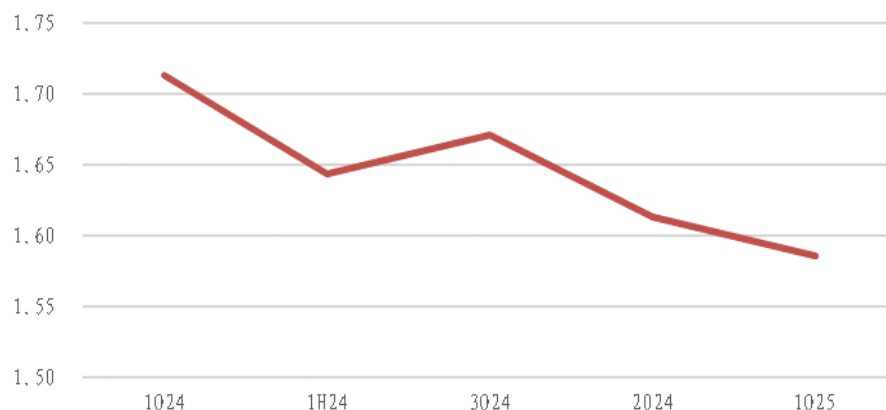
资料来源：公司财报，万得资讯，万联证券研究所

1.2.2 负债成本压降使得净息差降幅边际收窄

2025年一季度净息差下行，不过降幅呈现收窄态势。从公布一季度净息差的25家银行数据看，1家同比上升，1家同比持平，23家同比下降，同比平均下降约13BP，优于2024年同期降幅。一季度净息差继续下行，主要是受到资产端重定价因素的影响，

负债端成本压降则对息差降幅边际收窄起到了重要作用。

图表8: 净息差 (单位: %)

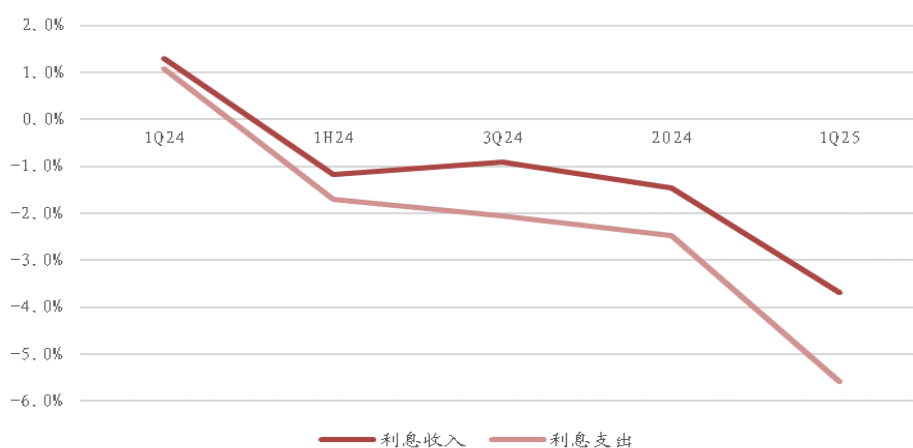


资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

2025年一季度, 资产端收益率受重定价因素的影响继续下行。42家上市银行利息收入季度环比增速为-3.7%。主要是受到重定价因素的影响, 叠加2024年全年降息幅度高于2023年。

2025年一季度, 负债端成本压降效果较为明显。42家上市银行利息支出季度环比增速为-5.6%。2024年, 两轮存款挂牌利率的下调, 手工补息规范的推进以及同业存款定价规范等政策影响, 银行业负债端成本显著下降。

图表9: 利息收入与利息支出单季环比降幅 (单位: %)

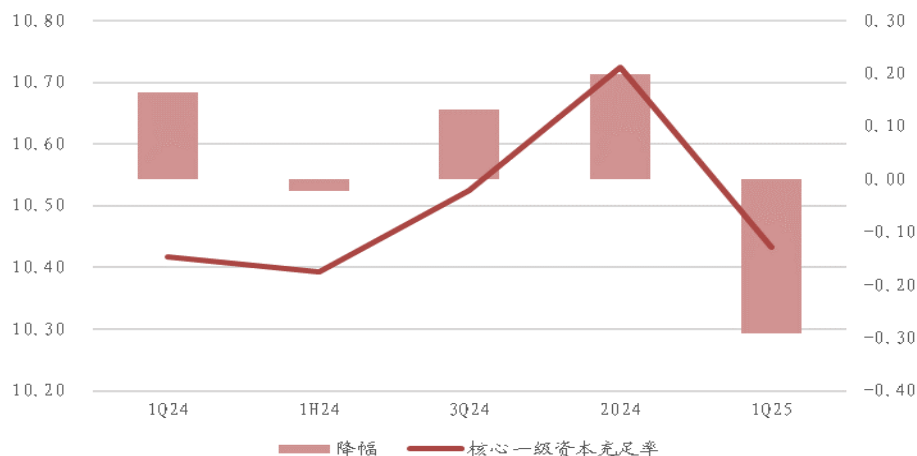


资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

1.2.3 资本消耗阶段性加大

受中期分红以及部分银行扩表提速的影响, 一季度上市银行平均核心一级资本充足率环比下降29BP, 降幅同比明显加大。

图表10: 核心一级资本充足率和降幅 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

1.2.4 低基数使得中收增速降幅明显收窄

2025年一季度, 42家上市银行中间业务收入同比增速为-0.7%, 增速较2024年一季度和2024年四季度均显著回升。其中, 国有大行和股份行或逐步企稳, 城商行和农商行同比增速回正, 修复更为显著。低基数、降佣降费冲击的缓释叠加市场预期的改善, 共同推动了银行业中收增速降幅的收窄。

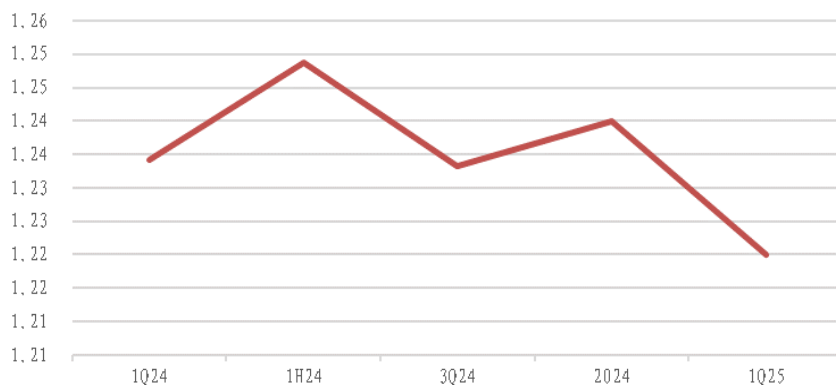
1.2.5 债市波动影响其他非息收入

其他非息收入方面, 公允价值变动损益阶段性回落, 投资收益整体增厚。2025年以来, 由于受政策预期、经济基本面的修复以及外部风险上升的影响, 债券市场波动较为显著, 一季度各家银行公允价值收益出现不同程度的回撤。投资收益方面, 则加大了浮盈的兑现, 同比增速达到26.1%, 高于2024年全年水平。

1.2.6 资产质量账面指标保持稳健

2025.1Q, 上市银行不良率为1.22%, 环比下降2BP, 资产质量整体保持稳健。关注率数据看, 共有32家公司公布数据, 整体看关注类贷款走势向好, 其中19家公司关注率数据环比改善。

图表11: 不良率 (单位: %)

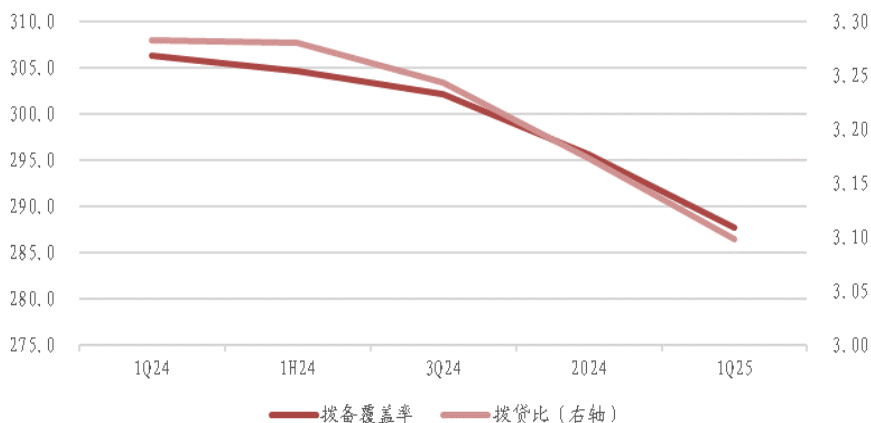


资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

1.2.7 拨备覆盖率环比下降

2025年一季度, 上市银行资产减值损失同比增速-2.27%, 降幅收窄, 不过对利润仍是正向贡献。分行业看, 农商行和股份行资产减值损失降幅较大, 对利润贡献明显, 城商行拨备计提力度有所上行。2025年一季度, 上市银行平均拨备覆盖率为287.7%, 环比下行8个百分点。

图表12: 拨备覆盖率和拨贷比 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

2 政策友好叠加资金面助力, 或驱动板块行情持续

2.1 央行呵护净息差

2025年一季度货币政策执行报告中在下一阶段货币政策主要思路中提到, “平衡好支持实体经济与保持银行体系自身健康性的关系”, 以及 “降低银行负债成本”, 对银行息差端的重视度提升。

5月20日, 央行公布LPR报价, 5年期以上LPR为3.5%, 上月为3.6%。1年期LPR为3%, 上月为3.1%。两年期及以下定期存款利率下调15BP, 三年及五年期定期存款利率下调

25BP，活期存款利率下调5BP。

我们预计本次降息主要是应对贸易摩擦的潜在冲击，其中存款利率平均下调幅度大于15BP，降幅大于LPR下调幅度。本次存款利率下调是近三年幅度最大的一轮，调整后1年期存款挂牌利率首次下降至1%以下，需要关注降息后存款流向非银的风险。

2.2 资金端持续驱动

低利率环境下，当前10年期国债收益率在1.65%，一年期存款挂牌利率已经降至1%以下，对比当前A股银行业平均4%左右的股息率，以及稳定的分红预期，从大类资产配置的角度看，银行股仍有一定的吸引力。

监管鼓励保险资金加大入市力度，长线资金持续增配银行板块的方向明确。而《公募基金高质量发展行动方案》的推出，或提升高权重低配置板块的关注度。上述资金的买入，有助于夯实板块估值下限。

2.3 货币政策展望

5月金融政策发布会上，潘功胜行长对“适度宽松”政策的解释：第一，流动性充裕，社会融资条件比较宽松；第二，政策实施需要相机抉择；第三，货币政策取向是一种对状态的描述，最近几年人民银行多次降准降息，货币政策的状态是支持性的，总量也比较宽松。具体工具上，5月降准降息、LPR和存款利率下调均已落地。

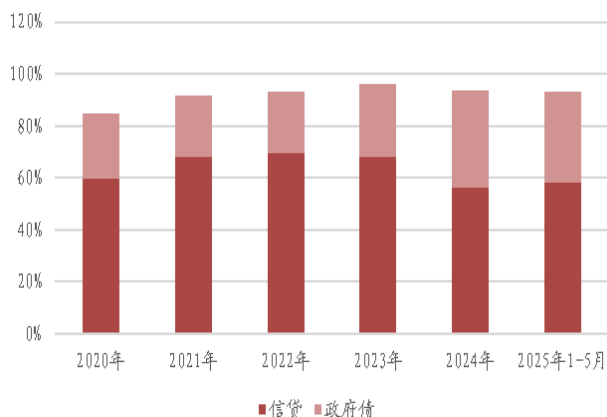
展望2025年下半年，由于外部不确定性较大，以及银行息差压力，货币政策预计维持“适度宽松”状态，政策转向的压力不大，不过年内再次降息的概率或在降低。降准方面，预计仍有一次调整，用于补充流动性缺口。

3 2025 年全年业绩展望

3.1 预计 2025 年对公贷款投放仍保持高位

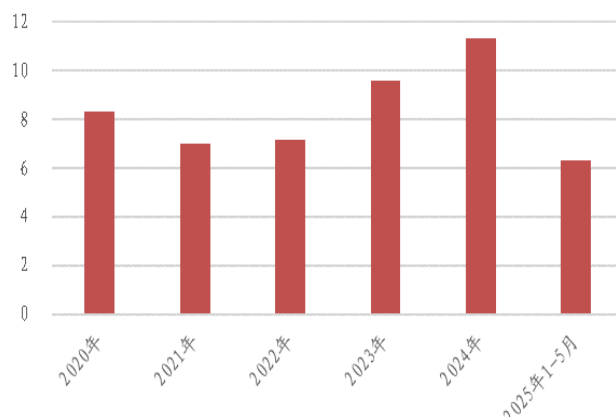
2024年9月26日政治局会议后，一系列会议以及政策的出台，提振市场信心。其中财政发力化解隐性债务问题相关政策，意味着未来政府债在社融新增中的占比或进一步上升。2025年1-5月，政府债发行达到6.31万亿元，同比多增3.82万亿元，占同期社融新增的比重达到34%，占比上升17个百分点。同期，社融口径新增贷款规模达到10.38万亿元，占比55.7%，同比下降17.3个百分点。截至5月末，信贷同比增速为7.1%，不过，根据金融时报测算，考虑到债务置换对贷款余额的影响，还原后5月末人民币贷款增速维持在8%左右。

图表13: 新增信贷和政府债占比结构 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

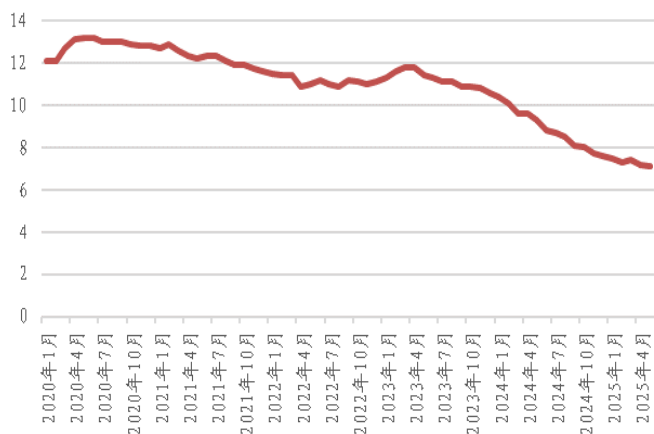
图表14: 新增政府债规模 (单位: 万亿元)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

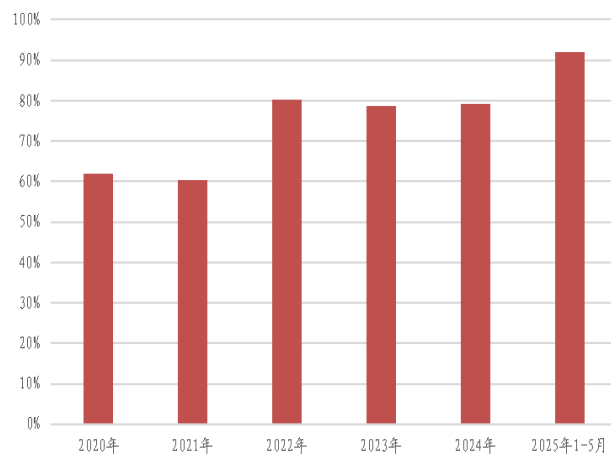
贷款方面, 过去几年, 银行业整体信贷增速持续下行; 居民端需求疲弱, 对公新增信贷占比持续走高; 受到负债以及信用成本约束, 国有大行的新增信贷占比提升, 传统对公贷款投放较好的银行, 信贷增速也保持高位。展望2025年, 受债务置换因素的影响, 我们预计整个信贷表观增速或仍有放缓可能, 而对公业务优势行仍可保持稳定的规模增长。

图表15: 贷款同比增速 (单位: %)



资料来源: 央行, 万得资讯, 万联证券研究所

图表16: 企业贷款新增占比 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

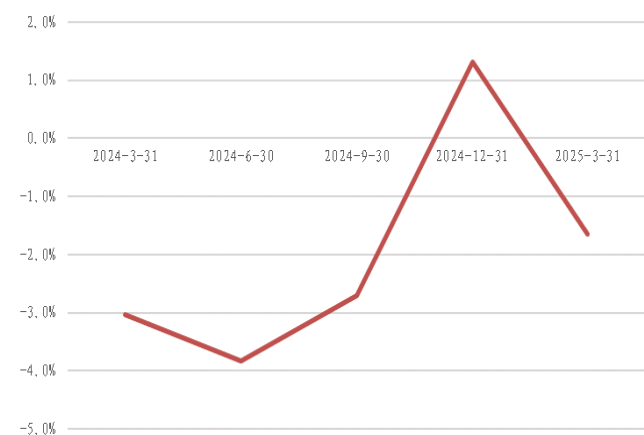
3.2 2025 年净息差或逐季改善

从2024年逐季数据看, 受重定价以及市场利率下行因素的影响, 利息收入端单季同比增速分别为4.9%、0.4%、-1.9%和-2.3%, 降幅逐季走扩; 利息支出端, 则受益于政策以及积极的负债端成本管理, 单季同比增速分别为12.1%、4%、-1.2%和-5.1%。综合来看, 受益于负债端成本的节约, 利息净收入增速转正。

2025年一季度, 单季利息净收入同比增速再次转负, 不过对比上年同期, 降幅明显收窄, 主要受益于负债端成本下降的支撑。其中, 利息收入端同比增速-7.1%, 较

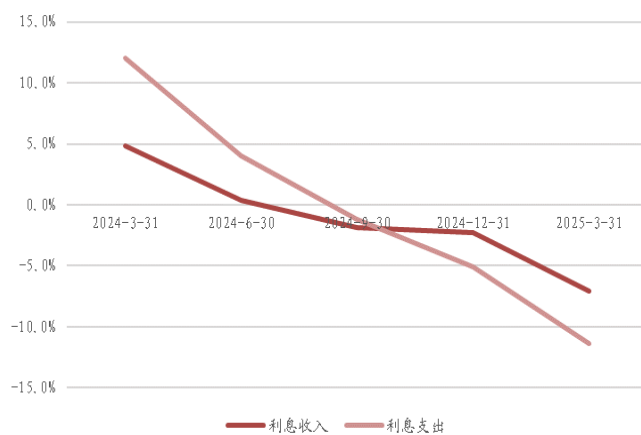
上年同期4.9%的同比增速明显下降；利息支出端同比-11.4%，高于同期利息收入端降幅。

图表17: 利息净收入单季同比增速 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

图表18: 利息收入和利息支出单季同比增速 (单位: %)



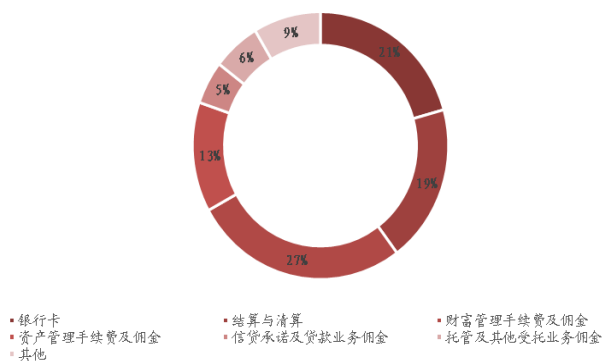
资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

近期, 存款挂牌利率再次调整, 两年期及以下定期存款利率下调15BP, 三年及五年期定期存款利率下调25BP, 活期存款利率下调5BP。叠加政策端的利好预期, 2025年一季度货币政策执行报告中在下一阶段货币政策主要思路中提到, “平衡好支持实体经济与保持银行体系自身健康性的关系”, 以及“降低银行负债成本”。我们预计后续季度净息差有望逐季改善。

3.3 2025 年中收有望进一步企稳回升

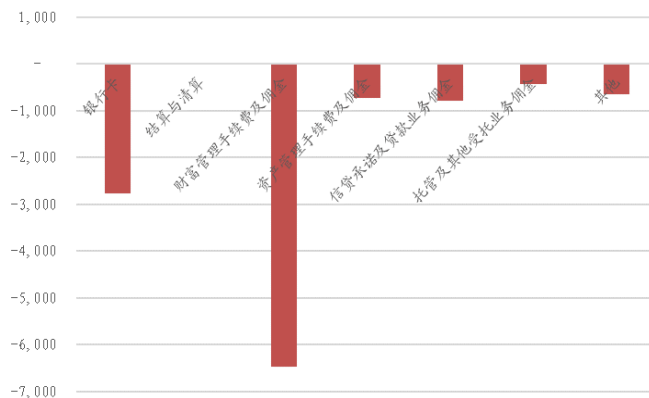
2025年一季度, 手续费净收入同比增速降幅已经收窄。2024年的低基数、前期佣金费率的下调冲击缓释以及市场预期的回暖, 我们预计财富管理、资产管理以及代理销售相关的业务收入有望边际改善, 2025年整体中收有望进一步企稳回升。

图表19: 招商银行中收结构 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

图表20: 2024 年各项中收下降规模 (单位: 百万元)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

3.4 2025 年其他非息收入或整体走弱，分化加剧

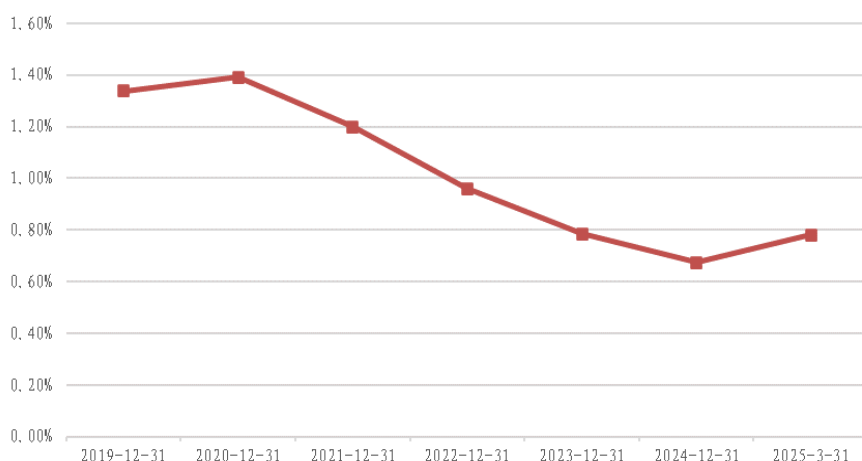
2025年一季度，其他非息收入受公允价值变动影响，出现负增长，部分银行通过减持AC类资产来缓解其他非息收入下行对营收的负向影响。考虑到2024年债牛带来的投资收益高基数，我们预计后续部分银行仍有可能通过减持债券来维持季度营收的稳定。但如果债市利率上行可能导致公允价值变动形成利润亏损，同时减少OCI账户浮盈兑现的空间。综上分析，预计2025年行业其他非息收入或呈现下行趋势，其中国有大行其他非息收入增长中枢或相对稳定，部分股份行和城农商行其他非息增速回落相对较快。

3.5 2025 年拨备计提力度继续大幅下行的概率不大

2025年一季度，上市银行账面资产质量表现平稳，拨备覆盖率下降但仍较为充足。随着政策的加码，化债政策以及稳定资产价格举措的持续推进，银行对公端风险逐步出清，预计2025年全年仍延续改善趋势。零售端整体有所波动，内需弱复苏叠加居民资产负债表承压的大环境下，预计零售各项贷款不良仍可能小幅上升。综合对公和零售两端的情况，预计2025年上市银行净不良生成率同比或保持稳定，资产质量整体保持稳健。

2025年一季度，信用成本率(年化值)为0.78%，同比下降0.08%，环比回升0.11%。从一季度数据看，预计银行仍在加大对零售业务相关问题资产的处置力度。此外，2023年末信用成本率已经降至0.8%以下，此后降幅逐步收窄，拨备对业绩的贡献逐步回落。预计2025年拨备计提力度继续大幅下行的概率不大，拨备对利润的支撑相对有限。

图表21: 信用成本率(单位: %)



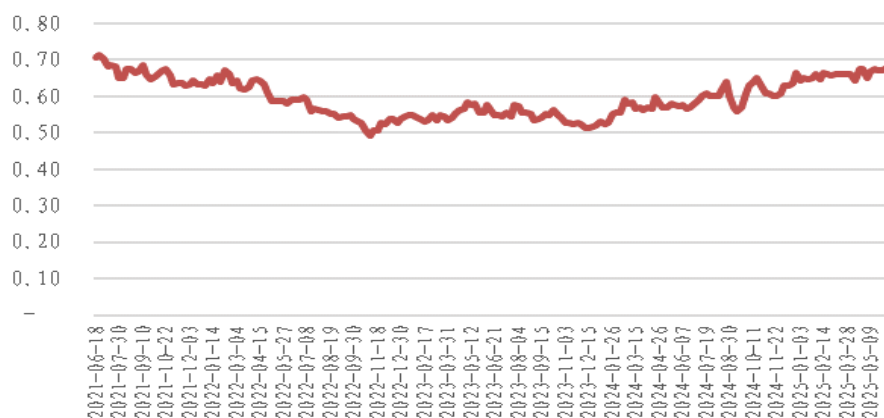
资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

4 投资策略

4.1 板块整体上涨，区域行表现相对较优

2025年1月2日-2025年6月13日，银行指数（中信）整体上涨11.8%，跑赢沪深300指数13.6个百分点。当前银行指数对应的PB为0.68倍。

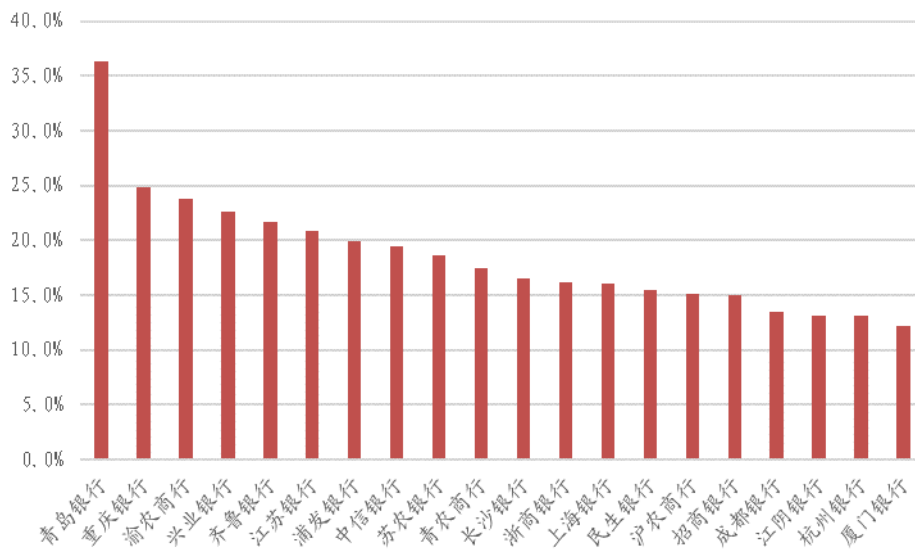
图表22: 板块 PB 估值（单位：倍）



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

个股方面，2025年1月2日-2025年6月13日，有39只个股实现正收益，有20只个股跑赢银行指数（中信），分别为青岛银行、重庆银行、渝农商行、兴业银行、齐鲁银行、江苏银行、浦发银行、中信银行、苏农银行、青农商行、长沙银行、浙商银行、上海银行、民生银行、沪农商行、招商银行、成都银行、江阴银行、杭州银行、厦门银行。综上，银行板块呈现整体上涨格局，区域行的表现相对较优。

图表23: 涨幅超过银行指数的个股（单位：%）



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

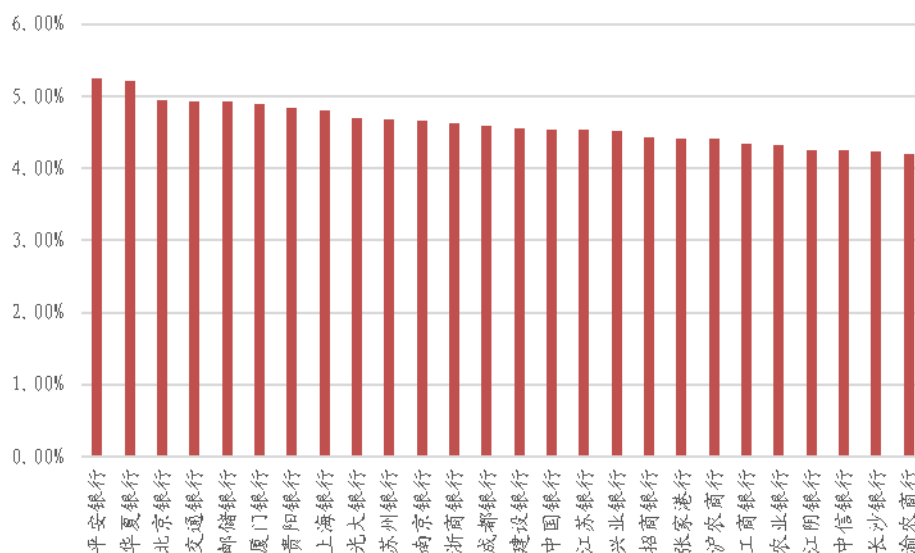
4.2 投资建议

2025年一季度，由于重定价因素集中体现，拉低了银行净息差，叠加债券市场波动对非息收入的影响，银行板块业绩增速下滑。考虑到存款重定价对息差的正向贡献

以及债市波动的下降，我们预计营收和利润增速有望逐步修复。

从人民币大类资产配置的角度看，考虑到当前银行板块股息率仍具有吸引力，以及监管鼓励保险资金加大入市力度以及《公募基金高质量发展行动方案》的推出，资金持续增配银行板块方向明确。另外，上述资金的持续配置有望夯实板块估值下限。展望未来增量资金有助于支撑板块行情持续。

图表24: 部分银行股息率（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