

科技助推民营银行快速发展

——银行业深度报告

强于大市 (维持)

2023年06月09日

投资要点:

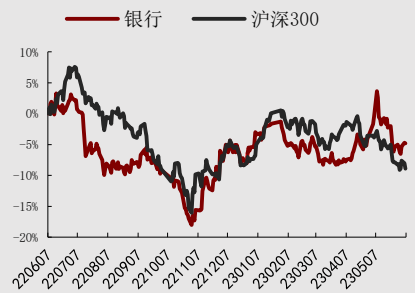
大量的科技投入为银行业务的发展、规模的扩张以及资产质量的把控提供了较强的支撑: 本文仅对微众银行以及网商银行的发展情况进行回顾, 观察科技驱动型银行发展的总体情况以及发展趋势。我们认为大量的科技投入为银行业务的发展、规模的扩张以及资产质量的把控提供了较强的支撑。从业务发展韧性角度看, 无论是聚焦小微客群、普惠业务、绿色金融, 以及不断扩展的理财等新业务都是可持续发展的重要方向。未来高速增长期过后, 长期看或面临向平台型模式转型的压力。

两家银行仍保持高速增长的动能: 2022年, 微众银行实现 ROE 和 ROA 分别为 27.9% 和 2.0%; 网商银行的 ROE 和 ROA 分别为 17.94% 和 0.82%。微众银行聚焦个人消费贷和小微企业金融服务, 企业贷款占比 42%, 零售消费贷占比零售贷款比重达到 93%, 按照期初期末余额均值粗略估算的贷款平均收益率为 10.31%, 并积极拓展财富管理业务, 网商银行聚焦个人经营贷业务, 占贷款总额的比重达到 84%, 按照期初期末余额均值计算的贷款平均收益率为 7.37%, 其中, 企业贷款的收益率为 4.6%, 零售贷款的收益率为 8.12%。资产质量方面, 2022 年末, 微众银行的不良率和关注率分别为 1.47% 和 1.79%。网商银行的不良率为 1.94%。2022 年末, 微众银行和网商银行的拨备覆盖率分别为 414% 和 257%。两家银行仍处于快速增长期, 科技投入仍在增长, 占当期的营收比重仍在高位。综合, 业务发展方向以及结构、较高的科技投入、盈利指标以及资产质量情况看, 两家银行仍保持高速增长的动能。

投资策略: 大量的科技投入为银行业务的发展、规模的扩张以及资产质量的把控提供了较强的支撑。从面向未来发展的角度看, 无论是聚焦小微客群、普惠业务、绿色金融, 以及不断扩展的理财等新业务都是可持续发展的重要方向。我们维持 2023 年 5 月 16 日发布的《总量适度 节奏平稳》报告中的投资观点不变。货币政策执行报告强调总量适度, 节奏平稳, 保持利率水平合理适度, 整体上看仍保持稳健基调。后续宏观经济运行有望保持整体好转, 其中二季度在低基数影响下增速可能明显回升。2023 年个股选择上, 我们建议关注两条主线: 第一是债务风险缓释, 经济持续改善, 板块的估值修复行情可期。建议关注低估值的大型银行。第二是受规模扩张的支撑, 营收端稳定高增的公司, 总体业绩增速也相对较好。

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。

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

业绩筑底阶段 高股息策略或持续占优
总量适度 节奏平稳
企业中长期贷款的投放保持稳健

分析师:

郭懿

执业证书编号:

S0270518040001

电话:

01056508506

邮箱:

guoyi@wlzq.com.cn

正文目录

1 前言	3
2 微众银行和网商银行业务发展以及盈利情况回顾	4
2.1 微众银行和网商银行的股东结构	4
2.2 微众银行的 ROE 和 ROA 相对较优	4
2.3 微众银行和网商银行的业务定位	5
2.3.1 微众银行聚焦个人消费贷和小微企业金融服务	5
2.3.2 网商银行聚焦个人经营贷	8
2.4 负债端存款占比持续上升	9
2.5 2022 年资产质量略有波动	10
2.6 科技驱动型银行，科技开支占营收的比重较高	11
3 投资策略	13
3.1 板块估值低位	13
3.2 投资策略	14
4 风险提示	14
图表 1: 微众银行股东结构 (单位: %)	4
图表 2: 网商银行股东结构 (单位: %)	4
图表 3: 微众银行总资产及杠杆 (单位: 百万元, %)	5
图表 4: 微众银行 ROE 和 ROA (单位: %)	5
图表 5: 网商银行总资产及杠杆 (单位: 百万元, %)	5
图表 6: 网商银行 ROE 和 ROA (单位: %)	5
图表 7: 微众银行企业和零售贷款占比 (单位: %)	6
图表 8: 微众银行零售贷款结构 (单位: %)	6
图表 9: 微众银行个人金融主打产品	7
图表 10: 微众银行手续费收入结构图 (单位: %)	8
图表 11: 网商银行贷款结构 (单位: %)	9
图表 12: 网商银行手续费收入结构图 (单位: %)	9
图表 13: 微众银行存款结构图 (单位: %)	10
图表 14: 网商银行存款结构图 (单位: %)	10
图表 15: 网商银行活期存款占比图 (单位: %)	10
图表 15: 微众银行不良率和关注率 (单位: %)	11
图表 16: 微众银行拨备覆盖率 (单位: %)	11
图表 17: 网商银行不良率和拨备覆盖率 (单位: %)	11
图表 18: 微众银行研发费用占当期营收的比重 (单位: %)	12
图表 19: 网商银行研发费用占当期营收的比重 (单位: %)	12
图表 20: 银行板块 PB 估值 (单位: 倍)	13
图表 21: 部分个股涨幅数据 (单位: %)	13

1 前言

2013年7月,《国务院办公厅关于金融支持经济结构调整和转型升级的指导意见》提出“尝试由民间资本发起设立自担风险的民营银行”;11月,党的十八届三中全会《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》提出“在加强监管的前提下,允许具备条件的民间资本依法发起设立中小型银行等金融机构”。允许设立民营银行是我国金融业对内开放的重要举措,将进一步激发民间资本金融创新潜力,激活金融市场活力。2014年末首家民营银行——微众银行成立。经过7-8年的快速发展,民营银行规模实现了稳步扩张。本文仅对微众银行以及网商银行的发展情况进行回顾,观察科技驱动型银行发展的总体情况以及发展趋势。

本文对上述两家银行的盈利情况、资产负债结构、规模扩张速度、净息差、资产质量、科技投入、股东结构等指标进行了回顾以及对比。2022年,微众银行实现ROE和ROA分别为27.9%和2.0%;网商银行的ROE和ROA分别为17.94%和0.82%。微众银行聚焦个人消费贷和小微企业金融服务,企业贷款占比42%,零售消费贷占比零售贷款比重达到93%,按照期初期末余额均值粗略估算的贷款平均收益率为10.31%,并积极拓展财富管理业务,网商银行聚焦个人经营贷业务,占贷款总额的比重达到84%,按照期初期末余额均值计算的贷款平均收益率为7.37%,其中,企业贷款的收益率为4.6%,零售贷款的收益率为8.12%。资产质量方面,2022年末,微众银行的不良率和关注率分别为1.47%和1.79%,较2021年上升27BP和38BP。网商银行的不良率为1.94%,较2021年上升41BP。2022年末,微众银行和网商银行的拨备覆盖率分别为414%和257%,较2021年下降53个百分点和107个百分点。不良率的上行和拨备覆盖率的下降,主要是2022年不良新生成明显上升所致。不过,从财报数据看,微众银行和网商银行2022年的拨备计提力度仍在提升。两家银行仍处于快速增长期,科技投入仍在增长,占当期的营收比重仍在高位。综合,业务发展方向以及结构、较高的科技投入、盈利指标以及资产质量情况看,两家银行仍保持高速增长的动能。

我们认为大量的科技投入为银行业务的发展、规模的扩张以及资产质量的把控提供了较强的支撑。从面对未来发展的角度看,无论是聚焦小微客群、普惠业务、绿色金融,以及不断扩展的理财等新业务都是可持续发展的重要方向。未来高速增长期过后,长期看或面临向平台型模式转型的压力。

2 微众银行和网商银行业务发展以及盈利情况回顾

2.1 微众银行和网商银行的股东结构

截至2022年末，微众银行股东总数为16家，全部为法人股东。

图表1: 微众银行股东结构 (单位: %)

股东名称	持股比例
深圳市腾讯网域计算机网络有限公司	32.73%
深圳市百业源投资有限公司	15.58%
深圳市立业集团有限公司	15.58%
深圳市淳永投资有限公司	7.71%
深圳市横岗投资股份有限公司	3.90%
深圳市大河信德企业管理有限公司	3.64%
深圳光汇石油集团股份有限公司	3.12%
深圳市文正科技有限公司	2.51%
深圳市科锐达贸易有限公司	2.35%
涌金投资控股有限公司	2.34%
信太科技(集团)股份有限公司	2.34%
深圳市金立通信设备有限公司	2.34%

资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

截至2022年末，网商银行股东总数6户，持股结构如下图。

图表2: 网商银行股东结构 (单位: %)

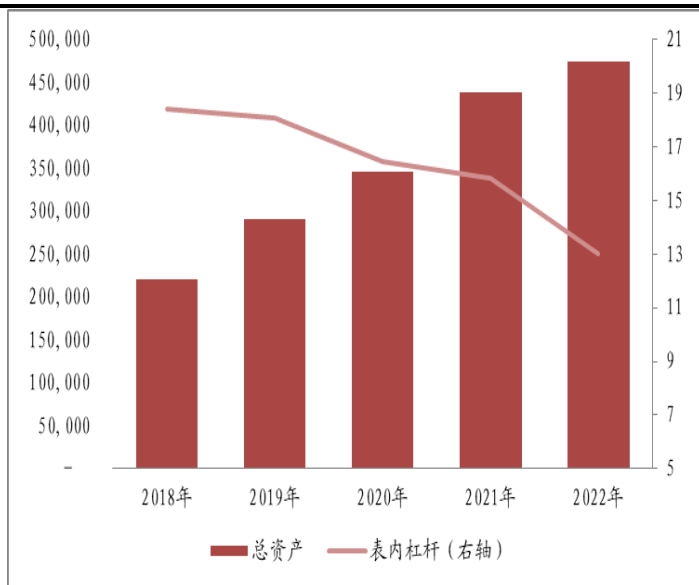
股东名称	持股比例
蚂蚁科技集团股份有限公司	30.00%
万向三农集团有限公司	26.78%
宁波市金润资产经营有限公司	19.48%
上海复星工业技术发展有限公司	15.22%
杭州禾博士电子商务有限公司	4.87%
金字食品有限公司	3.65%

资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

2.2 微众银行的 ROE 和 ROA 相对较优

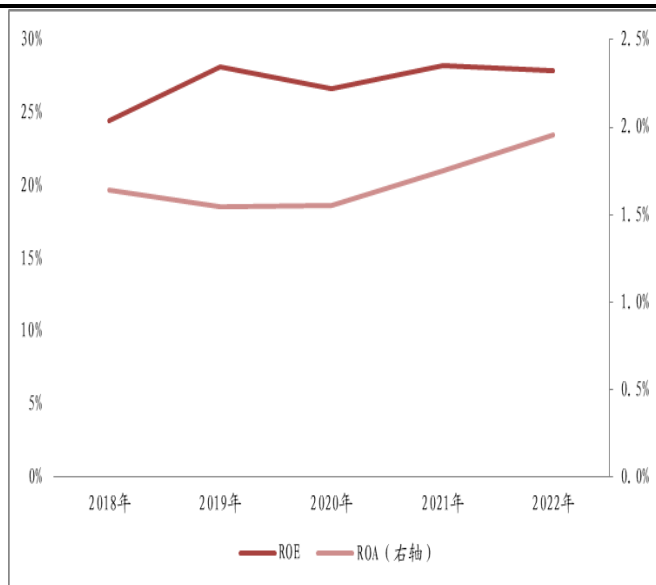
2022年，微众银行总资产达到4739亿元，所有者权益364亿元，表内杠杆13倍。实现营业收入354亿元，净利润89亿元。按照期初期末平均值计算，对应的ROE和ROA分别为27.9%和2.0%。

图表3: 微众银行总资产及杠杆 (单位: 百万元, %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

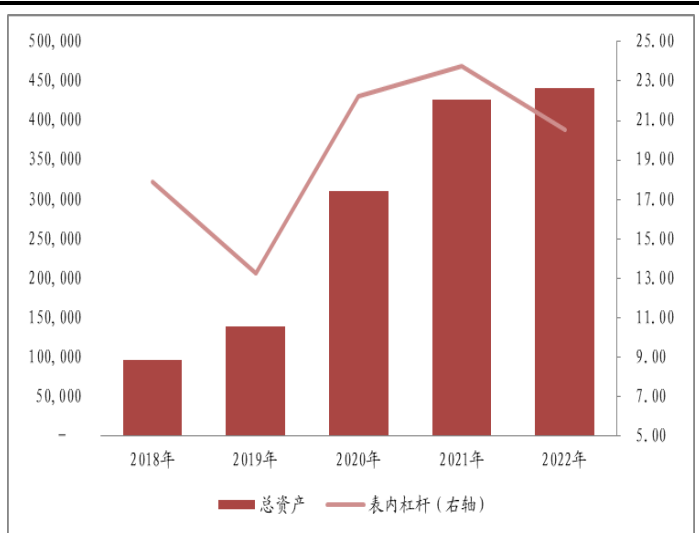
图表4: 微众银行 ROE 和 ROA (单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

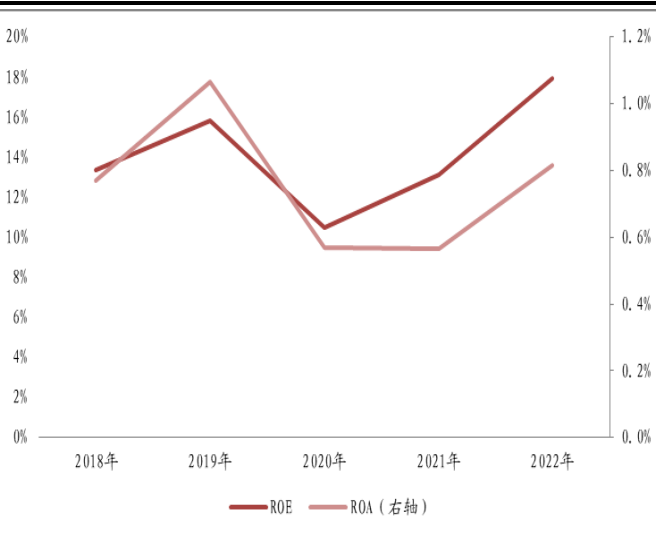
同期, 网商银行总资产达到4411亿元, 所有者权益215亿元, 表内杠杆21倍。实现营业收入157亿元, 净利润35亿元。对应的ROE和ROA分别为17.94%和0.82%。

图表5: 网商银行总资产及杠杆 (单位: 百万元, %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

图表6: 网商银行 ROE 和 ROA (单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

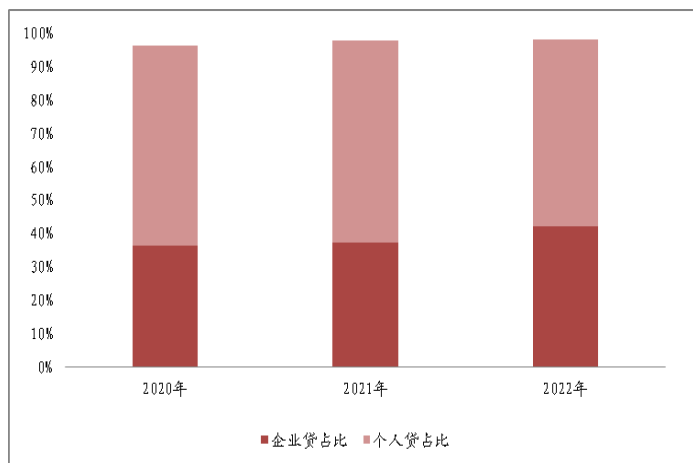
2.3 微众银行和网商银行的业务定位

2.3.1 微众银行聚焦个人消费贷和小微企业金融服务

从微众银行2022年的营收数据看, 实现利息净收入250亿元, 贡献71%的当期营业收入, 实现手续费净收入93亿元, 贡献了26%的当期营业收入。

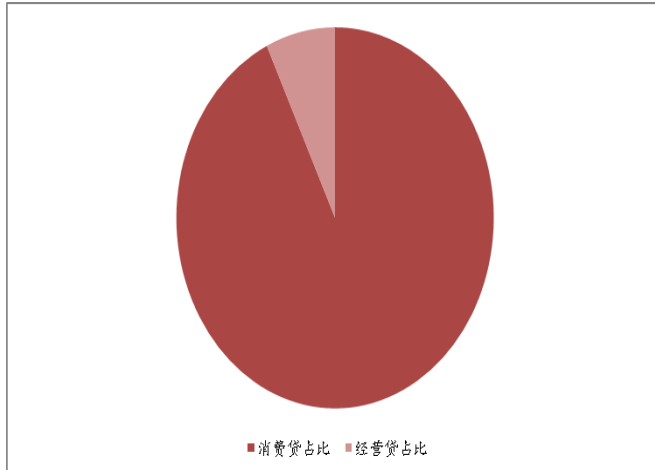
微众银行围绕“融入生活、持续创新、领先全球的数字银行”的战略愿景，积极运用金融科技手段扩大金融覆盖面，致力于满足普罗大众，个体工商户及小微企业的多元金融需求。从2022年末的贷款结构看，贷款总额达到3370亿元，其中企业贷款1421亿元，零售贷款1886亿元，占比分别为42%和56%。零售贷款中，消费贷款达到1753亿元，占零售贷款的比重达到93%，而截至2022年末个人有效客户数已经达到3.62亿人。按照期初期末平均余额计算的贷款平均收益率为10.31%。

图表7: 微众银行企业和零售贷款占比 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

图表8: 微众银行零售贷款结构 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

微众银行的个人金融业务，主要包括以下几个主打产品：微粒贷、微户贷、微账户和微车贷。其中，微粒贷是通过微信、手机QQ等APP提供一次授信、循环使用的纯线上小额信用贷款，24小时全天候，无需纸质资料，无需担保与抵质押，最高可借20万元，满足普罗大众的消费信贷需求；微户贷是针对微粒贷存量客户中的小微经营类客户提供用于生产经营活动、最高50万元的全线上个人经营贷；微账户是与财付通合作，为微信支付活跃客户，尤其是创新创业者，个体经营者和大众理财等客群提供的全线上账户，存款和理财服务；微车贷则是为购车消费者提供的数字化汽车贷款产品。

具体看上述部分业务的成果，截至2022年末，微粒贷约46%的客户来自于三线及以下城市，约17%的客户此前无人行征信记录，笔均贷款金额约为7600元，约70%的客户单笔借款成本低于100元；微户贷约27%的客户为无人行经营性贷款记录的“首贷小微客户”，约37%的客户为无人行经营性信用贷款记录的“信用首贷小微客户”，超过70%的客户集中于批发零售业、制造业、住宿餐饮业等基础民生行业，微户贷已结清借据的平均存续期仅为39天，约78%的客户单笔借款成本低于200元，主要满足短期资金周转需求，有效降低融资成本。

图表9: 微众银行个人金融主打产品

产品类型	针对客群	贷款类型	最大贷款金额
微粒贷	通过微信、手机 QQ 等 APP 提供一次授信、循环使用的纯线上小额信用贷款。	消费贷	20 万元
微户贷	针对微粒贷存量客户中的小微经营类客户提供用于生产经营活动的贷款。	经营贷	50 万元
微账户	与财付通合作，为微信支付活跃客户，尤其是创新创业者，个体经营者和大众理财等客群提供的全线上账户。	-	-
微车贷	购车消费者提供的数字化汽车贷款产品。	消费贷	-

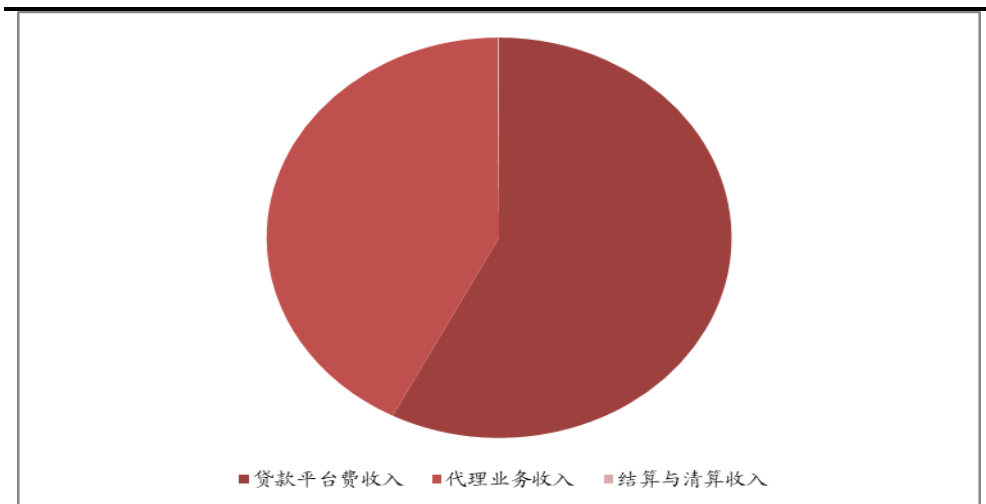
资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

除以上几类个人金融主打产品外, 2022年, 微众银行还推出了“微众银行财富+”品牌, 利用先进的科技, 打造数字化理财服务。截至2022年末, “微众银行财富+”累计与57家基金公司, 19家银行理财子公司, 8家信托公司, 9家保险公司等金融机构展开合作。

企业金融方面, 仍然是利用数字化的方式, 打造“微众企业+”品牌, 满足小微企业的融资、现金管理等金融需求。截至2022年末, 累计为超过110万家小微企业提供授信服务, 为超40万家企业提供账户服务。其中微业贷是主打产品, 为企业提供流动资金贷款。截至2022年末, 微业贷近100%的小微客户为民营企业, 超过70%的客户年营收在1000万元以内, 户均授信约99万元, 笔均借款约20万元, 超过50%的客户单笔借款利息在1000元以内, 服务两年以上的客户中, 仍在营的比例在95%以上。客户主要集中在批发零售业、制造业、建筑业贷款余额占比超过70%, 企业征信白户占比超过50%, 信用贷款余额占比达到98%。除此之外, 还积极拓展产业金融和科技金融服务, 其中产业金融主要聚焦采购供应链服务。

中间业务方面, 微众银行的手续费收入主要来自于贷款平台费收入和代理业务收入。截至2022年末, 占比分别为58%和42%。如果剔除相关业务支出, 则手续费净收入更多的来自于代理平台费收入。

图表10: 微众银行手续费收入结构图 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

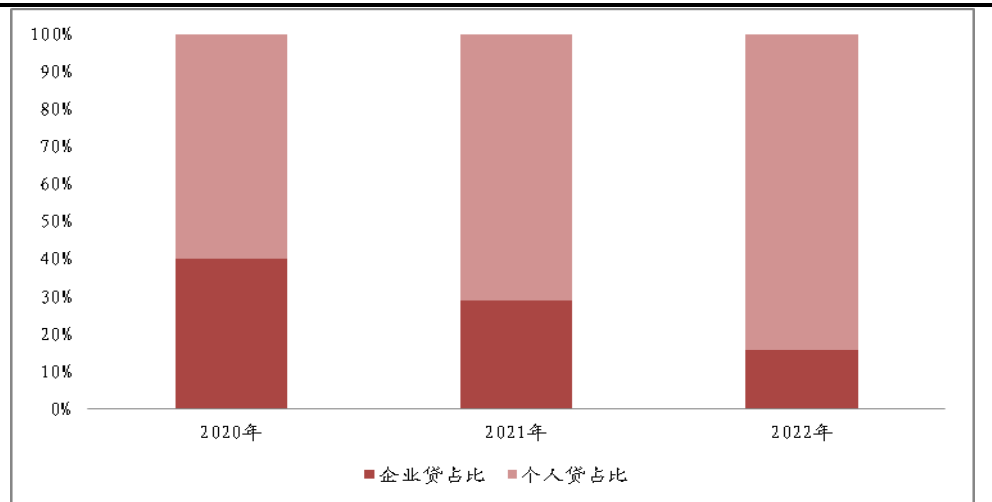
2.3.2 网商银行聚焦个人经营贷

从网商银行2022年的营收数据看, 实现利息净收入111亿元, 贡献71%的当期营业收入, 实现手续费净收入39亿元, 贡献了25%的当期营业收入。各项业务的收入贡献比和微众银行基本持平。

网商银行则以小微客户成长为内核, 深耕内外生态场景, 围绕普惠小微、产融小微和农村客户三个核心客群, 建设“普惠银行、交易银行、开放银行”。在普惠小微业务方面, 网商银行依托场景化开展金融服务, 主要服务客户领域涵盖电商, 线下小店, 企业客户, 经营性农户, 供应链小微企业等实体经济的毛细血管, 户均贷款余额4.83万元。

网商银行和微众银行类似, 也聚焦于小微客群。不过, 当前网商银行的零售贷款占比更高, 而且零售中主要以个人经营贷为主。截至2022年末, 网商银行的贷款总额达到2312亿元, 其中企业贷款366亿元, 零售贷款1954亿元, 占比分别为16%和84%。零售贷款主要是个人经营贷, 2022年末占比达到100%。而按照期初期末均值计算的贷款平均收益率为7.37%, 其中, 企业贷款的收益率为4.6%, 零售贷款的收益率为8.12%。

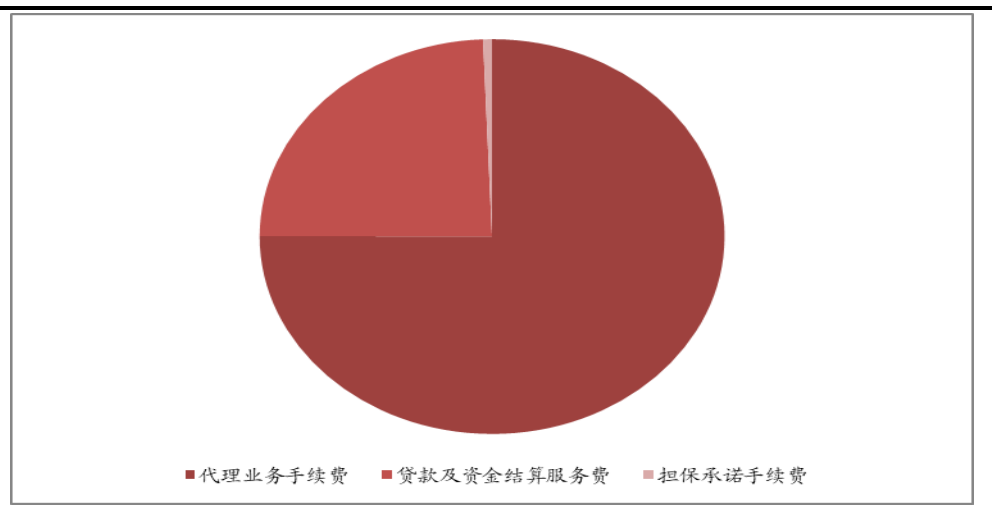
图表11: 网商银行贷款结构 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

网商银行手续费收入主要来自于代理业务手续费和贷款及资金结算服务费,截至2022年末,占比分别为75%和24%,如果剔除相关业务支出,则手续费净收入更多的来自于代理业务手续费。

图表12: 网商银行手续费收入结构图 (单位: %)



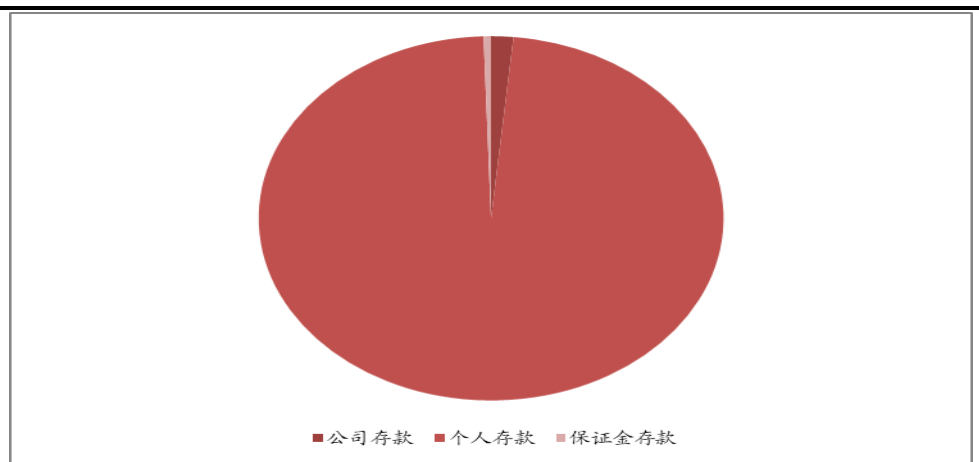
资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

2.4 负债端存款占比持续上升

负债端, 两家银行的存款均保持持续增长态势, 占负债的比重也稳步上升。截至2022年, 微众银行的存款占负债的比重达到81.6%, 同期网商银行的占比为61.6%。

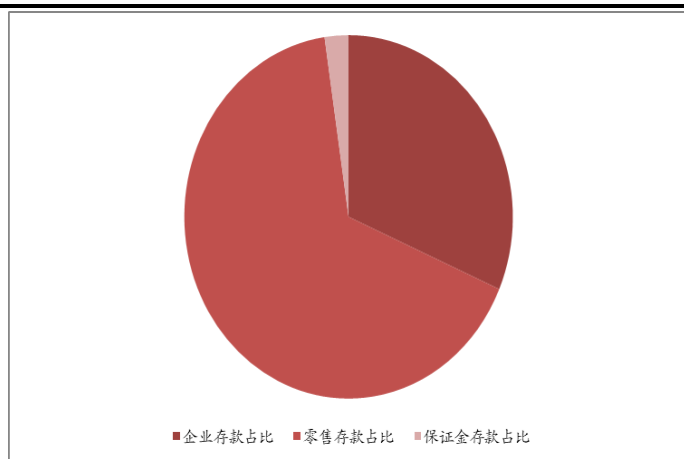
微众银行存款98%来自于零售端; 网商银行32%的来自于企业, 66%来自于零售客户, 活期存款占比在71%。按照期初期末余额, 粗略的估算, 微众银行的存款付息率在2.24%, 而网商银行的存款付息率在2.1%。对比上市银行数据, 当前存款成本与部分上市银行基本相当。

图表13: 微众银行存款结构图 (单位: %)



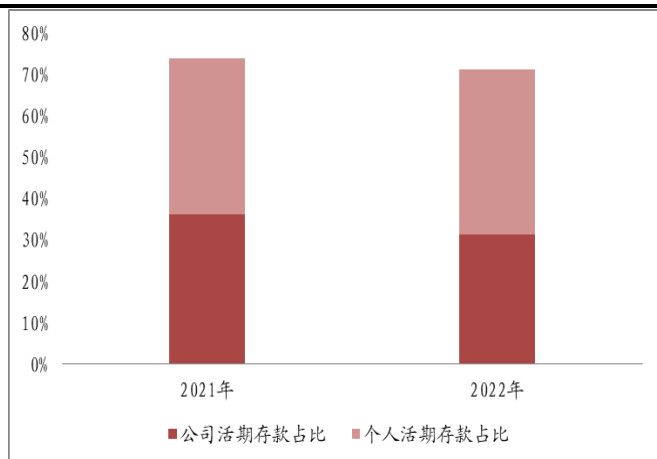
资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

图表14: 网商银行存款结构图 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

图表15: 网商银行活期存款占比图 (单位: %)

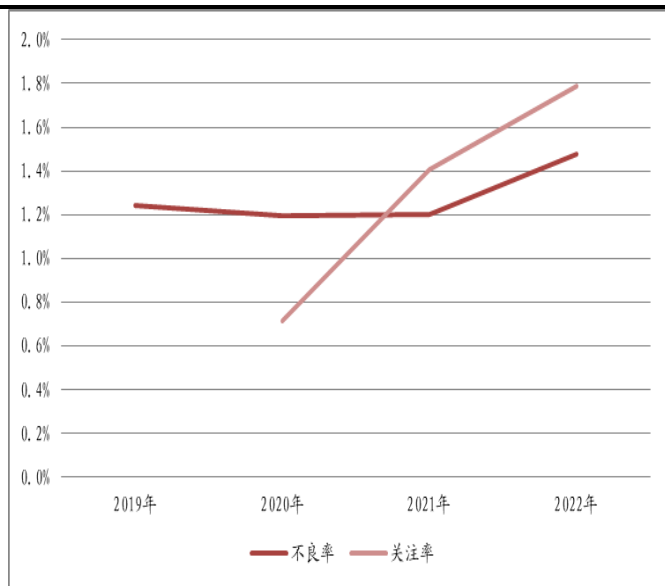


资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

2.5 2022 年资产质量略有波动

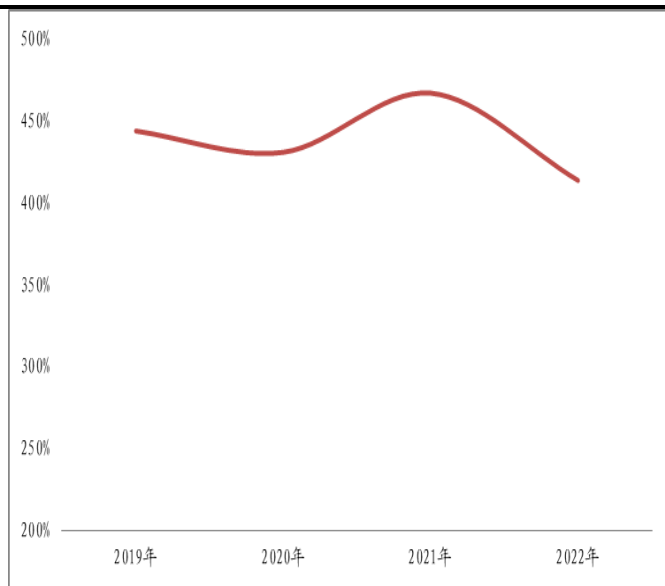
2022年末, 微众银行的不良率和关注率分别为1.47%和1.79%, 较2021年上升27BP和38BP。网商银行的不良率为1.94%, 较2021年上升41BP。2022年末, 微众银行和网商银行的拨备覆盖率分别为414%和257%, 较2021年下降53个百分点和107个百分点。不良率的上行和拨备覆盖率的下降, 主要是2022年不良新生成明显上升所致。不过, 从财报数据看, 微众银行和网商银行2022年的拨备计提力度仍在提升。

图表15: 微众银行不良率和关注率 (单位: %)



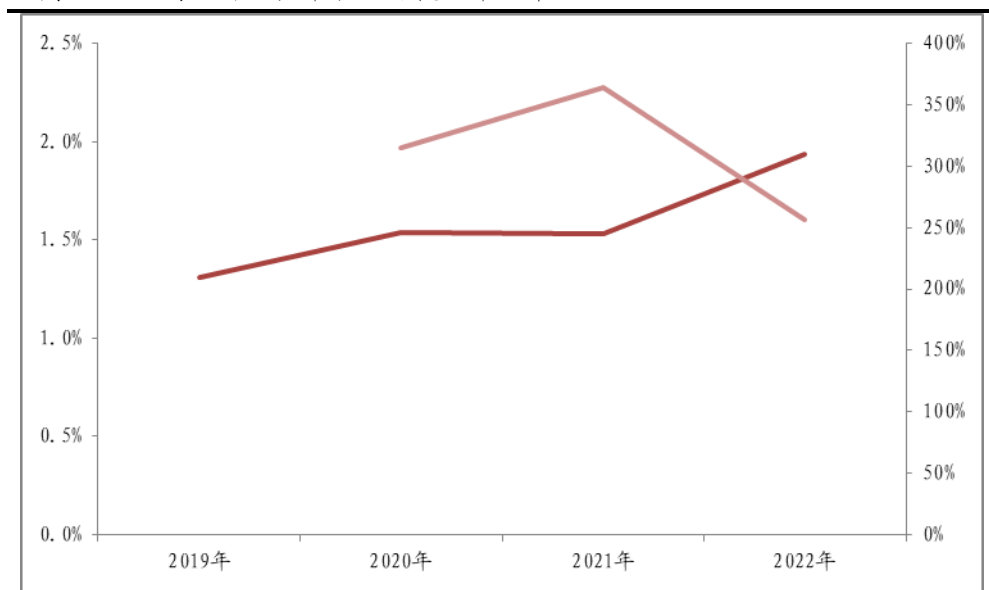
资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

图表16: 微众银行拨备覆盖率 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

图表17: 网商银行不良率和拨备覆盖率 (单位: %)



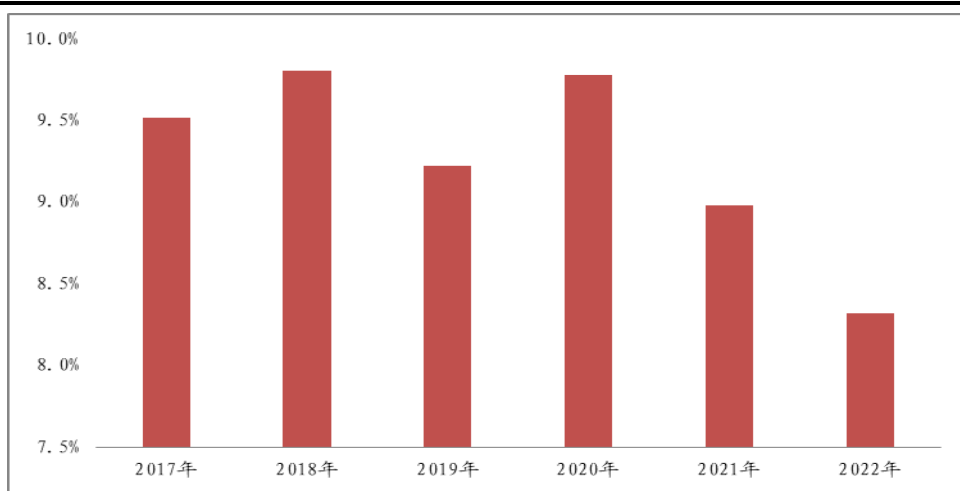
资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

2.6 科技驱动型银行, 科技开支占营收的比重较高

2022年, 微众银行在粤澳两地上线运行了粤港澳大湾区首个跨境数据验证平台, 并提供了区块链开源技术支持。自主研发的多方大数据隐私计算平台 (WeDPR-PPC), 已在国家健康医疗大数据科技创新应用平台, 海洋大数据研究平台等场景上线, 有效助力隐私保护前提下的数据分析研究。此外, 还牵头研发了区块链底层技术平台“FISCO BCOS”有力保障“珠三角征信链”等平台运行。微众银行坚定走高水平科技发展道路, 在人工智能, 区块链, 云计算, 大数据等领域核心技术研发运用方面持续深入和发力, 着手打造新的科技能力矩阵, 2022年研发费用投入达到29.43亿元, 同比增长21.47%, 研发费用过去5年的复合增速达到36%。2017年以来, 研发费用占营收

的比重均值在9.3%。

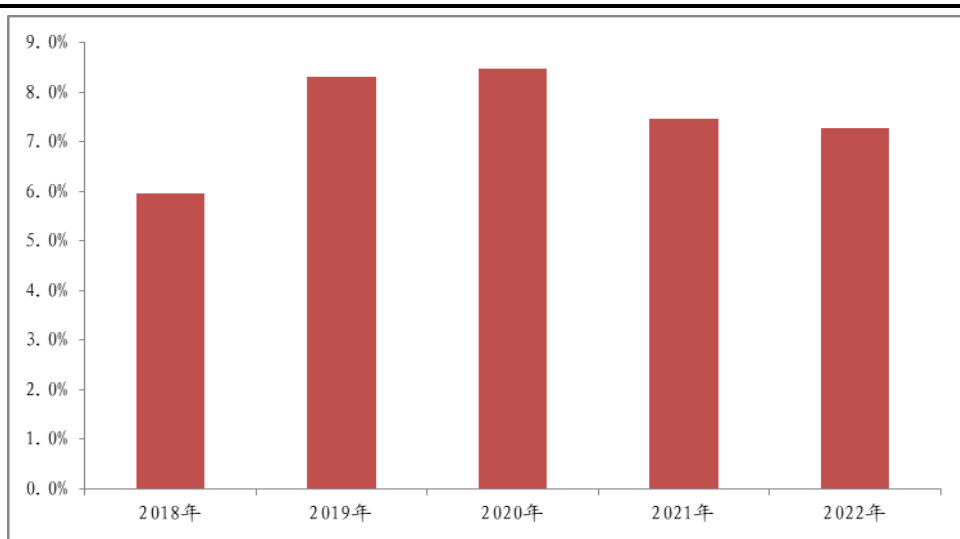
图表18: 微众银行研发费用占当期营收的比重(单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

网商银行同样采取科技驱动的方式, 不设线下网点, 借助云计算和人工智能技术, 实践无接触贷款“310”模式(3分钟申请, 1秒钟放款, 全程0人工干预)。“大山雀”卫星遥感技术、“大雁”数字供应链金融系统, “百灵”人工智能风控系统, 已经成为网商银行的三张名片, 在技术上也实现持续突破。此外, 网商银行不断扩大银税互动的服务范围, 目前已经和全国32家省级税务局达成合作。截至2022年末, 在银税互动与政府性担保业务的覆盖范围仅次于国有大型银行。截至2022年, 网商银行员工达到1579人, 科技人才占比55%, 全年研发费用11.41亿元, 同比增长10%, 研发费用过去4年的复合增速达到32.2%。2018年以来, 研发费用占营收的比重均值在7.5%。

图表19: 网商银行研发费用占当期营收的比重(单位: %)



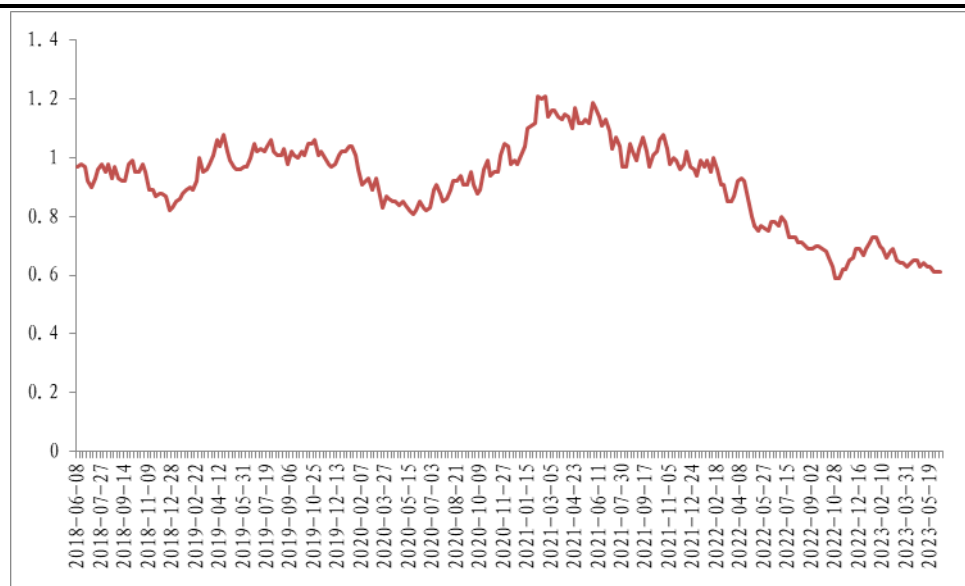
资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

3 投资策略

3.1 板块估值低位

年初至2023年6月5日，银行指数（中信）整体上涨2.14%，当前银行指数对应的加权PB为0.61倍。

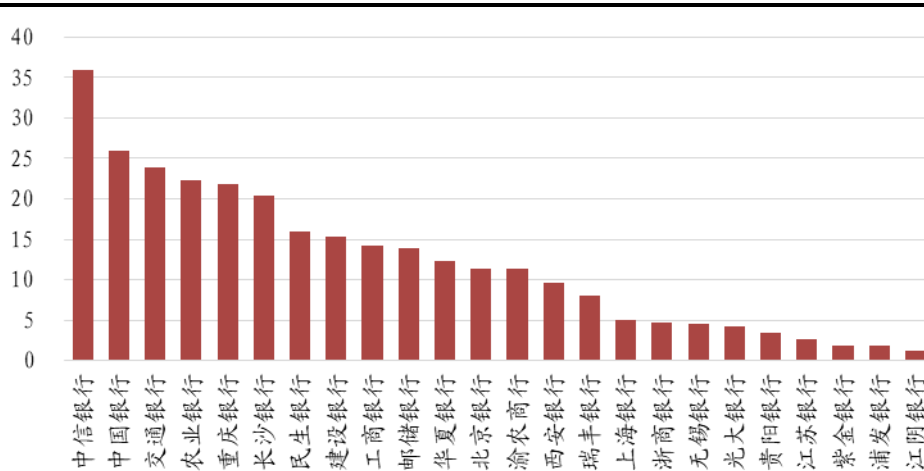
图表20: 银行板块 PB 估值 (单位: 倍)



资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

个股方面, 截至2023年6月5日, 有21只个股跑赢银行板块指数; 有13只个股涨幅超过10%。

图表21: 部分个股涨幅数据 (单位: %)



资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

3.2 投资策略

大量的科技投入为银行业务的发展、规模的扩张以及资产质量的把控提供了较强的支撑。从面向未来的角度看，无论是聚焦小微客群、普惠业务、绿色金融，以及不断扩展的理财等新业务都是可持续发展的重要方向。未来高速增长期过后，长期看或面临向平台型模式转型的压力。

我们维持2023年5月16日发布的《总量适度 节奏平稳》报告中的投资观点不变。货币政策执行报告强调总量适度，节奏平稳，保持利率水平合理适度，整体上看仍保持稳健基调。后续宏观经济运行有望保持整体好转，其中二季度在低基数影响下增速可能明显回升。近期，受估值修复行情的推动，部分大型银行的股价有所上涨。后续经济持续改善有望推动银行板块估值继续提升。2023年个股选择上，我们建议关注两条主线：第一是债务风险缓释，经济持续改善，板块的估值修复行情可期。建议关注低估值的大型银行。第二是受规模扩张的支撑，营收端稳定高增的公司，总体业绩增速也相对较好。

4 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。

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