

金融转型：从工业时代到科技时代

行业研究 · 行业投资策略

金融 · 银行

投资评级：超配（维持评级）

证券分析师：王剑

021-60875165

wangjian@guosen.com.cn

S0980518070002

证券分析师：孔祥

021-60375452

kongxiang@guosen.com.cn

S0980523060004

证券分析师：陈俊良

021-60933163

chenjunliang@guosen.com.cn

S0980519010001

证券分析师：田维韦

021-60875161

tianweiwei@guosen.com.cn

S0980520030002

联系人：刘睿玲

021-60375484

liuruling@guosen.com.cn

01

城镇化工业化的成熟

02

科技金融——银行业变革趋势之一

03

大财富——银行业变革趋势之二

04

海外银行应对低利率环境之策

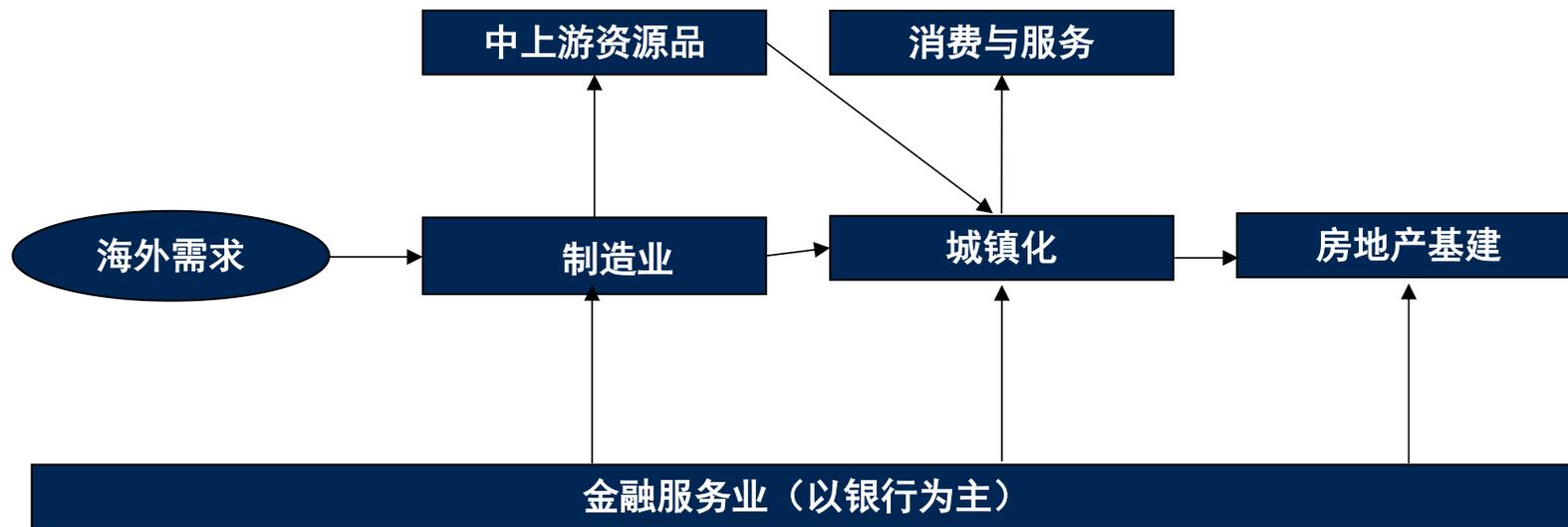
新中国成立后，我国开展计划经济，快速发展重工业

改革开放以来，我国借助自身土地辽阔、劳力充足、市场庞大等优势，逐渐承接了来自发达国家的制造业

➢ 海外需求、房地产、基建投资是重要的终端需求，再加上为此配套的制造业，一度成为我国经济增长的总发动机

➢ 2001年加入WTO后，我国更是确立了“世界工厂”的定位

图：金融服务实体经济



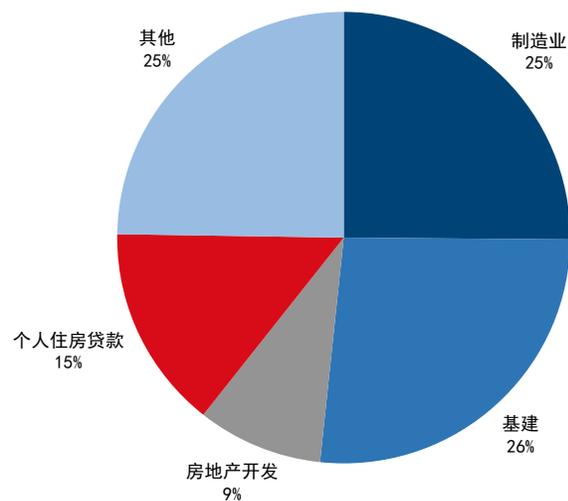
资料来源：人民网，国信证券经济研究所整理

工业时代商业银行主要特征

- ▶ 时代特征：重资产、风险偏低、有质押品、汇报稳定、适合债权融资，银行随之发展，动员居民储蓄用于工业化、城镇化
- ▶ 重点业务：以存贷款业务为主，其中贷款又包括：基建贷款、制造业贷款、房地产贷款（按揭+开发）等

银行处于黄金时代：规模扩张，息差稳定，资产质量可控

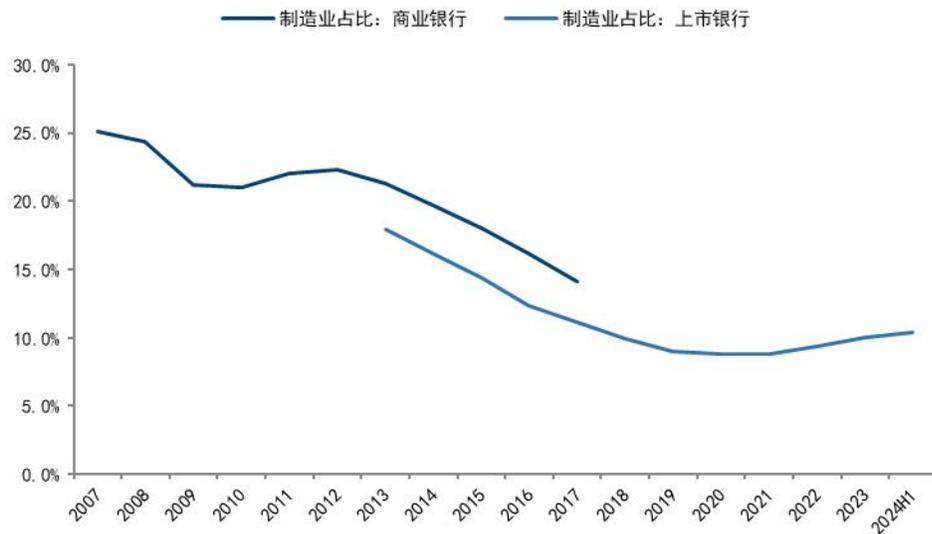
图：商业银行2007年信贷投向



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

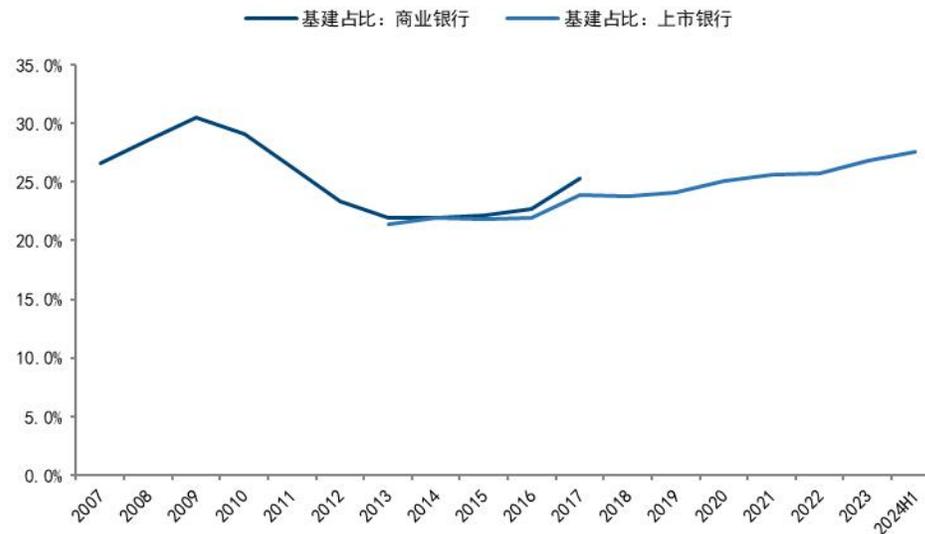
“三期叠加”时期，传统制造业因各项成本抬升而式微，房地产、基建作为托底需求又维持了较长时间。银行信贷结构也随着需求的变化而变化，对公业务集中于基建，零售业务集中于个人住房贷款

图：商业银行信贷投向：制造业占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

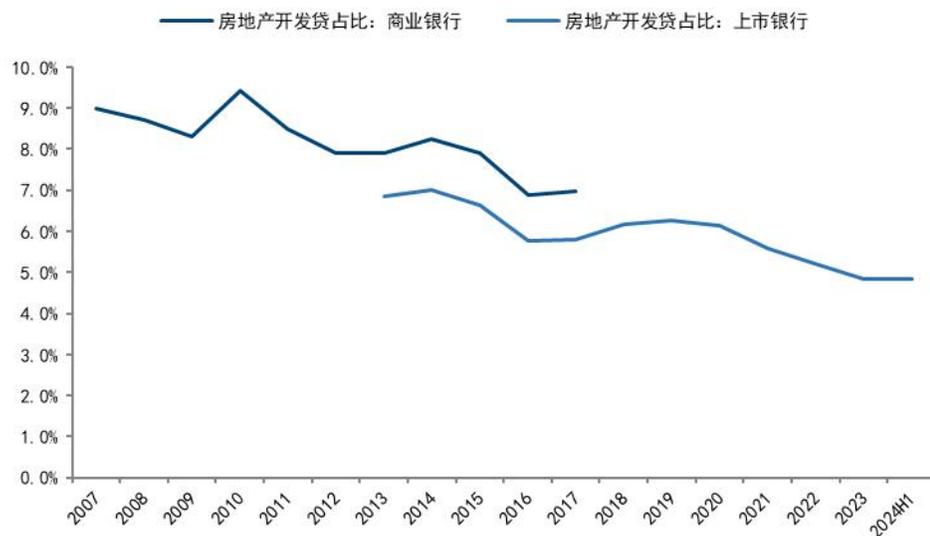
图：商业银行信贷投向：基建占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

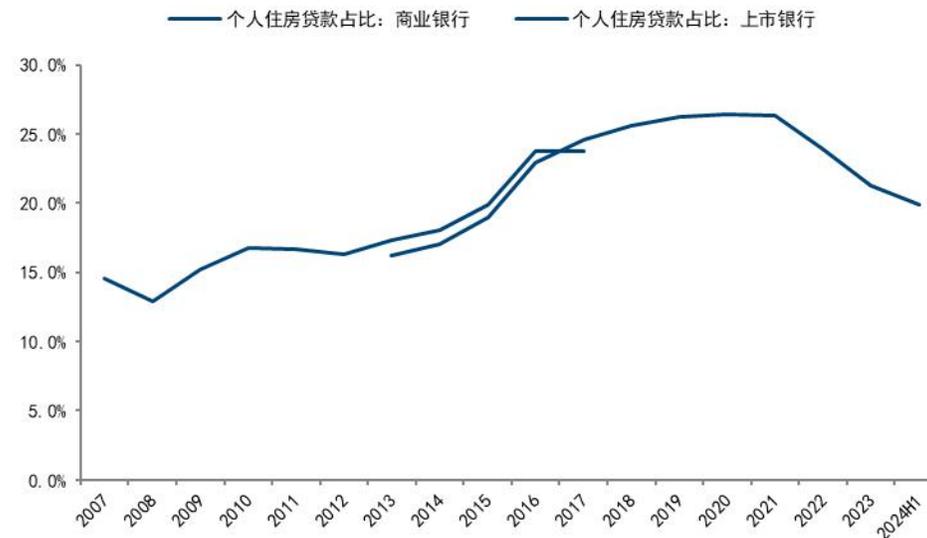
“三期叠加”时期，传统制造业因各项成本抬升而式微，房地产、基建作为托底需求又维持了较长时间。银行信贷结构也随着需求的变化而变化，对公业务集中于基建，零售业务集中于个人住房贷款

图：商业银行信贷投向：房地产开发贷占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：商业银行信贷投向：个人住房贷款占比

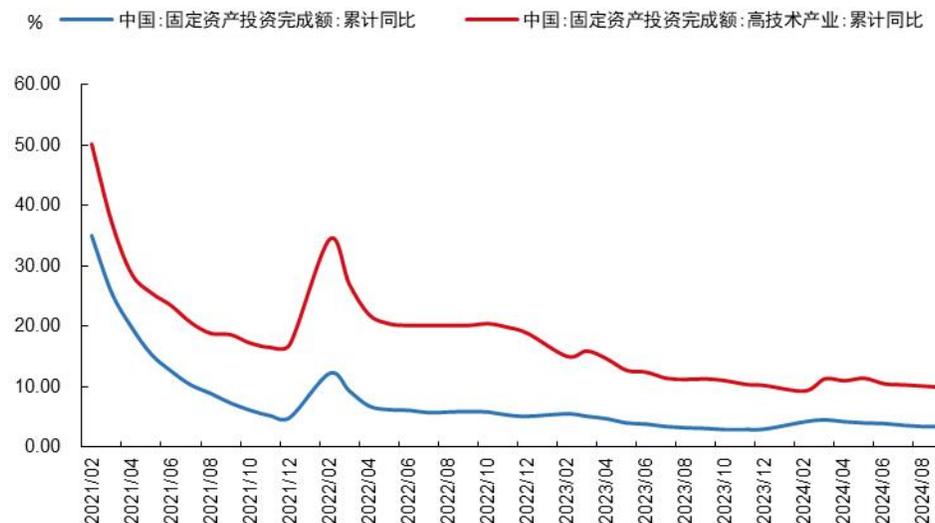


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

新动能曙光已现

➤ 高技术产业，特别是高技术制造业是经济新动能的主要代表。高技术产业分为高技术制造业和高技术服务业，其中高技术制造业包括医药制造业，航空、航天器及设备制造业，电子及通信设备制造业，计算机及办公设备制造业，医疗仪器设备及仪器仪表制造业，信息化学品制造业等6大类；高技术服务业包括信息服务、电子商务服务、检验检测服务、专业技术服务业的高技术服务、研发与设计服务、科技成果转化服务、知识产权及相关法律服务、环境监测及治理服务和其他高技术服务等9大类。

图：高技术制造业投资增速明显更快，意味着对银行融资的需求更旺盛

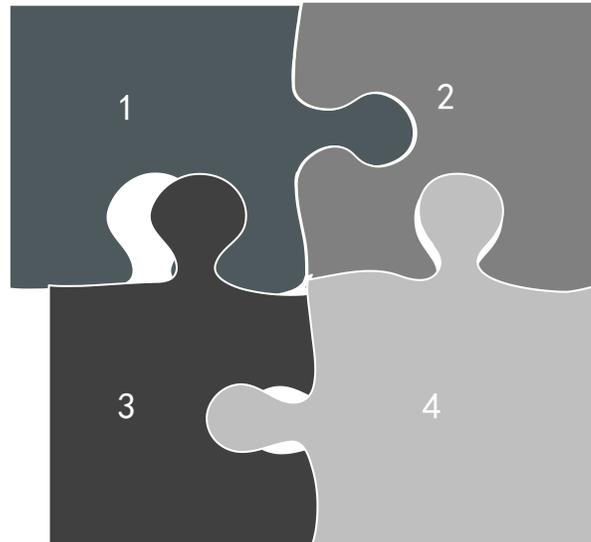


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

科技时代给银行带来新需求

科技时代银行业的特征：高风险、高收益、无抵押（以无形资产为主、专用性强、变现难），不适合债权融资，适合股权融资，主要靠创投基金，银行打配合。

- **新动能带来新需求：**新兴产业以创新驱动，本身具有更高的风险；新兴产业属于知识密集型产业，相比房地产、基建等缺乏抵押品。因此，新兴产业对股权融资的需求更高，传统信贷业务无法满足新兴产业的融资需求，这意味着银行面临的金融服务需求发生了变化
- **零售业务继续加码财富管理：**更大程度地介入资本市场意味着银行将更多地参与直接融资市场，也给银行零售业务带来变革，未来零售业务发展将更多转向财富管理业务

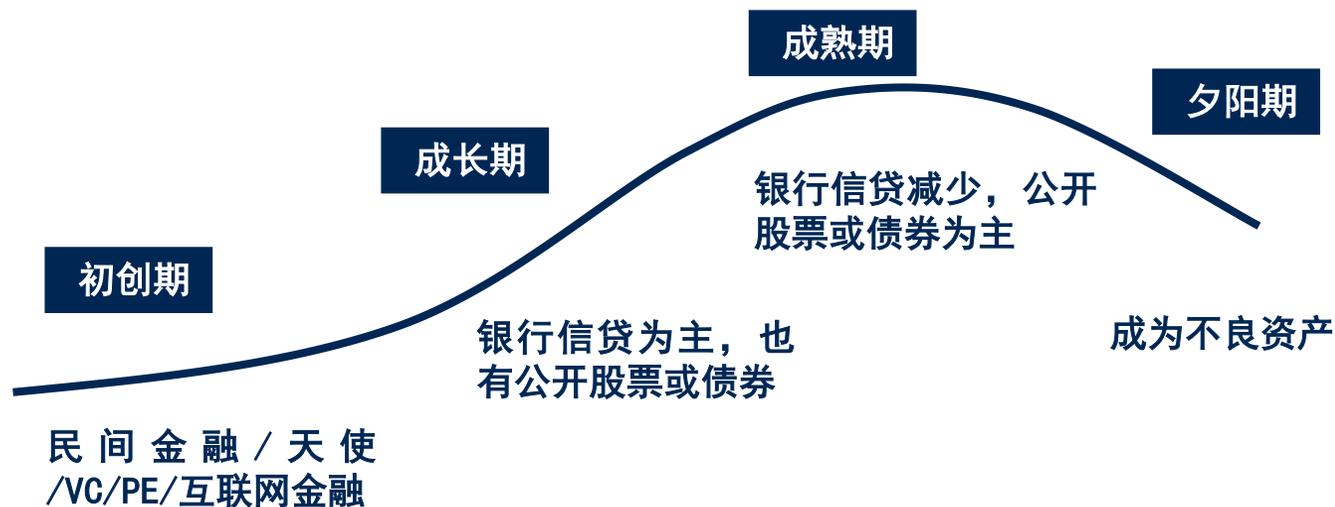


- **更深度地综合化，服务新兴产业：**银行需要尽快创新业务模式，探索投贷联动、资产管理等业务，介入资本市场与股权投资，服务新兴产业，这对银行业综合化经营提出了更高的要求。在投向上，则应注重潜力大的科技金融、普惠金融、绿色金融等领域
- **顺应国际化发展趋势：**伴随产业梯度转移，在国家对外开放大格局下，银行需增强全球资本整合能力，提升跨境资源配置功能，同时也是为传统制造业客户出海提供服务，开启国际化发展新征程。但国际化一般以大中型银行为主

科技时代银行面临的三大挑战：

- 服务科技企业，发展科技金融，需要尽快创新业务模式
- 对贷款的需求变少（信贷业务资产荒），对新兴产业股权投资的需求增加（大财富业务），脱媒，利差变中收
- 资本富余甚至过剩，因此资本的价格下降，进入低利率环境

图：企业优序融资理论



资料来源：Myers和Majluf(1984)，国信证券经济研究所整理

【 01 】 城镇化工业化的成熟

【 02 】 科技金融——银行业变革趋势之一

【 03 】 大财富——银行业变革趋势之二

【 04 】 海外银行应对低利率环境之策

科技时代对于银行业而言

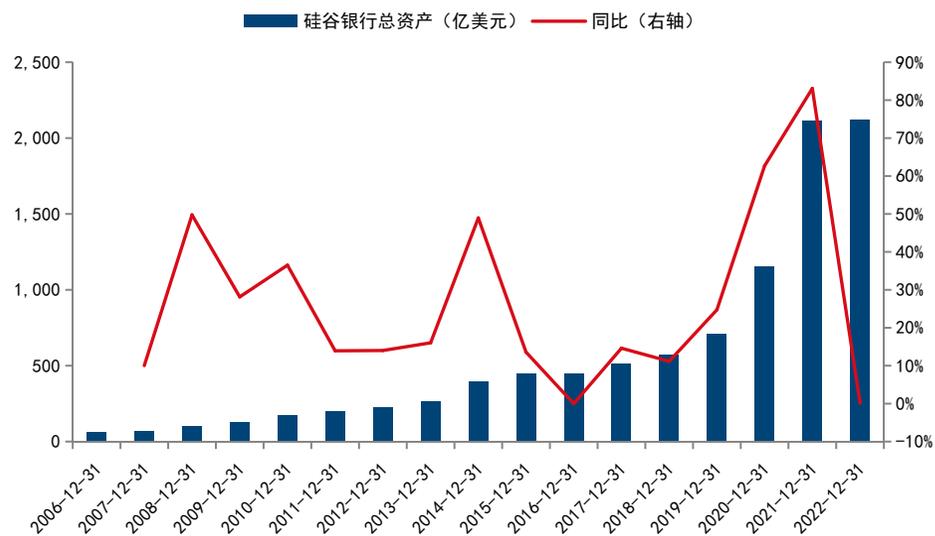
最大的挑战便是如何服务科技企业

而这超越了传统存贷款业务模式

2023年硅谷银行倒闭，但硅谷银行的科技金融业务仍有值得借鉴之处

- 硅谷银行在美联储大幅加息背景下，因流动性管理不善而倒闭，但其科技金融业务仍有值得借鉴之处
- 硅谷银行是一家规模不大的银行。尽管其2022年末的并表资产总额达到2118亿美元，但主要是疫情期间美联储放水导致其规模短时间内快速膨胀。在此之前，硅谷银行规模并不大，其2019年末总资产仅有710亿美元（约合5000亿元人民币）
- 硅谷银行业务集中在美国，其网点大都分布于美国本土

图：硅谷银行资产规模在疫情期间快速膨胀



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：硅谷银行网点分布

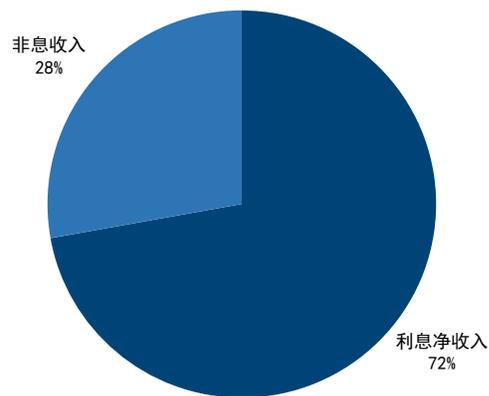


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

硅谷银行的科技金融业务仍有值得借鉴之处

- 硅谷银行在本质上仍然是一家传统的商业银行，专注于存贷款业务
- 硅谷银行目标客群有别于其他商业银行，主要服务于PE/VC、高科技企业，以及这些企业的员工等高净值个人客户

图：硅谷银行2022收入仍以利息净收入为主



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：硅谷银行2022年末贷款结构

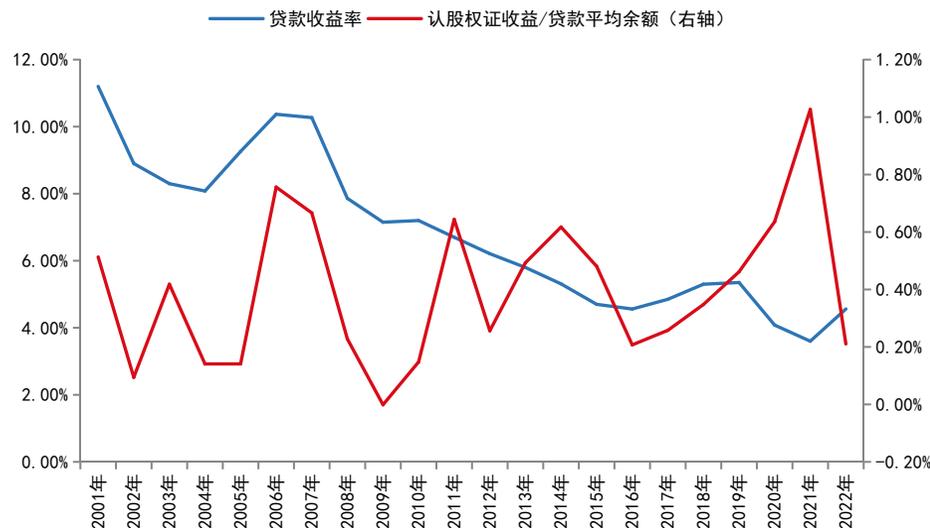
贷款领域	主要特点	余额（亿美元）	占比
Global fund banking	为 PE/VC 机构提供的贷款，主要是 capital call lines of credit。这类贷款的偿还依赖于 PE/VC 所管基金产品的 LP 的后续资金投入	413	56%
Investor dependent	这类贷款主要给初创企业，其贷款偿还是不是依赖于企业本身的现金流，而是依赖于企业后续成功融资、被收购或者 IPO	67	9%
Innovation C&I	给高新技术企业的贷款，贷款偿还依赖于企业的现金流或者抵质押品	86	12%
Private bank	给私人银行客户的贷款，一般以不动产作为抵押	105	14%
其他	-	72	10%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

硅谷银行的科技金融业务仍有值得借鉴之处

- 硅谷银行的一些贷款附带认股权证，认股权证收入包括行权收益以及未行权时的公允价值变动收益，从而在利息收入外进一步补偿风险。硅谷银行的认股权证收益稳定在贷款规模的0.4%左右
- 附带认股权证的贷款一般是科技、生物、医疗等新兴行业的贷款（包括Investor Dependent loans、Cash Flow Dependent loans和Innovation C&I loans）
- 认股权证的价值与PE/VC投资获利的模式如出一辙，其大部分收益来自少数几个成功投资的企业。截至2022年末，硅谷银行持有3234家企业的认股权证（价值总额3.84亿美元），其中有65家企业的认股权证价值超过100万美元，这65家企业的认股权证价值占据了所有认股权证价值的52%

图：硅谷认股权证带来的收益稳定在贷款规模的0.4%左右

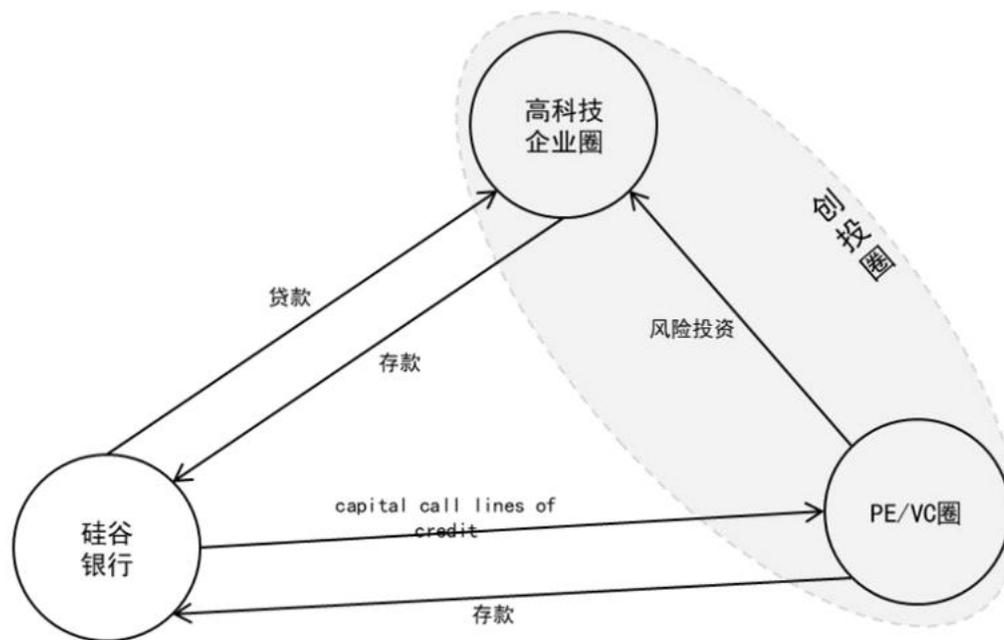


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

硅谷银行的科技金融业务仍有值得借鉴之处

- 硅谷银行长期深耕PE/VC企业以及高科技企业领域，建立了稳固的优势，主要客户也集中于这个圈子
- VC投资过的美国科技和生命科学公司中有约50%是硅谷银行的客户，VC投资并在2022年成功IPO 的公司中有44%是硅谷银行的客户

图：硅谷银行将自己打造成了创投圈的“财务公司”



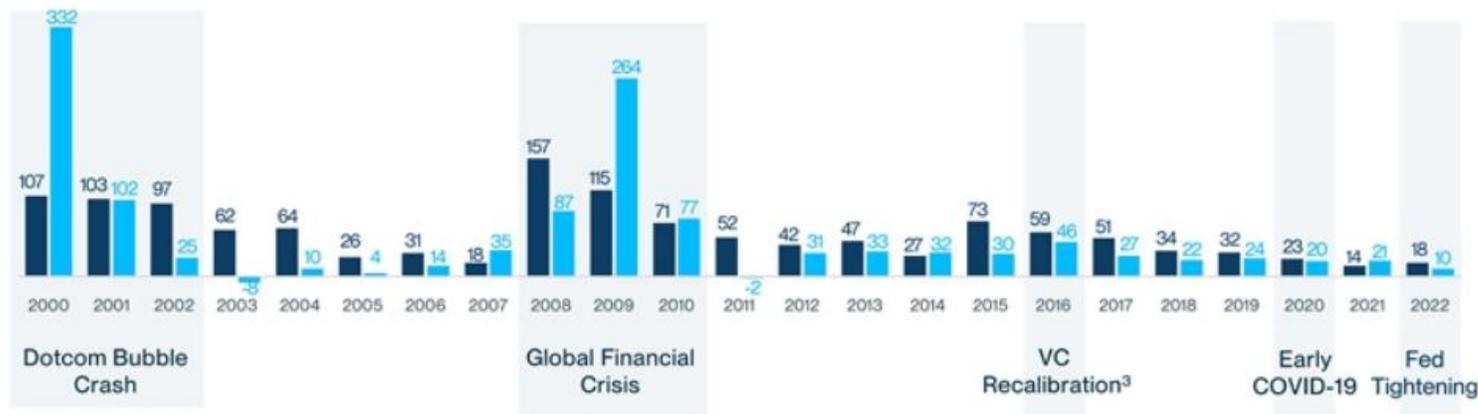
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

硅谷银行的科技金融业务仍有值得借鉴之处

- 尽管科技贷款被视为高风险，但硅谷银行长期专注于创投圈领域，取得了良好的风控效果。除网络泡沫、次贷危机外，其余时间的不良率长期在1%以内
- 硅谷银行的ROE也长期高于行业平均水平

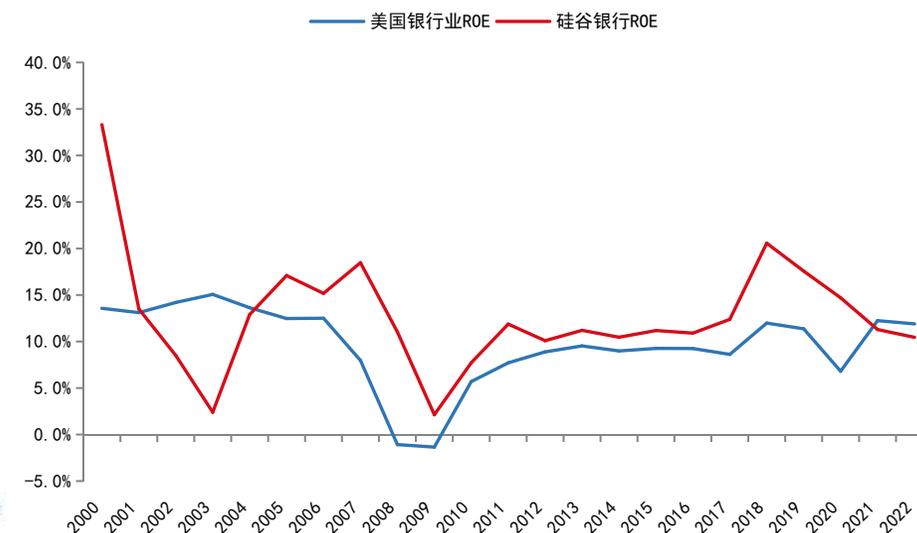
图：硅谷银行不良率及净核销率

Non-performing loans (NPLs¹) & net charge-offs (NCOs²)
Bps



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：硅谷银行的ROE长期高于行业平均水平

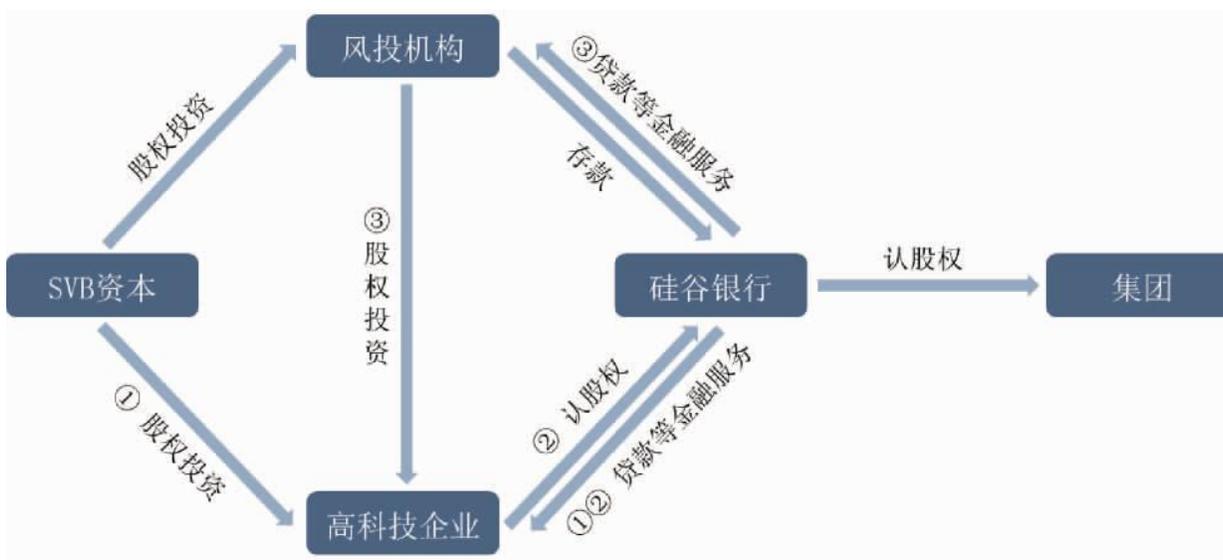


资料来源：FDIC, Wind, 国信证券经济研究所整理

硅谷银行“投贷联动”的业务模式

- “贷款+认股权证”：硅谷银行向已有风投机构进入的科创企业提供风险贷款，风险贷款的还款来源主要依赖于企业后期所募集获得的风险资本，即企业融资性现金流，而非企业经营性现金流。同时，集团会与企业达成协议获得部分认股权证，在企业上市或被并购时行使，若不行权则可以通过转让认股权证来实现投资收益。
- “贷款+直接股权投资”：对于资质较优的客户，硅谷银行提供贷款的同时，硅谷资本会直接跟投，通常会与风投机构的资金同时入股。
- “直接贷款给PE/VC”：以PE/VC的投资者（GP/LP）的资本缴纳承诺作为担保的贷款。当PE/VC有看好的项目时，其投资者的资金一时可能不能全部到位，此时硅谷银行会投放信贷资金给PE/VC，当投资者资金到位后再偿还硅谷银行贷款。

图：硅谷银行投贷联动模式



资料来源：《硅谷集团科技金融发展模式借鉴》，丁雨婷，2019，国信证券经济研究所整理

硅谷银行的问题也值得反思

- 硅谷银行的问题在于：一是客户高度集中于PE、VC机构及科创企业等“创投圈”，这些客户的行为高度趋同，容易引发存款挤兑；二是公司高估了存款的稳定性，资产负债的期限错配严重，流动性头寸准备不足
- 在前几年货币宽松时期，这些问题被掩盖了，但2022年美联储进入加息周期，PE/VC市场的资金变得紧缺，尤其是初创企业处于“烧钱”阶段，对资金需求量很大，部分机构和企业从硅谷银行取走存款，最终引发挤兑。

图：2022年以来美国VC市场的资金变得紧缺



资料来源：NVCA，国信证券经济研究所整理

以杭州银行为例

- 布局创新经济活跃区域，公司科创金融空间广阔。
- 杭州银行科创金融长期立足于“打造中国的硅谷银行”，目前正在向数据与行业专业化驱动的“科创3.0”模式进阶。
- 产品体系：完整的“6+1”产品链，包括科易贷、科保贷、成长贷、银投联贷、诚信贷、伯乐融和选择权，满足不同生命阶段科创企业的金融需求。
- 体制机制：最早设立科创金融专营机构且不断深化；搭建成长性企业评价标准体系，对客户实行分层精细化管理。同时，对科创企业实行独立审批机制，并培养了一批专业人才，竞争优势持续增强。

图：杭州银行科技支行到科创金融事业总部



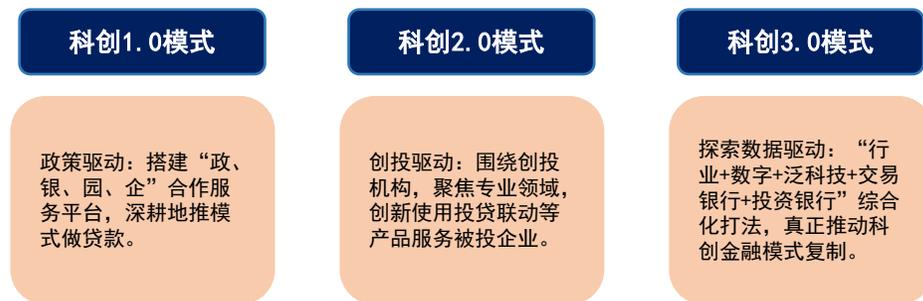
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

以杭州银行为例

➤ 银行服务科创企业最大的痛点：在于没有稳定盈利能力和抵质押物的情况下如何判断企业的成长性，这是银行普遍的短板。因此，如何让银行具备用投资者的眼光看企业是关键。在长期实践中，商业银行服务科创企业的商业模式不断进阶，几种模式不断融合，融会贯通：

- 模式1：银行与政府合作，设立贷款风险池基金
- 模式2：银行和创投机构合作，探索投贷联动商业模式
- 模式3：已在积极探索大数据驱动的科创金融模式

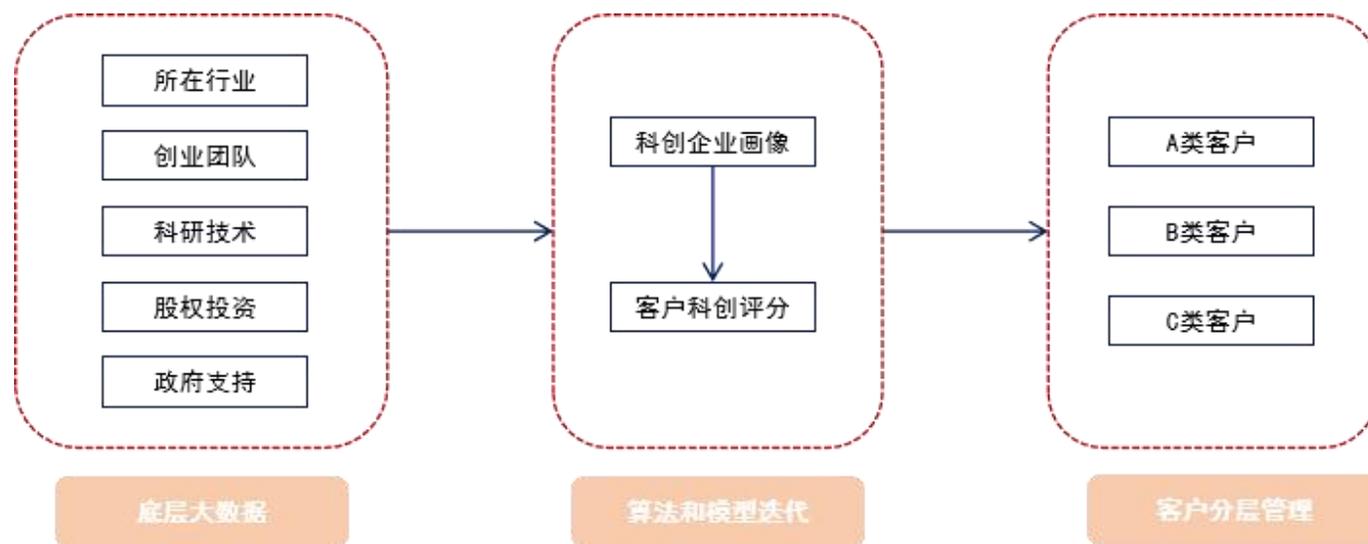
图：杭州银行科创金融商业模式不断进阶



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- 运用大数据建模解决银行与科创企业信息不对称风险，探索金融科创模式的可复制性。
- 以杭州银行为例：公司自主研发了一套科创企业成长性评价体系，即依托十多年的积累上万家科创企业信息以及服务科创企业的丰富经验，初步建立了“行业+被投+团队+技术+政策”的五维评价体系，编制客户标签树，形成客户画像，并通过合适的算法为标签赋分赋权，汇总形成客户成长性评价得分。

图：杭州银行五维科创企业评价体系



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

【 01 】 城镇化工业化的成熟

【 02 】 科技金融——银行业变革趋势之一

【 03 】 大财富——银行业变革趋势之二

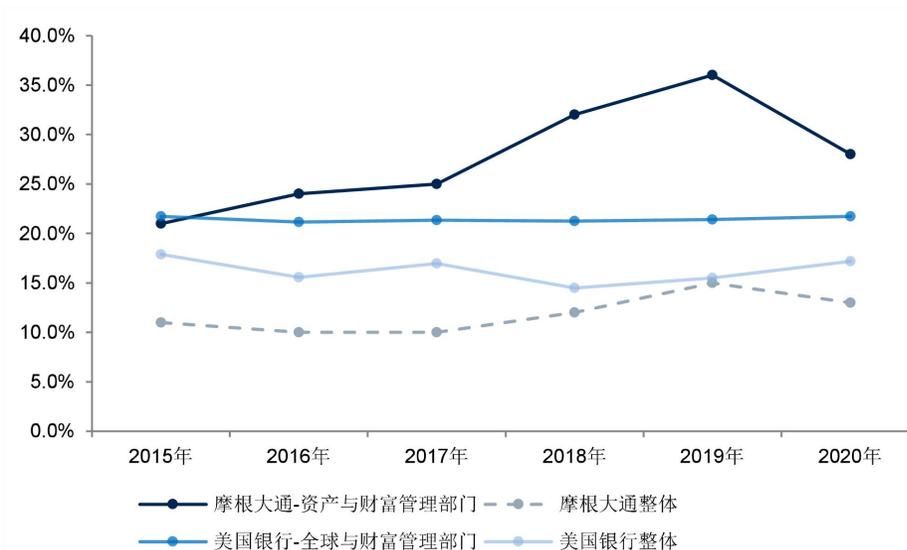
【 04 】 海外银行应对低利率环境之策

在新的模式下，传统存贷款融资链将被大财富价值链条取代

财富管理成为我国银行战略转型重点方向

- 在我国经济结构转型升级、利率市场化改革深化的背景下，我国商业银行传统存贷业务面临较大的压力，转型迫在眉睫。财富管理业务本身具有轻资本、弱周期、护城河高等优势。同时，财富管理业务可以为公司沉淀大量的低成本存款，提高客户的品牌忠诚度与综合贡献度，因此近年来财富管理业务已逐渐成为我国商业银行战略转型的重点方向。
- 海外银行经营数据证明财富管理业务是一项利润率高、资本占用低、稳定性强、护城河高的业务，摩根大通和美国银行财富管理板块ROE长期以来明显高于公司整体ROE水平，且财富管理业务与投行业务等其他业务板块协同发展，给公司带来了非常大的综合收益。

图：资产与财富管理ROE处在高位



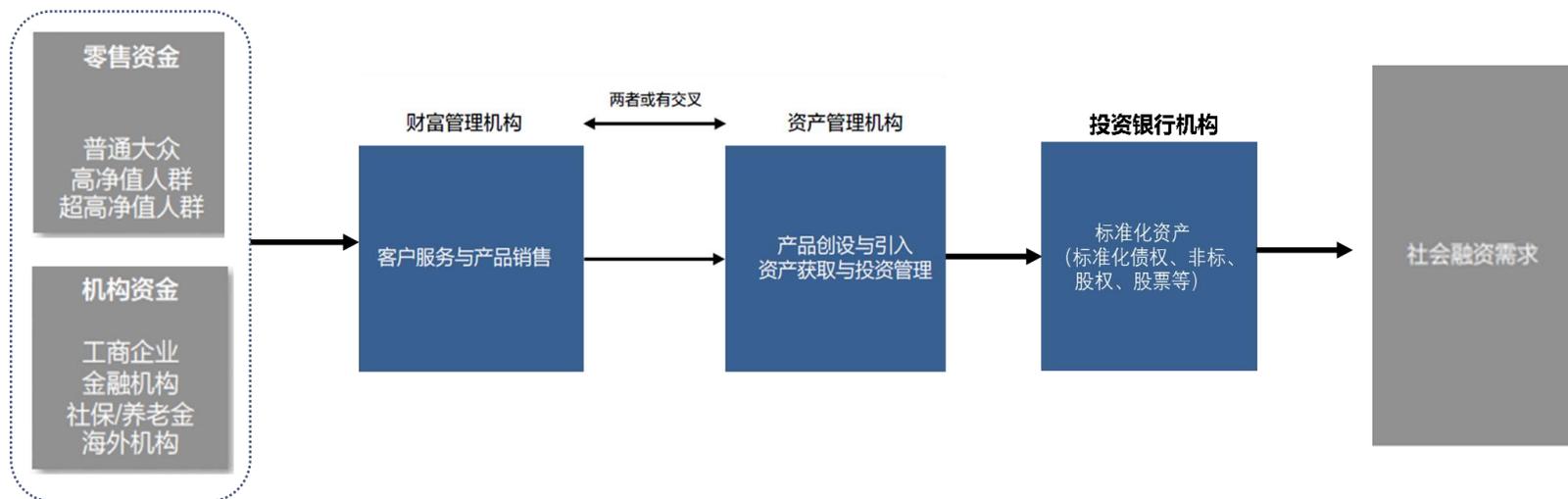
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理。注：2020年疫情冲击下，美联储采取了非常规货币政策，经验难以借鉴，因此主要借鉴疫情前的美国大行业务发展经验。

大财富管理价值循环链

国内银行业也日益重视财富管理业务。招商银行在2020年报中提出“大财富管理价值循环链”概念，业务经营从银行资产负债表转向客户总资产负债表，形成“财富管理-资产管理-投资银行”的价值循环链。

- 近年来我国居民可投资资产规模持续增长，同时伴随着刚兑打破和长期利率的趋势性下行，居民财富管理需求日益旺盛。
- 我国经济结构和资本市场融资结构转型，企业多元化融资需求增加，大财富管理价值循环链则很好链接了居民资金供给端和企业融资需求端。

图：大财富管理价值循环链

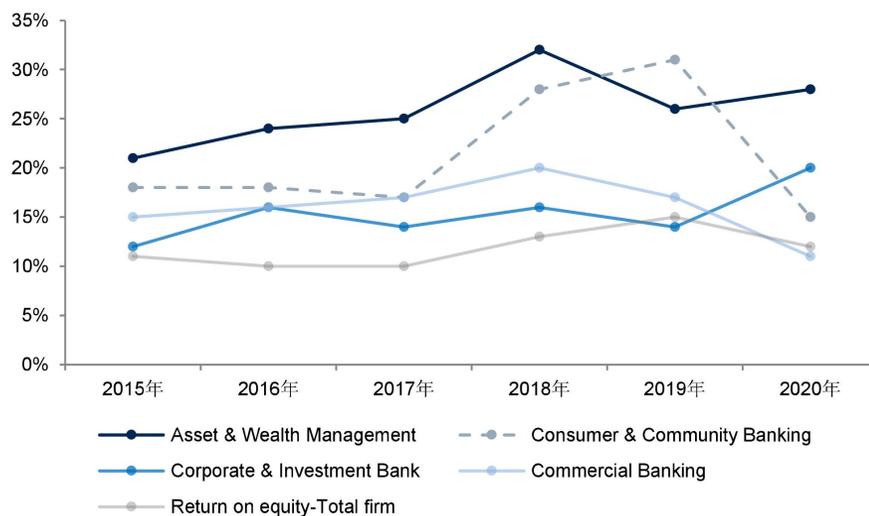


资料来源：《投行与资管业务联动——商业银行转型新动力》（王光宇，2015），小米金融科技研究中心，国信证券经济研究所整理

美国财富管理发展路径给我国商业银行财富管理转型提供了重要的借鉴经验——以摩根大通为例

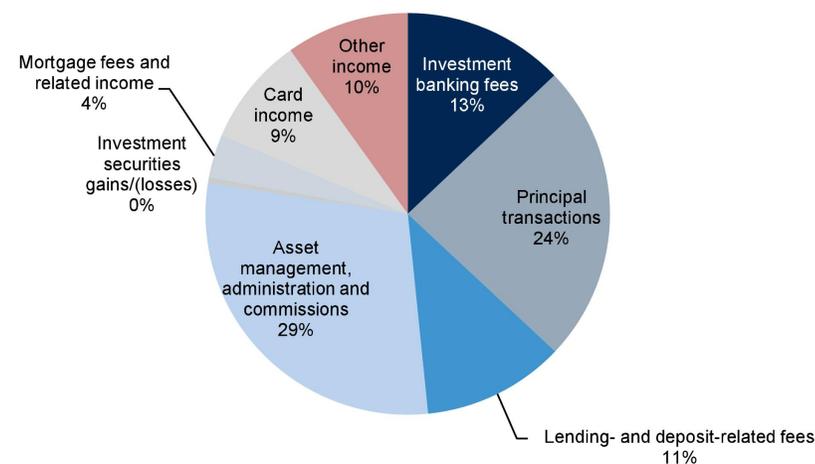
- 主动管理产品为主，资产配置能力是核心优势之一
- 重视私人银行客户，建立一体化团队覆盖模式
- 以主动管理产品体系为主，业绩突出
- 提供多样化的产品和服务，人才激励到位

图：摩根大通资产与财富管理ROE高于其他板块



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：摩根大通2019年非息收入结构

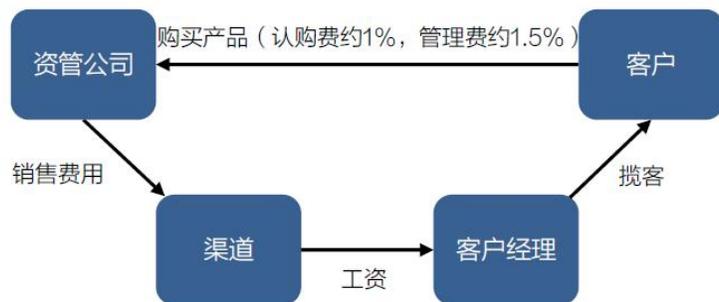


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

美国财富管理发展路径给我国商业银行财富管理转型提供了重要的借鉴经验

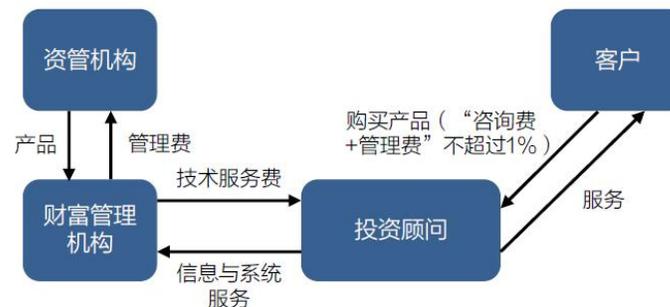
- 以客户为中心是财富管理发展的核心理念
- 从卖方销售模式向买方投顾模式转型是重要路径，注重人才培养和产品创新，提升大类资产配置能力
- 打造开放式的财富管理生态圈，提供一站式综合化服务
- 加快财富管理数字化转型
- 找到自身竞争优势，在财富管理细分市场构建护城河
- 加强财富管理与投行等业务板块的协同效应，打造大财富价值链

图：卖方销售模式



资料来源：《买方投顾时代国内证券公司财富管理转型思考——美国投行的经验借鉴》（闻岳春，程天笑，2020），小米金融科技研究中心，国信证券经济研究所整理

图：买方投资顾问模式



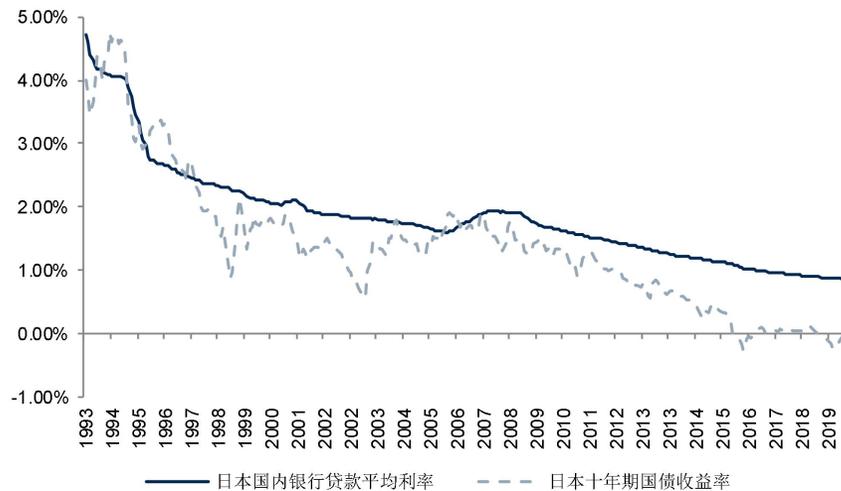
资料来源：《买方投顾时代国内证券公司财富管理转型思考——美国投行的经验借鉴》（闻岳，程天笑，2020），小米金融科技研究中心，国信证券经济研究所整理

- [01] 城镇化工业化的成熟
- [02] 科技金融——银行业变革趋势之一
- [03] 大财富——银行业变革趋势之二
- [04] 海外银行应对低利率环境之策

以日本为例探讨低利率环境对银行业的影响

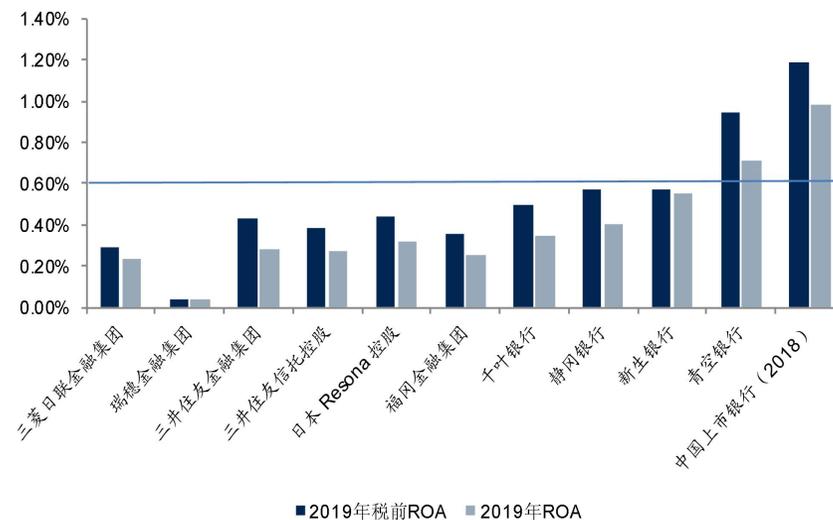
- 日本长期维持低利率：日本上世纪90年代初房地产泡沫破裂后，利率快速走低，90年代后期开始就长期处于低利率的环境中，其十年期国债收益率在次贷危机之后更进一步下降，2016年以来大致在零附近，成为了非常典型的超长期低利率的样本；日本的贷款利率走势也相近，从1995年的3%左右下降到目前的不足0.9%。
- 极低利率影响几乎所有银行的盈利能力：日经225指数成分股中的银行平均税前ROA为0.45%，ROA为0.34%。

图：日本国内银行贷款平均利率持续下降



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。注：疫情对近几年全球货币政策和利率造成比较大的扰动，不具备借鉴意义。

图：日经225指数成分中的银行盈利能力（2019年）

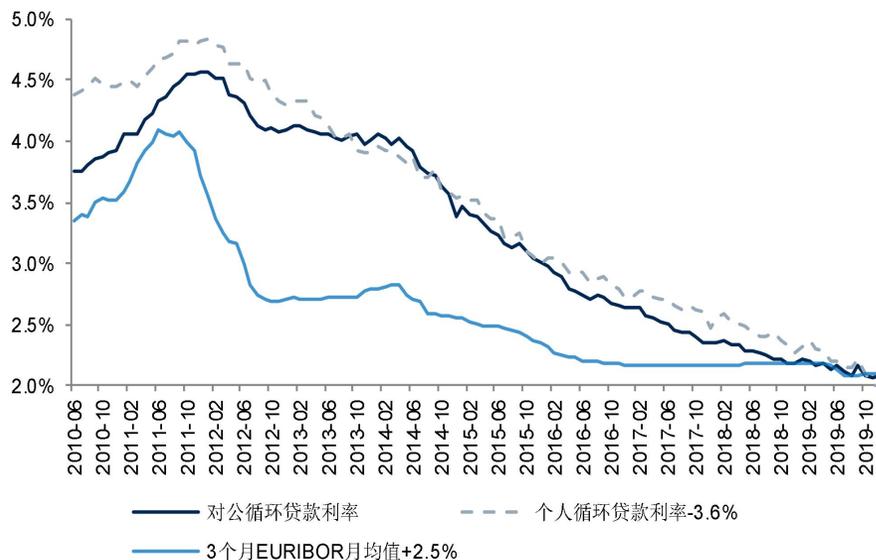


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

以欧洲为例探讨低利率环境对银行业的影响

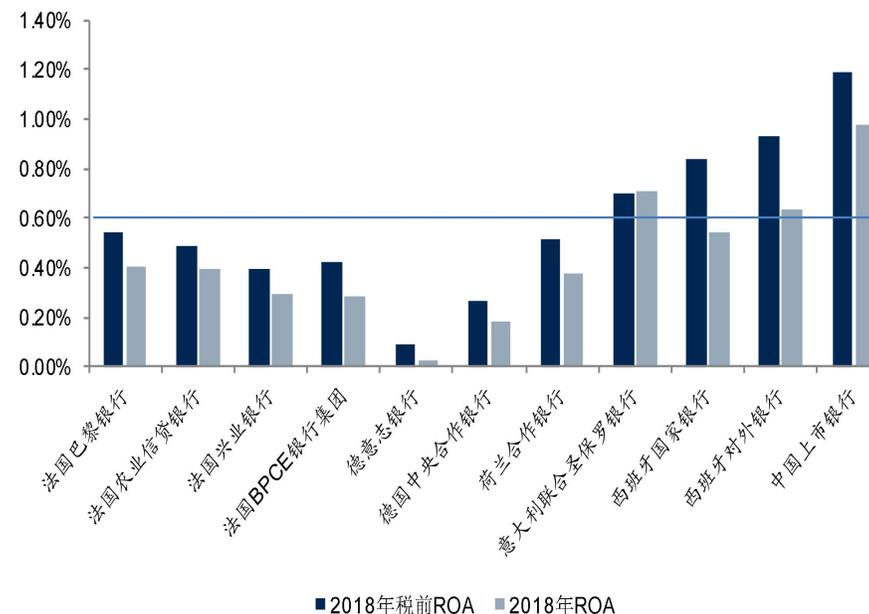
- 欧洲自2015年以来进入负利率区间:2007年次贷危机后启动大幅宽松, Euribor大幅下降, 2010年欧债危机之后又进一步下降, 2014年开始实施负利率, 2015年以来Euribor便进入了明显的负利率区间, 与此同时, 欧洲地区的银行贷款利率也持续走低。
- 极低利率影响几乎所有银行的盈利能力: 低利率影响了欧洲所有银行的盈利能力, 根据财富500强名单中全部欧洲银行(不含英国)的数据统计, 发现其盈利能力都非常低, 平均税前ROA为0.52%, ROA为0.39%。

图: 欧洲主要贷款利率和Euribor走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图: 财富500强中的欧洲银行盈利能力(2018年)

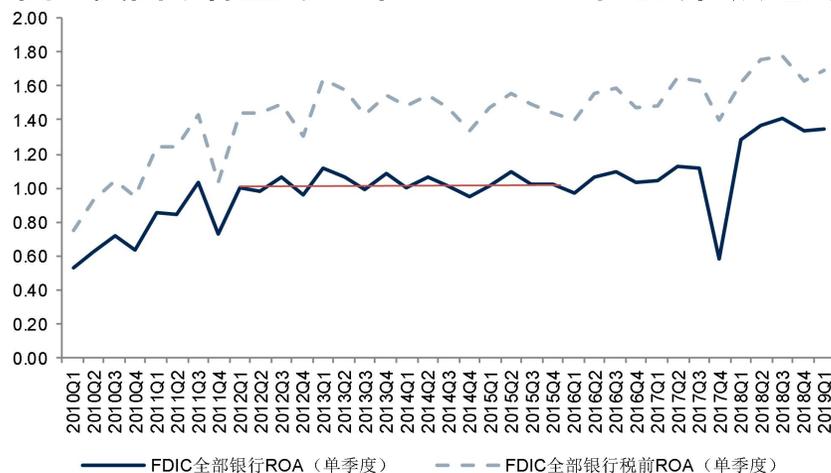


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理。

以美国为例探讨低利率环境对银行业的影响

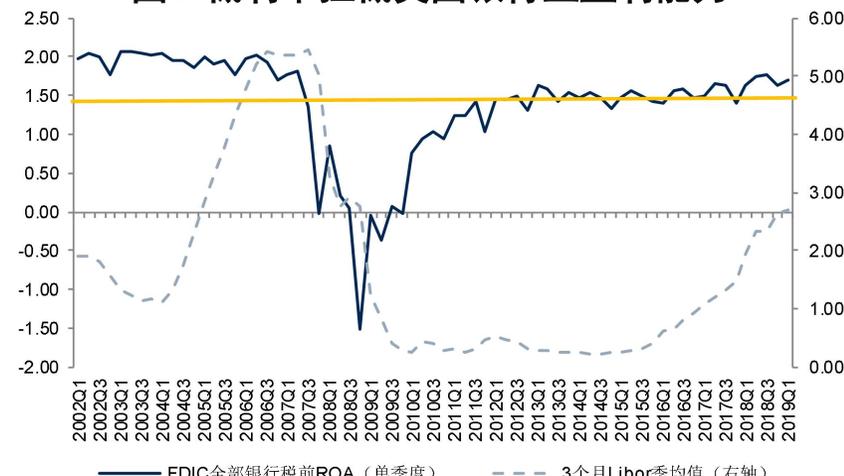
- 2010~2015年暂时性的低利率和2015年底的加息：在2007年次贷危机之后美国利率大幅下降，在2010~2015年之间处于非常低的水平，甚至一度低于欧洲，但美国从未进入过负利率区间；与欧洲、日本不同，随着经济基本面好转，2015年底美国便开始加息，避免了长期低利率的货币环境。
- 美国银行业盈利能力在低利率环境中仍然较高：跟欧洲、日本不同，美国银行业在2012~2015年的低利率水平下，取得了很高的盈利能力，ROA能达到1%左右；从杜邦分解来看，美国银行业的高ROA主要在于其拥有更高的净息差，其次则是拥有更多的非息收入。
- 低利率仍然拉低了美国银行业的净息差和ROA：虽然美国的银行在2013年低利率环境中净息差更高，但这并不意味着其银行能经受住低利率的打击。次贷危机后持续的降息拉低了美国银行业的净息差，低利率也拉低了美国银行业的盈利能力，包括税前ROA和ROA。

图：美国银行业的ROA在2012~2015年之间仍然达到1%左右



资料来源：FDIC，国信证券经济研究所整理

图：低利率拉低美国银行业盈利能力



资料来源：FDIC，国信证券经济研究所整理

综上，低利率环境下的银行盈利能力一般会下降，但需要区分两种情况：

- 以欧洲和日本为例，在极低利率时，银行的存款成本降无可降，贷款利率的下降就无法被对冲，银行的盈利能力会受到很大打击
- 以美国为例，在较低利率时，如果银行存款成本仍有下降空间，通过存款成本的下降来对冲资产端收益率的下滑，可以缓和盈利能力下降幅度。

从股价走势和估值来看：

- 在欧洲和日本这样的极低利率环境中，银行指数跑输大盘，估值走势也落后大盘；需要注意的是，极低利率一般是在宏观经济很差的情况下才会出现，因此在这种情况下，大盘本身的回报率也很低。
- 美国没有经历过极低利率环境，只是利率曾处于较低水平，其银行估值在次贷危机后持续落后大盘，但依靠较强的业绩增长，银行指数跑平大盘。

面对国内长期低利率低增长的不利宏观环境，日本银行如何在负利率环境中实现盈利

- 掀起兼并重组浪潮，提升抗风险和经营能力：1998年之前，日本银行业重组的核心目的是为了化解不良，避免破产，由政府主导，主要是都市银行（类似于我国全国性银行）兼并区域性小银行。1990年代日本泡沫经济破灭之后，日本银行业陷入了困境，坏账问题使得不少银行都面临破产的危机，资产重组成为不良资产处置的重要手段。
- 加大海外资产配置，强化国际化战略：由于日本国内利差收窄至极低水平，并且实体部门进入去杠杆阶段，金融机构资产配置陷入困境，因此日本的银行将目光投向了海外市场。
- 转向中间业务和交易业务，风险偏好下降：加大证券投资和同业资产配置；加大个人贷款投放；开发贷规模压缩但比重提升；证券投资方面从增配国债到增配海外债券。
- 除此之外，银行可以通过流程再造、科技引入等手段加强成本管理、寻找受利率环境影响小的利基市场（差异化）等方法，在一定程度上缓和低利率的负面冲击。

- 1、经济复苏不及预期，贷款供需格局恶化，带来2025年净息差进一步收窄。
- 2、当前房地产利好政策持续加码，政策效果也在逐步显现。但房地产市场影响因素众多，如果房地产景气度进一步下行，房地产贷款不良暴露可能会给银行业基本面带来较大冲击。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032