

2020年09月22日

# 国联国金合并事件点评：券商并购将不断涌现，定价与整合是关键

## 证券

### 事件概述：

9月20日下午，国联证券和国金证券双双发布关于收购股份暨筹划重大资产重组停牌公告。公告称国联证券于9月18日与长沙涌金签订了《股份转让意向性协议》，拟受让长沙涌金持有的国金证券约7.82%的股份。同时，国联证券与国金证券正在筹划由国联证券向国金证券全体股东发行A股股票的方式换股吸收合并国金证券。双方同日签署关于《吸收合并意向协议》。

### 分析与判断：

#### ▶ 近年证券公司同业并购动因

一是监管对于券商并购的鼓励。2019年11月，证监会在答复政协提案中，明确提出积极推动打造航母级头部证券公司。而并购是打造航母级券商的重要途径之一。2020年7月，证监会相关部门向派出机构下发通知，支持证券基金行业实施组织管理创新，其中一条重要内容便是鼓励行业机构依法实现市场化并购重组，在资本实力、管理水平、信息技术等方面实现快速发展；二是券商希望抓住行业格局巨变前的窗口期通过并购迈过大型综合性券商门槛；三是2018年以来对金融机构股东资格等公司治理体系的完善政策，以及对于金融控股公司监管的加强，使得部分民营资本有意愿退出券商。

#### ▶ 并购重组是我国头部券商以及华尔街知名券商发展中最为宝贵的经验之一

中信证券通过并购建立强大的营销网络；兼并收购也是美国经纪与财富管理行业龙头嘉信理财发展中最为宝贵的经验之一，嘉信理财通过兼并收购增强业务规模与综合服务能力。然而不符合公司战略以及整合困难的并购反而会拖累公司发展。摩根士丹利惠添收购案便是不符合公司战略的反面案例。国内的方正证券合并民族证券也出现较多的整合难题导致并购重组过程并不顺利。

#### ▶ 国联国金合并中定价与整合是关键

虽然国金证券与国联证券市值规模相当，但从近年营收、净利、净资本等多项指标来看，国联证券远弱于国金证券，也因此市场将这桩并购案视为“蛇吞象”。国联证券净资产额102.6亿元（7月末数据，含IPO融资），行业排名51，国金证券210.4亿元，行业排名22，约为国联证券的2倍；而营收来看，半年度国联证券专项合并营收8.4亿元，行业排名73，国金证券则25.7亿元，行业排名21名，是国联证券的3倍；净利润来看，半年度国联证券专项合并净利3.4亿元，行业排名

### 评级及分析师信息

行业评级：推荐

### 行业走势图



分析师：魏涛  
邮箱：weitao@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519070003

分析师：吕秀华  
邮箱：lvxh@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120520040001  
联系电话：18911534428

分析师：罗惠洲  
邮箱：luohz@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120520070004

58，国金证券则 8.3 亿元，行业排名 21 名，是国联证券的 2 倍多。整体来看，国金证券各项营业指标普遍居于行业 20 名左右，特别是国金证券的投行业务 2020H1 已跃居行业前十；国联证券排名则较为靠后，除了融资融券业务和股票质押业务收入排名分别为 37 名和 31 名，其他业务排名均在 40 名开外。

按照目前方案，涌金系先转让国金证券 7.82% 的股权给国联证券，转让后涌金系持股比例减少至 19.61%，而无锡市国资委对国联证券持股比例为 57.87%。作为次新股目前国联证券估值偏高，PB 为 4.52 倍，国金证券估值 2.15 倍，假如二者并购定价中给予相同估值（相同 PB），则在新公司上无锡国资委持股比例 19.0%，而涌金系持股比例 13.2%，无锡国资委仍然是实际控制人，但涌金系仍然有较高的话语权。

国联证券优势在于区位和高管资源，国金证券则经纪与投行业务实力强。国联证券高管团队中有 5 人来自中信证券，事实上国联证券的高管资源优势已经得到体现，2020 年 3 月首批券商公募投顾试点资格发放中，国联证券是 7 家之一，也是唯一的中小券商。国联证券高管团队曾经带领中信证券走上龙头宝座，管理团队是国联证券最大看点，未来值得继续关注。业务布局方面，国联证券在无锡、苏南和长三角地区具优势，而国金证券优势区域为四川，网点布局方面两家可以形成互补。国金证券投行业务能力优异，叠加国联证券区位优势，投行业务有望更上一层楼。

### 投资建议：

- 1) 未来券商收购或合并案例将会不断涌现。
- 2) 合并既有“强强联合”，“强并弱”，也会有中小券商之间的抱团。除了股东层面推进的整合，市场化并购中民营系券商可能会成为重要的合并标的。

受益标的为具备并购整合预期标的中信系中信证券、中信建投；汇金系中金公司、申万宏源、银河证券；同属浙江国资的浙商证券、财通证券；同属江苏国资的华泰证券、东吴证券、南京证券；同属北京国资的第一创业、首创证券；同属安徽国资的国元证券、华安证券。此外锦龙股份旗下东莞证券、中山证券；股东陷入债务危机的方正证券；民营系太平洋证券、华林证券有较大概率成为被并购标的。

### 风险提示

外围市场大幅波动，北上资金大幅净流出，交易量大幅萎缩，资本市场改革低于预期。

## 1. 近年证券公司同业并购动因

近年来，证券行业已发生多起并购同业并购，包括中金公司收购中投证券，中信证券收购广州证券，天风证券收购恒泰证券，华创证券收购太平洋证券（终止）以及目前的国联证券收购国金证券。并购频频发生的原因可以归结为如下三点。

**一是监管对于券商并购的鼓励。**2019年11月，证监会在答复政协提案中，明确提出积极推动打造航母级头部证券公司。而并购是打造航母级券商的重要途径之一。2020年7月，证监会相关部门向派出机构下发通知，支持证券基金行业实施组织管理创新，其中一条重要内容便是鼓励行业机构依法实现市场化并购重组，在资本实力、管理水平、信息技术等方面实现快速发展<sup>1</sup>；

中国资本市场对外开放提速，证券公司外资股比限制已经取消，外资加快在国内布局，中国必须尽快打造航母级券商参与竞争，此外直接融资大发展也需要强大的投行体系来支撑，这是监管鼓励证券行业通过并购重组做大做强根本原因。

**二是券商希望抓住行业格局巨变前的窗口期通过并购迈过大型综合性券商门槛。**发达市场证券行业竞争格局变迁规律是，市场会形成为数不多的大型综合性券商与大量的专业类特色券商共存的局面，这也是我国证券行业未来的演进方向，头部集中是其中的主旋律。其逻辑在于券商商业模式逐渐脱离通道以后，无论是财富管理业务、注册制下投行业务与机构交易业务，亦或是大数据与人工智能时代的资产管理业务，强大的中后台对于业务的支撑作用会越来越重要，包括强大的科技系统、完善的培训体系，以及全面的风险管理系统等，数字化智能化发展会使得行业规模效应愈发突出。目前我国100多家券商都是综合性券商，且大多为央企或地方国企背景，除了东方财富等背靠互联网平台主动发展为经纪与财富管理类特色券商，绝大多数券商的目标仍然是综合性券商，急需通过并购重组发展壮大。

**三是2018年以来对金融机构股东资格等公司治理体系的完善政策，以及对于金融控股公司监管的加强，使得部分民营资本有意愿退出券商。**2018年征求意见、2019年发布并于2020年修订的《证券公司股权管理规定》，在重启内资证券公司设立审批、降低专业类证券公司设立门槛的同时，对综合类证券公司股东要求做了严格规定。5年过渡期后如果股东不满足综合类券商股东要求，券商需要转为专业类券商；另外针对华信系、安邦系、明天系等民营金融控股公司乱象，监管进行强力整顿，近期国务院发布《关于实施金融控股公司准入管理的决定》，央行发布《金融控股公司监督管理试行办法》对金融控股公司严格监管。部分民营资本因此有意退出为部分市场化收购带来并购标的。

表 1 不满足综合类券商股东要求券商列表（单位：亿元）

公司	控股股东	2019总资产	2019净资产	2019净利润	2018净利润	2017净利润	是否满足综合性券商控股股东要求
方正证券	北大方正集团有限公司	-	-	-	15	2	缺少数据
华安证券	安徽省国有资本运营控股集团有限公司	290	100	7	5	6	不满足总资产和净资产要求
东莞证券	广东锦龙发展股份有限公司	273	52	1	-2	2	不满足总资产、净资产以及五年盈利要求
东海证券	常州投资集团有限公司	333	148	6	5	6	不满足总资产和净资产要求
开源证券	陕西煤业化工集团有限责任公司	5,486	1,658	117	101	80	不满足五年盈利要求
江海证券	哈尔滨哈投投资股份有限公司	414	135	2	-2	4	不满足总资产、净资产以及五年盈利要求
华林证券	深圳市立业集团有限公司	389	193	12	7	6	不满足总资产和净资产要求
财富证券	湖南财信投资控股有限责任公司	441	157	11	6	6	不满足总资产和净资产要求

资料来源：Wind，华西证券研究所

<sup>1</sup>二是支持行业机构通过直接持股或者设立资产管理计划、信托计划、有限合伙企业等形式实施员工持股或者股权激励计划。

## 2. 并购重组是我国头部券商以及华尔街知名券商发展中最为宝贵的经验之一

### 2.1 中信证券通过并购建立将大的营销网络

中信证券于 2003 年登陆 A 股，是国内第一家上市券商，其行业龙头地位大大受益于并购战略。在行业低迷时期中信证券并购了万通证券（2002 年向万通注资持股 57.87%，此后进一步收购股权 2007 年持股 91.4%）、重组了华夏证券（2005 年重组，占总股本的 60%）、并购了金通证券（2006 年）、并购了华夏基金（2007 年）以及收购了金牛期货（2007 年），使公司的业务获得了飞速的发展。在 2006 年，中信证券的营收就升至行业第一位，并一直保持到今天（2005 年第 3，2004 年第 6，2003 年第 5）。

中信证券扩张的动机在于建立强大的营销网络，构建核心竞争力。需要注意的是中信证券的收购并不是盲目的，而是按照其经纪业务的“沿海战略”推进，重点加密东南沿海的“北京—山东—江苏—上海—浙江—福建—广东”一线的网点。2004 年公司曾发动收购广发证券的股权，后因广发内部职工的抵制而失败，2018 年公司终于收购广州证券，在粤证券经纪业务进入第一梯队。

表 2 中信证券并购重组事件

年份	收购事件
2004年	收购万通证券73.64%的股权，并更名为中信万通
2005年	收购华夏证券60%股权，并更名为中信建投
2006年	收购中信资本控股公司股权，该业务后纳入中信证券国际
2006年	收购金通证券100%股权，并更名为中信金通
2011年	购买里昂证券19.9%股权
2018年	收购广州证券99.9%股权，并更名为中信证券华南

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 2.2 嘉信理财通过兼并收购增强业务规模与综合服务能力

兼并收购也是嘉信理财发展中最为宝贵的经验之一。2000 年以后，嘉信的定位曾处于美林等综合性券商和 E-trade 等折扣经纪商之间，并面临严重的费率竞争。嘉信最终选择了向全方位的个人金融服务方向发展，通过并购技术公司、互联网券商、投研机构和养老金管理公司等，嘉信为客户提供了更便捷的技术平台、更强投资建议、更有吸引力产品。

嘉信的外部并购以互补性并购为主，但业务规模的增强也是并购的重要方面，2019 年 11 月 25 日，嘉信宣布以换股方式收购 TD Ameritrade，交易金额达 260 亿美元，收购预计在 2020 年下半年完成，通过此项收购，嘉信经纪账户数将增长 1,200 万户、实现翻番，客户资产将增长 1.3 万亿美元至 5.3 万亿美元。清晰的战略、强大的业务模式与管理体系是嘉信并购及整合成功的基础。

表 3 通过兼并收购增强业务规模与综合服务能力

年份	收购对象	公司概况
1995	Sharelink	折扣经纪商
	Sharelink	退休金管理公司
	CyBerCorp	线上证券交易：加强交易终端技术实力
2000	U.S.Trust Corporation	美国信托：后因聚焦中端客户，2007年售出
	Chicago Investment Analytics	证券研究和咨询服务
2003	SoundView Technology Group	证券研究
2007	401 (k)公司	退休计划提供商
2010	Windward公司的大部分资产	ETF业务(加强ETF投资组合实力，以向中端客户提供更强产品)
	OptionsXpress Holdings Inc(OXPS)	虚拟货币交易服务商
2011	Compliance11	云计算
	ThomasPartners	资产管理公司：AUM超100亿美元，重点关注退休计划)
2019	TD Ameritrade	个人金融服务（预计2020年下半年完成）
2020	USAA	投资管理公司

资料来源：华西证券 2020 年 8 月 5 日《海外券商商业模式研究之一：广拓流量 多元变现——解密嘉信理财的生意经》

### 2.3 不符合公司战略以及整合困难的并购反而会拖累公司发展

符合公司战略发展且整合较好的并购相当于给公司插上了腾飞的翅膀，然而不符合公司战略以及整合困难的并购反而会拖累公司发展。摩根士丹利惠添收购案便是不符合公司战略的反面案例。

摩根士丹利最初是摩根财团的投资部门，凭借积累的巨大财富以及高贵的地位吸引高端客户。1933 年《格拉斯-斯蒂格尔法》的颁布使得公司从财团分离作为投资银行独立存在。20 世纪 90 年代后期，美国监管当局放松对商业银行和投资银行业务的隔离监管，为扩大自身的市场业务空间，摩根士丹利 1997 年兼并一家零售经纪商惠添。然而这次合并使得公司在大客户心中的高端形象受损，并购同时带来了管理层内部争端，导致公司业绩重创、众多高管离职，股价下跌。后原摩根士丹利的约翰麦克离职，裴熙亮带领新一批精英重整旗鼓，才逐渐发展成为全方位的金融服务公司。

国内的方正证券合并民族证券也出现较多的整合难题并购重组过程并不顺利。

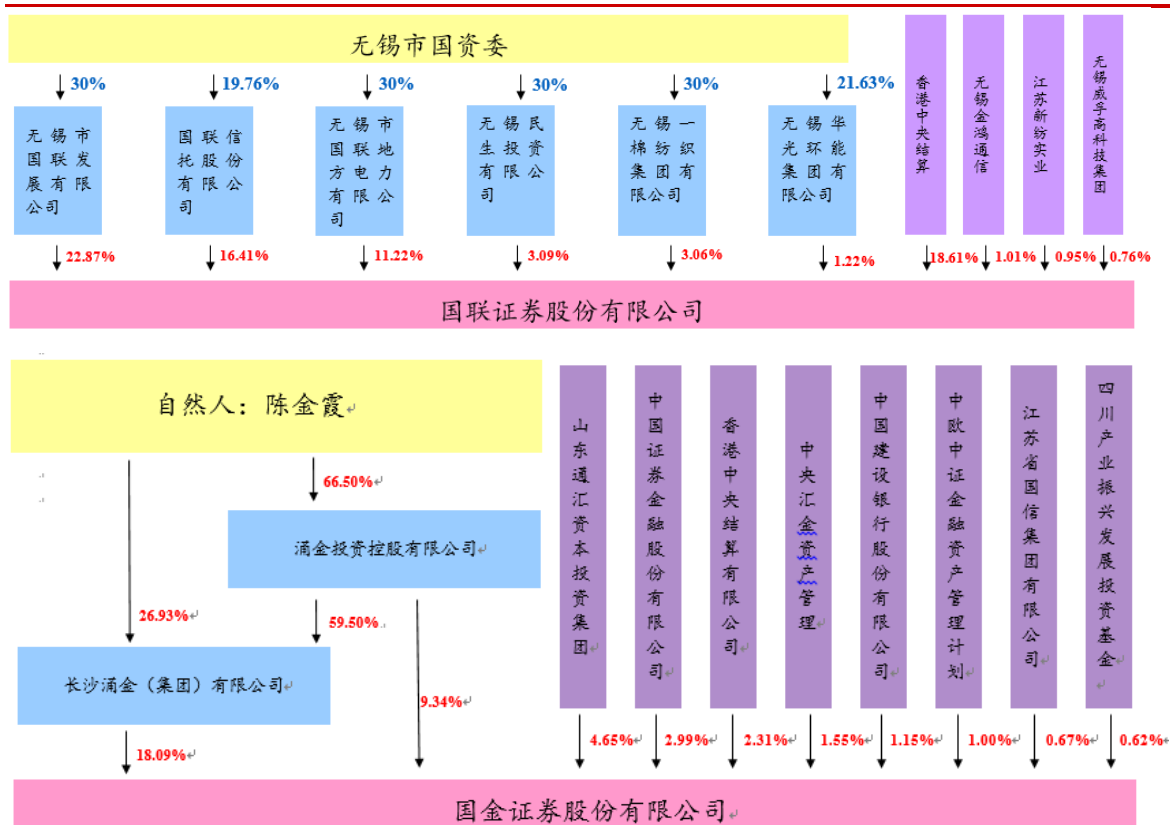
### 3. 国联证券国金证券合并案例定价与整合是关键

#### 3.1 国企合并民企，“蛇吞象”

国联证券的实际控制人为无锡市国资委，通过国联发展、国联信托、国联电力等控制国联证券 57.87%的股权。国金证券则是“涌金系”旗下的金融牌照，控股股东为长沙涌金(集团)有限公司，实际控制人是陈金霞<sup>2</sup>，通过长沙涌金(集团)持股 27.43%。

虽然国金证券与国联证券市值规模相当，但从近年营收、净利、净资本等多项指标来看，国联证券远弱于国金证券，也因此市场将这桩并购案视为“蛇吞象”。国联证券净资产额 102.6 亿元（7 月末数据，含 IPO 增发），行业排名 51，国金证券 210.4 亿元，行业排名 22，约为国联证券的 2 倍；而营收来看，半年度国联证券专项合并营收 8.4 亿元，行业排名 73，国金证券则 25.7 亿元，行业排名 21 名，是国联证券的 3 倍；净利润来看，半年度国联证券专项合并净利 3.4 亿元，行业排名 58，国金证券则 8.3 亿元，行业排名 21 名，是国联证券的 2 倍多。整体来看，国金证券各项营业指标普遍居于行业 20 名左右，特别是国金证券的投行业务 2020H1 已跃居行业前十；国联证券排名则较为靠后，除了融资融券业务和股票质押业务收入排名分别为 37 名和 31 名，其他业务排名均在 40 名开外。

图 1 国联证券与国金证券的股东结构及实控人



资料来源：公司公告，华西证券研究所

<sup>2</sup>“涌金系教父”魏东之妻。魏东此前意在打造强大的“国际投行”，国金证券较早发力创业板上市项目，适逢近来科创板、创业板注册制等制度改革，这家民营券商今年投行业绩突出，俨如“黑马”。

表 4 国联证券与国金证券的总量及业务指标情况（单位：万元）

指标	国联证券20H1	国联证券 20H1排名	国金证券20H1	国金证券 20H1排名	简单加总	排名	
规模	总资产	3,658,846	52	6,117,429	31	9,776,275	20
	净资产	1,026,346	51	2,103,678	22	3,130,024	18
	净资本	794,178	60	1,871,497	21	2,665,675	17
盈利	营业收入	83,527	73	257,388	21	340,915	18
	净利润	33,839	58	82,730	21	116,569	18
	财务杠杆	3.06	31	2.23	66		
经纪与财富管理	客户资金余额	1,029,192	43	1,418,524	32	2,447,716	20
	经纪业务收入	23,372	55	68,971	23	92,343	20
	席位租赁收入	1,379	52	10,223	23	11,602	22
	代销金融产品收入	919	54	6,330	21	7,249	20
资产管理业务	客户资产管理业务收入	3,768	54	5,200	44	8,968	33
投行业务	投行业务收入	12,973	49	74,012	9	86,985	7
	承销与保荐收入	10,886	50	71,351	7	82,237	7
投资业务	证券投资收入	25,645	52	72,336	27	97,981	21
	股权投资收入	706	43	182	44	888	41
融资融券业务	融资类业务利息收入	27,932	37	37,945	31	65,877	21
	融资融券业务利息收入	18,256	45	32,484	31	50,740	20
	股票质押利息收入	9,249	31	5,252	45	14,501	20

注：国联证券净资产为7月末数据，其他为20H1数据；国联证券投行业务数据用的华英证券数据，总资产、营收、净利润为专项合并数据。

资料来源：中国证券业协会，华西证券研究所

### 3.2 合并后无锡国资委仍是实控人，净资产及营收净利指标排名行业第18

按照目前方案，涌金系先转让国金证券7.82%的股权给国联证券，转让后涌金系持股比例减少至19.61%，而无锡市国资委对国联证券持股比例为57.87%。作为次新股目前国联证券估值偏高，PB为4.52倍，国金证券估值2.15倍，假如二者并购定价中给予相同估值（相同PB），则在新公司中无锡国资委持股比例19.0%，而涌金系持股比例13.2%，无锡国资委仍然是实际控制人，但涌金系仍然有较高的话语权。

根据目前资产、收入指标简单加总得到的新公司的各项指标排进前20名，其中净资产、营收、净利润排名行业第18，经纪业务以及资本中介业务排名20名，投行业务排名行业第7，资管业务收入行业排名第33。

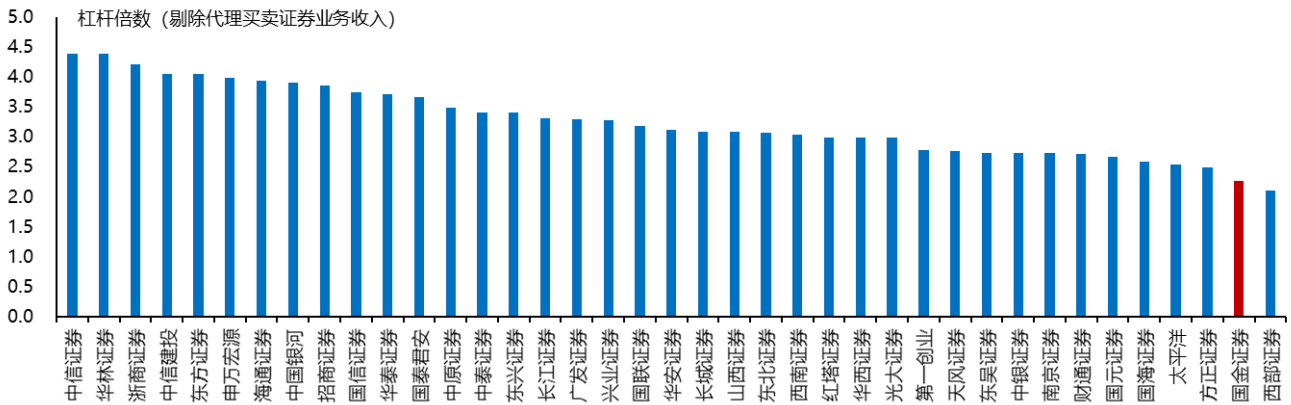
表 5 合并后无锡市国资委与涌金系各自持股比例测算（单位：万元）

	国联证券	国金证券
目前净资产	1,026,346	2,103,678
实际控制人持股比例（转移7.82%后）	57.87%	19.61%
实际控制人持股市值（按2倍PB算）	1,187,893	825,063
合并后公司总市值	6,260,048	6,260,048
实际控制人持股合并后公司比例	19.0%	13.2%

资料来源：中国证券业协会，华西证券研究所

注：假设国联证券、国金证券估值均为 2 倍 PB，其实只要两者估值相同则并购后持股比例均为上表结果。

图 2 国金证券杠杆较低，是优质的并购标的



资料来源：Wind，华西证券研究所

### 3.3 国联证券优势在于区位和高管资源，国金证券则经纪与投行业务实力强

根据公开数据显示，目前国联证券高管团队中有 5 人来自中信证券，分别是公司行政总裁葛小波，董秘兼人力资源部总经理王捷，公司首席信息官汪锦岭，公司副总裁兼首席财富官尹红卫，首席风险官李钦，5 人平均年龄为 49 岁。国联证券在招股书中将“高管团队丰富的经验”总结为公司的核心竞争力之一，国联证券认为公司管理团队的核心成员拥有 15-20 年证券行业头部券商的从业经验，远远高于行业平均水平。管理团队在证券和金融服务行业具备丰富的经验、卓越的管理能力和前瞻性的战略思考能力，能深刻理解行业和市场的发展趋势，做出准确的商业判断，及时捕捉商机，并审慎科学地调整业务策略。特别是管理团队在境外和跨境业务领域的经历将有助于公司加快国际化发展步伐，开辟新的业务增长领域。

事实上国联证券的高管资源优势已经得到体现，2020 年 3 月首批券商公募投顾试点资格发放中，国联证券是 7 家之一，也是唯一的中小券商。国联证券高管团队曾经带领中信证券走上龙头宝座，管理团队是国联证券最大看点，未来值得继续关注。

表 6 公募投顾试点资格获批情况

试点批次	机构类型	机构名称
第一批 (2019.10)	基金公司	易方达基金
		南方基金
		华夏基金
		嘉实基金
		中欧基金
第二批(2019.12)	独立销售机构	腾安基金
		盈米基金
		蚂蚁基金
第三批 (2020.03)	银行	工商银行
		招商银行
		平安银行
第三批 (2020.03)	券商	国泰君安
		华泰证券
		申万宏源
		中信建投
		银河证券、中金公司、国联证券

资料来源：华西证券研究所

业务布局方面，国联证券在无锡、苏南和长三角地区具优势，而国金证券优势区域为四川，网点布局方面两家可以形成互补。国金证券投行业务能力优异，叠加国联证券区位优势，投行业务有望更上一层楼

## 4. 投资建议

1) 未来券商收购或合并案例将会不断涌现。

2) 合并既有“强强联合”，“强并弱”，也会有中小券商之间的抱团。除了股东层面推进的整合，市场化并购中民营系券商可能会成为重要的合并标的。

受益标的为具备并购整合预期标的中信系中信证券、中信建投；汇金系中金公司、申万宏源、银河证券；同属浙江国资的浙商证券、财通证券；同属江苏国资的华泰证券、东吴证券、南京证券；同属北京国资的第一创业、首创证券；同属安徽国资的国元证券、华安证券。此外锦龙股份旗下东莞证券、中山证券；股东陷入债务危机的方正证券；民营系太平洋证券、华林证券有较大概率成为被并购标的。

## 5. 风险提示

外围市场大幅波动，北上资金大幅净流出，交易量大幅萎缩，资本市场改革低于预期。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。