



买入

51% ↑

目标价格:人民币 20.00

601688.CH

价格:人民币 13.25

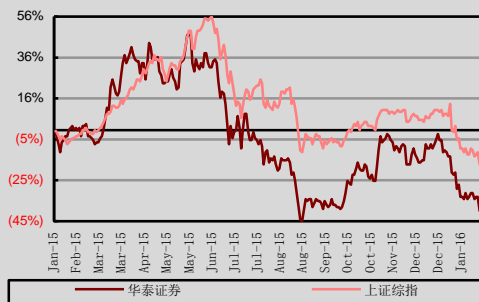
目标价格基础:市净率

板块评级:增持

本报告要点

- 发行H股、互联网思维、投行优势

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(25.4)	(34.3)	(24.2)	(41.4)
相对上证指数	3.5	(9.5)	(2.9)	(21.7)

发行股数(百万)	7,163
流通股(%)	76
流通股市值(人民币 百万)	72,129
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,393
净负债比率(%) (2016E)	净现金
主要股东(%)	
香港中央结算(代理人)有限公司	24

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际证券
以2016年1月28日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

非银金融: 证券

魏涛, CPA*

(8610)66229364

tao.wei@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080004

郭晓露

(8610)66229361

xiaolu.guobj@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514120001

*罗惠洲为本报告重要贡献者

华泰证券

互联网金融的开拓者, 并购业务的金字招牌

华泰证券在2015年完成H股上市, 公司净资产由220.29亿元增长至人民币499.82亿元, 增长了126.90%。业务方面, 公司凭借互联网金融扩大经纪业务市占率已卓有成效, 并购业务品牌带来的大投行优势将在注册制、新三板、战略新兴板等大投行时代大放异彩。我们对2015年每股收益预测为1.46元。我们给予其买入的首次评级, 目标价为20.00元。

支撑评级的要点

- 华泰证券发行H股拓展海外市场的时机把握得当。H股发行完成后, 华泰证券总股本70亿股, 净资产由220.29亿元增长至人民币499.82亿元, 增加人民币279.53亿元, 增长了126.90%。发行H股不仅显著提升公司的资金实力, 更为公司拓展海外市场打下基础。
- 互联网金融开拓者, 以量换价, 经纪业务市场份额扩张成果显著。华泰证券通过与互联网公司的合作以及自建APP拓宽客户渠道, 采取低佣金的策略迅速扩张经纪业务市场份额, 叠加公司综合实力和品牌效应, 更与华泰联合证券合力, 公司实现了股票成交量市占率从2007年3.08%到2015年7.31%的飞跃, 2015年6月的单月成交额逼近平2013年全年成交额。
- 华泰证券战略布局清晰, 各项业务已经进入行业第一梯队。截至2015年底, 融资融券余额规模位居行业第四, 托管证券市值位居行业第三。公司拥有领先的综合投资银行平台及业内第一的并购业务。按照中国证监会核准的并购交易数量计, 公司并购业务自2012年起连续3年排名行业第一。公司也拥有中国证券业最大的综合资产管理平台之一和行业领先的产品创新能力。

评级面临的主要风险

- 我国证券公司的经营状况和利润收入均受到证券市场景气度的影响。

估值

- 基于可比公司市净率法, 公司目标价格为20元/股。我们预计公司2015-2017年每股收益分别为1.46、1.32和1.66元, 目前股价对应市盈率估值9.1倍、10.1倍和8.0倍。预计2015年每股净资产11.05元/股, 目前股价对应市净率1.20倍。根据券商板块2.36倍市净率, 公司股价相对板块被低估, 预计公司的合理股价为20元, 对应2015年1.8倍市净率。我们看好华泰证券的后续表现, 认为其将会是一只极具业务发展和创新性潜力的牛股, 我们给予华泰证券20.00元/股的目标价和买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(人民币 百万)	7,167	12,062	26,503	25,919	30,143
变动(%)	22	68	120	(2)	16
净利润(人民币 百万)	2,269	4,540	10,581	9,542	12,004
变动(%)	37	100	133	(10)	26
全面摊薄每股收益(人民币)	0.395	0.801	1.460	1.317	1.656
全面摊薄市盈率(倍)	33.6	16.5	9.1	10.1	8.0
市净率(倍)	2.08	1.80	1.20	1.13	1.01

资料来源: 公司数据及中银证券预测

目录

2015 年大事记：H 股上市，蛟龙过香江	3
互联网金融开拓者	7
各项业务齐头并进、竞相放采	12
投资建议	21
研究报告中所提及的有关上市公司	24

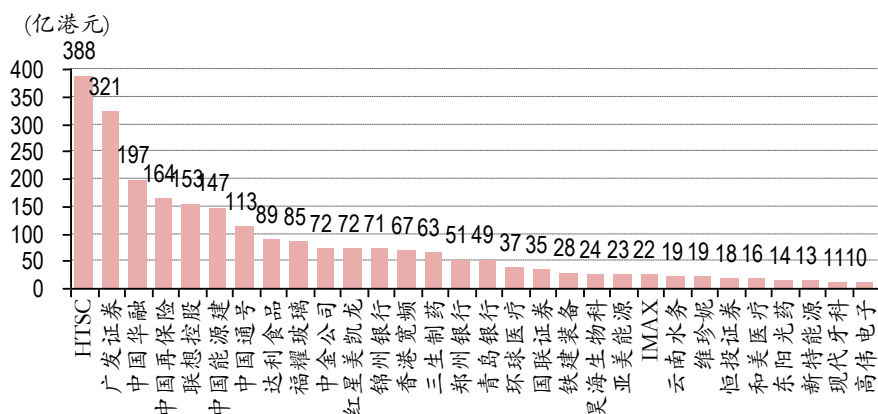
2015 年大事记：H 股上市，蛟龙过香江

2015 年 6 月 1 日，华泰证券首次公开发行境外上市外资股（H 股）在香港联合交易所上市。公司发行 H 股 14 亿股，发行价 24.80 港元/股，募集资金净额约 339.41 亿港元。H 股发行完成后，华泰证券总股本 70 亿股，净资本由 220.29 亿元增长至 499.82 亿元人民币，增加 279.53 亿元人民币，增长了 126.90%。华泰证券成为继申万、中信、海通、银河、广发之后在香港联交所上市的第六家内地券商。

华泰证券在香港市场上市引起了万人空巷的场面，算上银行渠道的现金认购，公开招股得到逾 26 万人参与认购。在国际配售部分，华泰证券引入了腾讯控股主席马化腾、网易创始人丁磊及惠理基金等在内的 13 名投资者作为基础投资者，共计认购 19 亿美元，相当于发行规模的 40%。

华泰证券的 IPO 开创了香港新股市场的新纪录。华泰证券公开招股共获逾 4,870 亿港元资金认购，相当于超额认购近 280 倍，以股价上限 24.8 港元定价，募集 387.57 亿港币，占港股 6 月首发募集资金总额（715.87 亿港元）的 54.14%，占港股 2015 年全年募集资金总额（2,610.42 亿港元）的 14.85%。这一结果意味着华泰证券毫无疑问的荣获 2015 年香港新股“冻资王”及“集资王”双料冠军。

图表 1. 2015 年在港股 IPO 募集资金规模超过 10 亿港元的 30 家公司



资料来源：中银证券，万得数据

华泰证券的历史沿革

华泰证券前身是成立于 1990 年 12 月的江苏省证券公司，1999 年 12 月公司更名为华泰证券有限责任公司，2007 年 11 月公司改制为股份有限公司，2009 年公司吸收合并信泰证券。2010 年 2 月公司首次公开发行 7.85 亿股 A 股，并于当月在上交所挂牌。2015 年 5 月公司首次公开发行 14 亿股 H 股，于 6 月在香港联交所主板挂牌交易。历经数次增资扩股，公司注册资本增至 70 亿元。H 股资金到位之后，公司净资本增加至 499.82 亿元；根据 2015 年中报，华泰证券净资本 688.49 亿元，资本金实力晋升至行业第四名，对公司业务开展业务有极大的促进作用。在 20 多年的发展历程中，公司抓住了中国资本市场及证券业变革创新的历史机遇，实现了快速成长，主要财务指标和业务指标均位居国内证券行业前列。

图表 2. 华泰证券历史沿革

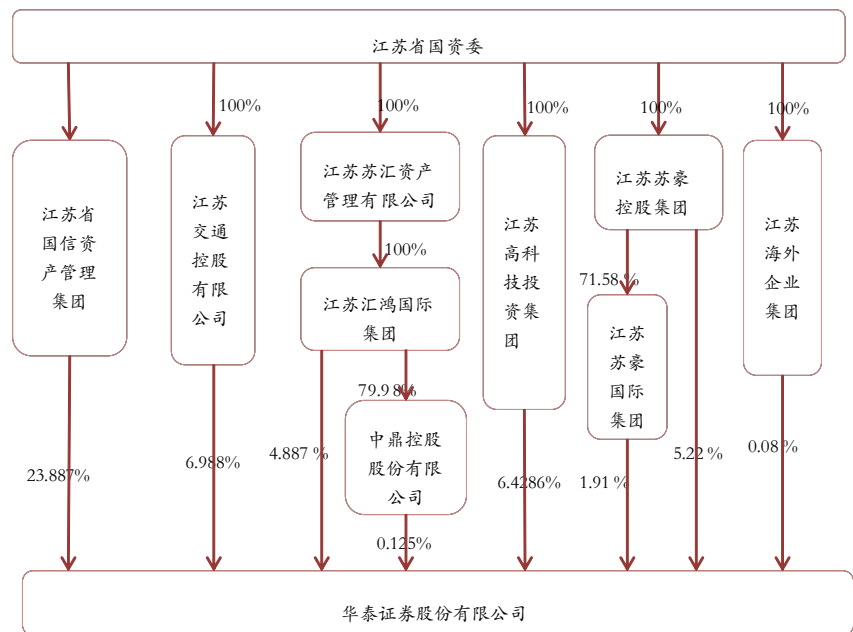
时间	事件
1991年5月	江苏省证券公司成立，注册资本1,000万元。
1997年6月	增资至人民币4.04亿，同时更名为江苏证券有限责任公司
1999年3月	增资至人民币8.5亿，同时更名为华泰证券有限责任公司
2003年3月	参股南方基金，9月控股45%股权，成为其第一大股东
2004年11月	发起友邦华泰基金（后更名为华泰柏瑞基金）持49%股份
2006年7月	控股联合证券（后更名为华泰联合证券）70%股权，现持股比例为98.58%
2006年9月	控股长城伟业期货（后更名为华泰期货）49%股权，现持股比例为60%
2006年12月	参股江苏银行，持有6.37%股份，现持股比例为6.16%
2007年1月	增资至人民币45亿，同时更名为华泰证券股份有限公司。
2009年7月	公司吸收合并信泰证券，并增资至48.15亿
2010年2月	公司首次公开发行并在上交所挂牌
2015年6月	公司在香港联交所上市

资料来源：公司年报，中银证券

华泰证券的股权结构

截至2014年12月31日，华泰证券总股本56亿股。其中，江苏省国信资产管理集团有限公司持有华泰证券13.38亿股，占总股本的23.89%，为公司的第一大股东。江苏交通控股有限公司持有公司3.91亿股，占总股本的6.99%，是公司第二大股东。公司的实际控制人是江苏省国资委，共计持有48.96%的股份。

图表 3. 实际控制人股权结构（2014年）



资料来源：公司2014年年报，中银证券

2015年6月，因公司发行H股，公司的国有股东包括江苏省国信资产管理集团有限公司、江苏交通控股有限公司等21家股东进行国有股减持。减持后，江苏省国信资产管理集团持股比例从23.89%下降至17.97%，江苏高科技投资集团有限公司的持股比例从6.43%下降至4.91%，江苏省苏豪控股集团有限公司的持股比例从5.07%下降至3.87%。此次股份变动，没有导致本公司的第一大股东及实际控制人发生变化。江苏省国信资产管理集团，维持第一大股东地位不变，实际控制人是仍然是江苏省国资委持股比例从48.96%下降至37.12%。

图表 4. 华泰证券前十大股东（截至 2015 年中报）

排名	股东名称	持股数量 (亿股)	占总股本比例 (%)
1	香港中央结算(代理人)有限公司	17.15	23.94
2	江苏省国信资产管理集团有限公司	12.51	17.46
3	江苏交通控股有限公司	3.99	5.57
4	江苏高科技投资集团有限公司	3.42	4.78
5	江苏省苏豪控股集团有限公司	2.68	3.74
6	江苏汇鸿国际集团有限公司	2.47	3.45
7	江苏宏图高科技股份有限公司	1.37	1.92
8	中国工商银行股份有限公司-中万菱信申银万国证券行业指数分级证券投资基金	1.03	1.44
9	江苏苏豪国际集团股份有限公司	0.98	1.36
10	金城集团有限公司	0.85	1.19
	合计	46.45	64.85

资料来源：公司季报，公告，中银证券

公司发展概况

在 20 多年的发展历程中，公司抓住了中国资本市场及证券业变革创新的历史机遇，实现了快速成长，主要财务指标和业务指标均位居国内证券行业前列。

2014 年以来，公司抓住了证券市场回暖以及互联网金融创新的机遇，坚定推进战略长远规划，不断优化业务布局，实现了经营业绩的快速增长。2015 年 1-9 月，华泰证券实现营业收入 198.82 亿元，同比增长 176.91%；归属于母公司股东净利润 86.39 亿元，同比增长 226.66%；基本每股收益 1.38 元，同比增长 193.62%；加权平均净资产收益率 16.01%，同比增加 8.91 个百分点。公司资产总额 4,754.85 亿元，比 2014 年末增长 74.67%；归属于上市公司股东净资产 772.24 亿元，比 2014 年末增长 86.99%；杠杆率为 6.16 倍，比 2014 年末的 6.59 倍有一定程度的下降。

公司拥有中国规模最大的证券经纪业务及业内领先的互联网平台。2014 年，公司移动财富管理终端“涨乐财富通”在新浪网手机证券 App 测评中排名第 1。2014 年和 2015 年，公司股基交易市场份额位居中国证券业第 1 位。截至 2015 年底，融资融券余额规模位居行业第四，托管证券市值位居行业第 3。公司拥有领先的综合投资银行平台及业内第一的并购业务。按照中国证监会核准的并购交易数量计，公司并购业务自 2012 年起连续 3 年排名行业第一。公司也拥有中国证券业最大的综合资产管理平台之一和行业领先的产品创新能力。

图表 5. 华泰证券业务优势

业务类型	指标	行业排名
经纪业务	股基交易额	2015 年行业第一名，市占率 8.363%；第二名中信证券（含浙江、山东）市占率为 6.429%。
融资融券	两融余额规模	截至 2015 年底，行业排名第四，两融余额 690.72 亿元，市占率 5.59%；前三名为中信、申万宏源、银河。
投行业务	IPO 募集金额	2015 年，首发 10 家、募集资金 116.51 亿元，均为行业第五名；前四名分别为光大、瑞银、中信和平安证券。
投行业务	并购业务	2015 年并购交易金额 2,667.56 亿元，排名第一，同比增长 193.47%；并购交易 39 项，排名第三，前两名是中信建投（42 项）、西南证券（40 项）。
资管业务	资管规模	截至 2016 年 1 月 5 日，资产净值合计 846.20 亿元，位列第 3 名；前两名分别为广发和中信。
研究所实力	公募基金交易佣金	2014 年排名第 18 名，2015 年上半年上升至第 14 名；2015 年上半年公募基金佣金 2.10 亿，佣金席位占比 3.17%。
研究所实力	新财富榜单	2015 年位列新财富进步最快研究机构第二名，比 2014 年前进一名；第一名为方正证券。

资料来源：网页，中银证券

2006 年 8 月，华泰证券为扩展海外业务在香港设立华泰金融控股（香港）有限公司，申请并取得香港证监会核发的第 6 类牌照。2014 年华泰金控（香港）代理股票交易量 237.72 亿港元、代理期货合约交易量 23.66 万张；参与股票配售项目 1 个、债券发行项目 4 个、财务顾问项目 1 个、合计承销规模 12.74 亿港元；合计资产管理规模 23.9 亿港元。

目前，公司在境内控股华泰联合证券有限责任公司、华泰期货有限公司、江苏股权交易中心有限责任公司；在境内外全资设立华泰金融控股（香港）有限公司、华泰紫金投资有限责任公司、华泰创新投资有限公司、华泰证券（上海）资产管理有限公司；参股南方基金管理有限公司、华泰柏瑞基金管理有限公司、江苏银行股份有限公司、金浦产业投资基金管理有限公司、证通股份有限公司。

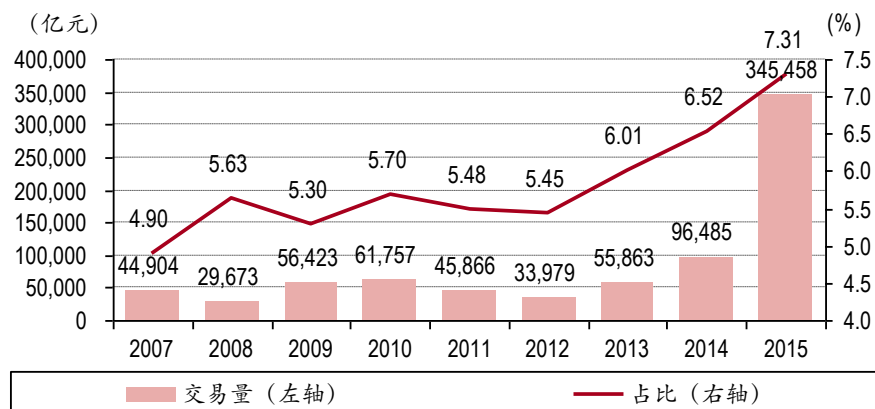
互联网金融开拓者

2013年，“余额宝”、“微信红包”引领的互联网金融浪潮的席卷而至，引发了券商传统经纪业务前所未有的巨大变革，把握“互联网+”带来的新机遇成为整个证券行业共同面临的课题。作为业内最早谋划互联网布局的券商，华泰证券无疑是这场变革的最大受益者之一。

华泰证券因为率先开展互联网经纪业务并主动降低佣金，结合公司综合实力的整体增强，叠加合并华泰联合证券，公司实现了股票成交量市占率从2007年3.08%到2015年7.31%的飞跃，2015年6月的单月成交额近追平2013年全年成交额。

自2012年起，公司的经纪业务稳居行业第一梯队，并在2014年和2015年成为股基成交金额市占率行业排名第一。如果说2011-2012年间，公司股票交易量市占率大幅提升来源于华泰证券与华泰联合证券的二次业务整合，那么2012-2013年以来公司市占率逆行情上升则主要受公司拓展销售渠道、打造互联网金融的推动。

图表 6. 华泰证券股票交易量 (2007-2015 年, 已含华泰联合证券数据)



资料来源：万得，中银证券

“互联网+”是华泰经纪业务出类拔萃的基石，其最大的差异化优势是一流的移动金融平台、基于互联网的全业务链服务、线上线下服务的联动协同能力和高效率、低成本的集约化运营管理能力。

曲突徙薪，率先布局互联网

华泰证券一直力图构建全方位、多层次的互联网营销服务平台，通过互联网技术，实现展示、引流、营销、服务功能的整合，使之成为公司经纪业务战略转型的载体。华泰证券一直是证券行业推行“互联网+”战略的先行者。早在1997年华泰证券就率先推出网上交易，提供更为便捷的交易服务。2009年伊始，在互联网金融趋势尚未兴起之前，华泰证券确定并开始施行以移动互联网为主要发展方向的战略目标。2013年3月自建“涨乐网”一站式金融服务平台，同年9月推出网上开户业务，通过公司官网、“涨乐网”、“涨乐财富通手机客户端”等“两网一端”实现经纪业务通道服务以及围绕通道服务的基础理财服务向互联网集中。2014年4月又与网易合作，在互联网金融业务方面走在行业的前列，充分利用互联网金融提高理财服务面向客户的覆盖和渗透程度。

华泰证券布局互联网的战略十分坚决，并在公司内部克服许多阻力。公司几年之前就开始了各个业务条线的整合，围绕客户需求和业务发展需要实现业务部门联动，营业部中后台统筹管理集中到地区分公司和总部。在符合监管规定的前提下，将能在网上操作的业务都“搬上网”，将业务开展成本压缩。由于营业部数量较多，华泰证券制定了“轻物理柜台业务、重业务开展”的模式，实现营业部动态管理，也即根据营业部业绩水平适时关停、合并和新设。

图表 7. 华泰证券布局互联网+的路径



资料来源：公司年报，中银证券

引领潮流，投入移动互联怀抱

2014年全新升级改版的“涨乐财富通”移动理财服务终端上线。“涨乐财富通”集合了网上开户、行情资讯、闪电下单、融资打新、金融产品销售、融资融券等一站式服务，力图成为客户“口袋里的理财专家”和承载华泰证券各类业务的平台。

华泰证券的互联网创新意识很强，不仅在形式上将业务“搬上网”。还设计了两款旗舰产品：“天天发”和“天天财”。

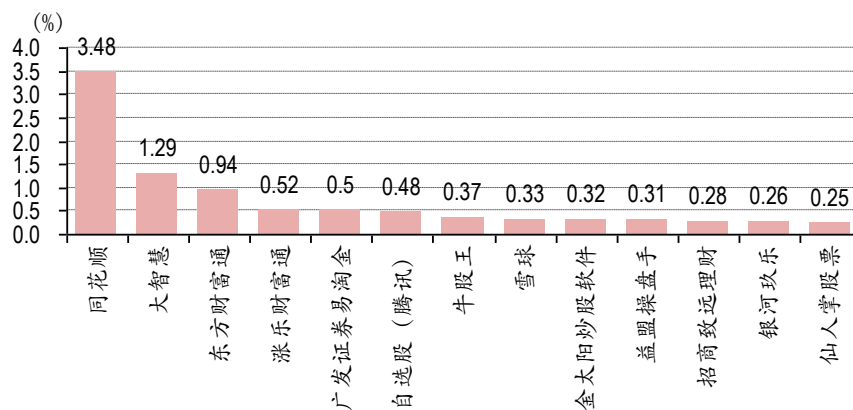
图表 8. 涨乐网和涨乐财富通成为华泰证券获取客户的门户



资料来源：公司年报，中银证券

公司大力推进互联网证券业务创新，持续完善优化移动互联网平台业务功能及用户体验，逐步从“客户服务”向“用户服务”突破。2015年上半年，移动终端“涨乐财富通”下载量536.7万次，日均活跃客户数94.2万人次；“涨乐财富通”移动终端客户开户数165.8万人次，占公司全部开户数的89.1%。截至2015年12月4日，华泰证券涨乐财富通（手机客户端）下载安装运行设备量超过1,000万台，达到10,034,138台。

图表 9. 炒股 APP 覆盖率（2015 年第三季度）



资料来源：TalkingData 应用排行，中银证券

根据移动互联网综合数据服务公司 Talking Data 的数据，2015 年第三季度，“涨乐财富通”用户量覆盖率为 0.52%，在炒股软件中排名第四，在各券商炒股 App 中排名第一，用户覆盖率的增长速度远超同行同类平台，用户活跃度也位居行业领先地位。“涨乐财富通”作为专业的移动证券服务平台已经具备了较强的平台效应、规模效应和品牌效应。

强强合作，结盟网易展开深度合作

2014 年，华泰与网易开启为期三年的战略合作，双方约定依托各自在金融服务领域的行业领先优势和巨大互补性，在业务创新、品牌推广、资源共享等方面展开深度合作。合作期间，网易将向华泰证券开放核心广告资源，同时网易在相关产品或频道增加证券开户功能或入口，引导用户在华泰证券开户。与之对应，华泰证券提供证券开户系统对接、在线咨询、业务办理、线上和线下金融服务等。此外，公司还和网易共同打造互联网金融信息与交易服务平台，将充分发挥互联网及移动互联网的优势，将互联网技术与金融产品创新结合，设计出更具互联网基因的金融产品，为广大网民、投资者，提供全方位、专业化、高效、便捷的金融服务。

图表 10. 华泰证券与网的合作示意



资料来源：互联网，中银证券

大数据支撑，夯实全业务链基石

在移动互联网时代，为客户提供最好的用户体验固然重要，如果同时能快速了解客户需求、并提供适当的产品服务，才能在日益激烈的竞争中取得一席之地。自 2007 年开始，华泰证券就开始着力打造 CRM 系统（客户关系管理系统），这种 IT 支撑系统，能够提供高效的信息技术系统和信息技术服务，能够合理整合公司资源，全面提升全业务链体系的运营效率。

所谓 CRM，作用在于收集客户信息，所有包括经纪、资管、投行的客户资料都纳入这个数据库。除了 IT 系统的搭建，呼叫、交易、报盘、数据中心等经纪业务运营支撑平台也都和互联网营销一起涵盖在 CRM 系统中。最终形成多层次的服务支持，为分析客户需求与服务提供有力的技术支持。华泰证券的 CRM 通过整理碎片化的客户资料，进而高效地整理归纳出各家客户的交易偏好、潜在需求，从而摆脱过去各业务线条各自为政的分割局面。通过 CRM 系统，华泰证券夯实了全业务链的基石，形成了多层次的服务支持，为分析客户需求与服务提供有力的技术支持。随着券商互联网金融的发展与快速推开及业务经营模式的探索，券商金融服务质量和效率将得到提升，金融交易成本有望降低，互联网金融思维或将带来券商业务模式的新一轮革命。

“互联网+”，赢在客户价值的二次开发

“互联网+”对于传统行业的影响不仅是提供高效便捷的服务渠道，证券公司从互联网券商业务中的受益也不仅仅是经纪业务放量那么简单。“互联网+”给传统行业带来的是管理思路上的变革，给证券行业带来的是更扁平化的管理链条、更低成本的展业方式、更高效的客户渠道建立及维护方式。

华泰证券在 2014 年底有效用户约 600 万，2015 年 11 月底达到约 800 万。基本上 2015 年用户增量占目前全部用户数的 25%、新开户交易额占公司所有用户总交易额的 20%、佣金收入贡献超过 10%。

“互联网+”不仅给华泰证券带来了成交量市占率的大幅提升，客户渠道的拓宽为公司融资融券、投行新三板、财富管理业务乃至 PB 主经纪商业务奠定了良好的基础。华泰证券各项业务的齐头并进提升了业务部门对人才的吸引力，进而，公司的运作形成了良性循环。

图表 11. “互联网+”促进华泰证券良性循环



资料来源：中银证券

各项业务齐头并进、竞相放采

图表 12. 华泰证券主要业务构架及优势

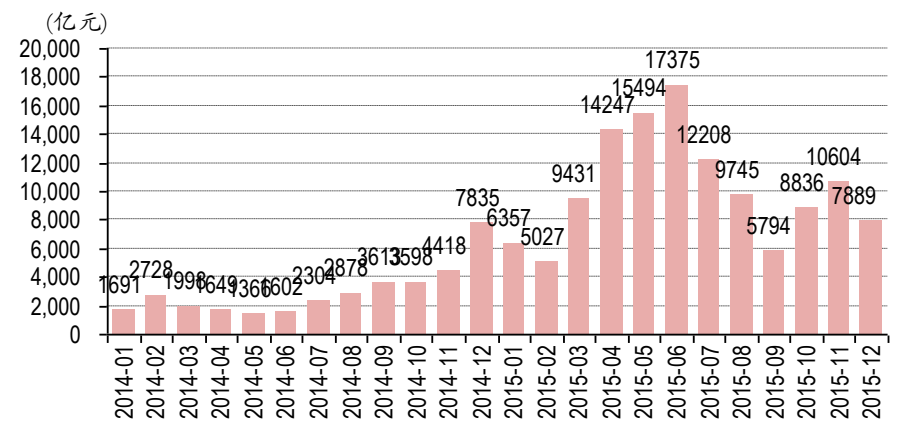


资料来源：年报，中银证券

经纪业务：“互联网+”与财富管理合力

在 2014 年至 2015 年 6 月间，券商的传统经纪业务因股票市场交投活跃受到提振，日均成交额从 2014 年 6 月的 1,602 亿上升至 2015 年 6 月的 17,375 亿元，涨幅 985%。随后，两市交易额从 6 月份的峰值骤降至 9 月的日均 5,794 亿元，锐减 67%，回到了 2014 年 11 月份的水平。10 月份起，随着市场情绪的增强，两市成交额收复 1 万亿大关，并在 2016 年元旦前后恢复平稳，维持 7,000-8,000 亿水平。

图表 13. 两市月度日均成交额 (2014 年 1 月-2015 年 12 月)

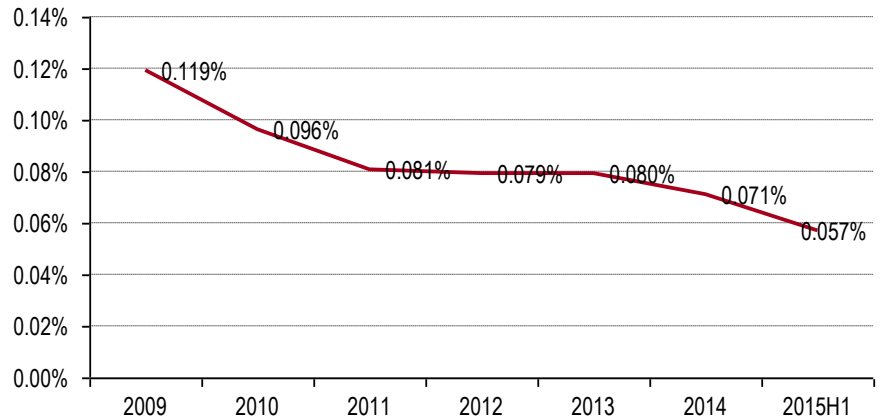


资料来源：中银证券

在竞争局势激烈的 2015 年第三季度，华泰证券实现证券经纪业务净收入 29.63 亿，同比增长 133.88%，环比下降 38.51%。根据交易所统计口径，股票成交额市场份额从 2014 年的 6.524% 上升至 2015 年的 7.307%。各证券公司证券经纪业务受市场波动影响，但华泰证券的市场份额稳定上升，说明公司的互联网金融布局在持续发挥作用。

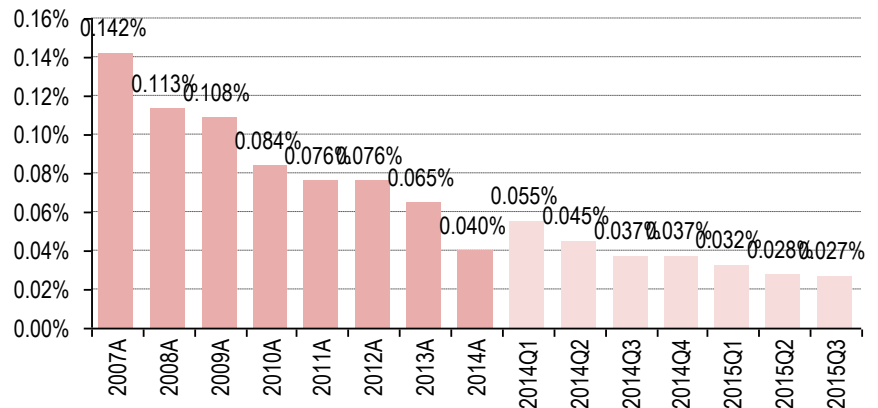
互联网券商对传统券商的经纪业务规模侵蚀、佣金率下行压力，这两个在成交放量时隐藏的问题，逐渐凸显出来。证券公司需要从战略的高度，探寻零售经纪业务转型发展，以期扭转“靠天吃饭”的被动局面。传统业务亟待重新定位，零售经纪业务转型互联网金融或财富管理业务势在必行。

图表 14. 证券行业佣金水平变化情况 (2009-2015 年上半年)



资料来源：万得数据，中银证券

图表 15. 华泰证券佣金率情况 (2007-2015 年第三季度)



资料来源：公司公告，万得数据，中银证券

面对佣金率普遍下降的情况，华泰证券不仅仅通过“互联网+”来争取客户群体的扩大，还拓展财富管理业务来寻求客户利润贡献最大化。公司推动代理交易类、投资类、融资类、顾问类四大类业务发展，提高精细化管理水平，以客户需求为导向，加快推动证券经纪业务向财富管理业务转型。建立多层次的客户分析评价系统，持续优化紫金理财服务体系，不断丰富服务内容、完善服务渠道、优化推送方式，积极打造分层级的客户服务体系，满足客户多元化理财服务需求。公司着力打造用户体验极佳的“全资产账户展示”功能，这项功能在公司H股上市推介过程中得到海外投资者的认可。

图表 16. 华泰证券通过紫金理财服务体系开展财富管理业务


资料来源：年报，中银证券

在金融产品代销方面，公司充分发挥客户资源优势 and 网点布局优势，通过广泛的证券营业部网络和互联网平台代销理财产品，进一步提升公司代理销售金融产品业务能力。仅 2015 年上半年，公司代销总金额（含基金、证券公司理财产品、信托）2.10 万亿，实现代销总收入 1.84 亿元。

公司持续推进研究团队建设，并制定市场化的激励机制。经过两年转型磨合，研究服务数量与质量显著提高。新财富排名从 20 名开外上升至今年的第十名，在进步最快券商当中排名第二。不仅如此，公募基金分仓交易量及分仓市场占有率也在 2013 年之后稳步提升。2015 年上半年，公司公募基金分仓交易量 4,395.97 亿元，公募基金分仓交易量市场份额为 5%，较 2014 年度增长 59.24%。

图表 17. 华泰证券公募基金佣金分仓

华泰证券（含华泰联合）公募基金股票交易总金额（亿元）	佣金席位占比（%）	排名	
2007	4,234.65	5.70	5
2008	3,141.27	5.97	4
2009	4,385.01	5.30	5
2010	4,251.10	5.48	3
2011	2,539.78	4.34	3
2012	1,242.49	2.67	16
2013	966.40	1.65	21
2014	1,478.93	2.28	17
2015 年上半年	2,830.72	3.62	13

资料来源：万得，中银证券

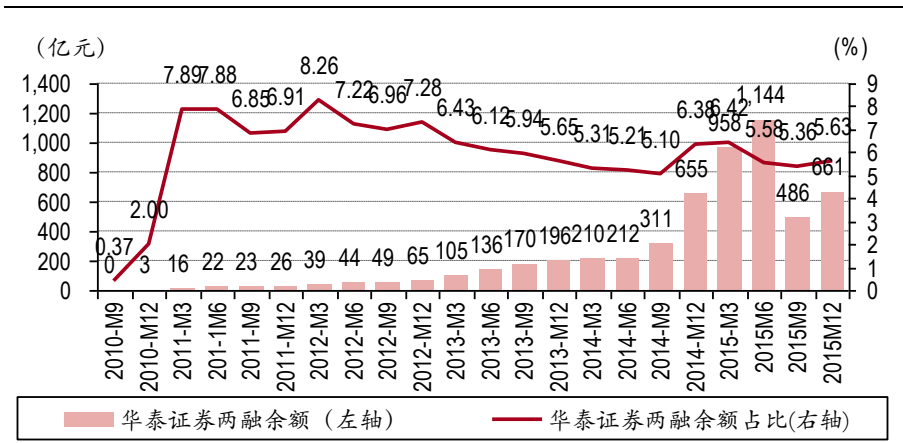
因为 6 月份股市大幅调整，越来越多的投资者开始关注期货等金融衍生品。在可以预见的未来，期货经纪业务也将成为经纪业务收入的重要组成部分。在期货经纪业务领域，公司通过控股子公司华泰期货开展期货经纪业务，截至 2015 年 6 月底，共有 31 家期货营业部，遍及国内 18 个省份。2015 年上半年，华泰期货实现代理成交量 9,581 万手，成交金额 242,983 亿元，市场份额分别为 2.83% 和 3.44%，同比分别增长 8.43% 和 2.08%。公司期货 IB 业务继续延续增长势头，IB 业务权益和 IB 业务收入均大幅提升，期货 IB 业务日均权益 17.5 亿元，公司获准从事期货 IB 业务的证券营业部及区域总部共 173 家。

此外，公司积极布局创新业务，如主经纪商（PB）业务，包括基金托管服务、清算、估值、融资、融券、产品销售及其他增值服务等。公司于 2015 年 4 月 21 日通过中国证券投资基金业协会私募基金业务外包服务机构备案，成为首批通过备案的机构之一。截至 2015 年 6 月底，公司基金托管业务上线运行产品 121 只，业务规模 103.15 亿元，私募基金外包服务业务上线运行产品 96 只，业务规模 67.15 亿元。

资本中介业务：加码两融，演绎“速度与激情”

公司把握住两融市场快速发展的机遇，通过综合性融资和针对性服务，进一步满足各类客户群体合理的融资或融券交易需求，取得了两融余额的快速增长。2014 年母公司融资融券业务余额 654.83 亿元，市场份额为 6.38%，排名位居行业第二。在 6 月份 H 股上市之前，公司资本金较为紧张，两融业务的拓展受到一定的限制。但即便如此，华泰证券的融资融券业务规模仍有一定增长。截至 2015 年 6 月底，华泰证券两融余额 1,144.14 亿元，排名第五。2015 年 10 月份以来，随着市场情绪的增强，两市成交额近期收复 1 万亿大关，两融余额也迅速回升至 1.2 万亿水平。

图表 18. 华泰证券两融业务（季度，2010-2015 年）



资料来源：万得，中银证券

大投行业务：并购业务“金字招牌”和业务流程化转型

华泰证券拥有领先的综合投资银行平台及业内第一的并购业务。面对投行业务的创新发展，公司主动调整业务结构，继续推进“专业化分工与体系化协作”流程化投行体系，形成关键行业的客户积累和业内口碑。按照中国证监会核准的并购交易数量计，公司并购业务自 2012 年起连续 3 年排名行业第一；2015 年并购交易金额也位列行业第一。不仅如此，华泰证券在香港市场并购业务也名列前茅。公司的股权和债券主承销金额和数量排名在 2015 年位居中国证券行业第十一名和第八名。

图表 19. 2015 年并购交易财务顾问情况

排名	机构名称	交易数量	交易金额 (亿元, 2015 年)	市场份额(%, 2015 年)
1	华泰联合	39	2,667.56	12.11
2	中信证券	29	2,340.33	10.62
3	国泰君安	32	1,588.55	7.21
4	西南证券	40	1,543.52	7.01
5	海通证券	25	1,478.09	6.71
6	中国国际金融	11	1,354.74	6.15
7	广发证券	38	1,156.02	5.25
8	长城证券	12	916.39	4.16
9	摩根史丹利华鑫证券	9	658.5	2.99
10	招商证券	16	643.35	2.92

资料来源: 万得, 中银证券

图表 20. 2015 年证券公司作为主承销商情况

机构名称	主承销家数	主承销家数市场 份额(%)	主承销家数排名 (2015 年)	机构名称	主承销金额 (亿元)	主承销金额市场 份额(%)	主承销金额排 名 (2015 年)
中信证券	379	8.14	1	中信证券	5,059.31	3.88	1
中信建投证券	358	7.69	2	中信建投证券	4,106.93	3.15	2
招商证券	308	6.61	3	国泰君安(含上海 证券)	3,235.06	2.48	3
国泰君安(含上海 证券)	291	6.25	4	招商证券	3,121.37	2.39	4
申万宏源(含申万 宏源承销保荐有 限公司)	168	3.61	5	广发证券	1,866.36	1.43	5
广发证券	167	3.59	6	海通证券	1,799.05	1.38	6
国金证券	149	3.20	7	中国国际金融	1,608.54	1.23	7
华泰证券(含华泰 联合)	139	2.98	8	中国银河证券	1,380.74	1.06	8
国信证券	135	2.90	9	国信证券	1,308.90	1.00	9
中国国际金融	125	2.68	10	申万宏源(含申万 宏源承销保荐有 限公司)	1,221.71	0.94	10
海通证券	118	2.53	11	华泰证券(含华泰 联合)	1,115.40	0.86	11
光大证券	115	2.47	12	光大证券	1,100.83	0.84	12
恒泰证券(含恒泰 长财)	106	2.28	13	国开证券	1,090.71	0.84	13
中国银河证券	98	2.10	14	兴业证券	897.51	0.69	14
国开证券	91	1.95	15	平安证券	793.03	0.61	15

资料来源: 中银证券

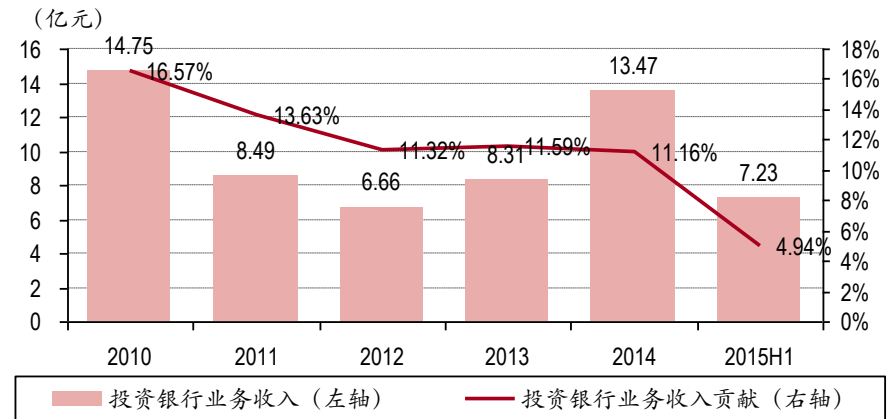
公司还加强了固收业务资源配置, 加大创新与突破力度, 债券品种做到全产品覆盖。将华泰证券的投行业务划分到华泰联合证券, 继续保持并购业务优势, 进一步发挥并购业务品牌效应, 推动并购业务向提供资本中介等综合金融服务转型。

1. 股票承销、债券承销与财务顾问业务

2015 年上半年, 公司合并主承销 40 次, 合并主承销金额 460.23 亿元, 合并主承销收入 4.42 亿元; 合并股权主承销 21 次, 合并股权主承销金额 1,575,875.69 万元, 合并股权主承销收入 40,830.45 万元; 合并债权主承销 19 次, 合并债权主承销金额 3,026,460.00 万元, 合并债权主承销收入 3,406.71 万元。在并购重组业务方面, 报告期内, 公司并购重组与财务顾问业务收入 13,976.16 万元, 公司主导完成的上市公司并购重组项目数在国内券商中继续排名第一。

2015 年华泰证券与华泰联合共计主承销 139 次，合并主承销金额 1,115.40 亿元；比 2014 年相应增加 110.61%、34.88%。合并股权主承销 10 次，合并股权主承销金额 116.51 亿元；合并债权主承销 89 次，合并债权主承销金额 679.02 亿元。

图表 21. 华泰证券投行业务



资料来源：万得，中银证券

目前，华泰证券拥有专业的投资银行子公司华泰联合证券，通过整合原华泰联合证券和华泰证券两家投行之所长，在投资银行领域具有经验丰富、团队强大、资源充沛等特色优势。公司不追求投行项目数量，而是追求找到各个行业的一流公司来提供投行服务。在增发业务中，为宋城演艺、众信旅游、苏宁环球、南京新百提供服务；在可转债发行承销业务中，为蓝色光标提供服务；在地方国改中，承接了长江电力的项目；中概股回归目前华泰联合证券也承接了 70% 的项目数。

2014 年，中国证券行业有史以来最大的并购案——申万宏源的合并就是由华泰联合证券操刀。有别于以往任何一例券商合并案，华泰提出了“控股集团+证券子公司”这一独特的双层架构设计，打破了以往以控股合并为主的母子架构模式，为资本市场所铭记。

2. 新三板业务

在场外业务方面，2014 年以来，随着新三板扩容、做市商制度推出及市场各项基础制度的不断完善，新三板市场发展提速，挂牌企业数量、融资金额和交易活跃程度大幅提升，伴随着转板制度、市场分层与竞价交易等制度革新，新三板市场蕴藏巨大潜力。

江苏企业挂牌新三板热情高涨，截至 2015 年底，挂牌企业总计 683 家，在全国各省区市中位居第三，仅次于北京、广东。受益于江苏省发达的民营经济以及国家推进多层次资本市场的建设，未来江苏将会有更多的民营中小企业挂牌新三板，地处江苏省会南京的华泰证券有着明显的区位优势。

2015 年上半年，公司共完成推荐挂牌项目 9 家、获同意挂牌函项目 7 家、在审项目 14 家，并完成 4 家挂牌企业的 5 次股票发行业务。

此外，华泰证券控股江苏股权交易中心，截至 2015 年 6 月共有挂牌企业 194 家，累计发展会员单位 141 家，为华泰证券的新三板业务储备了巨大的潜在客户资源。随着互联网销售渠道的持续拓展、各类收益权产品的创设与开展、股权交易制度的变更完善以及传统股权业务的发展，江苏股权交易中心业务收入将进一步提升。

资管业务：聚焦直投，发力创新业务

1. 母公司资产管理

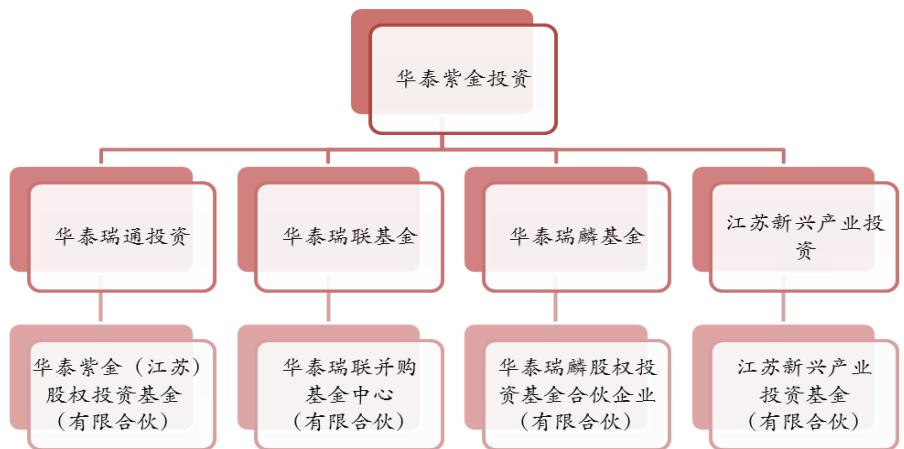
华泰资管公司抢抓行业发展重要机遇，以全业务链理念为指导，依托母公司高覆盖的经纪业务渠道及领先的投行资源，确立了打造全方位、综合性资产管理机构的目标。

2015年上半年，华泰资管公司合计管理集合资产管理计划44只，合计管理资产规模1,080.11亿元；合计管理定向资产管理计划372只，合计管理资产规模4,221.22亿元；合计管理专项资产管理计划3只，合计管理资产规模40.60亿元。根据中国证券投资基金业协会公布的证券期货经营机构资产管理业务统计数据，截至2015年6月底，华泰资管公司主动管理业务规模1,394亿元，行业排名第五，资产管理业务总规模行业排名第三。

2. 私募股权基金

华泰紫金投资是华泰证券开展直接投资的业务平台，主要涉及私募股权基金的投资与管理。2015年以来，私募股权投资面临行业转型挑战和自我革命的机遇，新业务机遇逐渐涌现。2015年上半年，华泰紫金投资合计实施投资项目2个，均为股权投资类项目，合计投资金额4,000万元。

图表 22. 直投资基金架构



资料来源：万得，中银证券

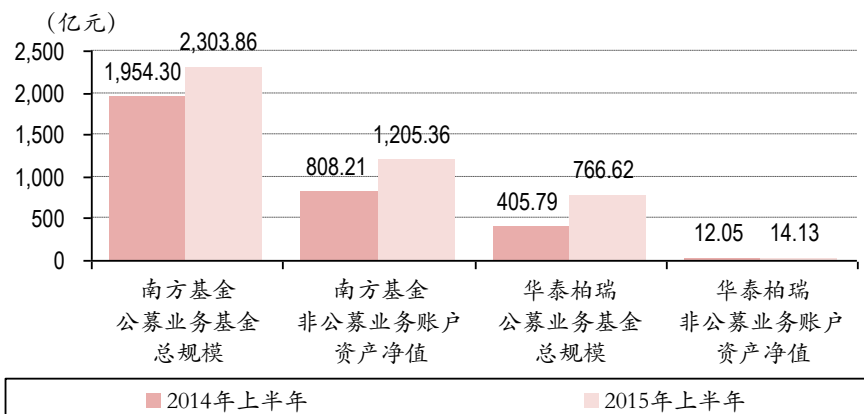
华泰紫金投资控股子公司华泰瑞通投资管理有限公司发起设立华泰紫金（江苏）股权投资基金（有限合伙）合计实施投资项目 12 个，合计投资金额 46,592.94 万元，其中股权投资类项目 11 个、投资金额 46,092.94 万元，债权投资类项目 1 个、投资金额 500 万元；华泰紫金投资下属子公司华泰瑞联基金管理有限公司发起设立的北京华泰瑞联并购基金中心（有限合伙）合计实施投资项目 8 个，合计投资金额 97,389.10 万元，其中股权投资类项目 7 个、投资金额 87,170.30 万元，债权投资类项目 1 个、投资金额 10,218.80 万元；华泰紫金投资控股子公司深圳市华泰瑞麟基金投资管理合伙企业（有限合伙）发起设立的深圳市华泰瑞麟股权投资基金合伙企业（有限合伙）合计实施投资项目 3 个，均为股权投资类项目，合计投资金额 17,088.33 万元；华泰紫金投资控股子公司江苏省新兴产业投资管理有限公司作为基金管理人的江苏新兴产业投资基金（有限合伙）合计实施投资项目 1 个，为股权投资类项目，合计投资金额 39,687.93 万元；同时，华泰紫金投资控股子公司北京华泰同信投资基金管理有限公司于报告期内发起设立北京华泰瑞合投资基金管理合伙企业（有限公司）。

3. 基金公司

公司主要通过参股公司南方基金与华泰柏瑞开展基金公司资产管理业务。在南方基金资产管理业务领域，截至 2015 年 6 月底，南方基金公募业务管理基金数合计 73 只，公募业务基金总规模合计人民币 2,303.86 亿元，较 2014 年同期 1,954.30 亿元增长 17.89%；非公募业务账户资产净值合计人民币 1,205.36 亿元，较 2014 年同期 808.21 亿元增长 49.14%。南方基金获《中国证券报》“金牛基金奖”、《证券时报》“2014 年度中国基金业明星基金奖”、《上海证券报》“第十二届中国‘金基金’奖”。

在华泰柏瑞资产管理业务领域，2015 年上半年华泰柏瑞公募业务管理基金数合计 32 只，公募业务基金总规模合计人民币 766.62 亿元，较 2014 年同期 405.79 亿元增长 88.92%；非公募业务账户资产净值合计人民币 14.13 亿元，较 2014 年同期 12.05 亿元增长 17.26%。华泰柏瑞获《中国证券报》“2014 年度金牛基金公司”、《上海证券报》“金基金·TOP 公司大奖”。

图表 23. 南方基金与华泰柏瑞业务开展情况（2014 年、2015 年上半年）



资料来源：公司公告，中银证券

自营业务：稳步推进，寻求突破

1. 权益证券投资

“低风险、稳定收益、规模发展”是公司自营业务的发展要求，公司通过加大非方向性投资占比，有效运用各类金融工具和交易技术，主动吸收和对冲市场风险，多角度发掘和把握市场投资机会，并借助 IT 平台等技术手段提升交易业务环节效率。在场内量化对冲投资业务方面，以量化分析和系统支撑为核心，在保持 alpha 对冲策略传统优势业务发展的同时积极把握市场基差套利机会，使的权益证券投资业绩表现优异。

2. 固定收益投资

2015 年上半年，受国内宏观经济基本面走弱、货币政策宽松、流动性充裕等因素影响，尽管国内债券市场行情有波折，但整体呈现牛市行情，债券收益率整体呈下行态势，短端收益率表现好于长端收益率。中债综合全价指数和中证全债指数分别上涨 1.21% 和 3.17%。

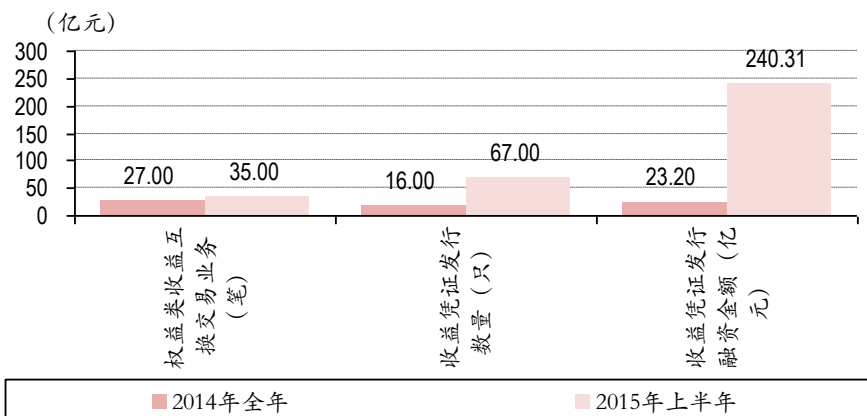
公司在 2014 年，经全国银行间同业拆借中心批准，成为银行间市场做市商。公司也在以 FICC 业务发展战略为指引，积极开展并推动传统业务转型，全面布局创新业务。积极调整现券投资策略，充分利用一二级市场机遇，加强波段操作并调整持仓券种，规避信用风险，同时，加大 IRS 对冲力度，有效锁定资金成本，降低市场风险，以实现收益的稳定性。公司固定收益投资和交易业务依靠深度研究、精准的市场预判、及时的策略调整实现了较好的收益。

3. OTC 金融产品

公司于 2014 年获准开展柜台市场试点业务资格，搭建了 OTC 产品发展和交易平台，并设立了相关业务流程和制度。公司的柜台市场在业内首批和中证协管理的机构间私募产品报价和服务系统实现了互联互通，取得了投资类、代理交易类、创设类、推荐类、展示类等全部业务权限。公司把握住了收益凭证业务发展机遇，不断完善场外衍生品业务框架。

2014 年公司合计开展 27 笔权益类收益互换交易业务，合计发行 16 只收益凭证，共融资人民币 23.2 亿元。2015 年上半年，公司合计发行 67 只收益凭证，共融资人民币 240.31 亿元，截至 2015 年 6 月底的存量规模为 172.75 亿元。公司累计发行 35 笔权益类收益互换交易业务，累计发行规模 90.46 亿元，截至报告期末的业务存量为 29 笔，存量规模为 80.85 亿元。

图表 24. 华泰证券 OTC 金融业务的开展情况（2014 年-2015 年上半年）



资料来源：公司公告，中银证券

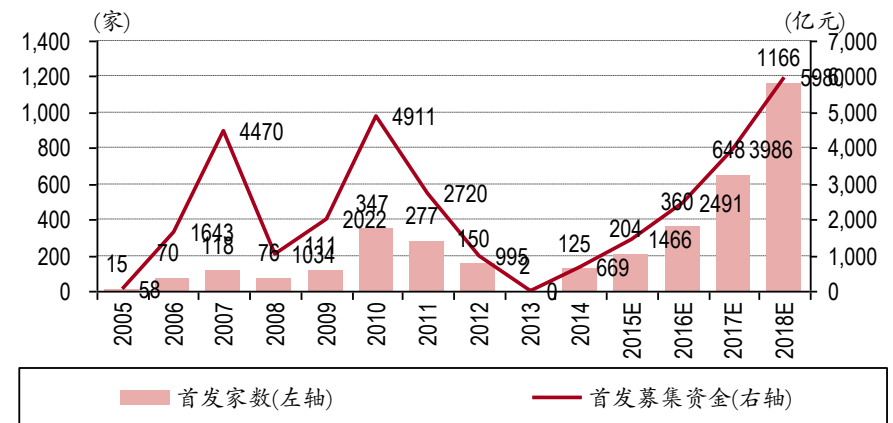
投资建议

证券行业迎来“大投行”时期，战略看好投行实力强的券商股

十八大五中全会提出，资本市场在国家的整体发展战略中发挥重大作用。在我国资本市场逐步由间接融资向直接融资转变的大背景下，证券行业及证券公司的投行部门尤为关键。

2015年上半年，A股股权融资迅速发展。股权融资募集资金共计6,771亿元，同比增长106%，完成2014年全年融资金额的87.64%。完成IPO共计193项，同比增加238.60%，是2014年全年IPO总数的1.54倍。上半年证券行业承销保荐收入达160.51亿元左右，同比增长46.62%。

图表 25. 一级市场首发家数及募集金额情况



资料来源：中银证券

2015年11月6日，证监会例行会议宣布IPO重启。IPO重启恢复了股市的融资功能，为注册制改革的推进创造条件。发审委将控制上市公司批次和发行节奏，预计在2016年，券商的投行业务收入将有一个稳步快速的增长。

随着注册制相关政策的推进，上市排队问题将得到根本解决，投资者与拟上市公司的博弈将在平衡资本市场供需关系中起主导作用。注册制下券商的投行部门将凭借更专业和高效的服务获取较高的发行费用收入，同时行业研究、投行定价、销售和风险管理等专业能力将成为未来投行发展的决定因素。此外，注册制下的再融资业务规模显著高于核准制下的再融资规模。市场化程度高的券商，将在投行业务竞争新格局中突围。

华泰证券凭借互联网金融形成群聚效应

华泰证券是业内最早谋划互联网布局的券商，公司无论是战略前瞻性、业务整合的执行力都十分突出。公司围绕客户需求和业务发展需要，整合各个业务条线，实现业务部门联动，营业部中后台统筹管理集中到地区分公司和总部。在符合监管规定的前提下，将能在网上操作的业务都“搬上网”，将业务开展成本压缩。

互联网对于传统行业的变革大多伴有 3-5 年甚至更长的磨合期，但华泰证券可以说是已经度过了“胼手胝足”的“阵痛期”。华泰证券率先布局互联网移动端的战略已取得初步成效。从经纪业务客户数量的稳步快速增长、IT 系统的完善和用户体验、流量转化利润的效率、业务部门之间的协同，以及公司综合实力的整体性增强，华泰证券无疑是这场变革的最大受益者之一。

公司各项业务全面开花，有望成为行业龙头

“互联网+”不仅给华泰证券带来了成交量市占率的大幅提升，客户渠道的拓宽为公司融资融券、投行新三板、财富管理业务乃至 PB 主经纪商业业务奠定了良好的基础。华泰证券各项业务的齐头并进提升了业务部门对人才的吸引力，进而，公司的运作形成了良性循环。

截至 2015 年底，公司融资融券余额规模位居行业第四，托管证券市值位居行业第三。公司拥有领先的综合投资银行平台及业内第一的并购业务。按照中国证监会核准的并购交易数量计，公司并购业务自 2012 年起连续 3 年排名行业第一。公司也拥有中国证券业最大的综合资产管理平台之一和行业领先的产品创新能力，行业龙头的潜力已然凸显。

盈利预测与估值

我们预计公司 2015-2017 年每股收益分别为 1.46、1.32 和 1.66 元，目前股价对应市盈率估值 9.1 倍、10.1 倍和 8.0 倍。预计 2015 年每股净资产 11.05 元/股，目前股价对应市净率 1.20 倍。根据券商板块 2.36 倍市净率，公司股价相对板块被低估，预计公司的合理股价为 20 元，对应 2015 年 1.8 倍市净率。我们看好华泰证券的后续表现，认为其将会是一只极具业务发展和创新性潜力的牛股，我们给予华泰证券 20.00 元/股的目标价和买入评级。

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	7,167	12,062	26,503	25,919	30,143
手续费及佣金净收入	4,825	6,477	14,680	13,695	15,608
代理买卖证券业务净收入	3,815	4,996	12,919	10,981	12,079
证券承销业务净收入	578	1,180	1,415	2,264	2,943
受托客户资产管理业务净	314	197	347	451	586
利息净收入	1,326	2,385	4,600	3,680	4,416
投资净收益	1,547	1,821	6,376	7,651	9,182
对联营企业和合营企业的	219	285	998	1,197	1,437
公允价值变动净收益	(564)	1,142	341	409	450
汇兑净收益	(7)	3	410	369	351
其他业务收入	40	234	95	114	137
其他业务净收益	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
营业支出	4,251	6,213	12,756	13,530	14,549
营业税金及附加	429	660	1,450	1,418	1,650
管理费用	3,818	5,288	10,799	11,339	11,906
资产减值损失	(24)	18	42	76	88
其他业务成本	27	247	464	696	905
营业利润	2,916	5,850	13,746	12,389	15,595
营业外收入	43	85	58	63	67
营业外支出	21	20	18	20	21
利润总额	2,937	5,915	13,786	12,433	15,640
所得税	668	1,375	3,205	2,890	3,636
净利润	2,269	4,540	10,581	9,542	12,004
少数股东损益	57	54	125	112	141
归属于母公司所有者的净	2,212	4,486	10,457	9,430	11,863

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
资产总计	98,248	272,226	458,79	425,23	476,09
货币资金	26,395	89,865	215,67	172,54	189,79
结算备付金	8,372	18,217	44,497	35,598	37,378
现金及存放中央银行款项	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
发放贷款及垫款	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
交易性金融资产	20,291	56,000	132,40	125,78	132,07
买入返售金融资产	4,736	20,710	31,065	43,491	54,364
可供出售金融资产	6,233	9,276	14,842	21,224	25,469
长期股权投资	3,857	1,874	2,437	4,386	5,702
固定资产	2,299	3,304	4,625	6,013	7,516
负债总计	61,923	230,282	378,90	342,48	383,64
短期借款	0	0	208	291	350
交易性金融负债	0	9	11	13	16
卖出回购金融资产款	8,941	49,668	95,809	76,648	91,977
代理买卖证券款	26,374	70,228	181,60	154,36	169,80
长期借款	0	139	416	749	1,198
所有者权益	36,325	41,944	79,890	82,747	92,451
股本	5,600	5,600	7,163	7,000	7,000
资本公积金	17,167	17,221	45,850	48,143	50,550
盈余公积金	1,303	1,693	1,693	2,636	3,822
未分配利润	8,847	10,319	17,615	15,383	19,002
一般风险准备	2,817	4,612	6,703	8,589	10,961
归属于母公司所有者权益	35,699	41,299	79,119	81,864	91,427
少数股东权益	627	646	771	883	1,025
负债及所有者权益合计	98,248	272,226	458,79	425,23	476,09

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要财务指标

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力 (%)					
营业收入	22	68	120	(2)	16
营业利润	38	101	135	(10)	26
归属于母公司净利润	37	103	133	(10)	26
偿债能力及营运能力 (%)					
资产负债率	0.63	0.85	0.83	0.81	0.81
净负债比率	1.00	3.40	2.06	2.08	2.12

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要财务指标

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力 (%)					
净资产收益率	6	11	13	12	13
净利率	32	38	40	37	40
总资产净利率	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
每股指标及估值比率					
每股收益(元)	0.39	0.80	1.46	1.35	1.69
每股净资产(元)	6.37	7.37	11.05	11.69	13.06

资料来源: 公司数据及中银证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

广发证券(000776.CH/人民币 13.06, 买入)
锦龙股份(000712.CH/人民币 19.67, 买入)
东北证券(000686.CH/人民币 12.78, 未有评级)
国元证券(000728.CH/人民币 15.98, 未有评级)
国海证券(000750.CH/人民币 8.21, 未有评级)
长江证券(000783.CH/人民币 9.00, 未有评级)
山西证券(002500.CH/人民币 9.91, 未有评级)
兴业证券(601377.CH/人民币 7.31, 未有评级)
西部证券(002673.CH/人民币 23.16, 未有评级)
中信证券(600030.CH/人民币 13.70, 未有评级)
国金证券(600109.CH/人民币 10.64, 未有评级)
西南证券(600369.CH/人民币 7.79, 未有评级)
海通证券(600837.CH/人民币 11.42, 未有评级)
招商证券(600999.CH/人民币 14.17, 未有评级)
东吴证券(601555.CH/人民币 10.15, 未有评级)
光大证券(601788.CH/人民币 15.23, 未有评级)
方正证券(601901.CH/人民币 6.41, 未有评级)
东兴证券(601198.CH/人民币 21.23, 未有评级)
东方证券(600958.CH/人民币 16.53, 未有评级)
申万宏源(000166.CH/人民币 7.75, 未有评级)
国信证券(002736.CH/人民币 13.84, 未有评级)
国泰君安(601211.CH/人民币 16.54, 未有评级)
国投安信(600061.CH/人民币 17.69, 未有评级)

以2016年1月28日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371