



买入

55% ↑

目标价格:人民币 20.00

600155.CH

价格:人民币 12.90

目标价格基础:分部估值法

板块评级:未有评级

宝硕股份

华创证券曲线上市，差异化尖兵如虎添翼

宝硕股份公司拟发行股份购买华创证券100%股权，预估值77.51亿元。同时，拟采用锁价方式向10名特定对象非公开发行股份募集配套资金不超过77.50亿元。本次交易完成后，华创证券将实现曲线上市，募集配套资金将显著地提升其资本实力，业绩弹性显著。我们给予公司目标价20.00元，买入评级。

支撑评级的要点

- “互联网+区域性股权交易所”，有望在其他地区复制。华创证券通过全资直投子公司金汇资本控股贵州股交中心、酒交所、兴黔资本等公司，构建了较为完善的非标准化资产业务体系框架。
- 对接投融资，大财富管理业务蓄势。华创证券与证联支付深度合作，IT技术自主、非标业务为产品自主提供支持、研究所为内容自主提供支持，整合各业务条线的综合金融平台已搭建完成。
- 股权结构较为分散，华创在经营管理方面有更大的自主性。重组完成后，刘永好将通过新希望化工、南方希望和北硕投资合计控制上市公司33,593.24万股股份，占比18.60%。
- 长效激励，员工持股计划落地。华创证券在2015年4月实施完成员工持股计划，参与员工143人，共出资超过1.28亿元，所持华创证券比例合计4.98%，在此次配套募集资金后占比合计2.08%。
- 突破净资本瓶颈，业绩爆发可期。相比于总资产、净资产和净资本规模在行业的排名，华创证券各条业务线的行业排名更靠前。曲线上市拓宽融资渠道，配套融资显著提升资本实力，业绩弹性显著。

评级面临的主要风险

- 本次重大资产重组进展不达预期。
- 华创证券在金融创新过程中面临风控和监管风险。

估值

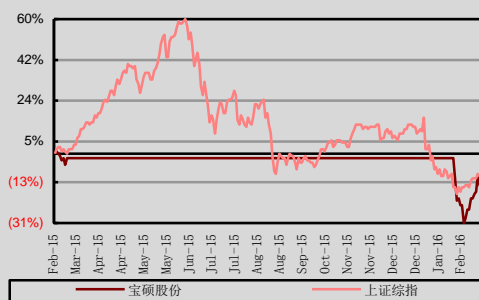
- 根据券商板块和建筑产品板块的市净率，宝硕股份原主业和华创证券市值估计约16.37亿元和325.50亿元。本次交易完成后，上市公司的总市值约在341.87亿元，对应股价约18.93元/股。宝硕股份在本次交易完成前的流通市值只有38.37亿元，在券商板块中流通市值最小，可以给一定溢价。综合上述分析，给予公司目标价20.00元以及买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币百万)	72	409	430	3,078	3,417
变动(%)	(81)	471	5	616	11
净利润(人民币百万)	693	(156)	185	905	1,248
全面摊薄每股收益(人民币)	1.682	(0.309)	0.366	0.472	0.651
变动(%)	(601.5)	(118.4)	(218.5)	28.9	37.9
全面摊薄市盈率(倍)	7.7	(41.7)	35.2	27.3	19.8
价格/每股现金流量(倍)	(6.6)	(51.9)	3.1	36.1	15.5
每股现金流量(人民币)	(1.94)	(0.25)	4.19	0.36	0.83
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(65.4)	(128.9)	(63.8)	3.2	1.2
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.333	0.047	0.065
股息率(%)	n.a.	n.a.	2.6	0.4	0.5

资料来源: 公司数据及中银证券预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(13.9)	(13.9)	(13.9)	(13.4)
相对上证指数	7.7	(14.3)	5.1	(3.6)

发行股数(百万)	477
流通股(%)	87
流通股市值(人民币百万)	5,321
3个月日均交易额(人民币百万)	345
净负债比率(%) (2016E)	净现金
主要股东(%)	
新希望化工投资有限公司	39

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2016年2月24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

化工: 塑料

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

目录

宝硕股份转型，华创证券曲线上市	3
股权分散，经营管理自主性更强	16
长效激励，员工持股计划落地	17
盈利预测和估值	18
投资建议：小市值+高成长，股价向上弹性十足.....	19
研究报告中所提及的有关上市公司	21

宝硕股份转型，华创证券曲线上市

重组方案要点

宝硕股份自 2015 年 3 月 9 日停牌，并于 3 月 21 日进入重大资产重组程序。2016 年 1 月 13 日，宝硕股份发布了《发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》，并在 1 月 26 日根据上交所问询函的要求进行了修改。预案（修改稿）的要点如下：

- 1、河北宝硕股份有限公司拟向贵州物资、茅台集团等 17 名华创证券现有股东发行股份购买华创证券 100% 股权。股份发行价格为 10.29 元/股，需发行约 7.532556 亿股。截至 2015 年 8 月 31 日，华创证券 100% 股东权益的预估值约为 77.51 亿元。本次发行股份购买资产的定价基准日为公司第五届董事会第三十五次会议决议公告日（2016 年 1 月 13 日）。
- 2、同时，宝硕股份拟采用锁价发行的方式向南方希望、北硕投资等 10 名特定对象非公开发行股份募集配套资金不超过 77.50 亿元。募集配套资金总额不超过本次拟购买资产交易价格的 100%，扣除相关费用后将全部用于补充华创证券资本金。本次募集配套资金以发行股份购买资产为前提条件，但最终是否募集足额配套资金并不影响发行股份购买资产的实施。
- 3、本次重组前，上市公司实际控制人为刘永好，其通过新希望化工持有上市公司 39.29% 的股份；重组完成后，刘永好将通过新希望化工、南方希望和北硕投资合计控制上市公司 33,593.24 万股股份，占比 18.60%，仍为宝硕股份的实际控制人。

宝硕股份现有主业面临较大挑战，亟需转型升级

2010 年至 2012 年 6 月，宝硕股份主营业务为氯碱化工，受宏观经济影响，自 2012 年 6 月起，公司氯碱、水泥等业务逐步停产，主营业务向管型材料生产转型。随着房地产市场进入产业调整期，塑料管型材料行业总体产能供大于求，宝硕股份主营业务发展面临较大挑战。2013 年度、2014 年度、2015 年 1-8 月，宝硕股份分别实现主营业务收入 0.72 亿元、4.09 亿元和 2.15 亿元，2013 年、2014 年主营亏损 1.68 亿元、1.47 亿元，归属母公司所有者净利润主要来自营业外收入（包括非流动资产处置利得和政府补助等），经营业绩有待提高。

2010 年至 2012 年 6 月，公司主营业务为氯碱化工。受宏观经济及氯碱行业不景气的影响，自 2012 年 6 月起，公司氯碱、水泥等业务逐步停产。2013 年下半年，公司破产重整前原子公司宝硕型材、宝硕管材破产重整计划相继执行完毕，型材业务、管材业务进入公司业务体系，公司的主营业务变更为塑料管型材料产品的生产、销售。

在主营业务面临较大挑战的背景下，公司在发展现有主业塑料管型材料的基础上，正积极探寻企业转型发展之路，努力通过新建或并购重组等方式，实现主营业务适度多元化，拓展业务领域，发掘新的利润增长点，提升盈利能力，提高抗风险和可持续发展能力。

本次重组是宝硕股份实施战略转型的重要举措，交易完成后，公司将进入处于历史发展机遇期的证券行业，实现产业转型和结构调整，有利于公司未来的可持续发展。本次重组完成后，宝硕股份将集中核心资源，充分利用上市公司的平台优势，抢抓机遇推进证券业务快速健康发展。同时，公司将依托华创证券在金融领域积累的管理优势、人才优势、客户资源优势和技术优势，积极拓宽综合金融服务领域。交易完成后，公司主营业务将新增证券服务业，收入渠道将大大拓宽，盈利能力将大幅提升，有利于提高上市公司股东回报水平。

曲线上市，华创证券突破净资本瓶颈

近年来，证券行业的创新发展进行得如火如荼，信用类业务规模的快速扩张和互联网金融业务需要的前期资金投入都对证券公司的资本实力提出了更高需求。面对日益激烈的市场竞争，证券公司纷纷求变谋新。在监管部门的支持下，众多证券公司积极寻求通过资本市场补充资本金，实现自身快速发展。

图表 1. 证券公司上市路径及进度

证券公司	上市路径及进度
东兴证券、国信证券、国泰君安、东方证券	A 股 IPO 上市
银河证券、广发证券、国联证券、华泰证券、中金公司	H 股 IPO 上市
银河证券、第一创业证券、浙商证券、华安证券、华西证券、东莞证券、天风证券等	已提交 A 股 IPO 申请
光大证券、招商证券、东方证券	已公布 H 股上市计划
湘财证券、联讯证券、开源证券、东海证券、南京证券	申请在新三板挂牌
申万宏源、安信证券、民族证券、同信证券、国盛证券、（拟）江海证券等	通过并购重组直接或间接登陆 A 股

资料来源：公司公告，中银证券

华创证券亦亟需拓宽融资渠道，提升资本实力，优化业务结构，抓住直接投资、融资融券、互联网金融等创新发展机遇，增强竞争力，提升盈利水平。

本次重组募集配套资金将用于增加华创证券的资本金，有助于大幅提高其资本实力，扩大业务规模，增强盈利能力。同时，本次重组完成后，华创证券将成为宝硕股份的全资子公司，可以借助上市公司平台建立持续的资本补充机制，充分发挥资本市场直接融资的功能和优势，降低融资成本，提升综合竞争力，在未来日益激烈的市场竞争中占据有利位置。

另辟蹊径的战略布局，综合金融服务平台厚积薄发

华创证券成立于 2002 年初，注册地在贵州省贵阳市。经过十多年的积累和发展，依靠清晰、规范的法人治理结构及高度市场化的运行机制，华创证券已从业务单一的区域性证券经纪公司发展成为立足贵州、布局全国、业务资质齐全的综合类证券服务机构。

公司具备创新基因，倾力打造“互联网+金融”综合服务平台

华创证券成立于中国证券市场一轮牛市的尾声，此后数年的漫漫熊途中，公司历经成长初期的艰苦探索，生发出不同于其他券商的成长因子，并日渐明晰成为互联网基因。2009 年以来，凭借前瞻性的战略部署和脚踏实地的创新实践，华创证券成为中国证券行业最具创新意识的新锐券商，2014 年获中国证监会、中国证券业协会批准成为首批六家互联网证券业务创新试点券商之一。

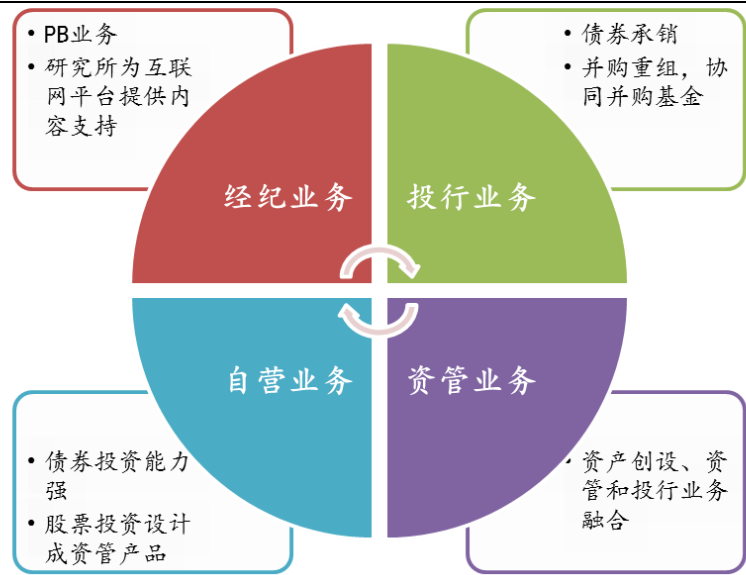
华创证券在对行业竞争格局和趋势深入研究后，进行了极具前瞻性的战略布局。公司致力于业务多元化和创新性发展，专注于公司擅长的优势业务，在同质化竞争中另辟蹊径，力图打造综合金融服务平台。

锐意创新的战略布局，集中力量发展优势业务

在互联网金融业务方面，公司对门户网站、网络平台的“用户导流”没有盲从，而是专注以互联网金融的支付功能为核心，以产品和服务为工作重心。在业务开展方面，华创证券打通前台业务界限、整合中后台资源，形成“前端了解客户需求、承揽项目-公司统筹-后台提供技术支持”的运作模式，使得公司的中后台资源更有效地支持前台业务。

在经纪业务方面，公司将着力发展 PB 业务，研究所更多地为公司互联网金融平台提供内容支持、集聚客户，由研究所牵头的纯互联网金融营业部也有望落地。在投行业务方面，公司在债券承销方面优势突出，股权类投行业务以并购重组为发展方向，并形成“投行+并购基金”协同模式。在自营业务方面，公司清楚地意识到自身优势在固定收益类投资，因此权益类投资比重较小。在资管业务方面，公司凭借场外非标资产业务的优势，将资产创设、资管和投行业务融合，形成合力。

图表 2. 华创证券各项业务的发展战略



资料来源: 中银证券

专注金融支付功能，证联支付合作密切

随着互联网用户的急剧猛增，近几年“互联网+金融”主题的热度空前。在众多证券公司通过门户网站“用户引流”获得大量新增客户的时候，华创证券意识到在互联网金融业务的金融资讯、金融产品、支付和交易四个功能中，支付功能是核心要素。

尤其是在2015年4月“一人一户”限制放开之后，投资者可以在多家券商开立证券账户，越来越多的人开始思考如何形成各家证券公司之间的互联互通，打造证券版的“银联”乃至金融领域的支付平台。而这个想法，早在2011年就已经有团队提出并实施，那就是证联支付。而华创证券，是最早与证联支付全面合作的证券公司。

证联支付有限责任公司（以下简称“证联支付”）成立于2011年1月，注册资本1亿元人民币，是从事互联网支付的非金融支付机构。2011年8月，证联支付经人民银行批准获得支付牌照。证联支付拥有自主知识产权的证联支付证券中间业务平台系统、交易所支付系统、基金支付系统、消费支付系统、核心账务系统。

图表 3. 证联支付的发展历程



资料来源：万得数据，中银证券

由于创新基因和业务契合度，华创证券与证联支付紧密合作。华创证券基于金融支付功能打造综合金融服务平台，以客户需求、客户体验为核心，打通投、融资两端，为客户提供全面财富管理。服务内容包括买理财、选股票、融资快、金融支付、消费支付、账户管理、业务办理服务，实现一站式综合金融服务。华创证券的各个控股子公司也将业务聚合在这个综合金融服务平台上。

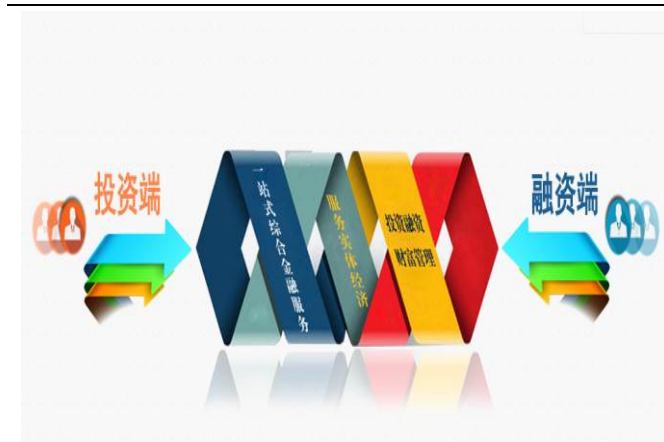
华创证券综合金融服务平台专注做产品和服务，提供了投、融资两端需求交流的平台：问投资、实盘大赛提供投资者投资交流的平台，并将成为民间高手快速成长、私募孵化成长的沃土。

图表 4. 华创证券综合金融服务平台聚合业务



资料来源：公司网站，中银证券

图表 5. 华创证券综合金融服务平台对接投融资两端



资料来源：公司网站，中银证券

华创证券凭借 IT 开发实力、金融产品设计能力和研究所，实现了“IT 自主+产品自主+内容自主”。通过互联网嫁接投顾和股权金融资产交易所，开创性地走出了“互联网+金融”的差异化竞争道路。

图表 6. 华创证券综合金融服务平台嫁接的重要业务方向



资料来源：中银证券

“互联网+区域性股权交易所”模式，有望其他地区复制性强

华创证券通过全资直投子公司金汇资本控股贵州股交中心、酒交所、兴黔资本等公司，构建了较为完善的非标准化资产业务体系框架，以基础资产的挖掘、获取和风控为核心，以创设满足多层次客户需求特点和风险偏好的金融产品为重点，基于证联支付和华创证券 IT 开发团队，开创性地构建了互联网+区域金融资产交易所的业务模式。

贵州股交中心是我国多层次资本市场的重要组成部分，致力于为地方政府融资平台及中小微企业提供股权投融资、债券投融资以及各类金融资产交易等综合性投融资服务；酒交所结合贵州酿酒业发达这一地方特色和优势，为客户提供酒类产品交易服务、酒类产品设计、咨询及相关配套服务等。

依靠成熟的经验和团队，华创证券积极协助地方政府推进互联网金融资产交易中心建设，2015 年内已完成安顺、黔南等地的互联网金融资产交易中心搭建，黔西南、仁怀、瓮安等地的互联网金融资产交易中心进入实质建设阶段；与合作伙伴协力开创产业金融服务新模式，以与区域产业龙头企业合作为契机，围绕产业重点客户，深入研究产业链上下游特征和企业需求，完成对企业“账户信息+资金流+信息流”的系统性管理，提供供应链一体化综合金融服务。

依靠证联支付和公司 IT 开发团队的技术自主创新、审慎的交易对手和交易产品筛选机制、过硬的场外团队实力，华创证券在贵州股交中心的业务开展已渐成熟。截至 2015 年 12 月 31 日，贵州股交中心已挂牌企业 429 家，累计挂牌私募债产品达到 82 只、存量 78 只，累计挂牌收益权凭证产品 42 只，辅助企业实现融资 95.10 亿元；酒交所累计实现产品挂牌 456 只，累计发行产品总额 121.21 亿元。

2015 年，通过华创证券综合金融服务平台实现的股权交易所非标产品销售额约 300 亿元。其中，由客户保证金账户完成的支付约占 60% 以上。可以预见，“互联网+区域性股权金融资产交易所”的运作模式可以迅速在其他地区复制，而在非标准化资产市场率先布局的华创证券有望借此提升行业竞争力，实现“弯道超车”。

对接投融资，大财富管理业务蓄势

IT 技术自主

华创证券对 IT 开发团队的培养较早，投入也较大。目前，IT 开发团队的自主能力很强，公司可以较为顺利地将各业务条线的“互联网+”需求落实到 IT 系统搭建和模块设计上。这样，华创证券对外部技术类公司的依赖较少。因此，华创证券可以根据客户需求不断优化运营支持体系，不断完善账户系统功能和平台移动端方案、优化网上业务系统、开发热门产品等。华创证券将各业务条线“互联网”化，包括柜台业务、零售经纪业务、PB 业务，资管业务产品和投行业务（并购基金）。

目前，华创证券网上营业厅以及移动终端等互联网平台的单笔业务办理时间均控制在 3-5 分钟内，综合业务办理成功率已从 2015 年初的 55% 上升到目前的 95%。2015 年度，华创证券经纪业务总计开户 68,672 户，其中互联网平台开户 41,755 户，占比例高达 60.80%。互联网平台已成为华创证券积累新增客户的主要来源。

研究所提供内容支持

华创证券将研究支持、社区互动、投顾服务、金融理财、线上柜台等诸多业务整合，完善综合金融服务平台建设。公司以研究团队和研究成果为基础，打造证券资讯分析系统和选股王移动终端 APP，并通过与 CCTV 证券资讯频道合作，扩大证券投资咨询服务规模，提高服务效率；同时，将专业的研究成果通过投资组合、事件驱动、数据选股等互联网产品形式发布，便于普通投资者理解和接收。公司已组建约 100 人研究所，有望在零售经纪业务方面，为华创证券综合金融服务平台提供更大的内容支持。

图表 7. 华创证券综合金融服务平台的经营理念



资料来源：公司网站，中银证券

图表 8. 华创证券综合金融服务平台的经营理念



资料来源: 公司网站, 中银证券

图表 9. 投顾领投业务运行情况

投顾领投排行榜							
序号	模拟组合	总收益率↓	月综合收益率	综合收益	最大回撤	运作周期	跟投
1	金牛长盈	50.12%	11.22%	38.87%	11.25%	4个月	马上跟投
2	金牛稳盈	28.19%	12.26%	17.76%	10.43%	4个月	马上跟投
3	例外	25.09%	33.73%	10.93%	14.16%	不足1月	马上跟投
4	短线龙头	20.96%	26.64%	-5.81%	26.77%	4个月	马上跟投
5	风云	20.24%	26.79%	-1.19%	21.43%	4个月	马上跟投
6	成就梦想金阳	19.68%	19.63%	18.46%	1.22%	不足1月	马上跟投
7	火火清金阳	18.72%	13.05%	13.84%	4.88%	1个月	马上跟投
8	金牛丰盈	17.86%	20.67%	-18.29%	36.15%	4个月	马上跟投

资料来源: 公司网站, 中银证券

图表 10. 用户跟单情况

稳操胜券	逃顶大师	涨停王	炒新族	短线高手	重装奇兵	跟单达人?
跟单排行榜		最新跟单				
1	神机星	被跟单	742次	02-22	飞山街营业344	跟单 mqyang
2	四海飞扬	被跟单	141次	02-22	139****8000	跟单 飞山街红艳艳
3	徐氏涨停板敢...	被跟单	129次	02-22	181****3404	跟单 181****7167
4	达摩	被跟单	47次	02-22	138****3322	跟单 181****7167
5	拉菲	被跟单	36次	02-22	我是一朵漂亮...	跟单 181****7167
6	野路子	被跟单	32次	02-22	xuxiangling	跟单 181****7167
7	ysh	被跟单	31次	02-22	qiaopin	跟单 181****7167
8	春姑娘	被跟单	18次	02-21	陈姐	跟单 181****7167

资料来源: 公司网站, 中银证券

此外, 华创证券整合内部资源, 以互联网思维和技术为基础自主开发私募基金综合服务平台, 将主经纪商 (PB) 业务服务系统化、平台化。该平台未来将聚合各证券研究机构、资产管理机构、销售机构、第三方支付机构和商业银行, 采用开放的平台构架, 允许各类金融服务机构接入, 集渠道管理、客户维护、产品管理、登记结算、数据服务等业务功能为一体, 为基金公司、私募投资机构、资产管理机构等提供一站式综合金融服务。该平台已基本完成开发设计。

随着私募基金管理人规模的扩大, 私募基金正在成为证券市场的重要力量。截至 2015 年末, 中国基金业协会已登记私募基金管理人 23,705 家, 已备案私募基金 20,853 只, 产品规模 4.89 万亿元, 已形成庞大的私募市场资源。

通过良好的“互联网+金融”实践, 华创证券形成线上与线下有机结合, 公募与私募相互促进, 各类业务互为补充的相对独立、又开放共享的金融生态圈, 为华创证券积累了丰富的客户资源。

基于支付的业务与本源业务的协同

华创证券在合规的前提下，打通前台业务界限、整合中后台资源，形成“前端了解客户需求、承揽项目-公司统筹-后台提供技术支持”的运作模式。在业务开展时遵循“一个客户终身服务、一个客户综合服务”。

公司在金融资产交易市场已经积累了丰富的客户资源，包括众多优质的中小企业、地方政府融资平台等，华创证券可从中筛选更具发展潜力的客户提供综合金融服务。

公司在投资融资、财富管理、一站式综合金融服务方面的核心竞争力正在快速将全国布局、全业务牌照、全方位互联网思维的各项业务全面铺展，真正实现国家倡导的打造“多层次资本市场”，更好地服务实体经济的目标。

突破净资产瓶颈，业绩爆发可期

华创证券各项业务发展

自成立以来，华创证券坚持立足贵州、面向全国的业务布局理念。截至本预案签署之日，华创证券共拥有47家营业部及4家分公司，其中30家营业部位于贵州省内，其余营业部分别位于上海、北京、广东、浙江、江苏等经济发达地区以及湖北、重庆、广西、四川等中西部地区的中心城市；4家分公司分别位于贵阳及北京、上海、深圳等一线发达城市。华创证券在贵州省内的营业网络覆盖面及服务深度远超其他券商，在贵州区域市场形成明显竞争优势，并依托全国性的网点布局，不断构建和完善服务及营销体系。

2011年4月，华创证券通过增资方式取得重庆三五九期货经纪有限公司（后更名为华创期货）62.5%的股权，拓展了业务范围。2013年，华创证券设立直投子公司金汇资本，通过金汇资本控股贵州股交中心、酒交所及兴黔资本，实现各类业务协同发展。

图表 11. 华创证券控股子公司

公司名称	注册地	成立日期	注册资本(万元)	控股比例(%)
金汇资本	北京市	2013年08月09日	30,000.00	100.00
华创期货	重庆市	1995年08月23日	10,000.00	62.50
兴黔资本	贵州省贵阳市	2011年10月13日	3,000.00	100.00
酒交所	贵州省贵阳国家高新区	2012年03月06日	10,000.00	40.00
贵州股交中心	贵州省贵阳国家高新区	2010年12月23日	5,000.00	54.50
佰酒汇	贵州省贵阳国家高新区	2012年11月30日	1,000.00	90.00

资料来源：公司公告，中银证券

作为创新型券商，华创证券始终致力于业务多元化和创新性发展，在不断提高现有业务和服务的深度与广度的同时，积极拓展新的业务领域。目前，华创证券已初步形成各项业务（尤其是非经纪类业务）快速发展的良好格局，收入结构持续优化，趋于平衡、合理，抗风险能力显著提高。

图表 12. 华创证券业务收入占比

(人民币, 万元)	2013 年度		2014 年度		2015 年 1-8 月	
	金额	占比(%)	金额	占比(%)	金额	占比(%)
证券及期货经纪业务	43,411.85	64.61	41,899.74	34.21	80,801.53	54.23
其中：交易单元席位租赁收入	8,669.41	12.90	9,271.78	7.57	18,092.06	12.14
证券自营业务	7,782.73	11.58	28,677.29	23.42	22,388.80	15.03
信用交易业务	3,199.66	4.76	9,251.66	7.55	14,143.62	9.49
投资银行业务	7,307.65	10.88	13,451.77	10.98	11,817.76	7.93
资产管理业务	5,419.89	8.07	8,023.09	6.55	6,120.13	4.11
其他	73.65	0.11	21,163.42	17.28	13,735.43	9.22
合计	67,195.42	100.00	122,466.97	100.00	149,007.27	100.00

资料来源：交易预案修订稿，中银证券

此前业务发展受资本实力限制

从 2014 年华创证券各项业务经营指标的行业排名来看，除了资本中介类业务的几项（融资类业务净收入、融资融券业务利息收入、融出资金余额、约定购回利息收入、股票质押利息收入）排名在 65 名开外，其它业务条线的大部分指标在 40-60 范围。其中，经纪业务净收入排名 51；投行业务净收入排名 54，债券承销和并购重组业务净收入排名 42、41；受托资产管理净收入排名 42；证券投资收入第 57；新三板推荐挂牌企业数量排名 48。

相比于总资产、净资产和净资本规模在行业的排名，华创证券各条业务线的行业排名相对靠前。

图表 13. 华创证券主要规模指标和业务经营指标的行业排名（2014 年）

规模指标	行业排名
总资产	73
净资产	75
净资本	78
营业收入	66
净利润	74
业务指标	行业排名
代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）	51
交易单元席位租赁净收入	22
投资银行业务净收入	54
承销与保荐业务净收入	48
股票承销净收入	46
债券承销净收入	42
财务顾问业务净收入	57
并购重组财务顾问业务净收入	41
投资咨询业务净收入	16
客户资产管理受托资金	25
受托资产管理业务净收入	42
融资类业务净收入	72
融资融券业务利息收入	65
融出资金余额	67
约定购回利息收入	69
股票质押利息收入	66
证券投资收入	57
新三板推荐挂牌企业数量	48
新三板做市企业数量	56
新三板代理买卖挂牌证券金额	53

资料来源：公司年报，中银证券

证券行业是资本密集型行业，资本规模在很大程度上决定了证券公司的竞争地位、盈利能力、抗风险能力与发展潜力，是证券公司实现战略目标的基础。证券公司扩大传统业务规模、开展创新业务、开发创新产品，均要求有相应的资本金作为支持。尤其近年来，随着证券公司盈利模式逐渐由传统通道及市场驱动转变为资本及专业驱动，证券业务多元化趋势明显，以融资融券为代表的资本中介业务、新三板推荐挂牌及做市业务、互联网金融等创新业务快速崛起，证券公司对净资本需求不断增加。在此背景下，只有资本实力强大的证券公司才能把握发展先机。

成立十几年来，华创证券资本规模一直偏小，严重制约了其各项业务的进一步发展，使其在盈利能力、客户资源、营业网点等各方面仍与行业内领先的证券公司存在较大差距。截至2014年末，华创证券净资产仅为17.90亿元，行业排名第78位，处于行业中下游水平，与领先券商相比差距较大，严重制约了华创证券传统业务的扩张与创新业务的发展。

本次募集配套资金将大大增强华创证券资本实力，提升其抵御各种风险的能力。截至2015年8月，华创证券净资产约34.54亿元，增资77.50亿元后净资产增至112.04亿元。再考虑到2015年9-12月华创证券实现归属于母公司所有者净利润0.98亿元，2015年末华创证券净资产（考虑了配套融资后）约113.02亿元。

图表 14. 华创证券财务指标 (2013-2015 年)

(人民币, 百万)	2013 年	2014 年	2015 年 1-8 月	2015 年 9-12 月	2015 年
营业收入	671.95	1,224.67	1,490.07	884.61	2,374.68
利润总额	129.68	352.85	793.27	160.53	953.80
净利润	92.06	261.52	581.74	134.07	715.80
其中：归属于母公司所有者的净利润	93.25	259.82	593.02	98.41	691.43
非经常性损益	(2.07)	4.76	603.89		
扣除非经常性损益后的归属于母公司所有者净利润	95.32	255.06			

资料来源：公司公告，中银证券

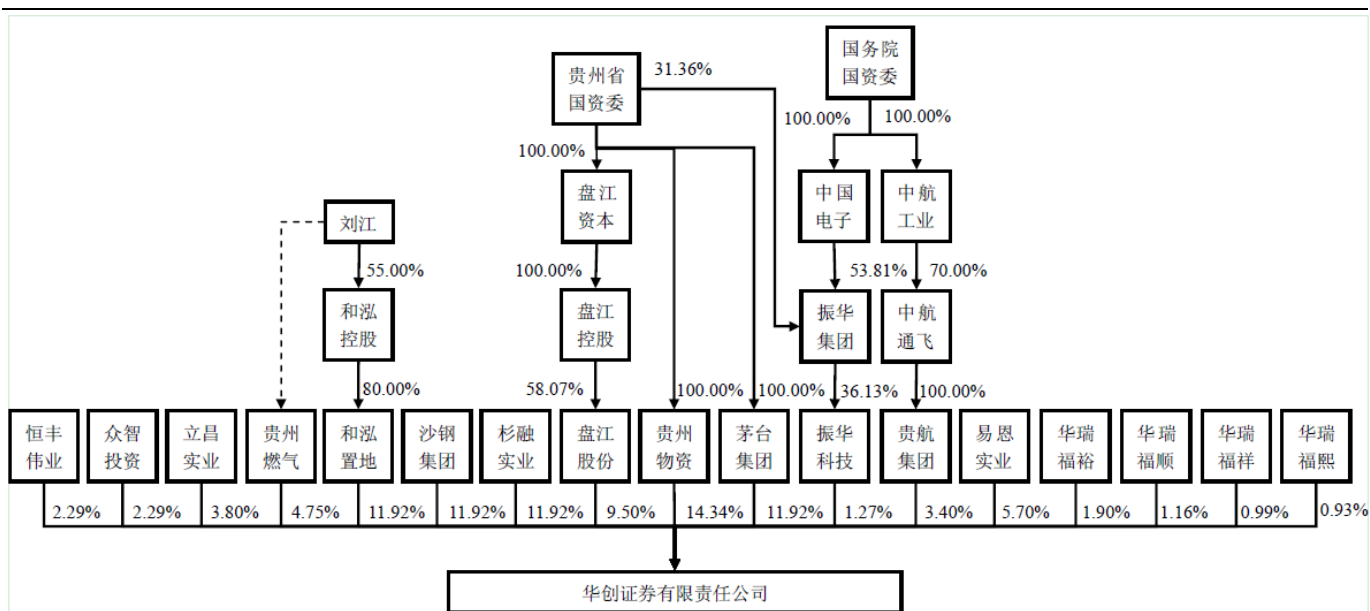
本次募集配套资金扣除发行费用后拟全部用于补充华创证券资本金。根据华创证券的发展现状及目标，本次募集配套资金将用于发展信用交易类业务、扩大融资融券、股票质押式回购、约定购回式证券交易等业务规模；发展自营业务、拓宽投资范围和交易品种、改善投资结构；加大对资产管理业务的投入、扩大管理资产规模、开发更多产品尤其是主动管理型资产管理产品、投入部分自有资金参与自身设立的资产管理计划；扩大新三板做市业务，增加做市企业数量，扩大做市规模，在更好服务客户的同时，打造公司新的盈利增长点；对全资直投子公司金汇资本进行增资，用于扩大其直投业务规模，提升盈利能力和综合实力。

股权分散，经营管理自主性更强

华创证券自成立以来，股权结构较为分散，公司在经营管理方面有更大的自主性。截至预案签署之日，刘江通过贵州燃气、和泓置地间接持有华创证券16.67%的股权；华瑞福裕、华瑞福顺、华瑞福祥和华瑞福熙作为一致行动人持有华创证券4.99%的股权；除此之外，华创证券其他股东之间不存在关联关系或一致行动关系。故没有任何一个股东能够单独对华创证券形成控制关系。因此，华创证券不存在控股股东。

本次重组前，上市公司实际控制人为刘永好，其通过新希望化工持有上市公司39.29%的股份；重组完成后，刘永好将通过新希望化工、南方希望和北硕投资合计控制上市公司33,593.24万股股份，占比18.60%，仍为宝硕股份的实际控制人。从华创证券的角度，可以理解为引入民营股东，这对于华创证券未来的经营发展都有利好作用。

图表 15. 华创证券的股权结构和控制关系（截至预案签署日）



资料来源：万得数据，中银证券

长效激励，员工持股计划落地

在华创证券的股东当中，华瑞福裕、华瑞福顺、华瑞福祥和华瑞福熙均为 2015 年 2 月 3 日或 2 月 4 日设立的有限合伙企业。普通合伙人均为众石银杉，有限合伙人为华创证券核心员工和经营管理层。2014 年 12 月 24 日，华创证券召开 2014 年第三次临时股东会，审议通过《关于公司核心员工和经营管理层增资方案的议案》，同意实施公司核心员工和经营管理层增资方案。此次增资方案于 2015 年 4 月实施完成。

图表 16. 华创证券向核心员工和经营管理层增资方案

序号	认购方	认购金额 (万元)	新增注册资本 (万元)	持股比例 (% 配套募资前)	持股比例 (% 配套募资后)	LP 数量 (人)
1	华瑞福裕	5,249.65	2,999.80	1.90	0.79	21
2	华瑞福顺	3,218.64	1,839.22	1.16	0.49	38
3	华瑞福祥	2,747.92	1,570.24	0.99	0.41	42
4	华瑞福熙	2,570.29	1,468.74	0.93	0.39	42
合计		13,785.50	7,878.00	4.98	2.08	143

资料来源：公司公告，中银证券

根据《预案》数据计算，华瑞福裕共有 21 名 LP，共出资 4849.96 万元，占股 92.39%；华瑞福顺的 38 名 LP 共出资 2,961 万元，占股 91.99%；华瑞福祥 42 名 LP 共出资 2,654.75 万元，占股 96.61%；华瑞福熙同样有 42 名 LP，共出资 2,364.25 万元，占股 91.99%。

根据上述数据计算，参与员工持股计划的华创证券员工共计 143 人，共出资超过 1.28 亿元，平均每人出资 89.72 万元。四个基金所持华创证券比例合计 4.98%，在此次配套募集资金后占比合计 2.08%。

证券行业是人才密集型行业，在整个行业创新转型的过程中，是否具有良好的激励机制将加速券商梯队的分化。华创证券率先实施公司核心员工和经营管理层增资，并以此实现了员工持股的激励机制，形成对人才的长效激励。在员工激励的实践方面，具有行业领先效果。

盈利预测和估值

本次募集配套资金将大大增强华创证券资本实力，提升其抵御各种风险的能力。我们假设本次交易在 2016 年中后期完成，届时募集来的配套资金将在下半年极大地促进华创证券各项业务扩大规模。结合证券行业业务发展趋势研判，我们对华创证券的业绩预测如下：

图表 17. 华创证券业绩预测

(人民币, 万元)	2013 年度	2014 年度	2015 年 1-8 月	2015E	2016E	2017E
证券及期货经纪业务	434.12	419.00	808.02	1,184.59	870.67	914.21
其中：交易单元席位租赁收入	86.69	92.72	180.92	245.78	180.65	189.68
证券自营业务	77.83	286.77	223.89	369.42	332.47	365.72
信用交易业务	32.00	92.52	141.44	206.65	236.56	283.87
投资银行业务	73.08	134.52	118.18	205.48	537.64	698.94
资产管理业务	54.20	80.23	61.20	113.22	249.96	299.95
其他	0.74	211.63	137.35	295.31	676.10	811.32
营业收入合计合计	671.95	1,224.67	1,490.07	2,374.68	2,903.42	3,374.01
归属于母公司所有者的净利润	93.25	259.82	593.02	691.43	857.37	1,054.57
所有者权益(亿元)	23.96	27.07	34.54	113.02	121.59	132.14
总股本(亿股)		7.17	7.54	18.06	18.06	18.06
每股净利润 (元/股)		0.36	0.79	0.38	0.47	0.58
总股本(亿股)		7.17	7.54	18.06	18.06	18.06

资料来源：交易预案修订稿，中银证券

截至 2015 年 8 月，华创证券净资产约 34.54 亿元，增资 77.50 亿元后净资产增至 112.04 亿元。再考虑到 2015 年 9-12 月华创证券实现归属于母公司所有者净利润 0.98 亿元，2015 年末华创证券净资产（考虑了配套融资后）约 113.02 亿元，2016 年末华创证券净资产约 121.59 亿元。

根据最新券商板块（不包括五家大型券商）平均市净率 2.88 倍（对应 2015 年末净资产估计值）计算，华创证券的静态市值约为 325.50 亿元。

根据可比证券公司的客户渠道资源和资本实力，我们预计华创证券的静态市值在 280-350 亿元区间。

宝硕股份自 2015 年 3 月停牌，停牌前股价 14.98 元/股，对应市值 71.40 亿元。因为此前主业亏损，2013、2014 年盈利来自资产处置利得，所以我们按照所属板块（万得板块-工业-资本货物-建筑产品 III-建筑产品）市净率计算其合理市值。截至 2015 年 3 季度末，宝硕股份净资产规模约 4.32 亿元，根据板块整体市净率（以 2015 年 3 季度末净资产计）3.79 倍，宝硕股份的原主业市值约 16.37 亿。

由市净率方法，本次交易完成后，上市公司的总市值约在 341.87 亿元。总股本由 4.77 亿股增加至 18.06 亿股，对应股价约 18.93 元/股。

投资建议：小市值+高成长，股价向上弹性十足

凭借前瞻性的战略部署和脚踏实地的新实践，华创证券成为证券行业最具创新意识的新锐券商，2014 年获批成为首批六家互联网证券业务创新试点券商之一。

分散的股权结构提升了公司经营管理层的主动性，已经实施的员工持股计划有助于实现长效激励机制，这对于华创证券的发展有极大的促进作用。

与总资产、净资产和净资本规模在行业的排名相比，华创证券各条业务线的行业排名相对靠前。此次交易完成后，公司曲线上市，融资渠道将更广泛。此外，本次募集配套资金将大大增强华创证券资本实力，可以预见未来几年华创证券的业绩将有大幅提升，业绩弹性突出。

公司专注以互联网金融的支付功能为核心，与证联支付深度合作。公司在互联网上嫁接区域性股权金融资产交易所和投顾服务，践行多层次资本市场发展思路，打造综合金融服务平台。公司的“互联网+金融”有望发展成为对接投、融资的大财富管理平台。华创证券非标类业务的实力、差异化竞争的发展战略，从长期来看，使公司受证券市场波动的影响较小。

作为在市场化竞争中摸爬滚打起来的中小型券商，华创证券兼具了创新和基本面的双重优势，估值远低于其真正的价值内涵。我们有理由相信，华创证券将在行业创新中弯道超车。

在此次交易完成之前，宝硕股份总股本 4.77 亿股，对应市值 63.20 亿元。除去持股 39.29%的信息网化工及关联方，宝硕股份在本次交易完成前的流通市值只有 38.37 亿元，在券商板块中流通市值最小，可以给一定溢价，综合上述分析，给予公司目标价 20.00 元，给予**买入**评级。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	72	409	430	3,078	3,417
销售成本	(69)	(401)	(428)	(763)	(677)
经营费用	(111)	(65)	(88)	(1,448)	(1,603)
息税折旧前利润	(107)	(57)	(86)	867	1,137
折旧及摊销	(50)	(19)	(22)	(22)	(23)
经营利润(息税前利润)	(157)	(76)	(108)	845	1,114
净利息收入/(费用)	(12)	(72)	(31)	0	0
其他收益/(损失)	862	(5)	318	132	233
税前利润	694	(152)	180	977	1,347
所得税	0	(0)	0	(98)	(135)
少数股东权益	(0)	(4)	5	26	36
净利润	693	(156)	185	905	1,248
核心净利润	693	(156)	185	918	1,272
每股收益(人民币)	1.682	(0.309)	0.366	0.472	0.651
核心每股收益(人民币)	1.681	(0.328)	0.389	0.508	0.704
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.333	0.047	0.065
收入增长(%)	(81)	471	5	616	11
息税前利润增长(%)	12	(52)	43	(883)	32
息税折旧前利润增长(%)	21	(47)	52	(1,109)	31
每股收益增长(%)	(601)	(118)	(219)	29	38
核心每股收益增长(%)	(599)	(120)	(219)	31	38

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	694	(152)	180	977	1,347
折旧与摊销	50	19	22	22	23
净利息费用	12	72	31	0	0
运营资本变动	(148)	(60)	456	(309)	279
税金	(0)	(4)	0	(98)	(135)
其他经营现金流	(1,408)	7	1,309	54	(16)
经营活动产生的现金流	(802)	(118)	1,997	645	1,499
购买固定资产净值	(120)	(1)	(4)	25	10
投资减少/增加	0	12	0	(8,151)	0
其他投资现金流	558	(18)	8	(1,030)	(70)
投资活动产生的现金流	438	(7)	4	(9,156)	(59)
净增权益	0	0	(159)	(85)	(118)
净增债务	818	340	(1,358)	0	0
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(354)	(191)	(84)	11,239	(208)
融资活动产生的现金流	464	176	(1,548)	11,257	(105)
现金变动	101	50	454	2,746	1,335
期初现金	37	139	210	664	3,410
公司自由现金流	(363)	(126)	2,001	(8,511)	1,439
权益自由现金流	466	286	674	(8,511)	1,439

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
现金及现金等价物	139	220	667	3,414	4,751
应收帐款	93	125	127	1,690	390
库存	1,384	1,429	74	33	56
其他流动资产	8	12	22	34	3
流动资产总计	1,625	1,785	890	5,171	5,200
固定资产	129	80	47	23	2
无形资产	29	29	35	63	71
其他长期资产	13	1	1	8,152	8,152
长期资产总计	171	109	83	8,237	8,224
总资产	1,798	1,894	973	14,389	14,453
应付帐款	76	62	89	600	147
短期债务	1,018	1,358	0	0	0
其他流动负债	598	325	714	1,483	892
流动负债总计	1,692	1,746	803	2,083	1,040
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	1	0	0
股本	413	477	477	1,806	1,806
储备	(332)	(348)	(333)	10,448	11,520
股东权益	80	128	144	12,254	13,326
少数股东权益	25	20	26	52	88
总负债及权益	1,798	1,894	973	14,389	14,453
每股帐面价值(人民币)	0.19	0.27	0.30	6.79	7.38
每股有形资产(人民币)	0.12	0.21	0.23	6.75	7.34
每股净负债/(现金)(人民币)	2.13	2.41	(1.39)	(1.89)	(2.63)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	(149.9)	(13.8)	(20.0)	28.2	33.3
息税前利润率(%)	(218.9)	(18.4)	(25.1)	27.4	32.6
税前利润率(%)	967.2	(37.1)	41.9	31.7	39.4
净利率(%)	967.0	(38.2)	43.1	29.4	36.5
流动性					
流动比率(倍)	1.0	1.0	1.1	2.5	5.0
利息覆盖率(倍)	(13.6)	(1.1)	(3.5)	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	835.8	772.6	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.1	0.2	1.0	2.5	4.9
估值					
市盈率(倍)	7.7	(41.7)	35.2	27.3	19.8
核心业务市盈率(倍)	7.7	(39.3)	33.2	25.4	18.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	11.9	(61.0)	51.5	39.3	28.4
市净率(倍)	67.9	47.8	43.0	1.9	1.7
价格/现金流(倍)	(6.6)	(51.9)	3.1	36.1	15.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(65.4)	(128.9)	(63.8)	3.2	1.2
周转率					
存货周转天数	3,737.2	1,281.3	640.6	25.5	24.0
应收帐款周转天数	374.5	97.1	106.9	107.7	111.1
应付帐款周转天数	470.4	61.8	64.1	40.8	39.9
回报率					
股息支付率(%)	0.0	n.a.	85.7	9.4	9.4
净资产收益率(%)	(260.3)	(150.0)	136.3	14.6	9.8
资产收益率(%)	(12.7)	(4.1)	(7.5)	9.9	7.0
已运用资本收益率(%)	68.0	(2.8)	5.2	3.4	2.3

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 14.60, 买入)
锦龙股份(000712.CH/人民币 23.05, 买入)
华泰证券(601688.CH/人民币 15.58, 买入)
太平洋(601099.CH/人民币 6.68, 买入)
东北证券(000686.CH/人民币 13.23, 未有评级)
东方证券(600958.CH/人民币 19.51, 未有评级)
东吴证券(601555.CH/人民币 11.54, 未有评级)
东兴证券(601198.CH/人民币 23.33, 未有评级)
方正证券(601901.CH/人民币 7.24, 未有评级)
光大证券(601788.CH/人民币 17.50, 未有评级)
国海证券(000750.CH/人民币 9.59, 未有评级)
国金证券(600109.CH/人民币 12.87, 未有评级)
国泰君安(601211.CH/人民币 18.12, 未有评级)
国投安信(600061.CH/人民币 18.81, 未有评级)
国信证券(002736.CH/人民币 15.35, 未有评级)
国元证券(000728.CH/人民币 17.42, 未有评级)
海通证券(600837.CH/人民币 12.97, 未有评级)
山西证券(002500.CH/人民币 11.04, 未有评级)
申万宏源(000166.CH/人民币 8.39, 未有评级)
西部证券(002673.CH/人民币 23.99, 未有评级)
西南证券(600369.CH/人民币 8.37, 未有评级)
兴业证券(601377.CH/人民币 8.43, 未有评级)
长江证券(000783.CH/人民币 9.64, 未有评级)
招商证券(600999.CH/人民币 15.73, 未有评级)
中信证券(600030.CH/人民币 15.42, 未有评级)
中国银河(6881.HK/人民币 5.76, 未有评级)
中金公司(3908.HK/人民币 9.88, 未有评级)
大智慧(601519.CH/人民币 9.77, 未有评级)
东方财富(300059.CH/人民币 41.09, 未有评级)
华声股份(002670.CH/人民币 27.54, 未有评级)
哈投股份(600864.CH/人民币 12.54, 未有评级)

以2016年2月24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) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371