

华泰证券 (601688)

强烈推荐

行业：证券

协力方能扬长补短，重利方能突围

依靠牌照红利建立起来的通道业务模式已不可持续，整个行业都在谋求转型。涨乐财富通以及并购重组恰似两把利刃，帮助公司在转型突围中率先撕开一道口子。目前公司在经纪业务领域的龙头地位已确认，且竞争优势不断扩大，并以此为基础全力发展财富管理业务；投行领域，公司并购业务行业领先，并以此为引擎，推动大投行业务的发展。在优势业务的带动下，华泰证券的转型进展相较而言，更加顺利。因此，我们坚定看好公司未来发展。首次覆盖，给予强烈推荐评级。

投资要点：

◇ **公司综合实力突出，多项指标行业前五。**目前公司资产规模、资本规模、市值规模、盈利能力等主要指标均进入并稳定在行业前五名；多项业务指标也进入了行业前列，其中股基交易市场份额、并购业务项目数行业第一，集合资产管理规模行业第二，两融余额规模行业第五等。

◇ **借助互联网之力，率先迈过经纪业务转型升级第一道坎。**佣金下滑是经纪业务转型的第一道坎。公司目前是上市券商中净佣金率最低的，仅为0.025%，比第二低的第一创业仍低出39%。**佣金的低位是战略上的高位**，如此大的“佣金差”对公司来讲是一个极大的优势，将存进公司市场份额的自然提升。此外，公司围绕涨乐财富通搭建的财富管理体系日益完善，具体包括：细分客户，搭建差异化服务体系；扩充产品系列，丰富产品种类等。

◇ **强化并购业务的引擎作用，投行业务转型升级顺利。**投行业务品种逐渐增多，投行的服务模式也将发生转变。根据客户的属性制定相适应的资本战略，提供一揽子的金融服务将是未来发展方向。相比于通道业务性质的承销业务，并购业务更能体现证券公司投行的综合服务能力，按照中国证监会核准的并购交易数量计算，公司连续六年均排名行业第一。

◇ **借势者智，借力者强，收购 AssetMark 给予公司未来转型更多武器。**FinTech 的发展已经势不可挡，其中在资产管理方面的技术应用已经较为成熟。收购 AssetMark 一方面能够提高公司 PB 业务的服务能力；另一方面，公司可以借助 AssetMark 打造嘉信模式，弥补投顾短板。

◇ **盈利能力被遮掩，向上提升空间大。**公司当前 ROAE 较低，原因系闲置资金较多。若剔除此影响，公司 ROAE 会大幅提升。净利率指标表现较好，2013 年以来稳步缩窄与可比公司的差距，且在 2016 年上半年，超过了可比公司的均值。展望未来，公司资本中介以及资管业务均有较大发展空间。资本中介业务方面，两融规模市占率提升空间大，股票质押整体仍将维持快速增长趋势；资产管理业务方面，产品规模放量可期，一是公司客户资源的优势明显；二是公司近几年加大了资管业务的投入，产品线日益完善。

作者

署名：张镞

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：刘涛

S0960115080020

0755-88323283

liutao@china-invs.cn

参与人：喻慧子

S0960116090004

0755-88320867

yuhuizi@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 25.16

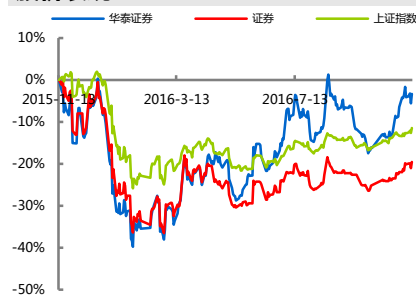
当前股价： 21.31

评级调整： 首次

基本资料

总股本(百万股)	7,163
流通股本(百万股)	5,444
总市值(亿元)	1,526
流通市值(亿元)	1,160
成交量(百万股)	93.36
成交额(百万元)	1,977.92

股价表现



相关报告

《证券行业 2016 年策略报告：短期看行情，中期看政策，长期看公司》

2016-01-04

- ◇ **首次覆盖，给予强烈推荐评级。**我们估算华泰证券 2016/17E 营业收入分别为 169.59/222.22 亿元，同比增长-35%/31%；归母净利润分别为 64.93/88.35 亿元，同比-39%/36%；对应 EPS 分别为 0.91/1.23 元；对应 BPS 分别为 11.87/12.71 元。基于 ROAE-PB 估值法，我们给予公司 2016 年 2.12 倍 PB，目标价 25.16 元，距离当前股价仍有 21.3% 的涨幅空间，强烈推荐。
- ◇ **风险提示：**行业经营环境恶化；公司转型效果不及预期

主要财务指标

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E
营业收入	12,062	26,262	16,959	22,222
收入同比	68%	118%	-35%	31%
归属母公司净利润	4,540	10,798	6,493	8,835
净利润同比	100%	138%	-39%	36%
ROE	11.6%	17.5%	7.8%	10.0%
ROA	2.5%	3.0%	1.5%	2.1%
EPS(元)	0.81	1.51	0.91	1.23
BPS(元)	7.49	11.38	11.87	12.71
P/E	25.85	13.87	22.85	16.79
P/B	2.76	1.82	1.74	1.63

资料来源：中国中投证券研究总部

目录

一、 公司简介	5
1. 公司股权结构.....	5
2. 全业务链战略持续推进.....	5
二、 借助互联网之力，率先迈过经纪业务转型升级第一道坎	7
1. 金字招牌之互联网证券.....	7
2. 着眼于未来，站上战略高点.....	9
3. 持续推进财富管理体系建设.....	10
三、 强化并购业务的引擎作用，投行业务转型升级顺利	11
1. 金字招牌之并购业务.....	11
2. 积极应对环境变化，推动大投行业务发展.....	13
四、 收购 AssetMark，强化平台化运营模式	14
1. AssetMark 的简介.....	15
2. TAMP 行业——财富管理业务基础设施服务供应商.....	15
3. 收购 AssetMark 的意义——借势者智，借力者强.....	16
五、 盈利能力被遮掩，向上提升空间大	18
1. 闲置资金较多，拖累公司 ROAE.....	18
2. 资本中介及资产管理业务.....	21
资本中介业务.....	21
资管业务放量可期，规模优势提升公司盈利能力.....	22
六、 投资建议及风险提示	24
1. 投资建议.....	24
2. 风险提示.....	25

图目录

图 1 公司业务结构.....	6
图 2 经纪及财富管理业务收入占比超过 70%.....	7
图 3 线上发展时间轴.....	8
图 4 华泰证券股基总成交市场份额大幅提升.....	8
图 5 华泰证券的净佣金率远低于其他上市券商.....	9
图 6 华泰证券代理买卖证券净收入市场份额已触底反弹.....	9
图 7 华泰证券集合资产管理产品净值结构.....	10
图 8 公司经证监会核准的并购重组数量长期位居行业第一.....	11
图 9 公司并购团队近三年获得的部分荣誉.....	12
图 10 华泰证券 2012 年以来股权承销数量.....	13
图 11 华泰证券 2012 年以来债券承销数量.....	14
图 12 TAMP 为连接投资顾问以及投资者的桥梁.....	15
图 13 我国证券类私募基金规模增长惊人.....	17
图 14 美国对冲基金规模总资产统计.....	17
图 15 ASSETMARK 合作伙伴.....	18
图 16 经纪业务市占率已经两融余额市占率散点图.....	21
图 17 股票质押业务期末待购回初始交易金额（亿元）.....	22
图 18 华泰证券集合理财产品结构.....	23
图 19 华泰证券 2016H 分部毛利率情况.....	23
图 20 可比公司 2016 年上半年 ROAE-PB 情况.....	24

表目录

表 1 华泰证券前十大股东（2016 年中报）.....	5
表 2 华泰证券各项指标排名.....	5
表 3 涨乐财富通用户月度活跃数继续领先行业.....	8
表 4 证券公司主动管理资产规模（单位：亿元）.....	10
表 5 华泰证券并购业务部分经典项目.....	12
表 6 华泰证券 ROAE 显著低于可比公司平均水平.....	18
表 7 华泰证券与可比公司杠杆率比较.....	18
表 8 华泰证券与可比公司 ROA 比较.....	19
表 9 华泰证券与可比公司 ROA 分解.....	19
表 10 华泰证券闲置资金高于可比公司（亿元）.....	20
表 11 ROAE 调整表（亿元）.....	20
表 12 可比公司保证金理财产品规模（2016-6-30）.....	22

一、 公司简介

1. 公司股权结构

华泰证券前身是成立于 1991 年 4 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，是证监会首批批准的综合型券商。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。

公司的实际控制人是江苏省国资委。根据 2016 年中报数据，江苏省国信资产管理集团有限公司持有公司 17.46% 股份，是公司第一大股东。此外，江苏交通控股有限公司、江苏高科技投资集团有限公司、江苏省苏豪控股集团有限公司、江苏汇鸿国际集团股份有限公司、江苏苏豪国际集团股份有限公司分别持有公司 6.26%、4.78%、3.32%、3.07%、1.29% 股份。这六家公司均是江苏国资委旗下企业。

表 1 华泰证券前十大股东（2016 年中报）

排名	股东名称	占总股本比例(%)
1	香港中央结算(代理人)有限公司	23.95
2	江苏省国信资产管理集团有限公司	17.46
3	江苏交通控股有限公司	6.26
4	江苏高科技投资集团有限公司	4.78
5	江苏省苏豪控股集团有限公司	3.32
6	江苏汇鸿国际集团股份有限公司	3.07
7	中国证券金融股份有限公司	3.03
8	江苏宏图高科技股份有限公司	1.92
9	中央汇金资产管理有限责任公司	1.37
10	江苏苏豪国际集团股份有限公司	1.29
合计		66.45

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

2. 全业务链战略持续推进

公司 2011 年开始采用“以投资银行为龙头，以经纪及财富管理为基础，以资产管理和投资及交易为两翼”的全业务战略；2013 年制订了《2014-2018 年发展战略规划》，该规划确定了公司“2014—2018”年间的发展战略目标——力争发展成为集证券、基金、期货、银行及海外业务等为一体的有影响力的综合性金融控股集团，**力争到 2018 年，公司资产规模、资本规模、市值规模、盈利能力、主营业务及重要创新业务规模等指标均进入并稳定在行业前五名。**数据显示公司多项指标已稳定在行业前五。

表 2 华泰证券各项指标排名

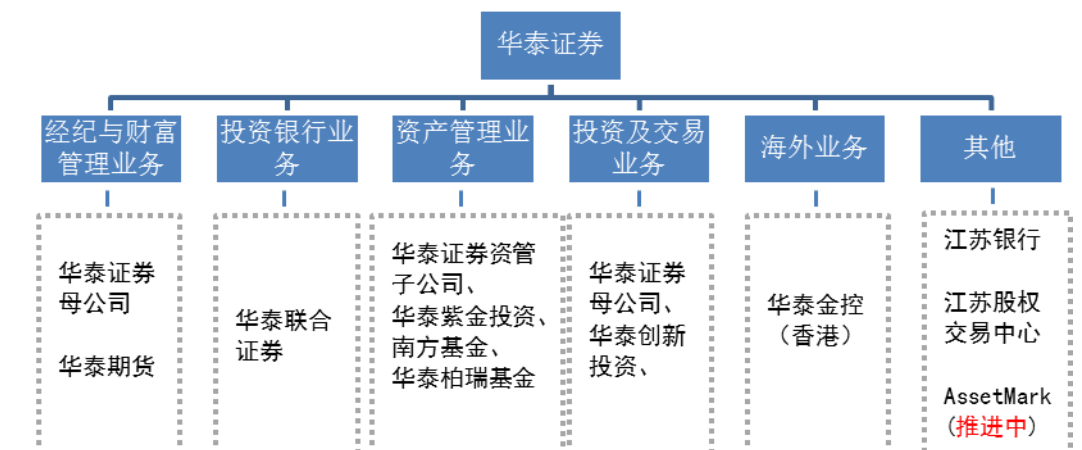
	2014	2015	2016H
总资产	4	4	4

净资产	4	4	4
净资本	8	6	5
营业收入	5	7	5
净利润	6	8	5
股基交易市场份额	1	1	1
股票承销家数	7	5	8
核心债券承销家数	20	21	16
并购业务项目数	1	1	1
融资融券余额	5	5	5
集合资产管理规模	2	2	2
新三板做市	18	45	46

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

目前公司整体分为了5个业务板块：经纪及财富管理业务、投资银行业务、资产管理业务、投资及交易业务、海外业务。经纪及财富管理业务主要包括证券与期货经纪、金融产品销售、机构销售与研究、资本中介业务等；投资银行业务主要包括股权承销、债券承销、财务顾问、场外业务等；资产管理业务主要包括证券公司资产管理、私募股权基金管理及基金公司资产管理业务等；投资及交易业务主要包括权益证券投资及交易、固定收益投资及交易、OTC 金融产品与交易业务等；海外业务主要包括投资银行、销售及交易、资产管理业务等。

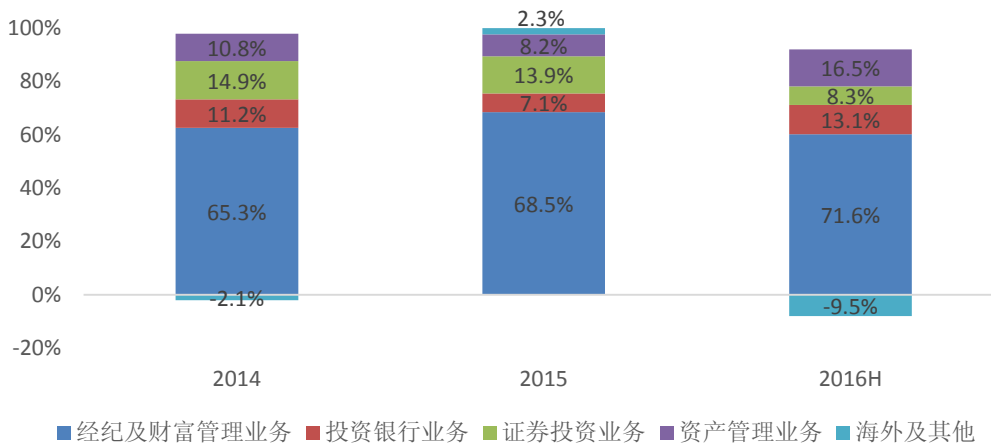
图 1 公司业务结构



资料来源：中国中投证券研究总部

其中经纪与财富管理业务是华泰证券的核心业务。2016年上半年，经纪与财富管理业务在其收入结构中占比高达71.6%，较2014年上升了6.3个百分点；相反，证券投资业务在收入结构中的占比持续下降。收入结构的变化实为公司战略不断向前推进的结果，公司近几年不断巩固优化移动互联网优势，完善财富管理体系，目前来看，成效显著。

图 2 经纪及财富管理业务收入占比超过 70%



资料来源：中国中投证券研究总部

二、 借助互联网之力，率先迈过经纪业务转型升级第一道坎

1. 金字招牌之互联网证券

2013年余额宝腾空出世之后，掀起了互联网金融之风，再加上政策催化，引发了券商巨大变革。2013年3月，证监会出台了《证券公司开立客户账户规范》，放开非现场开户限制，明确证券公司不仅可以在经营场所内为客户现场开立账户，也可以通过见证、网上及中国证监会认可的其他方式为客户开立账户。

华泰证券作为业内最早谋划互联网券商布局的公司，成功抓住此次行业变革的机会。2013年公司第一批获准并推出网上开户业务，并策划“足不出户、万三开户”营销活动。2014年推出新一代移动理财服务终端“涨乐财富通”，并与网易达成三年期的战略合作协议，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；2015年底，涨乐财富通手机APP下载安装量已超过1000万台。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

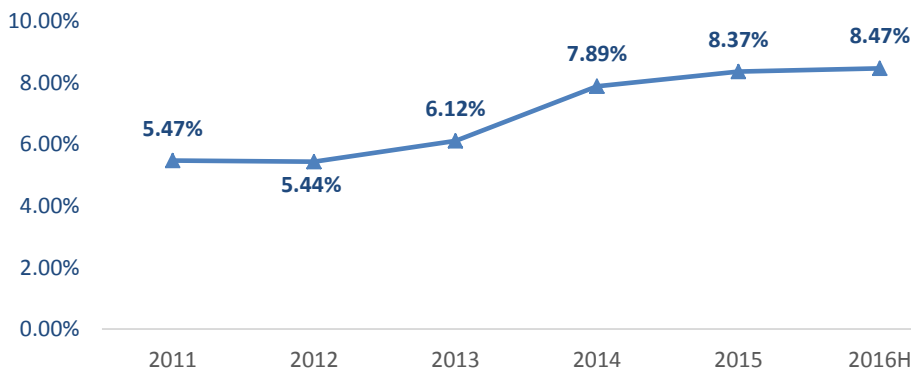
图 3 线上发展时间轴



资料来源：公开信息，中国中投证券研究总部

凭借互联网金融战略的成功，公司股基总成交市场份额从 2012 年到 2016 年上半年提升了 55.7%。

图 4 华泰证券股基总成交市场份额大幅提升



资料来源：wind，中国中投证券研究总部

目前涨乐财富通已经成为华泰证券的攻坚利器。自“涨乐财富通”上线以来，累计下载量已超过 1500 万；2016 年上半年，“涨乐财富通”开户规模贡献了公司全部开户规模的 92%；公司 78% 的交易量是通过“涨乐财富通”进行的。

涨乐财富通在券商 APP 里保持绝对领先竞争优势。根据 QuestMobile 公布的 2016 年中中国区 TOP1000APP 榜中，共 10 家券商的 APP 位列 TOP300，其中华泰证券的涨乐财富通月度活跃数蝉联券商系 APP 第一位置。

表 3 涨乐财富通用户月度活跃数继续领先行业

APP 名称	所属证券公司	2016.6 名次	2015.06 名次	2016.06MAU (万)
涨乐财富通	华泰证券	91	173	2395
广发手机证券	广发证券	125	228	1606
银河玖乐	银河证券	150	314	1314
金太阳	国信证券	155	250	1253
易阳指	国泰君安	162	595	1141
e 海通财	海通证券	215	626	799
招商智远理财	招商证券	221	282	786
中银国际	中银国际	236	879	721
长江 e 号	长江证券	264	552	621

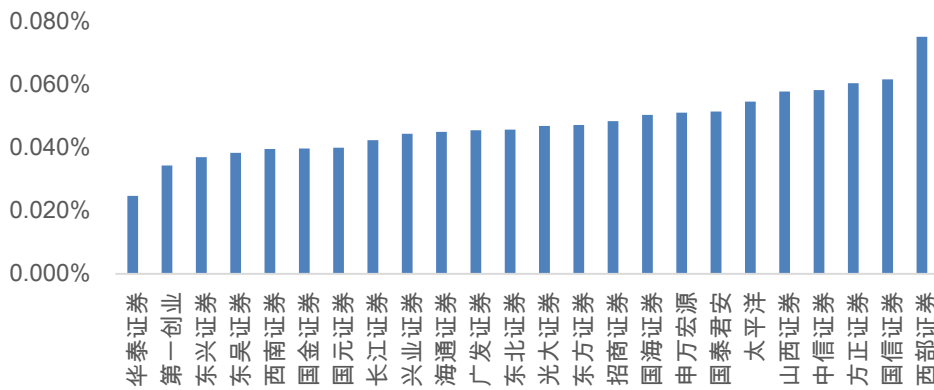
请务必阅读正文之后的免责条款部分

资料来源：QuestMobile，中国中投证券研究总部

2. 着眼于未来，站上战略高点

我们认为券商经纪业务转型的第一道坎就是降佣的压力，不降佣存在客户流失的风险，而降佣的直接后果就是收入下滑。根据 2016 年上半年数据测算，华泰证券是上市券商中净佣金率最低的公司，仅为 0.025%，第二低的第一创业仍比华泰证券高出 39%。因此除了华泰证券外，其他券商都存在较大的降佣压力。如此大的“佣金差”对公司来讲是一个极大的优势，**佣金的低位是战略上的高位**。一方面，佣金差的存在将促进公司市场份额的自然提升；另一方面，由于公司没有了降佣压力，因此能够全力聚焦于完善财富管理业务体系。

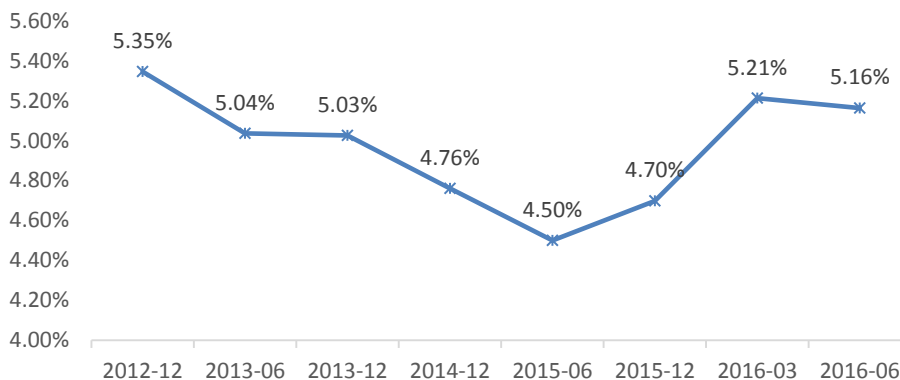
图 5 华泰证券的净佣金率远低于其他上市券商



资料来源：wind，中国中投证券研究总部

公司之所以能站上战略高点与管理层的远见与魄力是分不开的。2013 年 9 月，华泰证券在业内打响佣金大战第一枪，率先推出“足不出户，万三开户”的活动，彼时全国各地已推行“万八佣金联盟”多年。而在公司主动降佣的初期，经纪业务收入的市场份额也出现了一定幅度的下滑，公司顶住了收入份额下滑的压力，坚持最初的战略部署，直至 2015 年下半年，公司的经纪业务收入的市场份额开始回升。

图 6 华泰证券代理买卖证券净收入市场份额已触底反弹



资料来源：wind，中国中投证券研究总部

3. 持续推进财富管理体系建设

细分客户，搭建差异化服务体系。按照股票账户资产规模，公司将零售客户分为三类：30 万以下客户，30-1000 万客户，1000 万以上客户，分别由网络金融部、经纪业务总部（分公司和营业部）服务和财富管理部服务。根据华泰证券大经纪业务体系的架构，形成面向不同客户的部门划分。（1）网络金融部服务资产规模 30 万以下的低净值客户，及为中高净值和高净值客户提供标准化服务；（2）经纪业务部，服务中高净值客户，资产规模 30 万-1000 万客户，CRM 系统归到经纪业务总部，提供基于大数据的账户服务，根据账户动态变化，推送服务；（3）财富管理部服务超高净值客户，资产规模 1000 万以上，以客户为中心，围绕客户需求，匹配产品和服务。**差异化服务体系有助于提升公司定价能力，公司佣金率触底反弹指日可待。**

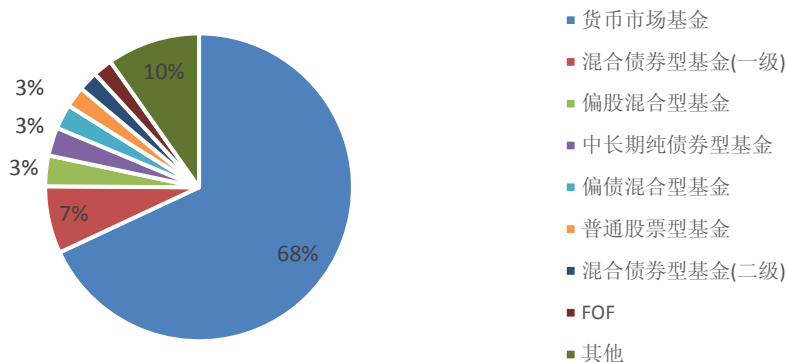
完善产品体系，丰富产品种类。2016 年 8 月，公司发布公告称证监会核准华泰证券(上海)资产管理有限公司公募基金管理业务资格，公司产品创设能力进一步增强。但总体来看，公司的产品仍有待丰富：一方面，在主动管理规模方面，公司与中信证券、广发证券仍有一定差距；另一方面，公司的产品种类较为单一，根据最新数据，公司 1129 亿规模的集合资管产品中，68%是货币市场基金产品。但公司与第三方产品的合作力度是较大的，积极向第三机构定制投资理财产品。

表 4 证券公司主动管理资产规模（单位：亿元）

公司名称	2015S2	2015S3	2015S4	2016S1	2016S2
中信证券股份有限公司	4128	4362	4117	4547	5557
广发证券资产管理（广东）有限公司	1465	2440	3335	4403	4651
上海国泰君安证券资产管理有限公司	1452	1835	2171	2346	2297
华泰证券(上海)资产管理有限公司	1394	1498	1652	1806	2096
华融证券股份有限公司	425	508	608	776	1727
申万宏源证券有限公司	1623	1654	1658	1706	1689
中信建投证券股份有限公司	680	716	1181	1374	1612
中银国际证券有限责任公司	452	766	1077	1498	1611
齐鲁证券（上海）资产管理有限公司	530	899	1057	1267	1363
上海光大证券资产管理有限公司	469	449	567	741	983

资料来源：基金业协会，中国中投证券研究总部

图 7 华泰证券集合资产管理产品净值结构



资料来源：wind，中国中投证券研究总部，数据提取日 2016 年 9 月 7 日

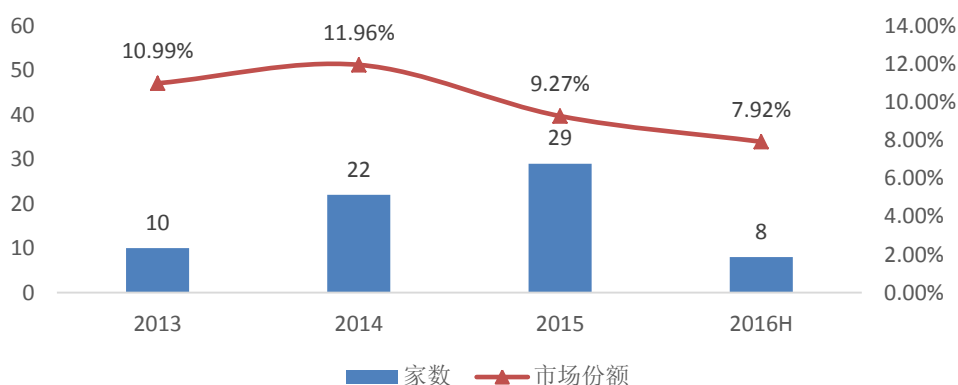
内部制度与员工培训。完善内部制度，加强部门间协作。2015 年 8 月，公司重构财富管理部，定位总协调部门，将华泰的专业能力和服务能力产品化。**E-learning 网络学院日益完善。**公司目前的网络学院已经开通了网页、APP 以及微信端三个渠道，极其方便员工学习，截至上半年完成人均 19.62 学时。

三、 强化并购业务的引擎作用，投行业务转型升级顺利

1. 金字招牌之并购业务

并购业务是公司另一面金字招牌，在业内具有很强的竞争力。按照中国证监会核准的并购交易数量计算，公司连续六年均排名行业第一。在中国证券业协会的财务顾问执业能力专业评价中，华泰联合证券被评为 A 类券商，能够帮助上市公司在产业整合类并购重组过程中进入证监会豁免/快速审核通道，实现快速上审批和资产交割。

图 8 公司经证监会核准的并购重组数量长期位居行业第一



资料来源：公司官网，中国中投证券研究总部

公司并购业务能够长时间保持着行业第一的位置，得益于两点：

平台化建设使公司拥有一个特别稳定并购顾问团队。公司并购团队是从联合证券继承而来，目前并购团队人员规模超过 100 人，其中以刘晓丹总裁为代表的执行董事级

别及以上多大的员工在华泰联合的平均工作时间超过 9 年。我们认为仅靠市场化的薪酬制度很难维持的，更深层次原因是公司在平台建设和团队文化建设的优越性。凭借着丰富的经验，公司建立了市场最为完善的并购数据库和相对完整的并购知识体系，当项目组成员需要数据和材料支持时，都可以从这里获得后台支持。平台建设使得公司竞争力更加固化，且对员工有更强的吸引力。

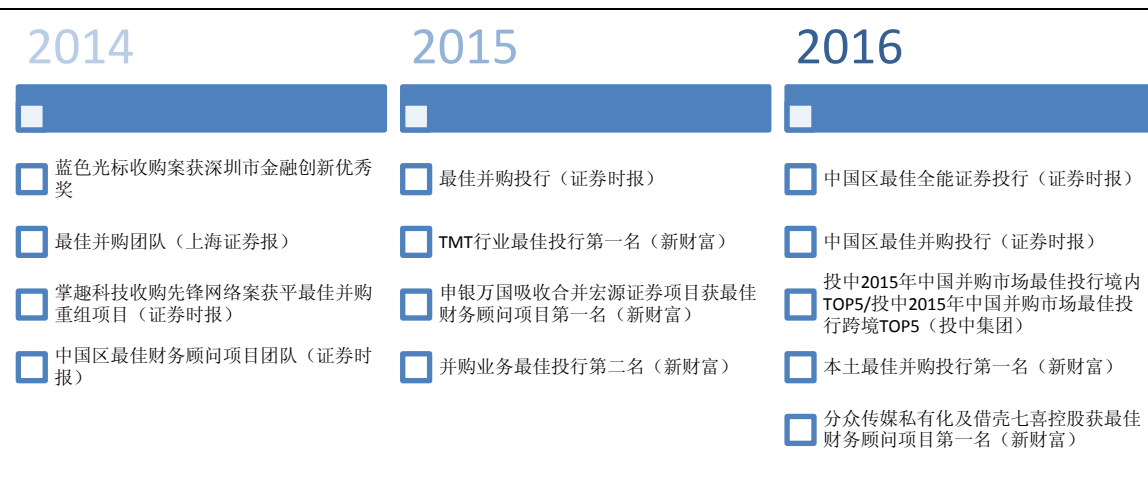
坚持专业与创新，注重品牌建设。公司担任顾问的多个项目已成为中国并购市场的经典案例，在 TMT、医疗、金融等多个领域享有盛誉。其中最值得一提的是在 2013 年蓝色光标收购博杰广告的交易中，公司在担任独立财务顾问同时，通过创新性的交易结构引入华泰紫金投资的过桥贷款，这是业内首创，不仅得到了监管层的认可，而且被同行广泛学习。

表 5 华泰证券并购业务部分经典项目

年份	项目名称	服务对象	备注
2016 年	分众传媒成功借壳七喜控股	分众传媒	传媒行业+中概股回归
2015 年	首旅酒店收购如家酒店	首旅酒店	中概股回归
2015 年	南京新百收购中国济带血库	南京新百	医疗养老行业+中概股回归
2015 年	美年大健康产业（集团）股份有限公司收购慈铭健康体检管理集团股份有限公司	美年大健康产业	中国医疗行业的重要整合
2014 年	申银万国证券股份有限公司吸收合并宏源证券股份有限公司	申银万国证券	中国证券行业有史以来最大并购交易
2014 年	北京千方科技集团有限公司对北京联信永益科技股份有限公司重组	北京千方科技	首家美股退市后在 A 股市场反向收购上市
2013 年	蓝色光标收购博杰广告	蓝色光标	中国证券公司首次在担任并购顾问的并购交易中提供过桥融资和夹层融资
2013 年	掌趣科技股份有限公司收购海南互动先锋网络科技有限公司	掌趣科技	采取创新的差异化定价机制，即同股不同价的交易结构

资料来源：中国中投证券研究总部整理

图 9 公司并购团队近三年获得的部分荣誉



资料来源：公司网站，中国中投证券研究总部

2. 积极应对环境变化，推动大投行业务发展

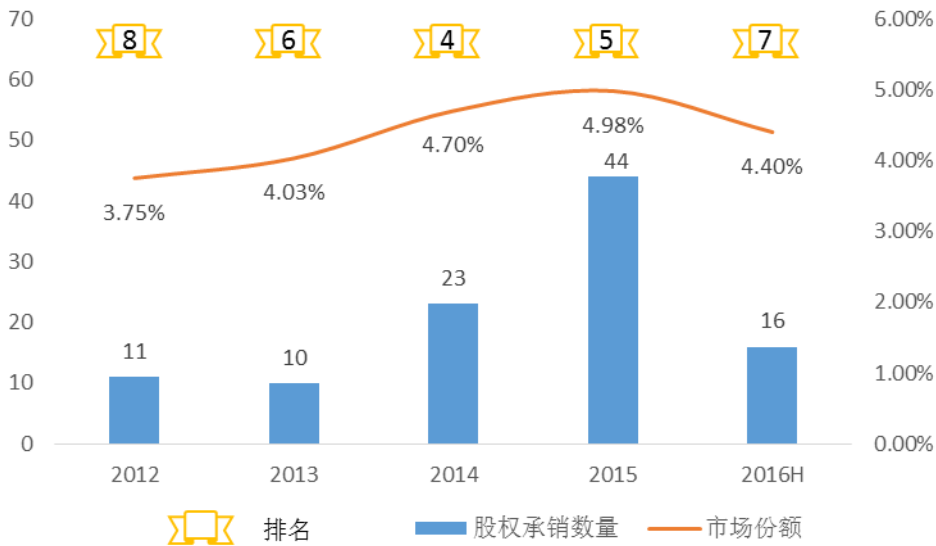
当前国内投行业务经营环境有两重变化。一是国内经济结构的升级调整势必会引起中国产业生态的变化，健康医疗、消费、高端制造、文化娱乐等产业发展前景广阔；二是投行业务品种逐渐增多，投行的服务模式也将发生转变。单纯地推销一种产品已不能满足客户的需求，根据客户的属性制定相适应的资本战略，提供一揽子的金融服务将是未来发展方向。**为了应对行业的变化，公司制定了“专业化分工+体系化协同”的大投行平台作战方针，强化“客户经理+产品专家+行业专家”的人力资源目标导向。**

并购业务引擎作用持续发力，推动大投行业务发展。公司通过并购业务塑造的品牌以及积累的客户对于公司其他投行业务发展具有促进作用。当初，公司便是以并购业务敲开了蓝色光标的大门。从 2012 年开始，公司在蓝色光标今久广告收购案、博杰广告收购案以及懒汉科技收购案中担任独立财务顾问，并为蓝色光标承销了多次债务融资工具。

- 2016 年 7 月，蓝色光标发行短期融资券，华泰联合证券母公司华泰证券为主承销商，为客户做强做大优势产业持续提供低成本融资工具；
- 2016 年 5 月，蓝色光标发行股份购买蓝瀚科技 96.3158% 股权，华泰联合证券作为财务顾问和保荐机构为客户做强做大优势产业持续提供服务；
- 2016 年 1 月，蓝色光标发行小公募公司债券，华泰联合证券作为独家主承销商，为客户提供资金的流动性支持；
- 2015 年 12 月，蓝色光标发行可转换公司债券，华泰联合证券作为独家主承销商，为客户融资提供持续深入服务；
- 2014 年至 2015 年，蓝色光标持续进行债权融资，华泰联合证券母公司华泰证券作为主承销商，为客户融资提供持续深入服务；
- 2013 年 9 月，蓝色光标发行股份和支付现金相结合的方式购买李芄等 4 名交易对方持有的博杰广告；
- 2012 年 11 月，蓝色光标发行私募公司债券，华泰联合证券作为主承销商为客户融资提供持续深入服务；股权，华泰联合证券作为财务顾问和保荐机构为客户做强做大广告业务提供服务；
- 2012 年 6 月，蓝色光标发行股份购买今久广告股权，华泰联合证券作为财务顾问和保荐机构为客户做强做大广告业务提供服务。

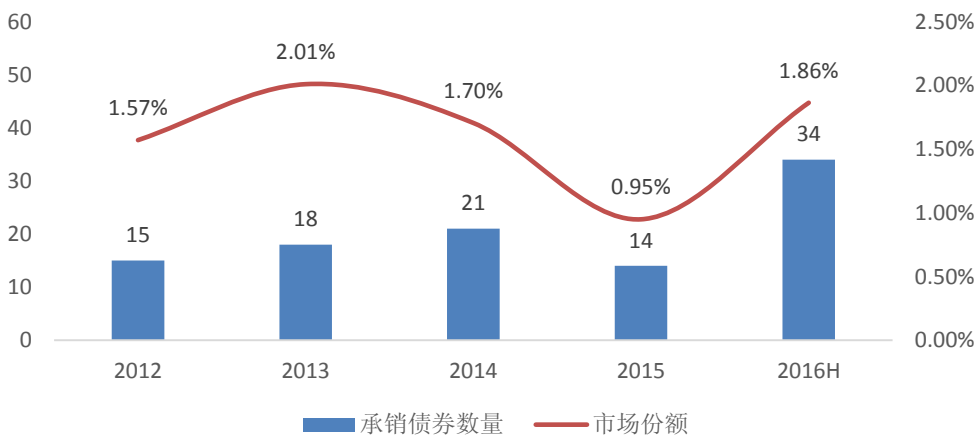
公司优势尚未完全发挥。公司近几年股债承销市场份额名列前茅，相对稳定。但当前的股债承销业务仍以通道服务为主，而公司优势在于以财务顾问为基础的综合金融服务，因此我们认为公司的优势尚未完全发挥。但正如前面所说，随着企业的发展，企业的金融需求也将发生改变，综合金融服务是未来发展趋势。

图 10 华泰证券 2012 年以来股权承销数量



资料来源：公司网站，中国中投证券研究总部

图 11 华泰证券 2012 年以来债券承销数量



资料来源：公司网站，中国中投证券研究总部

四、收购 AssetMark，强化平台化运营模式

华泰证券 2016 年 11 月 2 日发布公告称，AssetMark 于 2016 年 10 月 31 日已完成交割，成为公司间接控股的下属公司。

1. AssetMark 的简介

AssetMark 成立于 1996 年，总部位于美国加利福尼亚州康科德市，是一家独立的全方位服务统包资产管理项目平台(TAMP)，为美国的财务顾问企业提供投资和咨询方面的解决方案。AssetMark 主要提供的服务，包括获得资产管理产品、第三方和自有托管服务和投资策略师产品。通过提供全套式服务，AssetMark 使得其客户可以专注于建立财务顾问服务及关系。

根据 TrustAdvisor 于 2015 年发布的行业报告，以估算的市场份额计算，AssetMark 是美国 TAMP 行业的第三大业内企业。截至 2016 年 3 月 31 日，AssetMark 平台上的资产总额约为 285 亿美元。

2. TAMP 行业——财富管理业务基础设施服务供应商

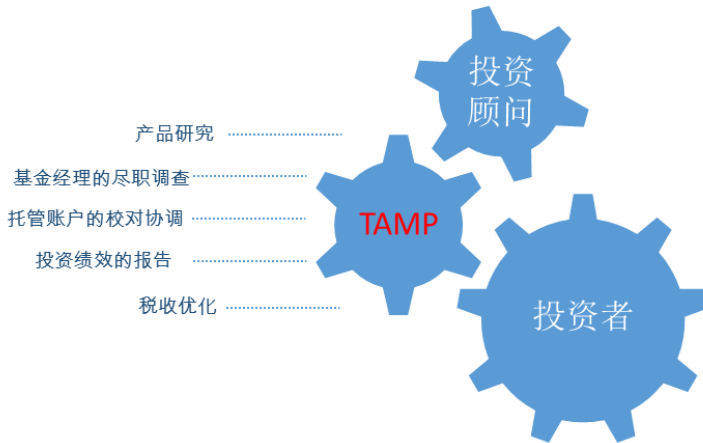
TAMP 是 Turnkey Asset Management Platform 的缩写，也就是提供“整套财富管理全包服务的平台”。TAMP 致力于为投资顾问提供财富管理业务中的“基础设施服务”，这些基础设施服务并不直接产生收益，但却直接影响财富管理业务开展的效率，其中包括产品研究、基金经理的尽职调查、投资绩效报告以及税收优化等。

TAMP 搭建共赢生态圈，发展空间大。首先对于投资顾问来说，在将一些琐碎的基础工作外包之后，投资顾问可以全身心的投入到其专长的服务客户工作中去。有迹象表明，典型的理财顾问只花了 1/4 的时间去跟客户交流、会面、搜索潜在客户，而其他四分之三的时间花在撰写书面报告、设计投资组合、鉴定基金经理以及其他的文书工作密集的活动，在这些繁琐的事情上花这么多的时间并不能增加理财师的收入。TAMP 外包意味着理财师会有更多的客户交流时间，并收集更多的管理资产。

其次对于投资者来说，投资者可以通过 TAMP 实时监控自己的投资情况，也可以在平台上进行学习，与投资顾问直接交流等。TAMP 让各种金融顾问通过手机和网络渠道实现规律有效的客户交流。客户收到更迅捷的信息和更多的自助服务选项，从而提高客户满意度和忠诚度。

对于平台服务商来说，由于降低了整个产业链的运营成本，自然可以从中收取部分基础设施使用费。

图 12 TAMP 为连接投资顾问以及投资者的桥梁



资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

3. 收购 AssetMark 的意义——借势者智，借力者强

A. 优化投顾管理

公司发展财富管理的目标已十分明确。根据国外投资银行财富管理发展经验来看，投资顾问是极其重要的一环。投资顾问主要负责发掘获取新客户、客户投资策略/组合设计和执行、客户关系维护等工作内容。投资顾问的重要性在服务中高净值客户时将更为突出，越是高净值客户，理财需求越个性化，越需要理财顾问面对面的投资建议和量身定做的理财计划。即使像嘉信理财这样以“互联网券商”而闻名的公司，在后期发展，也是十分重视线下渠道以及投资顾问的发展。

因此收购 AssetMark 最直接的意义就是应用到华泰自身投顾的管理当中，提升投顾的工作效率。

B. 助力 PB 业务，对接行业新蓝海

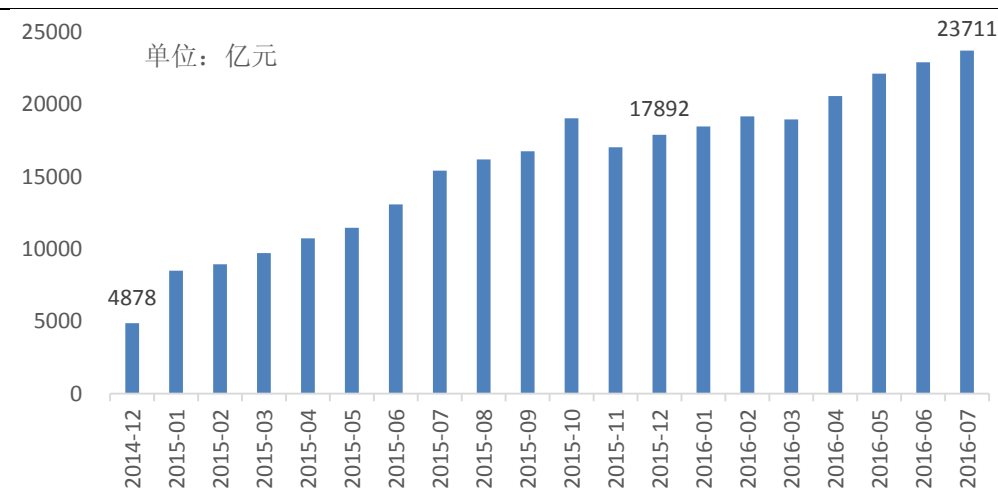
PB 业务 (Prime Broker)，即主经纪商业务，业务范围包括集中托管清算、后台运营、研究支持、杠杆融资、证券拆借、资金募集等一站式综合的交易。TAMP 平台经营的实际就是 PB 业务。因此，公司收购 AssetMark，后期无疑能够提高 PB 业务的服务能力。

PB 业务在我国仍是一片蓝海。PB 业务的兴起于私募基金的爆发不无关系，相对于公募基金，单个私募基金管理机构的资产规模偏小，以 7 月底的数据计算，单个机构平均管理资产规模为 3.12 亿元，外包服务需求较大。而我国的证券类私募基金规模真正大爆发是在 2015 年。由于私募基金备案制的实施，以及股票牛市行情带动下，我国证券类私募行业发展迅速，资产管理规模势如破竹。根据中国基金业协会统计，2016 年 7 月底，证券类私募基金认缴规模已达到 2.37 万亿元，较 2014 年底增长了 3.86 倍。但与美国相比，仍有很大差距。2015 年底，美国对冲基金管理资产规模为 6.07 万亿美元，与 GDP 比值已高达 34%。

我国 PB 业务刚刚起步。2015 年 2 月，《基金业务外包服务指引条例》正式实施，

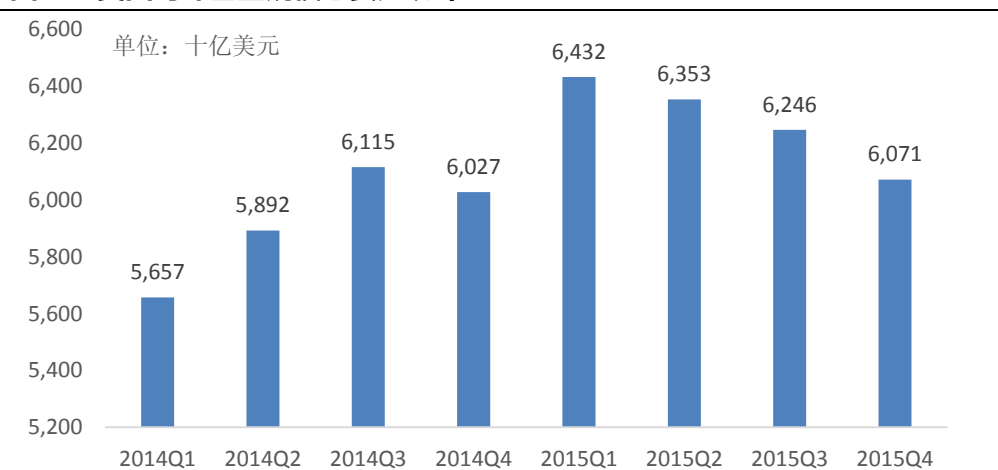
指引 PB 业务有序发展。2015 年 8 月份，监管层出台文件更是要求结构化账户必须采用券商自身的 PB 等端口进行交易，为券商 PB 业务营造了良好的发展环境。**华泰证券**是目前拥有私募基金业务外包服务资格的 21 家证券之一。

图 13 我国证券类私募基金规模增长惊人



资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

图 14 美国对冲基金规模总资产统计



资料来源：SEC，中国中投证券研究总部

C. 借势者智，借力者强

FinTech 的发展已经势不可挡，主要体现在 FinTech 通过运用大数据、云计算、人工智能、区块链等新兴技术，能够以更智能的方式淬炼金融服务的所有环节。面对这一趋势，智者将借势而为，越早拥抱 FinTech，就越能取得竞争优势。

与自主研发相比，显然借力而行更为迅速和有效。华泰本次若成功收购 AssetMark，有益于拓展公司的服务领域和强化技术应用能力。AssetMark 能做到美国 TAMP 行业的第三大业内企业，说明了公司信息技术的开发能力具有较强的竞争力。此外，我们认为此次收购 AssetMark 为公司搭建了一座与美国 FinTech 公司接触的桥梁，未来进一步收购其他 FinTech 公司将更为方便。AssetMark 本身就与多家 FinTech 公司有合作

关系。

图 15 AssetMark 合作伙伴



资料来源：公司网站，中国中投证券研究总部

五、 盈利能力被遮掩，向上提升空间大

1. 闲置资金较多，拖累公司 ROAE

表 6 华泰证券 ROAE 显著低于可比公司平均水平

公司名称	报告参数	2013/12/31	2014/12/31	2015/12/31	2016/6/30		
华泰证券 ROAE 显著低于可比公司平均水平	广发证券	ROAE	8.3%	13.5%	22.5%	5.3%	
	国泰君安	ROAE	8.5%	16.4%	21.1%	4.1%	
	国信证券	ROAE	10.6%	18.5%	33.1%	4.6%	
	海通证券	ROAE	6.7%	11.9%	18.0%	4.0%	
	华泰证券	ROAE	6.3%	11.7%	17.5%	3.6%	
	招商证券	ROAE	8.4%	11.2%	24.2%	4.7%	
	中信证券	ROAE	6.0%	12.1%	16.6%	3.8%	
	均值	ROAE	7.8%	13.6%	21.9%	4.3%	
	华泰证券偏离均值幅度			-19.3%	-14.4%	-19.9%	-17.0%

如表 6 所示，2013 以来，公司 ROAE 比可比公司均值低出 14%-20%

资料来源：wind，中国中投证券研究总部 注：ROAE=当期归母净利润/当期平均归母所有者权益；当期平均归母所有者权益=(期初归母所有者权益+期末归母所有者权益)/2

杠杆率的差异是 2013 年公司 ROE 与可比公司 ROE 差异的主要原因

如表 7 所示，2013 年公司杠杆率为 1.98X，比可比公司均值要低 18.6%

表 7 华泰证券与可比公司杠杆率比较

公司名称	报告参数	2013/12/31	2014/12/31	2015/12/31	2016/6/30
广发证券	杠杆率	2.46	4.08	3.77	3.39
国泰君安	杠杆率	3.40	4.92	3.15	2.92
国信证券	杠杆率	2.56	3.44	3.27	3.16
海通证券	杠杆率	2.01	3.76	3.82	3.73
华泰证券	杠杆率	1.98	4.81	3.98	3.64
招商证券	杠杆率	2.08	3.26	4.19	3.57
中信证券	杠杆率	2.53	3.74	3.28	3.03
均值	杠杆率	2.43	4.00	3.64	3.35
华泰证券偏离均值幅度		-18.6%	20.4%	9.3%	8.6%

资料来源：wind，中国中投证券研究总部 注：杠杆率=当期平均调整总资产/当期平均归母所有者权益；调整总资产=总资产-客户资产；客户资产=代理买卖证券款+代理承销证券款

ROA 的差异是 2013 年之后华泰证券与可比公司 ROE 差异的主要原因

如表 8 所示，2013 年公司 ROA 水平与可比公司差异略低，但差异不大；2014-2016H 公司 ROA 比可比公司均值低 -30.3%、27.9%、24.1%。

表 8 华泰证券与可比公司 ROA 比较

公司名称	报告参数	2013/12/31	2014/12/31	2015/12/31	2016/6/30
广发证券	ROA	3.4%	3.3%	6.0%	1.6%
国泰君安	ROA	2.5%	3.3%	6.7%	1.4%
国信证券	ROA	4.1%	5.4%	10.1%	1.5%
海通证券	ROA	3.3%	3.2%	4.7%	1.1%
华泰证券	ROA	3.2%	2.4%	4.4%	1.0%
招商证券	ROA	4.1%	3.4%	5.8%	1.3%
中信证券	ROA	2.4%	3.2%	5.1%	1.3%
均值	ROA	3.3%	3.5%	6.1%	1.3%
华泰证券偏离均值幅度		-2.7%	-30.3%	-27.9%	-24.1%

资料来源：wind，中国中投证券研究总部 注：ROA=当期归母净利润/当期平均调整总资产

进一步分解，资产周转率较低是公司 2014 年-2016H ROA 较低主要原因；

如表 9 所示，2014-2016H 公司资产周转率比可比公司均值低 -30.3%，27.9%，24.1%

表 9 华泰证券与可比公司 ROA 分解

公司名称	报告参数	2013/12/31	2014/12/31	2015/12/31	2016/6/30
广发证券	资产周转率	3.4%	3.3%	6.0%	1.6%
国泰君安	资产周转率	2.5%	3.3%	6.7%	1.4%
国信证券	资产周转率	4.1%	5.4%	10.1%	1.5%
海通证券	资产周转率	3.3%	3.2%	4.7%	1.1%
华泰证券	资产周转率	3.2%	2.4%	4.4%	1.0%
招商证券	资产周转率	4.1%	3.4%	5.8%	1.3%
中信证券	资产周转率	2.4%	3.2%	5.1%	1.3%
均值	资产周转率	3.3%	3.5%	6.1%	1.3%
华泰证券偏离均值幅度		-2.65%	-30.25%	-27.86%	-24.14%

净利率指标一定程度上体现了公司的业务竞争优势

从 2013 年开始,公司净利率指标与可比公司的差距持续收窄,并在 2016 年上半年,公司的净利率已经高出可比公司的均值。

公司名称	报告参数	2013/12/31	2014/12/31	2015/12/31	2016/6/30
广发证券	净利率	34.3%	37.5%	39.5%	39.8%
国泰君安	净利率	32.0%	37.8%	41.8%	38.0%
国信证券	净利率	31.1%	41.8%	47.9%	35.7%
海通证券	净利率	38.6%	42.9%	41.6%	35.3%
华泰证券	净利率	30.9%	37.2%	40.7%	38.6%
招商证券	净利率	36.6%	35.0%	43.1%	43.1%
中信证券	净利率	32.5%	38.8%	35.3%	28.9%
均值	净利率	33.7%	38.7%	41.4%	37.1%
华泰证券偏离均值幅度		-8.45%	-3.92%	-1.65%	4.22%

资料来源:wind,中国中投证券研究总部 注:净利率=归母净利润/营业收入;资产周转率=营业收入/当期平均调整总资产

闲置资金高于可比公司是公司资产周转率较低的主要原因

如表 10 所示,2014 年开始公司闲置资金占比就远高于可比公司。2016 年上半年,公司平均闲置资金高达 467 亿元,闲置资金占比 6.8%,比其他六家公司均值高出 183%。因此,公司当前资金是严重冗余。

表 10 华泰证券闲置资金高于可比公司(亿元)

公司名称	报告参数	2013/12/31	2014/12/31	2015/12/31	2016/6/30
广发证券	平均闲置资金	81.36	127.30	183.08	137.06
	闲置资金占比	3.3%	3.2%	3.3%	2.1%
国泰君安	平均闲置资金	41.37	110.81	243.29	239.94
	闲置资金占比	1.2%	2.1%	4.3%	2.4%
国信证券	平均闲置资金	33.92	48.06	70.79	76.25
	闲置资金占比	2.1%	2.2%	2.5%	1.8%
海通证券	平均闲置资金	208.29	213.27	382.21	503.06
	闲置资金占比	6.7%	3.7%	4.7%	4.5%
华泰证券	闲置资金	53.52	205.05	363.54	467.16
	闲置资金占比	2.5%	5.4%	6.5%	6.8%
招商证券	平均闲置资金	23.27	49.87	82.91	90.80
	闲置资金占比	1.6%	1.6%	1.9%	2.3%
中信证券	平均闲置资金	241.66	292.58	484.66	492.25
	闲置资金占比	3.6%	3.3%	4.4%	3.4%
均值	闲置资金占比	2.6%	2.3%	3.0%	2.4%

资料来源:wind,中国中投证券研究总部 注:闲置资金=货币资金-客户资金存款,平均闲置资金=(期初闲置资金+期末闲置资金)/2,闲置资金占比=平均闲置资金/平均调整总资产

公司净利率指标高于可比公司均值;然而由于闲置资金过多,从而拖累整体 ROAE。

因此,为更合理的揭示公司的盈利能力,我们对公司 ROAE 进行了调整。从调整后的 ROAE 来看,公司的 ROAE 均有所提升,而且两种方案调整后 2016H 的 ROAE 均高于其他六家可比公司

表 11 ROAE 调整表(亿元)

ROAE 均值。

	2014/12/31	2015/12/31	2016/6/30
平均闲置资金	205.05	363.54	467.16
合理资金需求	87.19	167.90	161.46
冗余资金	117.87	195.65	305.70
平均净资产	384.99	610.42	797.93
归母净利润	44.86	106.97	28.41
ROAE	11.7%	17.5%	3.6%
其他六家可比公司ROAE均值	13.9%	22.6%	4.4%
方案一：冗余资金回购股份			
调整后平均净资产	267.12	414.77	492.24
调整后ROAE	16.8%	25.8%	5.8%
方案二：偿还贷款			
调整后归母净利润	49.72	115.04	41.02
调整后ROAE	12.9%	18.8%	5.1%

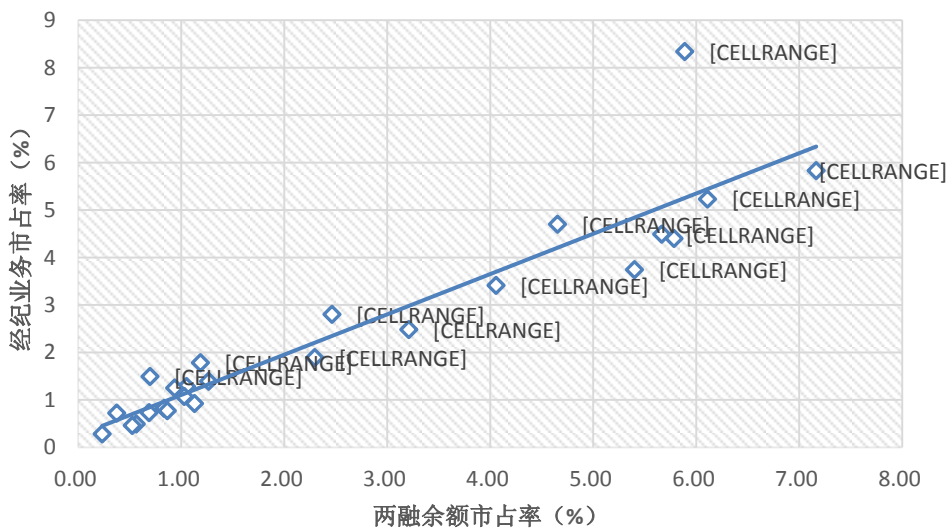
资料来源:wind, 中国中投证券研究总部 注:合理资金需求按照六家可比公司的闲置资金占比得出,方案二的调整 ROAE 将是本文估值的基础

2. 资本中介及资产管理业务

资本中介业务

融资融券市占率仍有较大的上升空间。由于融资融券客户群体与经纪业务客户群体高度重合,因此融资融券的市占率与经纪业务市占率相关性较高。公司目前的两融业务市占率与经纪业务市占率偏离较大,两融余额市占率远低于经纪业务市占率。根据 2016 年 10 月数据,公司经纪业务市占率为 8.34%,而两融余额市占率仅为 5.89%。公司前阶段重心主要放在抢夺经纪业务市场份额上,随着牛市氛围的褪去,公司的重心也将由新增客户转向存量客户,因此提升空间较大。

图 16 经纪业务市占率已经两融余额市占率散点图



资料来源:wind, 中国中投证券研究总部

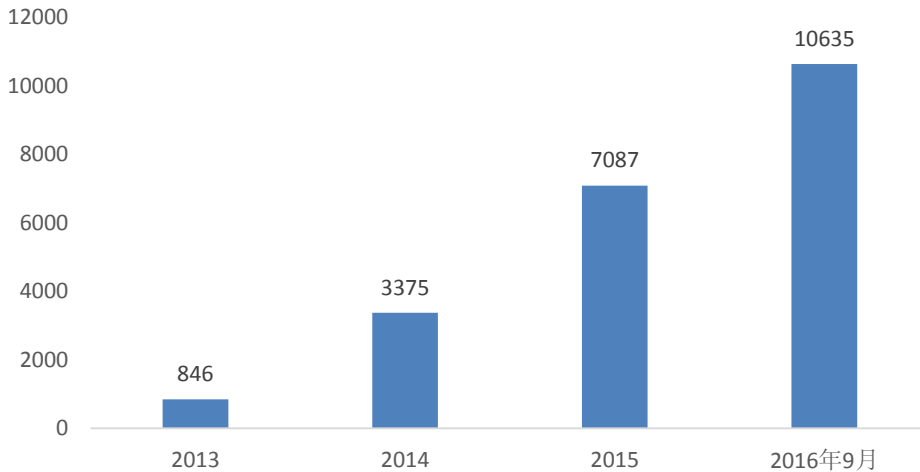
股票质押业务仍处于快速发展阶段。截止 9 月底,整个行业以自有资金融出的股票

请务必阅读正文之后的免责条款部分

质押项目规模已达 2730 亿元，相较于年初增长了 46%。公司以自有资金融出的股票质押项目规模约为 332 亿元¹，增长了 30%。

股票质押业务对于融资方以及出资方，均有较大的吸引力。对于融资方来说，股票质押具有快速、便捷、资金、成本较低的特点；对于出资方来说，股票质押属于场内业务，整体风险可控。因此，我们判断股票质押业务的增速仍将持续。

图 17 股票质押业务期末待购回初始交易金额（亿元）



资料来源：wind，中国中投证券研究总部

资管业务放量可期，规模优势提升公司盈利能力

资管业务放量可期，一是公司的客户资源优势明显。经纪业务市占率行业第一，并拥有业内人气最高的移动客户端——涨乐财富通。客户资源优势对产品的支持也是显而易见的。公司客户保证金产品“紫金天天发”目前规模为 522 亿元，同类产品中排名第一，且远高于其他竞品。

表 12 可比公司保证金理财产品规模（2016-6-30）

公司	产品名称	产品规模（亿元）
华泰证券	紫金天天发	522
招商证券	招商智远天添利	289
国泰君安	国泰君安现金宝	225
广发证券	广发金管家现金增利	170
中信证券	中信现金增值	99

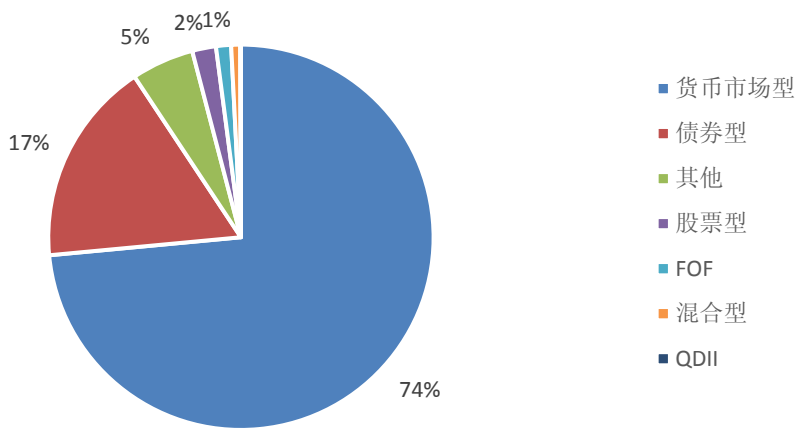
¹ 用资产负债表中买入返售金融资产项估计

国信证券	国信现金增利	82
海通证券	海通现金赢家	81

资料来源：wind，中国中投证券研究总部

二是公司近几年对资管业务投入加大，产品线日益完善。目前公司产品线已涵盖固收、权益、融资、跨境、另类投资等领域；2016年8月，公司发布公告称证监会核准华泰证券(上海)资产管理有限公司公募基金管理业务资格；增资华泰紫金，加大私募股权基金业务的发展。但当前仍处于产品孵化阶段，放量仍需时日。

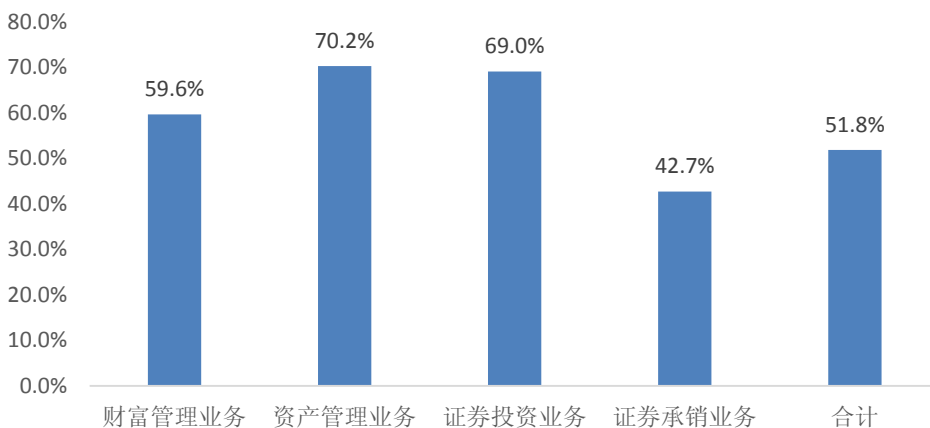
图 18 华泰证券集合理财产品结构



资料来源：wind，中国中投证券研究总部，数据提取日期 2016 年 11 月 10 日

资管放量将充分挖掘存量客户价值，从而提升公司盈利能力。资管放量，将充分发挥公司客户资源优势。通过交叉销售模式，提高单户的贡献率。从 2016H 各业务条线毛利率来看，公司资管业务毛利率最高，高达 70%。

图 19 华泰证券 2016H 分部毛利率情况



资料来源：公司 2016 年半年报，中国中投证券研究总部

六、 投资建议及风险提示

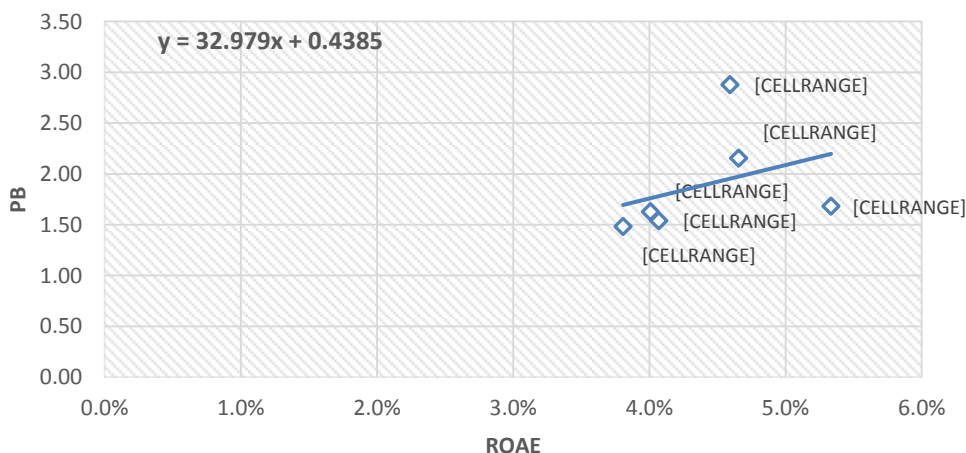
1. 投资建议

涨乐财富通以及并购重组恰似两把利刃，帮助公司在转型突围中率先撕开一道口子。目前公司在经纪业务领域的龙头地位已确认，且竞争优势不断扩大，并以此为基础全力发展财富管理业务；投行领域，公司并购业务行业领先，并以此为引擎，推动大投行业务的发展。在优势业务的带动下，华泰证券的转型进展相较而言，更加顺利。因此，我们坚定看好公司未来发展。

我们估算华泰证券 2016/17E 营业收入分别为 169.59/222.22 亿元，同比增长 -35%/31%；归母净利润分别为 64.93/88.35 亿元，同比-39%/36%；对应 EPS 分别为 0.91/1.23 元；对应 BPS 分别为 11.87/12.71 元²。

采取 ROAE-PB 模型对公司进行估值：我们用方案二的调整 ROAE 代替了公司原有的 ROAE，因此公司当前的 ROAE 被闲置资金拖累，并没有真实的反应公司的盈利能力；根据可比公司 ROAE-PB 的情况，我们给予公司 2016 年 2.12 倍 PB，目标价 25.16 元，距离当前股价仍有 21.3%的涨幅空间，强烈推荐。

图 20 可比公司 2016 年上半年 ROAE-PB 情况



资料来源：wind，中国中投证券研究总部；可比公司 PB 取用的是近一年 PB 均值

² 本盈利预测具有一定前提假设，详情见附注

2. 风险提示

行业经营环境恶化 包括日均股基交易量不及预期，股指大跌以及股债发行不及预期；

公司转型效果不及预期 包括经纪业务市场份额提升不及预期，资管产品放量不及预期。

财务报表预测

财务报表 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E
利润表					成长能力				
营业收入	12,062	26,262	16,959	22,222	营业收入	68%	118%	-35%	31%
代理买卖证券业务净收入	4,996	12,641	5,453	6,415	净利润	100%	138%	-39%	36%
证券承销业务净收入	1,180	1,551	2,259	3,057	综合收益	149%	103%	-44%	33%
资产管理业务净收入	197	138	294	371	盈利能力				
利息净收入	2,385	4,081	3,258	4,093	净利率	37%	41%	38%	40%
投资净收益 (含公允价值变动)	2,964	7,177	5,694	8,286	ROE	11.6%	17.3%	7.8%	10.0%
营业支出	6,213	11,992	8,140	10,222	ROA	2.4%	3.0%	1.5%	2.1%
业务及管理费	5,288	10,122	7,462	9,333	每股指标				
其他业务成本	925	1,870	678	889	每股净利润	0.80	1.49	0.91	1.23
利润总额	5,915	14,270	8,819	12,000	每股净资产	7.49	11.38	11.87	12.71
所得税	1,375	3,466	2,125	2,892	每股股利	0.50	0.50	0.30	0.41
少数股东权益	54	101	201	273	估值分析				
归母净利润	4,486	10,697	6,493	8,835	市盈率	25.25	13.55	22.32	16.40
加：其他综合收益	1,475	1,435	175	-	市净率	2.70	1.78	1.70	1.59
综合收益总额	6,015	12,233	6,869	9,108	股息收益率	2.47%	2.47%	1.48%	2.01%
资产负债表					关键假设				
资产合计	272,226	452,615	394,384	427,525	市场				
货币资金	89,865	135,134	130,104	142,464	上证综指	3,235	3,296	3,395	3,717
买入返售金融资产	20,710	25,635	35,888	46,655	日均股基交易额 (亿元)	3,222	10,997	5,500	6,000
融出资金	64,637	67,432	55,311	64,892	IPO规模	669	1,578	1,200	1,380
交易性金融资产	56,000	131,238	85,886	85,886	增发融资规模	6,828	13,728	18,092	21,349
可供出售金融资产	9,276	38,119	42,546	42,546	核心债券发行规模	8,737	13,854	35,000	38,500
其他资产	31,738	55,057	44,649	45,082	两融余额	10,257	11,743	10,108	11,068
负债合计	230,282	371,086	309,360	336,487	公司				
代理买卖证券款	70,228	128,367	94,797	103,802	股基交易市场份额	7.89%	8.38%	8.50%	8.80%
自主负债	97,439	110,791	84,629	92,669	净佣金率	0.040%	0.028%	0.024%	0.025%
其他负债	62,614	131,928	129,935	140,016	两融余额市场份额	6.28%	5.70%	6.00%	6.40%
所有者权益	41,944	81,529	85,024	91,038	IPO市场份额	4.67%	5.14%	5.00%	5.00%
股本	5,600	7,163	7,163	7,163	增发市场份额	2.81%	2.05%	4.80%	4.80%
其他综合收益	1,854	3,264	3,439	3,439	债券融资市场份额	1.14%	1.02%	2.00%	2.00%
其他所有者权益	34,491	71,102	74,422	80,436	集合资产管理业务规模	57,219	107,144	148,840	193,492
					业务及管理费用率	43.8%	38.5%	44.0%	42.0%
					所得税率	23.2%	24.3%	24.1%	24.1%
					分红率	62%	33%	33%	33%

数据来源：中国中投证券研究总部

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

张轺,中国中投证券研究总部首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。

刘涛,中投证券非银金融研究员,中国人民大学经济学硕士

喻慧子,中投证券非银金融研究员,香港理工大学金融学硕士

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及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,也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。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434