

证券

行业动态分析

并购，最快的扩张之路

投资要点

◆ **并购：企业扩张中采用最多、也是最便捷的方法。**我们详细梳理了中信证券由一家行业排名第 15-20 位的中型券商成长为行业龙头的 9 次并购案例，以及全球最大资产管理公司贝莱德（BlackRock）的发展历程。

我们发现并购标的的选择通常出于三种考量：1) 收购竞争对手，获得对方客户群；2) 延展业务链条，得到对方相对成熟的营业场所或业务布局；3) 得到对方的先进技术、品牌。

并购交易时点通常选择 1) 行业低迷，标的公司业绩不佳时期；2) 宏观调控下，标的公司股东资金链紧张，需要转让套现时；3) 基于对未来的判断，某一业务即将爆发亟待快速进入时。

而严密一致的管理框架和风控体系是证券、资管这类人力密集型行业有效规避并购后人员流失、客户流失的良方。

◆ **新一轮并购时点已经到来。**近年来受人口红利减少、中美贸易摩擦等因素影响，我国宏观经济增速放缓；叠加宏观调控去杠杆，一些优质企业资金链紧张，有出让优质资产的可能。2019 年初，习总书记指出包括股票市场在内的资本市场是国家重要核心竞争力的组成部分。国家战略支持下，我们坚定看好资本市场和证券行业的未来。目前，正处于证券公司盈利和估值倍数的历史底部，正是并购良机。同时，在市场低迷、竞争激烈、内生性增长困难的情况下，我们认为并购正是头部券商快速做大做强、中小券商突出重围的有效途径。

◆ 目前有哪些潜在标的？

不符合《股权新规》者：目前我国百余家全牌照券商中约 20 家中小券商的控股股东未达到总资产 500 亿、净资产 200 亿的标准。但其中可能成为并购标的约 10 余家，分别是东莞证券、中山证券、新时代证券、宏信证券、爱建证券、联储证券、银泰证券、大通证券、国融证券、华信证券、网信证券。

大股东或自身风险暴露者：东海证券和九州证券。世纪证券（原安邦旗下）、联讯证券（原海航旗下）、恒泰证券（明天系）的新一轮股权转让基本已完成或正在进行中。

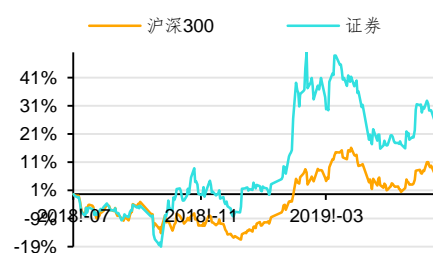
股权结构分散、大股东控制能力较弱者：大同证券。申港证券股权结构也较分散，但考虑到公司经纪和资管存量客户较少，我们认为并购价值不大。

◆ **风险提示：**并购过程较长、影响因素很多，本文仅就公开信息进行探讨，不涉及个股推荐，具体操作中仍将面临多方面干扰。同时，若股市持续低迷；政策不达预期；行业竞争加剧等风险爆发，证券公司股权或面临贬值风险。

投资评级 **领先大市-A 维持**

首选股票		评级
600030	中信证券	买入-B
601211	国泰君安	买入-A
601688	华泰证券	中性-B
601066	中信建投	卖出-B

一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.56	-4.55	19.76
绝对收益	-1.18	-6.62	27.47

分析师

崔晓雁

SAC 执业证书编号：S0910519020001
021-20377098

相关报告

证券：竞争中崛起的中小券商 2019-07-10

证券：6 月可比净利润同比+59.33%，环比+59.38% 2019-07-09

证券：5 月可比净利润同比-15.8%，环比-29.5% 2019-06-10

证券：上市券商 2018 年年报及 2019 年 1 季报综述 2019-05-12

证券：进入拐点右侧，券商股还有多少空间？ 2019-02-25

内容目录

一、并购：企业扩张中采用最多、也是最便捷的方法	3
(一) 中信证券：中型券商成就行业龙头之路.....	3
(二) 贝莱德：并购来的全球最大资产管理公司.....	7
(三) 案例经验总结.....	8
二、新一轮并购时点已经到来	9
(一) 宏观经济放缓叠加去杠杆，部分企业只能出让优质资产.....	9
(二) 证券业迫切需要做大做强，政策推动行业整合.....	10
1、高层点题资本市场建设.....	10
2、资本市场和证券行业亟待做大做强.....	11
(三) 并购良机，证券公司盈利和估值倍数徘徊历史底部.....	13
1、目前处于证券公司盈利的历史底部.....	13
2、目前处于证券公司估值水平的历史底部.....	14
3、中信、天风等先行者已行动起来.....	15
三、目前有哪些潜在标的？	16
(一) 股权管理新规带来的并购标的.....	16
(二) 大股东或自身风险暴露带来的并购标的.....	17
(三) 股权结构分散、大股东控制能力较弱的标的.....	19
风险提示	20

一、并购：企业扩张中采用最多、也是最便捷的方法

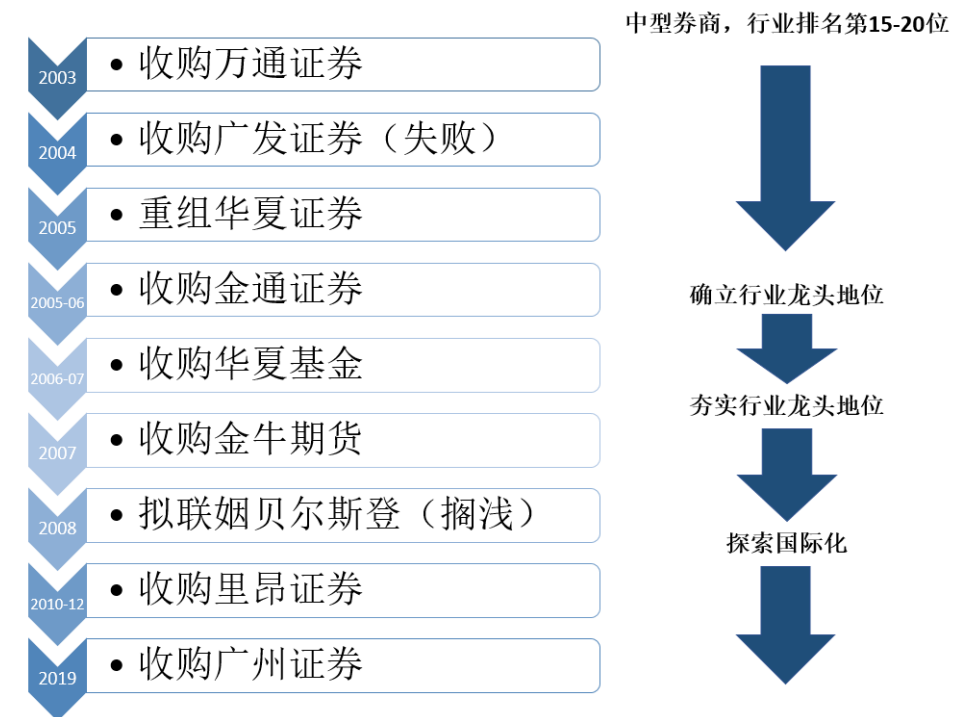
参考我国金融业和国际投行发展历程，大型企业很少完全依靠内生性增长，并购尤其是市场低迷时期低价并购是快速扩张的不二法则。

金融领域中的并购案例很多，中信证券可谓国内证券公司中通过并购做大做强的典范。海外国际投行也不乏并购案例，但我们认为贝莱德（blackrock），以 500 万美元信贷额度及按揭债券投资起步，通过并购成为全球最大资产管理公司更具参考价值。

（一）中信证券：中型券商成就行业龙头之路

回顾中信证券发展历程，公司于 1995 年 10 月由中信集团（原中国国际信托投资公司）牵头设立，1999 年增资扩股改制为股份有限公司。在 2000 年前后的设立初期，中信证券仅是经纪份额 1.50% 左右，行业排名第 15-20 位的中型券商。后续通过一系列并购和较快的内生性增长成就并夯实了行业龙头地位。

图 1：中信证券并购历程



资料来源：公司公告，华金证券研究所

具体过程如下：

- ◆ **2003 年收购万通证券。**2002 年万通证券经纪份额约 0.45%，但受市场低迷影响亏损将近破产。为快速占领山东、河南市场，中信证券原定通过增资一次性取得万通证券 57.87% 的股权。

2003 年收购方案改为收购原有股东持有的股权，中信证券收购青岛财政厅、青岛市弘诚信托投资有限责任公司等持有的万通股权，收购后合计持有万通证券 67.04% 股权。2004

年再度收购裕龙集团、中方集团青岛市房地产持有的万通股权，持有万通股权升至 73.64%，同年万通证券更名为中信万通证券。

此后，2006、2007、2011、2012、2013 年，中信证券又不断收购了近 30 家万通证券原股东所持有的万通股权，持股比例分别升至 80.5%、91.4%、95.5%、96%和 100%。2014 年 4 月中信万通更名为中信证券（山东）。

收购万通开启了中信证券通过并购外延式快速扩张的发展路径。

- ◆ **2004 年收购广发证券失败。**2004 年 9 月，中信证券发起了对广发证券的收购大战。彼时广发证券控股广发华福，业务体量和中信证券旗鼓相当。最终在广发证券管理层和员工的激烈反抗下，中信证券要约收购没有达到 51%的比例要求，此次收购以失败告终。然而，这场激烈的收购和反收购为证券行业市场化并购提供了很好的样板。

中信选择广发证券并在 2004 年发动收购，除了广发经营稳健、实力雄厚、自身是优质资产的因素外，还由于一方面 2003 年广发董事长陈云贤调任佛山市副市长，董事长职位空缺八个月之久；另一方面由于广发证券股权结构分散，2004 年国家实施宏观调控、银根紧缩等政策后，广发证券的一些股东资金链紧张因而存在出售广发证券股权以套现的需求。正式发出要约收购之前，中信证券曾多次对广发证券及其多位股东进行摸底、探询，但未与广发管理层正式沟通。

而广发的反收购能够成功很重要的原因在于其重视员工利益、推行员工持股计划。2004 年 9 月 7 日¹2100 余名广发证券（含广发华福、广发基金、广发期货）的员工发起设立深圳吉富创业投资股份有限公司（简称吉富投资）。吉富投资不但持有辽宁成大 16.91% 的法人股还将收购其他股东持有的广发证券 20%左右的股权，成为反收购战的核心力量。员工持股计划使员工可以参与并分享广发证券的经营成果，不但增强了员工的参与感、归属感和凝聚力，更使得广发员工将吉富投资当作自身利益的绝对代表和未来希望的寄托。因此，当中信证券出现的时候，反对声极为强烈。中信发布收购公告的第二天，广发证券 23 名员工就向广州证监局递交了公开信，以“企业文化悬殊”、“优势抵消”等原因表示“坚决反对中信证券的收购行为”。

- ◆ **2005 年重组华夏证券。**华夏证券是我国成立较早的大型综合类证券公司，由工商银行、中国银行、建设银行、农业银行、人民保险五大金融机构发起成立。截止 2003 年，华夏证券总资产已达 208 亿元；经纪份额约 4%，是中信证券的两倍。但 2004 年华夏证券因回购国债失败、自营亏损、挪用客户保证金等问题陷入危机。2005 年，北京市政府召开华夏证券股权转让会议。2005 年 8 月，中信证券联手建银投资组建中信建投证券，中信证券持有中信建投证券 60%股权，中信建投受让华夏证券证券类资产。

2010 年 4 季度出于监管要求，为解决同业竞争问题，中信证券转让了中信建投 53% 的股权。从 2005 年 8 月至 2010 年 11 月的 5 年多时间，中信建投共为中信证券带来约 53 亿元权益净利润和 58 亿元股权转让收益，合计贡献约 111 亿元。

¹ 中信证券正式发起收购广发之后 5 天

- ◆ **2005-06 年收购金通证券。**金通证券成立于 2002 年，前身是浙江省国际信托投资公司证券管理总部，也叫浙江国信证券。2004 年金通证券经纪份额 1.34%，中信证券同期经纪份额为 2.25%。

2004 年金通证券总裁陈帆被双规，14 亿元对外理财窟窿曝光。2005 年中信证券受让浙江省国际信托投资公司等九家持有的金通证券股权，总金额近 8 亿元。其中，2005 年支付 4.03 亿元（占总价款 52.66%），接管金通证券的经营和管理。2006 年，中信证券受让海南养生堂所持有的金通证券股权，全资控股金通证券。

通过收购金通证券，中信证券经纪份额一举提升近 60%。在通道业务为主的年代，经纪份额的提升也意味着盈利规模的大幅提升。

- ◆ **2006-07 年收购华夏基金。**如果说中信证券收购万通、金通、华夏证券均带有一定行政色彩，那么收购华夏基金则完全出于战略考虑，旨在突破买方业务瓶颈、确立行业领先地位、加长业务链条和扩大市场份额。

华夏基金成立于 1998 年，是我国首批全国性基金管理公司之一，也是中国最大的公募基金公司之一。2005 年末华夏基金的股权结构是北京市国有资产经营公司持股 35.725%、西南证券持股 35.725%、北京证券持股 25%、中国科技证券持股 3.55%。

2006-07 年中信证券通过各个击破的方式实现分次收购华夏基金股权，逐步完成对华夏基金全资控股。尤其西南证券所持的 35.725%，交易价格的确定经历了较长的谈判过程。此外，值得注意的是 1) 并购资金来自牛市中增发股票；2) 为符合“一参一控”的监管规定，中信证券首先于 2006 年全资控股了自身原以 49%控股的中信基金，然后在全资收购华夏基金后，将中信基金吸收合并进华夏基金。

成功收购华夏基金，中信证券一举占领了我国公募基金行业首位的优势地位。根据我们估算，中信证券收购华夏基金成本约 9 亿元。2007-18 年，华夏基金为中信证券贡献权益净利润超过 53 亿元；2011-14 年转让 51%股权后又陆续购回 13.2%期间，收益扣除成本后净收益约 108 亿元；合计收益超过 160 亿元。

- ◆ **2007 年收购金牛期货。**2006 年，中国金融期货交易所上海成立。基于股指期货推出的预期，2007 年中信证券收购了金牛期货。

深圳金牛期货经纪有限公司，是由成立于 1991 年 6 月国内第一家期货交易所——深圳有色金属交易所于 1999 年改制设立。金牛期货的原股东是金牛投资和贵州铝厂，两者分别持股 90%和 10%。其中金牛投资的第一大股东是中国五矿集团下属的五矿投资。2007 年 3 月金牛投资、贵州铝厂和中信证券签订股权转让协议，将股权全部转让给中信证券。转让价格 2744.15 万元，对应 2006 年 P/B 约 1.26x。2007 年 8 月，股权转让相关事宜获批，金牛期货正式成为中信证券全资子公司，更名为中证期货；2013 年再度更名为中信期货。

值得关注的是 2011 年金牛投资提前诉讼，指出金牛期货转让过程中存在大量违规、违法操作，请求法院确认该转让合同无效并返还中证期货股权，最终庭外和解。

- ◆ **2008 年，联姻贝尔斯登因金融危机搁浅。** 鉴于野村证券错失国际化发展的动力和先机，导致失去了成为一流国际投行的历史机遇，中信证券自 2006 年开始不断探索国际化道路。2007 年 11 月，中信证券与贝尔斯登签署全面战略合作协议。合作包括两部分：首先是通过换股实现交叉持股；之后再在香港组建合资公司。

换股：中信证券以 10 亿美元持有一项期限长达 40 年的可转换信托优先证券，期限内可转换为贝尔斯登 6% 的股份。而贝尔斯登将花费 10 亿美元通过一个期限为 6 年的可转换债和为期 5 年的期权来获得相同比例的中信证券股份。之后，中信证券又力争将其在贝尔斯登的持股比例由原计划的 6% 上调至 9.9%。

组建合资公司：贝尔斯登将把香港、东京、新加坡等地的业务放进来，而中信证券则把中信证券国际公司整合到这个新公司中去，并支付一些财务费用。

由于本次合作需美国财政部、中国证监会、外汇管理局和商务部审批、流程较长。在尽职调查的过程中金融危机爆发。2008 年 3 月贝尔斯登的流动性因挤兑风波迅速恶化，并与摩根大通迅速达成以每股 2 美元进行全面收购的协议。中信证券果断终止了与贝尔斯登的合作。

虽然这是一次失败的尝试，但中信证券没有支付任何价款，也就没有遭受任何投资风险或损失。同时，也使得中信证券熟悉了欧美投行的管理和运营模式，为后续国际化扩张打下了基础。

- ◆ **2012 年收购里昂证券。** 2012 年 7 月中信证券公告称其全资子公司中信证券国际将以 12.52 亿美元的总对价收购里昂证券 100% 的股权。由于这笔交易需经过法国监管机构和中国监管机构的审批，交易最终于 2013 年 7 月末完成。

里昂证券成立于 1986 年，以中国香港地区为业务核心，在多个亚洲城市以及伦敦、纽约、波士顿等地区拥有业务和员工。收购里昂证券的工作在 2010 年便已开启。这一阶段受金融危机影响，里昂证券正处于业绩低迷期，2011 年净亏损 1000 万美元。尽管里昂业绩惨淡，但谈判过程仍十分漫长而艰难，收购方案也历经多次大的修改。所幸最终顺利完成收购，在中信证券乃至我国证券业国际化历程中具有里程碑式的意义。

中信收购里昂的价格对应 2011 年 P/B 约 1.7x，一直被投资者质疑作价过高。同时，受管理和文化上的差异影响，收购后的整合也不像万通、金通一样顺利。直至 2019 年仍然出现董事长和 CEO 双双辞职的现象。

- ◆ **2019 年收购广州证券。** 2019 年 1 月，中信证券公告称拟向越秀金控及其全资子公司金控有限发行股份购买剥离广州期货和金鹰基金股权后的广州证券 100% 股权。其中向越秀金控发行股份购买其持有的广州证券 32.765% 股权，向金控有限发行股份购买其持有的广州证券 67.235% 股权。

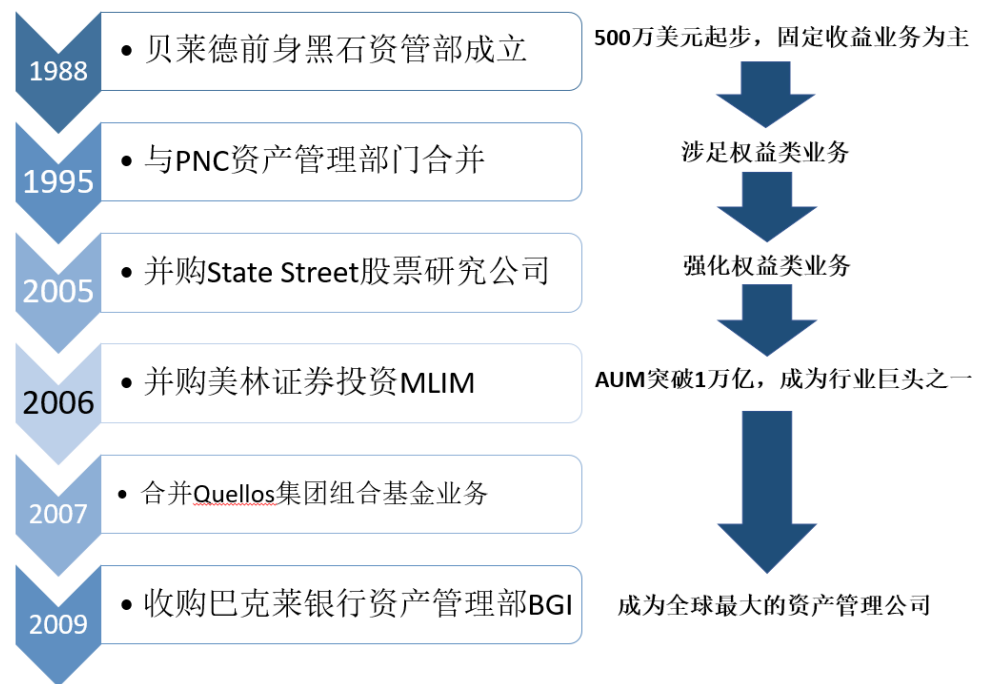
值得注意的是，中信证券此次发行股份价格拟定为 16.97 元/股，与公司停牌前的 16.01 元/股相比仅溢价了 6%，对应广州证券 P/B 仅 1.2x。受益于 2019 年 2-3 月股价大幅上涨，越秀金控及其子公司出让广州证券所取得中信证券的股权也大幅增值。

中信证券收购广州证券的时点正是 A 股股市近年来的最低点，再次成为中信证券卓越并购能力的体现。

（二）贝莱德：并购来的全球最大资产管理公司

贝莱德集团(BlackRock, Inc.)又称黑岩集团，纽约证券交易所证券代码 BLK，2018 年末管理资产规模达到 5.98 万亿美元，是全球规模最大的资产管理集团。总部设在纽约，在 30 多个国家拥有 14900 名员工。公司几乎是通过并购一步步走上了全球第一的领先地位。

图 2：贝莱德并购历程



资料来源：华金证券研究所

贝莱德前身是黑石集团（blackstone）的金融资产管理部，由前按揭债券交易员拉里·芬克（Larry Fink）于 1988 年创立。创立之初，黑石集团仅给予了他们五百万美元的信贷和债券业务 50% 的股权。1992 年，管理资产规模达到 170 亿美元，该部门从黑石集团独立并更名贝莱德。

1995 年，德贝莱合并了其第一大股东 PNC 金融服务集团的资产管理部，开始涉足股票投资、流动性管理、对冲基金和共同基金。2005 年贝莱德与美国道富银行（State Street）的股票研究公司合并。此时，虽然贝莱德的业务已扩展到权益领域，但受创始人团队背景影响，公司 70% 的管理资产仍集中在固定收益领域。

真正让公司成长为行业巨头的是两个重要节点。一个是 2006 年成功收购美林证券投资管理公司（Merrill Lynch Investment Managers, MLIM），弥补了公司在权益类业务策略和产品的短板，同时也是公司管理资产规模首次达到 1 万亿美元。合并方式是贝莱德与 MLIM 成立新的独立企业，美林证券持股 49.8%（表决权 45%），新公司仍命名为贝莱德，并由原贝莱德 CEO 拉里·芬克担任新公司董事会主席和 CEO。

第二个关键事件是 2009 年成功收购巴克莱银行的资产管理部门——巴克莱全球投资者 (Barclays Global Investors, BGI)。这一收购的背景是, 2008 年巴克莱银行以 17.5 亿美元买下雷曼兄弟的股权和公司融资业务, 但其账面资产也迅速增至 2 万亿英镑。英国金融服务局要求巴克莱银行增加资本金, 以降低资本金与债券的比例。这一情况下巴克莱银行唯有出售 BGI 获得资金才能免于英国政府的过度干预。2009 年贝莱德向巴克莱支付 45 亿美元现金和贝莱德 19.9% 的股份, 顺利收购了 BGI。收购 BGI 使得贝莱德管理资产规模快速增长了三倍; 同时受益于 BGI 的 iShares 的优质品牌, 贝莱德一举取得被动指数基金 ETF 业务 45.7% 的市场份额, 迅速占据优势地位, 成为全球最大的资产管理公司。此外, 这一收购也使贝莱德抓住了 ETF 业务快速发展十年的大机遇。

(三) 案例经验总结

回顾中信证券和贝莱德集团的发展历程, 两家公司的行业龙头地位都是通过一次次并购扩张而来。虽然中信证券并购万通、金通、华夏证券带有一定的行政色彩, 但在华夏基金、金牛期货、广发证券、贝尔斯登、里昂证券、广州证券这些并购标的和时点的选择, 则完全出于公司管理层对宏观经济、行业发展和自身战略规划、业务储备的考虑。贝莱德的历次并购更是完全处于国际化的国际成熟资本市场大环境下。我们认为这两家公司的成长历程中涉及的 14 起大的并购案例, 无论标的选择、交易时点、交易方案、交易价格都具有参考借鉴意义。

归纳而言, 我们看到选择并购标的主要出于三种考量:

- 1) 收购竞争对手, 获得对方的客户群;
- 2) 延展业务链条, 得到对方相对成熟的营业场所或业务布局;
- 3) 得到对方的先进技术、品牌影响。

并购时点则大多选择在 1) 行业低迷, 标的公司经营困难、业绩低迷时期; 2) 宏观调控、银根紧缩下, 标的公司股东资金链紧张, 具有转让套现需求; 3) 基于对未来的判断, 某一业务即将爆发, 亟待快速进入。

回顾中信证券和贝莱德的发展历程, 我们看到有的并购案例并没有刻意选择行业低迷时期, 如中信证券收购华夏基金和金牛期货, 再如贝莱德 1995 年合并 PNC 资产管理部门、2005 年收购 State Street 的股票研究公司、2006 年收购 MLIM 均处在美国牛市中段。并购标的选择更多是考虑在市场向好的趋势下业务链如何延申更利于公司的长期发展。

证券业务、资产管理都是人力密集型行业, 并购常常面临人员流失、客户流失的尴尬境况。中信证券收购里昂很难评价是一场成功的并购。而通过贝莱德的案例, 我们看到公司一直通过并购弥补自身业务短板。通常, 资产管理业务最常见的扩张是投资团队的扩张, 引入专业的投资人士强化投资能力, 进而吸引更多的资金流入。而贝莱德能够通过并购不断做大其资产管理业务, 一方面是公司并购的对象都是原业务短板, 如收购 PNC 资管和 State Street 股票研究是从固定收益类投资拓展至权益类投资, 再如收购 BGI 是从主动策略为主转向被动策略为主, 业务的互补性减少了整合的阵痛; 另一方面则由于公司拥有极其强大的 IT 系统, 有一套完整严格的工作流程并自主开发了名为“阿拉丁 (Aladdin)”的风险管理系统, 此外贝莱德的 investment analysis 软件也远

远胜于市场几乎所有其他的竞争对手。严密一致的管理框架和风控体系使得公司最大限度降低了对人员流动及主观判断的依赖。

二、新一轮并购时点已经到来

（一）宏观经济放缓叠加去杠杆，部分企业只能出让优质资产

近年来受人口红利减少、中美贸易摩擦等因素影响，我国宏观经济增速出现放缓。国家统计局最新数据显示，2019年2季度我国GDP增速6.2%，创2009年1季度以来最低，且自2018年1季度以来呈逐季下滑的态势。

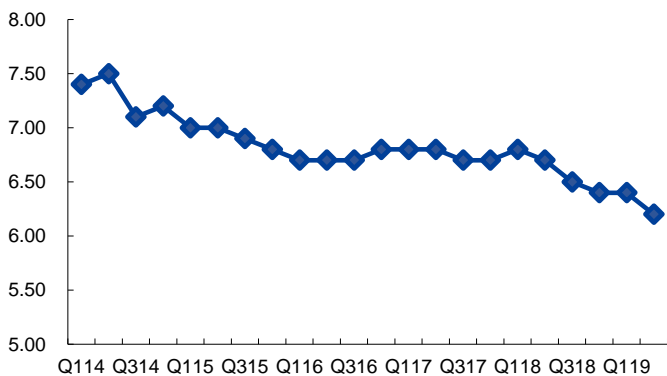
虽然我们坚定看好我国宏观经济前景，坚信高质量的发展更健康持久，但无可否认近年来债券违约呈上升趋势。最新7月15日一天出现4只债券违约，分别是中城建的“15中城建MTN001”、精功集团的“18精功SCP003”、胜通集团的“17胜通MTN001”以及康得新的“17康得新MTN002”。根据WIND数据统计，2018年至2019年7月中旬共216只信用债出现违约，总金额1873亿元，涉及76家企业，其中63家为民营企业。

我国债券市场体量庞大，2019年上半年债券违约率仅0.65%，较2018下半年的0.84%还有所下降。相对于我国银行业目前坏账率约2.00%左右、美国信用债市场2011年违约率曾高达5.7%，我们认为对我国债券市场的违约问题没有必要过度担忧。

我们列举债券违约数据主要从寻找优质并购标的的角度，说明一些大型实体企业正面临资金链困难。在我国，能够发行债券的企业是比较优质的企业群体，具备或曾经具备较强实力，拥有大量优质资产。也只有在经济景气不佳、资金链紧张的境况下，优质资产才有可能以相对优惠的价格转让出来。

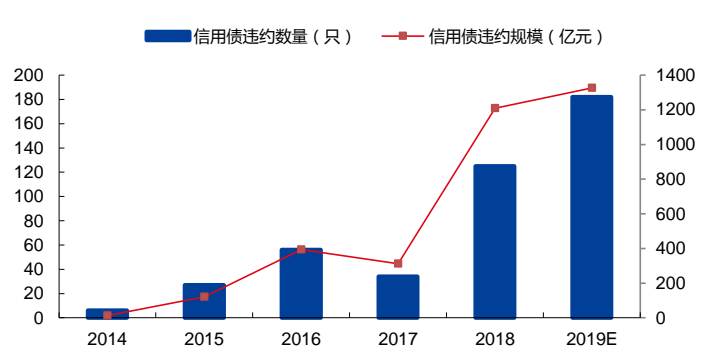
同时，债券市场违约事件的增加也显示，实体经济中大量企业都面临现金流短缺的困难，存在出让资产缓解资金压力的需求。

图 3: 2014 年以来 GDP 季度同比增速



资料来源: WIND, 华金证券研究所

图 4: 2014 年以来信用债违约统计



资料来源: WIND, 华金证券研究所, 注: 2019 年全年=上半年数据*2 (或低估)

表 1: 2018 年以来出现债券违约的公司名单

序号	企业名称	序号	企业名称	序号	企业名称
1	永泰能源股份有限公司	22	三胞集团有限公司	43	印纪娱乐传媒股份有限公司
2	上海华信国际集团有限公司	23	大连金玛商城企业集团有限公司	44	内蒙古博源控股集团有限公司
3	新光控股集团有限公司	24	雏鹰农牧集团股份有限公司	45	五洋建设集团股份有限公司
4	丹东港集团有限公司	25	同益实业集团有限公司	46	宝塔石化集团有限公司
5	洛娃科技实业集团有限公司	26	富贵鸟股份有限公司	47	东方金钰股份有限公司
6	山东胜通集团股份有限公司	27	永泰集团有限公司	48	吉林利源精制股份有限公司
7	中国城市建设控股集团有限公司	28	深圳市金立通信设备有限公司	49	三鼎控股集团有限公司
8	中国民生投资股份有限公司	29	大连机床集团有限责任公司	50	河南众品食品有限公司
9	阳光凯迪新能源集团有限公司	30	金鸿控股集团股份有限公司	51	华盛江泉集团有限公司
10	无锡五洲国际装饰城有限公司	31	腾邦集团有限公司	52	北京华业资本控股股份有限公司
11	亿阳集团股份有限公司	32	龙跃实业集团有限公司	53	金洲慈航集团股份有限公司
12	神雾科技集团股份有限公司	33	哈尔滨秋林集团股份有限公司	54	河南众品食品股份有限公司
13	国购投资有限公司	34	北讯集团股份有限公司	55	北京东方园林环境股份有限公司
14	山东金茂纺织化工集团有限公司	35	江苏宏图高科技股份有限公司	56	山东大海集团有限公司
15	中弘控股股份有限公司	36	中融双创(北京)科技集团有限公司	57	大连天宝绿色食品股份有限公司
16	康得新复合材料集团股份有限公司	37	安徽盛运环保(集团)股份有限公司	58	深圳市大富配天投资有限公司
17	安徽省外经建设(集团)有限公司	38	春和集团有限公司	59	神雾环保技术股份有限公司
18	飞马投资控股有限公司	39	精功集团有限公司	60	南京建工产业集团有限公司
19	东辰控股集团有限公司	40	宁夏上陵实业(集团)有限公司	61	成都天翔环境股份有限公司
20	佛山市中基投资有限公司	41	深圳市一体投资控股集团有限公司	62	中安科股份有限公司

资料来源: WIND, 华金证券研究所, 注: 统计截至 2019 年 7 月 19 日

(二) 证券业迫切需要做大做强, 政策推动行业整合

1、高层点题资本市场建设

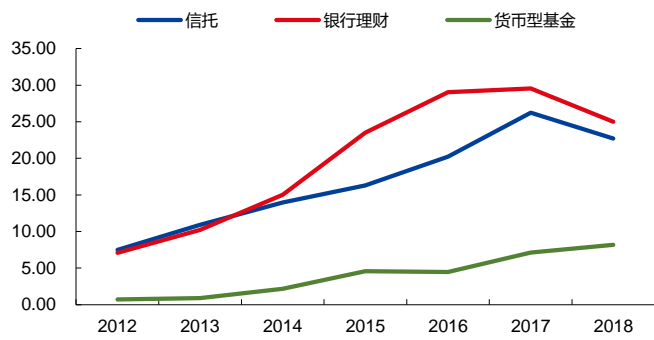
国家战略引领资本市场成长。2019 年 2 月新华社摘录了习近平总书记在政治局会议上的讲话“要正确把握金融本质, 深化金融供给侧结构性改革, 增强金融服务实体经济能力, 推动我国金融业健康发展。”这是我国最高层首提金融供给侧改革并重点题资本市场建设。本次会议上, 习近平总书记同时指出包括股票市场在内的资本市场是国家重要核心竞争力的组成部分。

我国社会财富积累已相对丰厚, 但居民家庭资产 70-80%集中在房地产, 配置结构极不合理。我们预期高房价叠加房产调控不放松下, 社会居民已难以继续加大房产投资, 金融类资产比例提升将成大概率事件。

2012 年以来大资管行业快速发展的主要是银行理财、货币基金、理财型保险以及信托计划等固定收益类产品。股票型基金、混合偏股型基金、私募证券投资基金等浮动收益类产品增速较慢。资管新规下, 固收类产品受到限制, 真正具有主动管理能力的资管机构和中介机构有望脱颖而出。

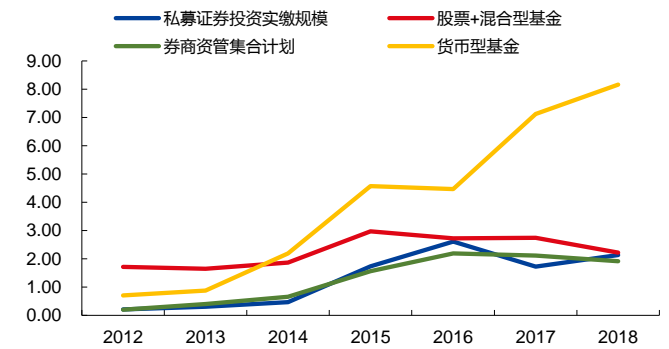
国家最高层的战略推动, 同时社会居民真实金融需求的存在, 我们坚信我国资本市场将迎来更快更远的发展。受益于直接融资占比提升和资本市场的完善发展, 证券业也有望迎来大发展。

图 5：2012 年以来资管大发展，主要是固定收益类产品规模提升



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 6：货币基金增速远高于浮动收益的权益类投资产品

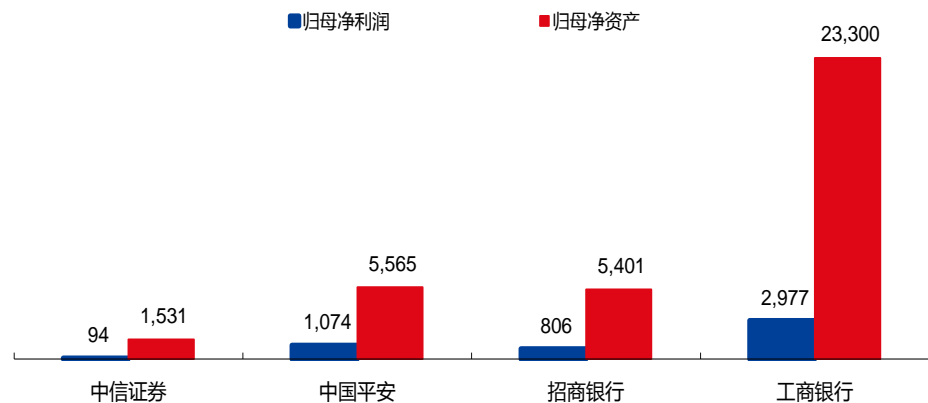


资料来源：证券业协会，华金证券研究所

2、资本市场和证券行业亟待做大做强

国家核心竞争力的打造将是一个漫长而持续的过程。从国家战略的角度，我们认为资本市场建设、国家核心竞争力打造将是一个长期并持续的过程。从我国证券业龙头中信证券与保险业、银行业大企业比较来看，证券业体量仍然过小。证券业做大做强的过程中虽因宏观经济、中美争端等问题面临很多不确定性，但我们相信政府将不断推出有利于资本市场完善发展的政策和措施。如今年推出的科创板，兼具服务实体经济、支持新兴产业、扩大直接融资、促进资本市场改革、试点注册制等多项任务，投行业务、直投业务、研究业务以及经纪业务和信用业务也借此获得了重构的契机，证券公司可谓直接受益。

图 7：中信证券与保险、银行业龙头 2018 年净利润与净资产比较（单位：亿元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

券商股权管理新规发布，扶优抑劣的监管导向愈加明显。2019 年 7 月 5 日，证监会发布《证券公司股权管理规定》及其配套规定。根据新规，监管层将按照从事业务的复杂程度及风险程度，将证券公司分为专业类证券公司和综合类证券公司。专业型券商不得从事具有显著杠杆性质且业务间存在交叉风险的业务，如股票期权做市、场外衍生品、股票质押回购等。

“专业类证券公司”和“综合类证券公司”分别指：

- 专业类证券公司从事常规传统证券业务，如证券经纪、证券投资咨询、财务顾问、证券承销与保荐、证券自营等。

- 综合类证券公司从事的业务具有显著杠杆性质且多项业务之间存在交叉风险，业务范围除传统证券业务外，还包括股票期权做市、场外衍生品、股票质押回购等复杂业务。

新规同时规定，将证券公司的股东分为 5%以下、5%以上、主要股东和控股股东四类，针对不同层次的股东提出不同的资质要求。

图 8: 《证券公司股权管理规定》关于证券公司股东主要资质要求

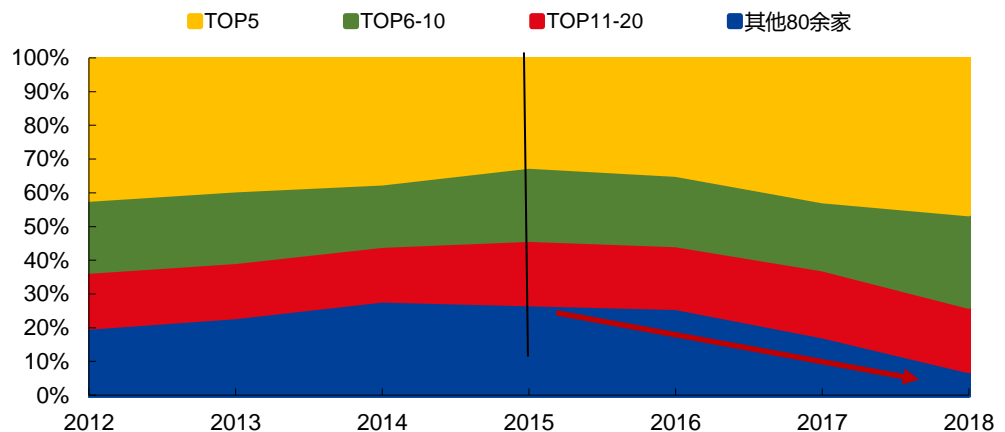
	控股股东 (持股50%以上或表决权足以重大影响)	主要股东 (持股25%以上或5%以上第一大股东)	持股5%以上
综合类	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 总资产不低于 500 亿元 ◆ 净资产不低于 200 亿元 ◆ 主营业务最近 5 年持续盈利 ◆ 主要股东各项条件 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 净资产不低于 2 亿元 ◆ 最近 3 年持续盈利 ◆ 最近 3 年规模、收入、利润、市场占有率等指标居于行业前列 ◆ 5%以上股东各项条件 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 净资产不低于 5000 万元 ◆ 净资产\geq50%*实收资本 ◆ 或有负债$<$50%*实收资本 ◆ 无未清偿到期债务
专业类	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 主要股东各项条件 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 净资产不低于 2 亿元 ◆ 5%以上股东各项条件 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 最近 3 年无重大不良记录

资料来源:《证券公司股权管理规定》，华金证券研究所

整体而言，综合类证券公司从事的业务具有高资本消耗，与其他金融体系联系紧密的特点，因此要求其主要股东和控股股东具备更高的管控水平和资本补充能力。与之对应，专业类证券公司以中介服务业务为主，不涉及大额负债或大额资本中介，因此主要股东和控股股东的要求相对较低。我们认为这一分类和要求有望提升证券公司风险管控和防范金融风险扩散传染。

头部券商跃跃欲试、中小券商不进则退。受以净资本为核心监管、引入外资、养老金入市和监管导向“扶优抑劣”等因素影响，证券业已呈现业务资本化、客户机构化和行业集中度不断提升的态势。综合实力较强的头部券商优势明显，2015-18 年证券业行业集中度快速提升，2018 年行业前 20 净利润占比高达 93%。

图 9: 创新发展阶段，中小券商利润占比缓慢提升；2015 年以来向头部集中迹象明显



资料来源：证券业协会，华金证券研究所

马太效应下，头部券商跃跃欲试，不断扩张，力争早日成为国际一流投行。中小券商则陷入风险与收益难以平衡，但又不进则退的艰难境况。一方面差异化道路方向难觅，另一方面若积极做为需面临人力成本上升、潜在风险不断积累的风险；但若墨守陈规、保守经营，生存空间则被持续挤压，预维持现状而不能。

在市场低迷、业务竞争激烈、内生性增长困难的情况下，我们认为并购或可成为头部券商快速做大做强、中小券商突出重围的有效途径。

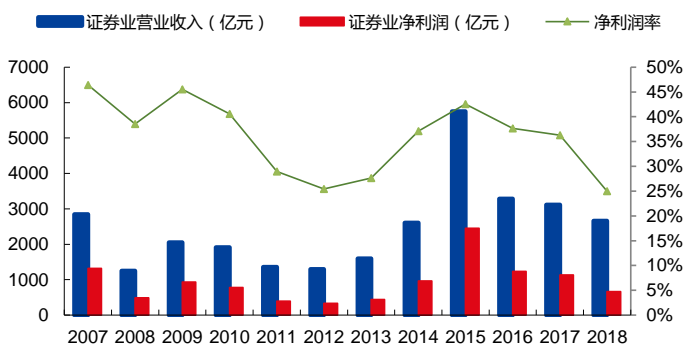
（三）并购良机，证券公司盈利和估值倍数徘徊历史底部

证券公司具有强周期高弹性的特点，具体表现体现在业绩和估值倍数均呈现较大波动性。因此，选择景气顶部还是底部进行交易的差异将十分巨大。

1、目前处于证券公司盈利的历史底部

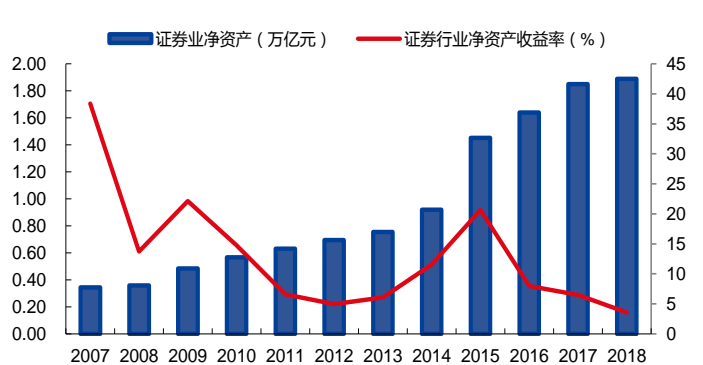
证券行业与资本市场景气程度密切正相关。低迷的市场环境使证券公司盈利能力降至较低水平。2018年证券业平均净利润率降至25%、ROE仅3.6%，与2012年的历史最底部大致相当。

图 10：受市场环境影响，证券业收入、利润波动较大



资料来源：WIND，证券业协会，华金证券研究所

图 11：2014 年以来证券业净资产快速增长，持续拉低 ROE

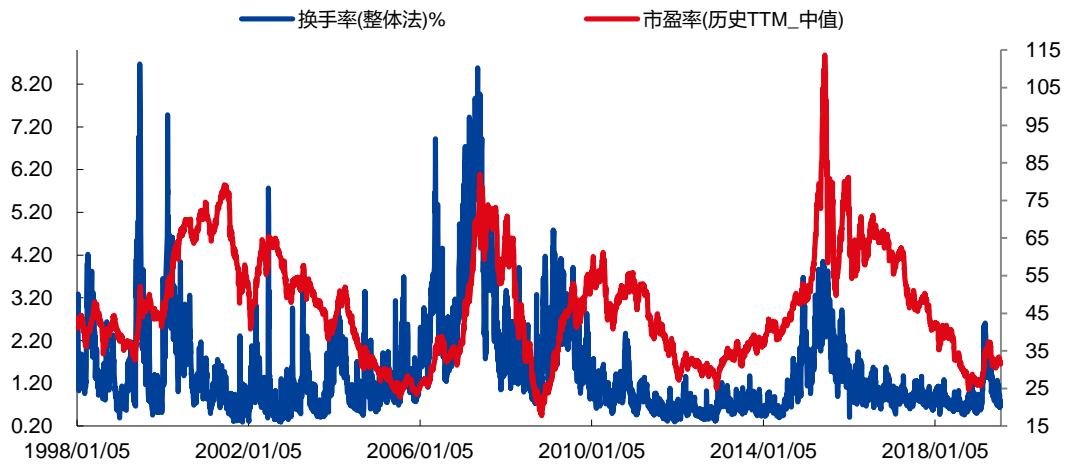


资料来源：WIND，证券业协会，华金证券研究所

2019年1季度，受益于股市回暖，证券业盈利显著回升。上市券商净利润平均增长86.59%，其中中小券商净利润平均增长120.59%，但2季度又重新回落。2019年2季度以来，我国经济再度面临不确定性，股票市场也再度低迷。上证综指回落至3000点以下，个别交易日成交金额仅3000多亿元，整体换手率不足0.70%。从我国证券交易所设立以来的股票交易历史，目前的交易活跃度、市场景气度以及估值水平平均处于历史底部。根据上市券商月度财务数据，2季度净利润环比平均下滑50%以上。

假设2019年下半年股票市场表现平稳，我们预计证券业2019年全年净利润同比增速约30-50%。但即便净利润大幅增长50%，行业平均ROE仍不足6%，盈利能力仍处历史低位。

图 12: A 股平均换手率和 P/B 估值均处于历史底部



资料来源: WIND, 华金证券研究所

展望未来, 我们坚定看好 A 股市场景气度回升以及由此带来的证券公司盈利能力回升。我们使用全部 A 股 TTM PE 中值计算倒数, 取得股票投资长期收益率, 将其与 10 年期国债收益率进行比较。多数情况下, 作为风险资产的股票的 PE 倒数低于 10 年期国债收益率, 但在某些极度低迷的时段, PE 倒数也会出现高于 10 年期国债收益率的情况。比如 2006-07 年牛市启动之前; 2008 年金融危机之时; 2012 年和 2018 年 4 季度资本寒冬之际。

目前, 全部 A 股 TTM PE 中值倒数与 10 年期国债收益率大致相当。换言之, 现在投资股票的风险性与购买国债相当, 同时还享有未来股价上涨取得收益的可能。展望未来 3-5 年和更长时间, 我们坚定看好 A 股市场景气度回升及由此带来的证券公司盈利能力回升。

图 13: 目前时点是少有的投资股票的好时机: 股票投资风险性几乎与国债相当



资料来源: WIND, 华金证券研究所

2、目前处于证券公司估值水平的历史底部

券商股弹性较大，不同市场环境下上市券商的 P/B 水平差异很大。券商板块 2012 年²以来 P/B 最高点出现在 2015 年 6 月高达 5.92x，最低点在 2018 年 10 月为 1.07x，历史平均 2.24x，券商股的高弹性可见一斑。出现这一现象主要由于不同市场环境下，投资者对证券公司盈利水平的预期不同。牛市中市场活跃、证券公司经纪、投行、信用、资管、投资各业务条线均受益，展现出极强的盈利能力，证券业 2015 年上半年 ROE 即高达 20%。然而市场低迷之时，不但各业务条线受市场压制，还会受到股票质押爆仓、债券投资违约等负面新闻拖累。

同时，上市券商间 P/B 估值差异也较大。即便在同一市场环境下，不同证券公司的 P/B 也有较大差异，如目前最高的华林证券 P/B 高达 9.68x、最低的光大证券仅 1.09x，平均 1.92x。出现这一差异，一方面是各公司盈利能力不同、业务侧重不同；另一方面，次新股，自由流通市值小的小盘股也较受部分投资者偏好。

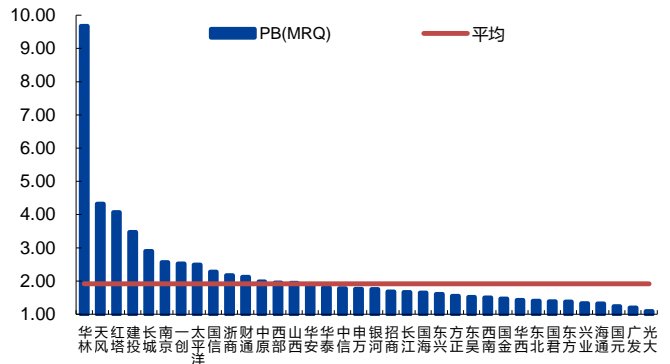
对于并购业务而言，可比上市公司估值水平是很重要的参照。行业景气顶部时确定的并购交易价格可能比景气底部时确定的交易价格高 2-3 倍。

图 14：上市券商历史 P/B，平均 2.24x



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 15：中小上市券商 P/B 估值比较，平均 1.92x



资料来源：WIND，华金证券研究所，注：使用 2019 年 7 月 19 日收盘价计算

3、中信、天风等先行者已行动起来

中信证券收购广州证券：2019 年 1 月中信证券发布公告拟收购广州证券（详见前文），目前已进入监管审批环节。

天风证券收购恒泰证券：2019 年 5 月天风证券发布公告拟现金收购恒泰证券 29.99% 的股权。收购资金来自配股募资，收购价格约为 45 亿人民币，收购完成后天风证券将成为恒泰证券第一大股东。7 月 12 日，天风公告 80 亿元配股计划已获证监会受理。

恒泰证券前身是内蒙古证券，1992 年成立，明天系旗下资产；2018 年末共有营业部 144 家、经纪份额约 0.68%、控股恒泰期货（80%）和新华基金（58.62%）等子公司。2018 年营业收入 9.81 亿元、净利润-6.73 亿元；年末总资产 299.15 亿元、净资产 95.36 亿元。规模体量与天风大致相当。

45 亿元的收购价格相当于 1.57x 2018A P/B。较 2018 年 2 月中信国安拟以 90 亿元收购恒泰证券 29.94% 的收购价格，天风的价格便宜了 50.16%。同时，考虑到天风证券（601162.SH）

² 受创新发展的政策引导，盈利模式由轻资产的通道模式转变为重资产的资本中介模式

目前 P/B 估值约 4.2x，显著高于上市券商平均水平，我们认为公司若能顺利完成配股和收购恒泰证券，可谓把握住了高位融资和跨越式发展的双重契机。

三、目前有哪些潜在标的？

（一）股权管理新规带来的并购标的

7月5日发布的《股权新规》适用于境内所有证券公司，无论新设或存量、内资或合资，设5年过渡期。我们梳理了国内130余家证券公司最新的股东资质情况，目前全牌照券商中约20家中小券商的控股股东未达到总资产500亿、净资产200亿的标准，名单如下：

表2：控股股东总资产、净资产不符合综合类证券公司标准的证券公司

序号	公司	实际控制人	控股股东	持股比例	控股股东总资产 (亿元)	控股股东净资产 (亿元)	备注
持股超过 50%							
1	网信证券	先锋系	联合创业集团	55.61			无公开数据
2	银泰证券	吕慧	北京嘉鑫世纪投资	91.43			无公开数据
3	华信证券	叶简明	华信集团	100.00			无公开数据
4	中山证券	杨志茂	锦龙股份	70.96	297.08	51.97	2019年1季报
5	华鑫证券	上海国资委	华鑫股份	100.00	247.25	66.43	2019年1季报
6	国融证券	侯守法	长安投资集团	70.61	256.36	66.71	2018年年报
7	爱建证券	浦东国资委	陆家嘴金融发展	51.14	100.44	85.43	2018年中报
8	宏信证券	刘沧龙	四川信托	60.38	199.11	90.05	2018年年报
9	国盛证券	杜力,张巍	国盛金控	100.00	371.98	118.91	2019年1季报
10	江海证券	哈尔滨国资委	哈投股份	100.00	426.11	135.86	2019年1季报
11	华林证券	林立	深圳立业集团	64.46	312.57	140.95	2018年年报
12	财富证券	湖南省政府	湖南财信投资控股	96.49	385.62	154.24	2018年年报
13	华创证券	刘永好	华创阳安	97.44	429.58	154.82	2019年1季报
14	浙商证券	沪杭甬高速	浙江上三高速	63.74	603.29	164.84	2018年中报
15	东方财富证券	其实	东方财富	99.89	638.05	182.93	2019年1季报
实质性重大影响：							
16	东莞证券	杨志茂	锦龙股份	40.00	297.08	51.97	2019年1季报
17	新时代证券	明天系	上海宜利实业发展	45.48			无公开数据
18	大通证券	华信系	华信信托	28.26			无公开数据
19	华菁证券	华兴资本	万诚证券	48.82			无公开数据
20	联储证券	杨涛	正润金控	41.68			无公开数据

资料来源：华金证券研究所

在这20家中小券商中，浙商证券和东方财富证券达标相对容易。浙商证券目前第一大股东是上三高速（持股63.74%）净资产不足200亿，但上三高速的控股股东沪杭甬高速（持有上三高速73.63%），2019年1季度末净资产334亿元，完全符合要求。若上三高速将浙商证券的控股权转让给沪杭甬高速即可符合《股权新规》的要求。

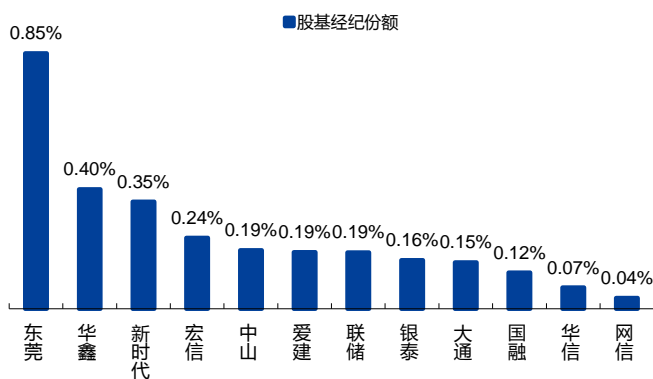
东方财富证券的控股股东是东方财富，东方财富 2019 年 1 季度末净资产已达 183 亿元。根据公司历史盈利状况，我们预期通过内生积累其净资产 5 年内增至 200 亿元的可能性很大。同时，也不排除公司再度进行股权融资增厚净资产的可能。

依此类推，华创证券、财富证券、华林证券、江海证券、国盛证券等背靠上市公司或地方国资的证券公司，我们预期这些证券公司的控股股东可通过增资、引入战略投资者等方式达到新规要求。

此外，华菁证券背靠华兴资本，自设立就致力于“成为服务中国新经济最专业的投资银行”，走的是精品投行的路线，华兴资本达到净资产 200 亿的难度较大，我们预期后续华菁证券或主动转型为专业类证券公司。

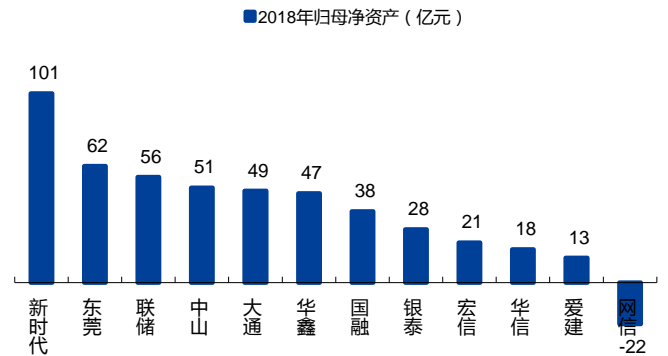
综上所述，真正因《股权新规》，不得不放弃控股权或转型专业类证券公司的约 12 家，分别是东莞证券、中山证券、华鑫证券³、新时代证券、宏信证券、爱建证券、联储证券、银泰证券、大通证券、国融证券、华信证券、网信证券。其中网信证券已于 2019 年 5 月被辽宁证监局风险监控；华信证券 2018 年评级被降至 D 级且屡被媒体报道将被接管；新时代证券自称“面临前所未有的困难”。

图 16: 12 家潜在标的平均股基经纪份额 0.25%



资料来源: WIND, 华金证券研究所

图 17: 12 家潜在标的平均净资产金额 38 亿元



资料来源: WIND, 华金证券研究所

(二) 大股东或自身风险暴露带来的并购标的

2018 年以来，宏观经济增速放缓叠加去杠杆下，一些借助高杠杆和资本运作快速发展的企业面临现金流紧张的问题，资金链断裂风险加剧。与此同时，一些公司的主要股东之前质押股权在资管新规和股价下跌双重压力下面临爆仓。此外，一些证券公司也因金融反腐、股票质押、自营投资、资产管理等暴露出一定风险。

这一类标的我们找到 2 家，分别是东海证券和九州证券。世纪证券（原安邦旗下）、联讯证券（原海航旗下）、恒泰证券（明天系）也属大股东风险暴露而形成的并购标的，但新一轮股权转让基本已完成或正在进行中。

³ 华鑫证券控股股东华鑫股份（600621.SH），实际控制人上海国资委，股权转让难度较大。

东海证券 (832970.OC): 2019 年 7 月 18 日, 执掌东海证券 16 年的董事长朱科敏被公安机关带走调查。除管理层变更外, 东海证券自 2018 年以来一直为负面信息困扰:

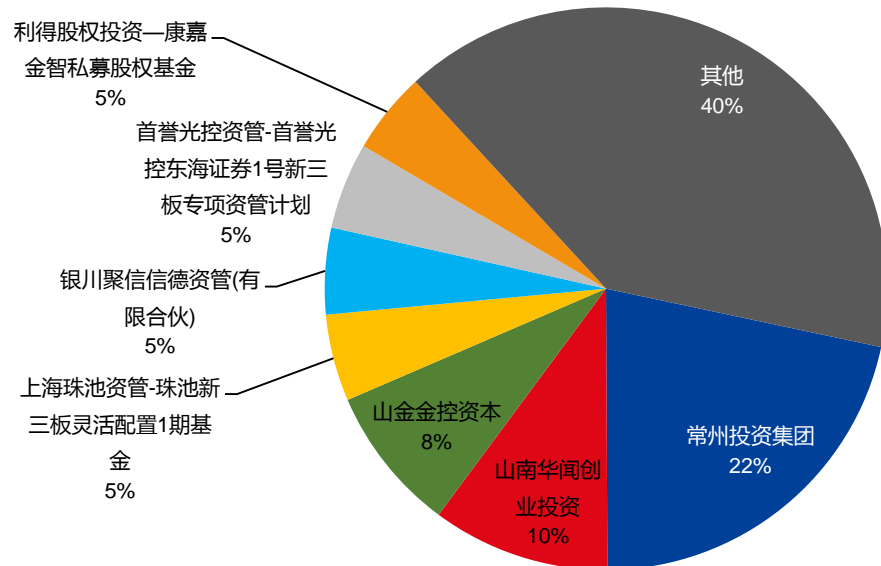
1) 多支资管产品出现违约, 包括“全债双利集合资产管理计划”持有总面额 1000 万元的“13 中森债”发生违约;“东海证券月月盈集合资产管理计划”持有大连机床的多只债券, 由于大连机床处于破产重整阶段, 难以得到清偿。

2) 2018 年计提资产减值损失 2.6 亿元, 致净利润同比下滑 80%。

3) 2019 年上半年东海证券因合规人数不达要求、承销债券违约、境外子公司管控不到位等内控问题, 收到三张监管罚单。

东海证券前身是常州市证券公司, 1993 年 1 月成立, 2018 年营业收入 14.92 亿元, 净利润 0.93 亿元; 2018 年末净资产 82.15 亿元; 共有营业部 80 多个、经纪份额约 0.50%、客户 100 多万户。东海证券股东结构分散, 第一大股东常州投资集团, 持股 21.58%。

图 18: 东海证券股权结构 (2018)



资料来源: WIND, 华金证券研究所

九州证券: 2017 年以来, 由于巨额负债、融资受限、股价暴跌等因素, 九州证券的控股股东九鼎集团逐步陷入困境。2018 年踩雷金银岛深陷兑付危机, 投资的企业无一过会使得九鼎集团雪上加霜。2019 年 1 季度末, 九鼎集团 (430719.OC) 总负债 670 亿元, 较 2018 年末增长 5.76%。现金流短缺下, 变卖资产成为九鼎集团缓解困境的应对之法。

2018 年 2 月九鼎集团曾公告, 旗下控股⁴子公司九州证券与山东高速集团签署了增资协议, 约定山东高速集团认购九州证券新增股份 7.9 亿股, 占本次增资后九州证券总股本的 19%。交易尚需相关监管机构审批。山东高速集团还表示有意进一步增持九州证券股份并成为九州证券控股股东。然而截至 2019 年 4 月九州证券发布年报, 山东高速入股事宜仍未有所进展。

九州证券前身天源证券, 注册地青海省西宁市, 2014 年九鼎集团入主后更名为九州证券。2015 年九州证券分别取得承销、资管、保荐、股票质押式回购、融资融券、代销金融产品、开

⁴ 九鼎持有九州证券股权 85.76%

展中间业务等资格，成为全牌照证券公司。九州证券经纪业务实力较弱，2018 年经纪份额约 0.10%；2018 年 11 月至 2019 年 5 月曾被暂停资管业务半年。2018 年营业收入 6.20 亿元、净利润 386 万元、期末总资产 118.6 亿元、净资产 36.3 亿元。

（三）股权结构分散、大股东控制能力较弱的标的

遵循股权结构分散、大股东控制能力较弱的标准，我们找到一个标的——大同证券。

大同证券：第一大股东是上海中科生命科技发展有限公司，持有大同证券 26.56%的股权。上海中科生命科技发展有限公司实际控制人董祥，同时也担任大同证券董事长。公司第二大股东，持股 25.99%的大同银星金店并不具有国资背景。

大同证券的行业地位近十年来每况愈下，2018 年仅实现净利润 526 万元。同时，考虑到第一大股东在金融领域涉足不深，我们估计具有可被收购的可能性。

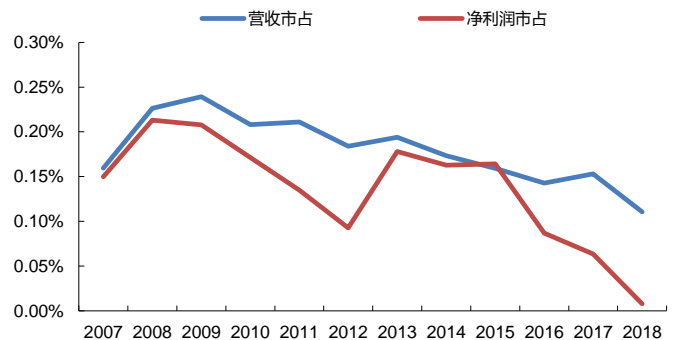
大同证券目前经纪份额约 0.18%，46 家营业网点、存续资管规模 60 多亿元（其中非标 9.5 亿），下设保险经纪、大证资本、股权投资基金管理有限公司三个子公司，具有一定的收购价值。

图 19：大同证券 2018 年末股东结构

	持股情况	
	出资（万元）	占比（%）
上海中科生命科技发展有限公司	19392.1	26.5645
大同银星金店有限公司	18970.8	25.9874
大同铁路万通实业有限责任公司	6837.7	9.3667
山西省华峰投资管理咨询中心	5712.4	7.8252
南风化工集团股份有限公司	5674.4	7.7732
大同市经济发展有限责任公司	4234	5.8
山西大同云水建材股份有限公司	3376.02	4.6247
晋城市金诺贸易有限公司	3198.93	4.3821
太原大风新技术有限公司	2707.4	3.7088
晋城市长江实业有限公司	2513.4	3.4431
国电电力发展股份有限公司大同第二发电厂	382.7	0.5243
合计	730,00	100

资料来源：公司年报，华金证券研究所

图 20：12 家潜在标的平均净资产金额 38 亿元



资料来源：WIND，华金证券研究所

长江证券、广发证券、第一创业、国金证券、天风证券等上市券商也具备股权结构分散、控股股东持股比例不高或无实际控制人的特征。然而，根据《证券法》第四章第 86 条规定“通过证券交易所的证券交易，投资者持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有有一个上市公司已发行的股份达到百分之五时，应当在该事实发生之日起三日内，向国务院证券监督管理机构、证券交易所作出书面报告，通知该上市公司，并予公告；在上述期限内，不得再行买卖该上市公司的股票。”；此后“每增加或者减少百分之五，应当依照前款规定进行报告和公告。”如此规定，很难在不影响二级市场股价的前提下完成收购。

风险提示

并购过程漫长、影响因素较多，本文仅就公开信息进行探讨，具体操作中仍将面临多方面干扰。同时，若股市持续低迷；政策不达预期；行业竞争加剧；监管再度加强；坏账率超预期等风险爆发，证券公司股权或面临贬值风险。

行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

崔晓雁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn