

Ting Sun  
ting.sun@htisec.com

# 投石问路：境内头部券商发展之路

## ——境内外券商发展系列专题（三）

### 投资要点：

- **管中窥豹：头部券商的四条发展路径。**2023年11月，继金融工作会议提出“培育一流投资银行和投资机构”后，证监会也表示“支持头部证券公司通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式做优做强，打造一流的投资银行，发挥服务实体经济主力军和维护金融稳定压舱石的重要作用”。通过观察国内头部券商的发展路径，主要有以下几种：1) 依托集团化优势，全能发展，如中信证券、招商证券；2) 主动寻求扩张，增强业务板块实力，如华泰证券；3) 主动寻求扩张，增强区域实力，如中信证券；4) 被动收购，主要为汇金系股权整合或风险事件后的整合，如国泰君安、申万宏源、中金公司等。
- **中信证券：内生增长+外延并购成就行业龙头。**“熊市并购，牛市再融资”，有效的资源配置手段使公司不断做大做强。在行业低迷时期，中信把握逆周期布局机遇，先后并购万通证券、华夏证券、金通证券、里昂证券、广州证券，以较低成本扩大市场份额，迅速确立行业龙头地位。而在市场整体较为乐观时期，多次通过增发、配股等方式不断扩张自身资本，同时撬动更高杠杆率做大做强公司资本金业务，实现资产规模与利润规模的双重增长。中信依托金控集团优势，全能化发展，核心高管多为元老级，在证券行业拥有丰富经验，同时优秀的公司治理帮助公司穿越周期，终成行业领头羊。
- **华泰证券：先后并购联合证券、Assetmark，补足业务短板。**公司起初是一家典型的区域型券商，业务大多集中在江苏，2004年随着三年综合治理的开启，走上扩张之路，并通过一系列并购整合投行、资管、网点等资源，补足业务短板。此外，公司前瞻性布局互联网金融，加大了IT方面的投入并自主研发移动金融终端，经纪市占连续多年保持行业第一，奠定了财富管理转型的基础。
- **国泰君安：优化业务布局，加速形成金控集团。**国泰君安主要经历过三次收购，包括最初国泰证券与君安证券的合并、后续对上海证券的收购和转让、以及对华安证券的控股和对国联安基金的转让与重新入股（重新入股尚未完成），旨在通过“内涵式发展+外延式扩张”方式，加速形成金控集团。
- **申万宏源：时代推动下，历经两次被动并购。**公司经历两次并购，一次是申银合并万国，是由于万国经营困难导致的兼并；第二次是申银万国和宏源证券合并，由中央汇金主导。申万宏源在合并初期并没有实现“1+1>2”，从原因上来看主要还是由于两家公司业务虽存在一定互补，但并不显著。具体来看：1) 营业部地域分布有一定互补性，但公司内部管理层整合和文化差异明显。2) 两家公司从业务结构上存在一定互补，但经纪业务和两融业务作为零售业务，申万的优势主要体现在品牌价值、业务网点等，而宏源在债券销售、债券自营方面的优势，却很难与申万的优势形成互补。
- **中金公司：收购中投证券，夯实财富管理基础。**中金与中投的合并最初或是为了解决中央汇金“一参一控”的限制。但在整合过程中，中金充分利用中投在零售经纪业务、网点布局等方面的优势，弥补了原本在零售业务方面的短板，并结合自身在投行、机构业务、跨境服务和高净值财富管理领域的优势，打造并统一“中金财富”品牌，实现财富管理业务的全方位快速发展。
- **风险提示：资本市场大幅下跌带来业绩和估值的双重压力；日均交易额、两融等持续低位造成券商收入下滑；股票质押发生风险，券商减值将大幅增加。**

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

## 目 录

|     |                                         |    |
|-----|-----------------------------------------|----|
| 1.  | 中信证券：内生增长+外延并购成就行业龙头 .....              | 6  |
| 1.1 | 多次股权融资做大资产规模 .....                      | 8  |
| 1.2 | 主动收购地方券商，扩展经纪业务版图 .....                 | 9  |
| 1.3 | 参与中信建投组建，持续分享其成长红利 .....                | 10 |
| 2.  | 华泰证券：通过并购补足业务短板 .....                   | 11 |
| 2.1 | 整合华泰联合，投行业务跨越式发展 .....                  | 12 |
| 2.2 | 抓住互联网金融发展机遇 .....                       | 13 |
| 2.3 | 与 AssetMark 强强联合，开拓海外资产配置渠道 .....       | 14 |
| 3.  | 国泰君安：优化业务布局，加速形成金控集团 .....              | 15 |
| 3.1 | 国泰证券合并君安证券：解决君安证券风险问题 .....             | 16 |
| 3.2 | 国泰君安收购上海证券：为上市清障 .....                  | 16 |
| 3.3 | 国泰君安收购华安证券、转让并拟重新入股国联安基金 .....          | 18 |
| 4.  | 申万宏源：时代推动下，历经两次被动并购 .....               | 20 |
| 4.1 | 申银合并万国：因万国经营困难导致的兼并 .....               | 20 |
| 4.2 | 申银万国和宏源证券合并：由中央汇金主导，合并初期未见“1+1>2” ..... | 20 |
| 4.3 | 申万宏源合并效果不及预期：业务存在一定互补，但并不显著 .....       | 22 |
| 5.  | 中金公司：收购中投证券，夯实财富管理基础 .....              | 24 |

## 图目录

|      |                                   |    |
|------|-----------------------------------|----|
| 图 1  | 中信证券资本运作与上证指数关系 .....             | 6  |
| 图 2  | 中信证券股权结构 .....                    | 7  |
| 图 3  | 中信证券资产规模（亿元） .....                | 8  |
| 图 4  | 中信证券 2020-2023 ROE 及杠杆率 .....     | 9  |
| 图 5  | 中信证券 2000-2023 营业收入与净利润（亿元） ..... | 9  |
| 图 6  | 中信证券与金通证券股基交易额（母公司口径、亿元） .....    | 10 |
| 图 7  | 中信证券 A 股交易额市占率变化（合并口径） .....      | 10 |
| 图 8  | 中信证券经纪业务收入（亿元） .....              | 10 |
| 图 9  | 中信建投总资产与净资产变化（亿元） .....           | 11 |
| 图 10 | 中信建投营业收入与净利润（亿元） .....            | 11 |
| 图 11 | 华泰证券发展及并购历程 .....                 | 11 |
| 图 12 | 华泰证券主要财务指标排名 .....                | 12 |
| 图 13 | 华泰证券并购重组收入及排名 .....               | 12 |
| 图 14 | 华泰证券 IPO 发行规模及排名 .....            | 13 |
| 图 15 | 华泰证券再融资发行规模及排名 .....              | 13 |
| 图 16 | 涨乐财富通月活持续领跑（Top10 券商 APP、万） ..... | 13 |
| 图 17 | 华泰证券研发投入及占营业收入比 .....             | 14 |
| 图 18 | 华泰证券信息技术投入金额排名 .....              | 14 |
| 图 19 | 华泰证券佣金率 .....                     | 14 |
| 图 20 | 华泰证券股基交易额及市占率 .....               | 14 |
| 图 21 | Assetamrk 平台资产规模（AoP） .....       | 15 |
| 图 22 | 2013 年国泰君安与上海证券财务指标及对应行业排名 .....  | 17 |
| 图 23 | 国泰君安和上海证券代理买卖证券收入（亿元，含席位租赁） ..... | 17 |
| 图 24 | 华安基金自成立以来公募资产管理规模发展趋势 .....       | 18 |
| 图 25 | 华安基金营业收入及归母净利润稳步提升 .....          | 19 |
| 图 26 | 国联安基金公募资产管理规模及基金数量 .....          | 19 |
| 图 27 | 国联安基金净利润近几年触底回升 .....             | 20 |
| 图 28 | 合并前申银万国和宏源证券均为中央汇金旗下券商 .....      | 21 |
| 图 29 | 申万宏源合并后营业收入跑输行业 .....             | 21 |
| 图 30 | 申万宏源合并后净利润增速跑输行业 .....            | 21 |

|      |                                    |    |
|------|------------------------------------|----|
| 图 31 | 申万宏源合并前后 ROE 与行业平均 ROE 对比 .....    | 22 |
| 图 32 | 申银万国与宏源证券各地区营业部数量（家） .....         | 23 |
| 图 33 | 2013 年申万和宏源营业收入构成.....             | 23 |
| 图 34 | 2014 年申万和宏源营业收入构成.....             | 23 |
| 图 35 | 申万和宏源权益及固收自营规模（亿元） .....           | 23 |
| 图 36 | 申万和宏源融资融券余额（亿元） .....              | 23 |
| 图 37 | 合并后申万宏源资管收入曾大幅增长，2016 年后开始下滑 ..... | 24 |
| 图 38 | 中金公司与中投证券股东结构（收购前） .....           | 25 |
| 图 39 | 中金公司与中投证券股东结构（收购后） .....           | 25 |
| 图 40 | 中投证券与中金公司股基交易额市占率及排名 .....         | 26 |
| 图 41 | 中投证券收入结构 .....                     | 26 |
| 图 42 | 中金公司收入结构 .....                     | 26 |
| 图 43 | 中金公司财富管理客户数量及客户资产规模.....           | 27 |
| 图 44 | 中金公司高净值个人客户数量及客户资产规模.....          | 27 |
| 图 45 | 中金公司财富管理产品保有量及同比增速.....            | 27 |
| 图 46 | 中金公司财富管理业务收入及同比增速.....             | 27 |

## 表目录

|     |                                  |    |
|-----|----------------------------------|----|
| 表 1 | 国内头部券商发展路径及并购事件汇总 .....          | 6  |
| 表 2 | 中信证券核心高管一览 .....                 | 7  |
| 表 3 | 中信证券历年再融资情况 .....                | 8  |
| 表 4 | 国泰君安对证券公司和基金公司的并购与转让事件总结 .....   | 15 |
| 表 5 | 上海证券被收购前后股权结构对比 .....            | 17 |
| 表 6 | 2021 年上海证券增发后股权结构 .....          | 18 |
| 表 7 | 申万宏源合并后业绩排名大多低于 2013 年算术加总 ..... | 22 |
| 表 8 | 中金公司收购中投证券后主要指标排名跃升至第一梯队 .....   | 25 |

2023 年 11 月，继金融工作会议提出“培育一流投资银行和投资机构”后，证监会也表示“支持头部证券公司通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式做优做强，打造一流的投资银行，发挥服务实体经济主力军和维护金融稳定压舱石的重要作用”。通过观察国内头部券商的发展路径，主要有以下几种：1) 依托集团化优势，全能发展，如中信证券、招商证券；2) 主动寻求扩张，增强业务板块实力，如华泰证券；3) 主动寻求扩张，增强区域实力，如中信证券；4) 被动收购，主要为汇金系股权整合或风险事件后的整合，如国泰君安、申万宏源、中金公司等。

表 1 国内头部券商发展路径及并购事件汇总

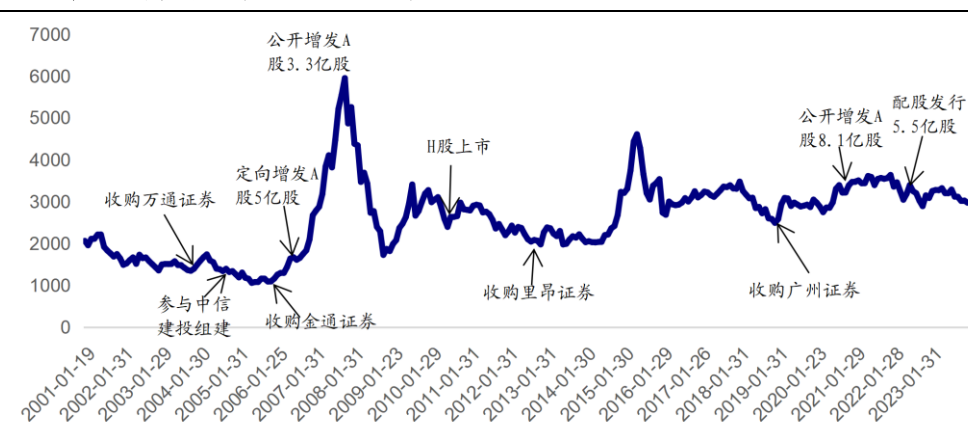
|      | 企业性质   | 实控人/大股东     | 发展路径                      | 主要并购事件                                                               |
|------|--------|-------------|---------------------------|----------------------------------------------------------------------|
| 中信证券 | 中央国有企业 | 中信集团        | 依托金控集团优势，全能化发展，通过并购实现规模扩张 | 2004 年收购万通证券，2006 年收购金通证券，2018 年收购广州证券，2004 年受让华夏证券股权改组中信建投 2010 年剥离 |
| 华泰证券 | 地方国有企业 | 江苏省国资委      | 全能化发展，通过收购增强业务实力          | 2006 年收购联合证券（2011 年进一步整合），2016 年收购 AssetMark                         |
| 国泰君安 | 地方国有企业 | 上海市国资委      | 全能化发展，强强联合扩大规模            | 1999 年国泰证券、君安证券合并，2014 年收购上海证券                                       |
| 招商证券 | 中央国有企业 | 招商局集团有限公司   | 依托金控集团优势，全能化发展            | -                                                                    |
| 申万宏源 | 中央国有企业 | 中央汇金        | 全能化发展，强强联合扩大规模            | 1996 年申银证券、万国证券合并设立申银万国，2015 年申银万国、宏源证券合并设立申万宏源                      |
| 中国银河 | 中央国有企业 | 中央汇金        | 全能化发展                     | -                                                                    |
| 海通证券 | 地方国有企业 | 上海市国资委      | 全能化发展，收购海外券商实现国际化         | 2010 年收购大福证券、2014 年收购恒信金融集团，2015 年收购葡萄牙圣灵投资银行                        |
| 广发证券 | 公众企业   | 无实控人        | 全能化发展                     | -                                                                    |
| 中金公司 | 中央国有企业 | 中央汇金        | 全能化发展，通过并购实现规模扩张          | 2016 年收购中投证券改组为中金财富                                                  |
| 中信建投 | 地方国有企业 | 北京市国资委、中央汇金 | 全能化发展                     | -                                                                    |

资料来源：wind，中信证券《发行股份购买资产暨关联交易预案（修订稿）》，国泰君安招股说明书，华泰证券招股说明书，申万宏源《发行股份吸收合并宏源证券股份有限公司上市公告书》，中金公司招股说明书等，HTI

## 1. 中信证券：内生增长+外延并购成就行业龙头

“熊市并购，牛市再融资”，有效的资源配置手段使公司不断做大做强。在行业低迷时期，公司把握逆周期布局机遇，通过收购兼并等方式，先后并购了万通证券、华夏证券、金通证券、里昂证券、广州证券，以较低成本扩大市场份额，迅速确立行业龙头地位。而在市场整体较为乐观时期，公司亦善于抓住机遇，多次通过增发、配股等方式不断扩张自身资本，同时撬动更高杠杆率做大做强公司资本金业务，实现资产规模与利润规模的双重增长。

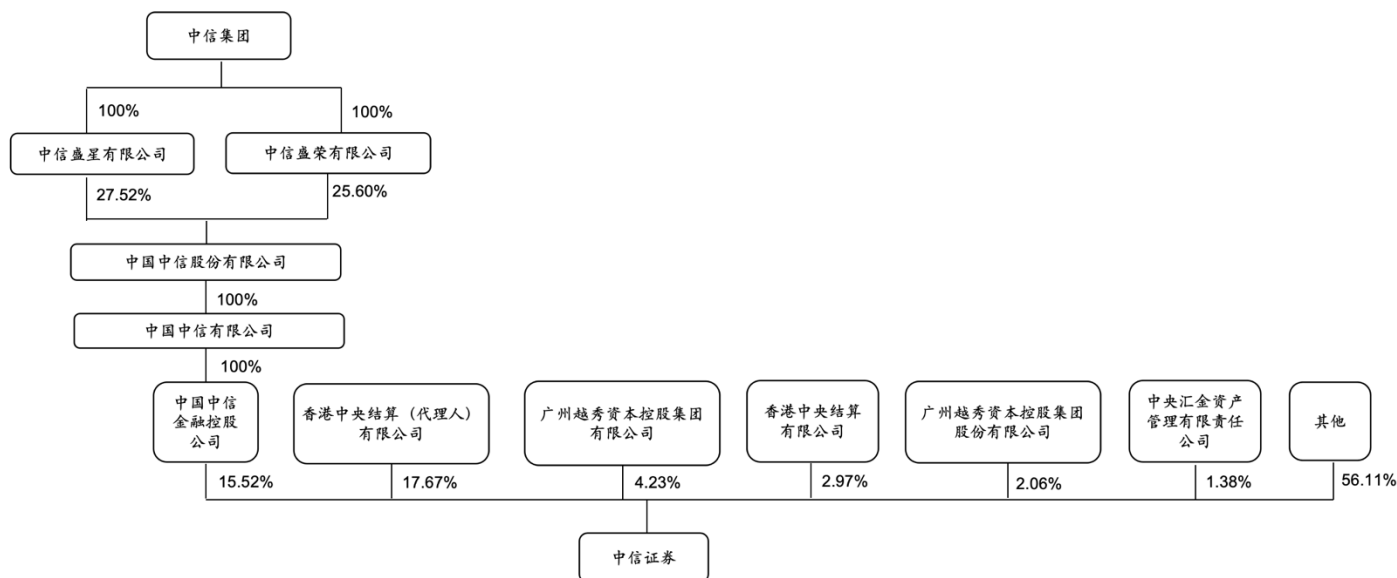
图1 中信证券资本运作与上证指数关系



资料来源：wind，公司并购及再融资相关公告（2003-2022），HTI

**依托金控集团优势，全能化发展。**1995 年成立伊始第一大控股股东为中信集团，2013 年后第一大股东变更为中国中信有限公司。2023 年中信有限、中信股份向中信金控无偿划转合计持有的 18.45% 公司股份，中信金控正式承继公司第一大股东地位。中信金控作为中信集团综合金融服务板块发展的平台和主体，承接旗下中信银行、中信证券、中信信托、中信保诚人寿、中信消费金融等金融子公司牌照和相关资产。依托金控集团大而全的优势，中信证券实现了较好的资源整合、市场共通和战略协同。

图2 中信证券股权结构



资料来源：wind，中信证券 2022 年年报，HTI

**核心高管多为元老级，在证券行业拥有丰富经验。**公司现任董事长张佑君先生，现任总经理杨明辉先生均是在公司创立之初便加入公司，并且在证券行业从业多年，拥有较为丰富的经验。公司其他高管也均深耕金融相关领域多年，具有丰富的管理经验，同时丰富的履历也使得管理层对公司发展的整体环境有较好的把握，更能确定公司正确的前进方向。

表 2 中信证券核心高管一览

| 姓名  | 职位        | 加入时间   | 经历                                                                              |
|-----|-----------|--------|---------------------------------------------------------------------------------|
| 张佑君 | 董事长       | 1995 年 | 公司初创期元老，曾任交易部总经理等职                                                              |
| 杨明辉 | 总经理       | 1995 年 | 曾任董事、襄理、副总经理；现任中信证券执行董事、董事总经理，华夏基金管理有限公司董事长等                                    |
| 史本良 | 财富管理委员会主任 | 2000 年 | 历任公司财务部资产管理业务核算会计主管、联席负责人、行政负责人等职务                                              |
| 王俊峰 | 董事会秘书     | 1999 年 | 曾任公司经纪业务管理部副总经理，总经理办公室业务协调主管                                                    |
| 李同  | 总司库负责人    | 1996 年 | 曾任中国国际信托投资公司，信息中心国际合作处经理，中信国际合作公司开发部经理，公司债券部经理、资金运营部副总经理、证券金融业务线行政负责人、公司财务负责人等职 |
| 张国明 | 首席风险官     | 2010 年 | 曾任河南省高级人民法院副院长、庭长、审判委员，最高人民法院法官                                                 |
| 张皓  | CFO       | 1997 年 | 曾任上海城市建设学院助教，中国建设银行上海市信托投资公司 B 股业务部负责人等职务，现兼任中信证券资管董事、中国金融期货交易所董事会风险委员会委员。      |

资料来源：中信证券 2023 年年报，HTI

**优秀公司治理穿越周期，终成行业领头羊。**中信证券前董事长王东明确立了公司的几项核心准则：资产要保持高流动性，最大限度地降低在不动产、固定资产、长期投资领域的比例；业务要创新，但一定要聚焦在证券业务领域，不盲目进入陌生的领域。经营上以投行为本，确立了市场化经营路线，在券商群体中独树一帜。对让证券公司赚得盆满钵满的“自营”和“委托理财”（挪用客户保证金做投资）业务始终保持谨慎态度。在股权业务方面，施行以客户为中心、全产品覆盖、提高资产配置效率、提升客户服务质量的策略，组织调配公司内外资源，实现向客户提供资本市场全产品服务。加大了对创新业务与产品的开发力度，拓展其他股权类资本中介业务，强化专业分工，提升综合竞争优势，完善风险监控措施和流程。在投行业务方面，加强了内控基础体系建设，丰富产品和渠道，挖掘客户债券和结构融资需求，注重产品和服务创新。中信证券的投行保荐和承销市场份额得以稳步提高。融资业务则坚持高端路线的“大项目战略”。为了给公司融资业务树立口碑和专业化的形象，着力对大企业和大项目进行重点攻关，投入资源与头部券商争夺高端客户。为了吸引和留住人才，中信证券制定了同行业最高的员工薪酬和激励标准。优秀的公司治理使得中信证券得以穿越周期，在万国证券、君安证券、南方证券与华夏证券等昔日行业龙头逐渐遭遇重创后，中信证券最终大浪淘金，在国内资本市场的多次牛熊转换过程中逐渐站稳了行业龙头地位。

### 1.1 多次股权融资做大资产规模

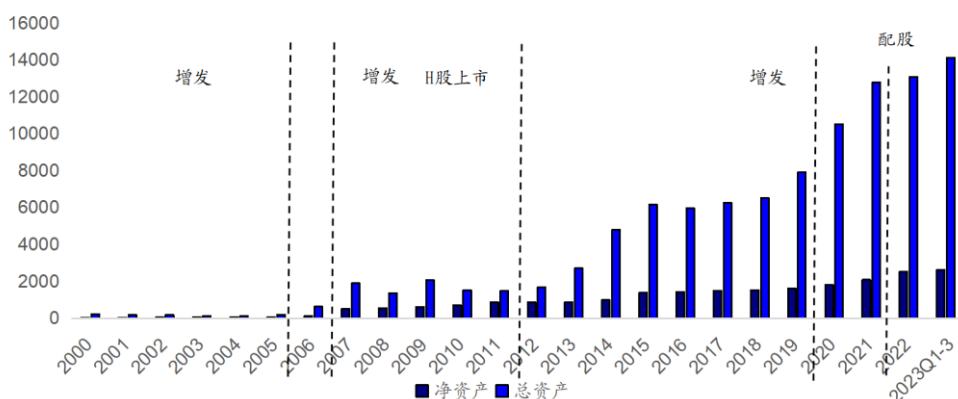
**四次再融资+港股上市，资产规模快速扩张。**自 2003 年 A 股上市以来，中信证券进行了四次再融资，每次再融资完成后公司净资产规模均有所抬升：2006 年、2007 年分别定向增发 5 亿股、3 亿股，分别募集资金 46 亿元、250 亿元，用于补充公司营运资金，扩大业务规模；2020 为收购广州证券，向越秀资本增发募集资金 135 亿元；2022 年，公司配股募集资金 224 亿元，进一步提升了资本实力。此外，2011 年公司在香港联交所上市，净资本由 700 亿元提升至超 850 亿元。公司通过 5 次资本运作，资本规模快速提升，在行业重资本业务占比不断提升的背景下提前布局，快速夯实了行业龙头地位。

表 3 中信证券历年再融资情况

| 上市时间            | 发行方式  | 规模（亿元） | 资金用途                                  |
|-----------------|-------|--------|---------------------------------------|
| 2006 年 6 月 27 日 | 增发    | 46     | 全部用于补充公司营运资金                          |
| 2007 年 9 月 4 日  | 增发    | 250    | 增加公司资本金，增加公司实力，扩展相关业务                 |
| 2011 年 10 月 6 日 | H 股上市 | 115    | 海外扩张、补充公司资本金                          |
| 2020 年 3 月 11 日 | 增发    | 135    | 收购广州证券，新增主要股东越秀资本                     |
| 2022 年 2 月 15 日 | 配股    | 224    | 发展资本中介业务，增加对子公司的投入、加强信息系统建设以及补充其他运营资金 |

资料来源：中信证券 2022 年年报，HTI

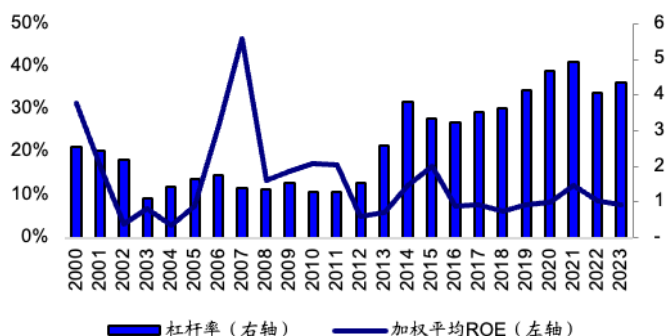
图3 中信证券资产规模（亿元）



资料来源：wind，中信证券 2022 年年报，HTI

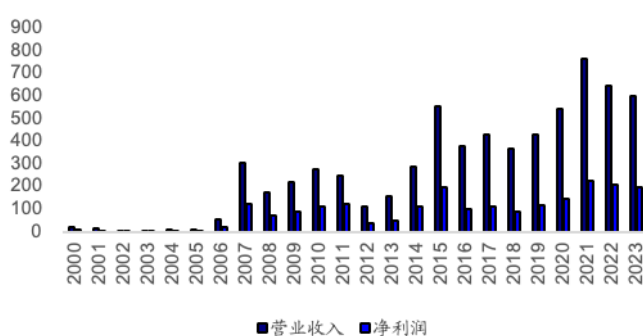
伴随着资产规模的扩张，中信证券盈利能力不断增强。2012 年创新大会以后，券商 ROE 更多的开始由重资本型业务驱动，随着公司几次适时的并购及资本扩张，公司 ROE 中枢虽较 2012 年前有所下滑，但基本稳定在 10%左右，远高于行业平均水平，各项财务指标也稳居行业首位。2020-2022 年间，中信证券营业收入分别为 544 亿，765 亿，651 亿元，领先第二名 162 亿，333 亿，296 亿元；净利润分别为 149 亿，231 亿，213 亿元，领先第二名 38 亿，83 亿，98 亿元，在行业中具有绝对优势。

图4 中信证券 2020-2023 ROE 及杠杆率



资料来源：wind，HTI

图5 中信证券 2000-2023 营业收入与净利润（亿元）

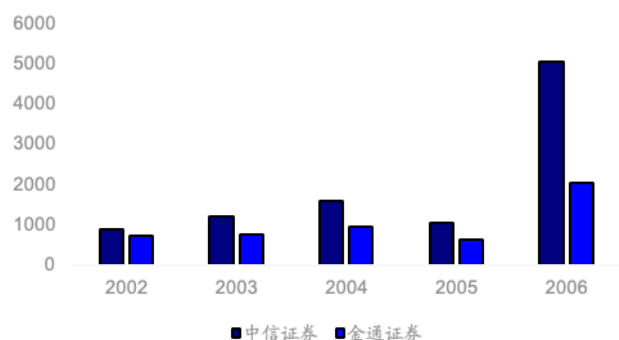


资料来源：wind，HTI

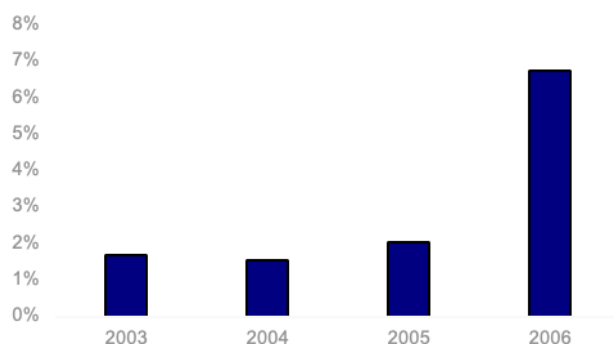
## 1.2 主动收购地方券商，扩展经纪业务版图

**收购万通证券，扩充山东版图，提升经纪业务市占率。**2001 年下半年开始，中国证券行业在由牛转熊的过程中经历漫长的阵痛期，中信证券战略性趁着行业低迷逆市扩张。2002 年，中信证券启动大网络战略，以沿海为核心，重点增加东南沿海北京-山东-江苏-上海-浙江-福建-广东一线营业网点。山东成为收购的第一站，标的是万通证券。2003 年，中信证券召开股东大会，审议通过收购万通证券方式变更议案，将原定的以首发募集资金参与增资扩股的方式，改为收购青岛市财政局及其他万通股东持有的股份。通过收购青岛市财政局、青岛市弘诚信托投资有限责任公司所持有的万通证券 30.78%和 1.36%的股权，中信共计持有万通证券 32.14%的股权。2004 年，中信万通证券在青岛正式揭牌，截至当时中信证券通过收购存量股获得了 40.29%的股权，通过增发方式获得了 26.75%的股权，共持有万通证券 67.04%的股份。通过收购万通证券，中信证券扩大了自身的营业网络。2003 年，中信证券在山东地区仅有 4 家营业部，到 2004 年就跃升到 18 家，而在山东省外，上海、北京、深圳三家营业部也划归中信证券母公司。

**收购金通证券，加码布局浙江市场，进一步扩大经纪市占率。**2005 年 11 月，中信证券受让浙江省国际信托投资公司等九家公司持有的金通股权，中信证券董事会通过《关于收购金通证券股份有限公司的议案》，决定收购金通证券股份有限公司的所有股权，收购总金额近 8 亿元，主要由债务清偿价款和股份转让价款构成。2006 年，中国证监会核准中信证券受让海南养生堂所持有的金通证券股权，至此，中信证券持有金通证券股份有限公司 8.85 亿股，金通证券成为中信证券下属的全资子公司。金通证券是当时浙江省规模最大的券商，依托浙江省的经济地位，有望成为中信在长三角的重要平台。在收购金通证券后，中信证券实际拥有的营业网点也已经超过 200 家，大网络战略、沿海战略进一步推进，为公司经纪业务发展打下良好的基础。完成并表后，中信证券经纪业务规模快速扩张，A 股股票交易额市占率从 2005 年的 2.04%跨越式提升至 2006 年的 6.75%，在市占率提升和市场交易额快速放大的背景下，公司经纪业务收入从 3 亿元快速提升至 26 亿元。

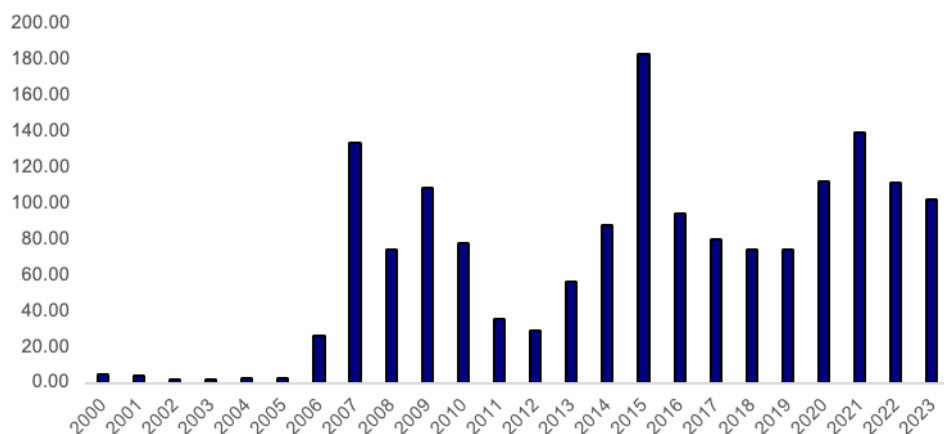
**图6 中信证券与金通证券股基交易额（母公司口径、亿元）**


资料来源：Wind, HTI

**图7 中信证券 A 股交易额市占率变化（合并口径）**


资料来源：中信证券公司年报（2003-2006），HTI

**收购广州证券，分享粤港澳大湾区发展红利。**2018 年 12 月，中信证券宣布将通过发行股份购买广州证券 100% 的股权，并于 2020 年初顺利完成收购并表。中信证券收购广州证券有着两点重要的现实意义。一是营业版图的大幅扩大。广州证券共有 136 家营业部，多分布在华南地区，从营业部数量上看，广东省有 32 家，其中广州市有 17 家。中信证券共有 218 家营业部，广东省有 26 家，广州市仅 6 家。本次交易可一次性取得广州证券的营业网点，可大幅减少时间成本和运营成本，快速提升中信证券在广东省的营业网点数量、客户渠道，有助于提升公司在广东省的市场份额。二是客户资源的优势互补。广州证券扎根于广东省，有着明显的区域客户资源。本次交易之后，中信证券可以获取广州证券的在广东省的全量客户资源，并可以充分利用广东省在华南地区的核心经济地位向周边辐射，分享粤港澳大湾区的发展红利。

**图8 中信证券经纪业务收入（亿元）**


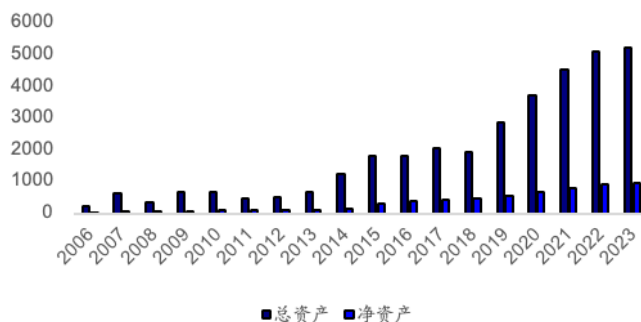
资料来源：wind, HTI

### 1.3 参与中信建投组建，持续分享其成长红利

**华夏证券由于违规操作而陷入破产危机。**为了挽救华夏证券，处于行业领先的中信证券受到了北京政府的指示，参与华夏证券的重组工作。2005 年 8 月，中信证券联手建银投资组建中信建投证券和建投中信资产管理公司。中信建投证券注册资本为 27 亿元，中信证券出资 16.2 亿元，占其 60% 股份，受让华夏证券现有的全部证券业务及相关资产。建投中信注册资本 19 亿元，中信出资 5.7 亿元持股 30%，受让华夏证券现有的非证券类资产；建银投资出资 24.1 亿元，接手华夏证券 41.6 亿元的不良资产。

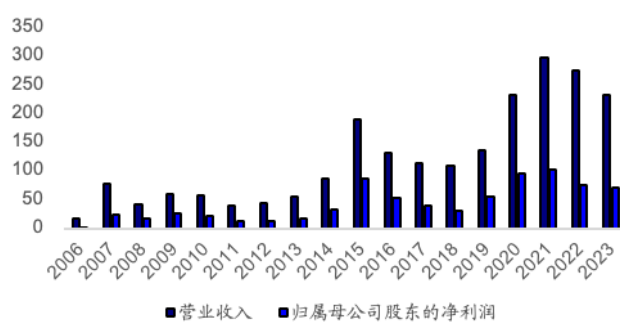
“一参一控”政策新规致使中信证券与中信建投分家。2010年，由于“一参一控”的政策规定限制，中信证券无法继续控股中信建投，因此中信证券挂牌转让其持有的中信建投股权。其中，北京国有资本经营管理中心（北京国管中心）摘牌受让中信建投45%的股权，世纪金源摘牌受让8%的股权。此外，中国建银则以无偿划转方式向中央汇金转让其所持中信建投40%的股权。自此，中信建投首次易主，并正式与中信证券分家，成为了一家独立运作的大型券商。多次减持中信建投的股份，使得中信证券获得了巨大的资本投资利得。当前中信证券仍持有中信建投4.94%的股权，能够持续分享中信建投快速成长的红利。

图9 中信建投总资产与净资产变化（亿元）



资料来源：wind，HTI

图10 中信建投营业收入与净利润（亿元）

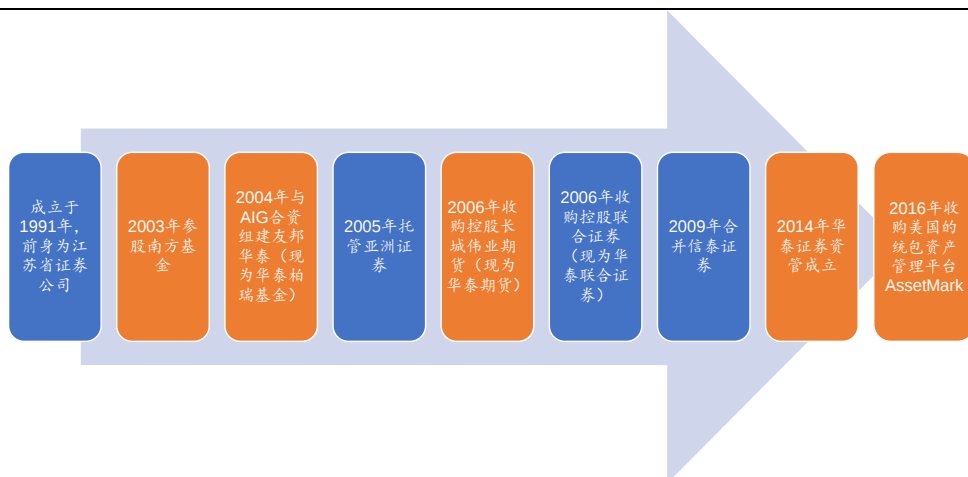


资料来源：wind，HTI

## 2. 华泰证券：通过并购补足业务短板

领先的科技驱动型综合证券集团，通过一系列并购补足公司业务短板。华泰证券成立于1991年，前身为江苏省证券公司。2004年以前，华泰证券是一家典型的区域型券商，业务大多集中在江苏，直至2004年前后，随着证券业三年综合治理开启，华泰证券开始走上扩张之路。2003年华泰证券参股南方基金，2004年与AIG（美国国际集团）合资组建友邦华泰（现为华泰柏瑞基金），2005年托管亚洲证券，2006年收购控股联合证券（现为华泰联合证券）、收购控股长城伟业期货（现为华泰期货）、成立华泰金控（香港）、参股江苏银行，2009年合并信泰证券，2014年华泰证券资管成立，2016年收购美国领先的统包资产管理平台 AssetMark。公司通过一系列并购整合投行、资管、网点等资源，补足业务短板，并在业内率先以金融科技助力转型，综合实力大幅提升。

图11 华泰证券发展及并购历程

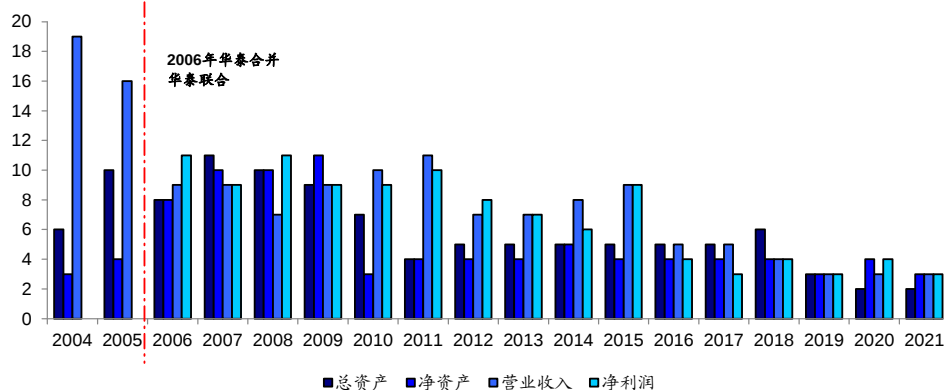


资料来源：华泰证券公司官网，华泰证券招股说明书，HTI

## 2.1 整合华泰联合，投行业务跨越式发展

**两步走整合华泰联合，投行业务跨越式发展。**2005 年华泰证券与联合证券营业收入分别排名行业第 15 及 16 位，净利润均未进入行业前 20。2006 年，华泰证券并购联合证券后，综合实力从行业十几名跃升至一梯队，营业收入及净利润分别排名行业第 9 及第 11 位。在初步整合并更名联合证券为华泰联合证券后，2011 年，华泰证券与华泰联合进一步整合，将华泰联合定位为专门的投行子公司，华泰证券的投行业务剥离到华泰联合，华泰联合的其它业务全部整合到总部。

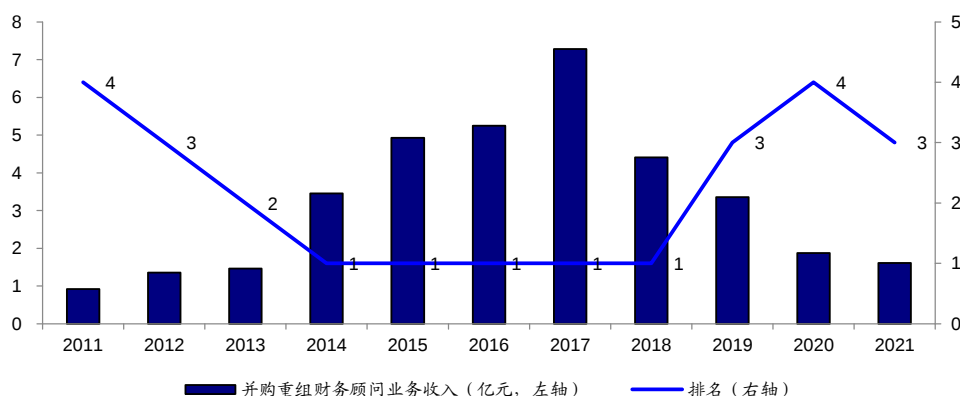
图12 华泰证券主要财务指标排名



资料来源：Wind，中国证券业协会，HTI

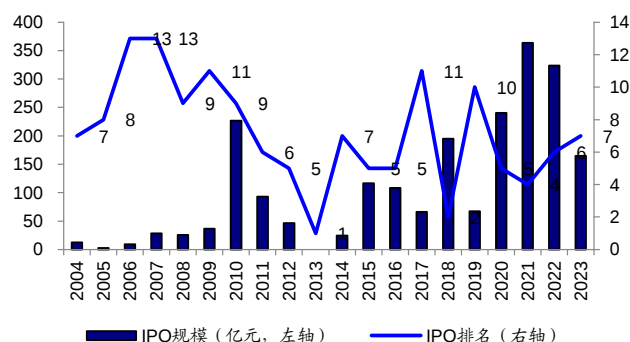
**新组建的华泰联合证券成为华泰证券的“金字招牌”。**聚焦于投行业务的华泰联合证券因为更专注而更专业，在业内拥有良好口碑，IPO、再融资、债券、财务顾问等业务“四面开花”，尤其是并购重组业务领先于同业。2011 年，借助原联合证券投行团队的优势，并购重组财务顾问业务净收入排名从第 11 名跃升至第 4 名，并在 2014 年后连续 5 年排名行业第一，并在随后多年保持行业前列。在股权融资方面，华泰联合证券也完成了多个明星项目，包括科创板首家注册企业华兴源创、创业板医疗器械第一股迈瑞医疗上市、科创板明星企业澜起科技、闻泰科技上市、顺丰控股借壳上市，以及三六零、药明康德等优质中概股回归。据 Wind 数据，2011-2023 年，华泰证券 IPO 合计承销 1810 亿元，年均发行规模 139 亿元，较 2004-2010 年的年均发行规模 49 亿元提升约两倍，排名基本稳定在前 10；再融资方面，2011-2023 年合计承销 9331 亿元，年均规模 718 亿元，较 2004-2010 年的年均 69 亿元，增长近十倍。

图13 华泰证券并购重组收入及排名



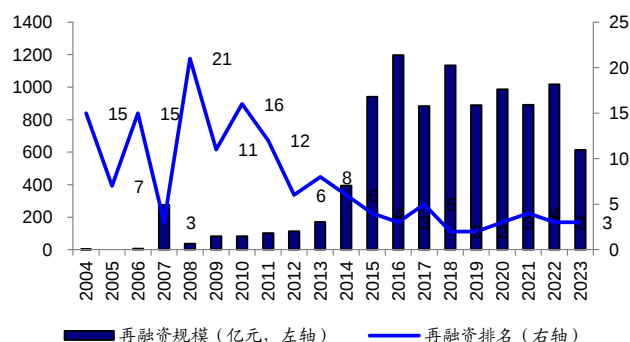
资料来源：Wind，中国证券业协会，HTI

图14 华泰证券 IPO 发行规模及排名



资料来源：Wind，HTI

图15 华泰证券再融资发行规模及排名

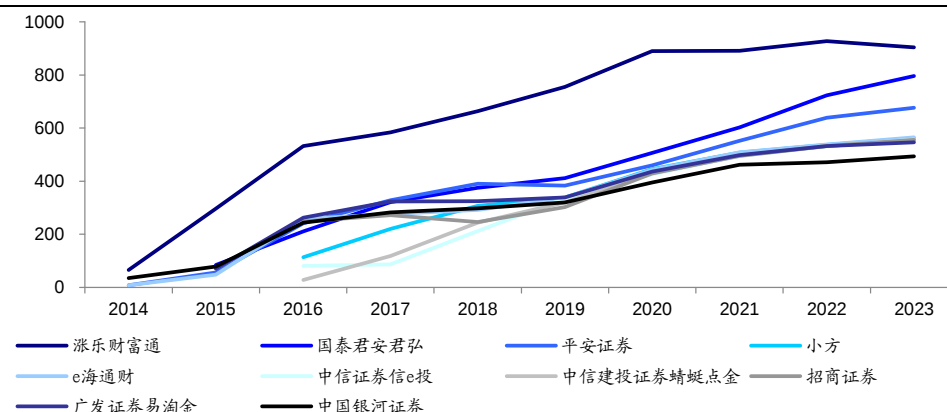


资料来源：Wind，HTI

## 2.2 抓住互联网金融发展机遇

**前瞻性布局互联网金融，自主研发移动金融终端。**基于对移动互联网发展趋势的前瞻性判断，华泰于2009年制定了业务全面互联网化的战略目标，并推出了“涨乐”移动理财终端，率先布局移动互联网。2014年推出的新一代移动财富管理终端“涨乐财富通”，成为移动金融确立先发优势的重要一步。“涨乐财富通”通过不断优化升级，已迭代至8.0版本，活跃用户数持续领跑券商APP，多项智能服务与产品创新引领行业，形成了智能化、数据化、精准化和专业化特征鲜明的移动金融服务体系，并成为公司获取零售客户和归集客户资产的核心载体。据易观数据，2023年涨乐财富通平均月活904万，2014年以来复合增速达34%，连续排名行业第一。

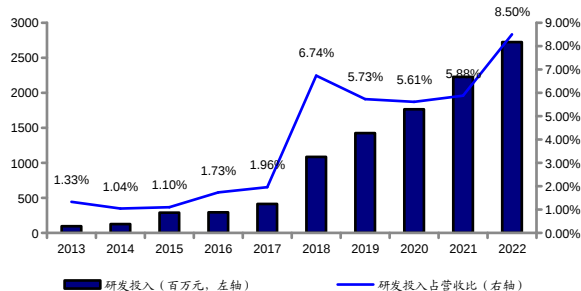
图16 涨乐财富通月活持续领跑（Top10 券商 APP、万）



资料来源：易观，Wind，HTI 注：2023年数据截至2023年11月

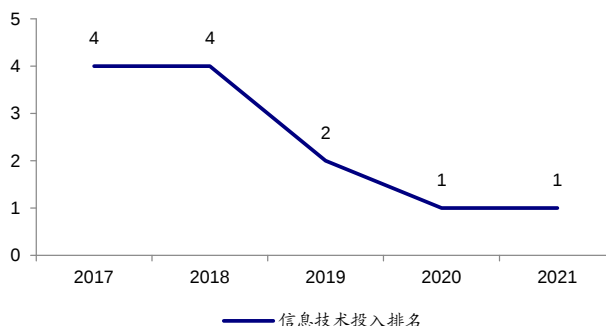
**前瞻性加大了IT方面的投入，抓住互联网发展机遇。**公司一直以来重视信息技术方面的投入，多年来通过自主研发积累形成的技术底蕴和人才队伍，为公司打造平台化、体系化的竞争优势奠定了坚实基础。在财富管理领域，发布“涨乐财富通8.0”，通过多元内容的个性化、精细化运营，持续打造千人千面的财富管理平台；在机构服务领域，自主研发数字化平台“行知”；业务平台方面，推进FICC大象交易平台、分布式极速交易平台的建设，打造信用分析管理系统（CAMS系统）、融券通4.0等平台。中后台构建一体化数智中台3.0，以及睿思投研平台。2013-2022年，公司累计研发投入达104亿元，信息技术投入金额在同业中排名居前，并不断提升。

图17 华泰证券研发投入及占营业收入比



资料来源：华泰证券年报（2013-2022），HTI

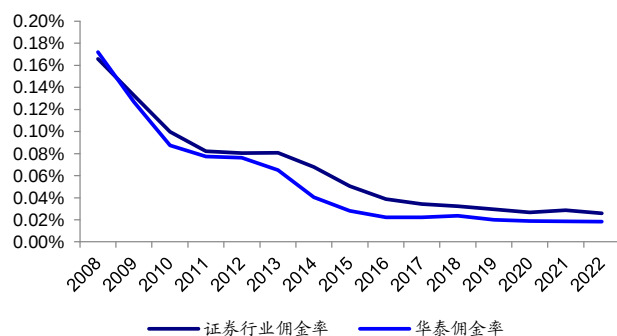
图18 华泰证券信息技术投入金额排名



资料来源：中国证券业协会，HTI

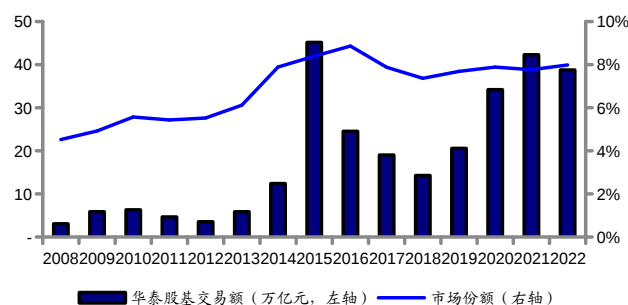
**坚定互联网金融战略，经纪业务行业龙头地位稳固。**自公司 2009 年确定业务互联网化的战略目标后，公司一直保持人员、网点精简的运营模式，并推动经纪业务线上化。随着互联网金融应用水平和线上开户业务的普及程度不断加深，证券行业佣金率一直处于下滑趋势，公司 2013 年率先开始佣金改革，佣金率始终低于行业平均，而经纪市占不断攀升，由 2008 年的 4.52% 持续提升至 2016 年的 8.86%，排名已连续多年保持行业第一。

图19 华泰证券佣金率



资料来源：wind，中国证券业协会，HTI

图20 华泰证券股基交易额及市占率

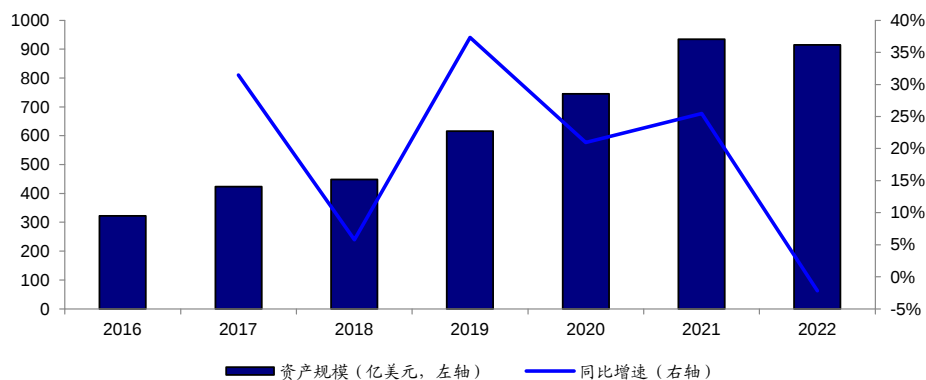


资料来源：wind，中国证券业协会，HTI

## 2.3 与 AssetMark 强强联合，开拓海外资产配置渠道

**积极布局经纪转型业务，通过收购 AssetMark 推进财富管理转型的进程。**华泰证券于 2016 年完成对 Assetmark 的收购，并于 2019 年 7 月推动 Assetamark 在纽交所挂牌上市。AssetMark 是美国一家领先的统包资产管理项目平台（TAMP），公司作为第三方金融服务机构，为投资顾问提供投资策略及资产组合管理、客户关系管理、资产托管等一系列服务和先进便捷的技术平台。2021 年 7 月，AssetMark 完成对 Voyant 的收购，进一步优化技术平台及运营环境，保持在统包资产管理平台领域的领先地位。2022 年 12 月，AssetMark 完成对 Adhesion Wealth 的收购，持续打造领先的业务模式和先进的技术平台。截至 2022 年，AssetMark 平台资产总规模 915 亿美元，2016 年以来复合增速达 19%，总计服务 9297 名独立投资顾问，其中管理 500 万美元以上资产规模的活跃投资顾问 2882 名。市占率位居美国 TAMP 行业第三。

图21 Assetmark 平台资产规模 (AoP)



资料来源：华泰证券年报（2016-2022），HTI

**助力华泰证券发展国际业务，为公司的财富管理转型赋能。**华泰证券对 Assetmark 的收购有几个层面的意义：1) 助力华泰实现国际化的战略布局。公司可以通过 AssetMark 的平台更加顺利地进入美国资产管理市场，发展国际业务，拓宽收入来源，同时也将为 AssetMark 打通进入中国市场的渠道。2) 有助于华泰借助 AssetMark 在美国积累的优秀投资经验以及投资组合专长进一步提高自身投资管理能力，学习 AssetMark 投资服务顾问的成型经验为客户提供更专业的投资服务以及技术解决方案。华泰证券作为业内率先以金融科技助力转型的券商之一，经纪市占率已连续多年排名行业第一，在财富管理方面也较早布局。Assetmark 有助于公司借鉴其先进的投顾服务经验，进一步赋能财富管理转型，促进公司投资顾问向“买方投顾”转型。同时一体化的技术平台也有利于加速公司财富管理体系和技术体系建设。

### 3. 国泰君安：优化业务布局，加速形成金控集团

国泰君安发展过程中主要经历过三次收购，包括最初国泰证券与君安证券的合并、后续对上海证券的收购和转让、以及对华安证券的控股和对国联安基金的转让与重新入股。公司由最初的国泰证券和君安证券合并而来。后续对上海证券、华安基金和国联安基金整合的大背景是上海金融国资改革的开启，核心目的在于将金融国企做大做强。在这次改革中，国泰君安旨在通过“内涵式发展+外延式扩张”方式，加速形成金控集团。

表 4 国泰君安对证券公司和基金公司的并购与转让事件总结

| 类型          | 时间          | 事件                                          | 目的                                                                                  |
|-------------|-------------|---------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| 对证券公司的收购与转让 | 1999 年 8 月  | 国泰证券合并君安证券成立国泰君安证券                          | 君安证券被安排与“国字号”国泰证券合并                                                                 |
|             | 2014 年 7 月  | 国泰君安以 35.71 亿元从上海国际集团收购其持有的上海证券 51% 股权      | 为排除“一参一控”问题实现上市进行的收购                                                                |
|             | 2016 年 3 月  | 国泰君安以 4.06 亿元转让海际证券 66.67% 股权               | 应监管要求解决同业竞争问题而交出控制权                                                                 |
|             | 2021 年 2 月  | 国泰君安对上海证券的持股比例降至 24.99%                     |                                                                                     |
| 对基金公司的收购与转让 | 2014 年 4 月  | 国泰君安全资子公司国泰君安创新投资拟从上海电气集团受让其持有的华安基金 20% 股权  | 优化资产管理业务布局；由于当时国泰君安证券依旧控股国联安基金，受制于“一参一控”的要求，该笔交易一直未进入最终支付阶段                         |
|             | 2017 年 10 月 | 国泰君安全资子公司国泰君安创新投资成功从上海电气集团收购其持有的华安基金 20% 股权 | 补齐大资管领域尤其是公募基金业务布局短板                                                                |
|             | 2021 年 6 月  | 国泰君安受让上海锦江国际投资持有的华安基金 8% 股权                 |                                                                                     |
|             | 2022 年 6 月  | 国泰君安以 18.12 亿元从国投资管购得华安基金 15% 股权。           |                                                                                     |
|             | 2022 年 11 月 | 国泰君安以 10.12 亿元从上海工业集团购得华安基金 8% 股权。          |                                                                                     |
|             | 2023 年 10 月 | 国泰君安拟收购安联集团所持国联安 49% 的股权                    | 在“一参一控”的要求下，国泰君安将国联安基金的 51% 股权以 10.45 亿元转让给太保资产。公募新规后，若能成功受让国联安 49% 的股权，将实现“一参一控一牌” |

资料来源：中国证券网，时代财经百家号，界面新闻百家号，新浪财经，上海金融监督管理局，澎湃新闻，《国泰君安证券股份有限公司关于挂牌转让海际证券有限责任公司股权的公告》，《国泰君安证券股份有限公司关于受让华安基金管理有限公司部分股权暨关联交易进展情况的公告》，《国泰君安证券股份有限公司关于受让华安基金管理有限公司部分股权进展情况的公告》，HTI

### 3.1 国泰证券合并君安证券：解决君安证券风险问题

君安证券于 1992 年 10 月在深圳成立，注册资本 5000 万人民币。

- 1993 年至 1998 年间，君安证券曾为 100 多家企业承担 A 股、B 股上市及配股业务，筹资总额近 300 亿元人民币。
- 公司在全国有 60 多家证券营业部，其交易量一直居深圳证券交易第一、二位，居上海证券交易所前六名之列，其国债交易量也居全国前十名。
- 1995 年公司设立我国证券行业首家正式运作的证券研究所。
- 到 1997 年底，君安证券增资扩股到 7 亿元，总资产达 175 亿元，利润 7.1 亿元，位列全国第一。
- 短短几年君安证券就从最早的证券发行部，转变成由投资银行、资产管理部、风险投资、研究所、控股公司五足鼎立的证券公司，并在国际业务领域积极探索。

**国泰证券合并君安证券，后控股逐步地方化。**君安证券被安排与上海的一家“国字号”证券公司国泰证券合并为国泰君安。国泰证券于 1992 年 10 月成立，由建设银行牵头组建，是当时成立的三家全国性证券公司之一，首任董事长是来自建设银行的周汉荣。我们认为，国泰证券的成立对于打破金融区域分割、促进全国性证券市场发展发挥了积极作用。1994 年 1 月，曾任中国人民银行金融管理司司长且当年亲自审批设立三大证券公司的金建栋出任公司董事长。受行政力量主导，1999 年 8 月 18 日，国泰与君安合并新设为国泰君安证券，原国泰董事长金建栋与新任君安董事长姚刚分任新公司董事长与总裁。合并后的国泰君安证券注册资本达 37.3 亿元，总资产 300 亿元，成为当时国内最大的证券公司。当时新进股东多数为上海本地企业，后由地方政府安排，逐渐集中于上海市国资经营有限公司。新公司的第一大股东上海市政府持股比例约为 16%，第二大股东深圳市政府持股比例 16%。2001 年，国泰君安第一大股东上海市财政局将其股份划拨给上海市国有资产经营有限公司，同年底上海市国资公司向其他股东收购股权，将其持股从 16% 增持为 33%。

**经过 30 多年的发展，国泰君安各项经营指标排名行业前列。**1999 年至 2009 年的十年间，国泰君安通过资产重组、增资扩股等方式，在逐步消化了不良资产后开始快速发展。公司净利润从 2002 年的行业第 17 位、2004 年的第 9 位、2006 年的第 5 位，上升至 2007 年的第 2；净资本在 2007 年达到行业第 3 位。过去 10 多年来，公司许多经营指标都处行业领先地位。2023 年国泰君安实现营业收入 361 亿元，行业排名第 3，归母净利润 94 亿元，行业排名第 3。截至 2023 年末公司总资产达 9254 亿元，行业排名第 2，归母净资产达 1670 亿元，行业排名第 3。

### 3.2 国泰君安收购上海证券：为上市清障

**国泰君安收购上海证券为上市清障。**2014 年，国泰君安在 A 股上市前面临“一参一控”<sup>1</sup>问题，其控股股东上海国际集团同时控股两家券商：持有国泰君安 46.74% 的股权并直接控股上海证券 66.67% 的股权。为解决“一参一控”问题，2014 年 7 月，在上海市金融办推动和上海国际集团主导下，上海国际集团以 35.71 亿元向国泰君安转让上海证券 51% 股权。

<sup>1</sup> 所谓“一参一控”，是指中国证监会 2008 年 2 月发布的《关于证券公司控制关系的认定标准及相关指导意见》规定，“同一单位、个人，或者受同一单位、个人实际控制的多家单位、个人，参股证券公司的数量不得超过两家，其中控制证券公司的数量不得超过一家”。不符合“一参一控”规定的证券公司不得上市。

表 5 上海证券被收购前后股权结构对比

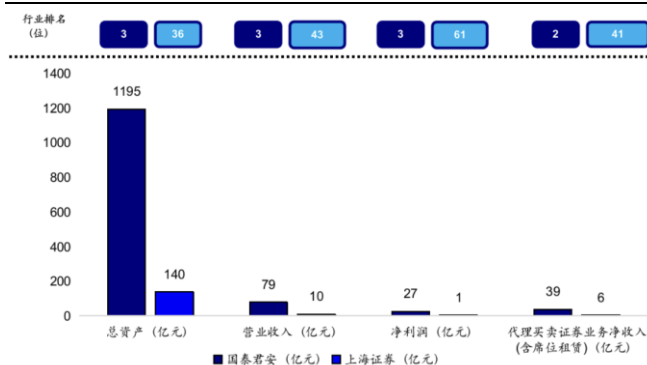
| 上海证券被收购前股东结构 - 2013 年 |           |         | 上海证券被收购后前股东结构 - 2014-2020 年 |           |         |
|-----------------------|-----------|---------|-----------------------------|-----------|---------|
| 股东名称                  | 持股数量 (亿股) | 占总股本比例% | 股东名称                        | 持股数量 (亿股) | 占总股本比例% |
| 上海国际信托                | 17.40     | 66.67   | 国泰君安证券股份                    | 13.31     | 51.00   |
| 上海国际集团                | 8.70      | 33.33   | 上海国际信托                      | 8.70      | 33.33   |
| 合计                    | 26.10     | 100.00  | 上海国际集团                      | 4.09      | 15.67   |
|                       |           |         | 合计                          | 26.10     | 100.00  |

资料来源：WIND，HTI

注：2013 年-2015 年，上海国际集团持有上海国际信托 66.33% 的股权

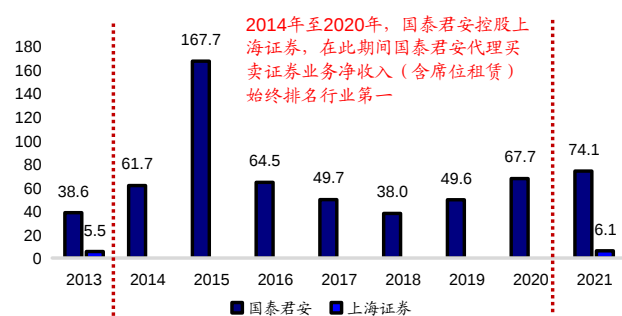
**国泰君安收购上海证券后证券经纪业务收入排名行业第一。**上海证券为区域型中小型证券公司，和国泰君安相比实力相差较为悬殊。根据中国证券业协会数据，2013 年收购前，国泰君安总资产 1195 亿元，为上海证券的 8.5x，营业收入 79 亿元，为上海证券的 8x，净利润 27 亿元，为上海证券的 27x，国泰君安多项指标长年稳居行业前三。收购上海证券后，国泰君安的综合实力有一定上升。业务方面，主要体现在证券经纪业务上。上海证券以证券经纪业务见长，作为上海本土券商，在经济最发达的江浙沪地区的证券经纪业务上存在一定优势。2013 年，国泰君安代理买卖证券业务收入（含席位租赁）39 亿元，行业排名第 2，上海证券该业务收入 6 亿元，行业排名第 41，两者合并收入 44 亿元，超过当年排名首位的银河证券。收购后，2014-2019 年，国泰君安代理买卖证券业务收入（含席位租赁）始终位居行业第一。

图22 2013 年国泰君安与上海证券财务指标及对应行业排名



资料来源：Wind，HTI

图23 国泰君安和上海证券代理买卖证券收入（亿元，含席位租赁）



资料来源：中国证券业协会，HTI

注：2014 年-2020 年，国泰君安控股上海证券，后者纳入前者合并报表

**国泰君安交出上海证券控制权解决同业竞争问题。**按照监管要求，国泰君安控股上海证券后必须在五年之内解决两家公司的同业竞争问题。对此，国泰君安分两步走：1) 2016 年 3 月，国泰君安通过上海联合产权交易所公开挂牌转让了海际证券<sup>2</sup> 66.67% 股权，解决了与海际证券在保荐业务上的同业竞争问题。2) 上海证券增资扩股引入百联集团作为控股股东。2021 年 2 月，上海证券新增注册资本 27.17 亿元，由百联集团和上海城投分别认缴 26.63 亿元和 0.53 亿元新增注册资本。增资完成后，百联集团对上海证券的持股比例为 50%，国泰君安对上海证券的持股比例由增资前的 51% 降低至 24.99%，上海证券不再纳入国泰君安合并报表范围，同业竞争问题得以彻底解决。

<sup>2</sup> 海际证券：海际证券原系上海证券与大和证券资本市场株式会社合资创建，后者在合约到期后没再续约而退出，海际证券成为上海证券全资子公司。

表 6 2021 年上海证券增发后股权结构

| 股东名称       | 持股数量 (亿股) | 占总股本比例% |
|------------|-----------|---------|
| 百联集团       | 26.63     | 50.00   |
| 国泰君安证券     | 13.31     | 24.99   |
| 上海上国投资资产管理 | 8.70      | 16.33   |
| 上海国际集团     | 4.09      | 7.68    |
| 上海城投(集团)   | 0.53      | 1.00    |
| 合 计        | 53.27     | 100.00  |

资料来源：WIND，HTI

### 3.3 国泰君安收购华安证券、转让并拟重新入股国联安基金

**国泰君安历时数年控股并表华安基金。**作为上海金融国资整合的一环，国泰君安收购华安基金股份的安排从 2014 年便已开始，但受制于“一参一控”的要求，该笔交易一直未进入最终支付阶段。直至 2017 年 10 月，上海电气（集团）总公司将其持有的华安基金 20% 股权转让给国泰君安安全子公司国泰君安创新投资（后者于 2018 年底将所持华安基金股份转让于国泰君安证券）。2021 年 6 月，国泰君安受让上海锦江国际投资管理持有的华安基金 8% 股权。2022 年 6 月和 11 月国泰君安分别以 18.12 亿元和 10.12 亿元从上国投资管、上海工业集团购得华安基金 15%、8% 股权。至此国泰君安证券持有华安基金 51% 股权，控股并表华安基金。

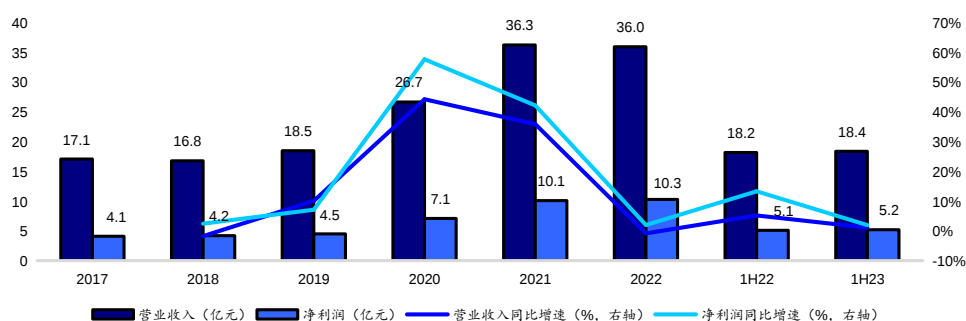
**控股华安基金有助于增厚公司业绩。**华安基金成立于 1998 年 6 月，是中国证监会批准设立的首批基金管理公司之一。2007 年，华安基金资产规模突破千亿元。2015 年起，华安基金凭借公募行业规模快速攀升的第二个行业节点，整体资管规模同比增长超 80% 达到 1549 亿元。2018 年，在国泰君安证券正式成为华安基金大股东后，华安基金开启第三次增长，同年资管规模同比+53.7%至 2700 亿。截至 2023 年 9 月 30 日，华安基金的管理规模约为 5841 亿元，位列公募基金排名第 16 位。过去 10 年，华安基金营利稳步提升。2023 年上半年，华安基金实现营业收入 18.4 亿元，同比+1.1%；实现净利润 5.2 亿元，同比+2.0%。受华安基金纳入合并范围影响，2023 年上半年，国泰君安资管业务手续费净收入同比+255.9%，华安基金对国泰君安营收和净利润的贡献分别为 10% 和 9%。

图24 华安基金自成立以来公募资产管理规模发展趋势



资料来源：华安基金官网，HTI

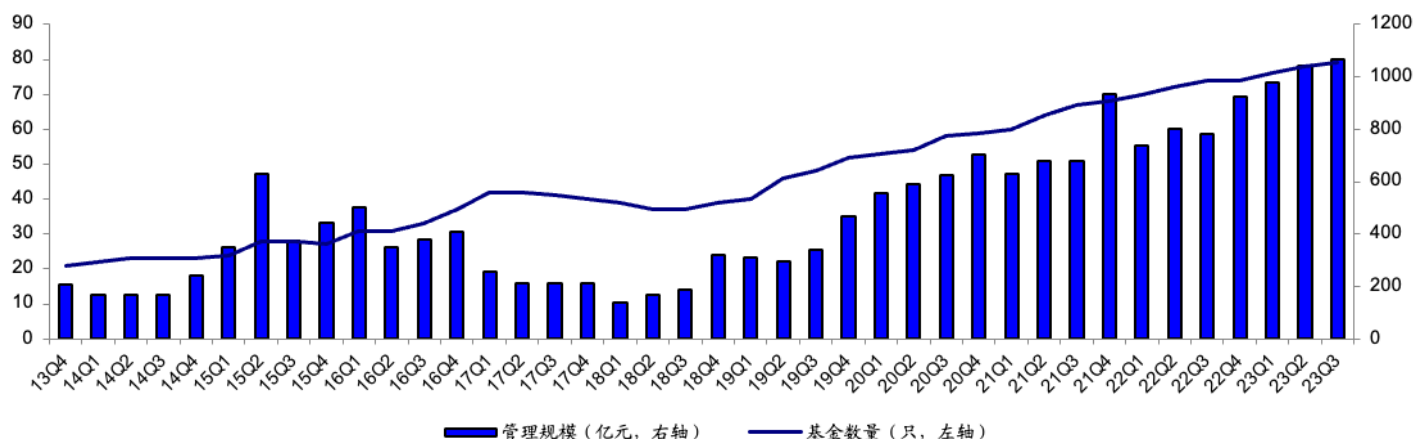
图25 华安基金营业收入及归母净利润稳步提升



资料来源：华安基金年报（2017-2022），Wind，HTI

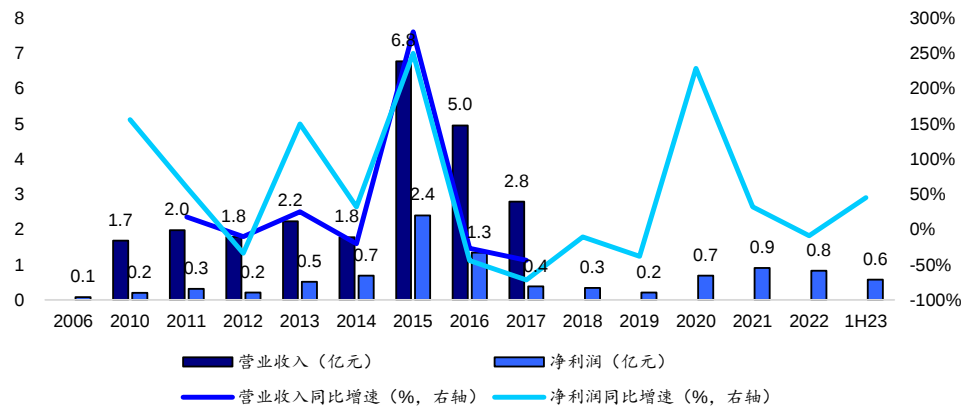
**国泰君安拟重新入股国联安基金，持续完善大资管业务布局。**2017年，国泰君安为了推进华安基金股权收购方案，需要满足“一参一控”的监管要求，因此放弃了国联安的控股权，将国联安的51%股权以10.45亿元转让给太保资产。2023年10月13日，国泰君安宣布拟收购安联集团所持有的国联安基金49%的股权，即参股国联安基金。交易完成后，太平洋保险旗下太保资产和国泰君安证券将分别持有国联安基金51%和49%的股权。国联安基金成立于2003年，是国内首家获准的中外合资基金管理公司，由国泰君安与德国安联集团共同发起设立，成立之初国泰君安持股67%，德国安联持股33%。根据WIND数据，截至2023年11月30日，国联安基金的最新管理规模为1069亿元，位居公募基金行业前1/3左右（51/157）。2023年上半年，国联安基金实现净利润5800万元，同比增长45%。我们认为，国泰君安参股国联安基金将有助于增厚公司业绩。

图26 国联安基金公募资产管理规模及基金数量



资料来源：WIND，HTI

图27 国联安基净利润近几年触底回升



资料来源：WIND，HTI

## 4. 申万宏源：时代推动下，历经两次被动并购

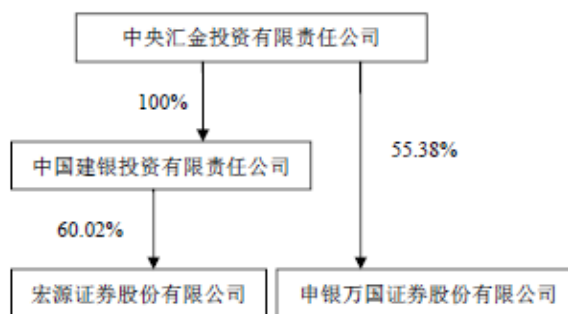
### 4.1 申银合并万国：因万国经营困难导致的兼并

327 国债事件直接导致万国证券巨亏并寻求与申银证券合并，申银万国合并后成为首家股份制券商。申银证券和万国证券均为我国第一批成立的证券公司，均设立于 1988 年。在通货膨胀居高不下、国债发行困难的背景下，财政部 1993 年 7 月 10 日颁布了《关于调整国库券发行条件的公告》，决定将参照中央银行公布的保值贴补率给予一些国债品种的保值补贴。因对保值贴息政策判断错误，万国证券空头大幅亏损。1995 年 2 月 23 日，财政部发布公告称万国亏损 56 亿人民币，濒临破产。面对当时万国证券严重亏损、资金不足、业务受罚、人心涣散的局面，万国证券寻求与其他券商合并，最终确定了申银证券与万国证券合并。经过会计师事务所最终核定，万国证券的净资产为 6.6 亿元，申银证券的净资产为 89 亿元。申银万国证券成为国内最早的一家股份制证券公司，也是当时国内规模最大、经营业务最齐全、营业网点分布最广泛的综合类证券公司之一。

### 4.2 申银万国和宏源证券合并：由中央汇金主导，合并初期未见“1+1>2”

申银万国和宏源证券均为中央汇金旗下券商，合并是在中央汇金公司支持下进行的。中央汇金直接持有申银万国 55.38% 的股份，并通过全资子公司建银投资间接持有宏源证券 60.02% 的股份。在 2005 年 9 月和 2012 年 2 月股权变更后，中央汇金公司所持申银万国合计 55.38% 的股权。2014 年 12 月，在中央汇金的主导下，宏源证券宣布拟与申银万国重组并停牌，申银万国以吸并宏源证券后的全部证券类资产及负债出资在上海设立全资证券子公司，此后更名为申万宏源集团股份有限公司并迁址新疆。2015 年 1 月 26 日申万宏源挂牌上市。

图28 合并前申银万国和宏源证券均为中央汇金旗下券商



资料来源：申万宏源合并报告书，HTI

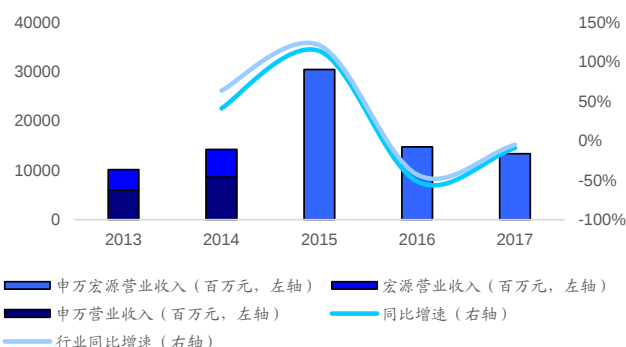
### 合并前申银万国和宏源证券规模相当，目标打造一流券商，排名跻身行业前 10。

根据申万宏源吸收合并报告书，公司目标到 2020 年，形成以资本市场为依托的投资与金融服务全产业链，发展成为中国投资有限责任公司金融资产证券化的重要平台；投资控股集团（上市公司）将发展成为“以资本市场为依托的国内一流投资控股集团”，证券子公司发展成为“具有国际竞争力、品牌影响力和系统重要性的现代投资银行”。该报告书预计合并后的公司资本实力大幅提升，业务指标排名将跻身前 10。合并前申银万国和宏源证券规模相当，申银万国和宏源证券 2014 年末净资产规模分别为 215 亿元和 169 亿元。2014 年申银万国营业收入和归母净利润分别为 87 亿元和 34 亿元，2014 年宏源证券营业收入和归母净利润分别为 55 亿元和 21 亿元，业绩水平差异也不显著。

### 合并后内部协同不及预期，营业收入和归母净利润跑输行业，ROE 回落至合并前。

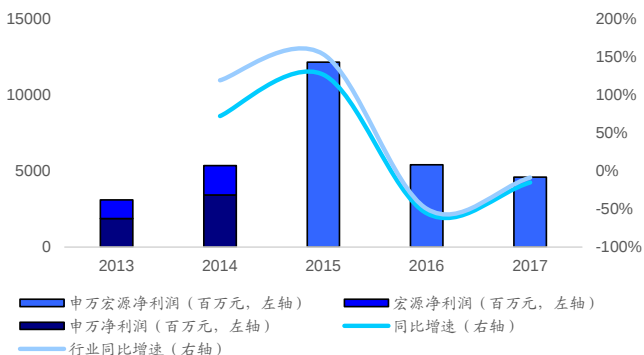
申银万国的证券及期货经纪业务、资产管理、国际业务以及研究业务的竞争能力很强；宏源证券的固定收益业务和资产管理业务一直走在业内前列。然而合并后，二者的内部协同并未实现“1+1>2”。合并后，受市场下滑及整合期“阵痛”等影响，2016 年和 2017 年申万宏源营业收入分别同比下滑 51.7%和下滑 9.2%，降幅分别高于行业平均 8.7 个百分点和 4.1 个百分点；归母净利润分别同比下滑 55.5%和下滑 15.5%，降幅分别高于行业平均 5.9 个百分点和 6.5 个百分点。合并前申万和宏源的 ROE 分别为 11%和 8%，合并后 2015 年 ROE 曾一度达到 27%，但后续 ROE 持续下滑，2018 年仅为 6%，低于合并前两家公司水平。我们认为，申银万国和宏源证券均为业内老牌券商，在公司合并后，业务实质性整合进展却较慢，内部协同作用不明显，因此未出现“1+1>2”的协同效应。

图29 申万宏源合并后营业收入跑输行业



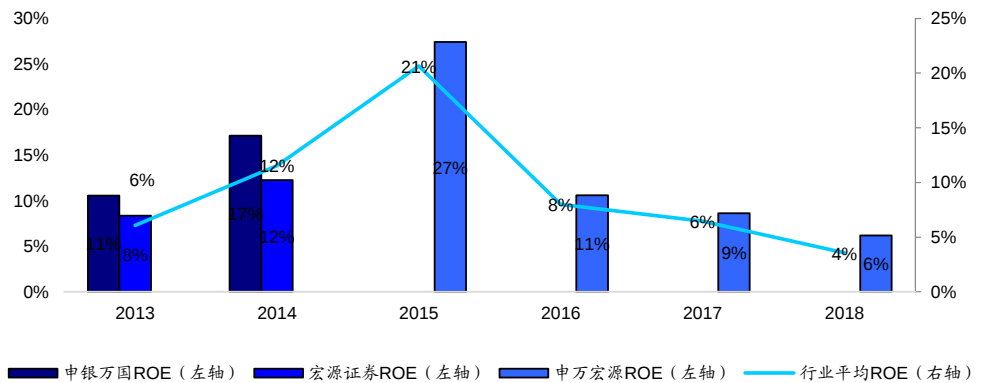
资料来源：宏源证券、申万宏源年报（2013-2017），wind，HTI

图30 申万宏源合并后净利润增速跑输行业



资料来源：宏源证券、申万宏源年报（2013-2017），wind，HTI

图31 申万宏源合并前后 ROE 与行业平均 ROE 对比



资料来源：宏源证券：《申银万国证券股份有限公司换股吸收合并公司报告书（草案）》、宏源证券、申万宏源年报（2013-2018）。HTI

申万宏源合并后各项业绩排名跻身行业前 10，但低于 2013 年两公司加总。合并前，申银万国和宏源证券的业绩排名在行业内均为前 10-20 名左右，主要业务指标也在靠前水平，两公司 2013 年各项业绩指标算术加总后，排名均在行业前 10 以内，部分指标排名行业前 3。2015 年合并后，除资产管理业务外，其他各项指标排名均低于 2013 年两公司简单加总后的排名。

表 7 申万宏源合并后业绩排名大多低于 2013 年算术加总

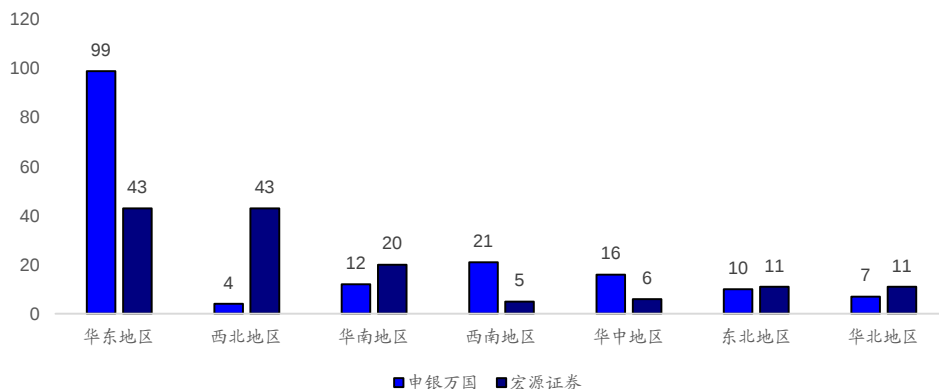
|        | 2013 |    |    | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|--------|------|----|----|------|------|------|------|
|        | 申万   | 宏源 | 加总 |      |      |      |      |
| 营业收入   | 10   | 11 | 1  | 10   | 7    | 6    | 7    |
| 净利润    | 10   | 12 | 3  | 10   | 7    | 6    | 8    |
| 总资产    | 10   | 16 | 5  | 9    | 7    | 6    | 7    |
| 净资产    | 10   | 14 | 4  | 11   | 8    | 8    | 8    |
| 经纪业务收入 | 8    | 17 | 1  | 2    | 4    | 4    | 5    |
| 投行业务收入 | 41   | 8  | 7  | 9    | 9    | 8    | 13   |
| 资管业务收入 | 4    | 3  | 1  | 1    | 1    | 5    | 12   |

资料来源：证券业协会，wind，HTI

### 4.3 申万宏源合并效果不及预期：业务存在一定互补，但并不显著

营业部地域分布有一定互补性，但公司内部管理层整合和文化差异明显。申银万国和宏源证券均为全国性券商，营业部分布广泛。申银万国前身申银和万国均属上海本地券商，因此在上海市的营业部多；宏源证券作为新疆本地券商，其在新疆（含兵团，下同）的营业部占比也很高。同时，申万在西南地区、宏源在华南地区的营业部均显著高于对方，也体现了一定的互补性。但由于申银万国长期植根于上海地区，宏源证券是新疆唯一一家法人券商。因此在申万和宏源合并，并迁址新疆后，二者业务和文化整合的结果并不及预期。

图32 申银万国与宏源证券各地区营业部数量（家）

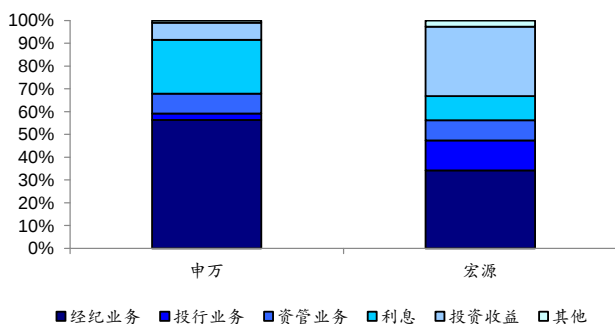


资料来源：《申银万国证券股份有限公司换股吸收合并公司报告书》，HTI

注：华北地区包括：京、津、冀、晋、内蒙古，东北地区包括：黑、吉、辽，华南地区包括：粤、桂、琼，西南地区包括：云、贵、川、渝，华中地区包括：豫、鄂、湘，华东地区包括：鲁、苏、浙、沪、赣、闽，西北地区包括陕、甘、宁、新。

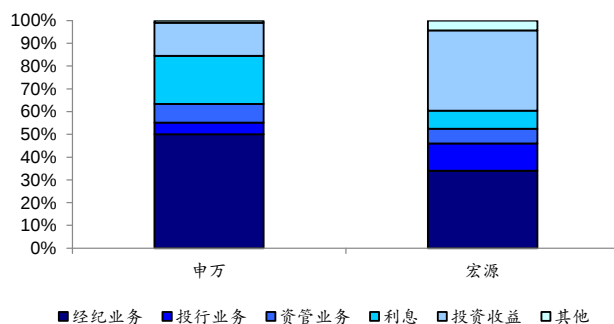
**业务结构存在一定互补，但并不显著。**申银万国经纪业务和资本中介业务实力更强，宏源证券投行和投资业务收入与占比更高。从收入结构看，2014 年申银万国经纪业务收入为 43 亿元，占比 50%、利息收入 18 亿元，占比 21%；宏源证券投行收入 7 亿元，占比 12%，投资净收益 19 亿元，占比 35%。申银万国的经纪业务、资本中介业务实力更强，宏源证券投资能力和在新疆当地投行项目能力更强。两家公司从业务结构上存在一定互补，但经纪业务和两融业务作为零售业务，申万的优势主要体现在品牌价值、业务网点等，而宏源在债券销售、债券自营方面的优势，却很难与申万的优势形成互补。

图33 2013 年申万和宏源营业收入构成



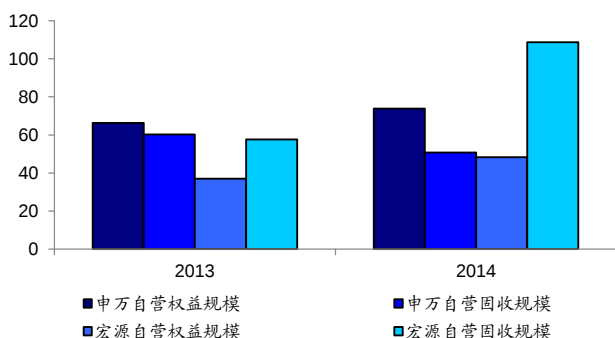
资料来源：宏源证券、申万宏源 2013 年报，HTI

图34 2014 年申万和宏源营业收入构成



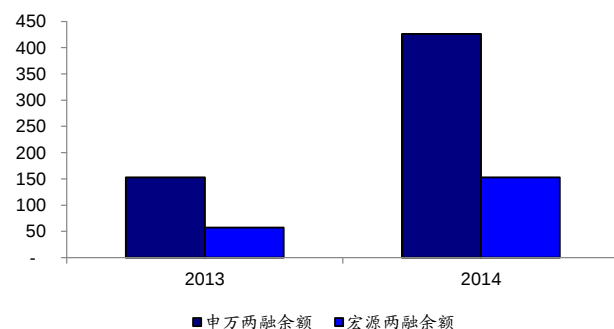
资料来源：宏源证券、申万宏源 2014 年报，HTI

图35 申万和宏源权益及固收自营规模（亿元）



资料来源：宏源证券、申万宏源年报（2013-2014），HTI

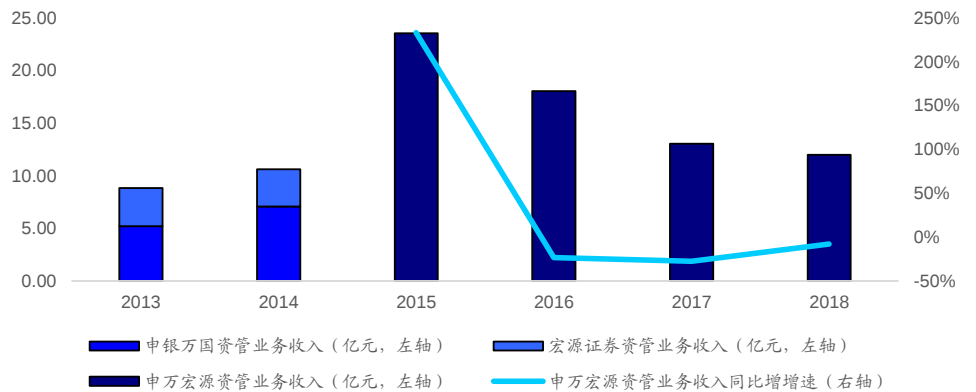
图36 申万和宏源融资融券余额（亿元）



资料来源：宏源证券、申万宏源年报（2013-2014），HTI

两家资管业务排名均靠前，合并初期资管业务收入排名跃升至行业第一，但 2016 年资管新规后规模及收入双双下滑。宏源证券作为唯一一家注册地在新疆的证券公司，在新疆地区积累了众多的客户资源。宏源证券也是业内较早开展银证合作业务的券商，因此抓住先发优势，积极拓展了与金融同业的合作，2013 年资管收入排名行业第 3。在合并初期，依托宏源证券的银证渠道优势和申银万国的管理能力，在资管业务上申万宏源资管收入跃升至第 1 位。但 2016 年资管新规以后，券商通道业务持续压缩，申万宏源原本的优势已不在，在这样的背景下，公司资管规模及收入双双大幅下滑。

图37 合并后申万宏源资管收入曾大幅增长，2016 年后开始下滑



资料来源：宏源证券、申万宏源年报（2013-2018），HTI

## 5. 中金公司：收购中投证券，夯实财富管理基础

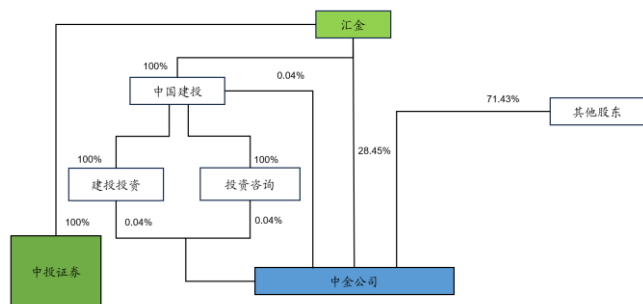
2016 年 11 月，中金公司宣布以 167 亿元通过换股方式收购中投证券。中央汇金将其持有的中投证券 100% 股权，以协议转让方式注入中金公司，中金公司向中央汇金定向增发股份作为支付对价。2017 年 3 月，中投证券完成股东变更，正式成为中金公司的全资子公司，随后中金公司逐步推进与中投证券的业务整合和协同工作。2019 年 9 月，中投证券更名为中金财富，两家公司实现品牌统一。2021 年 7 月，中金公司宣布与中金财富在已有整合工作基础上，将中金公司从事境内财富管理业务的 20 家营业部（包括其资产和负债）划转至中金财富，并将其他与境内财富管理业务相关的客户、业务及合同转移至中金财富。业务整合完成后，中金公司作为母公司开展投资银行业务、股票业务、固定收益业务、资产管理业务、私募股权投资业务；中金财富作为子公司开展财富管理业务。

同为汇金系券商，收购或因受制于“一参一控”要求。中投证券成立于 2005 年，前身是中国建银投资证券<sup>3</sup>，2008 年中国建银投资证券股权从中国建投划转至中央汇金，后于 2011 年改名为中投证券。中金公司成立于 1995 年，是中国内地首家中外合资的投资银行，成立时的两大股东为中国建设银行和摩根士丹利，后经数次股东变更<sup>4</sup>。截至中金公司收购中投证券时，中央汇金分别持有中投证券 100% 股份（全资控股）和中金公司 28.45%（第一大股东）。中央汇金旗下曾参股控股多家券商（包括申万宏源、中信建投证券、银河证券），受制于“一参一控”的影响，旗下券商上市受阻，此次收购或为中金公司 A 股上市清障。此外，中金公司收购中投证券是中投公司对旗下券商整合战略的一部分。从 2008 年开始，中央汇金母公司中投公司便开始筹划整合旗下券商做大做强，在此背景下，已先后完成了银河证券的 A+H 股上市、申万证券和宏源证券的合并。

<sup>3</sup> 中国建银投资证券是由中国建银投资公司（简称“中国建投”）在收购重组南方证券的基础上成立的全国综合性券商。

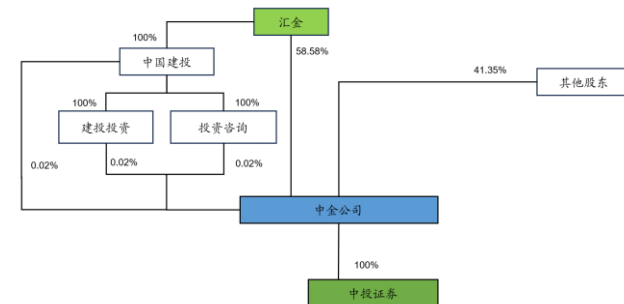
<sup>4</sup> 2004 年，中国建设银行分立为中国建银投资公司（简称“中国建投”）和中国建设银行股份有限公司，原中国建设银行持有的中金公司股权由中国建投承继。2010 年中国建投将其所持有的中金有限 43.35% 股权无偿划转至中央汇金。

图38 中金公司与中投证券股东结构（收购前）



资料来源：中金公司关于收购中投证券全部股权的公告，HTI

图39 中金公司与中投证券股东结构（收购后）



资料来源：中金公司关于收购中投证券全部股权的公告，HTI

**收购后中金公司整体规模显著扩大，主要指标跃升至行业第一梯队。**据中国证券业协会，中金公司收购中投证券前，两者整体规模位列行业中上水平，中投证券排名略高于中金公司。2016年，中金公司和中投证券总资产分别为687亿元和757亿元，分列行业第22和19位；全年营业收入分别为73亿元和44亿元，分列行业第17和25位；净利润分别为10亿元和12亿元，分列行业第31和25位。收购中投证券后，中金公司整体规模显著扩大，跻身行业第一梯队。2017年，中金公司总资产、净资产、营业收入、净利润分列行业第12、14、11、20、46位。到2021年，中金公司各项指标排名进一步提升，总资产、净资产、营业收入、净利润、ROE指标分列行业第9、11、8、7、4位。

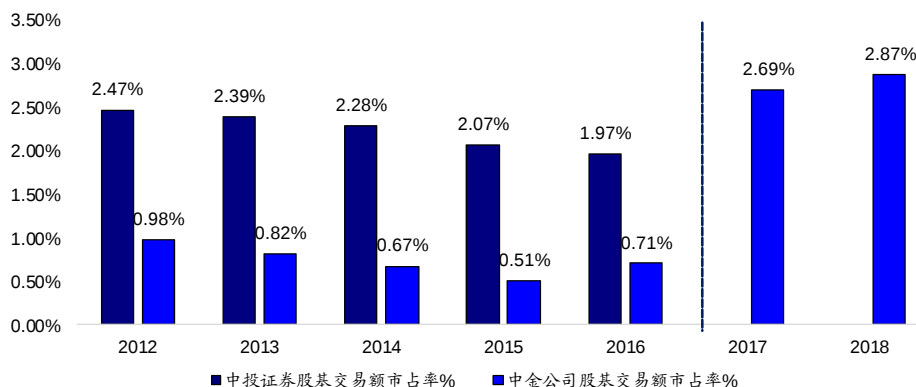
表8 中金公司收购中投证券后主要指标排名跃升至第一梯队

|      | 2014 |    | 2015 |     | 2016 |    | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|------|------|----|------|-----|------|----|------|------|------|------|------|
|      | 中投   | 中金 | 中投   | 中金  | 中投   | 中金 |      |      |      |      |      |
| 总资产  | 18   | 29 | 18   | 24  | 19   | 22 | 12   | 9    | 10   | 9    | 9    |
| 净资产  | 21   | 44 | 26   | 23  | 27   | 25 | 14   | 13   | 13   | 11   | 11   |
| 营业收入 | 18   | 20 | 17   | 23  | 25   | 17 | 11   | 6    | 11   | 10   | 8    |
| 净利润  | 21   | 42 | 16   | 39  | 25   | 31 | 20   | 11   | 11   | 10   | 7    |
| ROE  | 37   | 58 | 20   | 100 | 29   | 59 | 46   | 7    | 5    | 5    | 4    |

资料来源：中国证券业协会，HTI

**业务互补，收购弥补了中金公司零售经纪业务短板。**我们认为，中金公司在投行业务、机构业务、跨境服务和针对高端客户的财富管理业务领域相比中投证券有显著优势；但在零售经纪业务、网点布局等方面，不及中投证券。中投证券前身是基于南方证券重组而来，在零售经纪业务领域建立了较强的市场地位。据Wind数据，2012年至2016年，中投证券股基交易额市占率在2.0%-2.5%之间；而中金公司股基交易额市占率仅在0.5%-1.0%之间，行业排名远落后于中投证券。从财务数据来看，经纪业务是中投证券的核心业务，2013年至2015年这部分收入贡献均在80%以上；而中金公司的经纪业务（包括权益类销售及交易业务及财富管理业务）对公司收入贡献在40%-45%左右。营业网点方面，截至2016年末，中投证券在全国设有证券营业部206家，主要覆盖活跃及财富集中的城市；而中金公司在中国仅有20家营业部，其财富部门秉承高端路线，主要针对高净值人群。由于零售经纪布局的短缺，中金公司错过了2015年的散户开户潮，2015年其股基交易额排名下滑6位至行业第48位。中投证券广泛的网点分布和零售客户基础，对中金公司发展财富管理业务而言是重要补充。2017年，收购后，中金公司股基交易额市占率提升至2.69%，行业排名从2016年的第40位跃升至2017年的第11位；代理买卖证券业务收入（含席位租赁）排名从2016年的行业第26位上升至2017年的第13位，证券经纪业务收入排名从2016年的行业第23位上升至2017年的第13位。

图40 中投证券与中金公司股基交易额市占率及排名

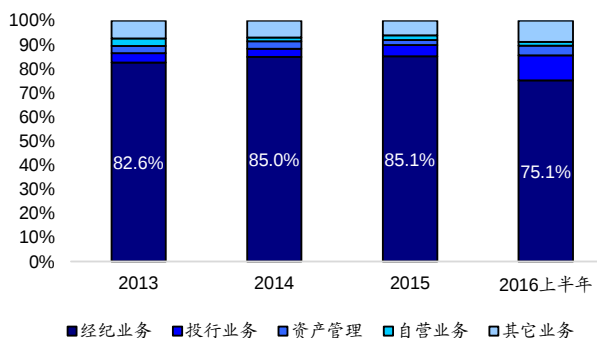


股基交易额市占率行业排名

|      |    |    |    |    |    |    |    |
|------|----|----|----|----|----|----|----|
| 中投证券 | 13 | 13 | 14 | 14 | 15 |    |    |
| 中金公司 | 26 | 29 | 39 | 48 | 40 | 11 | 11 |

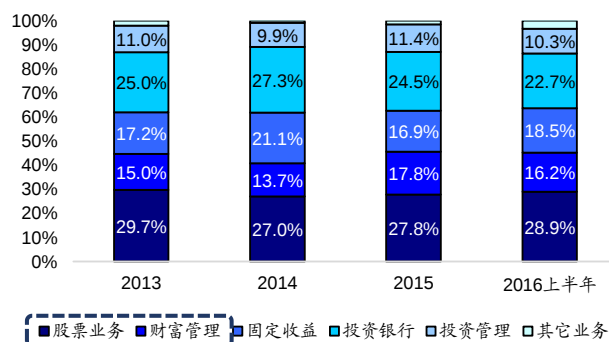
资料来源: wind, HTI

图41 中投证券收入结构



资料来源: 中投证券公司年报 (2013-2016), HTI

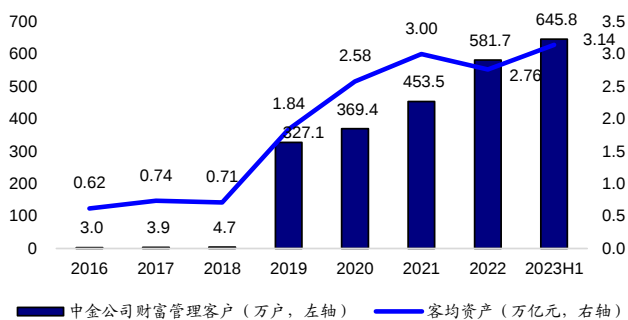
图42 中金公司收入结构



资料来源: Wind, HTI

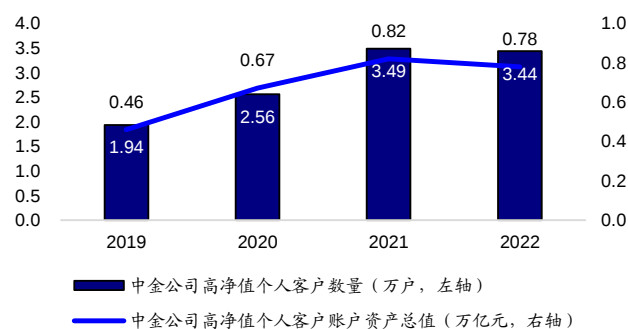
**收购整合后中金公司财富管理业务快速发展。**通过与中投证券的整合,中金公司客户基础迅速扩张,由高净值客户向零售客户延伸,形成了覆盖大众客户(资产50万元以下)、财富客户(资产50-300万元)以及高净值客户(资产300万元及以上)的全方位服务体系,客户数量与客户资产规模进一步提升。截止2018年末,中金公司财富管理的客户数量4.7万户,客户账户资产7096亿元,户均资产超过1500万元;中投证券有35.2万户富裕客户及251.4万户零售客户,对应的客户账户资产分别为2049亿元(户均58万元)及407亿元(户均1.6万元)。2019年在中金公司完成两家公司品牌统一和业务深度融合后,中金公司财富管理客户数量及客户资产逐年攀升,从2019年的327.1万户增至2023年上半年的645.8万户,年复合增速21%;对应客户账户资产从1.84万亿元增至3.14万亿元,年复合增速17%。其中高净值个人客户数量从2019年的1.94万户增至2021年的3.49万户,年复合增速34%;对应客户账户资产从0.46万亿元增至0.82万亿元,年复合增速33%。同时中金公司财富管理产品销售能力得到了进一步提升,产品保有量从2019年的约900亿元增至2023年上半年的3600亿元,翻两番。2017年至2021年,公司财富管理业务收入从34.4亿元增至75.4亿元,复合年均增长率22%;尽管2022年受资本市场低迷影响,公司财富管理收入同比小幅下滑8%至69.4亿元,但仍为公司历史较高水平。

图43 中金公司财富管理客户数量及客户资产规模



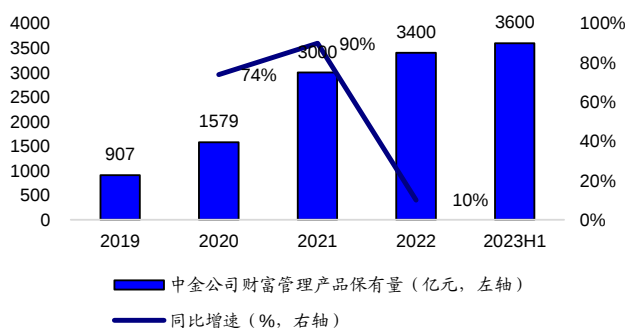
资料来源：中金公司年报（2016-2022），中金公司 2023 半年报，HTI

图44 中金公司高净值个人客户数量及客户资产规模



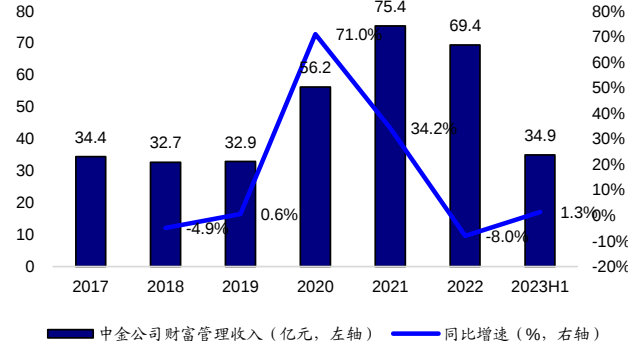
资料来源：中金公司年报（2019-2022），HTI

图45 中金公司财富管理产品保有量及同比增速



资料来源：中金公司年报（2019-2022），中金公司 2023 半年报，HTI

图46 中金公司财富管理业务收入及同比增速



资料来源：中金公司年报（2017-2022），中金公司 2023 半年报，HTI

风险提示：资本市场大幅下跌带来业绩和估值的双重压力；日均交易额、两融等持续低位造成券商收入下滑；股票质押发生风险，券商减值将大幅增加。

## APPENDIX 1

## Summary

## Investment Highlights:

Leading securities firms follow four development paths. In November 2023, following the financial conference's call to 'cultivate top-tier investment banks and institutions,' the CSRC also supported leading securities companies to strengthen through innovation, group operations, and M&A, aiming to build first-class investment banks serving the real economy and ensuring financial stability. The paths include: 1) Leveraging group advantages for comprehensive growth, e.g., CITIC Securities -H, China Merchants Securities; 2) Seeking expansion to enhance sector strength, e.g., Huatai Securities -H; 3) Seeking regional expansion, e.g., CITIC Securities -H; 4) Passive acquisitions, mainly for Central Huijin Investment Ltd's equity integration or post-risk event consolidation, e.g., Guotai Junan Securities, Shenwan Hongyuan Group, CICC.

CITIC Securities -H: Organic growth and acquisitions lead the industry. 'Buy in bear markets, refinance in bull markets,' a strategy that has allowed the company to grow. CITIC seized counter-cyclical opportunities, acquiring multiple firms at low costs to quickly establish its leading position. In optimistic markets, it expanded capital through further issues and rights issues, leveraging higher Leverage to grow its capital business, achieving dual growth in asset and profit scales. With the advantage of a financial holding group and experienced senior management, CITIC has become an industry leader.

Huatai Securities -H: Acquisitions of United Securities and Assetmark addressed weaknesses. Initially a regional firm focused on Jiangsu, Huatai embarked on expansion in 2004, integrating investment banking, asset management, and branches through acquisitions. It also invested in internet finance and developed mobile financial terminals, maintaining its brokerage market share and laying the foundation for wealth management transformation.

Guotai Junan Securities: Optimizing business layout to form a financial holding group. The company underwent three acquisitions, including the initial merger of Guotai and Junan Securities, the subsequent acquisition and transfer of Shanghai Securities, and the controlling stake in Huaan Securities and the transfer and re-investment in Guolian An Fund (re-investment not yet complete), aiming to form a financial holding group through 'intrinsic development and extrinsic expansion.'

Shenwan Hongyuan Group: Driven by the times, it underwent two passive acquisitions. The company's mergers did not initially achieve '1+1>2' due to the limited complementarity of the two companies' businesses. The reasons include: 1) Complementary regional distribution of branches, but clear internal management integration and cultural differences. 2) Some business structure complementarity, but the advantages of Shenwan in retail services and Hongyuan in bond sales and proprietary trading were not synergistic.

CICC: Acquiring China Investment Securities to solidify wealth management. The merger with China Investment may have initially aimed to resolve Central Huijin Investment Ltd's 'one-participation, one-control' restriction. During integration, CICC leveraged China Investment's retail brokerage and branch layout advantages, overcoming its retail shortcomings, and combined its strengths in investment banking, institutional services, cross-border services, and high-net-worth wealth management to rapidly develop its wealth management business under the unified 'CICC Wealth' brand.

Risk Warning: Significant capital market declines could pressure performance and valuations; sustained low daily trading volumes and margin financing could reduce securities dealers' income; stock pledge risks could significantly increase impairment.

## 附录 APPENDIX

### 重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司 (HTIRL), Haitong Securities India Private Limited (HSIPL), Haitong International Japan K.K. (HTIJKK) 和海通国际证券有限公司 (HTISCL) 的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团 (HTISG) 各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

### IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

### HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，孙婷，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Ting Sun, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

### 利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and/or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

海通证券股份有限公司和/或其子公司（统称“海通”）在过去 12 个月内参与了 000776.CH, 601998.CH and 601939.CH 的投资银行项目。投资银行项目包括：1、海通担任上市前辅导机构、保荐人或主承销商的首次公开发行项目；2、海通作为保荐人、主承销商或财务顾问的股权或债务再融资项目；3、海通作为主经纪商的新三板上市、目标配售和并购项目。

Haitong Securities Co., Ltd. and/or its subsidiaries (collectively, the "Haitong") have a role in investment banking projects of 000776.CH, 601998.CH and 601939.CH within the past 12 months. The investment banking projects include 1. IPO projects in which Haitong acted as pre-listing tutor, sponsor, or lead-underwriter; 2. equity or debt refinancing projects of 000776.CH, 601998.CH and 601939.CH for which Haitong acted as sponsor, lead-underwriter or financial advisor; 3. listing by introduction in the new three board, target placement, M&A projects in which Haitong acted as lead-brokerage firm.

000776.CH, 601998.CH 及 601939.CH 目前或过去 12 个月内是海通的投资银行业务客户。

000776.CH, 601998.CH and 601939.CH are/were an investment bank clients of Haitong currently or within the past 12 months.

600030.CH, 600999.CH, 601688.CH, 601211.CH, 601995.CH, 600909.CH, 601066.CH, 601881.CH, 000776.CH, 601998.CH, 6066.HK, 600919.CH 及 601939.CH 目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

600030.CH, 600999.CH, 601688.CH, 601211.CH, 601995.CH, 600909.CH, 601066.CH, 601881.CH, 000776.CH, 601998.CH, 6066.HK, 600919.CH and 601939.CH are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

600030.CH, 600999.CH, 601211.CH, 601995.CH, 600909.CH, 601066.CH, 601881.CH, 000776.CH 及 6066.HK 目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非证券业务服务。

600030.CH, 600999.CH, 601211.CH, 601995.CH, 600909.CH, 601066.CH, 601881.CH, 000776.CH and 6066.HK are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-securities services.

海通在过去的 12 个月中从 600030.CH, 600999.CH, 601688.CH, 601211.CH, 601995.CH, 000776.CH 及 601939.CH 获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 600030.CH, 600999.CH, 601688.CH, 601211.CH, 601995.CH, 000776.CH and 601939.CH.

### 评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

### 分析师股票评级

优于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10% 以上，基准定义如

### 评级分布 Rating Distribution

下

**中性**，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

**弱于大市**，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 - TOPIX, 韩国 - KOSPI, 台湾 - TAIEX, 印度 - Nifty100, 美国 - SP500; 其他所有中国概念股 - MSCI China.

### Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

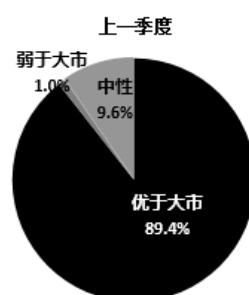
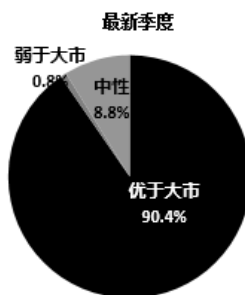
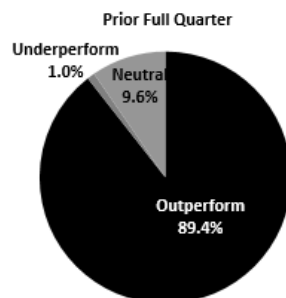
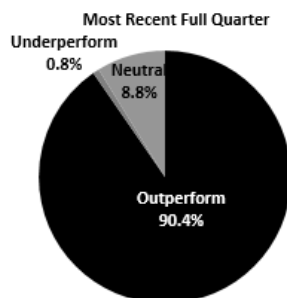
### Analyst Stock Ratings

**Outperform:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Neutral:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

**Underperform:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Benchmarks for each stock's listed region are as follows:** Japan - TOPIX, Korea - KOSPI, Taiwan - TAIEX, India - Nifty100, US - SP500; for all other China-concept stocks - MSCI China.



### 截至 2024 年 3 月 31 日海通国际股票研究评级分布

|             | 优于大市  | 中性<br>(持有) | 弱于大市 |
|-------------|-------|------------|------|
| 海通国际股票研究覆盖率 | 90.4% | 8.8%       | 0.8% |
| 投资银行客户*     | 3.3%  | 4.9%       | 0.0% |

\*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

### 此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 - TOPIX, 韩国 - KOSPI, 台湾 - TAIEX, 印度 - Nifty100; 其他所有中国概念股 - MSCI China.

### Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of March 31, 2024

|                             | Outperform | Neutral<br>(hold) | Underperform |
|-----------------------------|------------|-------------------|--------------|
| HTIEquity Research Coverage | 90.4%      | 8.8%              | 0.8%         |
| IB clients*                 | 3.3%       | 4.9%              | 0.0%         |

\*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

**Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):**

**BUY:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**NEUTRAL:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

**SELL:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.**

**海通国际非评级研究:** 海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

**Haitong International Non-Rated Research:** Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

**海通国际 A 股覆盖:** 海通国际可能会对沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券（600837.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

**Haitong International Coverage of A-Shares:** Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

**海通国际优质 100 A 股（Q100）指数:** 海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

**Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index:** HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

**盟浪义利（FIN-ESG）数据通免责声明条款:** 在使用盟浪义利（FIN-ESG）数据之前，请务必仔细阅读本条款并同意本声明：

第一条 义利（FIN-ESG）数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司（以下简称“本公司”）基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考，并不构成对任何个人或机构投资建议，也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户，收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断，盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明，本数据（如财务业绩数据等）仅代表过往表现，过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有，本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权，任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的，不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等，否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的，由用户承担相应的赔偿责任，盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定，而盟浪网站平台载明的其他协议内容（如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务（含认证）协议》《盟浪网隐私政策》等）有约定的，则按其他协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

**SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer:** Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. User Registration Protocol of SusallWave Website, User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website, Privacy Policy of Susallwave Website), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

## 重要免责声明:

**非印度证券的研究报告:** 本报告由海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 的全资附属公司海通国际研究有限公司 (“HTIRL”) 发行, 该公司是根据香港证券及期货条例 (第 571 章) 持有第 4 类受规管活动 (就证券提供意见) 的特牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”) 的协助下发行, HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

**印度证券的研究报告:** 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”) 所发行, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌, 经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源, 但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期, 如有更改, 恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容, 本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区, 本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价, 则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易, 包括设计金融衍生工具的, 有产生重大风险的可能性, 因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况, 如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问, 以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失, HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师除外, HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员, 均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 [www.equities.htisec.com](http://www.equities.htisec.com), 查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织 and 行政安排的内容信息。

**非美国分析师披露信息:** 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格, 并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

## IMPORTANT DISCLAIMER

**For research reports on non-Indian securities:** The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

**For research reports on Indian securities:** The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website [www.equities.htisec.com](http://www.equities.htisec.com) for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

**Non U.S. Analyst Disclosure:** The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

## 分发和地区通知:

除非下文另有规定，否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

**香港投资者的通知事项：**海通国际证券股份有限公司（“HTISCL”）负责分发该研究报告，HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动（从事证券交易）的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）（以下简称“SFO”）所界定的要约邀请，证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

**美国投资者的通知事项：**本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年“美国证券交易法”第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」（“Major U.S. Institutional Investor”）和「机构投资者」（“U.S. Institutional Investors”）。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc.（“HTI USA”）将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者，希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易，只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173，电话（212）351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission（“SEC”）注册的经纪商，也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc.（“FINRA”）的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告，也不负责其中包含的分析。在任何情况下，收到本研究报告的任何美国投资者，不得直接与分析师直接联系，也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格，因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流，公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具（包括 ADR）可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册，或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响，可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系：

Haitong International Securities (USA) Inc.  
340 Madison Avenue, 12th Floor  
New York, NY 10173  
联系人电话：(212) 351 6050

#### DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

**Notice to Hong Kong investors:** The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to “Professional Investors” as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

**Notice to U.S. investors:** As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to “major U.S. institutional investors” and “U.S. institutional investors” in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to “U.S. institutional investors,” HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the “SEC”) and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.  
340 Madison Avenue, 12th Floor  
New York, NY 10173  
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

**中华人民共和国的通知事项：**在中华人民共和国（下称“中国”，就本报告目的而言，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规，该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

**加拿大投资者的通知事项：**在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc.（“HTI USA”）予以实施，该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations（“NI 31-103”）的规定得到「国际交易商豁免」（“International Dealer Exemption”）的交易商，位于艾伯塔

省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点，任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时，每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」(“Accredited Investor”)，或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」(“Permitted Investor”)。

**新加坡投资者的通知事项：**本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [公司注册编号 201311400G] 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》(第 110 章) (“FAA”) 定义的豁免财务顾问，可 (a) 提供关于证券，集体投资计划的部分，交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》(第 289 章) 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题，本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系：

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623

电话: (65) 6536 1920

**日本投资者的通知事项：**本研究报告由海通国际证券有限公司所发布，旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构（根据日本金融机构和交易法（“FIEL”）第 61（1）条，第 17-11（1）条的执行及相关条款）。

**英国及欧盟投资者的通知事项：**本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布，本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

**澳大利亚投资者的通知事项：**Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会（以下简称“ASIC”）公司（废除及过度性）文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究，该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取：[www.legislation.gov.au](http://www.legislation.gov.au)。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制，该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

**印度投资者的通知事项：**本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布，包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”)（统称为「印度交易所」）研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar ; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: [prasanna.chandwaskar@htisec.com](mailto:prasanna.chandwaskar@htisec.com)

“请注意，SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

本项研究仅供收件人使用，未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有：海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

**People's Republic of China (PRC):** In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

**Notice to Canadian Investors:** Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

**Notice to Singapore investors:** This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") [Co Reg No 201311400G. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289). Recipients of this research report are to contact HTISSPL via

the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6536 1920

**Notice to Japanese investors:** This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

**Notice to UK and European Union investors:** This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

**Notice to Australian investors:** The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, [www.legislation.gov.au](http://www.legislation.gov.au). Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

**Notice to Indian investors:** The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax: +91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: [prasanna.chandwaskar@htisec.com](mailto:prasanna.chandwaskar@htisec.com)

"Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors".

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>