

推荐 (维持)

他山之石，解析国内外券商并购路径

2020年10月13日

相关报告

《混业趋势下券商破局之路》
2020-9-4
《借鉴日韩，探寻外资券商对
证券业竞争格局的影响》2020-
7-27
《鉴往知来，解析证券行业并
购重组活动》2020-02-09
《探寻非头部券商投行突围之
路》2019-12-19

分析师：

许盈盈

xuyingying@xyzq.com.cn
S0190519070001

研究助理：

曹欣童

caoxintong@xyzq.com.cn

投资要点

美国投行并购重组路径探析：佣金自由化+混业经营，加速业内整合分化。回顾不同类型美国投行的并购重组路径，虽然各自的并购动因有所差异，但均通过战略清晰的并购重组有效提升了核心竞争力，逐步演变成当前稳态下的多层次差异化竞争格局：

- 1) **大型全能投行：多元化并购，全面强化综合实力。**回顾以高盛、摩根士丹利为代表的大型综合投行发展历程，都是一部多元化并购史，通过不断并购，这些海外巨头实现了强化业务板块、拓展客户网络、布局国际化市场及扩大公司规模等目的，全面提升综合竞争力。高盛通过一系列并购实现了国际化布局 and 资管业务的强劲发展；摩根士丹利通过多元化并购迅速补齐零售经纪、财富管理等业务短板，强化综合服务实力。
- 2) **精品投资银行：专业化并购，夯实深度&提升广度。**以精品投行典范 Evercore 为例，其并购路径清晰明确，一方面持续夯实优势领域的专业深度，另一方面不断丰富细分领域的覆盖广度。通过一系列并购重组将咨询业务从原本的医疗保健、房地产、交通运输等个别优势领域逐步扩大覆盖，进军消费零售、TMT、能源和工业领域等。截至2019年末，公司实现营业收入20.33亿美元，其中咨询业务收入16.55亿美元，占比达81.4%。
- 3) **财富管理机构：提升业务规模，拓展变现渠道。**以嘉信理财为例，其并购路径以“拓展规模+变现渠道”为主线，通过外延并购实现客户资产规模、经纪账户数的稳步攀升。2010年以来，嘉信理财的活跃经纪账户数由855万户迅速提升至1233万户；管理资产规模由1.57万亿美元增长至4.04万亿美元，增幅高达157%，成功由折扣经纪商，转型为全球领先的巨型财富管理机构。

国内券商并购案例探析：回顾过往的并购浪潮中，部分券商抓住机会通过并购快速实现扩张，有效提升了综合竞争力，以中信和华泰证券为例：

- 1) **中信证券：拓展区域版图，成就龙头地位。**自2004年起，中信证券通过一系列逆周期低成本收购走向行业前列，通过收购迅速补足境内零售网络资源，拓展区域版图；同时进军海外市场、丰富完善业务链条，全面夯实龙头地位。
- 2) **华泰证券：补足短板，助力机构业务强劲发展。**华泰通过一系列兼并收购，整合投行、资管、零售网点等资源，不断补足业务短板，综合实力稳步攀升。其中通过收购在并购重组领域极具优势的联合证券实现投行业务的强劲发展，并为“财富管理+机构业务”双轮驱动的战略奠定坚实的发展基础。

展望未来：外部政策支持&业内整合需求，市场化并购重组动力持续提升。在当前资本市场改革背景下，整体监管机制更为灵活，为业内并购重组提供了良好环境。且随着外资券商加速入市，行业竞争日趋激烈，使得大中型券商希望借助并购重组快速补足短板、拓展区域市场、增强资本实力，进一步提升综合竞争力。

风险提示：行业竞争加剧风险、政策变化超预期风险、并购整合风险

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



目 录

| | |
|--|------|
| 一、 美国投行并购路径探析 | 4 - |
| 1.1、佣金自由化&混业经营，加速业内整合分化 | 4 - |
| 1.2、大型全能投行：多元化并购，全面强化综合实力 | 5 - |
| 1.3、精品投资银行：专业化并购，夯实深度&提升广度 | 9 - |
| 1.4、财富管理机构：提升业务规模，拓展变现渠道 | 12 - |
| 二、 国内券商成功并购案例探析 | 15 - |
| 2.1、中信证券：拓展业务版图，成就龙头地位 | 15 - |
| 2.2、华泰证券：补足短板，助力机构业务强劲发展 | 18 - |
| 三、 总结：并购重组是快速增强实力、补足短板、扩充资本的有效途径 | 20 - |
| 图 1、美国证券行业收入构成情况（1975-2010 年，单位：%） | 4 - |
| 图 2、美国证券业经纪佣金率及税前 ROE 情况 | 5 - |
| 图 3、高盛海外收入占比维持 40%左右（百万美元） | 6 - |
| 图 4、高盛通过一系列并购实现资管业务强劲发展 | 6 - |
| 图 5、大摩投顾数量、人均创收及人均管理资产情况 | 7 - |
| 图 6、2019 年大摩管理客户资产规模达 2.7 万亿美元 | 7 - |
| 图 7、摩根士丹利的财富管理业务占比总收入 40%-50%（百万美元） | 8 - |
| 图 8、2015-2019 年 E-Trade 的营收及净利润变动情况 | 9 - |
| 图 9、E-Trade 客户账户数量及增速（万个） | 9 - |
| 图 10、E-Trade 客户资产管理规模及增速（十亿美元） | 9 - |
| 图 11、全球投行财务顾问收入排名前 10（按 2018 年排序，百万美元） | 10 - |
| 图 12、Evercore 咨询业务收入占比维持 80%以上（百万美元） | 10 - |
| 图 13、Evercore 咨询业务市场份额已达 8.30% | 11 - |
| 图 14、Evercore Wealth Management 资产管理规模情况 | 12 - |
| 图 15、嘉信理财的净利息收入+资管收入贡献核心营收（百万美元） | 13 - |
| 图 16、嘉信理财经纪账户数增长情况 | 14 - |
| 图 17、嘉信理财管理客户资产规模增长情况 | 14 - |
| 图 18、德美利的营收规模及占比情况（百万美元） | 14 - |
| 图 19、德美利管理资产规模及客户账户数 | 14 - |
| 图 20、中信证券的股基交易额及市占率自 2004 年起大幅提升 | 16 - |
| 图 21、中信证券的营业部数量自 2004 年起迅速增长 | 16 - |
| 图 22、中信证券 07 年资本规模跃居行业首位 | 17 - |
| 图 23、中信证券营收及净利润 07 年实现飞跃式增长 | 17 - |
| 图 24、华泰证券并购重组收入及行业排名 | 19 - |
| 图 25、华泰证券 IPO 发行规模及市占率情况 | 19 - |
| 图 26、华泰证券再融资发行规模及市占率情况 | 19 - |
| 图 27、华泰证券债券发行规模及同业市占率情况 | 20 - |
| 图 28、2015-2019 年华泰证券关键指标行业排名 | 20 - |
| 表 1、高盛公司重要兼并收购活动 | 6 - |
| 表 2、摩根士丹利重要兼并收购活动 | 7 - |
| 表 3、Evercore 重要兼并收购活动 | 11 - |

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

| | |
|-------------------------------|--------|
| 表 4、嘉信理财重要兼并收购活动 | - 13 - |
| 表 5、中信证券重要兼并收购活动 | - 15 - |
| 表 6、股基交易份额排名 | - 17 - |
| 表 7、中信证券收购广州证券后股基交易份额排名 | - 17 - |
| 表 8、华泰证券重要兼并收购活动 | - 18 - |

报告正文

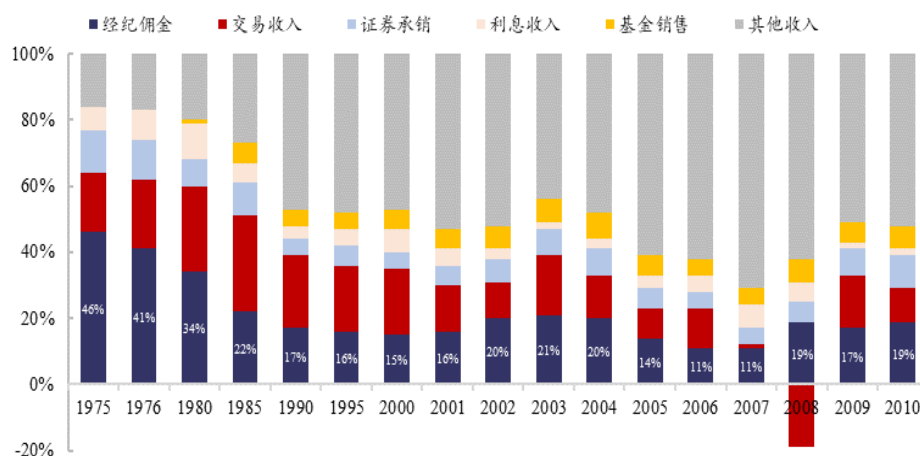
2020年7月17日证监会相关部门向各派出机构发布通知，鼓励证券公司、基金管理公司做好组织管理创新工作，其中提到要解决同业竞争问题，鼓励有条件的行业机构实施市场化并购重组。当前随着外资券商加速入市，叠加监管层打造“航母级券商”的希冀，业内并购重组预期再起。本文借鉴美国投行和国内头部券商并购经验，为我国大中型券商未来并购之路提供思路 and 方向。

一、美国投行并购路径探析

1.1、佣金自由化&混业经营，加速业内整合分化

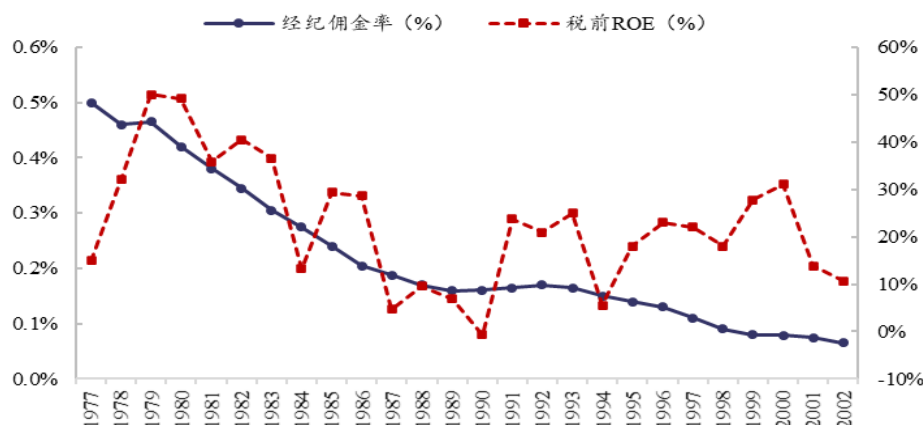
1975年美国实行佣金自由化，催生国内投行并购浪潮。1975年6月，美国证券交易委员会颁布了《1975年证券法修正案》，对《1934年证券交易法》做出修订，该法案废除了一直以来纽约交易所推行的固定佣金标准，宣布全面实行协议佣金制，佣金费率由投资者和经纪商在“NASD 规则 2440”下自由协商制定。《1975年证券法修正案》颁布后，美国经纪佣金率由1975年的超0.5%下降至2002年的0.06%，经纪佣金收入在美国证券行业中占比由1975年46%持续下降至2002年15%左右。佣金自由化使得传统经纪业务竞争加剧，利润率持续压缩，税前ROE从50%大幅压缩至约10%，迫使国内投行转型分化，自此开启美国投行间第一波大规模的并购重组浪潮。

图 1、美国证券行业收入构成情况（1975-2010 年，单位：%）



数据来源：美国证监会（SEC），兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、美国证券业经纪佣金率及税前 ROE 情况



数据来源：美国证监会（SEC），兴业证券经济与金融研究院整理

1999 年美国混业经营确立，加速金融业整合分化。为顺应金融产业创新融合的趋势，提升本国金融业的国际竞争力，1999 年美国颁布《金融服务现代化法案》，正式解除长达 66 年的混业经营限制，允许通过金融控股公司的模式进行银行、证券、保险业务的联合经营，实现全能银行模式。在此背景下，金融业加速实现跨业并购整合，银行间并购、银行并购金融公司或被金融公司并购、银行并购投行或信托公司等事件频繁上演，这一时期最成功的合并案例是 2000 年摩根银行与大通曼哈顿银行的强强联合，打造成为全能金融集团摩根大通。美国证券业通过不断整合分化，市场集中度稳步提升，营收 CR10 近 60%，CR25 常年稳定在 80%左右；同时证券公司的数量逐年减少，从 2004 年的 5187 家下滑至 2018 年末的 3607 家，整合趋势明显。当前美国证券业已逐步演变形成大型全能投行、精品投资银行、财富管理机构、专业特色投行等多层次的差异化竞争格局。

1.2、大型全能投行：多元化并购，全面强化综合实力

回顾以高盛、摩根士丹利为代表的大型全能投行发展历程，都是一部多元化并购史，通过不断并购，这些海外巨头实现了强化业务板块、拓宽客户网络、布局国际化市场及扩大公司规模等目的，全面提升综合竞争力。

高盛通过一系列并购实现了国际化布局和资管业务的强劲发展。截至 2019 年末，高盛在全球 34 个国家设有分支机构，且 46% 的机构总部设立在海外，自 2008 年以来海外资产占比逐年提升，保持在 35% 左右；海外收入占比常年保持在 40% 左右，海外净利润占比最高超 60%。同时高盛通过外延并购推动其资管业务进入世界顶级行列。1989 年设立资产管理部门 GSAM，资管业务扬帆起航，此后高盛积极并购国内和海外资管公司迅速发展其资管业务。1995 年高盛并购了自由资产管理公司和英国煤业委员会养老金的托管权（标的方都在随后 10 年中实现了翻几十

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 5 -

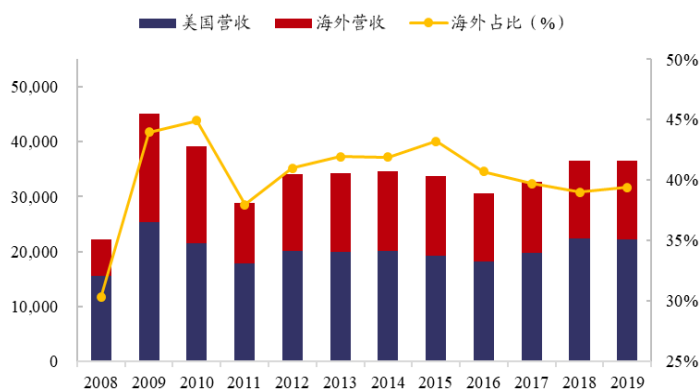
倍的增长)。2012 年并购德怀特资管公司和德银稳健价值型业务, 2013 年公司资管规模突破 1 万亿美元。2012-2015 年间, 先后收购了升息增长型基金、标准资产管理公司、西峰公司、苏格兰皇家银行货币市场基金和印记资本顾问等 8 家公司, 进一步夯实其资管业务实力。高盛资管规模由 2012 年的 0.97 万亿美元上升至 2019 年的 1.86 万亿美元, CAGR 达 9.8%。

表 1、高盛公司重要兼并收购活动

| 年份 | 兼并对象 | 目的 |
|-------------|--|--|
| 1981 年 | 大宗商品交易商杰润 J.Aron 公司 | 布局外汇、大宗商品交易业务 |
| 1995 年 | 美国自由资产管理公司 | 发展资产管理业务 |
| 1995 年 | 英国煤业委员会养老金的托管权 | 发展资产管理业务 |
| 1997 年 | 另类投资 Commodities Corp | 进入对冲基金和 PE 领域 |
| 2000 年 | 私人房地产公司 Archon | 为 Whitehall Street 房地产基金独家提供投资、资产和开发服务 |
| 2000 年 | 清算公司 Spear, Leeds & Kellogg | 发展做市、执行和清算业务 |
| 2003 年 | 财务顾问公司 Ayco Company, L.P. | 扩大私人财富客户服务范围, 处于技术驱动型消费金融业务最前沿 |
| 2005 年 | 日本 Sanyo 电子信贷 | 涉足日本电子领域并购咨询业务 |
| 2005 年 | Allmerica Financial 可变人寿保险和可变年金业务 | 发展再保险业务 |
| 2012 年 | 英国德怀特资管公司和德银资管的稳健价值型业务 | 公司资管总规模 2013 年突破 1 万亿美元 |
| 2012-2015 年 | 升息增长型基金、标准资产管理公司、西峰公司、苏格兰皇家银行货币市场基金和印记资本顾问 | 进一步提升资管业务能力 |
| 2019 年 | 投资顾问公司联合资本 (United Capital) | 加强财富管理业务和 Ayco 业务平台 |

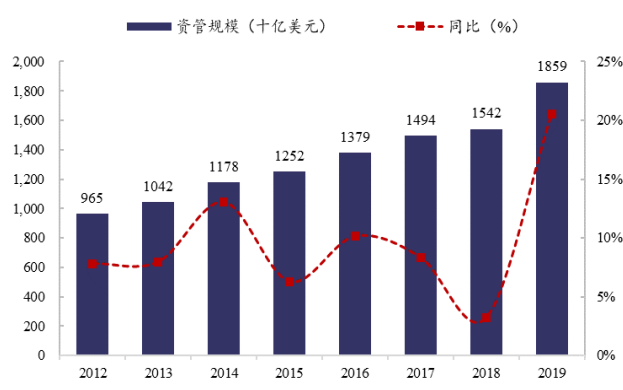
资料来源: 高盛官网、年报, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、高盛海外收入占比维持 40%左右 (百万美元)



数据来源: 高盛年报, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、高盛通过一系列并购实现资管业务强劲发展



数据来源: 高盛年报, 兴业证券经济与金融研究院整理

摩根士丹利通过多元化并购迅速补齐业务短板, 强化综合服务实力。受美国《格拉斯蒂格尔法案》影响, 1935 年摩根财团分家, 摩根士丹利作为一家独立的投资银行正式成立。起初, 摩根士丹利凭借摩根财团的背景专注于传统投行业务, 随后其根据市场结构和客户需求变化及时进行业务创新和战略转型, 通过积极地多元化并购迅速补齐业务短板, 业务范围由传统投行拓宽至财富管理、资产管理、投资管理及销售交易等业务。回顾其发展历程, 主要有如下几件里程碑式的兼并收购活动:

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

表 2、摩根士丹利重要兼并收购活动

| 年份 | 兼并对象 | 目的 |
|------------|---------------------------------|------------------------|
| 1997 年 | 投资银行迪恩威特公司 Dean Witter | 补足零售经纪业务 |
| 1999 年 | 西班牙咨询公司 AB Asesores | 拓宽渠道、开拓市场，补足咨询业务 |
| 2006 年 | 抵押住宅贷款服务商 Saxon Capital | 建立全球垂直一体化住宅抵押业务 |
| 2006 年 | 绝对回报投资策略提供商 FrontPoint Partners | 强化投资管理与另类投资业务 |
| 2006 年 | 俄罗斯抵押贷款银行 City Mortgage | 建立全球垂直一体化住宅抵押业务 |
| 2009 年 | 花旗美邦 Smith Barney | 转型财富和资产管理业务 |
| 2010 年 | 与 MUFG 在日本成立证券合资企业，占股 40% | 进入日本市场 |
| 2011 年 | 与华鑫证券共同成立中国证券合资企业 | 扩大在中国国内业务范围 |
| 2013 年 | 收购摩根士丹利美邦 MSSB 所有剩余股权 | 发展财富和资产管理业务 |
| 2019 年 | 加拿大软件服务提供商 Solium Capital | 搭建股票平台，开拓财富管理业务 |
| 2020 年 2 月 | 折扣经纪商 E-Trade | 拓展数字访问及数字银行服务，加速财富管理转型 |

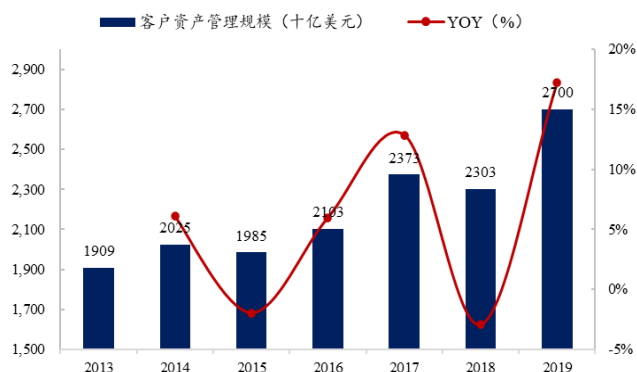
资料来源：摩根士丹利官网，兴业证券经济与金融研究院整理

- 1) 收购迪恩威特，补足零售经纪业务。**1997 年，摩根士丹利与专为零售业服务的股票经纪公司迪恩威特合并，迅速补齐零售经纪业务。在被收购前，迪恩威特已是美国证券业最大的零售企业之一，总市值达 130 亿美元，拥有 361 处分部和 8500 多名专职证券经纪人。迪恩威特以散户为中心的证券经纪网络与专注于机构大客户的摩根士丹利形成优势互补和有机融合。
- 2) 合并花旗美邦，迈进全球财富管理第一梯队。**2009 年，摩根士丹利收购花旗美邦（Smith Barney）经纪业务部门的控制权（持股 51%），两者实现强强联合，随后逐年收购花旗持有的剩余股份，直至 2013 年实现全资控股，有效助力大摩跨入全球顶尖财富管理机构行列。成立初期的摩根士丹利美邦成功融合原花旗美邦的近一万名投资顾问以及庞大的客户资产资源，投资顾问数量由 8426 人迅速提升至 18135 人，财富管理业务收入同比增长 34% 至 94 亿美元，占比总收入达 40%。随后继续重点布局财富管理板块，截至 2019 年，摩根士丹利全球财富管理业务收入达 177.37 亿元，占比总收入 42%；管理客户资产规模达 2.7 万亿美元，人均管理资产达 1.75 亿美元。

图 5、大摩投顾数量、人均创收及人均管理资产情况



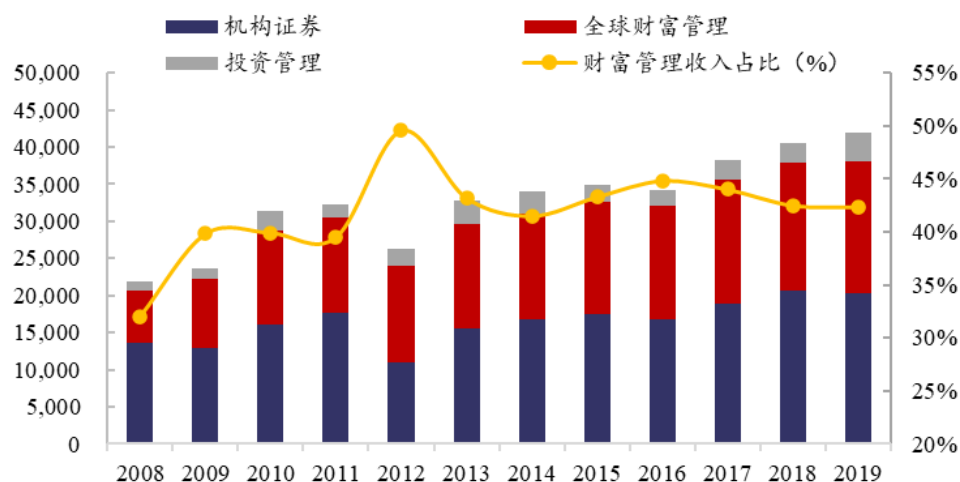
图 6、2019 年大摩管理客户资产规模达 2.7 万亿美元



数据来源：摩根士丹利年报，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 7、摩根士丹利的财富管理业务占比总收入 40%-50%（百万美元）

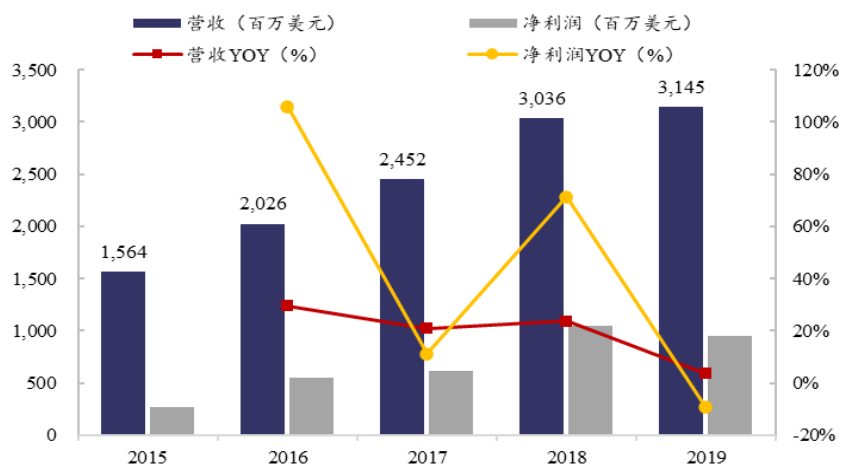


数据来源：摩根士丹利年报，兴业证券经济与金融研究院整理

- 3) **收购折扣经纪商 E-Trade，强强联手夯实财富管理领导地位。**2020 年 2 月摩根士丹利宣布以 130 亿美元价格收购亿创理财（E-trade），每股 E-Trade 股份可置换 1.0432 股摩根士丹利股份，根据 2 月 19 日收盘价计算，大摩拟以每股 58.74 美元的价格收购。此次合并是美国自 08 年金融危机以来最大规模交易，预计将于 2020 年四季度完成，整合完成后将显著增加摩根士丹利财富管理业务的规模和广度，加速其财富管理业务转型。

E-Trade 成立于 1982 年，是全美 Top3 互联网折扣经纪商，为零售、企业及机构客户提供全球理财服务。2019 年 E-Trade 实现营收 31.45 亿美元/+3.6%，净利润 9.55 亿美元/-9.2%；从 2016-2018 年业绩表现来看，营收增速分别为 29.5%/21%/23.8%；净利润增速分别达 106%/11.2%/71.3%，发展势头迅猛。截至 2019 年末，E-Trade 合计拥有 722.68 万个客户账户，较 2018 年增加 30.4 万个，其中零售客户账户 516.98 万个，机构客户账户 190.88 万个，顾问服务账户 14.82 万个；管理客户资产规模达 5408 亿美元，较 2018 年增长 33.2%。此次交易完成后，摩根士丹利将获得 E-Trade 的所有客户账户和管理资产，同时拓展数字访问及数字银行服务，完善财富管理的全业务链条，进一步夯实其在财富管理领域的领导地位。

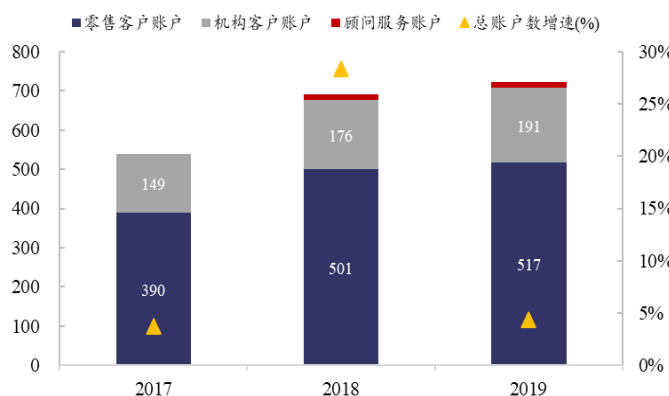
图 8、2015-2019 年 E-Trade 的营收及净利润变动情况



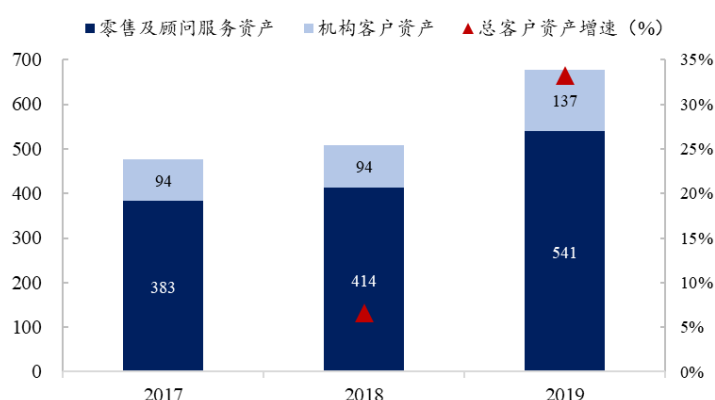
数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、E-Trade 客户账户数量及增速（万个）

图 10、E-Trade 客户资产管理规模及增速（十亿美元）



数据来源：E-Trade 年报，兴业证券经济与金融研究院整理



数据来源：E-Trade 年报，兴业证券经济与金融研究院整理

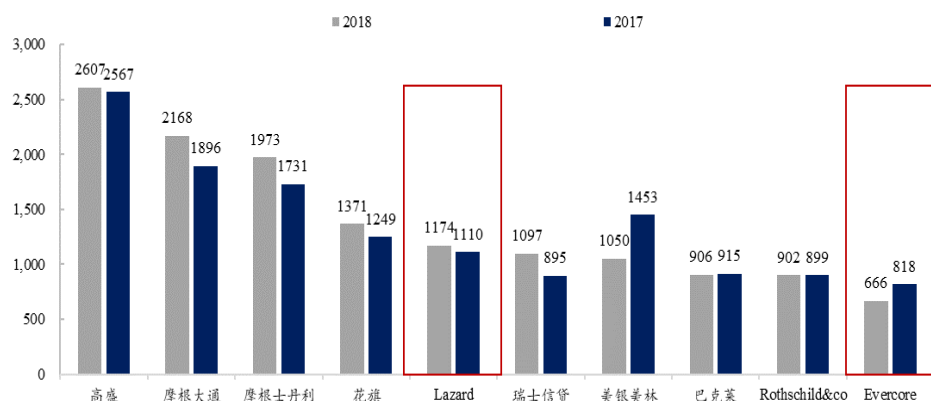
1.3、精品投资银行：专业化并购，夯实深度&提升广度

并购重组市场收入已成为华尔街投行第一大收入来源，其中精品投行跻身行业 Top10。美国市场的 M&A 规模稳定且交易频繁，并购市场收入已超过股权和债券融资收入成为美国投行第一大收入来源，整体收入规模已超过 200 亿美元。从美国并购市场排名 Top10 投行来看，除了耳熟能详的高盛、摩根士丹利和摩根大通等全能型大投行外，也出现了 Lazard、Evercore 这些精品投行的身影。且近 10 年多来，精品投行在并购领域收入市占率逐年攀升，在 2018 年已超过 40%。精品投行之所以能够实现弯道突围，主要由于并购重组中需要的金融服务专业程度较高，项目间差异化较大，并不具备规模效应，因此专注于部分领域的精品投行能够在该细分市场中与传统全能投行同台竞争；且其完全轻资产化、重人力资本的经营模式也同样适用于国内非头部券商发展投行业务。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 9 -

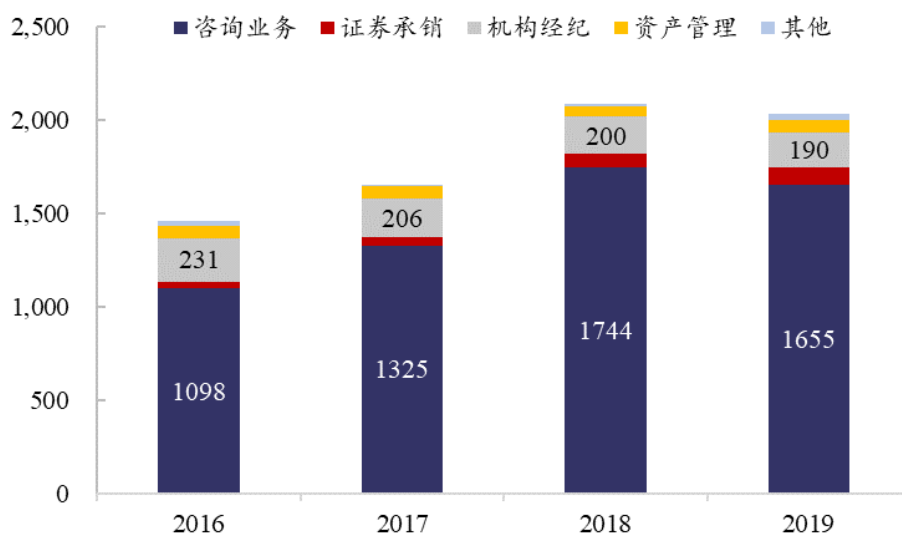
图 11、全球投行财务顾问收入排名前 10（按 2018 年排序，百万美元）



数据来源：Dealogic，兴业证券经济与金融研究院整理

Evercore 是美国精品投行成功的典范，咨询业务收入占比超 80%。 Evercore 创立于 1995 年，主营业务包括投资银行（Investment Banking）和投资管理（Investment Management），前者主要提供并购咨询、证券承销、杠杆收购、资产剥离、股票研究/买卖等服务，后者则为机构投资者及高净值个人客户管理金融资产。在 20 多年发展时间里，Evercore 通过一系列并购重组将咨询业务从原本的医疗保健、房地产、交通运输、金融等个别优势领域逐步扩大覆盖，进军消费零售、TMT、能源和工业领域，被《财富》杂志评选为 100 家增长最快的公司。截至 2019 年末，公司实现营业收入 20.33 亿美元，其中咨询业务收入 16.55 亿美元，占比达 81.4%。

图 12、Evercore 咨询业务收入占比维持 80%以上（百万美元）



数据来源：Evercore 年报，兴业证券经济与金融研究院整理

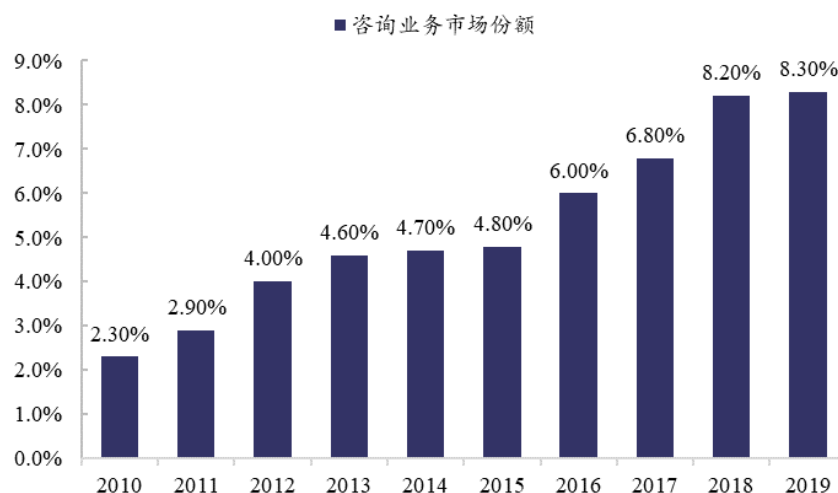
表 3、Evercore 重要兼并收购活动

| 年份 | 兼并对象 | 目的 |
|--------|--|-----------------------|
| 2006 年 | 英国并购咨询公司 Bravehear Financial Services | 优化财务顾问、并购咨询业务 |
| | 墨西哥精品投行 Protego Asesores | 扩展能源行业并购重组、房地产财务顾问业务 |
| 2010 年 | 巴西独立精品投行 G5 advisors' partners | 深化并购咨询、财务重组咨询服务及风险投资 |
| | 英国资管公司 Neuberger Berman 旗下私募基金 | 完善基金筹资、能源基建、风投等另类投资业务 |
| | 投资咨询公司 Atalanta Sosnoff 49% 权益 | 完善财富管理、机构资管业务 |
| 2011 年 | 房地产咨询 MJC Associates | 投行咨询服务拓展至商业房地产 |
| | 英国投行财务顾问 Lexicon Partners | 深化能源、基建、公用事业领域的并购重组业务 |
| 2012 年 | 美国对冲基金 ABS Investment Management 45% 权益 | 丰富权益投资策略与资产管理业务 |
| 2014 年 | 美国财富管理公司 Mt. Eden Investment Advisors | 加强投资咨询、资管业务 |
| 2015 年 | 美国研究咨询公司 ISI (International Strategy & Investment) | 丰富权益研究、咨询服务 |
| 2015 年 | 德国投行咨询公司 Kuna & Co. | 深化兼并重组业务，切入德国咨询市场 |

资料来源：Evercore 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

Evercore 的并购路径清晰明确，一方面持续夯实优势领域的专业深度，另一方面不断丰富细分领域的覆盖广度。2006 年收购墨西哥精品投行 Protego Asesores，扩展能源项目融资、房地产咨询顾问服务；2010 年收购巴西精品投行 G5 advisors' partners，被并购方为巴西最大的独立财务咨询服务公司，深耕并购、财务重组、IPO 咨询等业务；2011 年收购英国财务顾问公司 Lexicon Partners，加强能源、基建、公用事业领域的专业覆盖；2014 年收购专注于权益研究的 International Strategy & Investment (ISI)，成功加强与机构投资者的联系互动，夯实研究能力的同时为并购业务增加潜在买方；2015 年收购德国咨询公司 Kuna & Co.，不仅进一步丰富并购、融资和重组咨询，还为其进入德国咨询市场提供了良好切入点。受益于一系列成功并购，公司咨询收入市占率从 2010 年的 2.3% 提升至 2019 年的 8.3%，在华尔街投行中排名第四。

图 13、Evercore 咨询业务市场份额已达 8.30%

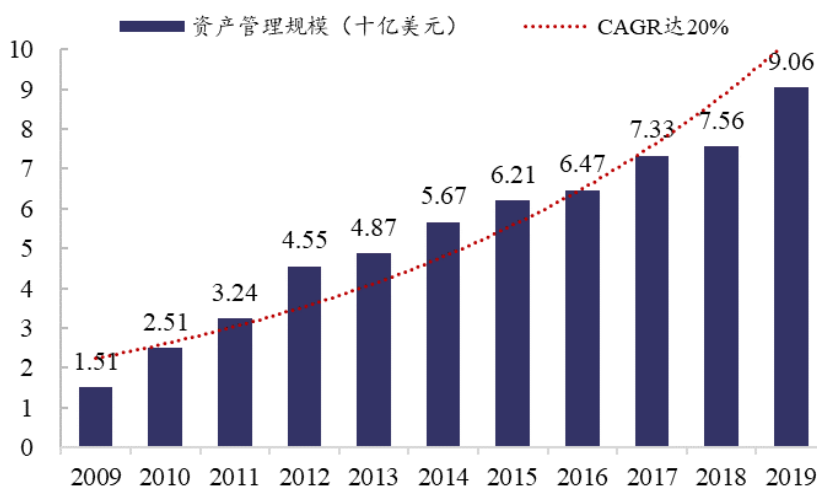


数据来源：Evercore 年报，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

除此之外，Evercore 也通过并购重组逐步壮大了资产管理业务。2010 年收购投资咨询公司 Atalanta Sosnoff 49% 的权益，该公司为机构、高净值及零售客户管理资产规模超 100 亿美元，拥有强劲的投资回报及优质的客户服务；2011 年收购美国对冲基金 ABS Investment Management 45% 权益，有效丰富了公司的权益投资策略及另类投资管理服务；2012 年收购美国一家地区性财富管理公司 Mt. Eden Investment Advisors，针对高净值家庭、信托公司等提供定制化投资策略，进一步壮大公司资管规模及投资顾问人才。Evercore 的资产管理业务发展立足于公司对各行业扎实的研究实力，是投资银行业务产业链的延伸，截至 2019 年末，公司资产管理规模达到 106.9 亿美元，其中 Evercore Wealth Management 管理的资产增至 76 亿美元，近 10 年来 CAGR 高达 20%。

图 14、Evercore Wealth Management 资产管理规模情况

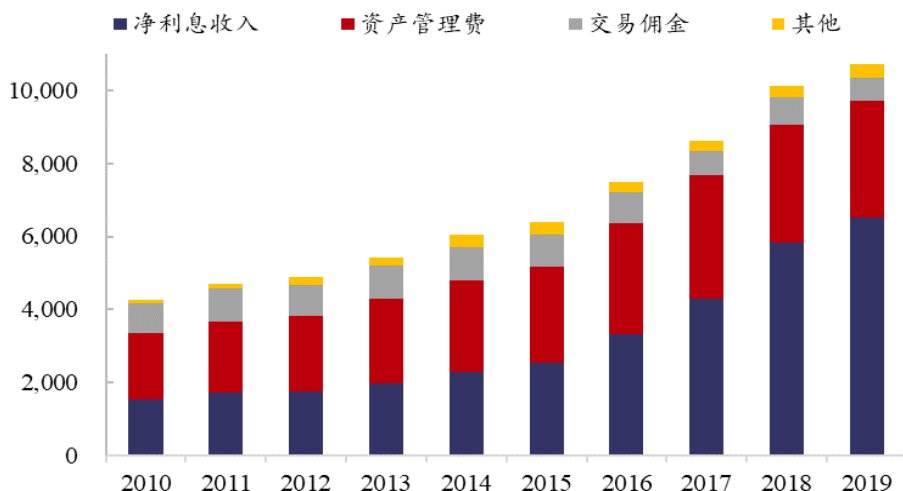


数据来源：Evercore 年报，兴业证券经济与金融研究院整理

1.4、财富管理机构：提升业务规模，拓展变现渠道

嘉信理财起步于折扣经纪商，而后成功转型为全球资产管理规模领先的财富管理机构。20 世纪 70 年代，美国取消证券交易固定佣金制度后，经纪业务竞争加剧，在此背景下嘉信理财率先通过降佣、免佣等方式打造折扣经纪商品牌，实现差异化竞争和零售客户的快速积累；而后顺应互联网浪潮发展在线交易业务，转型为互联网券商，有效实现了交易量及账户数的大幅提升；2000 年混业经营以来嘉信明确战略定位，全面转型为针对大众富裕客户的一站式财富管理综合服务商，主营业务包括证券经纪业务、资产管理业务和银行存贷款业务。2019 年公司实现营收 107.21 亿美元，较 2015 年年复合增长率达 13.86%，其中净利息收入、资产管理费、交易佣金占比分别为 60.8%、30.0%、5.8%。

图 15、嘉信理财的净利息收入+资管收入贡献核心营收（百万美元）



数据来源：嘉信理财年报，兴业证券经济与金融研究院整理

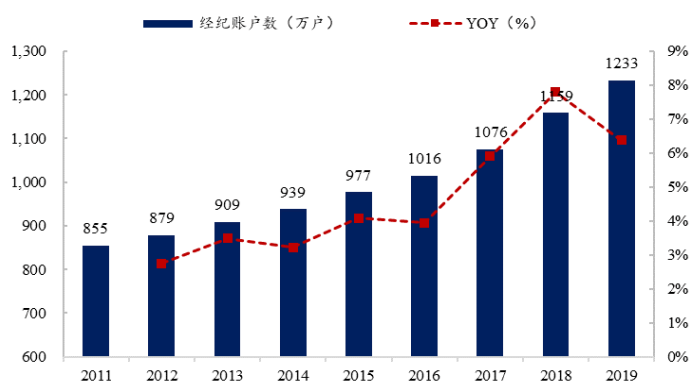
表 4、嘉信理财重要兼并收购活动

| 年份 | 兼并对象 | 目的 |
|--------|-------------------------------------|-----------------------------------|
| 1995 年 | 英国折扣经纪商 ShareLink | 巩固基础业务折扣经纪商地位 |
| | 退休金管理公司 The Hampton Company | 发展资产管理业务 |
| 2000 年 | 互联网公司 CyBerCorp | 改进软件、分级定价工具，加强交易终端技术实力 |
| | 美国信托公司 U.S. Trust Corp. | 拓展私人客户服务项目 |
| | 研究咨询公司 Chicago Investment Analytics | 提升证券研究和咨询服务 |
| 2003 年 | 研究型券商 Soundview Technology Group | 提升机构投资咨询能力 |
| 2007 年 | 退休计划提供商 401（K）公司 | 发展资产管理业务 |
| | 投资研究与咨询公司 Global Real Analytics | 提升投研和咨询服务能力 |
| 2010 年 | 咨询公司 Windward Investment Management | 加强 ETF 投资组合实力 |
| 2011 年 | 期权和期货线上经纪商 Options Xpress | 扩大投资者及交易工具范围，丰富多策略投资 |
| | 自动化软件供应商 Compliance11 | 整合金融服务产业链的上游，扩大对企业客户的合规监控及申报工具的供应 |
| 2012 年 | 资产管理公司 Thomas Partners | 丰富收益导向型投资策略 |
| 2019 年 | 美国第二大网络折扣经纪商 TD Ameritrade | 强强联合，扩大客户规模，提高市场地位 |
| 2020 年 | 投资管理公司 USAA | 进一步提升客户规模 |

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

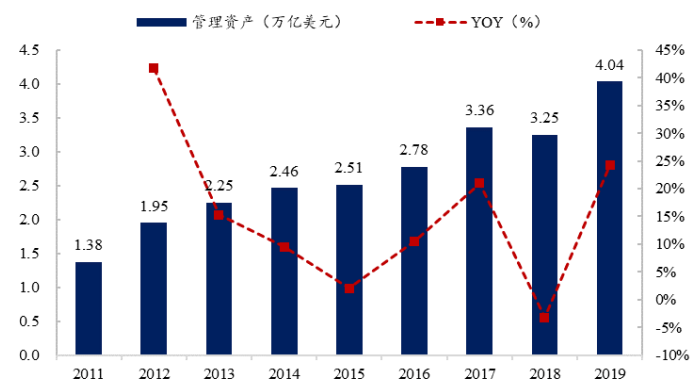
嘉信理财通过一系列外延并购迅速提升业务规模、拓展变现渠道，增强综合经营能力。嘉信理财的并购路径以“提升业务规模+拓展变现渠道”为主线，通过并购互联网公司 CyBerCorp、自动化软件供应商 Compliance11 等技术公司有效加强了交易终端的技术实力；通过并购研究咨询公司 Chicago Investment Analytics、Global Real Analytics 等增强了投研实力及产品创设能力；以及通过并购退休计划提供商 The Hampton Company、401（K）公司、网络折扣经纪商 TD Ameritrade 和投资管理公司 USAA 等，实现客户资产规模、经纪账户数及市占率的稳步攀升。2010 年以来，嘉信理财的活跃经纪账户数由 855 万户迅速提升至 1233 万户；管理资产规模由 1.57 万亿美元增长至 4.04 万亿美元，增幅高达 157%。

图 16、嘉信理财经纪账户数增长情况



数据来源：嘉信理财年报，兴业证券经济与金融研究院整理

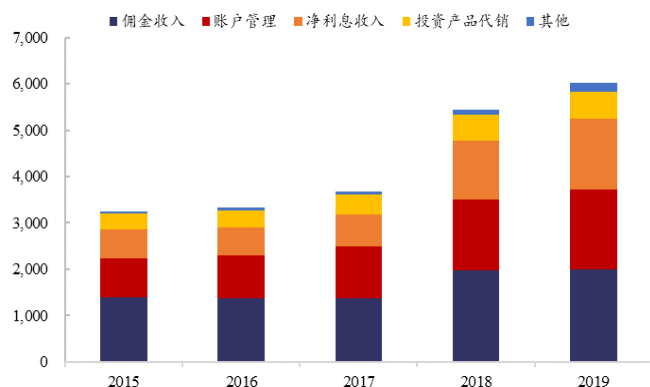
图 17、嘉信理财管理客户资产规模增长情况



数据来源：嘉信理财年报，兴业证券经济与金融研究院整理

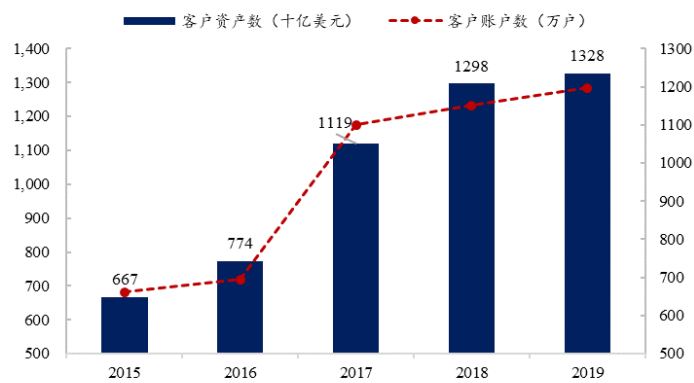
2019年11月25日，嘉信理财宣布以260亿美元收购竞争对手德美利证券（TD Ameritrade），预计并购将于2020年底完成。从德美利经营情况来看，2019年公司实现营收60.16亿美元，较2015年年复合增长率达16.67%，其中佣金收入、账户管理费、净利息收入、投资产品代销占比分别为33%、29%、25%、10%。截至2019财年末，德美利共拥有客户账户数1197万户，管理客户资产规模达1.33万亿美元，若二者强强联合，用户数量及资产规模将迅速大幅提升，缔造出管理资产规模超5万亿美元的巨型财富管理机构，全球领先地位有望进一步夯实。

图 18、德美利的营收规模及占比情况（百万美元）



数据来源：德美利年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、德美利管理资产规模及客户账户数



数据来源：德美利年报，兴业证券经济与金融研究院整理

嘉信理财转型成功的要素在于通过低佣+互联网渠道引流，进一步经营资管及银行业务多元变现；鉴于当前国内的分业经营体制，其成功经验较难复制。嘉信理财的成功转型在于其选择差异化路径，战略聚焦于大型全能投行服务空白的大众富裕客户（25万-100万美元），通过低佣引流+互联网渠道积累庞大的客户基础，而后再将其引流至资管及银行业务，增加客户粘性的同时实现收入的多元变现，当前资管和银行业务已成为嘉信理财的核心收入来源（合计占比超90%）。然而，鉴于当前国内仍实行分业经营、分业监管的经济体制，金融机构暂无法同时持有券商

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

牌照和银行牌照，因此嘉信理财的成功经验较难以复制。后续随着我国混业经营不断探索推进，这种经营模式将会更具参考价值。

二、国内券商成功并购案例探析

中国证券业发展历史较短，从 1985 年逐步开始萌芽到当下 2020 年，前后经历了 35 年，我们根据证券行业几次里程碑式的事件，将其分成如下四个阶段：初创期（1985-1995 年）、分业改革期（1996-2001 年）、综合治理期（2002-2005 年）和平稳发展期（2006-2016 年）。在分业改革期和综合治理期，证券行业在行政指导下经历了 2 次大规模的并购重组活动，完成了分业经营的监管要求及出清业内不良资产；随后在平稳发展期的并购整合大都以市场化并购为主，帮助行业实现优胜劣汰，提升头部集中度。（具体内容参见《鉴往知来，解析证券行业并购重组活动，2020-02-09》）。回顾过往的并购浪潮中，部分券商抓住机会通过并购快速实现扩张，有效提升了自身综合竞争力，下面以中信、华泰证券的成功并购经验为例，深入探析其并购重组路径。

2.1、中信证券：拓展业务版图，成就龙头地位

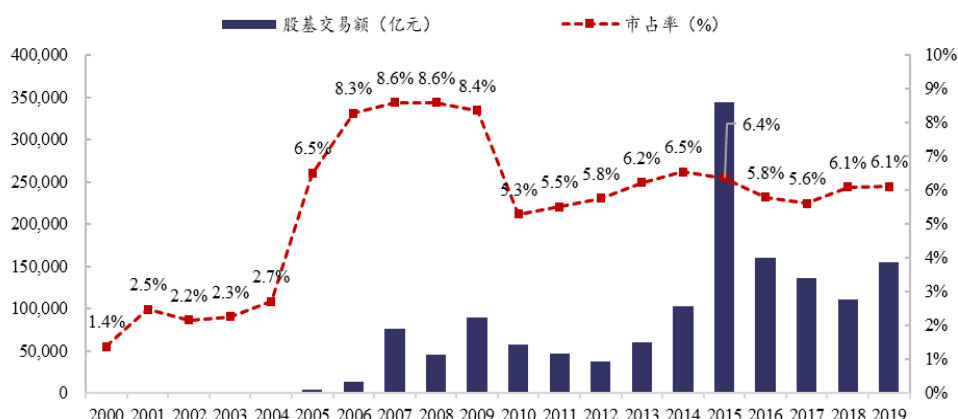
自 2004 年起，中信证券通过一系列反周期兼并扩张走向行业前列。中信证券 1995 年成立，1999 年完成股改，至 2002 年底正式获批上市。上市后的 4 年间中信证券抓住综合治理期的并购重组浪潮，成功收购了万通、金通证券，重组了华夏证券，不仅弥补了中信证券长期以来匮乏的零售网络资源，而且实现了低成本扩张。具体来看，中信证券的扩张路径以沿海为核心，重点拓展浙江、山东、广东、上海、福建等 GDP 实力排名靠前的区域市场，证券营业部数量从上市当年的 40 家激增至 2007 年底的 169 家，经纪业务股基交易份额也从 2006 年跃居行业第 1 名。

表 5、中信证券重要兼并收购活动

| 年份 | 兼并对象 | 省市或地区 | 目的 |
|--------|------|-------|-------------------------------|
| 2004 年 | 万通证券 | 山东省 | 拓展山东、河南市场 |
| 2005 年 | 华夏证券 | 北京市 | 拓展浙江、福建等东南沿海地区市场，增强经纪/投行业务竞争力 |
| 2006 年 | 金通证券 | 浙江省 | 加强在浙江地区的经纪业务实力 |
| 2006 年 | 中信基金 | 广东省 | 发展基金业务板块 |
| 2007 年 | 华夏基金 | 北京市 | 拓展基金业务板块 |
| 2007 年 | 金牛期货 | 深圳市 | 拓展期货业务板块 |
| 2012 年 | 里昂证券 | 香港 | 进军海外市场，实现全球化布局 |
| 2015 年 | 昆仑金融 | 香港 | 拓展外汇经纪业务板块 |
| 2019 年 | 广州证券 | 广东省 | 提升在粤及华南地区的经纪业务竞争力 |

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 20、中信证券的股基交易额及市占率自 2004 年起大幅提升



注：由于沪深交易所 2018Q1 截止公布会员交易量数据，18-19 数据摘自公司年报
数据来源：Wind、中信证券年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 21、中信证券的营业部数量自 2004 年起迅速增长



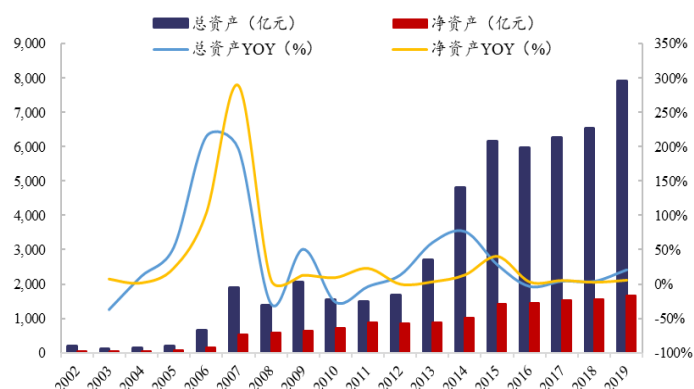
数据来源：中信证券年报，兴业证券经济与金融研究院整理

2007 年中信证券成为国内资本规模最大的券商，奠定龙头地位。适逢 2007 年中国证券市场也迎来了历史性的牛市，股市交易量成几何形增长，达到 45 万亿/+412%，股权融资规模也高达 8297 亿元/+260%，此时布局已完成的中信证券迎来了业绩爆发性增长，2007 年经纪业务稳居行业第一，股基交易份额高达 8.6%¹；股票承销金额市占率位列行业第二，达 20%。由于当时证券行业的收入结构普遍以经纪和投行业务为核心业务，股基交易份额及股权承销市占率的大幅提升有力带动了公司整体盈利水平的提升。再伴随几轮股权的精准扩张，中信证券总资产由上市之初的 118 亿元跃升 16 倍至 2007 年的 1897 亿元，净资产则从 55 亿元跃升 10 倍至 540 亿元，成为国内资本规模最大的券商，奠定其证券行业龙头地位。同时中信证券成功搭建起多数发达省份的客户资源网络，为后续经纪、投行、资管、信用等全业务链条打下坚实的基础。

¹ 注：股基交易份额计算包括中信、万通、华夏、金通。

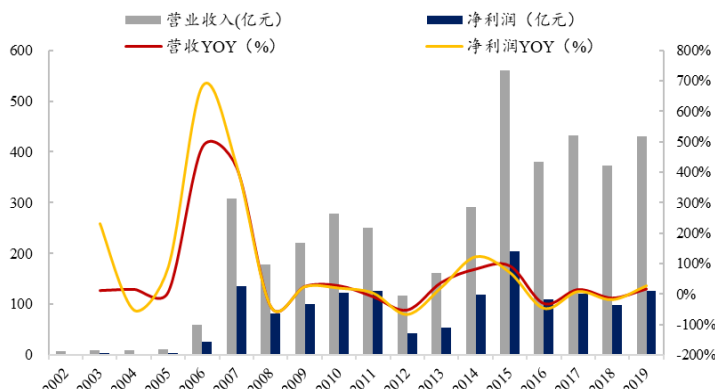
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 22、中信证券 07 年资本规模跃居行业首位



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 23、中信证券营收及净利润 07 年实现飞跃式增长



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2019 年中信证券重启逆周期收购，收购广州证券进一步拓展华南地区业务版图。

2019 年初，中信证券启动收购广州证券预案，2020 年 1 月收购完成，经评估，本次收购广州证券价值共计 121.96 亿元，收购价对应 PB 仅 1.10X，此次收购无论从交易进度还是交易价格都超出市场预期。作为广东地区老牌券商，广州证券在广东省及周边区域具备一定的品牌知名度，中信证券有望通过控股广州证券，进一步促进其在广东地区的业务发展。收购完成后，中信证券可以利用广州证券已有经营网点布局及客户资源，再次提升其经纪业务竞争力。根据 Wind 数据显示，广州证券 2015、2016、2017、2018Q1 股基交易份额分别为 0.37%、0.39%、0.42%、0.45%，呈稳步提升态势。收购完成后，中信证券股基市场份额占比将超 6%，进一步缩小了与华泰证券之间的竞争差距。

表 6、股基交易份额排名

| 2015 年 | | 2016 年 | | 2017 年 | | 2018Q1 | |
|--------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|
| 机构 | 市场份额(%) | 机构 | 市场份额(%) | 机构 | 市场份额(%) | 机构 | 市场份额(%) |
| 华泰证券 | 8.36 | 华泰证券 | 8.85 | 华泰证券 | 7.83 | 华泰证券 | 7.71 |
| 中信证券 | 6.37 | 中信证券 | 5.79 | 国泰君安 | 5.87 | 中信证券 | 5.93 |
| 国泰君安 | 5.42 | 国泰君安 | 5.19 | 中信证券 | 5.60 | 国泰君安 | 5.27 |

注：沪深交易所 2018Q1 截止公布会员交易量数据，因此后续可比口径数据缺失

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 7、中信证券收购广州证券后股基交易份额排名

| 2015 年 | | 2016 年 | | 2017 年 | | 2018Q1 | |
|--------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|
| 机构 | 市场份额(%) | 机构 | 市场份额(%) | 机构 | 市场份额(%) | 机构 | 市场份额(%) |
| 华泰证券 | 8.36 | 华泰证券 | 8.85 | 华泰证券 | 7.83 | 华泰证券 | 7.71 |
| 中信证券 | 6.74 | 中信证券 | 6.18 | 中信证券 | 6.03 | 中信证券 | 6.37 |
| 国泰君安 | 5.42 | 国泰君安 | 5.19 | 国泰君安 | 5.87 | 国泰君安 | 5.27 |

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

回顾中信证券的并购重组路径，除了拓展境内区域版图外，还包括进军海外市场和丰富完善业务链条，全面夯实龙头地位。如 2007 年收购华夏基金拓展公募基金业务、收购金牛期货补足期货业务；2012 年收购里昂证券，进军海外市场，实现全球化布局（2019 年中信证券海外业务收入已达 49.9 亿元，占比 11.6%）；2015 年收购昆仑国际金融集团，拓展外汇经纪市场等。中信证券清晰明确的并购重组路径极大助力了其做大做强，稳坐证券行业的龙头交椅。

2.2、华泰证券：补足短板，助力机构业务强劲发展

华泰证券通过一系列的兼并收购，整合投行、资管、零售网点等资源，不断完善业务短板，综合实力大幅提升。通过托管亚洲证券、信泰证券实现线下零售网点的快速拓展，补足零售经纪业务；通过入股南方基金、长城伟业期货，丰富业务板块，提升综合实力；通过并购联合证券，整合投行产业链，实现机构业务的强劲发展；此外，与金融科技公司 AssetMark 强强联合，开拓海外资产配置渠道，强化资产管理业务竞争力，加速财富管理业务转型。

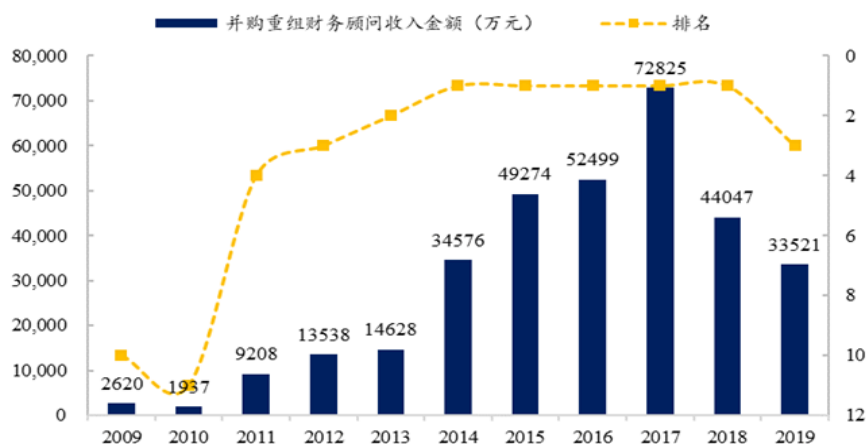
表 8、华泰证券重要兼并收购活动

| 年份 | 兼并对象 | 目的 |
|--------|-----------|---------------------|
| 2003 年 | 南方基金 | 拓展基金业务板块 |
| 2005 年 | 亚洲证券 | 拓展网点布局，补足零售经纪业务 |
| 2006 年 | 联合证券 | 整合投行产业链，投行业务竞争力大幅提升 |
| 2006 年 | 长城伟业期货 | 拓展期货业务板块 |
| 2009 年 | 信泰证券 | 扩张营业网点，占据江苏地区领导地位 |
| 2016 年 | AssetMark | 开拓海外资产配置渠道，助力财富管理转型 |

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

以并购联合证券为例，整合完成后华泰的投行业务实现强劲发展。2006 年 5 月，华泰证券成功受让联合证券 70% 股份，成为控股股东；2009 年 9 月完成全部股权整合，并正式更名为华泰联合证券。公司将华泰联合定位为专注于投行服务的专业子公司，华泰证券的投行业务剥离至华泰联合，而其他业务整合到总部平台。业内有“并购女皇”之称的刘晓丹自 2004 年来到联合证券，后随此次并购整合，2012 年升任华泰联合总裁，在她的领导下，华泰联合的并购重组业务一路从整合完成时的行业十几名跃升至行业首位，持续以创新引领市场，积极打造大量精品明星项目（例如：首例中概股药明康德回归、助力首旅酒店完成收购、辅导 360 回 A 等）。借助原联合团队在并购业务上的绝对优势，华泰的投行业务实现了强劲高增长，据证券业协会数据，自 2014 年起，公司的并购重组财务顾问收入连续 5 年排名行业第一；2019 年并购重组交易家数 14 家，交易金额 1280.65 亿元，均稳居行业首位。

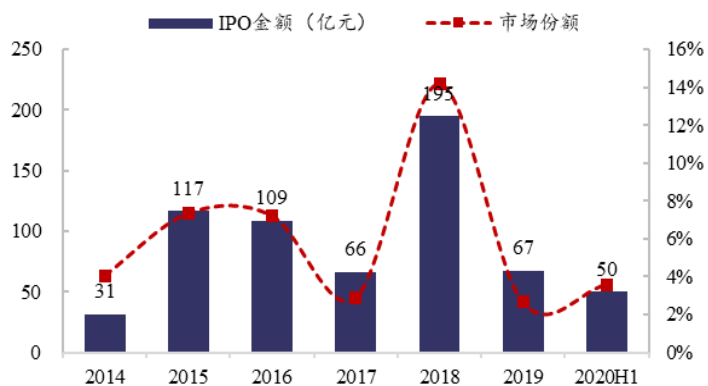
图 24、华泰证券并购重组收入及行业排名



数据来源：证券业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

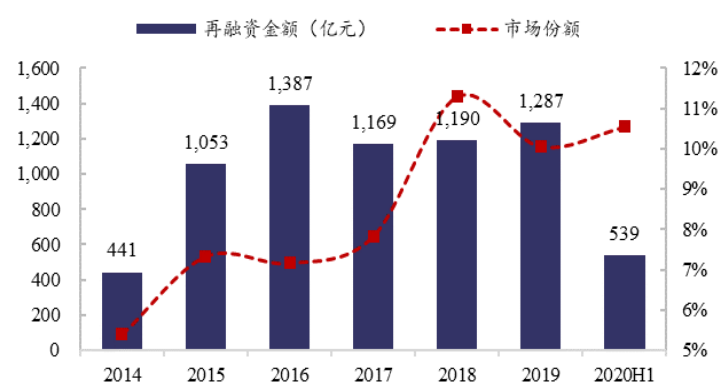
并购重组业务的崛起对股权融资领域产生正面促进作用，近年来行业排名稳步提升。凭借并购重组业务，华泰投行成功执行了多项复杂交易，积累了一定的专业口碑和客户基础。近年来华泰投行在股权融资领域也有显著进步，再融资发行规模市占率稳步提升，从 2010 年的 1.74% 增长至 2020H1 的 10.54%，IPO 发行规模市占率波动上升；债券发行规模的同业市占率也从 2010 年的 1.02% 稳步提升至 2020H1 的 5.09%。我们认为华泰投行并购重组业务积累的专业口碑和客户基础对股权融资业务产生了正面促进影响；同时随着客户数量的增长，债权融资业务也得以稳步提升。华泰原本以经纪业务起家，在投资银行、销售交易等机构业务领域相对缺乏经验及资本优势，合并完成后联合证券的机构服务经验与华泰证券零售业务优势形成良好互补，以及合并后资本规模显著提升，为公司发力机构业务奠定坚实的基础。

图 25、华泰证券 IPO 发行规模及市占率情况



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

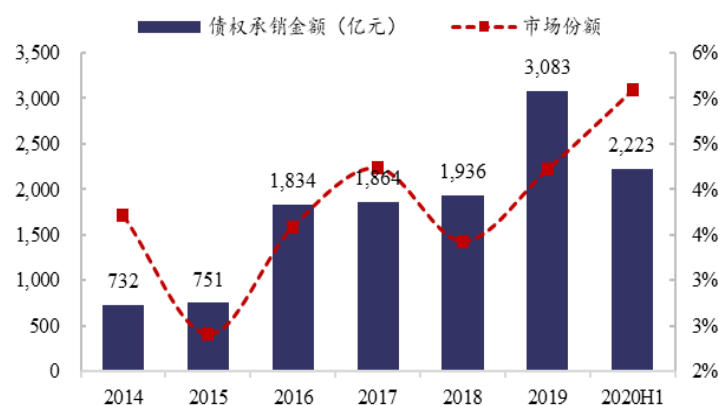
图 26、华泰证券再融资发行规模及市占率情况



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 27、华泰证券债券发行规模及同业市占率情况



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 28、2015-2019 年华泰证券关键指标行业排名

| 指标 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产 | 5 | 5 | 5 | 6 | 3 |
| 净资产 | 4 | 4 | 4 | 4 | 3 |
| 营业收入 | 9 | 5 | 5 | 4 | 3 |
| 净利润 | 9 | 4 | 3 | 4 | 3 |
| 经纪业务 | 7 | 6 | 7 | 5 | 6 |
| 投行业务 | 10 | 9 | 7 | 5 | 6 |
| —股权承销 | 8 | 5 | 11 | 3 | 7 |
| —债权承销 | 26 | 18 | 14 | 12 | 8 |
| —并购重组 | 1 | 1 | 1 | 1 | 3 |
| 资管业务 | 6 | 4 | 2 | 2 | 3 |
| 信用业务 | 5 | 4 | 4 | 5 | 6 |
| 自营业务 | 9 | 4 | 1 | 12 | 2 |

数据来源：证券业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

三、总结：并购重组是快速增强实力、补足短板、扩充资本的有效途径

从美国投行经验来看，整合与分化是证券业发展的主旋律，不同类型的投行均通过并购重组有效提升了自身竞争力。其中大型全能投行如高盛、摩根士丹利通过多元化并购实现了强化业务板块、拓展客户网络、布局国际化市场及扩大公司规模等目的，全面提升综合实力；精品投行 Evercore 通过专业化纵深并购，一方面持续夯实自身优势领域的专业深度，另一方面不断丰富细分领域的覆盖广度，在全球并购重组市场稳稳占据一席之地；财富管理机构嘉信理财，通过一系列并购重组迅速拓展业务规模&变现渠道，由折扣经纪商成功转型为全球顶尖的综合财富管理平台。回顾不同类型海外投行的并购重组路径，虽然各自的并购动因有所差异，但均通过一系列路径清晰的并购重组有效提升了自身竞争力，逐步演变成当前稳态下的多层次差异化竞争格局。

从国内头部券商中信、华泰的并购经验来看，并购重组是快速增强实力、补足短板、扩充资本的有效途径。中信证券通过一系列逆周期低成本收购，迅速拓展了浙江、山东、广东、上海、福建等 GDP 实力排名靠前的区域市场，补足零售经纪业务短板，并有效扩充资本规模，成就其行业龙头地位。华泰证券的并购之路则更加侧重补足机构业务短板，通过收购整合在并购重组领域极具优势的联合证券实现投行业务的跨越式发展，并为“财富管理+机构业务”双轮驱动的战略奠定坚实的发展基础。

然而由于美国证券业经历了百年间的发展，已演变形成专业化分工、定位明确的差异化竞争格局，对比我国券商，当前同质化竞争严重，尚未分化出一批具有显著专业特色的券商，因此我们认为当前海外投行的并购扩张之路较难复制，而国

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 20 -

内中信、华泰证券的并购思路具有较大的参考意义。

展望未来：外部政策支持&业内整合需求，市场化并购重组动力持续提升。在当前资本市场改革背景下，整体监管机制更为开放灵活，为业内并购重组提供了良好的环境。2019 年 11 月监管层提出六大措施积极打造“航母级券商”，其中就包括“多渠道充实证券公司资本，鼓励市场化并购重组，支持行业做优做强”，市场上并购重组呼声渐起。2020 年 7 月 17 日证监会相关部门向各派出机构发布通知，鼓励证券公司、基金管理公司做好组织管理创新工作，其中提到要解决同业竞争问题，鼓励有条件的行业机构实施市场化并购重组，进一步提升了业内并购重组动力。除了政策面以外，证券行业本身业务集中度不断提升，内部存在较强的整合需求；叠加我国金融业深化改革开放，外资券商加速入市，截至 2020 年 8 月末，我国外资控股券商已达 9 家，行业竞争日趋激烈，也使得大中型券商希望借助并购重组快速补足短板、拓展区域市场、增强资本实力，进一步提升综合竞争力。

风险提示：行业竞争加剧风险、政策变化超预期风险、并购整合风险

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | 类别 | 评级 | 说明 |
|---|------|------|--|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15% |
| | | 审慎增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间 |
| | | 中性 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5% |
| | | 无评级 | 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级 |
| | 行业评级 | 推荐 | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数 |
| | | 中性 | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平 |
| | | 回避 | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数 |

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|--|--|--|
| 地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层 | 地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605 | 地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼 |
| 邮编：200135 | 邮编：100033 | 邮编：518035 |
| 邮箱： research@xyzq.com.cn | 邮箱： research@xyzq.com.cn | 邮箱： research@xyzq.com.cn |

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 22 -