



601688.SH

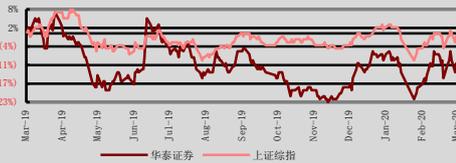
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 19.07

板块评级: 强于大市

股价表现



| (%) | 今年至今 | 1个月 | 3个月 | 12个月 |
|--------|-------|-----|-----|--------|
| 绝对 | (6.3) | 4.4 | 5.6 | (12.6) |
| 相对上证指数 | (2.5) | 2.1 | 4.1 | (10.7) |

| | |
|------------------|---------|
| 发行股数(百万) | 9,077 |
| 流通股(%) | 60 |
| 总市值(人民币 百万) | 173,092 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 2,133 |
| 净负债比率(%) (2020E) | 净现金 |
| 主要股东(%) | |
| 香港中央结算(代理人)有限公司 | 17 |

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以2020年3月11日收市价为标准

相关研究报告

- 《华泰证券》 20191029
- 《华泰证券》 20190830
- 《华泰证券》 20190430

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

非银金融: 证券

兰晓飞

(8610)6622-9085

xiaofei.lan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300511040003

*张天愉、孙嘉康为本报重要贡献者

华泰证券

秣马厉兵深耕财管, 基金投顾御风而行

公司紧握投顾和平台两大转型抓手, 财富管理转型领跑行业, 并引入先进TAMP模式助推转型, 成效显著。买方投顾东风已至, 公司将凭借先发优势御风前行, 加速实现以费代佣的财管新格局。维持公司买入评级。

- **互联网基因夯实基础, 紧握投顾与平台两大财管转型抓手。**根深蒂固的互联网基因因为财富管理转型夯实了客户、渠道等基础, “涨乐财富通”稳居券商APP月活榜第一, 公司股基成交额市场份额6年蝉联行业第一。公司从组织架构、投顾团队、技术平台、资管产品和获客渠道五方面进行财富管理转型, 以投顾和平台作为两大抓手: 投顾团队不断壮大, 截至2020年初, 2384名投顾占母公司总人数的30.93%, 数量与占比均排名行业前列; 公司自主开发升级以“涨乐财富通”、CRM为代表的系统平台, 为投顾提供前中后台全方位支持。
- **引入先进TAMP模式, 助推财富管理转型。**华泰证券出于四方面考量收购美国第三大TAMP平台AssetMark, 提升内部投顾团队建设, 助力财富管理转型: 1) 发挥TAMP平台优势节省时间, 解放投顾劳动力从事高附加值的业务活动; 2) 美国TAMP模式更为成熟, 收购美国公司是获取先进模式的捷径; 3) AssetMark发展迅猛, 2014-2019/06 AuM实现19.46%的年均增长, 借助其丰富资源, 可打造中国居民海外资产配置特色平台; 4) 借鉴AssetMark的投资策略, 完善自身产品风险控制与投资组合策略。
- **管理层稳固+资本充足, 乘基金投顾东风加速起航。**灵魂人物连任和管理层市场化改革保证以财富管理转型发展战略一以贯之, 公司不断充实资本, 持续强化公司在财管转型方面的核心竞争力。公司的转型已初见成效, 客户数量、金融产品销售规模、资管业务收入均实现稳健增长, 传统通道类业务收入依赖度降低。作为首批获得基金投顾资格券商, 公司已抢占财管转型先机, 将借助与公司战略相契合的买方代理模式的东风, 尽快实现以客户为中心、以费代佣的财富管理新格局。

估值

- 鉴于公司19年盈利预告超预期, 我们将19/20/21年归母净利润预测值由83/94/107亿元上调至89/100/114亿元, 看好公司发展前景, 维持买入评级。

风险提示

- 政策出台对行业的影响超预期; 市场波动对行业业绩、估值的双重影响。

投资摘要

| 年结日: 12月31日 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入(人民币, 百万) | 21,109 | 16,108 | 23,240 | 26,422 | 29,862 |
| 变动(%) | 24.8 | (23.69) | 44.3 | 13.7 | 13.0 |
| 归母净利润(人民币, 百万) | 9,277 | 5,033 | 8,945 | 10,020 | 11,433 |
| 变动(%) | 47.9 | (45.75) | 77.7 | 12.0 | 14.1 |
| 每股收益(人民币) | 1.02 | 0.55 | 0.99 | 1.10 | 1.26 |
| 原先预测每股收益(元) | | | 0.92 | 1.04 | 1.18 |
| 调整幅度(%) | | | 7.12 | 6.14 | 6.74 |
| 每股净资产(元/股) | 9.62 | 11.39 | 13.46 | 14.13 | 14.88 |
| 市净率(倍) | 1.98 | 1.67 | 1.42 | 1.35 | 1.28 |
| 市盈率(倍) | 18.66 | 34.39 | 19.35 | 17.28 | 15.14 |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测



目录

| | |
|---|-----------|
| 1 财管转型：互联网助力领先起飞，投顾为羽，平台为翼 | 5 |
| 1.1 互联网基因根深蒂固、贯穿始终 | 5 |
| 1.2 从经纪龙头到财管转型先行者：以客户为中心，以投顾与平台为两大抓手 | 10 |
| 2 收购 ASSETMARK：引入 TAMP 模式，助推财富管理转型 | 14 |
| 2.1 作为美国 TAMP 行业第三大平台，ASSETMARK 蓬勃发展 | 14 |
| 2.2 为什么收购 ASSETMARK 是正确的决定？ | 17 |
| 3 管理层稳固+资本充足，乘基金投顾东风加速起航 | 20 |
| 3.1 管理层稳固高效，保障财管转型战略一以贯之 | 20 |
| 3.2 资本实力持续增强，为财管转型保驾护航 | 21 |
| 3.3 树立行业标杆，财管转型初见成效 | 22 |
| 3.4 作为首批获得基金投顾资格的券商，公司持续扮演财管转型领路人 | 24 |
| 4 盈利预测与估值 | 26 |
| 5 投资建议 | 28 |
| 5 风险提示 | 29 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 股价表现..... | 1 |
| 投资摘要..... | 1 |
| 图表 1.华泰证券互联网转型时间轴..... | 5 |
| 图表 2.“涨乐财富通”几次主要升级..... | 6 |
| 图表 3.“涨乐财富通”上线以来累计下载量..... | 6 |
| 图表 4.“涨乐财富通”月活数..... | 6 |
| 图表 5.移动终端开户数占公司开户数比例..... | 7 |
| 图表 6.移动终端交易量占公司交易量比例..... | 7 |
| 图表 7.2011-2019H1 证券行业与华泰证券经纪业务佣金率..... | 7 |
| 图表 8.2011-2019H1 华泰证券股基成交额（双边）与市场份额..... | 8 |
| 图表 9.2014-2017 华泰证券研发支出与占总营收比例..... | 8 |
| 图表 10.2018 年证券公司 IT 系统投入与人员薪酬前十名..... | 8 |
| 图表 11.2011-2019H 华泰证券营业部数量与同比增速..... | 9 |
| 图表 12. 2018 年龙头券商成本管理能力和排名..... | 9 |
| 图表 13.华泰证券财富管理组织架构调整..... | 10 |
| 图表 14.双轮驱动战略..... | 11 |
| 图表 15.零售客户分层..... | 11 |
| 图表 16.2018 年母公司与主要子公司各业务人员占比..... | 11 |
| 图表 17.2020 年初券商投资顾问规模前十名（合并口径）..... | 11 |
| 图表 18.华泰证券线上、线下一体化财富管理体系..... | 13 |
| 图表 19. TAMP 在投资顾问业务各环节中提供的服务..... | 14 |
| 图表 20.2013-2018 年美国费用制投资顾问收入占比..... | 15 |
| 图表 21.AssetMark 战略实施下的发展历程..... | 16 |
| 图表 22. TAMP 平台搭建并提供高效服务..... | 17 |
| 图表 23. TAMP 平台的三大核心优势..... | 17 |
| 图表 24.2014-2019/06 AssetMark 平台资产规模..... | 19 |
| 图表 25.2014-2018 年 AssetMark 平台客户创收..... | 19 |
| 图表 26.AssetMark 三层级投资策略..... | 19 |
| 图表 27. 2018 年技术人员人数与占比..... | 20 |
| 图表 28. 大券商净资产排名..... | 21 |
| 图表 29.华泰证券经纪及财富管理客户数..... | 22 |
| 图表 30.华泰证券金融产品销售规模及产品保有量..... | 22 |



| | |
|---|----|
| 图表 31. 证券行业资管规模及同比增速..... | 22 |
| 图表 32. 华泰证券私募资管月均规模及同比增速 | 22 |
| 图表 33. 2019Q3 券商私募主动管理月均规模排名 | 23 |
| 图表 34. 2016-2019/09 华泰私募主动管理月均规模占比..... | 23 |
| 图表 35. 2013-2019/09 华泰证券收入结构 | 23 |
| 图表 36. 2013-2019/09 证券行业收入结构 | 23 |
| 图表 37. 2014-2019/09 华泰证券资管业务收入 | 24 |
| 图表 38. 2014-2019/09 证券行业资管业务收入 | 24 |
| 图表 39. 卖方投顾模式..... | 24 |
| 图表 40. 买方投顾模式..... | 25 |
| 图表 41. 华泰证券业绩测算 (万得资讯统计) | 26 |
| 图表 42. 华泰证券主要比率 (万得资讯统计) | 27 |
| 损益表(人民币 百万)..... | 30 |
| 主要比率 | 30 |

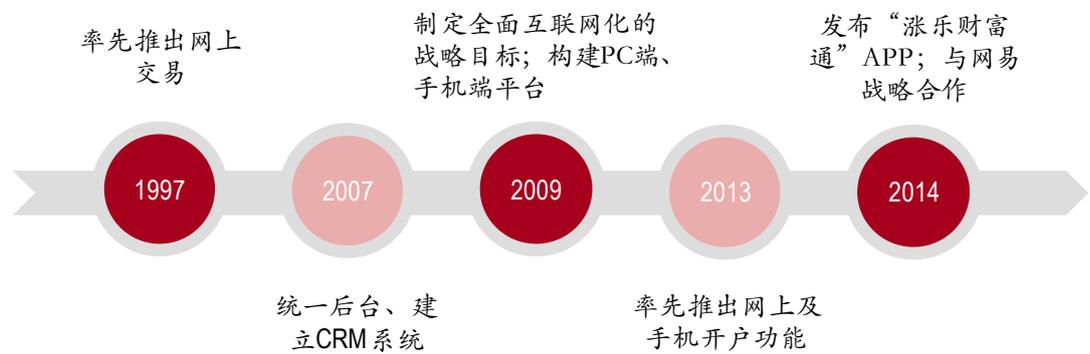
1 财管转型：互联网助力领先起飞，投顾为羽，平台为翼

1.1 互联网基因根深蒂固、贯穿始终

1.1.1 收入端：打造具有流量优势的“涨乐财富通”

作为最早触网的券商，华泰证券的互联网思维领先在起跑线上。早在1997年，华泰证券就率先推出网上交易。2007年，打造客户关系管理系统CRM，构建完整的客户数据库，奠定了华泰证券互联网营销分层分级服务的基础。在智能手机尚未全面普及的2009年，华泰证券将业务全面互联网化作为公司的战略目标，并推出“涨乐”移动财富管理终端，构建PC端、手机移动端互联网平台，形成多渠道服务。2013年3月，证监会放开对“线上开户”的限制，允许实行见证开户、网上开户等非现场开户形式。非现场开户的放开，极大地降低了券商营销成本和运营成本。华泰证券迅速作出反应，半年后率先推出线上开户功能。2014年新一代移动财富管理终端“涨乐财富通”正式上线，融合多项功能于一身的一站式理财平台面向所有互联网用户免费开放。华泰证券凭借领跑全行业的互联网思维和超前的互联网布局，在券商“互联网+”转型的大势中掌握了充分的主动权，形成了以互联网，特别是以移动互联网为核心载体的网上证券经纪服务体系。

图表 1. 华泰证券互联网转型时间轴



资料来源：万得，中银证券

“涨乐财富通”，华泰证券获取零售客户和归集客户资产的核心载体。2014年全新上线的“涨乐财富通”是华泰证券升级推出的一站式理财移动终端，其主要升级在于汇集网上开户、行情查看、证券交易、产品购买、理财资讯、互动咨询、融资融券等丰富功能于一体，突破了以往炒股软件只能炒股，资讯软件只能看行情资讯的弱点，并且通过提供智能和专业化的服务，凸显了APP极强的及时性与互动性。后续“涨乐财富通”紧随信息技术发展的脚步，不断进行技术迭代，扩容服务功能，优化用户体验。2017年，“涨乐财富通”5.0版开启券商人工智能战略布局，2018年再度推陈出新，6.0版全面探索科技赋能财富管理。不断升级与优化的“涨乐财富通”体现出华泰证券对于技术革新与客户体验的重视。

图表 2. “涨乐财富通” 几次主要升级

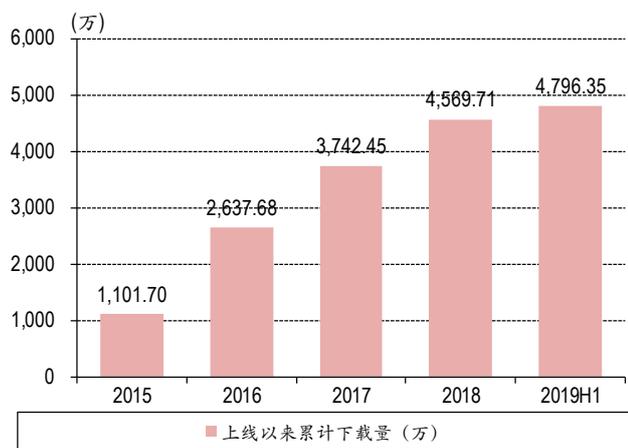
| 时间 | 产品 | 更新内容 |
|--------|-----------|---|
| 2014 年 | 涨乐财富通 | 为客户提供全生命周期、全品种的一站式服务，包括网上开户、行情查看、证券交易、产品购买、理财资讯、互动咨询、融资融券等。内含升级版的华泰证券 紫金理财服务体系 ，可以运用大量的数据分析技术，将有指导价值的资讯等推送给投资者。 |
| 2017 年 | 涨乐财富通 5.0 | 全新推出了涨乐智能家族、全景行情、超级账户、严选理财四大核心模块，并对数十项基础服务进行更新升级，为客户提供全新维度的综合服务， 采用了人工智能、云计算等前沿应用科学，是涨乐财富通与人工智能深度融合的里程碑。 |
| 2018 年 | 涨乐财富通 6.0 | 通过人工智能、云计算等前沿应用科学深度挖掘潜在客户需求，全新推出“ 泰牛智投 ”、“ 智能家族 ”、“ 智能实时账户 ”、“ 涨乐课堂 ”、“ 专家 ”、“ 涨乐 U 会员 ”六大核心模块，并对数十项基础服务进行更新升级，旨在 将智能科技和财富管理紧密结合，为金融理财客户提供量身定制的解决方案。 |
| 2019 年 | 涨乐财富通 7.0 | 全新推出了“ 智能资产配置 ”“ 专业投顾在线服务 ”“ 场景化理财（工资定投、养老产品等） ”“ 智能交易科技（智能条件单、国债逆回购条件下单等） ”四大核心单元，并对数十项基础服务体验进行了优化升级，旨在为投资者提供便捷、高效、有温度的在线财富管理 服务，是金融科技赋能财富管理的重磅力作。 |

资料来源：公司公告，中银证券

与互联网巨头携手共赢，拓宽线上营销渠道。2014 年 4 月，华泰证券与网易开启为期三年的战略合作，网易向华泰证券开放核心广告资源，同时网易或其关联公司在相关产品或频道增加证券开户功能或入口，并引导用户在华泰证券开户，华泰证券提供证券开户系统对接、在线咨询、业务办理、线上和线下金融服务等。除网上开户以外，华泰还从金融产品销售、证券投研服务、客户信息的大数据挖掘线下高端投资活动等业务领域进行合作，从而为投资者提供更优质、便捷的综合财富管理服务。互联网巨头加盟，加速了华泰证券的脱媒，从账户开立、产品推广、支付交易到财富增值管理等各环节带来新的发展机会。

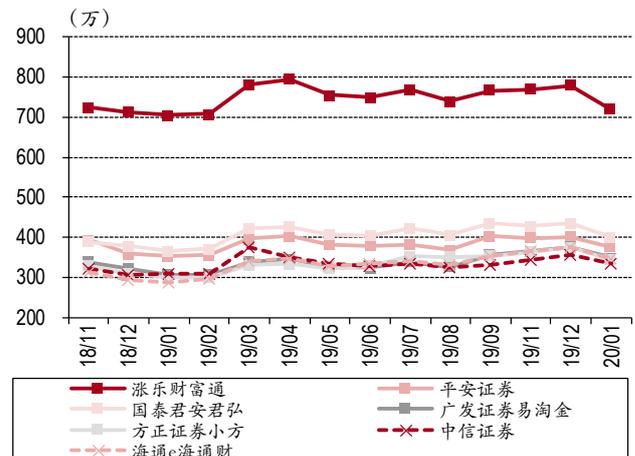
持续升级+网易导流，“涨乐财富通”稳居券商 APP 月活榜第一。华泰证券对“涨乐财富通”的持续升级，显著提升了 APP 的品牌声望、用户活跃度与粘性。从 2014 年 APP 上线至 2019 年 6 月 30 日，“涨乐财富通”已累计下载 4,796.35 万台；2015 年至 2019 年 6 月 30 日，APP 平均月活数由 296.54 万人大幅增长至 748.99 万人，移动终端开户数量占公司总开户数比例由 89.97% 提升至 99.32%，通过移动终端交易的金额占公司总交易量比例由 72.91% 提升至 88.57%，可见客户对于线上交易的依赖性不断增强。根据易观千帆发布的 APP 月活数据，从 2018 年 11 月至今，“涨乐财富通”月活数远超其他传统券商 APP，稳居券商 APP 榜首。

图表 3. “涨乐财富通” 上线以来累计下载量



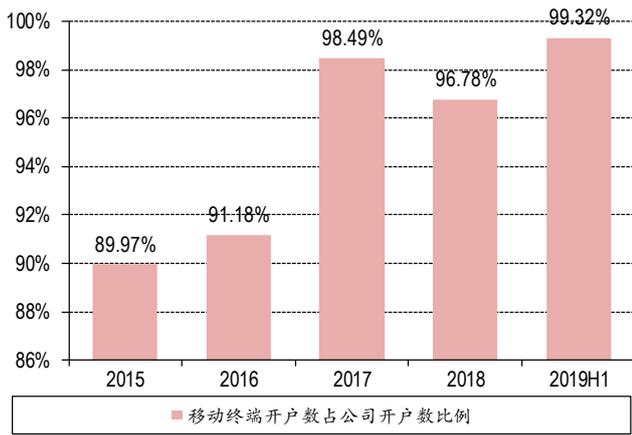
资料来源：易观千帆，公司年报，中银证券

图表 4. “涨乐财富通” 月活数



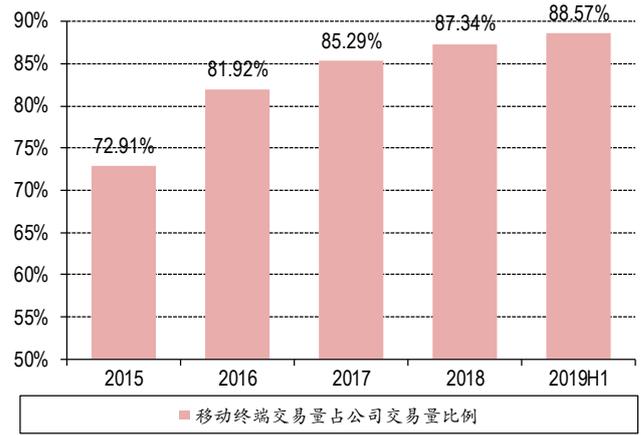
资料来源：易观千帆，公司年报，中银证券

图表 5. 移动终端开户数占公司开户数比例



资料来源：公司年报，中银证券

图表 6. 移动终端交易量占公司交易量比例

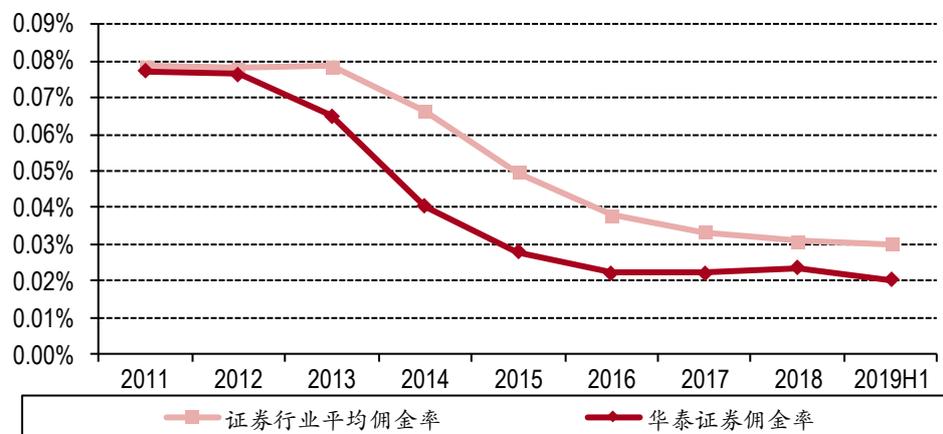


资料来源：公司年报，中银证券

1.1.2 收入端：率先降低佣金率，提高市占率

“壮士断腕”，率先降低佣金率。我国资本市场尚未进入成熟阶段，机构化程度不高，散户投资者占比较高。由于散户投资者对于价格较为敏感，且我国券商传统经纪业务服务内容单一，同质化严重，因此降低佣金率是证券行业经纪业务竞争的主要手段。随着价格战的白热化，行业必定经历长期的佣金率下滑，在此预期下华泰证券选择主动出击，从而避免陷入被动境地。2013年，随着线上开户的放开，华泰证券以“鲶鱼”姿态，率先推出经纪业务降佣改革：1) 在线开户佣金率万分之三起步，以吸引投资者到线上开户；2) 比起全部一刀切的模式，华泰证券建立了一套服务收费差异化的机制，在客户开户时可以根据自身的需求，按照服务定价的分级收费标准自主选择不同的服务套餐，体现了华泰证券的以客户需求为中心的经营理念。2013年华泰证券经纪业务平均佣金率降到万分之6.5，低于行业平均的万分之7.8，此后持续下降，且一直低于行业。截至2019年6月30日，华泰证券经纪业务佣金率降至万分之2.0左右，行业平均佣金率为3.0%。（由于2018年起部分数据停止更新，该年起华泰证券的股基交易额不含上交所场内货币基金交易量）

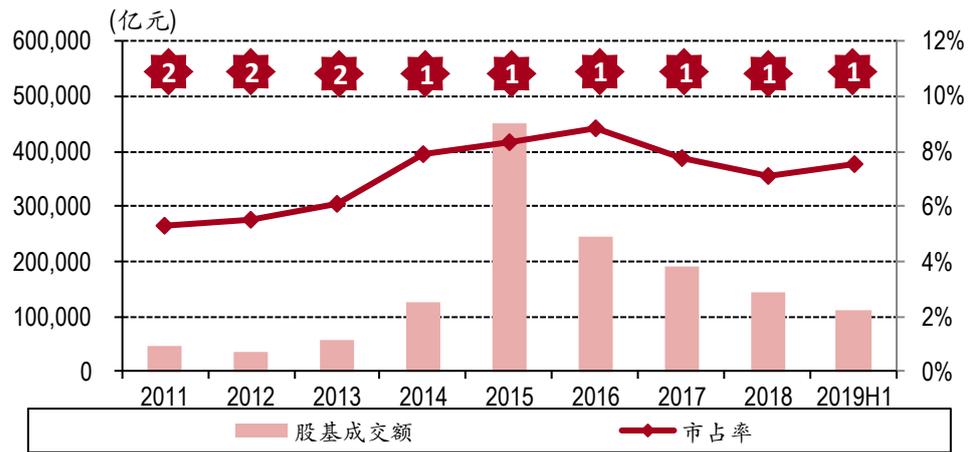
图表 7.2011-2019H1 证券行业与华泰证券经纪业务佣金率



资料来源：万得，中银证券

在低佣的刺激与互联网导流的共同作用下，股基交易额市场份额6年蝉联行业第一。2011年至2015年，华泰证券股基交易额实现大跨步，市占率从5.30%提升至8.85%；由于各家券商跟随华泰证券的步伐普遍降佣致使行业竞争日趋白热化，公司市场份额也有所下降，但是一直牢牢把持行业第一，2019年上半年，华泰证券双边股基成交额为11.09万亿元，市场份额回升至7.09%。总体来看，自2014年公司推行线上低佣开户以来，公司市场份额已连续6年稳坐行业第一。

图表 8.2011-2019H1 华泰证券股基成交额（双边）与市场份额

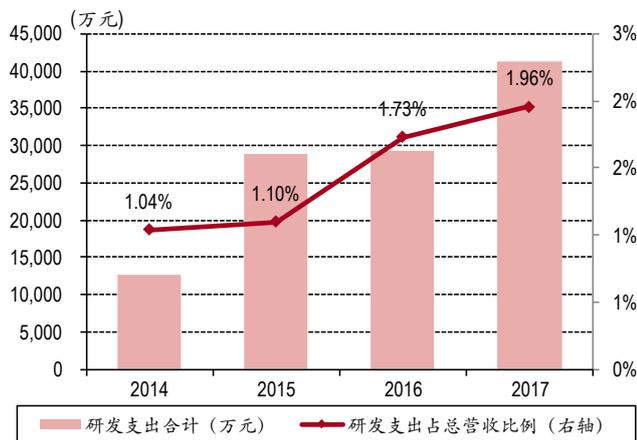


资料来源：公司年报，中银证券

1.1.3 成本端：低佣的底气来源于卓越的成本控制

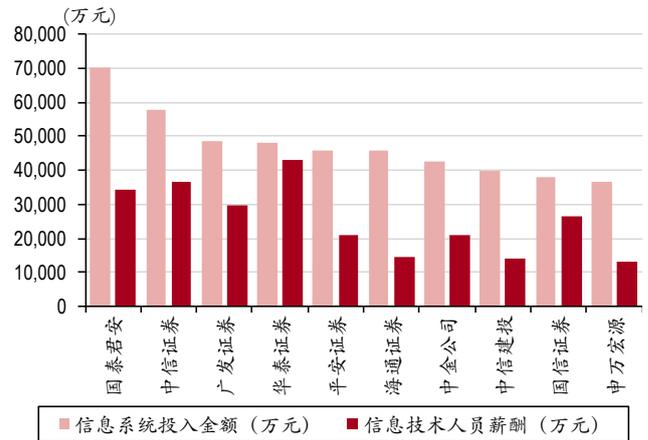
加强研发投入，IT系统与互联网结合降低运营成本。华泰证券一贯重视信息技术创新，持续加强研发投入。2014年至2017年研发支出金额与占总营收比例双双提升，2017年投入4.13亿元，占当年总营收的1.96%；2018年为IT系统投入7.04亿元，行业内排名第四，支付IT人员薪酬4.29亿元，位居行业第一。公司不断完善信息技术系统，大力建设统一的客户服务平台、数据中心、产品平台、交易后台、管理平台等，以强化系统运维管理，全面提升运营效率，降低运营成本。互联网模式下，业务向线上转移，降低了客户、产品、交易等信息的获取与收集成本，使公司能够做到更好的成本控制。

图表 9.2014-2017 华泰证券研发支出与占总营收比例



资料来源：公司年报，中银证券

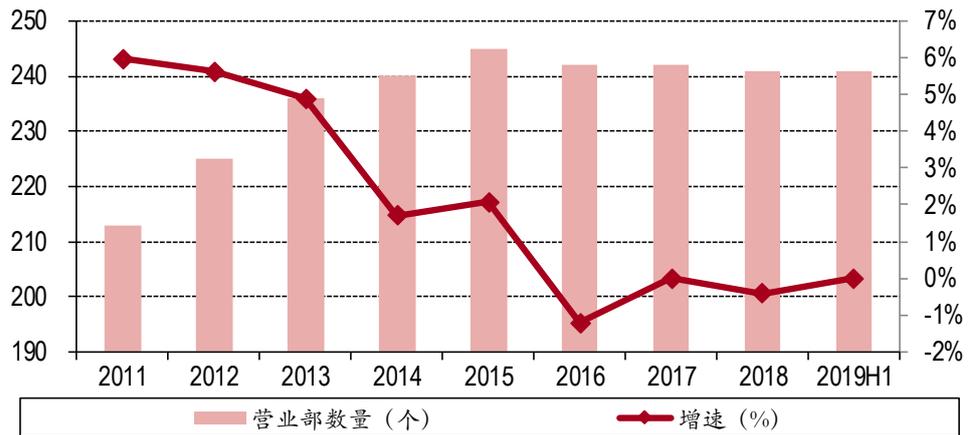
图表 10.2018 年证券公司 IT 系统投入与人员薪酬前十名



资料来源：公司年报，中银证券

线上包揽标准化服务，线下营业部得以“轻装简行”。华泰证券坚定推进线上线下资源整合、服务分工，大量的标准化的服务逐渐向线上转移，而线下网点则重点针对高净值客户、机构客户及企业客户提供个性化的综合金融服务。合理的分工给予了华泰证券减小网点规模的机会。华泰证券在2011年至2015年放缓了线下营业部的扩张速度，2016年以来逐步减少营业部数量。截至2019年6月公司共有241家营业部，网点布局较为成熟，以总部所在的长三角为中心辐射全国。在减量的同时，公司为营业部进行压缩和升级，推动财务、风控、运营等中后台部门向总部和分公司集中，大批量改造为轻型营业部，大幅减少了营业部的成本消耗。

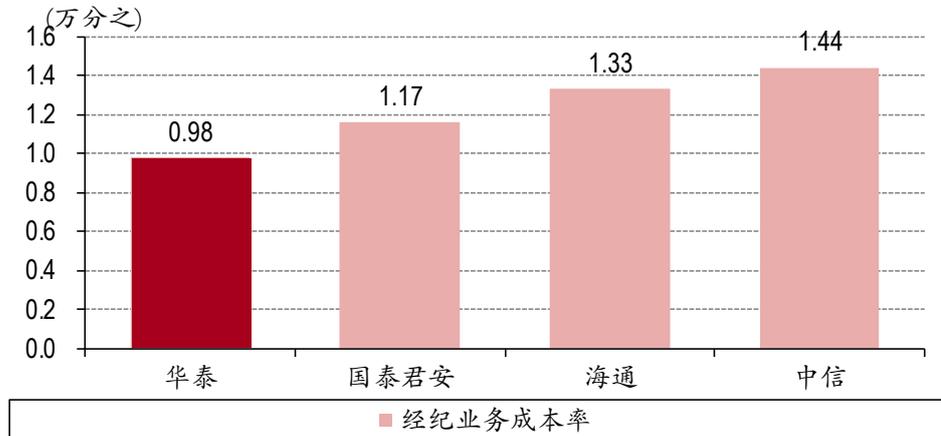
图表 11. 2011-2019H 华泰证券营业部数量与同比增速



资料来源：万得，中银证券

技术升级与线下减负的低成本策略效果显著。根据中证协数据，2018年，华泰证券平均一家营业部实现代理买卖业务收入2,709万元，在头部券商中，仅次于中信证券的2,804万元/家，在全部券商中排名第8。2018年公司经纪业务成本率为万分之0.98，在龙头券商中最低（经纪业务成本率=经纪业务成本/双边股基成交额）。

图表 12. 2018 年龙头券商成本管理能力的排名



资料来源：万得，中银证券

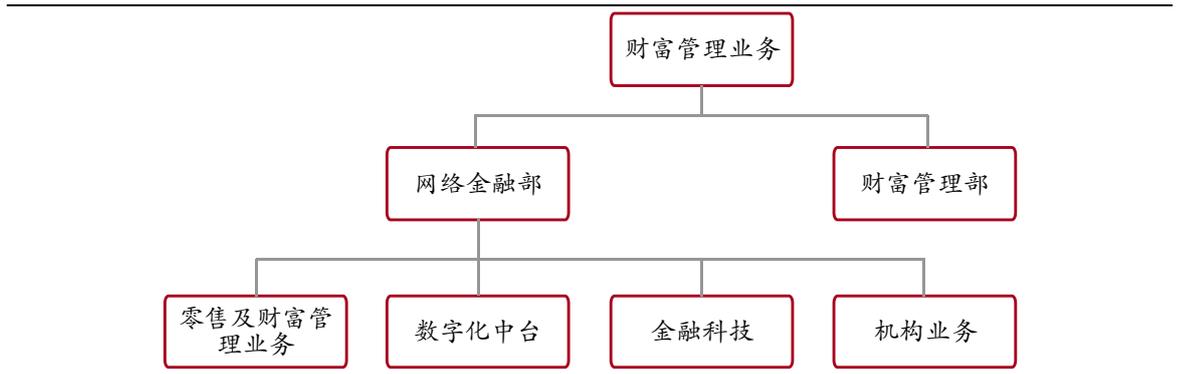
超前的互联网思维打造经纪业务龙头，为财富管理转型积累了客户、渠道、工作平台优势。随着交易型业务模式走到穷途末路，经纪业务由交易转向财富管理是行业大势所趋。华泰证券在超前的互联网战略下，搭建了出众的线上渠道，以低佣的打法获得了庞大的客户基础，持续加码的研发投入为公司搭建了高效智能的运营系统与客户数据系统，形成详细全面的客户画像与产品画像，以便更好地以客户需求为中心进行服务，为华泰证券的财富管理转型打下了坚实的基础。

1.2 从经纪龙头到财管转型先行者：以客户为中心，以投顾与平台为两大抓手

1.2.1 树立以客户为中心的理念并进行组织架构调整

财富管理组织架构调整升级，网络金融部+财富管理部各司其职。华泰证券于 2018 年上半年进行了组织架构调整，将经纪财富管理部并入网络金融部，统称为网络金融部，并设立财富管理部，与网络金融部平级。从分工上来看：网络金融部主要服务普通零售客户，线上线业务合并，统一交由网络金融部负责，同时兼职对营业部进行相关培训；而财富管理部则主要服务高净值客户。网络金融部下设四条主线（每一条主线下又包含四到五个团队）：1) 零售及财富管理业务；2) 数字化中台；3) 金融科技；4) 机构业务。通过业务整合、明确分工，区分普通零售客户与高净值客户，不仅意味着运营及管理效率的提升，更能体现出公司以客户需求为中心，提供差异化服务的理念已经充分渗透到公司的血液中。

图表 13. 华泰证券财富管理组织架构调整

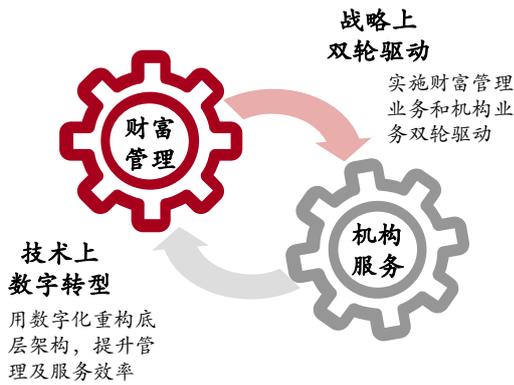


资料来源：公司公告，中银证券

财富管理纳入执委会两条主线，将转型提升至公司层面。2019 年华泰证券取消了总裁与副总裁的职位，取而代之的是首席执行官与执行委员会，根据公司公告，执委会将主要分为两条主线：1) 机构服务：大投行业务条线，包括投行承销业务、创新直投业务、投行 ECM、研究与机构销售等。2) 财富管理：建立总部一体化运营的投顾服务体系，加强基于投研的资产配置策略统一输出；打造线上线下一体化的运营服务新模式，交易型服务向线上集中，线下转向富裕及高净值客户的资产配置服务。执委会将财富管理纳为两条主线之一，无异于将财富管理定义为整个公司的战略，绝非局限于业务板块层面。

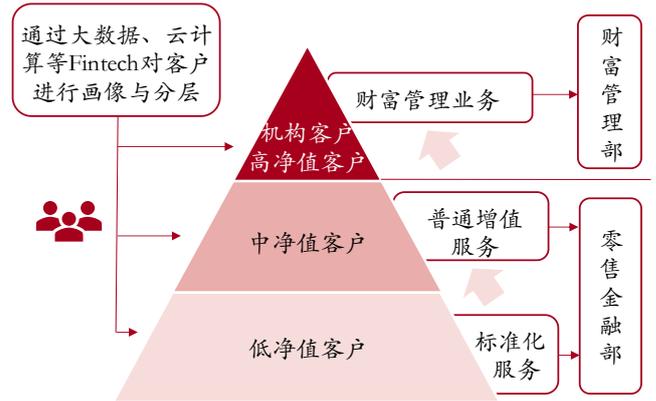
零售客户深化分层，体现以客户需求为中心的理念。按照客户的账户资产规模不同，公司利用大数据技术将零售类客户分成低净值、中净值以及高净值客户（包含机构客户）三类，提供差异化服务。前两类客户统一由网络金融部负责，为两类人群分别提供基础的标准化服务和普通的增值服务，而 1,000 万以上的高净值客户则由财富管理部专职为其负责财富管理业务。

图表 14. 双轮驱动战略



资料来源：公司年报，中银证券

图表 15. 零售客户分层

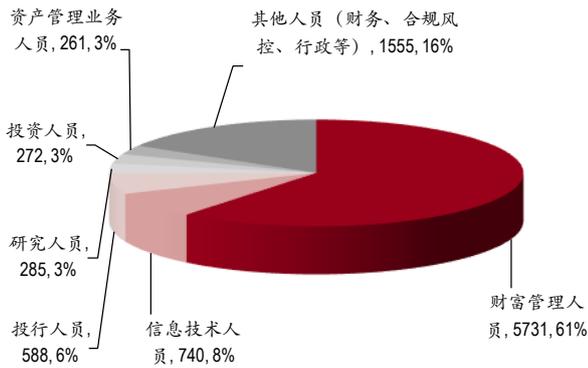


资料来源：公司年报，中银证券

1.2.2 扩大投顾团队，加快财富管理转型步伐

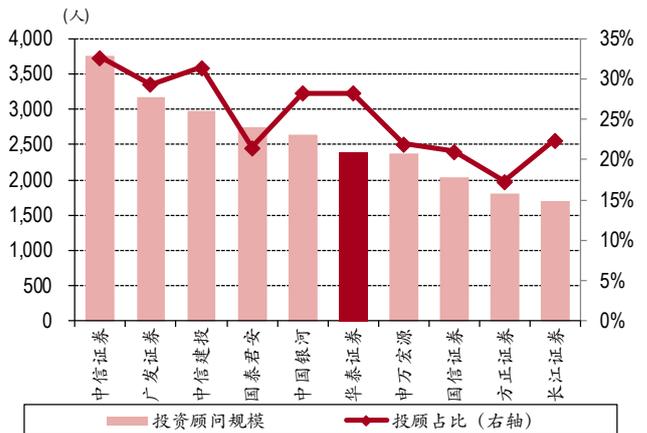
投顾建设是华泰证券财富管理转型重要抓手。华泰证券非常重视投资顾问团队的建设，公司开启财富管理转型战略以来，一直致力于打造财富管理团队。据公司 2018 年年报，集团全部 9,432 名员工中，财富管理业务人员达到 5,731 人，占比达 60.32%。根据中证协，截至 2020 年初，华泰证券公司证券从业人员 7,708 人，其中投资顾问 2,384 人，较 2019 年初提升 8.66%，占比由 2019 年初的 28.98% 进一步提升至 30.93%，投资顾问人数与占比均排名行业前列。

图表 16. 2018 年母公司与主要子公司各业务人员占比



资料来源：公司年报，中银证券

图表 17. 2020 年初券商投资顾问规模前十名 (合并口径)



资料来源：公司年报，中银证券

1.2.3 加强平台建设，为投顾提供中后台支持

以财管工作平台建设与升级为另一抓手，助推财富管理业务转型与升级。公司持续创新移动金融服务模式，升级面向客户的前端平台“涨乐财富通”；内部搭建 CRM 系统，收购 AssetMark，成功引入 TAMP 模式的先进理念，完善服务于投资顾问的中后台。公司倾力打造的一系列平台覆盖了业务的各个环节，助力财管转型。



CRM 客户关系管理系统，科技助力精准营销。随着竞争压力的加大，越来越多的券商开始由被动代理转向主动挖掘客户。早年便开始建立的 CRM 系统即是公司之后转型财富管理的重要支撑之一。CRM 系统概念是客户关系管理，客户管理核心是要知道客户的需求，CRM 系统的核心就是一切围绕着如何了解客户的需求，只有知道了真实需求，才能提供与之相符的服务或产品，这与财富管理的核心思想是相一致的。华泰 CRM 系统的实质是公司发展全产业链的基础数据库，通过整理碎片化的客户资料，从而整理归纳出不同客户的投资偏好、交易偏好甚至潜在需求，为客户提供精确的诊断和投资建议，实现客户导向，提供一站式综合金融服务。另外，公司还通过对海量数据的实时分析和后台分析，挖掘客户的交易行为、交易心理、交易数据等，实现精准营销和差异化风控，提升用户体验与忠诚度。

CRM 系统从多方面助益良多。1) **在营销方面，CRM 在早期就成效显著**，根据 2009 年证券时报对华泰证券的采访，公司理财产品保有量 200 多亿中，通过自身渠道销售的占比超 70%，CRM 通过数据整理与分析让销售团队熟悉客户的喜好功不可没。2) **CRM 的数据是开发理财平台的基础**：通过对客户资料的认真分析和挖掘，华泰证券确定了多维度的客户细分标准，整合公司研究、技术等各方面的资源，区分基础服务和个性化服务，设计一整套的服务产品套餐，开发设计出了“华泰紫金理财服务体系”，包含 72 个服务产品，探索构建了“合适的产品推荐给合适客户”的理财服务模式。3) **CRM 中的数据资料能够帮助增强存量客户的粘性**：随着存量客户持续享受着华泰证券的服务，他们留下了多年的交易记录，通过对长期交易记录的分析 and 挖掘，投资者才能发现自己的投资盲点和投资缺陷，投资者的粘性也会因此增强。4) **CRM 服务于整个集团**：华泰证券推行的是整个公司系统的一体化，因此 CRM 后台并非针对某项业务，而是各个业务板块都能得到这个后台支持，得到核心的数据与客户。

1.2.4 资管产品多样化，全产业链体系助力发展

从国际经验看，**资产管理创新能力是财富管理转型成败的关键**。参照国际经验，投资者对财富管理业务的需求，普遍经历由单纯股票或者债券的简单需求，到股票、债券、外汇、衍生品、贵金属、房地产等多元化资产配置的需求的过程，而客户对券商的服务需求，也从短期的资产增值提升到全生命周期资产管理。

号准转型脉搏，推出多样化资管产品。针对客户日益多元化的理财需求，公司依靠自身团队创设产品或对接第三方产品，实现客户需求的产品化。早在 2013 年 5 月，公司在业内率先推出参与股票质押式回购的资管产品“投融宝”，有效连接客户之间投融资需求。2015 年 5 月起，二级市场行宽幅震荡，风险水平极低的保证金产品再获投资者青睐，中国规模最大的客户保证金资管产品“华泰紫金天天发”不断升级、优化客户体验，规模屡创新高。

通过全产业链体系发展财富管理。全业务链体系对华泰证券向财富管理转型提供了有力支撑，华泰证券基于移动互联网改造业务流程，集成了全业务链体系基础上的综合金融服务，展现出大型综合类券商独有的差异化优势。

1.2.5 线上线下渠道共进，建立一体化财富管理体系

线上：互联网平台引流。互联网是华泰证券发展经纪业务的长久战略，公司持续升级“涨乐财富通”为载体的互联网营销服务体系，不断提高互联网渠道覆盖度，提升互联网引流效应。随着“涨乐财富通”的品牌效应逐渐显现，线上平台已不仅是证券交易的途径，更是公司获取零售客户和归集客户资产的核心载体。（详细请参见 1.1.1 部分）

线下：专注提供个性化服务。公司积极升级传统线下营业网点功能，持续优化营业网点布局，集中网点资源专注于为高净值客户与机构客户提供个性化综合金融服务。随着客户需求的多样化，公司针对客户需求的进行了部门架构改革。（详细请参见 1.1.3 部分）

图表 18. 华泰证券线上、线下一体化财富管理体系



资料来源：公司官网，中银证券，相关数据截至 2018/12/31

2 收购 ASSETMARK：引入 TAMP 模式，助推财富管理转型

2.1 作为美国 TAMP 行业第三大平台，AssetMark 蓬勃发展

华泰证券收购美国 TAMP 行业巨头。2016 年 4 月 13 日，华泰证券将通过其全资子公司华泰金融控股(香港)有限公司收购 AssetMark Financial Holdings, Inc. 全部股份，交易的总对价约为 7.80 亿美元。这是华泰证券的首次海外并购。2016 年 11 月 2 日公告，公司完成对 AssetMark 的收购，最终交易对价为 7.68 亿美元，AssetMark 成为公司间接控股的下属公司。收购当年，AssetMark 就是美国 TAMP 行业中的佼佼者。华泰证券 2016 年年报显示，截至 2016 年末，AssetMark 公司平台资产管理规模 322.51 亿美元，服务投资顾问数量超过 7200 名，其管理规模在 TAMP 位列行业第三，仅次于纽交所上市公司 Envestnet 和 SEI。

TAMP (Turn-key Asset Management Platform) 统包资产管理服务平台，是致力于为注册投资顾问(RIAs)、经纪人、家庭办公室等提供全方位资产管理服务的平台。TAMP 提供一系列包括共同基金、ETF、特定账户在内的投资解决方案，同时还提供会计对账、业绩披露、税务优化、信息报告等后台运营服务。TAMP 可以帮助投资顾问更有效率地管理客户以及客户资产，提供更丰富和专业的投资解决方案，帮助投资顾问实现投资收益最大化。简而言之，TAMP 平台是专门为买方投顾提供系统化服务的平台，为投顾业务的发展提供全方位的支持。

TAMP 在投资顾问业务流程的各个环节都提供了相应的服务。例如客户与风险明细问卷、投资提案生成、投资框架和投资声明等服务可以帮助投资顾问提高获客与客户管理的效率；在策略研究与组合创建环节 TAMP 提供了投资经理研究与尽职调查、资产配置模型等服务；在组合执行、监控与完善环节提供了投资组合解决方案、CRM 管理等。此外，TAMP 还包括产品组合清算、投资表现报告、资金收付、培训、业务评估等报告和商业支持方面的辅助功能。

图表 19. TAMP 在投资顾问业务各环节中提供的服务

| 获客与客户管理 | 策略研究与组合创建 | 组合执行、监控与完善 | 报告 | 商业支持 |
|--|---|---|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> 客户与风险明细问卷 投资提案生成 投资框架和投资声明 | <ul style="list-style-type: none"> 投资经理研究与尽职调查 资产配置模型 三方/外部策略师研究/方案辅助等 | <ul style="list-style-type: none"> 投资组合解决方案(公募基金、ETF、全权委托专户、投顾/基金经理解决方案等) 投资组合的再平衡 CRM 管理等 | <ul style="list-style-type: none"> 产品组合清算 投资组合的会计与对账 投资表现报告 投顾网站搭建等 | <ul style="list-style-type: none"> 资金收付 业务评估 培训 运营、合规、审计、财务支持等 |

资料来源：艾瑞咨询，中银证券

AssetMark 是行业第三大平台。AssetMark 成立于 1996 年，总部位于加州康科德，2007 年被纽交所上市公司 Genworth Financial 以约 2.3 亿美元收购，改名为 Genworth Wealth Management，在这家美国保险业巨头旗下实力大大增强。2013 年私募股权基金 Genstar Capital 和 Aquiline Capital Partners 向 Genworth Financial 以 4.125 亿美元收购了 AssetMark 并改回原名。2016 年被华泰证券收购，2019 年 7 月 18 日以 22 美元的价格于纽约证券交易所上市，员工约 600 名。截至 2019 年 6 月，AssetMark 通过 7,899 家独立注册投资顾问 (Independent Registered Investment Advisor) 间接服务于超过 15 万户家庭，较 2018 年底增长约 16%，AssetMark 平台上管理着 561 亿美元的资产 (包括管理资产及其他 AssetMark 不提供咨询/管理服务的资产)，其资产管理规模占整个行业的 10%，位居行业第三，仅次于纽交所上市公司 Envestnet 和 SEI。



把握行业风向，客户定位具备前瞻性。美国的投资顾问根据是否独立以及所隶属的机构、服务的区域主要划分为独立经纪、保险型经纪、连锁型经纪、全国性经纪、独立投资顾问、零售银行经纪、独立经纪兼独立投资顾问七类，而根据投资顾问不同的收费方式，又分为佣金制（Commission-based）投资顾问和费用制（Fee-based）投资顾问：当佣金制投资顾问的客户购买某类金融产品时，投资顾问会获得一部分佣金收入，为前端佣金收入，客户在持有这部分金融产品（如可变年金等）时，以产品的市值规模为基准会产生部分后端佣金收入；而费用制投资顾问，则是根据其为客户所管理的资产规模为基础，按照一定的费率，定期（如每季度）收取一定的管理费用。AssetMark 的主要客户群体就是费用制的独立投资顾问。然而，在美国超过 30 万的投资顾问群体中，AssetMark 所瞄准的独立投资顾问总数不足 4 万，费用制的独立投顾数量则更少，其选择是基于对行业的深入洞察和对风向的灵敏嗅觉：

1) 美国的投资顾问行业正在经历从传统型投顾向独立投顾的转型。美国财富管理行业主要包括两类渠道，独立型和传统型。AssetMark 认为独立渠道包括注册投资顾问 RIA、独立券商和保险型券商的投资顾问；传统渠道包括全国/地区性券商、银行券商和连锁型投资顾问公司。根据 Cerulli Associates 数据，2012~2017 年间美国财富管理行业独立渠道的市场规模增速超过传统渠道。预期独立渠道在 2017~2022 年间，管理规模将从 8.4 万亿美元上升为 12.1 万亿美元，在 adviser-managed 资产中占比从 42% 上升为 48%。富达（Fidelity）的数据也显示，2013~2016 年间，由 RIA 服务的投资者数量上升了 20%。

2) 美国财富管理行业的整体收费模式趋势是从佣金制转向费用制。根据 PriceMetrix 的数据，2018 年，全部投资顾问收入中 60% 以上来源于费用制收入。未来长期的发展趋势是投资顾问需要满足以投资者利益为首要责任的信托责任标准（a fiduciary standard of advice），这个标准与费用制更为契合。因此，从财富管理行业的发展趋势来看，费用制收费的独立投资顾问是行业未来的发展方向，AssetMark 对于客户的精准定位体现了公司的布局前瞻性，这也与华泰证券对互联网转型与财富管理转型的前瞻性思维相契合。

图表 20.2013-2018 年美国费用制投资顾问收入占比



资料来源：PriceMetrix，中银证券

AssetMark 为独立投资顾问提供 3 类服务。

1) 综合技术平台（Fully integrated technology platform）为投资顾问提供账户开立、组合构建、流程化财务规划、投资报告、客户行为追踪等服务。AssetMark 的一体化技术平台，将投资顾问日常流程操作、客户行为管理、定制化报告、业务拓展、账户开立和管理、组合配置的建立和复合等功能集成在了一个软件里。

2) 定制化和规模化咨询服务（Personalized and scalable adviser service）主要是为投资顾问提供咨询服务，包括专家（管理/投资/退休金）、运营、后台支持团队等咨询服务。其中，区域咨询顾问（regional consultant）为投资顾问提供新设、展业、运营等各项咨询服务。这些咨询顾问包括投资、业务发展、退休金等各方面的专家，帮助投资顾问进行配置构建、提升运营效率等。



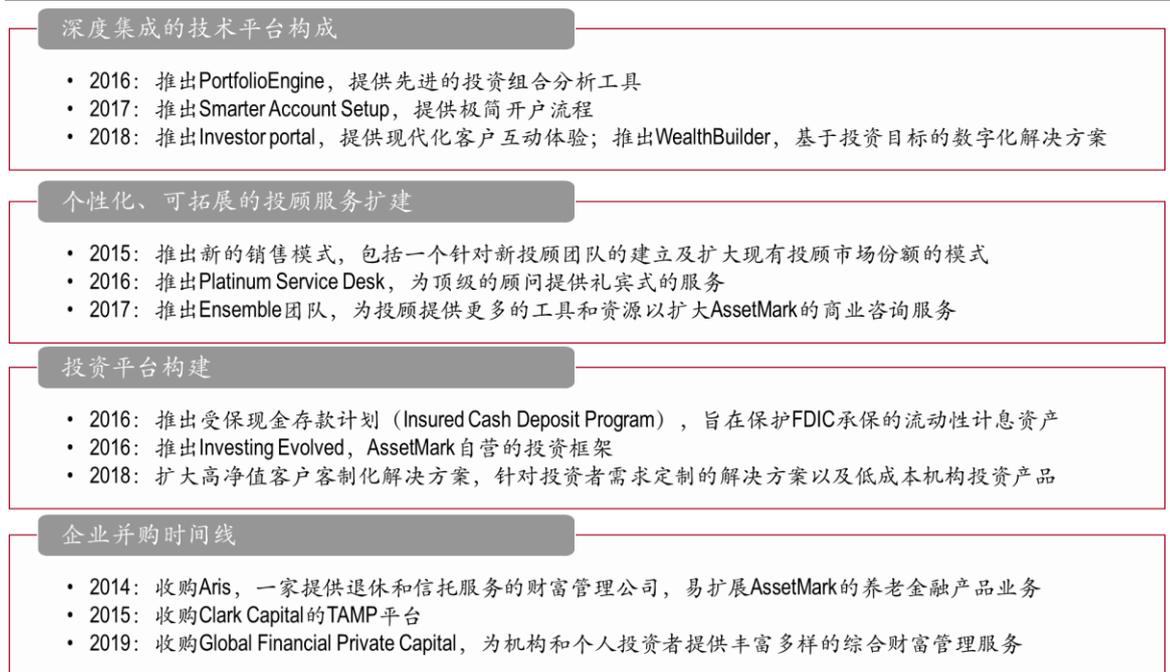
AssetMark 配备关系管理团队 (relationship manager) 帮助投资顾问的后台团队提高效率、提升客户体验。针对不同规模的投资顾问, AssetMark 的关系管理团队提供不同的服务。对于规模大的投资顾问, 有专属团队进行服务。对于小型投资顾问, 由一个集中化团队进行服务。

3) 投资平台服务 (Crated investment platform) AssetMark 为独立投资顾问提供由 20 多位内部专家和一流的第三方资产管理人组成的投资专家团队服务, 其尽调团队对各类产品进行筛选、通过各类技术工具帮助投资顾问构建和监控投资组合。并且可以为一些高净值客户的特定投资需求提供定制化投资服务。AssetMark 认为财务规划能力是财富管理的核心竞争力, 财务规划能力包括资产市场预期、尽职调查、组合构建能力和市场/管理人/组合监控能力。

AssetMark 的收入主要包括两类: asset-based 和 spread-based。前者以资产规模为基础、按照一定费率, 每个季度收取一次, 费率主要取决于 AssetMark 为这部分资产提供服务的类型、资产配置里所涉及的资产/基金/管理人。后者主要来源于投资人在 AssetMark 下属信托公司账户中所持有的现金资产。客户在 AssetMark 下属全资信托子公司 ATC 开立账户中, 按照要求需要持有一定量的现金资产, ATC 通过第三方银行将客户这些现金资产进行投资, ATC 从这部分投资收益中抽取一部分即为 spread-based 收入。这部分收入主要受联邦利率影响。2018 年, AssetMark 总收入 3.64 亿美元, 其中 asset-based 收入 3.38 亿, 占比 93%, spread-based 收入 2,040 万美元, 占比 6%。

华泰证券“无为而治”, AssetMark 战略获得认可。AssetMark 招股说明书披露了公司近些年在四大领域的战略: 深度集成的技术平台构成, 个性化、可拓展的投顾服务扩建, 投资平台的构建以及企业并购。华泰证券收购 AssetMark 后, 并不直接参与公司的管理, 而是采用投资组合的管理方式, 派出几名董事会成员, 运用无为而治的管理理念, 对 AssetMark 的战略制订与运营管理给予了充分的自主权。这一方面说明 AssetMark 近些年的战略可以体现出公司长期的发展计划, 另一方面则意味着公司管理层长久以来制订的发展规划获得了母公司华泰证券的认可。

图表 21.AssetMark 战略实施下的发展历程



资料来源: 公司公告, 中银证券

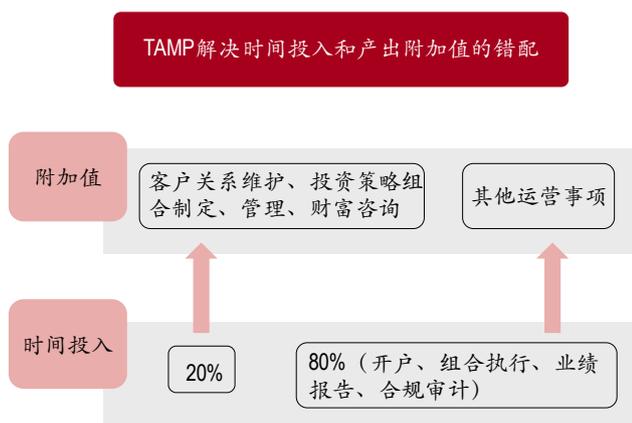
2.2 为什么收购 AssetMark 是正确的决定？

收购的首要目的是自给自足提升投顾团队建设，对外服务并非当前主战场。华泰收购 AssetMark 并非有意涉足 TAMP 行业，为外部投顾提供服务，而主要是基于提升内部投顾团队建设的考量。通过吸收 AssetMark，华泰可以为内部投顾解决时间与价值错配痛点，提升工作产出效率，并引入按资产规模收费的模式；以 TAMP 平台为借鉴，海外成熟技术为指导，升级内部平台体系、服务流程及产品协同；为国内客户对接 AssetMark 的海外投顾、金融资产等资源，扩大服务内容；学习 AssetMark 引以为傲的投资策略组合，完善产品的风险控制与投资策略的定制化方案。

2.2.1 TAMP 平台节省时间与资金，解放投顾劳动力从事高附加值业务活动

TAMP 能够为投资顾问带来三大效益：省时间、省钱、风险转移。 1) 在投资顾问业务的传统经营模式中，投资顾问需要花费 80% 以上的时间用于产品/管理人的筛选、根据每个客户不同的财务状况/投资需求等做财务规划、进行相应的资产配置和相关操作，同时要处理众多日常性的经营事务，而真正可以带来高附加值的客户拓展和关系维护，投资顾问只能投入 20% 的精力。这一状况极大限制了投资顾问的客户群体数量、资产管理规模和价值创造。时间与价值错配的传统模式下，TAMP 平台应运而生，为投资顾问提供投前、投中、投后全流程一站式服务。在 TAMP 平台的加持下，华泰证券得以将投资顾问从 80% 的日常事务中解放出来，使投资顾问可以将时利用省下的时间专注于客户拓展与维护，最大化投资顾问的价值创造能力。2) TAMP 能够减少账户运营、后台管理等方面的开支。3) TAMP 也有着风险转移的优势。其专业、多元化的投资解决方案能够有效地使客户资产的投资收益最大化。

图表 22. TAMP 平台搭建并提供高效服务



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

图表 23. TAMP 平台的三大核心优势



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

TAMP 平台得到大部分客户的认可。 根据美国独立市场调研公司 Q8 Research 在 2019 年开展的一项调研，参与问卷调查的 702 家投资顾问中，80% 的投顾将部分或全部资产外包给了第三方 TAMP 平台。在这 560 家投顾中，有 98% 的投顾认为 TAMP 帮助他们制定了更好的投资方案，超过 2/3 的投顾表示 TAMP 在获取客户方面存在助益。基于 TAMP 平台为其提供的诸多帮助与便利，79% 的投顾表示了增加外包资产比例的意愿。

实现按资产规模收费，为财富管理转型对接全球资源。 华泰平台上目前收取万分之三交易佣金，但通过对接 AssetMark，后续华泰展开投资咨询服务的资产，如收取 1% 的管理费用，华泰管理的同等资金收入将增加 30 多倍。AssetMark 为华泰财富管理转型对接全球资源提供强大平台支撑。



2.2.2 引入美国成熟经验，加快平台财富管理体系与技术体系建设

美国 TAMP 行业稳健快速增长，增速远超美国总体可投资金额。根据艾瑞咨询的报告，TAMP 行业渗透率在 2017 年为 17.2%，至 2019 年增长到 22.65%。并预计从 2019 年至 2022 年，美国 TAMP 行业资产管理规模将会以 20.6% 的年复合增长率增长。由于退休人群的壮大，TAMP 平台服务的美国居民家庭可投资金融资产不断扩张。预计从 2016 到 2022 年，将会新增 4 万亿退休人群的可投资资产额度。在此背景下，预计从 2019 年至 2022 年，TAMP 服务的美国居民家庭可投资金融资产规模将以 5.1% 的年复合增长率增长。

相比美国，国内 TAMP 路漫漫其修远兮。1) 客户方面，我国资产管理和财富管理市场的参与主体中，独立理财顾问数量较少，碎片化进程随着刚兑打破才逐渐起步；2) 环境方面，我国监管较宽松，对独立投资顾问的教育、资格认证与培训体系尚未完善；3) 平台功能方面，国内 TAMP 正在从流程化、程序化的业务完成资产配置与产品选择的阶段向数据驱动，完善与平衡短期与长期目标与组合的功能转换，仍处于 1.0 代和 2.0 代之间。和海外市场相比，在金融服务成熟度和专业化上还有一定进步空间。

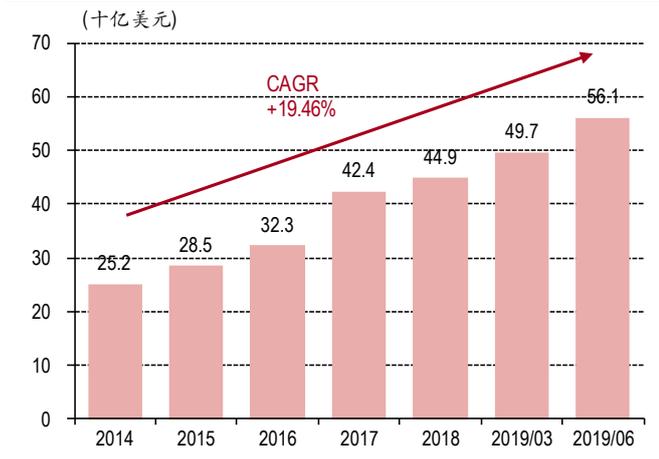
收购美国成熟平台，寻求获取先进 TAMP 模式的捷径。CRM 是华泰全面转型核心支撑之一，实质是公司不断完善全产业链基础数据库。收购 AssetMark 是公司提升平台技术水平、升级财富管理体系最高效的方式。通过引入海外成熟经验，公司加强其财富管理平台上的实时数据分析与管理，分析挖掘客户行为交易、精准营销、差异化风控，以及加快总体对 AssetMark 技术平台的借鉴、管理服务流程的优化和产品的协同，加强用户对其平台的粘性。同时，平台与体系建设也将促进投顾团队的不断升级。

2.2.3 借助子公司丰富资源，打造中国居民海外资产配置特色平台

近五年 AssetMark 资产规模取得快速增长。平台上的资产（包括管理资产及其他 AssetMark 不提供咨询/管理服务的资产）从 2014 年的 252 亿美元上升到 2019 年 6 月底的 561 亿美元，平均复合增长率 19.46%，其资产管理规模在 TAMP 行业市占率从 2014 年的 4% 提升至 2019 年 6 月的 10%。同时，平台上的投资顾问总收入从 2014 年的 15.3 亿美元增长至 2018 年的 59.2 亿美元，年复合增长率为 40.25%。使用平台服务的投资顾问增收效果显著，从而吸引更多投顾在过去 5 年中入驻 AssetMark，形成规模效应，客户数量增长，粘性提高与客户收益增加的良性循环。

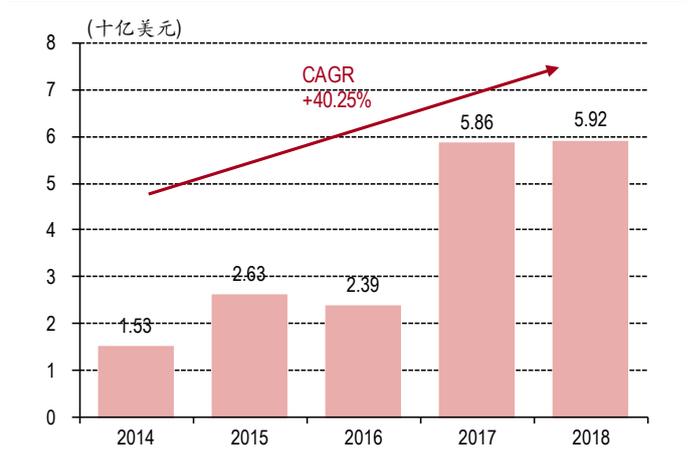
平台资产规模发展迅猛，是内生与外生共同作用。1) **加强技术投入、客服团队建设，提升服务质量吸引客户。**AssetMark 非常重视技术平台的打造，过去五年内，其在平台升级上投入了 1.53 亿美元，连续三年推出新产品，以提供给客户更先进的投资分析工具和更优质的平台体验。同时，配备 200 人的咨询和客户服务团队，并持续提升服务水准。根据 Orion Advisor Service 和 Morningstar 的调查问卷显示，AssetMark 在同业中获得了最高的客户满意度。2) **通过并购完善业务条线，做大资产管理规模。**自从 2013 年被私募股权基金从保险巨头 Genworth Financial 手中收购后，AssetMark 更加积极地通过并购吸收客户、扩大规模。2015 年，公司先后收购了 Aris 和 ClarkCapital，扩展了养老金融产品服务，吸收了 ClarkCapital 的 TAMP 平台。2019 年 4 月，公司收购了 Global Financial Private Capital，资产管理规模增长 38 亿美元。10 月再下一单，名为 OBS Financial 的 TAMP 平台为 AssetMark 带来了月 20 亿美元的管理资产，300 名投资顾问客户和 21 家信托客户。

图表 24.2014-2019/06 AssetMark 平台资产规模



资料来源：公司公告，中银证券

图表 25.2014-2018 年 AssetMark 平台客户创收



资料来源：公司公告，中银证券

对接国内资金与海外资源，打造中国居民海外资产配置特色平台。华泰多年积累大量优质高净值客户、富裕人群和客户与机构客户，这部分人群也是华泰财富管理业务的主要客户人群。通过收购 AssetMark，充分利用 AssetMark 对接海外下游 RIAs 与海外财务顾问公司资源，为华泰原本高净值、富裕人群提供更丰富的海外资产配置，同时获取更多潜在优质高净值、富裕客群与机构客户。

2.2.4 AssetMark 能提供投资策略组合借鉴

投资平台为客户构建多层级的策略组合。AssetMark 拥有专业的金融投资背景的团队，运用精细化、多维度评判方式去布局投前、投中、投后产品成交与追踪策略，基于诸如交易结构、产品基本面等信息，能形成优秀且丰富的产品策略，为投资顾问做产品策略时增值保值。在交易工具不健全、市场信息不对称的中国国情下，借鉴 AssetMark 多维度、精细化的产品寻找、定制与跟踪策略，能完善产品的风险控制与投资策略的定制化方案。

图表 26.AssetMark 三层级投资策略

| 投资策略层级 | 含义 | 具体细分策略类别 | 细分类别含义 |
|-----------------------------------|---------------------------------|----------------------------|--------------------------------|
| 核心市场策略 (Core Markets) | 在广泛市场范围内投资,使得投资者可以分享美国与全球经济潜在增长 | Core Market Exposure | - |
| 战术策略 (Tactical Strategies) | 辅助类策略,放大投资组合收益或防止极端损失 | Enhanced Return Focus | 通过增强投资提高组合收益 |
| | | Limit Loss Focus | 加入对冲工具及资产配置防止极端损失出现 |
| 多元策略 (Diversifying Strategies) | 平滑投资组合业绩表现 | Bonds & Bonds Alternatives | 加入相对低波动投资品类,在核心及战术策略基础上进一步减少风险 |
| | | Equity Alternatives | 加入低相关性股票降低整体组合股票市场风险 |

资料来源：艾瑞咨询，中银证券

收购举措形成壁垒。公司收购 AssetMark 三载有余，已然形成先发优势。1) 美国 TAMP 公司市值快速增长，现今收购成本较高，削弱了性价比，也减轻了其他券商效仿的意愿。2016 年 AssetMark 收购金额为 7.80 亿美元，如今在疫情与油价同时致使美国股价大跌的情况下，AssetMark 总市值仍有 16.48 亿美元（折合人民币 114.78 亿元）。排名位于 AssetMark 之前的两大巨头 Envestnet 和 SEI 均为上市公司，市值分别为 36.51 亿美元、78.41 亿美元。2) 国内 TAMP 行业尚未成熟，在技术与服务的全面性方面都还有提升空间。同时，国内 TAMP 行业玩家较多，平均规模不大，地域性较强，渠道、产品等覆盖面较小，且难以为券商对接美国的投顾、资产等资源。3) 无论是收购还是自建平台，都需要较长的时间才能兑现，届时华泰证券的先发优势已然稳固。

3 管理层稳固+资本充足，乘基金投顾东风加速起航

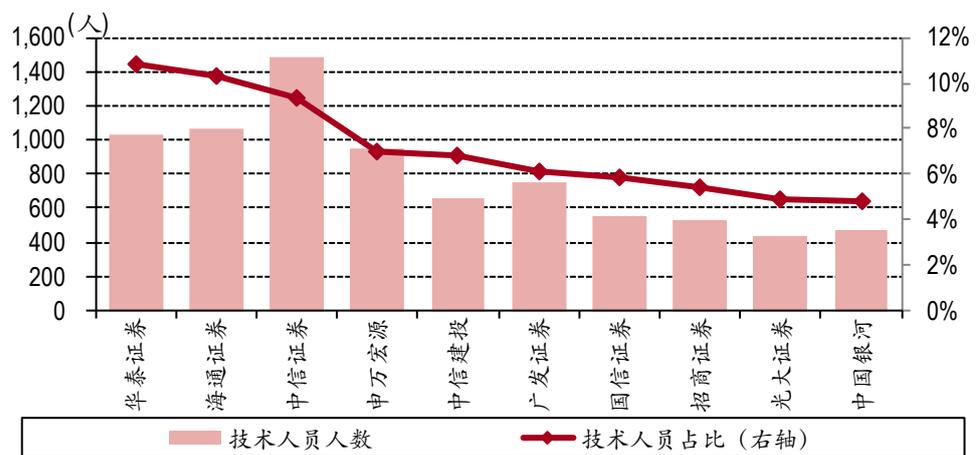
3.1 管理层稳固高效，保障财管转型战略一以贯之

3.1.1 管理层稳定，转型战略可持续发展

在以周易为首的管理层的领导下，华泰证券取得长足发展。2007年2月，周易进入华泰证券担任总裁一职。2016年6月起，周易身兼三职，同时承担起华泰证券党委书记、董事长、总裁3个职务。在其任职期间，公司从一个地方性券商快速成长为全国性券商，周易也成为市场中唯一一位将地方型券商打造成为全国型券商的领导者，被视为华泰证券发展史上的灵魂人物。在周易为首的管理层的带领下，公司在金融科技与财富管理领域着重发展，始终排名证券行业的前列，荣获“中国区全能证券经纪商君鼎奖”、“中国区证券投资顾问团队君鼎奖”、“中国最佳财富管理科技平台”、“中国最佳财富管理机构”等数项荣誉。

变化中洞察趋势，趋势前开拓创新。在周易带领下的管理团队，以创新为导向，与变化同行，使公司数十年如一日保持创新精神，不断实现对自身的改变和对自我的颠覆，保持公司长久的领先地位。在战略方面，公司积极开展新业务、开发新产品、提供新服务、探索新模式，以“互联网+”转型为代表的超前战略部署有效地扩大了客户资源，提升了客户粘性，增强了盈利能力，进一步提高了竞争优势和影响力。在技术方面，2018年公司技术人员达1,025名，同比增长28.45%，技术人员占员工总数的10.87%，技术人员数量在大券商中排名第三，技术人员比重排名第一。

图表 27. 2018 年技术人员人数与占比



资料来源：万得，中银证券

战略目标可持续，保持财富管理前进步伐。2019年10月，华泰证券审议通过聘任周易为公司首席执行官、执行委员会主任，确定了周易的留任。以其为代表的核心管理层任职时间较长，为公司长期战略的持续性奠定了坚实的基础，也为公司持久的创新性提供了保障。自2016年起，公司将自身的战略愿景设定为致力于成为兼具本土优势和全球影响力的一流综合金融集团。近年来公司搭建客户导向的组织架构及机制，通过线上线下有机结合的方式，为个人和机构客户提供全方位的证券及金融服务，逐步向战略目标靠近。公司矢志不渝地打造金融科技的核心能力，科技创新的基因已经根植在公司文化的各个维度。2019年公司启动了科技赋能下的财富管理和机构服务“双轮驱动”的发展战略，未来公司将在稳定的管理层的带领下保持步伐，前进不息。

3.1.2 管理层架构改革与职业经理人制度打造市场化团队，助推财富管理转型发展

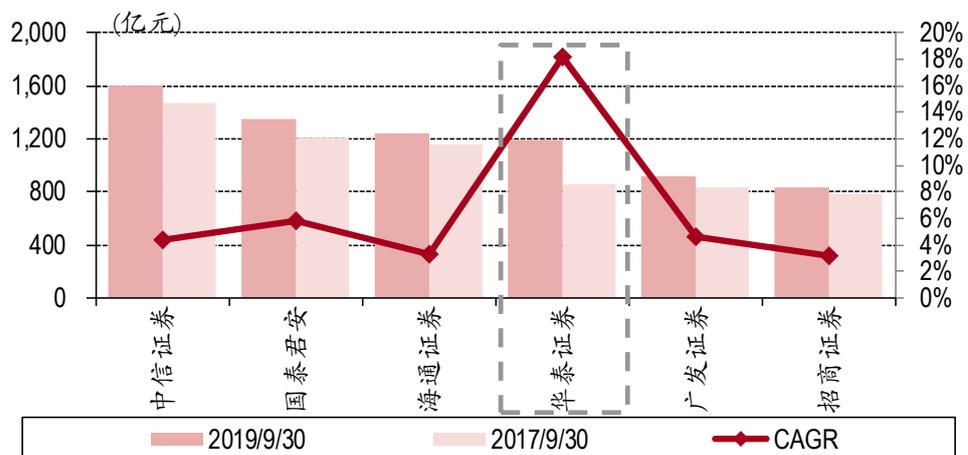
管理层新架构，提升管理层的执行能力与效率。人力资源管理的改革是驱动进步的不竭动力，华泰证券在这方面始终保持着高瞻远瞩的国际化视野。公司在2019年底进行了大范围的组织架构调整，在组织架构中取消副总裁级别，并设立执委会与相关执委职位。执行委员会是公司贯彻、落实董事会确定的路线和方针而设立的最高经营管理机构，包括首席执行官1名，执行委员会委员若干名，首席执行官即执行委员会主任，执行委员会会员由首席执行官提名，由董事会聘任或解任，工作中向首席执行官负责。公司吸取国际经验进行管理架构改革，在今后推动财富管理转型战略的实和发展中，将极大地提升管理层的决断力与执行力。

优胜劣汰，职业经理人制度汇聚英才。伴随着组织架构大调整，公司也正式启动职业经理人制度。2019年3月29日，公司宣布在高级管理层实施职业经理人制度改革，深入推进市场化、职业化发展步伐。职业经理人制度在公司高级管理层展开试点，通过市场化选聘、契约化管理、差异化薪酬、市场化退出，优胜劣汰，打造一支高效率、能力强的管理团队。公司建立并完善了以能力和绩效为导向的人才选拔和任用机制，将用人机制和薪酬激励机制推向市场化。待职业经理人制度试点从高管层向下逐步延伸，将吸引更多具有国际化视野和丰富实战经验的管理人才加入，也会为优秀的年轻人才创造更大的舞台。高端人才、创新型人才、跨界型人才和国际化人才的陆续加盟，将显著提升华泰证券在各个专业领域的核心竞争力，无疑会增强公司在财富管理领域的实力。

3.2 资本实力持续增强，为财管转型保驾护航

定增+GDR募资，为财富管理充电。华泰于2017年提出定增预案，2018年8月完成，以13.05元/股的价格定向增发10.89亿股，募资总金额142.08亿元。财富管理中，渠道建设、投顾招聘与培训、内部平台的开发与产品的设计都对资金有着大量需求，如若资本不足将会制约业务进一步发展的空间。定增募资一方面能增强资本实力，另一方面引入领先互联网公司阿里巴巴、领先智慧零售企业苏宁以及中国国有企业结构调整基金作为战略投资者，助力公司构建多方共赢的金融科技生态圈，夯实领先的互联网平台和敏捷协同的全业务链体系，巩固在券商中的领先优势。2019年，公司发行GDR，成为沪港英三地上市第一股，从英国伦敦金融市场募资超百亿，公司公告指出募集资金将继续用于深耕财富管理为首的主营业务板块。通过两次募资，公司净资产由2017年9月末的859.27亿元增至2019年9月末的1,199.46亿元，年均复合增长率18.15%，远高于大部分券商，公司得以在财富管理领域大展宏图，盈利能力、市场竞争力与抗风险能力均进一步提升。

图表 28. 大券商净资产排名

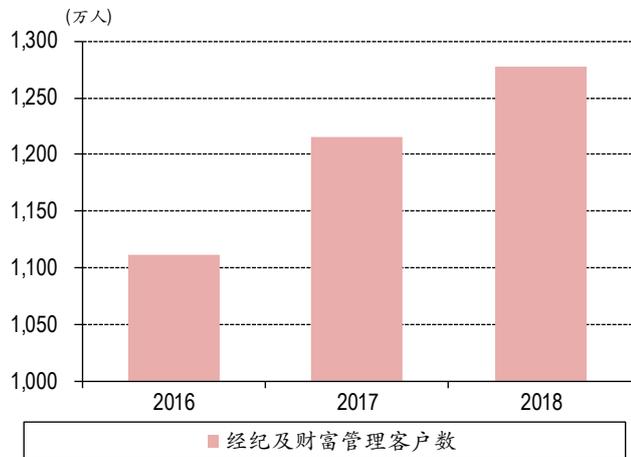


资料来源：万得，中银证券

3.3 树立行业标杆，财管转型初见成效

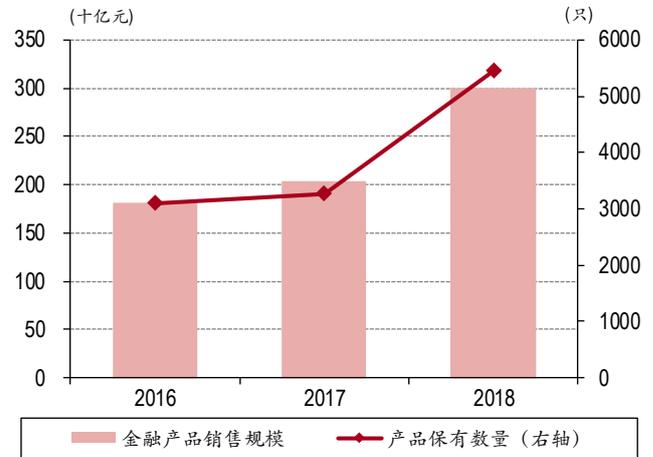
财富管理转型成效显著。华泰全面展开财管转型以来，股基交易额继续保持行业领先地位，客户规模稳步扩张。经纪与财富管理客户数量逐年增加，由2016年的1,112万人增至2018年的1,278万人。金融产品体系化发展布局，产品销售规模也加速增长，2016年至2018年，金融产品销售规模由1,820亿元增至3,000亿元，产品保有量由3,104只增至5,456只。

图表 29. 华泰证券经纪及财富管理客户数



资料来源：公司公告，中银证券

图表 30. 华泰证券金融产品销售规模及产品保有量

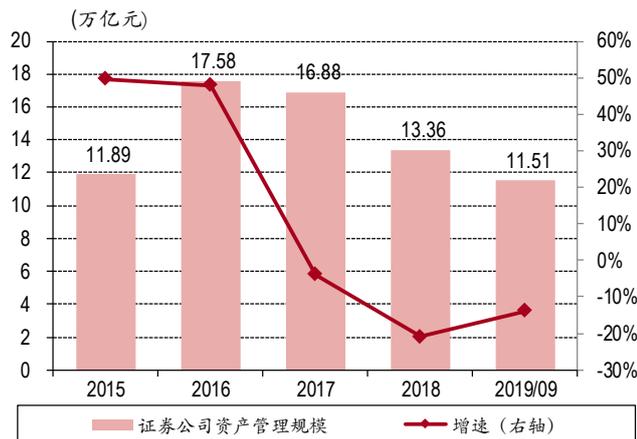


资料来源：公司公告，中银证券

资管新规落地推进，全行业资产管理规模明显下滑。随着监管部门陆续发布的资产管理新规及配套细则的推进落实，券商的资产管理业务在新的监管框架下进入了新的发展阶段。资管业务去通道化、产品净值化以及消除监管套利使得全行业的资产管理规模呈现明显的下降趋势。据中基协统计，截至2019年三季度末，证券公司及其子公司资产管理业务规模为11.51万亿元人民币，较2016年末缩水34.53%。

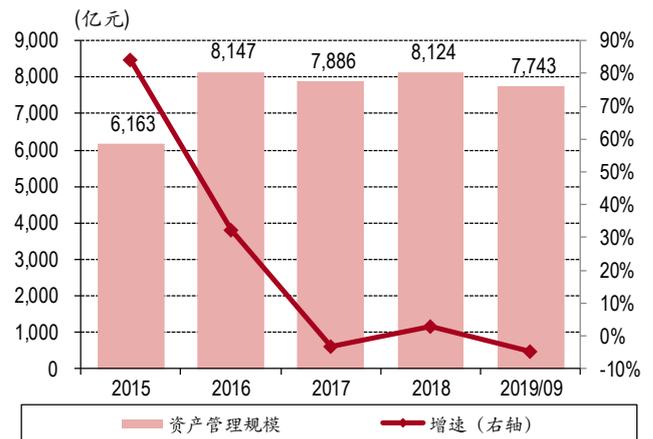
公司资管业务规范发展，规模降幅远低于行业。华泰资管子公司在深度把握客户需求和结构变化上，利用全业务链协作以及资源优势，不断加强业务创新，完善产品布局，构建专业化资产管理平台，为客户提供多层次多方位的投资理财解决方案。在全行业资产管理规模出现明显下降的态势下，公司得以保持资产规模的稳定。据中国证券投资基金业协会统计，公司2019年1-9月月均私募资管规模为7,743亿元，较2016年减少4.95%，降幅远低于行业。

图表 31. 证券行业资管规模及同比增速



资料来源：中证协，中银证券

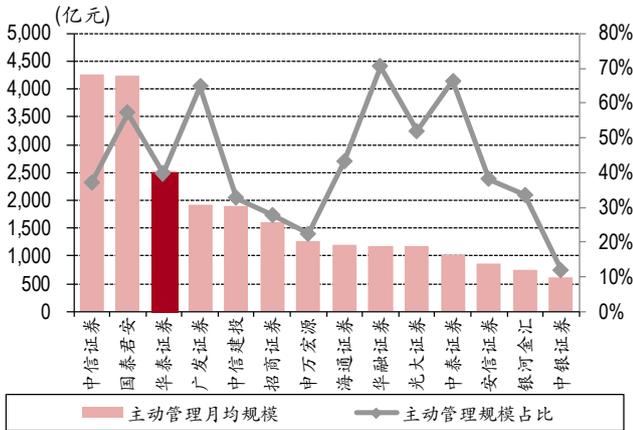
图表 32. 华泰证券私募资管月均规模及同比增速



资料来源：中国证券投资基金业协会，中银证券

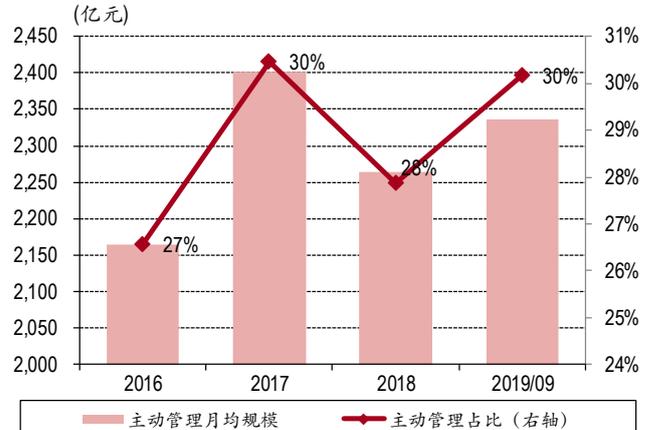
不断提升主动管理能力，优化资管结构，保持行业领先地位。根据2019年半年报，集合计划产品线进一步丰富，截至2019年6月管理规模1,427亿元；单一资管计划积极推进业务转型，控制通道业务规模，19年6月管理规模6,708.26亿元；专项资管计划继续保持发展优势，企业资产证券化项目发行数量及规模位居行业前列，管理规模1,053.52亿元；公募基金管理业务积极构建覆盖不同风险等级的产品线，满足客户差异化资产配置需求，合计管理规模78.55亿元。据中基协发布的2019年第三季度单季私募资管月均排行榜，华泰证券主动管理月均规模2,518亿元，排名行业第三，主动管理占比排名第七。从2019年前三季度来看，月均主动管理规模与占比均较2018年有所提升。

图表 33. 2019Q3 券商私募主动管理月均规模排名



资料来源：中国证券投资基金业协会，中银证券

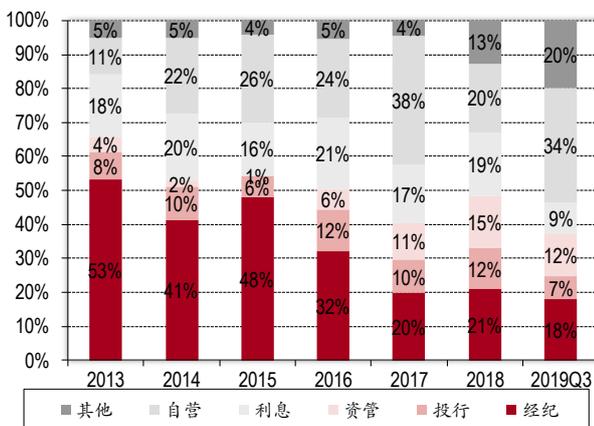
图表 34. 2016-2019/09 华泰私募主动管理月均规模占比



资料来源：中国证券投资基金业协会，中银证券

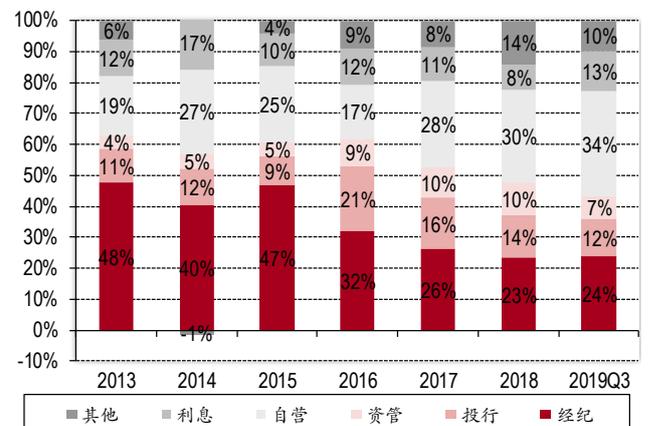
传统业务依赖程度降低，资管业务收入占比远高于行业。传统经纪业务的收入贡献由2013年的53%下降至2019年前三季度的18%，减少35个百分点，传统通道类代理买卖佣金收入依存度持续降低。同时公司追求业务布局多元化、均衡化发展，以实现以费代佣。2018年以来，证券行业资管业务净收入持续下滑，而公司资管业务收入实现了较好的增长，19Q3同比增速19%。公司资产管理业务收入占比远高于行业，2019年前三季度，行业资管业务收入仅占总收入7%，而华泰证券资管收入占比12%。

图表 35. 2013-2019/09 华泰证券收入结构



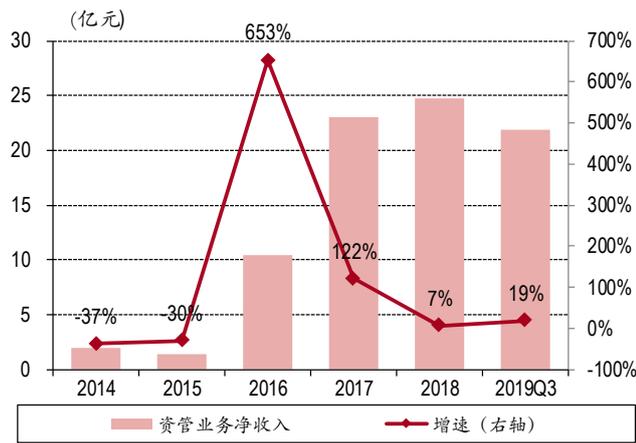
资料来源：万得，中银证券

图表 36. 2013-2019/09 证券行业收入结构



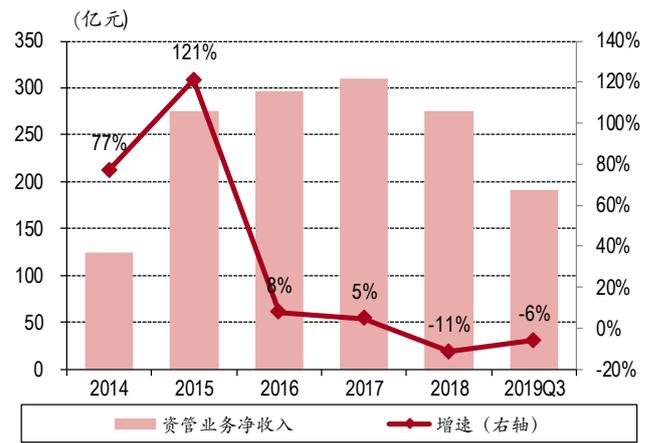
资料来源：万得，中银证券

图表 37. 2014-2019/09 华泰证券资管业务收入



资料来源：万得，中银证券

图表 38. 2014-2019/09 证券行业资管业务收入



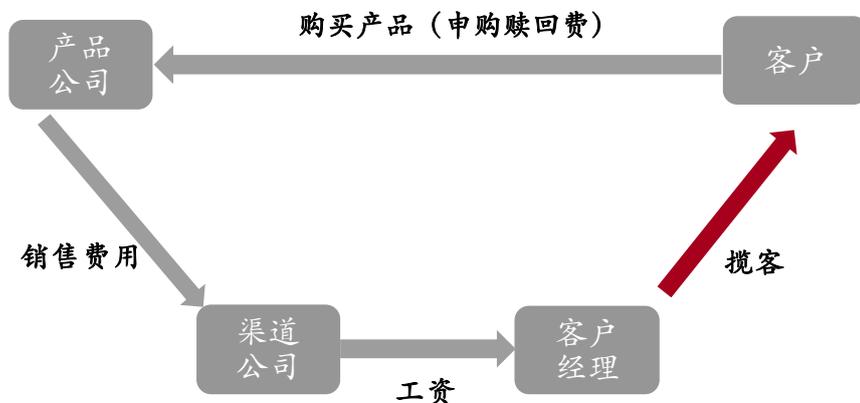
资料来源：万得，中银证券

3.4 作为首批获得基金投顾资格的券商，公司持续扮演财管转型领路人

基金投顾试点持续推进，开启我国买方投顾时代。2019年10月，证监会开放基金投顾业务试点，5家公募基金公司、3家独立基金销售机构先后获得试点资格。2020年3月3日，包括华泰证券在内的7家券商获批基金投顾业务试点资格，可在公募基金领域接受客户的全权委托，根据与客户协议约定的投资组合策略，投顾可以代客户做出具体基金投资品种、数量和买卖时机的决策，并代客户执行基金产品申购、赎回、转换等交易申请。公募基金投顾业务试点有序开展，这也意味着我国财富管理领域已正式进入了“买方代理”的代客理财时代。

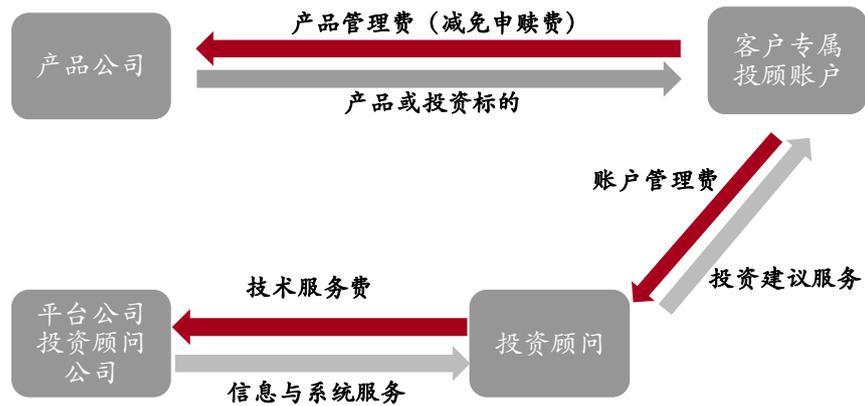
“卖方投顾” vs “买方投顾”，财富管理将真正以客户为中心。与传统的基于“卖方代理”的基金销售模式相比，基金投顾采用“买方代理”模式，强调以客户为中心、为客户提供量身定制的理财规划和全天候的资产配置服务，对专业性提出更高的要求。通过减免认申购赎回费和收取一定的账户管理费，与客户投资利益更好地进行绑定，帮助客户赚取长期受益，基金投顾的模式将改变长久以来以销售代理机构为主导的基金营销格局。

图表 39. 卖方投顾模式



资料来源：新浪财经，中银证券

图表 40. 买方投顾模式



资料来源：新浪财经，中银证券

买方投顾模式将成为重要突破口，加速券商财富管理转型。我国券商财富管理转型面对六大天然障碍：1) 家庭资产配置比重高，挤压金融资产配置空间；2) 中国股票市场发展规模以及资管市场的产品供给阻碍了财富管理转型进展；3) 外部环境不健全，监管效率较低成本较高；4) 证券行业相关监管限制券商代客理财；5) 我国券商尚未形成以客户为中心的财富管理文化与组织架构；6) 我国投顾人员素质有待提高。公募基金投顾业务试点的开启将引导券商培育以客户为中心的文化，搭建以客户为中心的组织架构与业务体系。买方投顾模式将有效破除后三大障碍，颠覆现有的以销售为导向的模式。在代客理财新模式的引领下，国内券商将真正摆脱佣金束缚，加速财富管理业务转型升级。

作为首批基金投顾试点资格获批券商，公司已抢占财富管理转型先机。万事俱备，东风已至。华泰证券作为财富管理转型的先行者，始终保持着长远的眼光，此次成为首批获得基金投顾试点资格的券商之一，已抢占转型的先机。买方投顾模式与公司长期财富管理发展战略十分契合，借助这一新模式的东风，公司将持续致力于打造高素质投顾团队，融入 TAMP 模式不断升级财富管理平台，并将不断完善产品体系与渠道建设，以求尽快实现以客户为中心、以费代佣的财富管理新格局。

4 盈利预测与估值

根据华泰证券业绩预增公告，2019年公司归母净利润预计实现70%到85%的增长，超出此前预期，因此我们将公司2019/2020/2021年营业收入预测值由216/248/280亿元上调至232/264/299亿元，将2019/2020/2021年归母净利润预测值由83.05/94.01/107.11亿元上调至89.45/100.20/114.33亿元，对应EPS分别为0.99元/1.10元/1.26元。截至2020年3月11日收盘，公司PB为1.44倍，明显低于券商申万二级指数（1.70倍）和大券商平均（含中信建投1.84倍，不含中信建投1.50倍）。同时公司GDR已充分兑回，股价压制因素已经出清，看好公司发展前景，维持公司**买入**评级。

图表 41. 华泰证券业绩测算（万得资讯统计）

| 单位： 百万元 | 2017 实际 | 2018 实际 | 2019E 预测 | 2020E 预测 | 2021E 预测 |
|------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 一、营业收入 | 21,109 | 16,108 | 23,240 | 26,422 | 29,862 |
| 手续费净收入 | 8,682 | 8,062 | 10,354 | 12,373 | 14,619 |
| 其中：经纪业务净收入 | 4,210 | 3,386 | 5,409 | 6,069 | 7,119 |
| 投资银行业务净收入 | 2,039 | 1,949 | 1,901 | 2,621 | 2,996 |
| 委托管理资产业务净收入 | 2,306 | 2,624 | 2,936 | 3,569 | 4,385 |
| 利息净收入 | 3,600 | 3,015 | 3,373 | 3,827 | 4,390 |
| 投资净收益 | 8,909 | 2,411 | 8,843 | 9,520 | 10,117 |
| 其中：对联营企业和合营企业的 投资收益 | 540 | 959 | - | - | - |
| 公允价值变动净收益 | (342) | 1,798 | - | - | - |
| 汇兑净收益 | (38) | 31 | 31 | 31 | 31 |
| 其他业务收入 | 222 | 609 | 640 | 672 | 705 |
| 二、营业支出 | 10,260 | 9,633 | 12,018 | 13,663 | 15,442 |
| 营业税金及附加 | 152 | 140 | 202 | 229 | 259 |
| 业务及管理费 | 9,750 | 8,167 | 10,690 | 12,154 | 13,736 |
| 资产减值损失 | 259 | 868 | 465 | 528 | 597 |
| 其他业务成本 | 99 | 458 | 661 | 751 | 849 |
| 三、营业利润 | 10,848 | 6,475 | 11,223 | 12,759 | 14,420 |
| 加：营业外收入 | 760 | 3 | 382 | 192 | 287 |
| 减：营业外支出 | 24 | 30 | 27 | 28 | 27 |
| 四、利润总额 | 11,585 | 6,449 | 11,578 | 12,923 | 14,680 |
| 减：所得税费用 | 2,177 | 1,288 | 2,200 | 2,455 | 2,789 |
| 五、净利润 | 9,408 | 5,161 | 9,078 | 10,168 | 11,591 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 9,277 | 5,033 | 8,945 | 10,020 | 11,433 |

资料来源：万得，中银证券



图表 42. 华泰证券主要比率 (万得资讯统计)

| 单位: | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------|-------|---------|-------|-------|-------|
| 百万元 | 实际 | 实际 | 预测 | 预测 | 预测 |
| 收入构成 | | | | | |
| 经纪佣金 (%) | 19.94 | 21.02 | 23.27 | 22.97 | 23.84 |
| 投行收入 (%) | 9.66 | 12.10 | 8.18 | 9.92 | 10.03 |
| 资产管理 (%) | 10.92 | 16.29 | 12.63 | 13.51 | 14.68 |
| 自营收入 (%) | 38.03 | 20.17 | 38.05 | 36.03 | 33.88 |
| 利息收入 (%) | 17.05 | 18.72 | 14.51 | 14.48 | 14.70 |
| 其它 (%) | 3.79 | 11.06 | 2.88 | 2.66 | 2.46 |
| 成长性 | | | | | |
| 营业收入增长率 (%) | 24.78 | (23.69) | 44.27 | 13.69 | 13.02 |
| 营业利润增长率 (%) | 29.18 | (40.31) | 73.32 | 13.69 | 13.02 |
| 归母净利润增长率 (%) | 47.94 | (45.75) | 77.74 | 12.01 | 14.10 |
| 每股指标 | | | | | |
| EPS (元) | 1.02 | 0.55 | 0.99 | 1.10 | 1.26 |
| BVPS (元) | 9.62 | 11.39 | 13.46 | 14.13 | 14.88 |
| 盈利能力 | | | | | |
| 经营利润率 (%) | 51.39 | 40.20 | 48.29 | 48.29 | 48.29 |
| 净资产收益率(ROE) | 10.62 | 4.87 | 7.32 | 7.81 | 8.46 |
| 总资产收益率(ROA) | 2.43 | 1.37 | 2.26 | 2.45 | 2.69 |
| 估值比率 | | | | | |
| PB | 1.98 | 1.67 | 1.42 | 1.35 | 1.28 |
| PE | 18.66 | 34.39 | 19.35 | 17.28 | 15.14 |

资料来源: 万得, 中银证券



5 投资建议

- 1) **核心管理团队连任，管理架构改革与职业经理人制度提升管理能力。**以财富管理与机构业务作为双轮驱动的长期战略可持续，决断力与执行力更强的管理层将有利于财富管理转型加速。
- 2) **资本实力充足，能够为重资本业务转型打下良好的资金基础。**资本规模逐步跻身行业前列，充足的资本将为公司实施业务转型、加快业务创新提供先发优势。
- 3) 作为我国券业**财富管理先行者**，华泰证券率先获得基金投顾试点资格，将进一步巩固财管转型先发优势，在公司着力**打造高素质投顾团队并不断升级财富管理工作平台**的基础上，必将乘此东风加速财富管理转型进程。
- 4) 在资本市场改革与开放不断推进、证监会致力于打造航母级券商的背景下，公司将**重点享受政策红利**。随着 A 股市场全面注册制的逐步实现，资本市场供给侧改革将持续快速推进；同时以财富管理、两融、衍生品业务领域为代表的需求侧改革也将追随不断放开的步伐，公司将贴紧行业发展的脉络，**坚持机构服务与财富管理业务两条发展主线**，在巩固现有投行+财富管理业务领域优势的基础上，不断推陈出新，进而实现业绩与行业地位的双重提升。



5 风险提示

- 1) 中美关系等国际环境、国内宏观经济、疫情恶化，市场行情走势不及预期；
- 2) 证券行业目前同质化竞争较为激烈，各公司提供的服务差距较小，随着外资逐渐进入国内资本市场，其强大的主动管理能力与运营经验，或将抢占部分资管业务与创新业务市场份额；
- 3) 公司海外布局加速，承担相应的海外市场风险和投资风险；
- 4) 金融科技以及财富管理领域政策超预期。



损益表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 一、营业收入 | 21,109 | 16,108 | 23,240 | 26,422 | 29,862 |
| 手续费净收入 | 8,682 | 8,062 | 10,354 | 12,373 | 14,619 |
| 其中:代理买卖证券 | 4,210 | 3,386 | 5,409 | 6,069 | 7,119 |
| 证券承销业务 | 2,039 | 1,949 | 1,901 | 2,621 | 2,996 |
| 委托管理资产 | 2,306 | 2,624 | 2,936 | 3,569 | 4,385 |
| 利息净收入 | 3,600 | 3,015 | 3,373 | 3,827 | 4,390 |
| 投资净收益 | 8,909 | 2,411 | 8,843 | 9,520 | 10,117 |
| 其中:对联营和合营 | 540 | 959 | - | - | - |
| 公允价值变动净收益 | (342) | 1,798 | - | - | - |
| 汇兑净收益 | (38) | 31 | 31 | 31 | 31 |
| 其他业务收入 | 222 | 609 | 640 | 672 | 705 |
| 二、营业支出 | 10,260 | 9,633 | 12,018 | 13,663 | 15,442 |
| 营业税金及附加 | 152 | 140 | 202 | 229 | 259 |
| 业务及管理费 | 9,750 | 8,167 | 10,690 | 12,154 | 13,736 |
| 资产减值损失 | 259 | 868 | 465 | 528 | 597 |
| 其他业务成本 | 99 | 458 | 661 | 751 | 849 |
| 三、营业利润 | 10,848 | 6,475 | 11,223 | 12,759 | 14,420 |
| 加:营业外收入 | 760 | 3 | 382 | 192 | 287 |
| 减:营业外支出 | 24 | 30 | 27 | 28 | 27 |
| 四、利润总额 | 11,585 | 6,449 | 11,578 | 12,923 | 14,680 |
| 减:所得税费用 | 2,177 | 1,288 | 2,200 | 2,455 | 2,789 |
| 五、净利润 | 9,408 | 5,161 | 9,078 | 10,168 | 11,591 |
| 归母净利润 | 9,277 | 5,033 | 8,945 | 10,020 | 11,433 |

资料来源:公司公告,中银证券预测

主要比率

| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------|-------|---------|-------|-------|-------|
| 收入构成 | | | | | |
| 经纪佣金 (%) | 19.94 | 21.02 | 23.27 | 22.97 | 23.84 |
| 投行收入 (%) | 9.66 | 12.10 | 8.18 | 9.92 | 10.03 |
| 资产管理 (%) | 10.92 | 16.29 | 12.63 | 13.51 | 14.68 |
| 自营收入 (%) | 38.03 | 20.17 | 38.05 | 36.03 | 33.88 |
| 利息收入 (%) | 17.05 | 18.72 | 14.51 | 14.48 | 14.70 |
| 其它 (%) | 3.79 | 11.06 | 2.88 | 2.66 | 2.46 |
| 成长性 | | | | | |
| 营业收入增长率 (%) | 24.78 | (23.69) | 44.27 | 13.69 | 13.02 |
| 营业利润增长率 (%) | 29.18 | (40.31) | 73.32 | 13.69 | 13.02 |
| 归母净利润增长率 (%) | 47.94 | (45.75) | 77.74 | 12.01 | 14.10 |
| 每股指标 | | | | | |
| 每股收益 (元/股) | 1.02 | 0.55 | 0.99 | 1.10 | 1.26 |
| BVPS (元) | 9.62 | 11.39 | 13.46 | 14.13 | 14.88 |
| 盈利能力 | | | | | |
| 经营利润率 (%) | 51.39 | 40.20 | 48.29 | 48.29 | 48.29 |
| 净资产收益率(ROE) | 10.62 | 4.87 | 7.32 | 7.81 | 8.46 |
| 总资产收益率(ROA) | 2.43 | 1.37 | 2.26 | 2.45 | 2.69 |
| 估值比率 | | | | | |
| PB | 1.98 | 1.67 | 1.42 | 1.35 | 1.28 |
| PE | 18.66 | 34.39 | 19.35 | 17.28 | 15.14 |

资料来源:公司公告,中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371