

浙商证券 Zheshang Securities (601878 CH)

首次覆盖：深耕长三角，区域优势带动业务增长

Focus on Yangtze River Delta, Business Growth Driven by Regional Advantage: Initiation

观点聚焦 Investment Focus

首次覆盖优于大市 Initiate with OUTPERFORM

评级	优于大市 OUTPERFORM
现价	Rmb12.13
目标价	Rmb17.01
市值	Rmb43.84bn / US\$6.73bn
日交易额 (3个月均值)	US\$76.81mn
发行股票数目	3,614mn
自由流通股 (%)	26%
1年股价最高最低值	Rmb20.23-Rmb9.19

注：现价 Rmb12.13 为 2021 年 4 月 19 日收盘价



资料来源：Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	-7.7%	-13.1%	20.5%
绝对值 (美元)	-7.8%	-13.6%	30.9%
相对 MSCI China	-5.0%	-8.8%	-16.6%

(Rmb mn)	Dec-20A	Dec-21E	Dec-22E	Dec-23E
营业收入	10,637	11,671	12,999	14,274
(+/-)	88%	10%	11%	10%
净利润	1,627	1,936	2,108	2,316
(+/-)	68%	19%	9%	10%
每股收益 (Rmb)	0.47	0.42	0.46	0.50
每股净资产 (Rmb)	5.35	6.30	6.76	7.26
净资产收益率	9.5%	8.0%	7.0%	7.2%
市盈率	26	29	26	24

资料来源：公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

投资要点：总部位于浙江，深耕长三角，已形成“证券+期货+基金+资管+创投”的金融产业布局。在江浙竞争激烈的经纪业务市场中，通过低佣金率战略，市场份额保持稳定。股债承销均保持高速增长，投行业务大幅扩张。期货业务积极向境外拓展。目标价 17.01 元/股，首次覆盖给予“优于大市”评级。

- **立足浙江，深耕长三角，积极推动全方位业务布局。**公司总部位于浙江，实际控制人为浙江省交通投资集团。公司已形成“证券+期货+基金+资管+创投”的金融产业布局，主要财务及业务指标处于行业中上游水平。
- **市场份额稳定，转型凸显成效，财富管理规模实现快速增长。**截至 2020 年末，公司分支机构共有 99 家，其中浙江省 66 家，地域集中程度较高。公司一直以较低的佣金率来巩固市场占有率，17-20 年在市场竞争进一步加大的环境下，公司经纪市占仍稳定。财富管理方面，公司积极进行产品引进、研究及产品组合构建，目前已基本建立完整的金融产品和营销服务体系，并积极申报基金投顾业务试点。2020 年末金融产品保有量达 336 亿元，同比增长 64%；其中权益类产品保有量同比增长 150%。财富管理产品结构趋于合理，权益产品销量和保有量均显著提升，财富管理转型收效明显。
- **立足浙江，投行业务竞争力大幅提升。**公司立足浙江省，民间资本活跃，是全国优质中小企业和高净值人群聚集地之一，为公司开展投融资业务提供了良好的发展平台。受益于科创板开板、注册制试点，公司股权承销排名大幅提升。财务顾问方面，浙江连续几年实施企业上市和并购重组的“凤凰行动”计划，公司背靠浙江省，并购重组具有一定优势，2012 年以来公司并购重组收入占投行收入比在 12%-41%之间，高于行业平均水平。
- **注重投研结合，主动管理能力显著提升。**公司注重投研结合，产品收益率稳步提升。受资管新规的影响，公司 2016-2018 年资管收入下滑较多，但随着行业转型进入新的阶段，以及公募基金市场表现良好，公司资管收入开始回升，公司 2019、2020 年资管收入分别同比增长 11%、27%，资管收入排名保持行业前列。公司资管整改已初具成效，主动管理能力显著提升。2020 年公司受托资管规模 1315 亿元，同比下滑 11%，但主动管理规模及占比明显提升，为近三年新高。此外公募固收、公募权益和资产配置类产品管理规模迅速上升，实现翻倍乃至三倍增长。

孙婷 Ting Sun
ting.sun@htisec.com

- **FICC 风控能力较好，投资收益率保持在较高水平。**公司自营以 FICC 为主，固定收益持仓占自营投资规模超过 90%，风控能力较好，公司 2016 年以来，投资收益率保持较高水平。股票投资方面，公司不断深化核心股票建设，加强股票基本面研究，提升投资收益的多样性和稳定性。FICC 业务方面，在确保传统业务的平稳开展的前提下，业务模式的重心逐步过渡，不断开拓创新，转型升级，持续提升投研能力，推进新业务进展，打造多元化盈利增长点。公司 2014-2020 年投资收益复合增速达 33%，收益率保持在较高水平。
- **期货业务快速增长，以打造研究型衍生品综合服务商为核心目标。**公司期货保持头部地位，品牌建设卓有成效，综合实力显著提升，致力于成为打造研究性衍生品综合服务商。金融期货和商品期货总成交额、总成交量均实现大幅度同比增长，场外业务有序发展，“保险+期货”业务模式在新品种上进一步扩展。
- **投资建议：**我们估算浙商证券 2021/ 22/ 23E 净利润分别为 19.36/ 21.08/ 23.16 亿元，同比+19%/ +9%/ +10%；对应 EPS 分别为 0.42/ 0.46/ 0.50 元。使用可比公司估值法，给予其 2021 年 2.7x PB，对应目标价 17.01 元/股，首次覆盖给予“优于大市”评级。
- **风险提示：**市场持续低迷导致业务规模下滑，市场监管进一步加强。

目录

1.	公司背景及竞争地位	4
2.	公司业务特点及竞争力	6
2.1	经纪业务: 扩大客户规模并实现业务转型	6
2.2	投行业务: 承销业务与财务顾问业务齐头并进	7
2.3	资管业务: 发展特色业务, 坚持差异化管理	9
2.4	信用业务: 两融规模增速放缓, 加快创新业务发展	9
2.5	自营业务: 以 FICC 为主, 资产结构向多元化转变	10
2.6	期货业务: 以商品期货为主要品种, 积极拓展境外业务	11
3.	投资建议	12
3.1	盈利预测	12
3.2	估值及投资建议	14
3.3	投资风险	14
	财务报表分析和预测	15

1. 公司背景及竞争地位

浙商证券成立于 2002 年 5 月 9 日，总部位于浙江省杭州市，注册资本 36.14 亿元人民币，实际控制人为浙江省交通投资集团。公司已形成“证券+期货+基金+资管+创投”的金融产业布局，全资控股浙商期货有限公司、浙商资本管理有限公司和浙江浙商证券资产管理有限公司，主发起设立浙商基金管理有限公司。

公司秉持“立足浙江，深耕长三角”的战略布局，扎根于浙江省，牢牢把握区域内发达的经济背景和资本市场带来的区域优势，在浙江省内竞争力较强；同时，在全国范围内设有 99 家分支机构，开展全国性财富管理网络布局，在业内已形成具有影响力的品牌。公司注重风险控制，2017 年起证券公司分类结果稳定为 A 类 A 级。

表 1 浙商证券前十大股东（截至 2020 年末）

股东名称	持股数量（百万股）	持股比例(%)	股东性质
浙江上三高速公路有限公司	2124.83	58.79	国有法人
台州市金融投资有限责任公司	113.76	3.15	国有法人
西子联合控股有限公司	68.75	1.9	境内非国有法人
中国建设银行股份有限公司－国泰中证全指证券公司交易型开放式指数证券投资基金	37.87	1.05	其他
香港中央结算有限公司	35.65	0.99	境外法人
中国建设银行股份有限公司－华宝中证全指证券公司交易型开放式指数证券投资基金	21.34	0.59	其他
浙江华川实业集团有限公司	20.96	0.58	境内非国有法人
浙江和信投资管理有限公司	14.54	0.4	境内非国有法人
义乌金瑞投资有限公司	11.93	0.33	境内非国有法人
兰集珍	10.00	0.28	境内非国有法人

资料来源：2020 年公司年报，HTI

2014 年以来，公司主要财务及业务指标处于行业中上游水平。2019 年，公司在 129 家券商中营业收入排名行业第 29 位，净利润排名行业第 34 位，总资产、净资产、净资本分别排名行业第 28、34、33 位。2020 年公司抓住科创板机会，承销规模排名显著提升；资管业务保持优势，排名一直远高于公司各项盈利及资产指标。

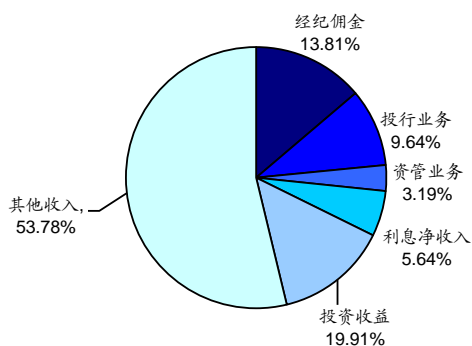
表 2 浙商证券主要指标行业排名（位）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
盈利规模							
营业收入	40	35	25	22	24	29	
净利润	48	40	30	30	26	29	
资产规模							
净资产	42	50	45	36	35	34	
净资本	42	49	54	33	31	33	
总资产	31	30	34	31	29	28	
业务规模							
股票基金交易	21	22	21	22	24	24	
股票承销规模	31	45	33	23	36	56	21
债券承销规模	39	52	43	39	33	28	23
资产管理收入	15	16	15	15	18	17	19
融资融券规模	26	26	31	27	31	30	

资料来源：证券业协会，wind，HTI

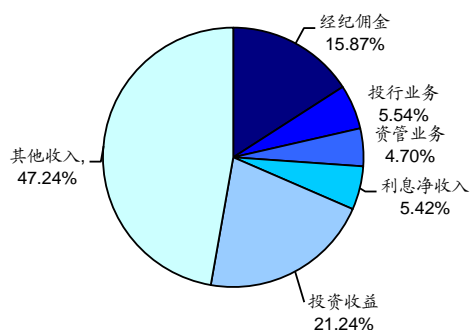
深耕浙江，投行收入占比较大提升。从收入结构来看，经纪业务占营收比重由2019年的15.87%下滑到2020年的13.81%，公司对经纪业务的依赖度大幅降低，这主要是受到互联网拓客渠道发展、各券商对于客户的争夺以及交易佣金费率下滑的影响。投行业务营收比例由19年的5.54%上升至20年的9.46%，得益于公司坚持投行股权、债权业务双轮驱动，保持“百分百”股权业务过会。利息净收入占比上升主要是由于主要是融出资金利息收入增加。

图1 浙商证券 2020 年收入结构



资料来源：2020 年公司年报，HTI

图2 浙商证券 2019 年收入结构



资料来源：2019 年公司年报，HTI

定增已获批，资本金补充助力公司综合实力进一步提升。公司拟非公开发行不超过 10 亿股，募集资金不超过 100 亿元，该发行预案已获得证监会批准。此次募集资金将全部用于补充资本金、营运资金及偿还债务，发展主营业务，有利于公司市场竞争力和抗风险能力的提升。

- 1) 投资与交易业务：自营业务加大研发力度，精准抓住市场走势，2020 年 FICC 业务加大可转债布局；股权投资红利增强，定增募集资金将进一步提高投资端收益。
- 2) 资本中介业务：受到净资本规模限制，2020 年末，两融业务规模约 150 亿元，仍有广阔的实际需求，定增将进一步增强需求匹配。
- 3) 提高资金运营效率：以 2 倍杠杆保守计算，本次定增可同步提高 200 亿元负债，定增将进一步增厚利润

表 3 定增募集资金用途

募集资金投资项目	拟投入金额
1 投资与交易业务	不超过 45 亿元
2 资本中介业务	不超过 40 亿元
3 偿还债务	不超过 10 亿元
4 经纪业务、研究业务及信息系统建设	不超过 5 亿元
合计	不超过 100 亿元

资料来源：公司 2020 年年报，HTI

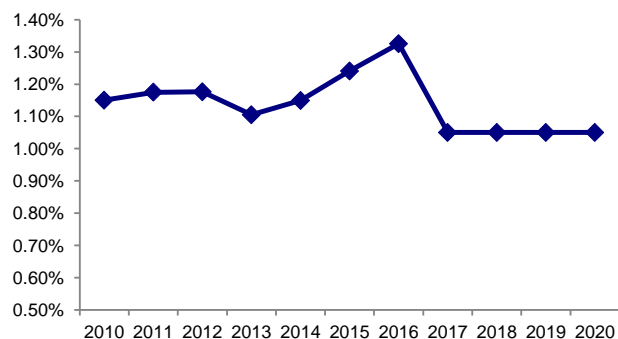
2. 公司业务特点及竞争力

2.1 经纪业务：扩大客户规模并实现业务转型

经纪业务是浙商证券最重要的业务之一，2020 年受益于行情回暖，以及公司加大产品客户引进及机构经纪推动，公司经纪业务实现较快复苏。公司在经纪业务上不断加大科技投入与系统建设，推出业务集中运营模式，提升了业务运营的质量与效率，降低了人力成本，并不断推动营业部向营销服务中心转变，提高分支机构生产力。

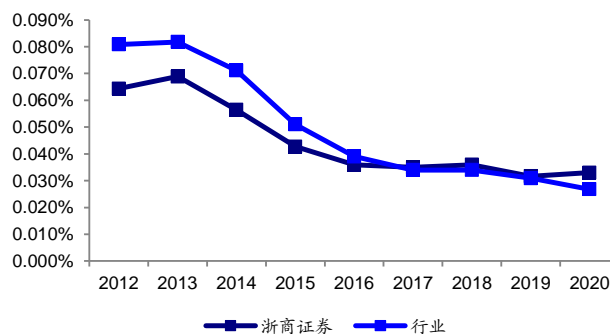
江浙地区保持一定竞争力，经纪市占保持稳定。随着互联网拓客渠道发展以及各券商对于客户的争夺，交易佣金费率仍在下滑，给经纪业务业绩造成较大压力，因此券商纷纷提出经纪业务向财富管理转型以优化收入结构，并通过提升客户服务质量增加客户粘性，打造核心竞争力。公司近年在立足浙江省的基础上逐渐向长三角、环渤海、珠三角等经济发达地区辐射，网点数量上升使经纪业务保持一定竞争力。2010 年-2020 年，公司经纪市场份额基本稳定在 1.05%-1.3% 之间，经纪市占在浙江省内多年保持第 2 位。佣金率方面，公司 2012-2016 年一直以略低于行业平均水平的佣金率来提高和巩固市场占有率，而近年来公司通过拓宽辐射范围、优化收入结构等方式，佣金率下滑趋势明显放缓。

图3 2010-2020 年浙商证券经纪业务市场份额



资料来源：wind, HTI

图4 2012-2020 年浙商证券佣金率



资料来源：2020 年公司年报，HTI

随着证券公司对金融科技持续深入运用，公司在经纪业务上不断加大科技投入与系统建设，公司 2020 年推出业务集中运营模式，提升了业务运营的质量与效率，降低了人力成本，并不断推动营业部向营销服务中心转变，提高分支机构生产力。围绕“信息化—数据化—智能化”的战略路径，公司加快推进科技运用产生实效，加快推进信息技术从纯成本中心向可内部模拟计价的利润中心转型，促进科技赋能。围绕零售客户、机构（对公）客户和全体员工，构建整体的科技运用架构，实现所有业务和日常管理全部数据化，力争智能化。

经纪业务转型凸显成效，财富管理规模实现快速增长。公司积极进行产品引进、研究及产品组合构建，目前已基本建立完整的金融产品和营销服务体系，并积极申报基金投顾业务试点。2020 年，公司加快财富管理转型的步伐，克服了年初疫情带来的不利影响，以精益求精的精神，深耕业务，从而实现公募私募业务齐头并进，财富管理创收大幅增长的局面。2020 年全年新增产品销量 348 亿元，期末金融产品保有量达到 336 亿元，同比增长 63.9%；其中权益类产品保有规模增长 149.9%。公募业务方面，继续拓展券商结算模式，同时阶段性推出各类优秀公募基金管理人的产品，丰富产品类型，满足客户需求。私募业务方面，鼓励产品线百花齐放，在引入新产品、头部私募公司的同时，继续加大存续产品的持续营销力度。从整体来看，财富管理产品结构趋于合理，权益产品销量和保有量均显著提升，财富管理转型收效明显。

“财富慧金”品牌

“财富慧金”服务品牌是浙商证券独创的将证券行情、交易、资讯等服务资源完整融合，向自主交易客户提供投资咨询服务的平台。“财富慧金”品牌设计中涵盖“慧金囊、慧金池、慧金库、慧金俱乐部”等渐次递增的差异化慧金系列子品牌，将慧金股票池、慧金投资顾问、慧金会所等十大产品进行了有机整合，使其能基于当前国际国内宏观经济环境，结合广大客户多样化的证券投资需求制作或提供投资顾问类产品和服务，为客户提供自助解决方案、一站式解决方案、全套解决方案和个性化全套解决方案。它基本覆盖了所有层次的客户需求，使客户能够根据自己的投资偏好和风险类别准确的找到自己的解决方案。

“慧金沙龙”投资交流平台

“慧金沙龙”投资交流平台是浙商证券为高净值客户特别推出的交流平台。公司在此平台上向高净值客户传递研究成果，解读专业投资技能，帮助高净值客户优化其投资策略。

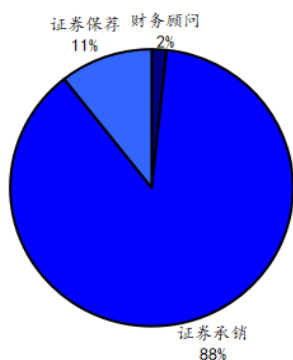
“聚金汇银”资产管理品牌

“聚金汇银”资产管理品牌是浙商证券打造的财富管理品牌之一。它下设“聚金”、“汇金”、“金惠”、“聚银”、“汇银”五个子品牌以满足中高端客户的理财需求。每个子品牌的投资理念、投资模式和投资起点都各有差异：“汇金”系列为集合资产管理计划，代表一对多的集合性理财；“聚金”系列为定向资产管理业务产品，代表一对一的个性化理财；“聚银”系列为专项资产管理计划；“汇银”系列为顾问式资产管理服务。五个子品牌相辅相成，可以涵盖不同类型的理财需求。

2.2 投行业务：承销业务与财务顾问业务齐头并进

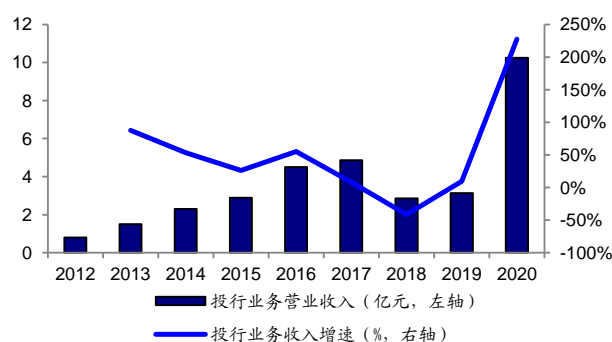
浙商证券投资银行业务包括证券承销业务、证券保荐业务和财务顾问业务等。其中证券承销业务是公司投资银行业务收入的主要来源。

图5 浙商证券 2020 年投行业务净收入结构



资料来源：2020 年公司年报，HTI

图6 2012-2020 年浙商证券投行业务净收入（亿元）

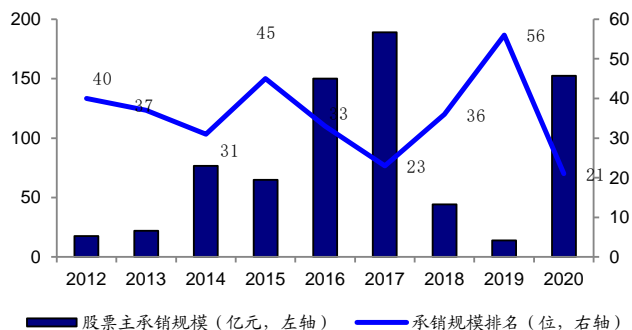


资料来源：2020 年公司年报，HTI

股债承销均保持高增速，投行业务大幅扩张。公司立足浙江省，浙江省是全国经济最为发达、富裕的省份之一，民间资本活跃，是全国优质中小企业和高净值人群聚集地之一，为公司开展投融资业务提供了良好的发展平台。受益于科创板开板 2020 年公司完成股权承销 17 家，承销规模达 152.4 亿元，行业排名大幅提升；其中 IPO 7 家，承销规模 40.93 亿元，增发 62 亿元，可交换债 49.5 亿元，股权承销规模较 2019 年大幅增加；完成 144 个债券主承销项目，承销金额 1008 亿元，同比增

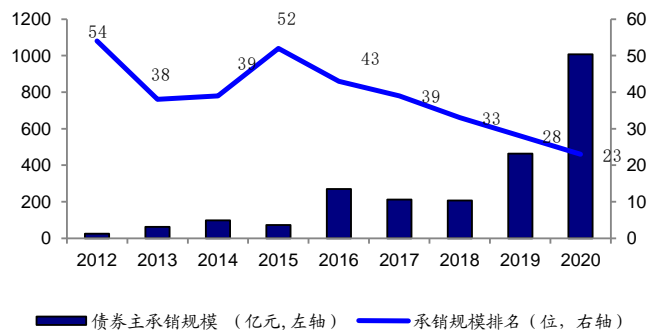
长 118%。公司债券承销规模的迅速上升一方面受益于全面注册制的发展机遇，IPO 审核、发行的节奏不断加快，过会率维持在高位水平；另一方面公司凝聚发展共识，全力做大业务规模，提升行业排名，打造人才队伍、做实项目储备，为投资银行业务快速发展打下了坚实基础。

图7 2012-2020 年浙商证券股票承销规模 (亿元)



资料来源: wind, HTI

图8 2012-2020 年浙商证券债券承销规模 (亿元)

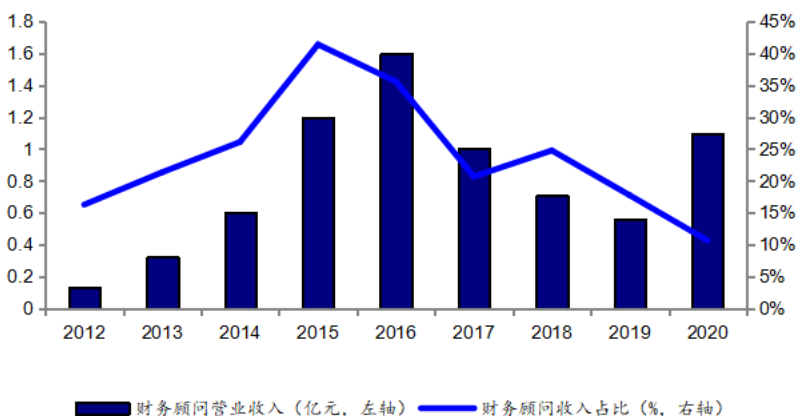


资料来源: wind, HTI

项目储备量方面，公司 IPO 在审项目 42 个，其中主板 3 个，创业板 11 个，科创板 8 个，处于行业中游水平。我们认为 2021 年仍将是投行业务的大年，公司也将继续加大对投行的支持和资源倾斜，进一步扩大投行的团队规模，提高业务产能。在新发展阶段，公司要进一步巩固投行业务在浙江省内市场的优势，把 IPO 业务作为重中之重，加速项目开发和储备，在深耕浙江的同时，聚焦其他经济发达省市，深度挖掘和开发新经济、新基建等产业机会。公司投行要深化与分支机构、投资板块、研究板块的协同展业，做好客户的维护、开发，整体提升展业能力和服务能力。投行资本市场部要全面提高股、债发行能力，强化股权项目的定价能力，为公司巩固 IPO、债券等业务排名提供坚实保障。

财务顾问业务是公司目前大力发展的投行业务之一。公司背靠浙江省，并购重组具有一定优势，2012 年以来公司并购重组收入占投行收入比在 12%-41%之间，高于行业平均水平。2020 年浙江继续实施企业上市和并购重组的“凤凰行动”计划，公司 2020 年实现财务顾问业务净收入 1.1 亿元，同比增长 96.3%，占投行业务净收入的 10.33%。

图9 浙商证券股票财务顾问净收入 (亿元)



资料来源: 2020 年公司年报, HTI

2.3 资管业务：发展特色业务，坚持差异化管理

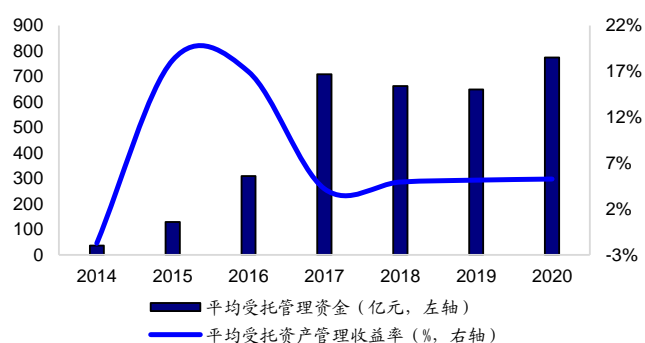
资管业务为浙商证券最具竞争优势的业务，主要包括集合资产管理业务、定向资产管理业务、专项资产管理业务和公募基金业务。公司资管业务走特色化、差异化的道路，推出了“聚金汇银”系列产品线，根据不同投资人的理财需求设计了多种资产管理产品，下设“聚金”、“汇金”、“聚银”、“金惠”等子品牌，为客户提供全方位、个性化的理财服务。

资管行业仍处在转型期，公司资管收入保持行业前列。受资管新规的影响，券商资管规模大幅下滑，行业仍处在转型阵痛期，公司 2016-2018 年资管业务收入下滑较多，但随着行业转型进入新的阶段，以及公募基金市场表现良好，公司资管收入开始回升，公司 2019、2020 年资管收入分别同比增长 11%、27%，资管收入排名保持行业前列。

资管整改初具成效，主动管理能力显著提升。2020 年公司受托资管规模 1315 亿元，同比下滑 11%，但主动管理规模及占比明显提升，公司 2020 年主动管理业务受托管理规模为 839 亿元，主动管理占比增加 63.8%，较年初增加 10 个百分点，达近三年新高，进一步彰显了资管公司主动管理能力的提升。此外公募固收、公募基金权益和资产配置类产品管理规模迅速上升，实现翻倍乃至三倍增长。同时，为适应资管新规和整改需要，通道中介类产品有序压缩规模，实现平稳过渡。

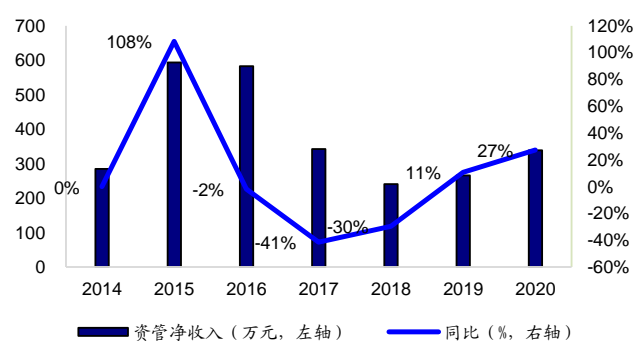
公司资管业务以投研建设为核心，坚持创新驱动发展，部分产品业绩表现突出。2020 年公司公募权益类基金平均收益率超过 40%；私募固收类净值型产品超 6 成位于行业前 20%，私募权益类 2 只产品进入到行业前 15%，大部分处于前 1/3；明星资产配置类产品“汇金 1 号”，近两年平均收益率超过 40%，累计收益率 100%，在同类型产品中名列前茅。此外，浙商资管积极布局产品创新。固收产品打造模式创新，周周购系列“份额锁定模式”，为行业首批锁定式固收产品；浙商资管成功募集全市场第一支公募股票型 FOF“汇金卓越优选 3 个月 (FOF)”基金，产生了良好的品牌效应。

图10 主动管理业务受托管理规模及收益率 (亿元)



资料来源：公司年报，HTI

图11 公司资产管理业务净收入及同比增速 (百万元)

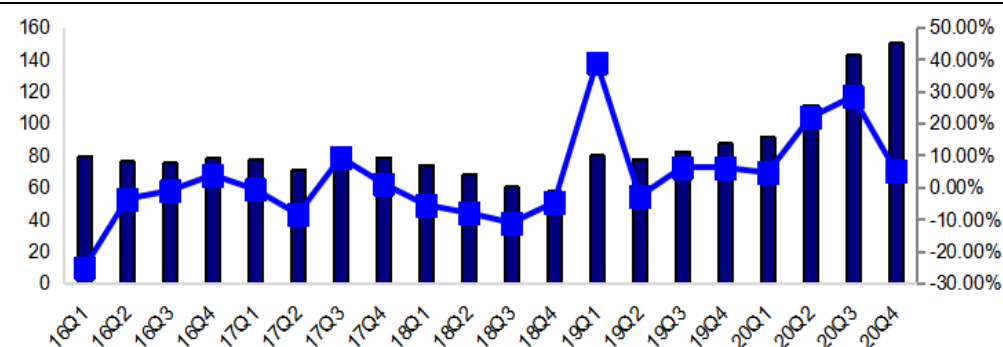


资料来源：公司年报，HTI

2.4 信用业务：两融规模增速放缓，加快创新业务发展

公司两融业务在 2018 年后平稳上升，整体风险可控。公司通过完善客户综合服务能力等方式，各业务部门和各业务机构形成合力，共同促进公司融资融券业务发展。截至 2020 年末，公司融资融券余额为 149 亿元，同比增长 72%，市场份额由 0.85%提升至 0.92%。期末有负债融资融券客户平均维持担保比例 274.44%，融资融券业务整体风险可控。

图12 浙商证券两融余额及增速



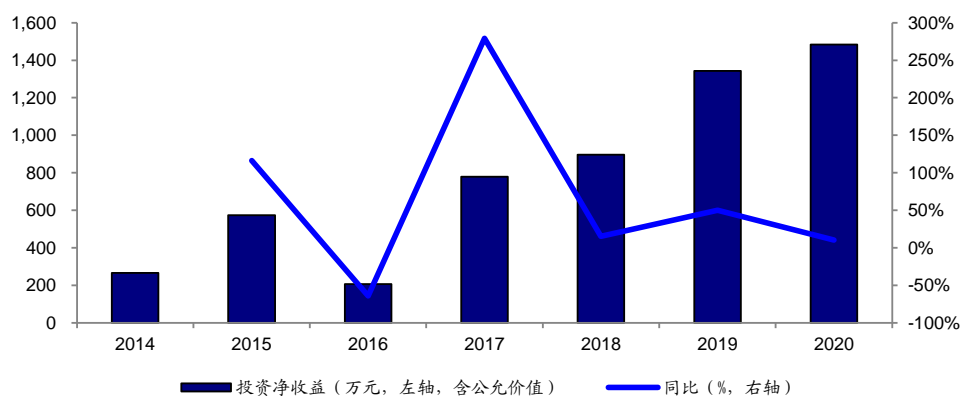
资料来源：wind 数据，HTI

加快推动小额股票质押式回购交易等创新业务发展，控制股票质押高质量发展。公司股票质押业务积极响应政策引导，以“优质公司、熟悉客户，擅长领域”为展业导向，严把新增项目入门关，积极调整存量项目结构，通过内部审核机制的优化调整，进一步加强对项目质量审核工作。截至 2020 年末，公司股票质押业务规模从 50.26 亿元下降至 39.63 亿元。其中以本公司作为融出方股票质押结存规模 36.69 亿元，平均履约保障比例为 347.97%；以集合资产管理计划或定向资产管理客户作为融出方的股票质押结存规模为 2.94 亿元。

2.5 自营业务：以 FICC 为主，资产结构向多元化转变

FICC 风控能力较好，投资收益率保持在较高水平。公司自营以 FICC 为主，2017-2019 年公司固定收益持仓占自营投资规模超过 90%（使用权益类/净资本及固定收益/净资本指标计算），风控能力较好，公司 2016 年以来，投资收益率保持较高水平。股票投资方面，公司不断深化核心股票建设，加强股票基本面研究，提升投资收益的多样性和稳定性。FICC 业务方面，在确保传统业务的平稳开展的前提下，业务模式的重心逐步过渡，不断开拓创新，转型升级，持续提升投研能力，推进新业务进展，打造多元化盈利增长点。公司 2014-2020 年投资收益复合增速达 33%，收益率保持在较高水平，且具有较强稳定性，仅 2016 年投资收益有所下滑。

图13 浙商证券投资净收益



资料来源：wind，HTI

表 4 中小型券商自营规模 (亿元)

	权益类自营持仓				固定收益类自营持仓			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
兴业证券	76	60	86	102	452	523	519	482
国海证券	11	2	8	20	339	357	365	326
国元证券	15	6	7	21	118	193	264	282
华西证券	8	5	24	37	160	132	244	270
长城证券	15	16	14	18	133	228	232	257
中原证券	6	10	7	4	100	140	161	229
浙商证券	3	5	15	12	144	189	197	229
国金证券	30	29	40	38	84	141	157	212
东北证券	36	28	24	20	171	257	243	212
华安证券	7	9	9	8	70	176	174	179
红塔证券	0	3	11	22	0	142	239	170
国联证券	0	0	6	19	0	0	65	160
第一创业	4	4	6	13	112	131	142	138
华林证券	6	1	1	6	52	34	64	105
中银国际	5	5	5	6	74	91	87	99
方正证券	84	60	68		288	458	367	
长江证券	61	44	47		273	308	350	
东吴证券	44	37	53		270	233	318	
东兴证券	46	42	51		285	297	294	
西南证券	73	55	53		188	262	264	
西部证券	11	4	9		216	283	228	
天风证券	21	20	24		200	224	219	
财通证券	15	3	12		205	222	214	
山西证券	10	15	20		110	251	184	
南京证券	3	4	5		43	79	140	
太平洋	18	11	11		155	207	132	

资料来源: Wind, HTI 使用权益类投资资产/净资本、固定收益投资资产/净资本计算

2.6 期货业务: 以商品期货为主要品种, 积极拓展境外业务

公司通过控股子公司浙商期货为客户提供期货经纪、期货投资咨询和资产管理服务。浙商期货目前为中国金融期货交易所全面结算会员, 并且是上海期货交易所、大连商品交易所和郑州商品交易所会员。近年来, 浙商期货运营平稳, 以打造研究型衍生品综合服务商为核心目标, 依托传统期货经纪业务, 结合风险管理子公司的基差贸易、场外衍生品业务和做市商业务, 创新能力不断提升, 相关指标不断向好, 截至 2020 年, 客户权益 125.亿元, 同比增长 70%, 资产管理业务存续管理规模 15 亿元, 同比增长 33%。2020 年产业研究所开展 38 个“保险+期货”项目, 承保现货 44.56 万吨, 覆盖面积达 71.46 万亩, 涉及农户 6.9 万人, 保障金额达 12.27 亿元; 2020 年完成场外业务名义本金 319 亿元, 同比增长 6.3%, 在全行业规模下滑 44% 的情况下, 仍实现稳定增长。

积极落实跨境服务能力, 预计公司期货业务仍有较大发展机遇。2021 年面对以大宗商品为主的期货市场将迎来国内、国际双向发展的有利局面。国内期货市场扩容将进一步加快, 更多的期货期权新品种、新工具将上市, 期货市场服务实体经济的能力将进一步提升。同时, 国内金融市场对外开发的步伐将进一步加快, 这些都为期货公司未来发展提供了良好的环境。面临市场的机遇和挑战, 浙商期货将继续

围绕研究型衍生品综合服务商的战略定位,坚持服务产业、转型发展的总基调。经纪业务围绕细分客户群体,继续做大规模;资管业务加强主动管理能力培育,加快基金销售牌照申请,打造“浙商”资产管理品牌;基差贸易和场外衍生品业务向纵深布局,提高利润水平;境外业务做好基础建设,提升跨境服务能力;完善全面风险控制体系,以不发生系统性风险为底线,合规经营、稳健发展,进一步提升期货业务在公司业务板块中的贡献。

表 5 2019-2020 年浙商证券期货业务主要指标

	2019	2020	增速
成交金额 (亿元)	55,398.18	91,536.58	65%
成交金额市场占有率	0.95%	1.05%	
佣金率	0.0031%	0.0030%	
日均客户权益 (亿元)	64.35	98.16	53%
母公司营业收入 (万元)	38,805.75	52,351.00	35%

资料来源:公司 2020 年年报, HTI

3. 投资建议

3.1 盈利预测

我们估算浙商证券 2021/ 22/ 23E 营业收入分别为 116.71/129.99/142.74 亿元,同比+10%/ +11%/ +10%; 归母净利润分别为 19.36/21.08/23.16 亿元,同比+19%/ +9%/ +10%; 对应 EPS 分别为 0.42/0.46/0.50 元。

表 6 浙商证券盈利预测 (百万元)

	2020	2021E	2022	2023E
一、营业收入	10637	11671	12999	14274
手续费	3154	4351	4726	5190
经纪净佣金	1469	1896	1941	1979
投行收入	1026	1308	1565	1885
资管收入	339	374	379	385
利息净收入	600	800	908	944
投资净收益	2117	1221	1269	1313
联营合营企业	4	11	11	12
公允价值变动净收益	(630)	-	-	-
汇兑净收益	(3)	-	-	-
其他收益	38	-	-	-
资产处置收益	30	-	-	-
其他业务收入	5331	5300	6095	6826
二、营业支出	8464	9094	10192	11191
营业税及附加	47	52	58	64
管理费用	2836	3112	3380	3568
资产减值损失	-	-	-	-
其他资产减值损失	16	-	-	-
信用减值损失	185	100	50	50
其他业务成本	5379	5830	6705	7509
三、营业利润	2173	2577	2806	3083
加: 营业外收入	8	-	-	-
减: 营业外支出	15	-	-	-
四、利润总额	2166	2577	2806	3083
减: 所得税	539	641	698	767
五、净利润	1627	1936	2108	2316
减: 少数股东损益	-	-	-	-
归属于母公司所有者的净利润	1627	1936	2108	2316
六、每股收益:	0.47	0.42	0.46	0.50

资料来源:公司历年财报, HTI

表 7 浙商证券资产负债表 (百万元)

	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	23163	28753	29925	31006
其中: 客户资金存款	19323	23987	24965	25866
结算备付金	4366	5419	5640	5844
其中: 客户备付金	3097	3845	4001	4146
融出资金	15013	15298	15756	16229
交易性金融资产	29401	31567	32854	34041
衍生金融资产	526	604	665	731
买入返售金融资产	7122	7485	7894	8203
应收款项	269	310	341	375
存出保证金	6128	7607	7917	8203
长期股权投资	102	117	129	141
固定资产	895	1074	1289	1547
无形资产	124	149	178	214
商誉	20	24	29	34
递延所得税资产	508	610	732	878
其他资产	3453	4144	4973	5967
资产总计	91090	103161	108321	113414
短期借款	65	75	86	99
应付短期融资券	6307	6307	6307	6307
拆入资金	400	440	484	532
交易性金融负债	2911	3347	3849	4427
衍生金融负债	497	507	518	528
卖出回购金融资产款	11525	12678	13945	15340
代理买卖证券款	15769	16084	16406	16734
代理承销证券款	-	-	-	-
应付职工薪酬	965	984	1004	1024
应交税费	931	949	968	988
应付款项	109	111	113	116
应付债券	16143	16143	16643	16643
递延所得税负债	147	161	177	195
合同负债	79	91	105	120
其他负债	15894	16212	16536	16867
负债合计	71741	74090	77142	79919
股本	3614	4614	4614	4614
资本公积金	7337	16337	16337	16337
其他综合收益	1	1	1	1
盈余公积金	684	684	684	684
一般风险准备	2127	2471	2846	3257
未分配利润	5585	4963	6697	8601
归属于母公司所有者权益合计	19349	29071	31179	33494
少数股东权益	-	(0)	(0)	(0)
所有者权益合计	19349	29071	31179	33494
负债及股东权益总计	91090	103161	108321	113414

资料来源: 公司历年财报, HTI

3.2 估值及投资建议

我们使用可比公司估值法对公司进行估值，公司综合实力归属中小型券商，截至 2020 年 4 月 18 日中小型券商平均估值为 32.84x 2021E PE 及 1.6x 2021E PB。考虑到公司区位优势呈现，财富管理转型初具成效，FICC 业务具有一定优势，我们给予其 2021 年 2.7x PB，对应目标价 17.01 元/股，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

表 8 中小型券商可比公司估值 (2021 年 4 月 18 日)

	股价	市值	PE			PB		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
财通证券	10.63	382	20.4			1.83		
中银证券	17.28	480	60.1	54.4		3.77	3.20	
方正证券	8.68	715	70.9			1.85		
国投资本	12.89	545	18.4	13.1	11.0	1.39	1.29	1.20
红塔证券	13.70	498	59.4	35.2		3.72	3.45	
长城证券	10.62	330	33.2	21.9		1.95	1.82	
华林证券	11.69	316	71.5	38.8		5.91	5.24	
天风证券	4.99	333	108.1		44.2	2.74		1.74
兴业证券	8.68	581	33.0	14.5	13.0	1.69	1.54	1.43
长江证券	7.25	401	24.1		15.2	1.48		
西部证券	8.57	383	62.8			2.17		
东兴证券	10.97	303	24.8			1.49		
国元证券	7.67	335	36.6	24.4	21.3	1.35	1.08	1.05
东吴证券	8.80	341	32.9	18.7	19.7	1.63		
浙商证券	11.89	430	44.4	26.4	27.8	2.99	2.22	2.48
国金证券	12.64	382	29.4	20.5	16.7	1.84	1.70	1.60
西南证券	4.66	310	29.7			1.58		
华西证券	9.99	262	18.3	13.8	12.2	1.33	1.23	
南京证券	9.45	348	49.1			3.14		
太平洋	3.45	235	50.8			2.27		
华安证券	6.22	225	20.3	17.8	17.6	1.70	1.59	1.46
华创阳安	10.13	176	67.7	26.8		1.18	1.16	
第一创业	6.83	287	55.9	35.3	30.3	3.17	2.06	1.95
山西证券	6.99	251	49.2			1.98		
国海证券	4.44	242	49.6	33.3		1.73	1.31	
东北证券	8.42	197	19.6	14.8		1.26	1.18	
中原证券	4.44	206	354.1	197.6	165.1	2.13	1.54	1.54
平均			55.34	35.74	32.84	2.20	1.98	1.60

资料来源: Wind 一致预期, HTI

注: 为保持证券行业中上市公司数据比较的完整性, 本报告中涉及海通证券的资料和数据全部来自于市场公开数据, 分析师未做个人判断

3.3 投资风险

- (1) 经纪业务面临量价双杀的风险。
- (2) 监管加强影响相关业务, 金融政策改革推行不达预期。
- (3) 市场持续低迷, 资本中介业务增速放缓或继续下滑。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
每股指标 (元)					营业收入	10,637	11,671	12,999	14,274
每股收益	0.47	0.42	0.46	0.50	手续费及佣金净收入	3,154	4,351	4,726	5,190
每股净资产	5.35	6.30	6.76	7.26	其中: 经纪业务	1,469	1,896	1,941	1,979
每股股利	0.23	0.54	0.63	0.72	投资银行业务	1,026	1,308	1,565	1,885
价值评估 (倍)					资产管理业务	339	374	379	385
P/E	25.81	28.91	26.55	24.17	利息净收入	600	800	908	944
P/B	2.27	1.93	1.80	1.67	投资收益	2,117	1,221	1,269	1,313
股息率 (%)	48.9%	128.7%	137.9%	143.5%	公允价值变动收益	-630	-	-	-
盈利能力指标 (%)					汇兑收益	-3	-	-	-
营业利润率	20.4%	22.1%	21.6%	21.6%	其他业务收入	5,331	5,300	6,095	6,826
净利润率	15.3%	16.6%	16.2%	16.2%	营业支出	8,464	9,094	10,192	11,191
净资产收益率	9.5%	8.0%	7.0%	7.2%	营业税金及附加	47	52	58	64
总资产收益率	2.1%	2.0%	2.0%	2.1%	业务及管理费	2,836	3,112	3,380	3,568
盈利增长 (%)					资产减值损失	-	-	-	-
营业收入增长率	88%	10%	11%	10%	其他业务成本	5,379	5,830	6,705	7,509
营业利润增长率	68%	19%	9%	10%	营业利润	2,173	2,577	2,806	3,083
净利润增长率	68%	19%	9%	10%	利润总额	2,166	2,577	2,806	3,083
杠杆指标					所得税	539	641	698	767
资产负债率	3.55	2.59	2.55	2.49	少数股东损益	-	-	-	-
					归属母公司所有者净利润	1,627	1,936	2,108	2,316
					归属于母公司所有者的综合收益总额	1,625	1,936	2,108	2,316

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
客户资金	3,097	3,845	4,001	4,146
自有资金	1,268	1,574	1,639	1,698
交易性金融资产	-	-	-	-
可供出售金融资产	102	117	129	141
持有至到期投资	526	604	665	731
长期股权投资	7,122	7,485	7,894	8,203
买入返售金融资产	-	-	-	-
融出资金	-	-	-	-
资产总计	91,090	103,161	108,321	113,414
代理买卖证券款	15,769	16,084	16,406	16,734
应付债券	16,143	16,143	16,643	16,643
应付短期融资券	6,307	6,307	6,307	6,307
短期借款	65	75	86	99
长期借款	-	-	-	-
负债总计	71,741	74,090	77,142	79,919
总股本	3,614	4,614	4,614	4,614
普通股股东权益	19,349	29,071	31,179	33,494
少数股东权益	-	-0	-0	-0
负债和所有者权益合计	91,090	103,161	108,321	113,414

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 2021 年 4 月 19 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报, HTI

APPENDIX 1**Summary**

- Zhesang Securities, headquartered in Zhejiang Province and whose business concentrated on Yangtze River Delta, has formed the “securities+futures+fund+AM+VC” financial industry layout. In the highly competitive brokerage market in Jiangsu and Zhejiang provinces, the Company’s market share maintained stable via low commission rate strategy. Its investment banking business expands dramatically, with equity and debt underwriting scale keeping at high growth rate. The futures business is actively expanding overseas. We initiate coverage with an Outperform rating and a TP of Rmb17.01.

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。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.

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 601375.CH and 600369.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 601375.CH and 600369.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 601375.CH and 600369.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.

601375.CH 及 600369.CH 目前或过去 12 个月内是海通的投资银行业务客户。

601375.CH and 600369.CH are/were an investment bank clients of Haitong currently or within the past 12 months.

601377.CH, 000728.CH, 601375.CH, 601878.CH, 600109.CH, 600909.CH, 002797.CH, 000783.CH, 601555.CH, 600369.CH 及 601108.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。

601377.CH, 000728.CH, 601375.CH, 601878.CH, 600109.CH, 600909.CH, 002797.CH, 000783.CH, 601555.CH, 600369.CH and 601108.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.

601377.CH, 封开县威利邦木业有限公司, 600909.CH 及 600369.CH 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。

601377.CH, 封开县威利邦木业有限公司, 600909.CH and 600369.CH are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-securities services.

海通预计将（或者有意向）在未来三个月内从 601375.CH 及 600369.CH 获得投资银行服务报酬。

Haitong expects to receive, or intends to seek, compensation for investment banking services in the next three months from 601375.CH and 600369.CH.

海通在过去的 12 个月中从 601377.CH, 000728.CH, 601878.CH, 600109.CH, 000783.CH 及 600369.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 601377.CH, 000728.CH, 601878.CH, 600109.CH, 000783.CH and 600369.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

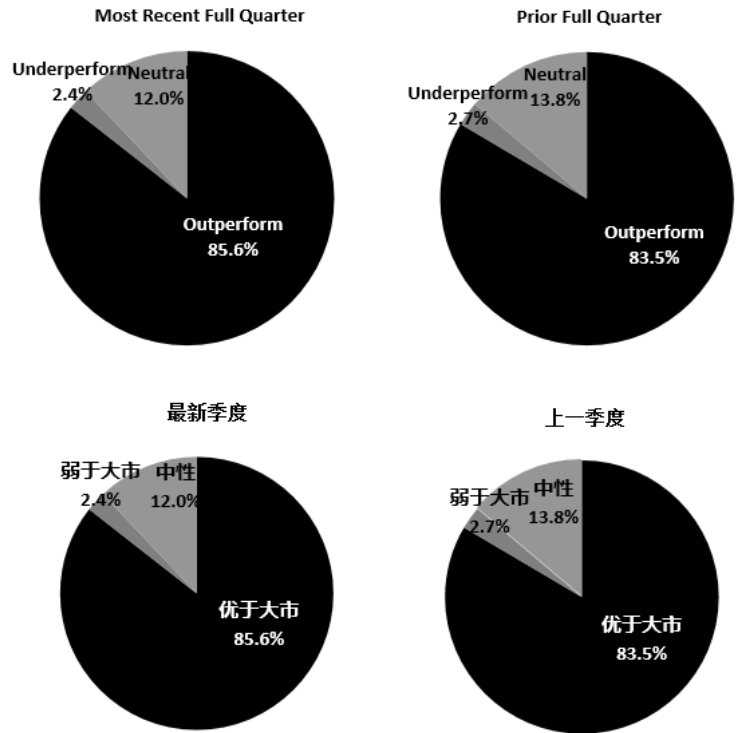
Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

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.

评级分布 Rating Distribution



截至 2021 年 3 月 31 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	85.6%	12.0%	2.4%
投资银行客户*	6.9%	4.9%	7.1%

*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 Mar 31, 2021

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	85.6%	12.0%	2.4%
IB clients*	6.9%	4.9%	7.1%

*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: 海通国际可能会就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.

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) 的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJK”) 的协助下发行，HTIJK 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 (“HTSIPL”) 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。HTSIPL 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，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和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 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开发售或认购。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益权益。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 201306644N] 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。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。

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 201306644N. 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. 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").

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>