

东方证券 Orient Securities (600958 CH)

依托强大投研能力，转型深耕财富管理

Riding on Strong Investment Research Capability, Transform to WM

观点聚焦 Investment Focus

维持优于大市 Maintain OUTPERFORM

评级	优于大市 OUTPERFORM
现价	Rmb12.57
目标价	Rmb16.69

市值	Rmb81.37bn / US\$12.59bn
日交易额(3个月均值)	US\$151.74mn
发行股票数目	5,967mn
自由流通股(%)	45%
1年股价最高最低值	Rmb12.58-Rmb8.55

注：现价 Rmb12.57 为 2021 年 8 月 3 日收盘价



资料来源: Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	34.0%	46.5%	10.2%
绝对值(美元)	34.4%	46.7%	19.0%
相对 MSCI China	44.5%	59.2%	9.8%

(Rmb mn)	Dec-20A	Dec-21E	Dec-22E	Dec-23E
营业收入	23,134	25,004	27,439	29,913
(+/-)	21%	8%	10%	9%
净利润	2,723	5,299	6,456	7,487
(+/-)	12%	95%	22%	16%
每股收益(Rmb)	0.39	0.76	0.92	1.07
每股净资产(Rmb)	8.61	9.27	9.96	10.72
净资产收益率	4.8%	8.5%	9.6%	10.3%
市盈率	32	17	14	12

资料来源: 公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

投资要点：公司经纪业务财富管理转型坚持买方视角，走出了一条具有自身特色的道路，一季度基金代销保有规模在券商中排第 10，权益类规模大幅增加。资管行业领跑者，旗下东方红产品收益率行业领先，汇添富管理规模攀升。目标价 16.69 元/股（上调 13%），维持“优于大市”评级。

- **特点鲜明，资管业务就有绝对优势。**公司是行业内第五家 A+H 股上市券商，总资产、净利润基本排在行业前 15 位。公司特色鲜明，旗下东证资管是国内首家获批的券商资管子公司，并在 2013 年获得首张券商公募基金牌照，在券商资管行业处于领跑地位，资管收入常年排名行业第一，具有绝对优势。同时公司依靠多年积累的强大的投研能力，积极推进传统经纪业务向财富管理的转型，近年来代销收入亦排名靠前。公司已连续 12 年获得 A 类 AA 级或 A 级券商评级。
- **传统经纪交易非公司优势，财富管理转型提升公司代销收入占比。**据证券业协会数据，2020 年，公司实现经纪业务净收入市占率为 1.62%，行业排名第 20 名，略低于公司其他经营指标，传统经纪交易优势并不显著。公司近年来加速财富管理转型，聚焦财富管理风口，坚定主动权益类产品的代销方向，并在东证资管、汇添富基金之外，拓宽合作渠道，与业内更多的优质管理人建立了深度的合作关系，财富管理转型初具成效，多只产品销量创造公司及行业记录。2020 年，公司权益类产品销售规模 278 亿元，同比增长 256%，权益类产品保有规模 475 亿，同比增长 100%；实现代销金融产品净收入 3.9 亿，同比增长 269%（高于证券行业 2020 年代销金融产品收入增速的 189%），占经纪收入比也一路上增长至 18%。
- **资产管理行业的领跑者，东方红、汇添富等优质品牌享誉市场。**1) **东证资管行业领跑，主动管理能力突出。**公司主动管理能力突出，主动管理资产规模占比远高于行业平均。2015-2019 年，东方证券主动管理占比分别为 90%、93%、98%、99%、99%，远超行业平均。资管业务收入持续增长，2016-2020 年东证资管收入复合增速达 30%。长期业绩保持领先优势。“东方红”产品知名度和美誉度高，供不应求。2) **汇添富管理规模持续增加。**公司主要通过持股 35.412%且为第一大股东的联营企业汇添富基金开展基金管理业务。2013-2021Q1，汇添富非货基规模快速增长，从 498 亿元提升至 5716 亿元，行业排名从 14 大幅提升至第二，2013-2020 年均复合增速为 41%，市占率持续上行，从 2.21%提升至 4.59%。ROE 常年保持在 20%以上，2020 年达到 35.14%。

孙婷 Ting Sun
ting.sun@htisec.com

Vivian Xu
vivian.w.xu@htisec.com

【投资建议】我们预计公司 2021-2023E 年每股净利润分别为 0.76、0.92、1.07 元，每股净资产分别为 9.27、9.96、10.72 元。使用可比公司估值法，给予其 2021 年 1.8xP/B（原为 1.6x 2021E PB），对应目标价 16.69 元（上调 13%），维持“优于大市”评级。

风险提示：经纪业务量价双杀；金融监管持续加强。

目 录

投资要点	4
投资风险	4
1. 公司背景及竞争地位	5
2. 依托强大投研能力，把握行业发展契机，转型深耕财富管理	6
2.1 财富管理市场方兴未艾	6
2.1.1 资金层面：居民财富增加，对财富保值增值需求强烈	6
2.1.2 宏观层面：中国产业结构升级+房住不炒，权益投资愈发重要	7
2.1.3 刚兑预期打破提升权益资产吸引力	8
2.2 东方证券依托强大投研能力，转型深耕财富管理	9
2.2.1 经纪业务稳步发展，积极转型财富管理	9
2.2.2 投资管理业务：三轮驱动，助力深耕财富管理	11
3. 证券销售及交易业务：深耕行业个股研究，投资收益率名列前茅	15
4. 投资银行业务：把握市场机遇，持续稳定发展	17
5. 投资建议	18
5.1 盈利预测	18
5.2 估值及投资建议	21
投资风险	22
财务报表分析和预测	23

投资要点

公司立足上海，营业网点覆盖全国，为内地大型券商。公司在大资管、基金业务、自营交易方面长期保持领先地位，提供证券、期货、资产管理、理财、投行、投资咨询及证券研究等全方位、一站式专业综合金融服务。公司连续 12 年获得 A 类 AA 级或 A 级券商评级。公司于 2016 年 7 月 8 日在香港联交所主板上市，成功打造 A+H 股上市的发展平台。

估值及投资建议：

我们预计公司 2021-2023E 年每股净利润分别为 0.76、0.92、1.07 元，每股净资产分别为 9.27、9.96、10.72 元。使用可比公司估值法，给予其 2021 年 1.8xP/B，对应目标价 16.69 元，维持“优于大市”评级。

我们看好公司主要基于以下几个逻辑：

1) **综合型大券商，多业务排名居前。**公司特点鲜明，资管业务具有绝对优势。公司总资产、营业收入、净利润基本排在行业前 15 位。公司特色鲜明，旗下东证资管是国内首家获批的券商资管子公司，并在 2013 年获得首张券商公募基金牌照，在券商资管行业处于领跑地位，资管收入常年排名行业第一，具有绝对优势。同时公司依靠多年积累的强大的投研能力，积极推进传统经纪业务向财富管理的转型，近年来代销收入亦排名靠前。

2) **财富管理需求强烈，公司财富管理转型已初具成效。**改革开放后我国居民财富水平逐步改善，对财富保值增值需求强烈。过去 20 年居民资产主要配置在房产上，当前我国居民的资产配置依然是低配权益。展望未来，我们认为在产业结构升级、利率下行、政策扶持机构化、以及机构和权益资产优秀的收益率的大背景下，居民资产配置将进一步转向权益，权益财富管理市场方兴未艾，潜力巨大。公司通过低成本、高效率的“轻型化”营业网点扩张和线上服务平台的拓展，并围绕客户需求提供差异化及个性化的增值服务，着力打造“全业务链”多元化综合金融服务平台，已依靠多年积累的强大的投研能力，积极推进传统经纪业务向财富管理转型。

3) **资管业务行业领跑，牌照齐全。**东方证券的资产管理业务主要通过全资子公司东证资管展开。东证资管是国内首家获批的券商资管子公司，并在 2013 年获得首张券商公募基金牌照，在券商资管行业处于领跑地位。2016 年以来，东方证券主动管理占比超 90%，远高于行业平均。2013 年以来，旗下参股基金汇添富非货基规模快速增长，2020 年末非货基管理规模达 5716 亿元，8 年复合增速近 40%。

投资风险

- 1、经纪业务面临量价双杀的风险。
- 2、金融政策改革推行不达预期。
- 3、市场持续低迷，债市波动。

1. 公司背景及竞争地位

东方证券成立于1998年3月9日，总部设在上海，现有注册资本69.94亿元，公司于2015年3月23日登陆上交所，2016年7月8日H股上市，成为行业内第五家A+H股上市券商。公司经过23年的发展，已从一家仅有586名员工、36家营业网点的证券公司，逐渐壮大为一家总资产超过3000亿，净资产超过600亿，员工6000余人、在全国87个城市设有177余家分支机构，提供证券、期货、资产管理、理财、投行、投资咨询及证券研究等全方位、一站式专业综合金融服务的上市证券金融控股集团。连续12年获得A类AA级或A级券商评级。

表 1 东方证券前十大股东

股东名称	期末持股数量 (百万股)	比例 (%)	股东性质
申能(集团)有限公司	1,768	25.27	国有法人
香港中央结算(代理人)有限公司	1,027	14.68	境法人
上海海烟投资管理有限公司	345	4.94	国有法人
上海报业集团	241	3.44	国有法人
中国证券金融股份有限公司	209	2.98	国有法人
上海电气(集团)总公司	179	2.56	国有法人
中国邮政集团公司	178	2.55	国有法人
上海金桥出口加工区开发股份有限公司	134	1.91	境内非国有法人
长城信息产业股份有限公司	133	1.90	境非国有法人
上海建工集团股份有限公司	110	1.57	国有法人

资料来源：公司 2021 年一季报，HTI

公司特点鲜明，资管业务具有绝对优势。公司总资产、营业收入、净利润基本排在行业前 15 位。公司特色鲜明，旗下东证资管是国内首家获批的券商资管子公司，并在 2013 年获得首张券商公募基金牌照，在券商资管行业处于领跑地位，资管收入常年排名行业第一，具有绝对优势。同时公司依靠多年积累的强大的投研能力，积极推进传统经纪业务向财富管理的转型，近年来代销收入亦排名靠前。

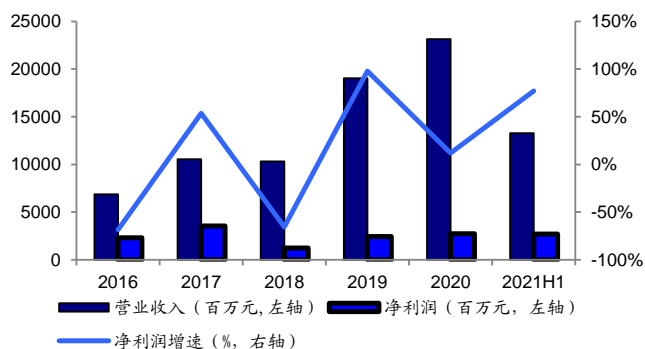
表 2 东方证券行业主要指标行业排名

	2017	2018	2019	2020
盈利规模				
营业收入	12	10	13	12
净利润	11	15	13	16
资产规模				
净资产	9	10	11	12
净资本	9	9	10	13
总资产	9	11	11	12
经纪业务收入				
代理买卖证券业务收入	19	20	20	46
代销金融产品收入	12	11	15	11
投行业务收入				
投行业务收入	12	10	15	12
股票承销业务收入	13	11	18	14
债券承销业务收入	11	8	20	19
资管业务收入				
资管业务净收入	1	1	1	1
投资业务收入				
证券投资收入	4	96	14	11

资料来源：中国证券业协会官网，Wind，HTI

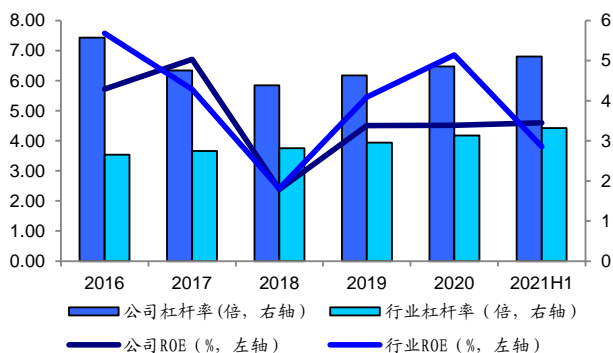
营业收入复合增速达 35%，受益于公募市场活跃，21 年上半年业绩预计大幅增长。2016 年以来，除 2018 年受到中美贸易战影响，金融市场大幅回撤导致公司业绩有所下滑外，公司均营收保持平稳增长，营收复合增速高达 35%，净利润复合增速 4%。公司 2018-2020 年 ROE 低于行业平均 ROE，我们认为主要是由于公司在自营业务投入较多资产，公司 2016 年以来自营权益类及固收类资产占总资产的比例高达 40%-49%，重资本业务一定程度上拉低了 ROE。随着 2021 年公司管理效能不断提高、财富管理转型深化及大资管业务发力，预计公司 2021 年上半年净利润同比增长 77%，对应 ROE 4.6%，高于行业平均。

图1 东方证券 2016-2021 年上半年营收、净利润



资料来源: wind, 东方证券 2021H 业绩快报, HTI

图2 东方证券 2016-2021 年上半年 ROE 及杠杆率



资料来源: Wind, 东方证券 2021H 业绩快报, 中国证券业协会, HTI

2. 依托强大投研能力，把握行业发展契机，转型深耕财富管理

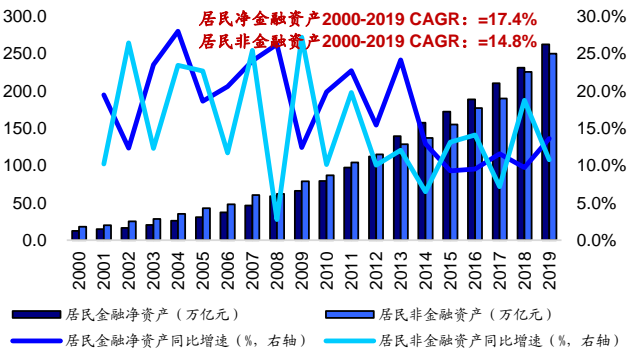
2.1 财富管理市场方兴未艾

改革开放后我国居民财富水平逐步改善，对财富保值增值需求强烈。过去 20 年居民资产主要配置在房产上，当前我国居民的资产配置依然是低配权益。展望未来，我们认为在产业结构升级、利率下行、政策扶持机构化、以及机构和权益资产优秀的收益率的大背景下，居民资产配置将进一步转向权益，权益财富管理市场方兴未艾，潜力巨大。

2.1.1 资金层面：居民财富增加，对财富保值增值需求强烈

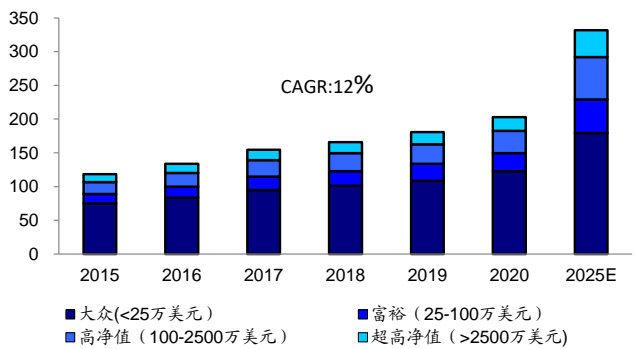
中国改革开放 40 年来，经济高速增长与房地产价格上涨促进居民财富大量积累。根据中国社会科学院发布的《国家资产负债表》中的居民资产负债表数据显示，2019 年，中国居民总财富规模（即净资产=金融资产+非金融资产-金融负债）合计约为 513 万亿元，同比+12.2%，2000 年至 2019 年复合增速 16.0%。其中，居民净金融资产规模为 263 万亿元，占比 51.2%，同比+13.6%，2000 年至 2019 年复合年均增速 17.4%；居民非金融资产（以住房为主）规模为 250 亿元，同比+10.8%，2000 年至 2019 年复合年均增速 14.8%。中国高净值和超高净值人群数量不断攀升，已成为带动亚太乃至全球财富增长的有力引擎。根据麦肯锡全球财富数据库统计，中国富裕及以上家庭个人金融资产占比在过去 5 年持续提升，从 36% 升至 40%，预计到 2025 年占比将达到 46%。未来 5 年，富裕和高净值及以上客户资产增速更快，预计将以 13% 的年复合增长率增长，高于大众家庭资产增速。其中，高净值及超高净值客群的个人金融资产将占到总量的近 1/3，尽管这类家庭的数量不足 1%。随着中国经济进入新常态，从高速增长转向中高速增长，进入“稳增长，调结构”的深度改革期。因此我们预计居民对存量财富的权益财富管理需求将会长期旺盛。

图3 中国居民金融资产/非金融资产 2000 年至 2019 年复合增速为 17.4%/14.8%



资料来源：WIND, 中国社会科学院, HTI

图4 未来 5 年，富裕和高净值及以上客户资产增速将更快（万亿元）

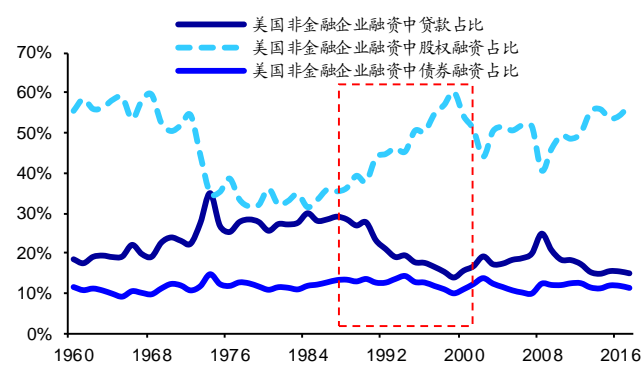


资料来源：麦肯锡财富数据库, HTI
注：养老金、寿险均计入统计范围内

2.1.2 宏观层面：中国产业结构升级+房住不炒，权益投资愈发重要

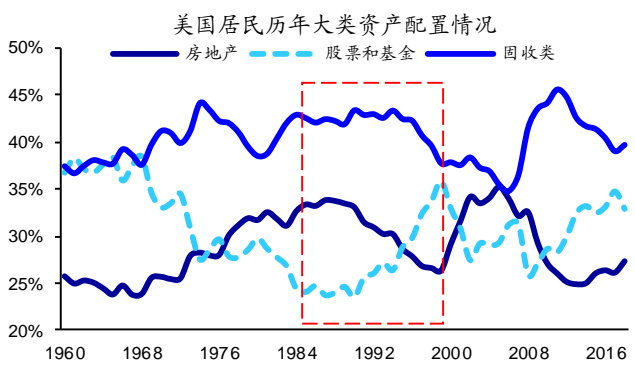
借鉴美日经验，随着产业结构向高端制造与服务行业转变，社会主要融资方式将从银行信贷转向股权融资。地产在经济中的重要性会下降，股市融资需求的增加，居民资产配置也将从高配地产和现金固收类逐渐向高配权益资产过渡。1980 年代美国产业中制造业和服务业分别向先进制造和高端服务升级，新兴企业发展提升了股权融资的需求，整个社会非金融企业融资结构中股权融资的占比因而从 1985 年的 35% 上升至 2000 年的 60%，同期居民资产配置中权益占比也从 24% 上升到 36%。日本 90 年代后经济泡沫破灭，但是其产业结构依旧在向第三产业调整，1990-2018 年非金融企业融资结构中股权融资占比从 32% 上升到 65%，信贷占比从 59% 下降到 27%，同期居民资产配置地产的比例从 48% 下降到 27%，股票和基金从 6% 上升到 13%。

图5 1980 年后美国非金融企业直接融资占比上升



资料来源：wind, HTI

图6 1980 年代美国居民资产配置从股市转向房市

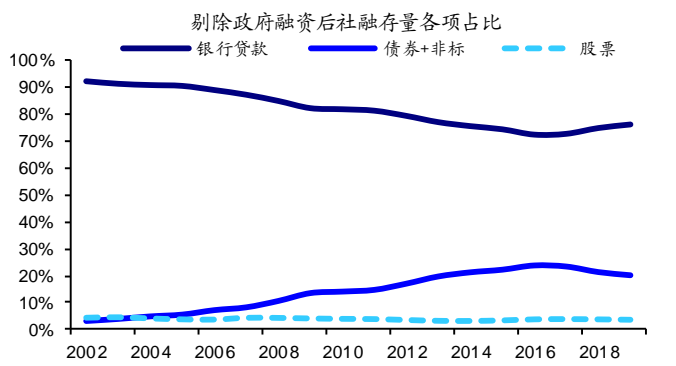


资料来源：Wind, 美国经济分析局, HTI

当前我国类似 1980 年代的美国，正处在产业结构加速优化阶段。十九大报告中指出“我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期”，中央多次重申“房住不炒”、“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。我国产业结构正从第一、二产业向第三产业快速转移，第三产业占国民经济比重快速提高。从产业政策看，近年来我国将重心转向高端制造业，不断扩大 5G、半导体投资，经济主导产业将从工业转向消费+科技，地产在经济体中的重要性将逐步下降。相比海外各国，我国居民住房资产配置力度较大，权益资产

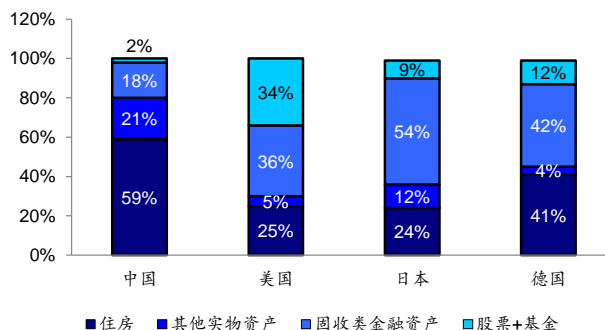
配置较少。根据央行《2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》数据，我国城镇居民资产配置中，住房占比最大，为 60%，权益资产配置较低，仅为 2%。2019 年美国居民配置权益类资产的比例为 34%，住房为 24%，欧元区为 8%、35%，日本 2018 年的数据为 9%、24%。如前文所述，参考美日经验，在产业结构变迁下，未来权益资产具有更大吸引力，我国居民配置权益资产的比重将上升。

图7 我国社会融资结构



资料来源: Wind, HTI

图8 2019 年各国资产配置情况



资料来源: 中国人民银行, wind, HTI

2.1.3 刚兑预期打破提升权益资产吸引力

资管新规促进股票等标准化资产布局。2018 年 4 月 27 日资管新规正式出台，针对从 2012 年开始快速发展的资管行业出现的多层嵌套、期限错配、杠杆率飙升、刚性兑付等问题进行约束，主要内容在于 1) 打破刚兑；2) 抑制通道业务；3) 规范主动管理业务，从而**影响各类资管机构底层资产的配置从非标向标准资产转移，利好权益财富管理。**

- 在资管新规发布之前，银行销售的非标理财产品由于存在隐性的刚性兑付，相比存款收益率又更高，形成了中国投资者大量投资配置在所谓“高收益、低风险”类固收理财产品的独特现象。资管新规下刚兑的打破使原来的保本理财彻底退出市场，叠加理财产品净值化管理要求，使非保本理财的稳定高收益特质不再。1 年期银行理财（人民币）预期年收益率从 2018 年初的 5.02% 下降至 2021 年 6 月初的 3.57%。银行理财对投资者的吸引力下降，理财资金出现分流，转投表内存款、货币基金、股市或者公募、私募基金等。另外，从资产定价角度看，刚兑的打破使风险定价恢复正常¹，股市的风险溢价逐步向上修复，吸引力上升。因此，刚兑的打破从政策层面和收益层面都提升了权益资产的吸引力。
- 券商资管和基金子公司专户主要提供的是通道业务，占比均超过 70%，**主要以非标投资为主。**资管新规使券商和基金资管与大部分通道业务彻底告别，同时转型主动管理业务，因此**非标投资需求逐步减少，证券投资占比增加，对股票和非上市股权投资的长期需求也会逐渐增加。**
- **资管新规对本身相对规范的公募基金、私募基金、保险资管冲击不大，整体规模提升显著。**

¹ 过去由于刚兑的出现，部分收益率高于国债的金融产品成为了事实上的无风险资产，风险定价扭曲使得部分金融资产收益风险比畸高，导致权益资产在一二级市场上的吸引力均下降。二级市场上，由于无风险收益率由国债收益率转为银行理财产品收益率，无风险利率上行，拉低了股市的风险溢价，降低了股市的吸引力

2.2 东方证券依托强大投研能力，转型深耕财富管理

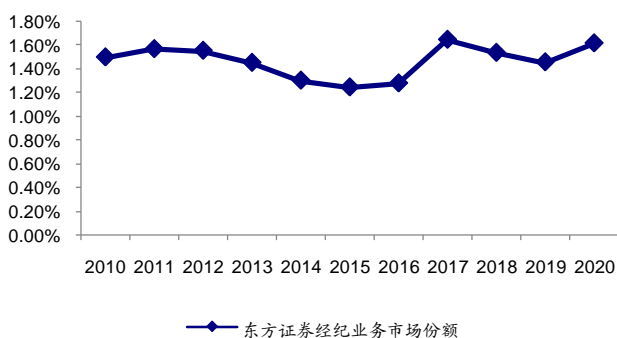
2.2.1 经纪业务稳步发展，积极转型财富管理

围绕客户需求提供差异化增值服务。公司经纪及证券金融板块主要包括证券经纪业务、期货经纪业务、大宗商品交易以及包括融资融券和股票质押式回购在内的证券金融业务等。2020年，公司经纪及证券金融业务实现收入136.03亿元，占比57.16%，是公司最主要的收入来源。公司通过低成本、高效率的“轻型化”营业网点扩张和线上服务平台的拓展，并围绕客户需求提供差异化及个性化的增值服务，着力打造“全业务链”多元化综合金融服务平台，依靠多年积累的强大的投研能力，积极推进传统经纪业务向财富管理转型。

依托强大投研能力，积极转型财富管理。公司共有证券分支机构177家，覆盖87个城市、31个省自治区直辖市，依靠众多分支机构深入线下为客户提供财富管理服务。2020年末，公司证券研究业务共有研究岗位人员80人，具备分析师资格67人，具备投顾资格24人，共发布各类研究报告2212篇。证券研究业务积极转型，助力集团实现综合金融服务；利用核心研究能力探索企业客户的服务路径，为更广泛的产业资本提供高价值服务；创立并不断深化战略研究，力求在财富管理培育新的竞争优势。

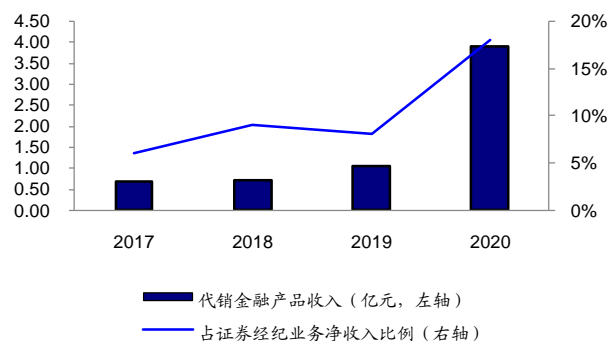
传统经纪交易非公司优势，财富管理转型提升公司代销收入占比。据证券业协会数据，2020年，公司实现经纪业务净收入市占率为1.62%，行业排名第20名，略低于公司其他经营指标，传统经纪交易优势并不显著。公司近年来加速财富管理转型，聚焦财富管理风口，坚定主动权益类产品的代销方向，并在东证资管、汇添富基金之外，拓宽合作渠道，与业内更多的优质管理人建立了深度的合作关系，财富管理转型初具成效，多只产品销量创造公司及行业记录。2020年，公司权益类产品销售规模278亿元，同比增长256%，权益类产品保有规模475亿，同比增长100%；实现代销金融产品净收入3.9亿元，同比增长269%（高于证券行业2020年代销金融产品收入增速的189%），占经纪收入比也一路上增长至18%。

图9 东方证券经纪业务市场份额



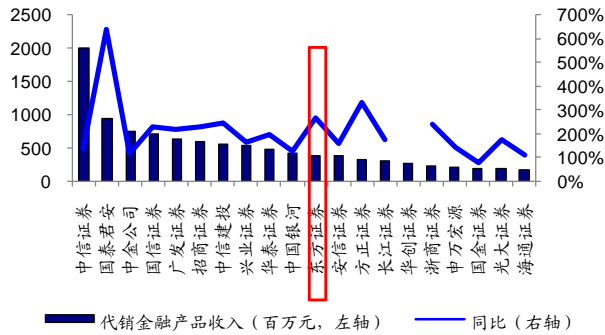
资料来源：中国证券业协会，东方证券年报，HTI

图10 东方证券代销金融产品收入及占经纪收入比



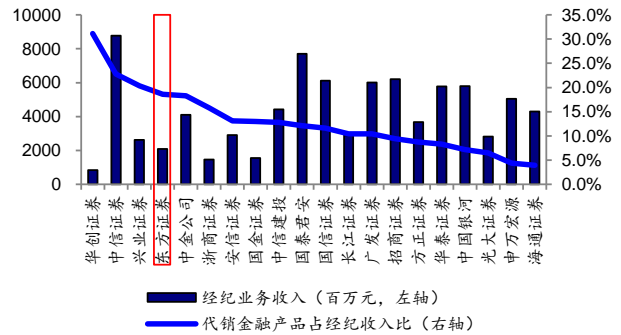
资料来源：中国证券业协会，东方证券年报，HTI

图11 2020 年前 20 位上市券商代销金融产品收入及增速



资料来源：中国证券业协会，HTI

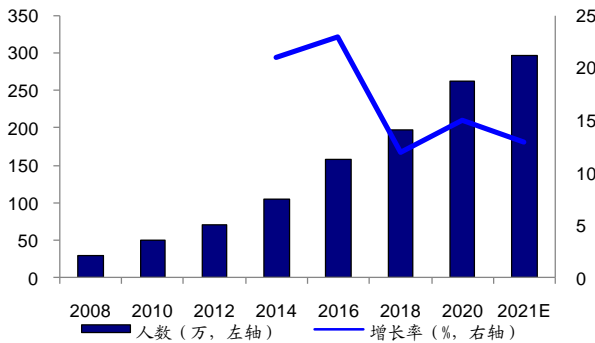
图12 2020 年前 20 位上市券商代销产品收入占经纪收入比



资料来源：中国证券业协会，HTI

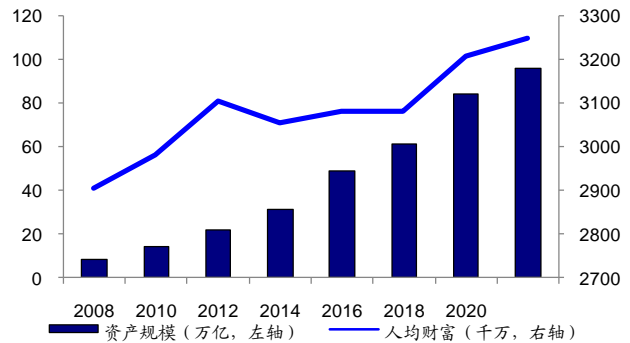
东方证券创新高净值客户服务模式，不断发展私人财富业务。据《2021 年招行私人财富报告》显示，2020 年高净值人群持有可投资资产规模为 84 万亿元（CAGR+17%）。当前财富管理业务主要围绕前 20% 高端客户开展，高净值客户是兵家必争之地。公司聚焦客户分层管理，2002 年完成上海、杭州私人财富中心筹建，针对高净值客户正式推出私人财富服务，为高净值客户提供财富规划、资产管理、顾问咨询、家族财产传承等个性化综合金融服务，提升高净值客户的服务粘性和贡献度。截至 2020 年末，客户数 184 万户，同比提高 19.8%；客户托管资产 7301 亿元，同比提高 29%。

图13 高净值客户人数（可投资资产超过 1 千万）



资料来源：招商银行 2021 中国私人财富报告，HTI

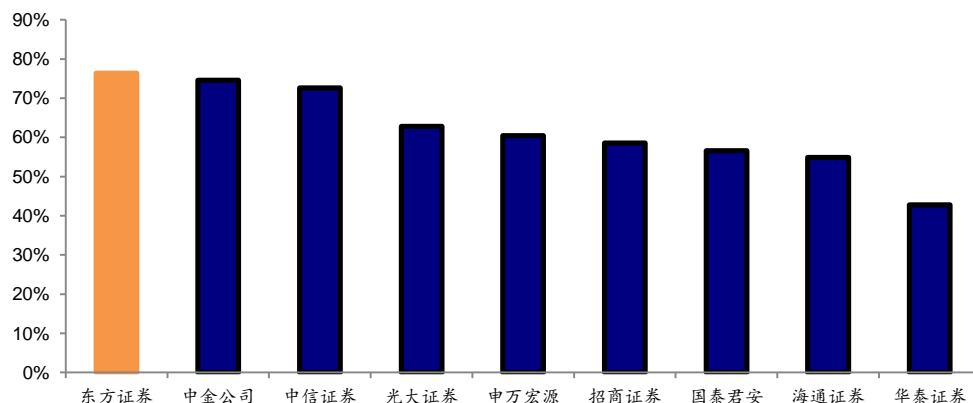
图14 高净值人群可投资资产规模



资料来源：招商银行 2021 中国私人财富报告，HTI

东方证券重点发展机构业务，机构客户占比高达 76.38%，2020 年位居第五位。一方面，公司落实以量化交易为重点的机构经纪业务的定位，为客户提供从策略生成到交易执行、软硬件配置等一系列优化支持服务，在公募、信托、银行、保险、量化私募等重点客户群体中树立了良好的口碑，成为量化交易领域中的主流券商之一。另一方面，伴随金融市场双向开放，公司重视服务于外资机构，满足其资讯、投研、交易对接等需求，已成功开发贝莱德、威廉欧奈尔、安本标准、路博迈、喜马拉雅资本等 WFOE 客户。

图15 代理机构买卖证券交易额占总交易额比



资料来源: Wind, HTI

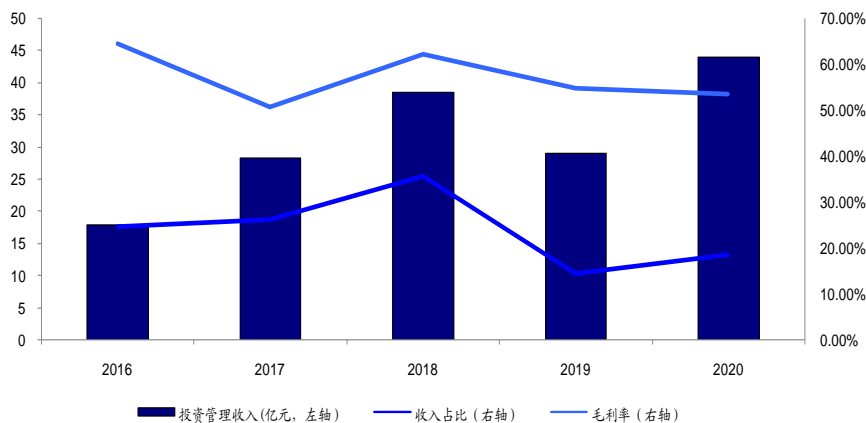
发展互联网金融服务，夺取更多长尾客户。线上投顾边际成本较低，更易于服务长尾客户，未来有望成为长尾客户市场发展主流。公司以数据为驱动，运用金融科技手段，持续优化统一移动门户东方赢家 APP，实现全品类高端产品的在线销售，助力客户资产配置和公司财富管理转型；推出智能资讯服务，升级“东方天玑”智能服务体系，个性化匹配客户需求，客户服务获得感持续提升。截至 2020 年末，公司在互联网及手机平台拥有活跃经纪客户 55 万余人，通过互联网及手机移动终端进行交易的客户数占总客户数 98%，线上交易额占比 85%，线上新增开户数占同期全部开户数 99%。

改革深化薪酬绩效体系，持续推进财富管理转型。展望未来，公司将继续从多方面推进财富管理转型，包括：1) 通过人才体系、薪酬绩效等深化改革措施提升业务活力和潜力；2) 坚定推进财富管理转型，积极把握行业发展与政策机遇，扩大模式优势和品牌价值；3) 推进私人财富业务，探索实践超高净值客户服务模式；4) 优化机构服务体系，拓展合作空间；5) 完善买方投顾运营能力和培训体系，提升综合业务收入；6) 加强金融科技的应用，通过优化服务平台建设，建立客户分层管理和服务体系，促进财富管理业务数字化、智能化转型发展。

2.2.2 投资管理业务：三轮驱动，助力深耕财富管理

三轮驱动，建立完善的产品生态。公司投资管理主要包括全资子公司东证资管、持股 35.412% 的汇添富基金、全资子公司东证资本（私募股权投资），三轮驱动，丰富公司产品生态，共同助力深耕财富管理。公司在投资管理业务具有较强优势，东方红与汇添富两大品牌形成公募类资产端竞争优势，配合公司产品布局 and 战略发展，有望实现大资管、财富管理互促互进，高质量发展。2016-2020 年公司投资管理收入复合增速达 25%，收入占比达 14-36%，远高于行业平均水平。

图16 投资管理收入、占比及毛利率

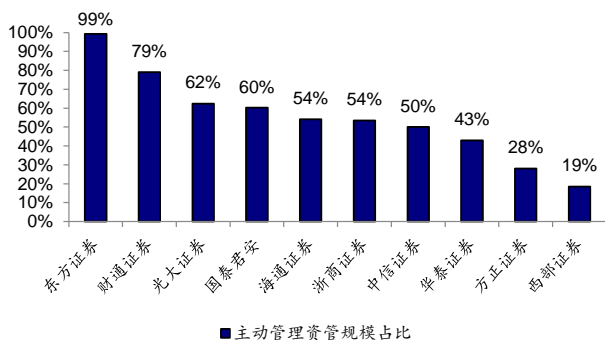


资料来源: Wind, HTI

1) 东证资管

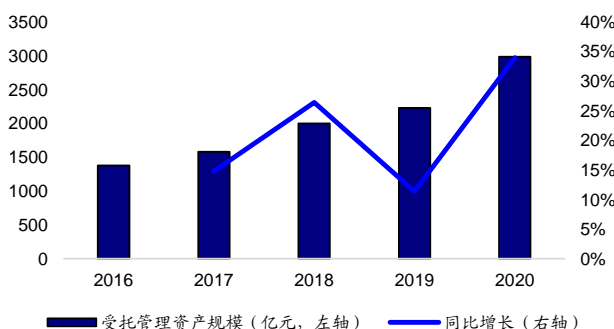
东证资管行业领跑，主动管理能力突出。东证资管是国内首家获批的券商资管子公司，并在2013年获得首张券商公募基金牌照，在券商资管行业处于领跑地位。公司主动管理能力突出，主动管理资产规模占比远高于行业平均。2015-2019年，东方证券主动管理占比分别为89.69%、92.66%、98.02%、98.50%、99.26%，远超行业平均。资管业务收入持续增长，2016-2020年东证资管收入复合增速达30%。

图17 2019年上市券商主动管理资产规模占比



资料来源: 东方证券公司年报, HTI

图18 东证资管受托管理资产规模及增速

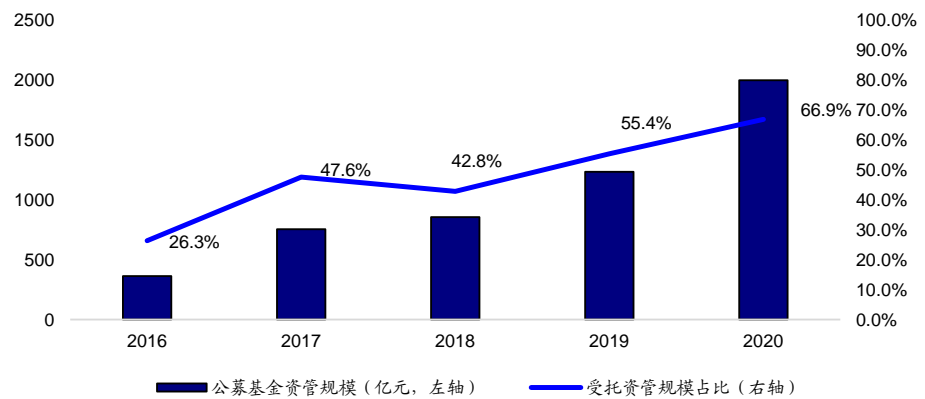


资料来源: 东方证券公司年报, HTI

长期价值投资典范，产品收益率行业领先。东方证券坚持价值投资理念，以长期业绩为导向，“专业投研+专业服务”双轮驱动构成核心竞争力。2017年以来资管净收入排名行业第一位，权益类基金近五年绝对收益率125.26%，固定收益类基金近五年绝对收益率27.60%，均排名行业第六位，长期业绩保持领先优势。“东方红”产品知名度和美誉度高，供不应求。

产品系列持续创新，公募基金牌照价值凸显。公募牌照可拓宽东证资管的产品线及客户、资金来源，为产品创新及规模增长提供发展空间。2020年，券商公募基金资产管理规模达到1996亿元，是资管计划管理规模的两倍左右，同比大幅增长62%。公司提供丰富完善的产品系列，在国内券商中第一个推出大集合产品、小集合产品、小额贷款资产证券化产品、券商公募基金产品，并于2016年首批取得深港通业务资格，此外公司在地产资产证券化方面积极创新，推出大型商业综合体不动产资产证券化项目。

图19 东证资管公募基金资管规模及占比 (亿元)

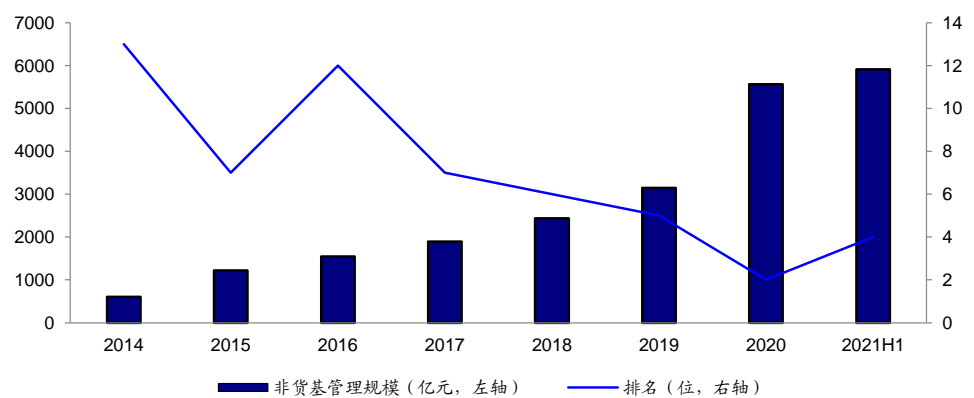


资料来源: 东方证券公司年报, HTI

2) 汇添富基金

非货基规模快速增长, 市占率持续提升。公司主要通过持股 35.412%且为第一大股东的联营企业汇添富基金开展基金管理业务。2013-2021Q1, 汇添富非货基规模快速增长, 从 498 亿元提升至 5716 亿元, 行业排名从 14 大幅提升至第二, 2013-2020 年均复合增速为 41%, 市占率持续上行, 从 2.21%提升至 4.59%。

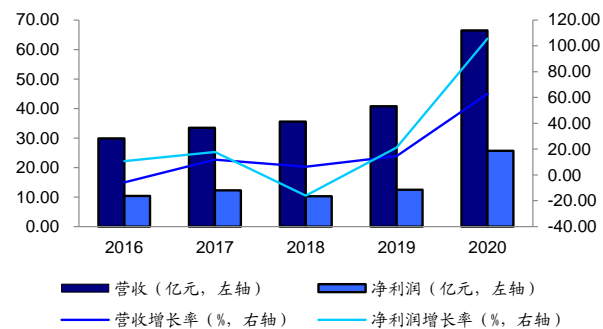
图20 汇添富非货基规模及排名 (亿元)



资料来源: WIDN, HTI

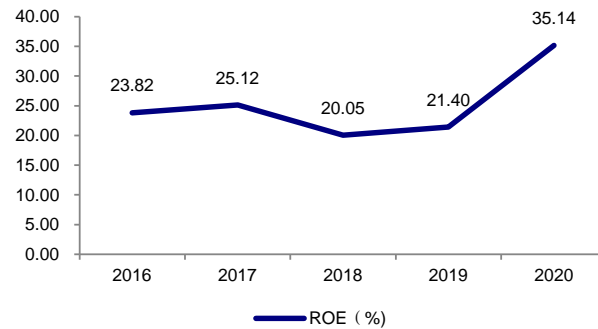
受益于基近市场蓬勃发展, 2020 年, 汇添富基金实现收入 66.43 亿, 同比增长 62.9%, 净利润 25.66 亿, 同比增长 105.53%, 创近年来新高。ROE 常年保持在 20% 以上, 2020 年达到 35.14%。

图21 汇添富基金 2016-2020 年营收、净利润



资料来源：东方证券公司年报，Wind，HTI

图22 汇添富基金 2016-2020 年 ROE



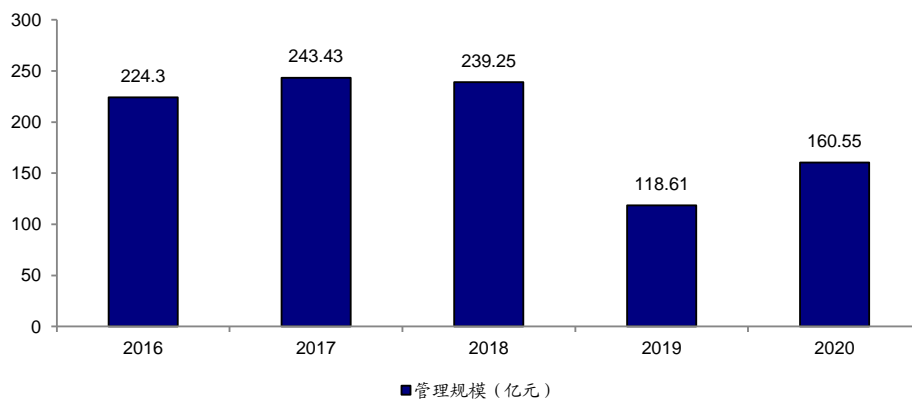
资料来源：东方证券公司年报，Wind，HTI

2020 年，伴随中国经济表现出极强的韧性，资本市场改革不断深化，对外开放继续提速，居民理财需求持续旺盛，资产管理行业迎来巨大的发展机遇，公募基金实现了爆发式增长。汇添富基金产品布局持续完善，构建了以客户为中心的多策略产品体系，布局多只具有市场影响力的主动权益、固收+、纯债产品，被动业务快速发展，基本面对冲策略形成品牌。各项业务全面发展，全渠道战略进一步推进，持续深化与养老金、银行、保险、理财子等机构的业务合作，电商业务取得长足发展，国际业务持续布局，继续推进第三支柱养老体系建设、ESG 责任投资等战略业务布局，合规与风险管理工作切实有效。

3) 东证资本

公司通过全资子公司东证资本从事私募投资基金业务。东证资本私募股权投资基金业务主要覆盖股权投资、并购重组、跨境投资和与股权投资相关的财务顾问等多种类型，以收取管理费及/或根据基金合同约定和业绩情况获取业绩报酬为主要收入来源。截至 2020 年底，东证资本在管基金 48 只，管理规模约 160.55 亿元；东证资本及其管理的基金累计投资项目 191 个，累计投资金额人民币 258.3 亿元，其中共有 54 个项目实现退出；在投金额约 92.99 亿元，投资项目 137 个；储备项目 4 个。

图23 东证资本管理规模



资料来源：Wind，HTI

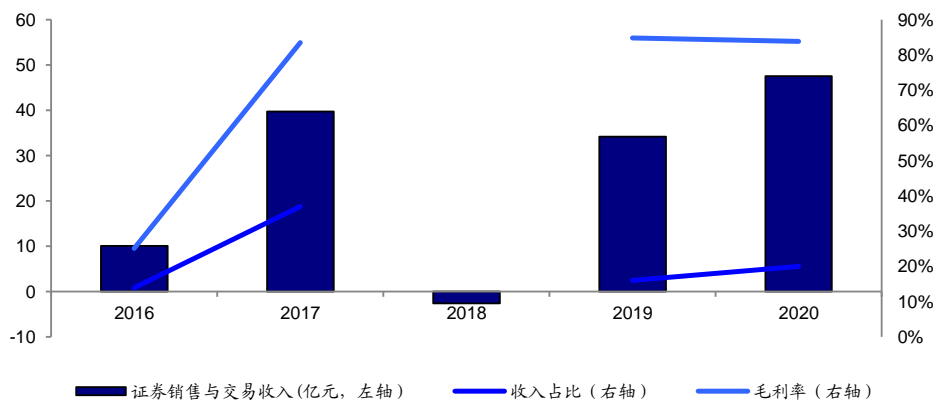
东证资本投资领域多元化，涉及大消费、大健康、大娱乐、大金融、高端装备制造等行业自科创板开板以来有 13 家企业申报了科创板 IPO（2020 年新申报 5 家），其中 7 家成功上市，2 家已通过上市委员会审议。报告期内，有 7 家标的企业申报了创业板 IPO，其中 1 家已完成上市、3 家已通过上市委员会审议。

东证资本荣获 2019 投中榜“中国最佳私募股权投资机构 TOP50”、“中国最佳中资私募股权投资机构 TOP30”、“中国最佳券商私募基金子公司 TOP10”、“中国先进制造与高科技产业最佳先进制造领域投资机构 TOP20”，清科 2020 年“中国私募股权投资机构 100 强”、“中国证券公司投资机构 10 强”，第四届中国证券报金牛奖“券商股权投资年度优胜机构”等荣誉。

3. 证券销售及交易业务：深耕行业个股研究，投资收益率名列前茅

公司的证券销售及交易业务以自有资金开展，包括自营交易（权益类投资及交易、固定收益类投资及交易、金融衍生品交易）、创新投资及证券研究服务。2020 年，证券销售及交易业务分部实现分部收入人民币 47.53 亿元，占比 19.97%，是公司的主要收入来源。高自营业务占比使得公司业绩表现出较大的波动性，股价也呈现较强的 beta 属性。

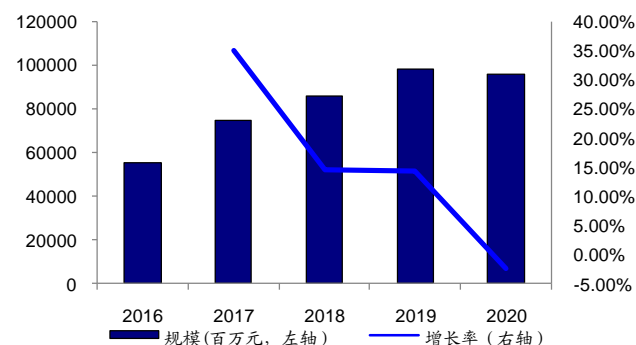
图24 证券销售与交易业务收入



资料来源：Wind, HTI

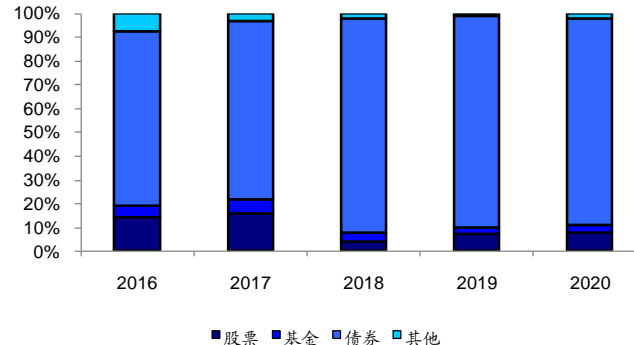
近年来，公司资本实力的快速提升推动了自营资产规模的快速增长，截至 2020 年底，公司自营资产规模达到 959.91 亿元，同比略下滑 2%，2016 年以来复合增速为 15%。公司近年来调整持仓结构，债券比重逐步提升，2020 年末债券类资产占比已达到 84%。

图25 东方证券自营规模及增长率



资料来源：东方证券公司年报，HTI

图26 东方证券自营结构



资料来源：东方证券公司年报，HTI

东方证券自营交易业务主要分为权益类自营投资、新三板业务、FICC 业务、衍生品业务、创新业务及证券研究服务等方面。

表 3 东方证券自营业务

类型	细分	业务介绍
权益类自营投资		东方证券坚持价值投资理念，利用传统投研优势深耕行业及个股研究，通过持续跟踪来挖掘个股投资价值。集中持有财务稳健且具有优质管理水平的龙头上市东方证券同时，根据股市的震荡特征执行严格的动态跟踪止损机制，根据市场趋势灵活调整仓位，在收益与回撤上取得了良好的平衡。此外，东方证券积极拓展投资业务多元化、丰富收入来源，布局海外投资、量化投资等领域，为降低单边市场波动对投资组合的影响打好基础。此外，东方证券将继续强化投研工作，在严控风险的前提下提高收益率，把握权益投资市场的机遇。
新三板业务		随着设立精选层、降低投资者门槛、开放公募基金投资及转板上市政策的落地实施，新三板市场关注度显著提升，流动性有所改善。东方证券持续优化新三板股票投资组合，推动优质企业 IPO 及精选层申报，进一步提高做市业务质量，并获得 2019 全国股转东方证券“年度优秀做市规模做市商”称号。截至 2020 年末，东方证券持仓的多只新三板股票已通过 IPO 审核，预计将在 2021 年首次公开发行并上市。未来，东方证券将在提高和夯实自身投研实力的同时，积极参与新三板改革，有序开展新三板精选层相关投资工作，力争抓住改革机遇提高投资收益。
FICC 业务	债券投资	债券投资方面，东方证券在传统的息差收入基础上，更加重视交易。2020 年上半年货币政策宽松、收益率下行到低位，东方证券及时大幅减仓，兑现盈利；随着经济从底部回升，非常规货币政策逐步退出，东方证券正确判断利率走势及时进行配置，全年大幅跑赢指数。2020 年获评银行间同业拆借中心“核心交易商”、“优秀债券市场交易商”、“优秀衍生品市场交易商”、中债登“结算 100 强-优秀自营商”等荣誉。
	做市方面	东方证券银行间市场现券做市成交量同比增长 58.9%，做市排名始终保持尝试做市机构前列，债券通交易排名保持行业前三，获评银行间同业拆借中心“对外开放贡献奖”、国家开发银行“2020 年银行间市场优秀做市商”等荣誉
衍生品业务方面	黄金和大宗商品业务	黄金和大宗商品业务方面，东方证券在多个交易所市场开展包括套利、趋势、套保、拆借、期权在内的各项自营交易业务，业务整体规模稳居券商前列。2020 年，东方证券黄金询价交易量同比增长 230.3%；截至 2020 年末，黄金拆借余额同比增长 41.5%。同时，东方证券与银行合作开展全新的收益凭证业务模式，使得收益凭证融资成本大幅下降。东方证券荣获上海黄金交易所“2019 年度荣获年度优秀特别会员奖”。
	外汇业务	东方证券陆续获得银行间外汇市场结售汇业务会员资格、银行间外汇市场外币拆借会员资格，完成外汇交易基础设施建设，当前已常规化开展自营结售汇即期及衍生品交易，交易规模稳步上涨，交易策略逐渐丰富
衍生品业务方面		东方证券 Alpha 交易、智能交易和场外衍生品业务平稳发展、收益稳定，收益回撤比达到头部私募水平。其中，Alpha 业务稳中有进，量化选股、配置行业中性、对冲剥离系统性风险，获取了稳定的绝对收益。在智能交易领域，东方证券高频做市业务品种丰富，多个品种做市排名市场前列，并取得了较好的做市收益。场外衍生品方面，东方证券与主要金融机构开展场外期权交易，并积极申请新的牌照资格，致力于提升东方证券场外衍生品业务的盈利能力。2020 年，东方证券建设完成人工智能大数据平台、低延迟交易系统，实现金融科技赋能衍生品业务。

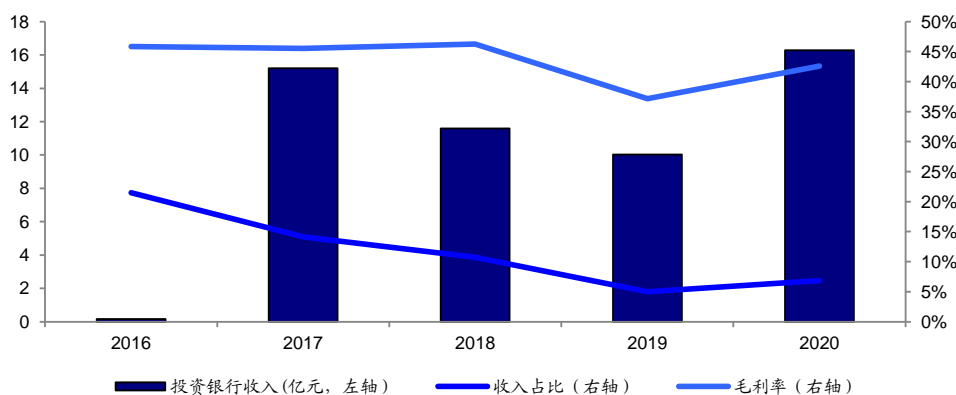
资料来源：公司 2022 年报，HTI

通过全资子公司东证创投开展另类投资业务。东证创投业务主要涉及特殊资产收购与处置、股权投资、量化投资等方面。2020年，东证创投特殊资产业务新增投资14.59亿元。截至2020年，特殊资产业务存量项目24个，存量规模27.21亿元。截至报告期末，公司股权业务项目存量个数41个，投资规模13.26亿，通过跟投制度提升风险管理效率。此外，东证创投积极参与公司科创板战略配售，累计跟投科创板合计4个、规模1.59亿元。

4. 投资银行业务：把握市场机遇，持续稳定发展

注册制改革引领市场腾飞，投行业务厚积薄发，持续稳定发展。公司主要通过全资子公司东方投行及公司固定收益业务总部从事投资银行业务。东方投行主要从事股票和公司债券的承销与保荐、企业债和资产支持证券的承销、并购重组、新三板推荐挂牌及企业改制等相关的财务顾问服务；固定收益业务总部主要从事国债、金融债等承销服务。2020年，投资银行业务实现分部收入人民币16.28亿元，同比大幅增长62%，2016年以来复合增速更达220%。

图27 投行业务收入

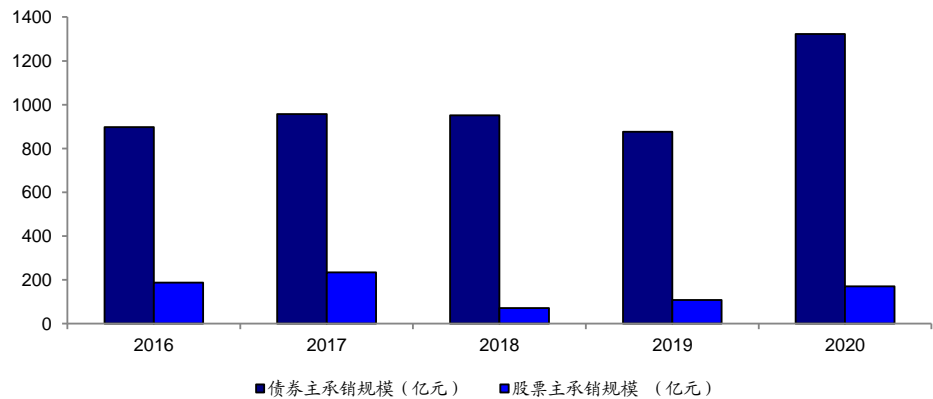


资料来源：Wind, HTI

2020年东方投行完成股权融资项目21个，同比增长90.91%，主承销金额人民币170.82亿元，同比增长57.04%。公司IPO项目承销11家，同比增长266.67%；承销规模总计102.35亿元，同比提升超过500%。再融资方面，2020年公司再融资项目共10家，承销规模68.47亿元。公司债券承销业务主承销项目184个，主承销总金额人民币1,322.02亿元。2020年，公司债务融资工具主承销规模275.49亿元，同比增长达80%。

投行业务尤其是IPO业务是券商高净值客户的重要来源。上市和准上市公司的高管和骨干层均有望成为券商财富管理业务的重要客源。同时，投行业务优势也将带来券商在直投等一级市场产品上的竞争优势。目前公司IPO储备量13单，从IPO发行量及储备量上看，公司未来高净值客户挖掘潜力较大。

图28 东方证券股票与债券承销规模 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, HTI

5. 投资建议

5.1 盈利预测

我们假设 2021/22/23E 市场股票基金日均成交量分别为 10000/10200/10404 亿元, 期末两融余额分别为 17000/17510/18035 亿元。

表 4 主要盈利预测假设

		2019	2020	2021E	2022E	2023E
市场交易额	股票基金(亿元)	1,327,103	2,158,882	2,420,000	2,509,200	2,601,000
	涨跌幅	37%	63%	12%	4%	4%
	交易天数	242	242	242	246	250
	股票基金(日均)	5,484	8,921	10,000	10,200	10,404
行业经纪业务佣金率	佣金率	0.031%	0.030%	0.030%	0.029%	0.029%
	涨幅	-5%	-3%	-2%	-2%	-2%
行业融资融券(亿元)		10,193	16,164	17,000	17,510	18,035
		35%	3%	3%	3%	3%

资料来源: 公司历年财报, HTI

我们估算东方证券 2021/22/23E 营业收入分别为 250.04/274.39/299.13 亿元, 同比+8%/10%/9%; 净利润分别为 53.52/65.10/75.42 亿元, 同比+97%/22%/16%; 对应 EPS 分别为 0.76/0.92/1.07 元。

表 5 东方证券盈利预测 (百万元)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
一、营业收入	19052	23134	25004	27439	29913
手续费	4516	7122	9612	10478	11445
经纪净佣金	1546	2621	3222	3423	3631
承销手续费	1050	1582	1598	1729	1872
资管收入	1800	2465	4292	4777	5339
利息净收入	891	779	921	1200	1344
投资净收益	3415	5012	6610	7506	8457
联合营企业	591	1212	1366	1888	2609
资产处置收益	-0	-1	-	-	-
公允价值变动净收益	937	1376	-	-	-
汇兑净收益	12	208	-	-	-
其他业务收入	9259	8621	7861	8254	8667
其他收益	24	18	30	30	30
二、营业支出	16301	20437	18446	19462	20672
营业税及附加	71	97	105	115	125
管理费用	5941	7805	9252	9878	10679
资产减值损失	-	-	-	-	-
信用减值损失	1044	3885	1500	1500	1500
其他业务成本	9243	8650	7590	7969	8368
三、营业利润	2752	2697	6558	7977	9241
加: 营业外收入	159	134	-	-	-
减: 营业外支出	56	44	-	-	-
四、利润总额	2855	2786	6558	7977	9241
减: 所得税	376	65	1206	1467	1700
五、净利润	2479	2722	5352	6510	7542
减: 少数股东损益	44	-1	53	54	55
归属于母公司所有者的净利润	2435	2723	5299	6456	7487
六、每股收益:					
(一)基本每股收益(元)	0.35	0.38	0.76	0.92	1.07
(二)稀释每股收益(元)	0.35	0.39	0.76	0.92	1.07

资料来源: 公司年报 (2019-2020), HTI

表 6 东方证券资产负债表 (百万元)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产:					
货币资金	48941	65640	68586	71348	74281
其中: 客户资金存款	29750	48384	50556	52591	54754
结算备付金	13244	21516	22482	23387	24349
其中: 客户备付金	10832	18591	19426	20208	21039
融出资金	13214	21172	23731	24443	25176
交易性金融资产	66901	72701	80871	84127	87586
衍生金融资产	609	156	110	118	126
买入返售金融资产	24207	14460	18474	19041	19659
应收款项	1020	874	2294	2455	2627
合同资产	-	2	-	-	-
存出保证金	1643	2183	2281	2373	2470
其他债权投资	64896	62646	72532	75453	78555
债权投资	7194	6244	5750	6153	6583
长期股权投资	4454	5771	5992	6412	6860
其他权益工具投资	10833	10936	8059	8384	8728
投资性房地产	30	40	44	48	53
固定资产	2040	2020	2267	2493	2743
在建工程	50	66	54	55	55
使用权资产	1003	847	-	-	-
无形资产	169	215	240	240	240
商誉	32	32	35	35	35
递延所得税资产	761	1456	1916	1973	2032
其他资产	1733	2138	3531	3884	4272
资产总计	262971	291117	319249	332420	346432
负债:					
短期借款	640	580	896	905	914
应付短期融资款	16113	16255	7845	8345	8845
拆入资金	6385	9670	2730	2758	2785
交易性金融负债	12631	14576	16909	17078	17249
衍生金融负债	2643	505	1271	1296	1322
卖出回购金融资产款	57478	52861	63345	66513	69838
代理买卖证券款	40179	66643	78560	82488	86612
代理承销证券款	80	346	415	498	598
应付职工薪酬	1601	2608	2445	2567	2696
应交税费	278	783	1235	1359	1495
应付款项	480	577	1102	1102	1102
合同负债	208	404	699	699	699
应付债券	67309	62265	73958	73958	73958
租赁负债	995	857	851	851	851
递延所得税负债	19	20	19	21	23
其他负债	1919	1936	2080	2184	2293
负债合计	208960	230886	254362	262622	271281
所有者权益(或股东权益):					
股本	6994	6994	6994	6994	6994
其他权益工具	-	5000	5000	5000	5000
资本公积金	28255	28311	28311	28311	28311
其他综合收益	500	36	1096	2166	3280
盈余公积金	3446	3676	5026	6670	8576
一般风险准备	7998	8691	10041	11685	13591
交易风险准备	-	-	-	-	-
未分配利润	6774	7495	8347	8857	9244
外币报表折算差额	-	-	-	-	-
归属于母公司所有者权益合计	53966	60203	64814	69683	74996
少数股东权益	46	28	73	115	155
所有者权益合计	54012	60231	64887	69797	75151
负债及股东权益总计	262971	291117	319249	332420	346432

资料来源: 公司年报 (2019-2020), HTI

5.2 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，公司综合实力位列大型券商，目前大型券商2021年平均估值为1.6xPB，估值区间在1.0-3.4xPB之间。考虑到公司大资管及基金业务优势显著，财富管理转型已有雏形，我们给予其2021年1.8xP/B（原为1.6x 2021E PB），对应目标价16.69元（上调13%），维持“优于大市”评级。

表 7 大型券商可比公司估值（2021 年 8 月 3 日）

	股价	市值	PE			PB		
	(元)	(亿元)	2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
中金公司	55.17	2649	37.0	28.3	23.0	4.0	3.4	3.0
海通证券	11.36	1476	13.6	12.0	10.7	1.0	0.9	0.8
国泰君安	16.62	1473	13.3	11.2	10.0	1.2	1.0	1.0
中信建投	26.88	2078	21.9	19.9	17.1	3.6	3.0	2.6
广发证券	16.92	1294	12.8	11.0	9.6	1.3	1.2	1.1
中国银河	9.86	998	13.8	11.8	10.7	1.3	1.2	1.1
申万宏源	4.41	1102	14.2	14.2	12.9	1.2		
华泰证券	14.94	1355	12.5	10.6	9.1	1.1	1.0	0.9
国信证券	10.93	1045	15.9	13.4	12.0	1.5	1.4	1.3
招商证券	17.09	1489	15.7	13.5	12.0	1.6	1.4	1.3
东方证券	12.63	899	32.4	21.2	17.0	1.6	1.4	1.3
光大证券	15.67	716	31.0	17.8	16.0	1.4	1.3	1.3
平均			19.5	15.4	13.3	1.7	1.6	1.4

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

表 8 上市券商盈利预测及估值表 (截至 2021 年 8 月 3 日收盘价)

证券简称	股价 (元)	市值 (亿元)	P/E			P/B		
			2019	2020	2021E	2019	2020	2021E
中金公司	55.17	2649	37.0	28.3	23.0	4.0	3.4	3.0
东方财富	33.23	3470	71.9	47.7	36.3	10.4	8.6	7.0
华泰证券	14.94	1355	12.5	10.6	9.1	1.1	1.0	0.9
海通证券	11.36	1476	13.6	12.0	10.7	1.0	0.9	0.8
国泰君安	16.62	1473	13.3	11.2	10.0	1.2	1.0	1.0
申万宏源	4.41	1102	14.2	14.2	12.9	1.2		
国信证券	10.93	1045	15.9	13.4	12.0	1.5	1.4	1.3
招商证券	17.09	1489	15.7	13.5	12.0	1.6	1.4	1.3
中国银河	9.86	998	13.8	11.8	10.7	1.3	1.2	1.1
广发证券	16.92	1294	12.8	11.0	9.6	1.3	1.2	1.1
东方证券	12.63	899	32.4	21.2	17.0	1.6	1.4	1.3
方正证券	8.49	697	63.7			1.8		
国投资本	7.64	488	11.8	10.1	8.8	1.2	1.1	1.0
中银证券	15.22	428	47.9			2.8		
红塔证券	13.36	591	44.6			4.4		
长城证券	9.53	295	19.7			1.6		
华林证券	12.20	327	40.5			5.5		
天风证券	4.34	375	82.7	44.1	34.1	2.2	2.0	1.9
兴业证券	9.71	652	16.2	13.6	11.6	1.7	1.6	1.4
长江证券	7.05	389	18.7	16.4	15.1	1.4	1.3	1.2
财通证券	10.02	355	15.7	14.6	12.5	1.6		
西部证券	7.62	340	30.5			1.3		
国元证券	7.29	317	23.2	20.3	18.0	1.0	1.0	1.0
东吴证券	8.16	319	18.5	18.0	16.4	1.1	1.1	1.0
浙商证券	11.55	447	27.5	24.3	25.2	2.3	1.9	2.2
国金证券	11.25	341	18.3	16.6	14.8	1.5	1.4	1.3
西南证券	4.63	306	28.2			1.2		
华西证券	9.04	235	12.5	11.1	9.3	1.1		
南京证券	10.94	401	49.8			2.6		
太平洋	3.15	214	(28.2)			2.2		
华安证券	5.18	242	19.2	19.1	17.2	1.7	1.6	1.5
华创阳安	9.61	166	25.4			1.1		
第一创业	6.43	269	33.2	28.6	24.0	1.9	1.8	1.7
山西证券	6.37	227	30.5			1.4		
国海证券	3.98	215	29.9			1.2		
东北证券	7.95	185	14.0			1.1		
大券商平均			23.0	17.7	14.9	2.4	2.1	1.9
平均			31.3	25.3	22.1	2.0	1.8	1.7

资料来源: 公司年报, Wind 一致预期, HTI, 注: 大券商包括中金公司、东方财富、海通证券、广发证券、光大证券、招商证券、华泰证券、国泰君安、国信证券、东方证券、申万宏源; 本表中海通证券的数据均来自于公开资料, 放入表格中便于投资者同行业比较时参考。

投资风险

- 1、经纪业务面临量价双杀的风险。
- 2、金融政策改革推行不达预期。
- 3、市场持续低迷, 债市波动。

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)	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (元)					营业收入	23134	25004	27439	29913
每股收益	0.39	0.76	0.92	1.07	手续费及佣金净收入	7122	9612	10478	11445
每股净资产	8.61	9.27	9.96	10.72	其中: 经纪业务	2621	3222	3423	3631
每股股利	0.12	0.38	0.47	0.54	投资银行业务	1582	1598	1729	1872
价值评估 (倍)					资产管理业务	2465	4292	4777	5339
P/E	32.44	16.67	13.68	11.80	利息净收入	779	921	1200	1344
P/B	1.47	1.36	1.27	1.18	投资收益	1212	6610	7506	8457
股息率 (%)	1.0%	3.0%	3.7%	4.3%	公允价值变动收益	1376	-	-	-
盈利能力指标 (%)					汇兑收益	208	-	-	-
营业利润率	11.7%	26.2%	29.1%	30.9%	其他业务收入	8621	7861	8254	8667
净利润率	11.8%	21.2%	23.5%	25.0%	营业支出	20437	18446	19462	20672
净资产收益率	4.8%	8.5%	9.6%	10.3%	营业税金及附加	97	105	115	125
总资产收益率	1.0%	1.7%	2.0%	2.2%	业务及管理费	7805	9252	9878	10679
盈利增长 (%)					资产减值损失	-	-	-	-
营业收入增长率	21%	8%	10%	9%	其他业务成本	8650	7590	7969	8368
营业利润增长率	-2%	143%	22%	16%	营业利润	2697	6558	7977	9241
净利润增长率	12%	95%	22%	16%	利润总额	2786	6558	7977	9241
杠杆指标					所得税	65	1206	1467	1700
资产负债率	79.3%	79.7%	79.0%	78.3%	少数股东损益	-	1	53	54
					归属母公司所有者净利润	2723	5299	6456	7487
					归属于母公司所有者的综合收益总额	2230	6416	7584	8660

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
客户资金	66976	69981	72799	75793
自有资金	20181	21087	21936	22838
交易性金融资产	72701	80871	84127	87586
可供出售金融资产	73582	80591	83836	87283
持有至到期投资	6244	5750	6153	6583
长期股权投资	5771	5992	6412	6860
买入返售金融资产	14460	18474	19041	19659
融出资金	22564	23731	24443	25176
资产总计	291117	319249	332420	346432
代理买卖证券款	66643	78560	82488	86612
应付债券	62265	73958	73958	73958
应付短期融资券	16255	7845	8345	8845
短期借款	580	896	905	914
长期借款	-	-	-	-
负债总计	230886	254362	262622	271281
总股本	6994	6994	6994	6994
普通股股东权益	60231	64887	69797	75151
少数股东权益	28	73	115	155
负债和所有者权益合计	291117	319249	332420	346432

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 3 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报, HTI

APPENDIX 1**Summary**

- Orient Securities is one of large comprehensive securities companies in China, with multiple businesses ranking top in the industry. The Company ranks among the Top 15 in the securities industry by total asset, total revenue and NPAT. Particularly, the Company has competitive advantages in its asset management business, with asset management income always ranking first in the industry. Its asset management subsidiary is the first approved broker asset management arm in China. Besides, in 2013, the Company obtained the first mutual fund license in the securities industry. At the same time, relying on the strong investment and research ability accumulated over the years, the company actively promotes the transformation of traditional brokerage business to wealth management. In recent years, the revenue of commission sales of mutual funds ranks top.
- Currently, large listed Chinese brokers are trading at average of 1.6x 2021E PB (range from 1.0-3.4x 2021E PB). Considering that Orient Securities has competitive advantages in asset management and mutual fund business, and its wealth management transformation is bearing fruit. We maintain Outperform rating on the stock with TP of Rmb16.69 (lift by 13%), our TP is based on 1.8x 2021E PB.
- Risks: Weak capital market turnover and tightened regulation.

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.

我，Vivian Xu，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, Vivian Xu, 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 600958.CH, 601066.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 600958.CH, 601066.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 600958.CH, 601066.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.

600958.CH, 601066.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。

600958.CH, 601066.CH and 600369.CH are/were an investment bank clients of Haitong currently or within the past 12 months.

000776.CH, 600958.CH, 600999.CH, 601211.CH, 601788.CH, 601881.CH, 3908.HK, 601688.CH, 601066.CH, 300059.CH, 601377.CH, 000783.CH, 601108.CH, 000728.CH, 601555.CH, 601878.CH, 600109.CH, 600369.CH, 600909.CH 及 002797.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。

000776.CH, 600958.CH, 600999.CH, 601211.CH, 601788.CH, 601881.CH, 3908.HK, 601688.CH, 601066.CH, 300059.CH, 601377.CH, 000783.CH, 601108.CH, 000728.CH, 601555.CH, 601878.CH, 600109.CH, 600369.CH, 600909.CH and 002797.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.

600958.CH, 600999.CH, 601211.CH, 601788.CH, 3908.HK, 601377.CH, 封开县威利邦木业有限公司, 600369.CH 及 600909.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。

600958.CH, 600999.CH, 601211.CH, 601788.CH, 3908.HK, 601377.CH, 封开县威利邦木业有限公司, 600369.CH and 600909.CH are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-securities services.

海通在过去 12 个月中获得对 601066.CH 提供投资银行服务的报酬。

Haitong received in the past 12 months compensation for investment banking services provided to 601066.CH.

海通预计将（或者有意向）在未来三个月内从 600958.CH, 601066.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 600958.CH, 601066.CH and 600369.CH.

海通在过去的 12 个月中从 000776.CH, 600958.CH, 600999.CH, 601211.CH, 601788.CH, 3908.HK, 601688.CH, 300059.CH, 601377.CH, 000783.CH, 000728.CH, 601878.CH, 600109.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 000776.CH, 600958.CH, 600999.CH, 601211.CH, 601788.CH, 3908.HK, 601688.CH, 300059.CH, 601377.CH, 000783.CH, 000728.CH, 601878.CH, 600109.CH and 600369.CH.

海通担任 601881.CH, 3908.HK 及 601066.CH 有关证券的做市商或流通量提供者。

Haitong acts as a market maker or liquidity provider in the securities of 601881.CH, 3908.HK and 601066.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

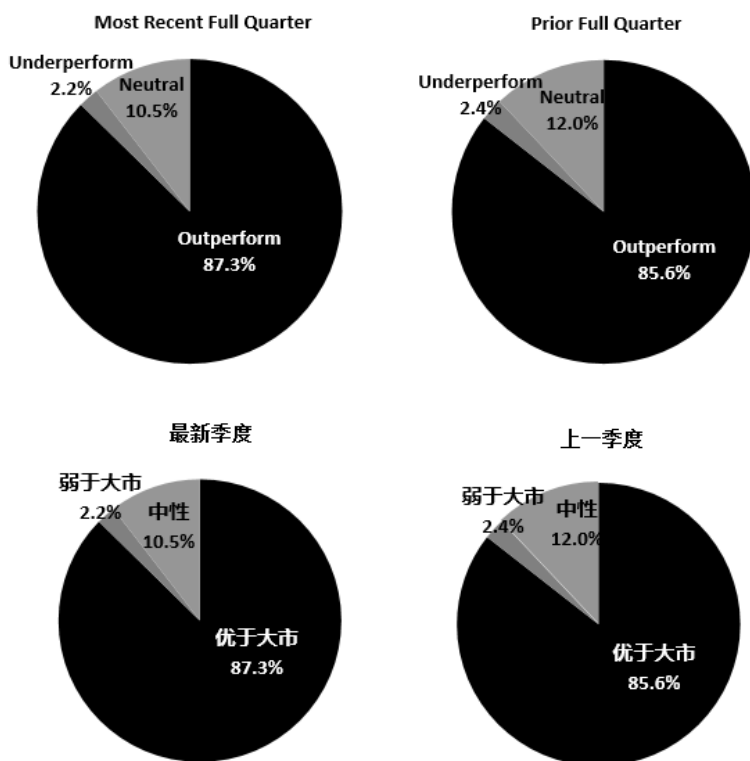
Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

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 6 月 30 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	87.3%	10.5%	2.2%
投资银行客户*	6.4%	6.1%	3.7%

*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 Jun 30, 2021

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	87.3%	10.5%	2.2%
IB clients*	6.4%	6.1%	3.7%

*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.（“HTIJKK”）的协助下发行，HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告：本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India（“SEBI”）监管的 Haitong Securities India Private Limited（“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除外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com，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共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定,在取得中国政府所有的批准或许可之前,任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。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 201311400G] 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》(第 110 章) ("FAA") 定义的豁免财务顾问,可 (a) 提供关于证券,集体投资计划的部分,交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》(第 289 章) 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题,本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd
50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623
电话: (65) 6536 1920

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

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

澳大利亚投资者的通知事项: Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳

大利亚证券和投资委员会（以下简称“ASIC”）公司（废除及过度性）文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究，该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取：www.legislation.gov.au。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 201311400G. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) (“FAA”) to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289). Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

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

Telephone: (65) 6536 1920

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

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

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

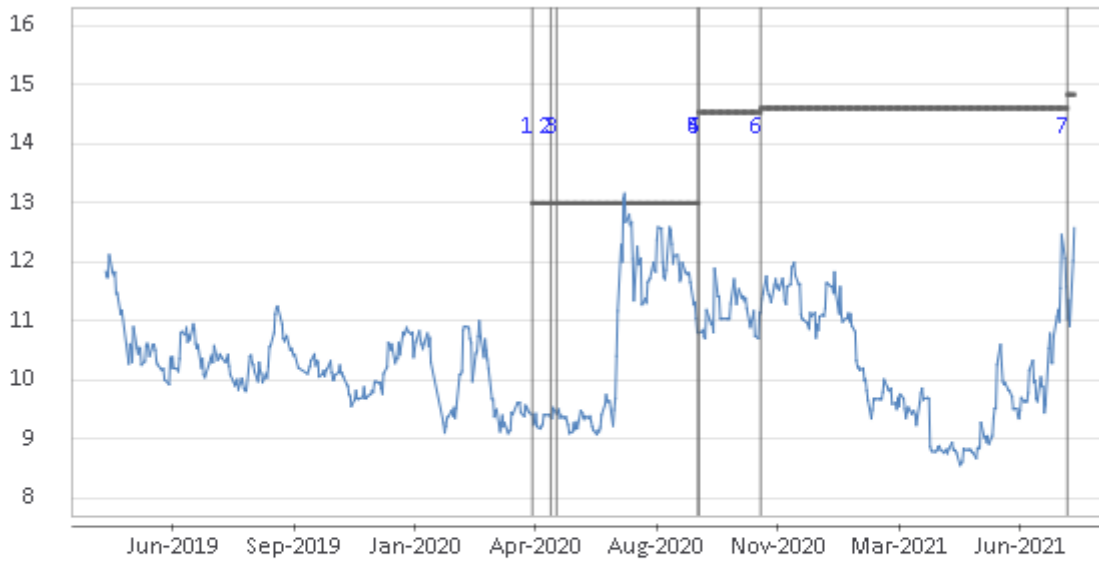
This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

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

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

Recommendation Chart

Orient Securities - 600958 CH



1. 20 Apr 2020 OUTPERFORM at 9.26 target 12.99.
2. 6 May 2020 OUTPERFORM at 9.4 target 12.99.
3. 11 May 2020 OUTPERFORM at 9.4 target 12.99.
4. 11 Sep 2020 OUTPERFORM at 8.23 target 14.53.
5. 11 Sep 2020 OUTPERFORM at 8.23 target 14.53.
6. 4 Nov 2020 OUTPERFORM at 11.13 target 14.6.
7. 28 Jul 2021 OUTPERFORM at 11.57 target 14.83.

Source: Company data Bloomberg, HTI estimates