

首次覆盖：股东风险落地，老牌券商重新出发

601901 CH
 Founder Securities
 Rating: **OUTPERFORM**
 Target Price: Rmb9.41

Ting Sun
 ting.sun@htisec.com

投资要点：

- **首批成立老牌券商，控股股东变更落地。**公司成立于1988年，前身浙江省证券公司是国内第一批券商。2020年北大方正集团重整，平安人寿通过设立新方正集团获批入主公司。重组后公司大股东为新方正集团，持股占比28.71%，中国平安间接持股19.1%；北京政泉的股份被罚没后，第二大股东为社保基金，占比13.24%；第三大股东中国信达持有7.1亿股，占比8.62%。
- **股东风险落地，杠杆率及ROE显著回升。**此前因一系列股东、合规风险等事件，公司长期债券融资募集受阻，导致公司各项业务拓展受到明显限制，2021年以前ROE持续低于上市券商平均。随着公司股东风险落地，长期债券融资通道打开，公司各项业务恢复常态。杠杆率从2020年低点的2.4倍提升至2023年上半年的3.7倍，2022年以来公司ROE已超越上市券商平均。2023年上半年，公司实现营业收入40.54亿元，高基数下同比下滑0.5%，归母净利润14.4亿元，同比增长1.3%，加权平均ROE为3.29%。
- **公司经纪业务具有相对优势，具有较大提升潜力。**公司近六年经纪业务收入占营业收入比例平均高达48%，占比较高，是公司的优势业务。公司经纪业务相对较强，2018-2021年行业排名稳定在12-14名，明显高于其他业务排名。公司承袭方正证券和民族证券的网点基础，分支机构数量行业排名前列，考虑到目前公司经纪及两融排名与营业网点数排名仍有较大差距，我们认为随着公司财富管理转型逐步深化，经纪业务仍有较大提升潜力。
- **投行收入波动大，资管业务主动管理规模提升快。**公司2016-2022年投行收入波动较大，投行收入一度由16年的5.8亿元降至18年的3.4亿元，后又回升至20年的6.6亿元，经历2021及2022年的波动，2023上半年公司实现投行业务收入1.28亿元，同比-43%。公司资产管理业务积极向主动管理转型，尽管公司资产管理规模从2017年的2991亿元大幅降至2023上半年的766亿元，但主动管理规模占比由2017年的19.13%提升至2021年的32.57%。2020-2022年，公司资管收入稳定在2.4亿元中枢，2023年上半年，资管收入0.92亿元，同比-32%。
- **2022年以来公司自营表现突出。**2016~2020年受负债端影响，自营业务规模有所下滑。2021年随着各项业务风险略有落地，债券质押回购通道开启，自营业务规模开始回升，同时公司逐步提升固收类自营占比，风格更趋于稳健。2022年以来，公司自营投资收益显著增长，2022年实现投资收益11.1亿元，同比+52%，占其营业收入的14%，显著拉动公司整体业绩增长；2023年上半年实现投资净收益11.35亿元，同比+26%。
- **【投资建议】**我们预计公司2023-2025E年EPS分别为0.29/0.33/0.36元，BVPS分别为5.50/5.88/6.31元。给予公司1.6x 2024E PB，对应目标价9.41元，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

- **风险提示：经纪业务量价双杀；金融政策改革推行不达预期；市场持续低迷，债市波动。**

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	8621	7777	7711	8683	9258
(+/-)YoY(%)	14%	-10%	-1%	13%	7%
净利润（百万元）	1822	2148	2353	2732	2994
(+/-)YoY(%)	66%	18%	10%	16%	10%
每股净利润（元）	0.22	0.26	0.29	0.33	0.36
每股净资产（元）	5.02	5.23	5.50	5.88	6.31

资料来源：公司年报（2021-2022），HTI

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

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

目 录

1. 首批成立的老牌券商，控股股东变更落地.....	5
1.1 历史沿革：2002年方正集团入主公司，曾合并泰阳证券、民族证券.....	5
1.2 重组后背靠平安、社保、信达三大股东.....	5
2. 公司整体业绩：2022年净利润创六年新高，2023上半年高基数下保持稳定.....	6
3. 各业务情况.....	8
3.1 经纪业务：业务基础好但经营效率不高，财富管理转型初显成效.....	8
3.2 资本中介业务：两融市占率有所提升，股票质押风险得到控制.....	9
3.3 投行业务：业务规模波动较大.....	11
3.4 资管业务：主动管理规模和占比显著提升.....	11
3.5 自营业务：2023年表现优异，是业绩优于市场平均的胜负手.....	12
4. 投资建议.....	12
4.1 盈利预测.....	12
4.2 估值及投资建议.....	14
4.3 风险提示.....	15
财务报表分析和预测.....	17

图目录

图 1 方正证券 2022 年股权结构及主要参控股公司	5
图 2 方正证券 2016-2023H 营业收入及增速	6
图 3 方正证券 2016-2023H 归母净利润及增速	6
图 4 方正证券 2016-2023H 总资产及增速	6
图 5 方正证券 2016-2023H 净资产及增速	6
图 6 方正证券 2016-2023H 杠杆率与 ROE 变化	7
图 7 方正证券 2022 及 2023 年上半年 ROE 优于上市券商均值	7
图 8 方正证券 2016-2023 年业务结构	7
图 9 方正证券经纪业务市占率与网点资源不匹配	8
图 10 2023 年上半年公司两融业务市占率显著提升，但仍与公司营业部数量不匹配	8
图 11 方正证券 2016-2023 年上半年经纪业务净收入及增速	9
图 12 方正证券 2016-2023 年代销金融产品收入及占比	9
图 13 方正证券股票+混合代销保有量及排名	9
图 14 方正证券非货代销保有量及排名	9
图 15 方正证券 2016-2023 年股票质押业务规模及履约保障比例	10
图 16 方正证券资产减值基本出清，减值计提回归常态	10
图 17 方正证券 2016-2023 上半年投资银行业务手续费净收入	11
图 18 方正证券 2016-2023H 资管业务净收入及增速	12
图 19 方正证券 2016-2023H 资管规模下降	12
图 20 方正证券 2021 年以来自营收入持续提升	12
图 21 方正证券 2016-2023 年上半年自营投资结构（亿元）	12

表目录

表 1 方正证券各项业务排名	8
表 2 方正证券 2016-2023 上半年投行各业务规模	11
表 3 方正证券盈利预测（百万元）	13
表 4 方正证券资产负债表（百万元）	14
表 5 可比公司估值（2024 年 3 月 12 日）	15

1. 首批成立的老牌券商，控股股东变更落地

1.1 历史沿革：2002 年方正集团入主公司，曾合并泰阳证券、民族证券

公司成立于 1988 年，前身浙江省证券公司是国内第一批券商。1988 年 6 月 6 日，根据中国人民银行“银复[1988]259 号”《关于同意设立浙江省证券公司的批复》，浙江省证券公司成立，注册资金为 1000 万元，注册地为浙江省杭州市。1994 年 9 月在全国券商中首家改制为规范的有限责任公司，股本金由 5100 万元增至 4.5 亿元，成为当时为数极少的由 40 家跨省市、跨行业股东组成的大型专业证券公司。

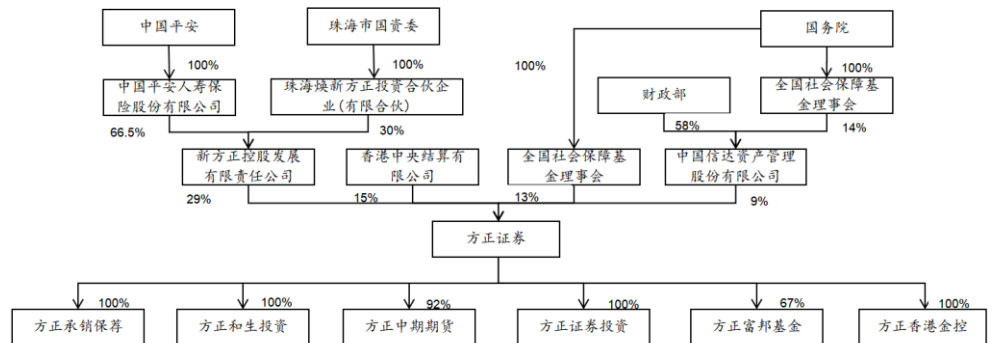
2002 年北大方正集团成为公司实际控制人，后吸收合并泰阳证券、民族证券。2002 年 8 月 29 日，根据中国证监会机构监管部“机构部部函[2002]270 号”《关于同意北京北大方正集团公司受让浙江证券有限责任公司股权的函》，方正集团受让浙江证券全体股东所持 51% 的股权，依法办理了有关工商变更登记手续。2003 年 8 月 13 日，经中国证监会机构监管部“机构部部函[2003]248 号”《关于浙江证券有限责任公司更名有关材料备案的回函》同意，浙江证券名称变更为“方正证券有限责任公司”并完成了工商变更登记手续。2008 年 7 月 14 日，方正证券吸收合并泰阳证券工商变更登记手续顺利完成。2019 年 1 月 29 日，民族证券 51 家证券营业部已全部完成工商登记，变更为方正证券的证券营业部。2015 年 1 月 9 日，方正证券（香港）有限公司取得香港证券及期货事务监察委员会（SFC）颁发的业务牌照，获准从事证券交易业务。

2020 年北大方正集团重整，平安人寿通过设立新方正集团获批入主公司。2020 年 2 月，公司控股股东北大方正集团有限公司（简称“方正集团”）被法院裁定重整。2021 年 7 月法院裁定批准方正集团等五家公司重整计划。2021 年 8 月，中国平安人寿保险股份有限公司（简称“平安人寿”）收购新方正集团股权案通过国家市场监督管理总局反垄断局经营者集中审查。2021 年 10 月，新方正集团（即新方正控股发展有限责任公司）设立完成。2022 年 1 月，银保监会批复同意平安人寿重大股权投资新方正集团。2020 年初，北京一中院裁定方正集团重整；2022 年 12 月 20 日，新方正集团重整落地。平安人寿（中国平安）持股 66.5%、珠海焕新方正投资（珠海国资委）持股 28.5%，债权人持股平台 5.0%。

1.2 重组后背靠平安、社保、信达三大股东

中国平安成控股股东，社保基金会成为第二大股东。公司股权结构较为清晰，截止至 2022 年末，除香港中央结算有限公司外，大股东为新方正集团，持股数量为 23.63 亿股，占比 28.71%，中国平安间接持股 19.1%；北京政泉的股份被罚没后，第二大股东为社保基金，持股数为 10.9 亿股，占比 13.24%；第三大股东中国信达持有 7.1 亿股，占比 8.62%。

图1 方正证券 2022 年股权结构及主要参控股公司

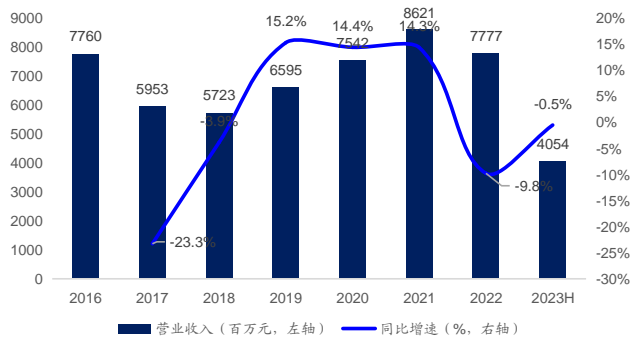


资料来源：方正证券 2022 年年报，HTI

2. 公司整体业绩：2022 年净利润创六年新高，2023 上半年高基数下保持稳定

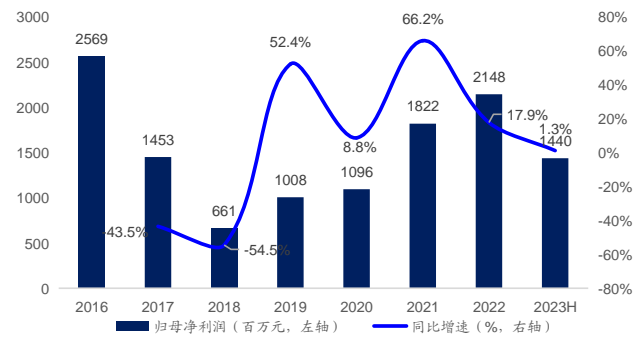
2022 年公司股东风险落地，各项业务恢复常态，2023 上半年净利润同比增长 1.3%。此前因一系列股东、合规风险事件，尤其是 2020 年方正集团重整，使得公司长期债券融资募集受阻，对公司产生了较强流动性压力，流动性覆盖率、净稳定资金率长期在预警线附近无法改善，因此导致公司泛经纪业务、投行业务、自营业务、杠杆等均受到明显限制，ROE 难以提升。2016 至 2018 年，公司营业收入和归母净利润均呈现下滑趋势，其中 2017 年，营业收入和归母净利润分别同比大幅-23.28%和-43.45%。2019 年，随着证券市场的大幅改善，行业净利润大幅增长，公司经营情况出现反弹。此后公司净利润穿越周期，进入稳定增长阶段。2019-2022 年公司净利润均保持较高增速，2022 年公司实现净利润 21.5 亿元，创下近 6 年来新高。目前随着公司股东风险落地、长期债券融资通道打开、监管指标明显宽裕，各项业务有望恢复常态，净利润有望稳健增长。2023 上半年，公司实现营业收入 40.54 亿元，同比下滑 0.5%；归母净利润 14.4 亿元，同比增长 1.3%。

图2 方正证券 2016-2023H 营业收入及增速



资料来源：公司年报，公司半年报，HTI

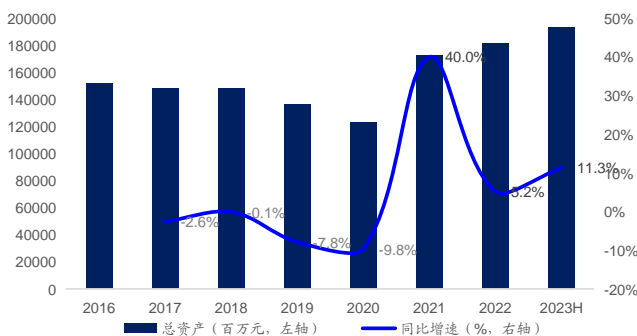
图3 方正证券 2016-2023H 归母净利润及增速



资料来源：公司年报，公司半年报，HTI

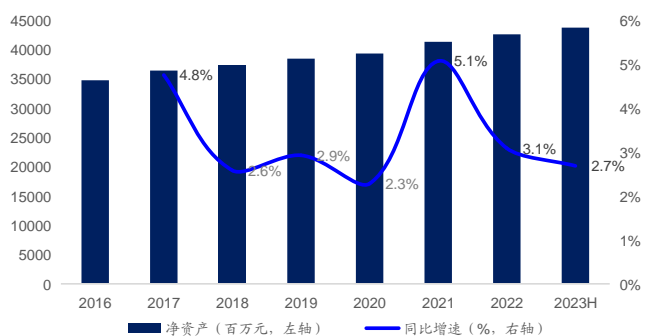
2021 年以来总资产规模提升，ROE 伴随杠杆率探底回升，ROE 优于上市券商平均。截至 2023 上半年，公司总资产 1936 亿元，同比增长 11.3%；净资产 438 亿元，同比增长 2.7%。公司杠杆率在 2019-2020 年经历短暂下滑后，2021 年开始稳步提升，从 2020 年低点的 2.4 倍提升至 2023 年上半年的 3.7 倍。正是由于杠杆率难以提升，2021 年以前公司 ROE 水平持续低于上市券商平均，伴随着杠杆率稳步的提升，近 3 年公司 ROE 逐步回升。2022 年以来，公司 ROE 已超越上市公司平均水平，2023 年上半年公司加权 ROE 为 3.29%。

图4 方正证券 2016-2023H 总资产及增速

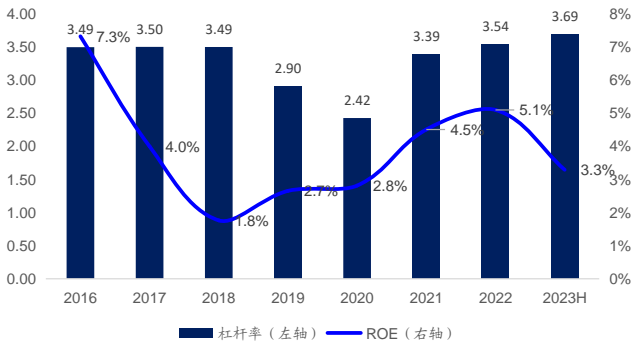


资料来源：公司年报，公司半年报，HTI

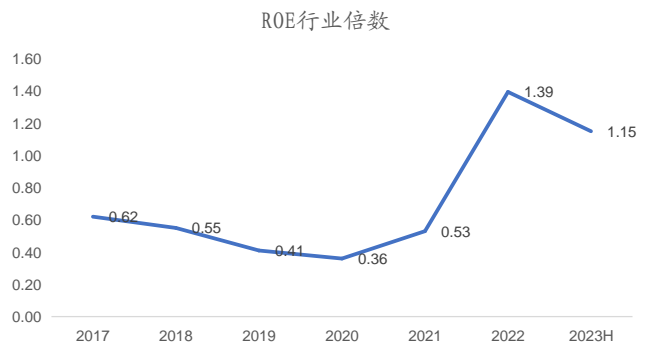
图5 方正证券 2016-2023H 净资产及增速



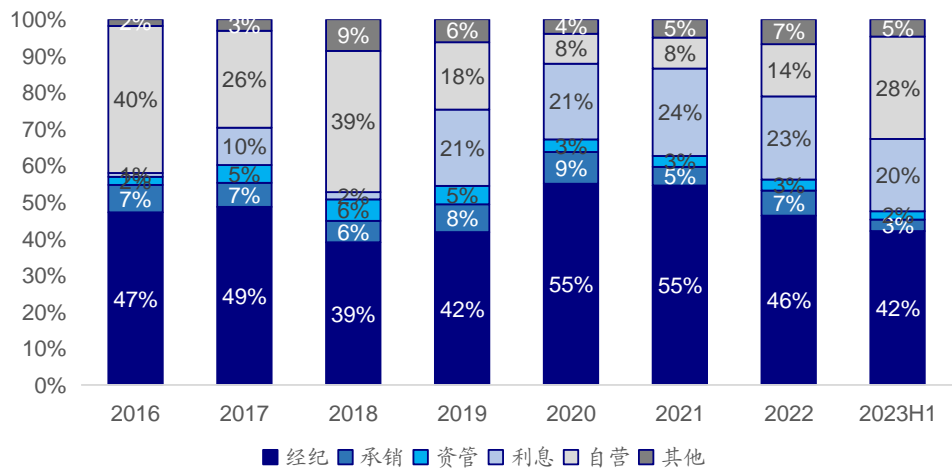
资料来源：公司年报，公司半年报，HTI

图6 方正证券 2016-2023H 杠杆率与 ROE 变化


资料来源：公司年报，公司半年报，HTI

图7 方正证券 2022 及 2023 年上半年 ROE 优于上市券商均值

 资料来源：公司年报，公司半年报，HTI
 注：ROE 行业倍数=公司 ROE/上市券商 ROE 均值

业务资质齐全，经纪业务具有相对优势。方正证券拥有方正承销保荐、方正中期期货、方正富邦基金、方正和生投资、方正证券投资、方正香港金控等 6 家全资或控股子公司，主要从事投资银行、期货经纪、基金管理、私募基金管理、另类投资、海外业务等业务。方正证券及其子公司业务资质齐全，范围涵盖证券经纪、期货经纪、投资银行、证券自营、资产管理、研究咨询、IB 业务、QFII 业务、融资融券、另类投资业务、证券投资基金业务、场外市场业务、质押式报价回购业务、代销金融产品业务、受托管理保险资金业务、新三板做市业务、收益凭证业务、私募基金管理等。分业务来看，公司经纪业务相对较强，2018-2021 年行业排名稳定在 12-14 名，明显高于其余业务排名，公司近六年经纪业务收入占营业收入比例平均高达 48%，占比较高。

图8 方正证券 2016-2023 年业务结构


资料来源：wind，HTI

表 1 方正证券各项业务排名

	2018	2019	2020	2021	2022	2023H
盈利规模						
营业收入	20	19	19	20	18	18
净利润	27	26	33	26	17	18
资产规模						
净资产	14	14	15	16	17	17
净资本	16	17	19	21	16	15
总资产	17	18	19	18	18	17
经纪业务收入	12	12	12	14	16	15
代理买卖证券业务收入	12	11	13	15		
代销金融产品	21	18	13	13	18	12
投行业务收入	34	28	28	37	23	30
承销与保荐业务收入	29	27	26	37		
财务顾问业务收入	93	61	72	59		
资管业务收入	21	17	24	23	24	26
证券投资收入	13	37	56	64	15	22

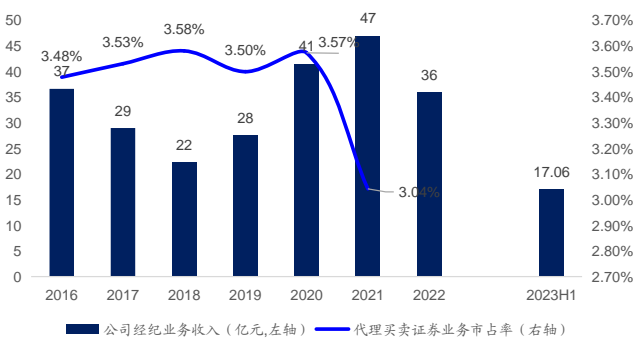
资料来源：中国证券业协会，wind，HTI 注：2022 年、2023 年上半年为上市券商排名

3. 各业务情况

3.1 经纪业务：业务基础好但经营效率不高，财富管理转型初显成效

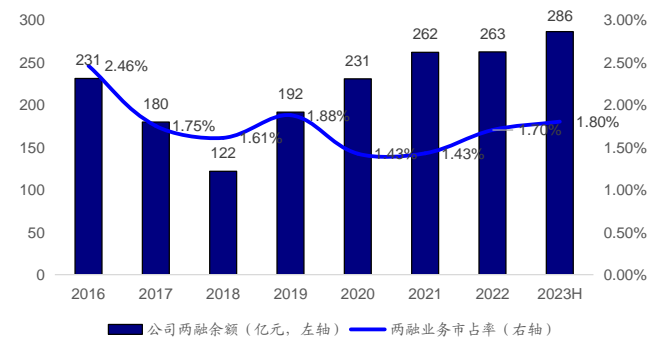
公司客户数量和经纪业务、两融业务各项指标与网点基础并不匹配。1) 承继方正证券和民族证券两家的营业网点基础，公司致力于持续优化分支机构布局。截至 2022 年，公司拥有 363 家证券营业部、23 家区域分公司，分支机构数量行业排名第 2。2) 经纪业务、两融业务市占率较低。2021 年公司经纪业务市占率为 3.04%，2022 年公司两融业务市场份额为 1.70%，虽然同比有所提升，但与公司营业部数量不相匹配。3) 公司经纪业务经营指标低于营业部数量排名，具有较大上升空间。2021 年方正证券经纪业务排名行业第 14，融资融券利息收入排名行业第 19。2022 年，公司新增客户数近 160 万户，市场份额 6.66%，客户总数超过 1483 万户，行业排名第 8，与营业部数量排名相比仍有一定差距，提升空间较大。

图9 方正证券经纪业务市占率与网点资源不匹配



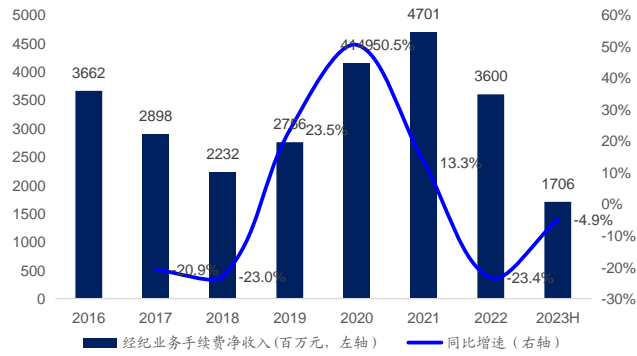
资料来源：公司年报，公司半年报，HTI

图10 2023 年上半年公司两融业务市占率显著提升，但仍与公司营业部数量不匹配

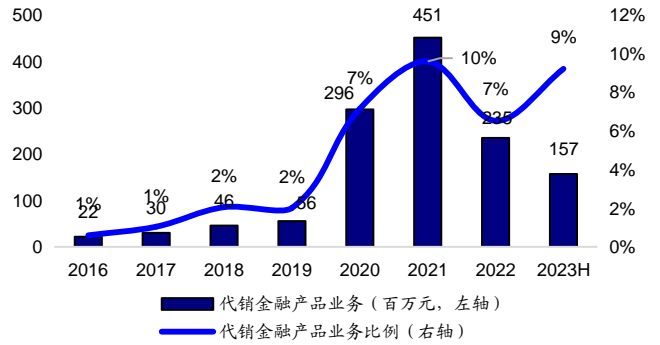


资料来源：公司年报，公司半年报，HTI

代销金融产品收入占比提升，投顾业务再升级，财富管理转型渐入佳境。公司经长期探索，打造了“扁平化、标准化、精细化、数字化”的网点管理模式，通过“走起来”“富起来”“强起来”三次变革锻造了专业财富管理队伍，从“交易型”到“产品销售型”再迈向“资产配置型”财富管理稳步推进转型，加之有简单务实、勤奋坚持、高效执行的公司文化作为支撑，当前公司财富管理已入佳境。

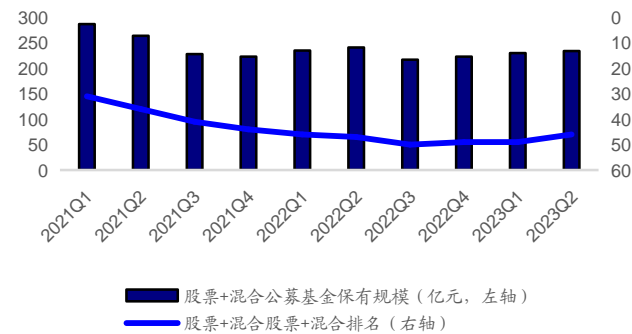
图11 方正证券 2016-2023 年上半年经纪业务净收入及增速


资料来源：公司年报，公司半年报，HTI

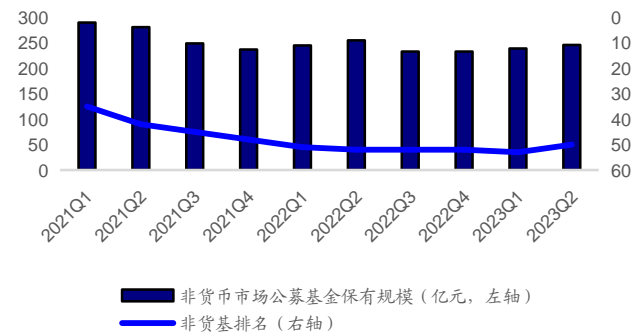
图12 方正证券 2016-2023 年代销金融产品收入及占比


资料来源：公司年报，公司半年报，HTI

公司代销金融产品收入从 2016 年的 0.22 亿元增长至 2021 年的 4.51 亿元，复合增速为 4.25%，占证券经纪业务净收入比例从 2016 年的 1% 上升到 2021 年的 10%。公司 2021 年代销金融产品业务排名行业第 14。2022 年，受市场下跌影响，公司代销金融产品收入有所下滑，同比下降 48% 至 2.4 亿元。2023 年上半年，公司代销金融产品收入 1.57 亿元，排名上市券商第 12 位。据基金业协会数据，方正 2023 上半年股票+混合代销保有规模及非货代销保有规模分别为 234 亿元及 46 亿元。在财富管理行业竞争愈发激烈的环境下，公司代销保有排名有所下滑，“股+混”口径由 2021 年一季度的 31 名下滑至 2023 年二季度末的 46 位，非货口径由 2021 年一季度的 35 名下滑至 2023 年二季度末的 50 位。

图13 方正证券股票+混合代销保有量及排名


资料来源：中国基金业协会，HTI

图14 方正证券非货代销保有量及排名


资料来源：中国基金业协会，HTI

投顾方面，2022 年，投顾业务秉持专业化理念，在队伍、产品、服务等方面全方位升级；通过私人财富顾问、总部和营业部两级投顾等多支专业队伍服务不同客群，为客户提供多品种全方位资产配置及“人工+智能”多样化服务。2022 年投顾业务签约资产突破 1014 亿元，签约客户达 90.7 万户。公司投顾资格人数从 2014 年的 657 人上升至 2022 年的 2633 人，行业排名第 8；2022 年，证券投顾收入近 5 亿元，10 年增长 40 倍。我们认为，目前公司仍以传统基于交易量收取佣金的代理买卖证券业务为主，同时代销金融产品业务及投顾服务高速发展，公司财富管理业务转型初显成效。

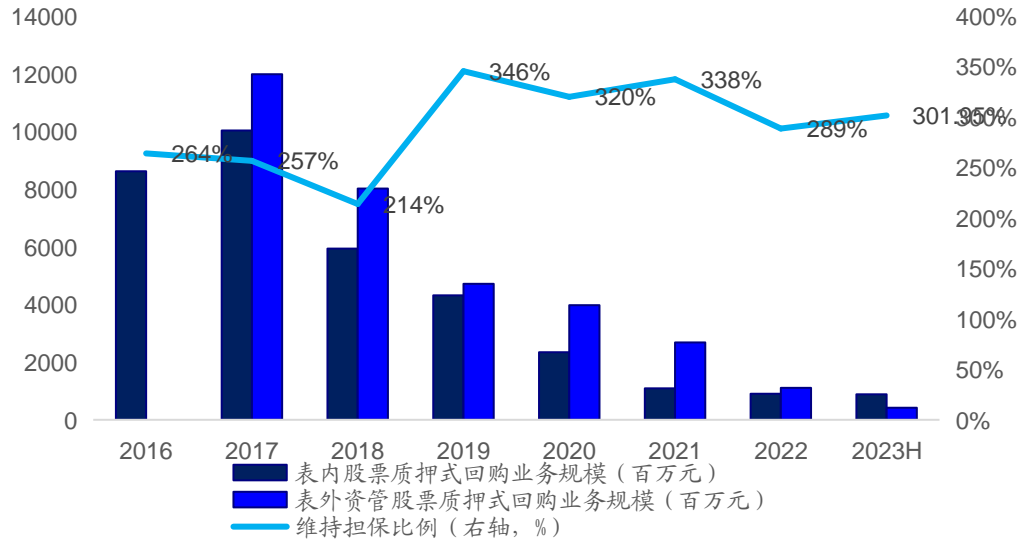
3.2 资本中介业务：两融市占率有所提升，股票质押风险得到控制

公司在信用业务方面采取稳健发展策略，重点打造两融客户投顾服务体系，提升差异化与专业化服务能力，积极拓展储备创新业务，推动转融券业务发展。受益于市场信用交易活跃，市场业务规模持续提升，公司融资融券业务规模稳步增长，2022 年市场份额有所提升，股票质押式回购业务存量项目风险化解完毕，整体业务风险平稳可控。2018 年以来监管对两融业务不断释放政策利好、市场交投活跃、新增信用账户数显著增加，市场两融余额不断攀升。公司融资融券业务余额从 2018 年的 122 亿元逐年增长至 2022 年的 263 亿元，复合增速为 21%，2023 年上半年继续小幅提升至 286 亿元；两融市占率从 2016 年的 1.84% 波动下降至 2021 年的 1.43%，

2022年恢复至1.70%，2023年上半年进一步提升至1.80%。我们认为，随着公司股东风险释放、困境有所逆转，公司资本金有望进一步提升，结合公司在经纪业务上的优势，两融市占率有望进一步提升。

股票质押规模显著下降，履约保障比例回升，业务风险得到控制。由于市场风险、股东纷争等因素影响，过去几年公司背负着股票质押业务风险、原中国民族证券自有资金共计20.5亿元挪用至其他公司等较重包袱。六年来，公司表内股票质押式回购业务规模持续下降，由2017年的100亿元大幅回落至2023年上半年的8.9亿元，降幅高达91%；同期，公司表外资管股票质押回购规模下降97%，整体风险可控。

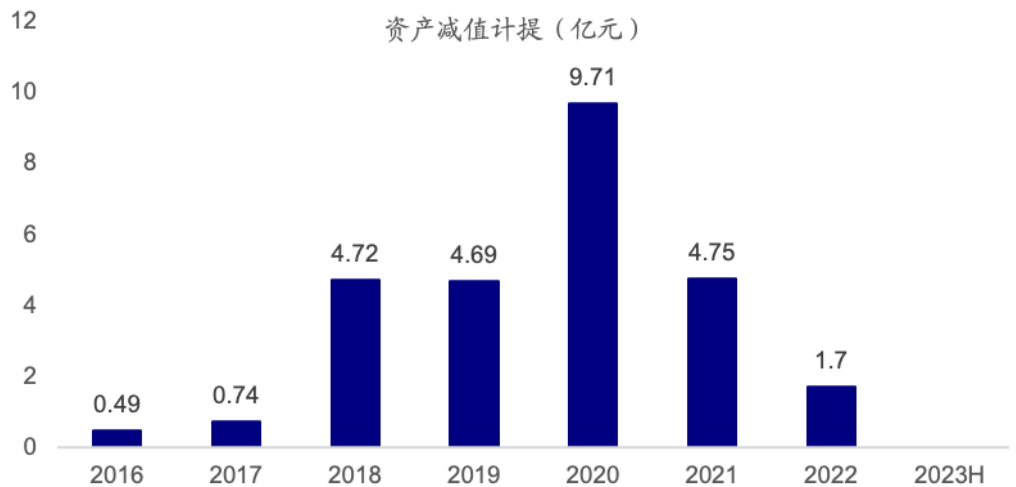
图15 方正证券2016-2023年股票质押业务规模及履约保障比例



资料来源：公司年报，公司半年报，HTI

股票质押式回购业务存量项目风险化解完毕，整体业务风险平稳可控。公司2018年~2020年由于股票质押业务风险问题每年计提4-9亿元的信用减值损失。2021年以来，随着股市行情好转以及纾困措施落地等因素，股票质押业务风险基本出清，公司减值计提恢复常态。

图16 方正证券资产减值基本出清，减值计提回归常态

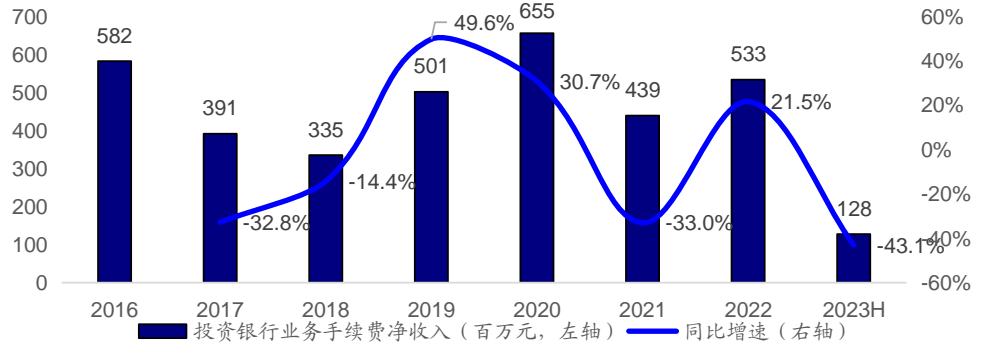


资料来源：公司年报，HTI 注：2018年及之前为资产减值损失。

3.3 投行业务：业务规模波动较大

投行业务由方正承销保荐开展，近年来收入波动较大。公司 2016-2020 年投行收入呈先降后升趋势，由 16 年的 5.8 亿元一度跌至 18 年的 3.4 亿元，又稳步回升至 20 年的 6.6 亿元。21 年，方正承销保荐收入和净利润均同比下滑，主要原因在于股权项目储备不足，承做的 IPO 项目受政策影响较大；债券业务因城投类私募债业务受信用债市场影响等原因。2023 年，在市场环境承压的背景下，投行收入出现下滑，2023 上半年公司投行业务收入为 1.28 亿元，同比-43.1%。

图17 方正证券 2016-2023 上半年投资银行业务手续费净收入



资料来源：公司年报，公司半年报，HTI

股权业务实现突破，债券业务连续三年双 A。据 Wind 数据，2022 年股债项目合计募集资金 442 亿元，其中 IPO 募资 39 亿元，排名大幅提升至 21 位。2023 年上半年，公司投行业务出现下滑，IPO 募资规模仅为 9.33 亿元，排名下滑至 29 位。公司投行业务主要以债权融资为主，其中公司债、企业债为特色业务。

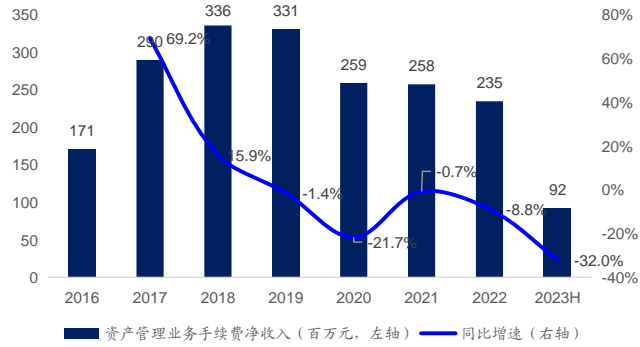
表 2 方正证券 2016-2023 上半年投行各业务规模

年份	募集资金(亿元)										
	总计	首发	增发	配股	可转债	可交换债	地方政府债	金融债	企业债	公司债	ABS
2016	378.93	2.85	107.99		6.16			25.00	47.00	178.00	11.93
2017	347.09	24.34	55.34			15.00		20.00	73.60	73.37	85.44
2018	613.17		32.31		24.60		5.90	3.00	56.10	286.68	204.58
2019	570.17	3.82	2.00	16.56	53.58		14.34		106.94	304.51	68.43
2020	864.45	11.34	32.87		12.00	13.33	29.70	30.00	84.10	605.57	45.54
2021	580.38	15.04	68.44			3.33	0.00		77.11	405.91	10.54
2022	442.13	39.13	7.80		13.58			31.00	58.40	257.04	35.17
2023H	124.77	9.33	30.00						35.52	45.76	14.16

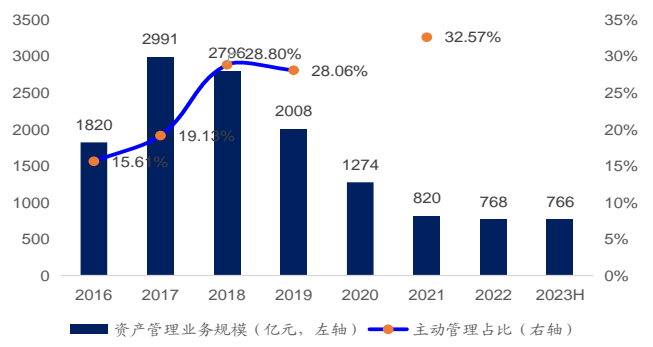
资料来源：wind, HTI

3.4 资管业务：主动管理规模和占比显著提升

尽管资管业务规模大幅下降，但主动管理规模及占比显著提升。自 2018 年资管新规发布以来，资管行业从监管套利、利差套利的盈利模式逐步回归主动管理，券商资管经历阵痛，整体规模持续下滑，从 2017 年末的 16.88 万亿下降至 2020 年的 8.55 万亿。在此背景下，公司资产管理业务积极向主动管理转型，公司资产管理规模从 2017 年的 2991 亿元大幅降至 2023 上半年的 766 亿元，而主动管理规模占比由 2017 年的 19.13% 提升至 2021 年的 32.57%。2023 年上半年，在市场整体不佳的情况下，公司实现资产管理净收入 0.92 亿元，同比-32%。

图18 方正证券 2016-2023H 资管业务净收入及增速


资料来源：公司年报，公司半年报，HTI

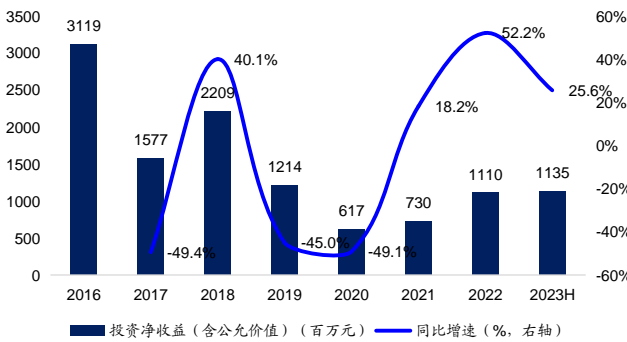
图19 方正证券 2016-2023H 资管规模下降


资料来源：公司年报，公司半年报，HTI

3.5 自营业务：2023 年表现优异，是业绩优于市场平均的胜负手

2023 年公司自营表现突出。2016~2020 年受负债端影响，自营业务规模有所下滑。2021 年各项业务风险略有落地，债券质押回购通道开启，自营业务规模实现回升。固收类自营占比逐步提升，自营收益率趋于稳健。2022 年，方正证券实现投资净收益 11.1 亿元，同比+52%，收入占比 14%，显著拉动业绩增长。2023 年随着自营资产的持续增长，公司自营收入继续大幅增长，2023 年上半年实现投资净收益 11.35 亿元，同比+25.6%，收入占比继续提升至 28%。

根据九方智投消息，对于 2023 年自营业务的良好表现，公司透露主要原因包括：1) 大力发展非方向业务，平滑了市场风险。2) 大类资产配置方面采取了高配债、低配股策略，有效抵御市场波动。3) 新股东明确后，公司资产负债表修复，助力投资规模扩张。目前，公司投资交易共包括方向性的自营业务、非方向的做市业务，以及轻资本的销售交易三大类别。经过多年发展，公司投资交易业务品种持续丰富，收益稳定结构多元，非占资业务收入逐步增厚。

图20 方正证券 2021 年以来自营收入持续提升


资料来源：公司年报，公司半年报，HTI

图21 方正证券 2016-2023 年上半年自营投资结构（亿元）


资料来源：公司年报，公司半年报，HTI

4. 投资建议

4.1 盈利预测

我们假设证券市场维持景气，在股东风险落地之后，新股东给予公司更多支持，公司经纪业务市占率小幅提升，自营资产规模 2023-2025 年较快提升。估算方正证券 2023/24/25E 营业收入分别为 77.11/86.83/92.58 亿元，同比-1%/+13%/+7%；净利润分别为 23.53/27.32/29.94 亿元，同比+10%/+16%/+10%；对应 EPS 分别为 0.29/0.33/0.36 元，BVPS 分别为 5.50/5.88/6.31 元。

表 3 方正证券盈利预测（百万元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
一、营业收入	8621	7777	7711	8683	9258
手续费	5691	4748	4051	4440	4753
经纪收入	4701	3600	3563	3895	4178
投行收入	439	533	258	294	312
资管收入	258	235	230	252	262
利息净收入	2061	1767	1645	1607	1620
投资净收益	752	949	1845	2454	2693
联营合营企业	29	-90	0	0	0
公允价值变动净收益	7	71	0	0	0
汇兑净收益	0	6	0	0	0
其他收益	92	54	120	126	132
其他业务收入	18	180	50	55	61
资产处置收益	1	1	0	0	0
二、营业支出	5932	5524	4878	5405	5672
营业税及附加	59	61	52	59	63
管理费用	5398	5140	4781	5296	5555
资产减值损失	192	0	0	0	0
信用减值损失	283	170	0	0	0
其他业务成本	1	153	45	50	54
三、营业利润	2690	2253	2833	3278	3586
加：营业外收入	29	12	0	0	0
减：营业外支出	31	16	0	0	0
四、利润总额	2688	2248	2833	3278	3586
减：所得税	816	46	425	492	538
五、净利润	1872	2203	2408	2786	3048
减：少数股东损益	50	55	55	55	55
归属于母公司所有者的净利润	1822	2148	2353	2732	2994
六、每股收益（元）	0.22	0.26	0.29	0.33	0.36

资料来源：公司年报（2021-2022），HTI

表 4 方正证券资产负债表 (百万元)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	49396	46262	51804	56764	62351
其中: 客户资金存款	39874	41377	45689	50063	54990
结算备付金	6158	6754	13585	14885	16350
其中: 客户备付金	4231	4165	10717	11743	12899
融出资金	26770	27410	30438	33602	36909
交易性金融资产	24859	37003	57410	62906	69097
衍生金融资产	24	171	201	220	242
买入返售金融资产	873	606	972	816	896
应收款项	3168	3743	3568	3909	4294
存出保证金	6016	7118	7695	8431	9261
其他债权投资	46376	43210	39122	42867	47086
长期股权投资	749	659	582	637	700
其他权益工具投资	0	409	1219	1336	1467
投资性房地产	1417	1392	1392	1392	1392
固定资产	512	534	561	589	618
在建工程	57	16	567	624	687
使用权资产	645	516	0	0	0
无形资产	306	403	424	445	467
商誉	4340	4340	4340	4340	4340
递延所得税资产	419	554	610	671	738
其他资产	528	513	564	620	682
资产总计	172613	181612	215052	235055	257577
应付短期融资款	9704	8999	9802	10782	11861
拆入资金	8206	5934	10465	10988	11538
交易性金融负债	266	1541	4835	5077	5331
衍生金融负债	84	63	164	166	168
卖出回购金融资产款	49891	48674	53504	58854	64740
代理买卖证券款	32422	30741	33576	40292	48350
代理承销证券款	788	0	0	0	0
应付职工薪酬	1862	2045	1745	1833	1924
应交税费	263	188	178	187	196
应付款项	17266	22248	31615	33196	34856
预计负债	0	107	112	118	124
应付债券	7180	12151	16808	17808	18808
递延所得税负债	55	42	78	82	86
递延收益	28	26	27	28	30
其他负债	1829	4480	5504	5779	6068
租赁负债	623	498	475	499	524
负债合计	130469	137736	168891	185690	204603
股本	8232	8232	8232	8232	8232
资本公积金	16397	16397	16397	16397	16397
其他综合收益	166	-17	-17	-17	-17
盈余公积金	1759	1934	1970	2010	2055
一般风险准备	3916	3976	4047	4127	4217
未分配利润	10888	12515	14639	17668	21087
归属于母公司所有者权益合计	41358	43038	45268	48417	51971
少数股东权益	786	839	893	948	1003
所有者权益合计	42144	43876	46161	49365	52974
负债及股东权益总计	172613	181612	215052	235055	257577

资料来源: 公司年报 (2021-2022), HTI

4.2 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, 目前可比券商2023年平均估值为1.2xPB, 估值在0.9-1.8xPB之间。我们认为公司重大风险基本落地, 负债端持续修复, 有望带来各项业务与杠杆、ROE回升, 带来业务成长空间。展望中国平安成为实控人后, 估值存在向上提升空间。给予公司 1.6x 2024E PB, 对应目标价9.41元, 首次覆盖, 给予“优于大市”评级。

表 5 可比公司估值 (2024 年 3 月 12 日)

	股价 (元)	市值 (亿元)	P/E (倍)			P/B (倍)		
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
国信证券	8.59	826	12.5	12.7	11.0	1.1	1.0	0.9
光大证券	17.04	786	24.6	18.3	25.1	1.4		1.1
兴业证券	5.80	501	16.6	17.3	13.0	1.0	0.9	0.9
东吴证券	7.31	366	20.4	16.2	14.1	1.0	0.9	0.9
浙商证券	10.31	400	24.2	23.2	19.5	1.6	1.5	1.4
财通证券	7.92	368	21.7	17.0	14.3	1.1		1.0
红塔证券	7.56	357	925.6	156.5	89.6	1.6		1.6
国金证券	9.03	336	24.7	18.7	15.7	1.1	1.1	1.0
长城证券	7.87	318	35.3	18.9	17.2	1.2		1.0
长江证券	5.40	299	15.3	11.1	10.3	1.0		
中银证券	10.71	298	27.2	30.3	27.8	1.8		1.6
国联证券	11.80	334	43.5	35.6	28.9	2.0	1.8	1.7
平均			98.0	30.2	23.1	1.3	1.2	1.2

资料来源: Wind 一致预期, HTI。

4.3 风险提示

- 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。

公司是中国首批综合类证券公司，上海证券交易所、深圳证券交易所首批会员。公司目前已设立期货、合资投行、合资基金、私募投资基金、另类投资、香港金控等六家子公司，并持有盛京银行股份有限公司部分股权。通过多年积累，方正证券及其子公司业务资质齐全，范围涵盖证券经纪、期货经纪、投资银行、证券自营、资产管理、研究咨询、IB业务、QFII业务、融资融券、另类投资业务、证券投资基金业务、场外市场业务、质押式报价回购业务、代销金融产品业务、受托管理保险资金业务、私募基金综合服务业务、新三板做市业务、收益凭证业务、互联网证券业务试点、私募基金管理等。

附表 前十大股东：

股东名称	占总股本比例(%)
新方正控股发展有限责任公司	28.7100
香港中央结算有限公司(陆股通)	14.6800
全国社会保障基金理事会	13.2400
中国信达资产管理股份有限公司	8.6200
哈尔滨哈投投资股份有限公司	2.4000
中国证券金融股份有限公司	1.6900
中央汇金资产管理有限责任公司	1.6500
乐山国有资产投资运营(集团)有限公司	1.2900
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	1.0700
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	0.8100
合计	74.1600

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业收入	7777	7711	8683	9258
每股收益	0.26	0.29	0.33	0.36	手续费及佣金净收入	4748	4051	4440	4753
每股净资产	5.23	5.50	5.88	6.31	其中: 经纪业务	3600	3563	3895	4178
每股股利	-	-	-	-	投资银行业务	533	258	294	312
价值评估 (倍)					资产管理业务	235	230	252	262
P/E	29.04	25.99	22.39	20.43	利息净收入	1767	1645	1607	1620
P/B	1.44	1.37	1.26	1.18	投资收益	949	1845	2454	2693
股息率 (%)	-0.1%	-1.2%	-1.3%	-1.5%	公允价值变动收益	71	0	0	0
盈利能力指标 (%)					汇兑收益	6	0	0	0
营业利润率	29.0%	36.7%	37.8%	38.7%	其他业务收入	180	50	55	61
净利润率	27.6%	30.5%	31.5%	32.3%	营业支出	5524	4878	5405	5672
净资产收益率	5.1%	5.3%	5.8%	6.0%	营业税金及附加	61	52	59	63
总资产收益率	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	业务及管理费	5140	4781	5296	5555
盈利增长 (%)					资产减值损失	--	0	0	0
营业收入增长率	-10%	-1%	13%	7%	营业利润	2253	2833	3278	3586
营业利润增长率	-16%	26%	16%	9%	利润总额	2248	2833	3278	3586
净利润增长率	18%	10%	16%	10%	减: 所得税	46	425	492	538
杠杆指标					净利润	2203	2408	2786	3048
资产负债率	0.76	0.79	0.79	0.79	减: 少数股东损益	55	55	55	55
					归属母公司所有者净利润	2148	2353	2732	2994
资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E					
客户资金	45543	56406	61806	67889					
自有资金	7473	8983	9843	10812					
交易性金融资产	37003	57410	62906	69097					
可供出售金融资产	0	0	0	0					
持有至到期投资	0	0	0	0					
长期股权投资	659	582	637	700					
买入返售金融资产	606	972	816	896					
融出资金	27410	30438	33602	36909					
资产总计	181612	215052	235055	257577					
代理买卖证券款	30741	33576	40292	48350					
应付债券	12151	16808	17808	18808					
应付短期融资券	8999	9802	10782	11861					
短期借款	0	0	0	0					
长期借款	0	0	0	0					
负债总计	137736	168891	185690	204603					
总股本	8232	8232	8232	8232					
普通股股东权益	43038	45268	48417	51971					
少数股东权益	839	893	948	1003					
负债和所有者权益合计	181612	215052	235055	257577					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 12 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2022), HTI

APPENDIX 1

Summary

Investment Highlights:

Established as one of the first securities dealers in 1988, the company underwent shareholder changes with Ping An Life establishing New Founder Group, now the major shareholder with 28.71%, and Ping An Insurance Group Co of China indirectly holding 19.1%. The second and third largest shareholders are the Social Security Fund with 13.24% and China Cinda Asset Management with 8.62% respectively.

Risk Warning:

Leverage and ROE have significantly rebounded after resolving shareholder risks. The company's ROE has surpassed the average of listed securities dealers since 2022. In the first half of 2023, the company achieved a revenue of RMB 4.05 billion, a slight YoY decrease of 0.5%, and a net profit attributable to shareholders of RMB 1.44 billion, up 1.3% YoY, with a weighted average ROE of 3.29%.

The company's brokerage business is strong, with potential for growth. Over the past six years, brokerage income has averaged 48% of total revenue. With the wealth management transformation, there's room for improvement. Investment banking income has been volatile, but the proportion of actively managed Asset Under Management (AUM) has increased. Proprietary trading has performed well since 2022, with significant growth in investment income.

Investment advice:

We project EPS for 2023-2025E to be RMB 0.29/0.33/0.36 and BVPS to be RMB 5.50/5.88/6.31. We give a target price of RMB 9.41 and a "Outperform" rating.

Risk Warning:

Brokerage business facing volume and price pressures; financial policy reforms not meeting expectations; prolonged market downturn and bond market volatility.

附录 APPENDIX

重要信息披露

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

IMPORTANT DISCLOSURES

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

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

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

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

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

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

海通证券股份有限公司和/或其子公司（统称“海通”）在过去 12 个月内参与了 601377.CH and 601456.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 601377.CH and 601456.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 601377.CH and 601456.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.

601377.CH 目前或过去 12 个月内是海通的投资银行业务客户。

601377.CH is/was an investment bank clients of Haitong currently or within the past 12 months.

平安资产管理有限责任公司, 601788.CH, 601377.CH, 601555.CH, 601878.CH, 601108.CH, 600109.CH, 000783.CH 及 601939.CH 目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

平安资产管理有限责任公司, 601788.CH, 601377.CH, 601555.CH, 601878.CH, 601108.CH, 600109.CH, 000783.CH and 601939.CH are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

601788.CH, 601377.CH, 601878.CH, 601108.CH, 600109.CH 及 601456.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。

601788.CH, 601377.CH, 601878.CH, 601108.CH, 600109.CH and 601456.CH are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-securities services.

海通在过去的 12 个月中从平安资产管理有限责任公司, 601788.CH, 601878.CH, 600109.CH, 000783.CH 及 601939.CH 获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 平安资产管理有限责任公司, 601788.CH, 601878.CH, 600109.CH, 000783.CH and 601939.CH.

评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

评级分布 Rating Distribution

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.

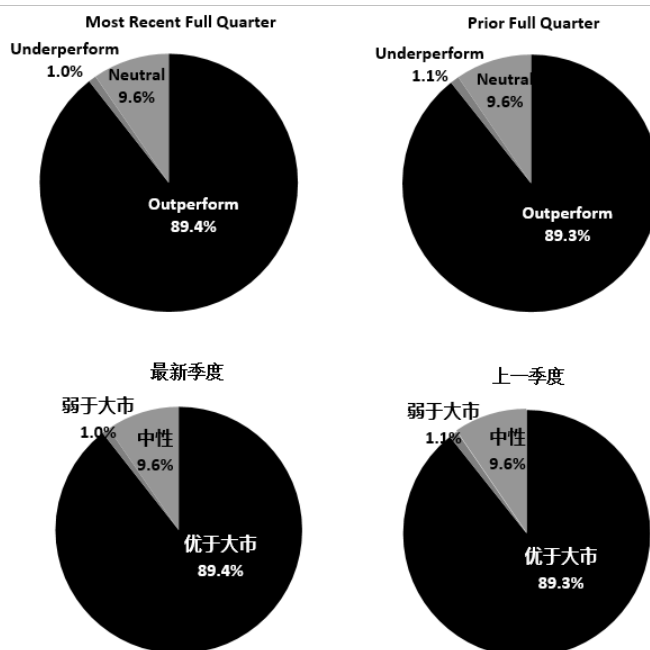
Analyst Stock Ratings

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.



截至 2023 年 12 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	89.4%	9.6%	1.0%
投资银行客户*	3.9%	5.1%	5.6%

*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 December 31, 2023

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.4%	9.6%	1.0%
IB clients*	3.9%	5.1%	5.6%

*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.

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

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

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

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

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

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

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.
2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.
3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.
4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website, User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website, Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明:

非印度证券的研究报告：本报告由海通国际证券集团有限公司（“HTISGL”）的全资附属公司海通国际研究有限公司（“HTIRL”）发行，该公司是根据香港证券及期货条例（第571章）持有第4类受规管活动（就证券提供意见）的持牌法团。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 (“HTSIPL”), 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”). HTSIPL 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, HTSIPL, 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。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

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

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

CIN U74140MH2011FTC224070

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

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

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

本项研究仅供收件人使用，未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有：海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

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

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

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

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

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

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

Telephone: (65) 6536 1920

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

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

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

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

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

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

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

CIN U74140MH2011FTC224070

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

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

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

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

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

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

Founder Securities - 601901 CH

