

证券 III

财通证券 (601108.SH)

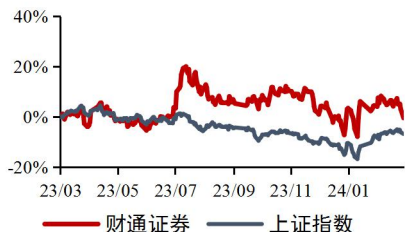
买入-A(维持)

深耕区域得享红利，布局多元轻重并举

2024年3月26日

公司研究/深度分析

公司近一年市场表现



市场数据：2024年3月25日

收盘价(元):	7.40
总股本(亿股):	46.44
流通股本(亿股):	46.44
流通市值(亿元):	343.64

基础数据：2023年9月30日

每股净资产(元):	7.29
每股资本公积(元):	3.18
每股未分配利润(元):	1.82

资料来源：最闻

分析师：

刘丽

执业登记编码：S0760511050001

电话：0351--8686985

邮箱：liuli2@sxzq.com

孙田田

执业登记编码：S0760518030001

电话：0351-8686900

邮箱：suntiantian@sxzq.com

投资要点：

➤ **深耕浙江，区域赋能力度较大。**公司深耕浙江区域，与地市加强战略合作，覆盖浙江省内主要区域，与地方企业密切合作，同时以分支机构作为各项业务的触点，深度参与省内服务实体经济。浙江省本身经济活动发达，B端客户广阔，居民较为富裕，C端财富管理需求广泛。作为共同富裕示范区，浙江省人民政府鼓励发展财富管理行业及投行业务，政策环境宽松，财通证券有望充分受益。

➤ **盈利能力优于行业，配股增强资本实力。**2023上半年年化ROE为6.22%，盈利能力高于行业平均。2022年公司通过配股募集资金71.47亿元，净资本对业务的投入效应显现，2023年前三季度业绩增速明显高于行业。旗下各子公司竞争实力较强，财通资管贡献度平均20%，子公司合计平均贡献61%，对公司业绩形成稳定支撑。

➤ **轻资产业务建立竞争壁垒。**财通证券业务结构轻重资产并重，资管业务占比处于较高水平，已形成一定竞争壁垒，财通基金规模增长，市占率提升，永安期货处于行业前列，共同构成公司大财富管理生态圈，研究团队进步显著，服务客户财富管理需求。投行业务引入团队后提高竞争力，市场份额大幅提升。

➤ **投资类业务弹性较强，有效抵御市场风险。**把握资产配置节奏，方向性投资以固收投资为主，股票类持仓持续压降，权益类比例低于行业，投资类业务表现明显好于行业，抵御市场风险，带动公司经营业绩的提升。

➤ **改革步伐加快，开启新发展周期。**管理层经验丰富，扩充优质团队，新战略周期下，服务居民财富管理和实体经济能力不断提升，以市场化体制机制，推动公司发展进入新周期。预计公司2023-2025年归母净利润分别为21.76/26.16/30.53亿元，增长43.39%/20.24%/16.72%，对应EPS为0.47/0.56/0.66元，PB为0.97/0.85/0.74倍，维持“买入-A”评级。

风险提示：

**业务推进不达预期：**公司各项业务推进程度受多方面因素影响，同时面临政策环境变化带来的经营环境变化，对业务推进程度带来影响，从而影响公司业绩。

**公司出现较大风险：**公司在经营过程中面临流动性风险、信用风险、操作风险等各类风险因素，各类风险因素可能会对公司的业绩带来



影响。

金融市场大幅波动：由于金融市场影响因素较多，可能会出现波动现象，而金融市场的波动风险可能导致金融资产的价格下跌，公司作为证券公司，营业收入会受到金融资产公允价值变动的的影响，从而对公司业绩带来波动。

**财务数据与估值：**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	64.08	48.27	61.75	77.40	87.01
YoY(%)	-1.84%	-24.67%	27.93%	25.34%	12.42%
归母净利润(亿元)	25.66	15.17	21.76	26.16	30.53
YoY(%)	11.98%	-40.88%	43.39%	20.24%	16.72%
ROE(%)	10.38%	4.67%	6.13%	6.45%	6.57%
EPS(元)	0.72	0.33	0.47	0.56	0.66
EVPS(元)	6.89	6.99	7.65	8.73	10.00
P/E(倍)	10.71	23.45	16.35	13.60	11.65
P/B(倍)	1.11	1.10	0.97	0.85	0.74

资料来源：最闻，山西证券研究所

## 目录

1. 深耕浙江浙商，打造一流现代投行.....	6
1.1 股东背景雄厚，综合布局领先.....	6
1.2 管理经验丰富，政企合作深入.....	7
1.3 区位优势显著，战略布局清晰.....	8
2. 多元布局，业绩表现优于行业.....	11
2.1 配股提供动能，业绩增速领先.....	11
2.2 功能性发在首位，推动行业高质量发展.....	12
2.3 轻重资产并重，收入结构多元.....	14
3. 轻资产业务打造壁垒，构建服务生态圈.....	15
3.1 人才筑基，投行业务进步明显.....	15
3.2 聚焦机构化改革，经纪结构持续优化.....	17
3.3 协同作战，资产端优势稳固.....	19
4. 自营投资弹性较强，长股投贡献稳定收益.....	21
4.1 投资业务大幅改善，自营结构持续优化.....	21
4.2 永安期货行业前列，浙商资产区域领先.....	22
5. 投资策略及盈利预测.....	23
6. 风险提示.....	24

## 图表目录

图 1： 财通证券发展历程.....	6
图 2： 财通证券股权结构图.....	7
图 3： 全国前五省份居民人均可支配收入（元）.....	9
图 4： 长三角前五城镇居民人均可支配收入（元）.....	9

图 5: 财通证券营业部分布（截至 2022 年末） .....	10
图 6: 地瓜经济.....	10
图 7: 财通证券战略解码.....	10
图 8: 财通证券总资产规模及增速.....	11
图 9: 财通证券净资本规模及增速.....	11
图 10: 财通证券 ROE 与行业对比.....	11
图 11: 财通证券归母净利润及增速.....	11
图 12: 财通证券营业收入结构.....	14
图 13: 财通证券主要子公司贡献.....	14
图 14: 财通证券投行业务收入.....	16
图 15: 财通证券股权承销市场份额.....	16
图 16: 财通证券债权承销市场份额.....	16
图 17: 财通证券经纪业务收入.....	17
图 18: 财通证券经纪业务结构.....	17
图 19: 财通资管基金规模及增速.....	20
图 20: 财通资管公募基金结构（亿元） .....	20
图 21: 财通基金管理规模.....	21
图 22: 财通基金结构.....	21
图 23: 自营权益类及其衍生品/净资本.....	22
图 24: 自营非权益类及其衍生品/净资本.....	22
图 25: 永安期货经营业绩.....	23
图 26: 2023 年中前五期货公司净利润（万元） .....	23



表 1: 财通证券管理层履历.....	8
表 2: 财通证券经营指标排名.....	12
表 3: 证监会系列文件主要内容.....	13
表 4: 财通证券各项业务排名.....	15
表 5: 财通证券投行业务各指标排名.....	17
表 6: 财通证券基金销售保有量.....	18
表 7: 券商资管及证券公司蚂蚁财富号粉丝数.....	19
表 8: 私募资产月均规模.....	19

## 1. 深耕浙江浙商，打造一流现代投行

财通证券作为浙江省属国有企业，深度布局浙江区域，与浙江省内政府和企业密切合作，服务省内企业投融资需求，布局资管、基金、期货等多业务领域，在资管、基金、期货等领域建立竞争优势，构建多元化服务版图，经过 30 多年的发展，逐步发展成为具有综合竞争实力的证券公司。新战略周期下，公司以“投行+投资+财富”三驾马车拉动，推动各项业务转型发展，公司发展步入新阶段。

### 1.1 股东背景雄厚，综合布局领先

**具备区位优势的特色型综合性证券集团。**财通证券前身是 1993 年成立的浙江财政证券公司，2003 年 6 月改制设立财通证券经纪有限责任公司，2006 年吸收合并天和证券。2007 年 6 月明确为省直属国有企业，同年 9 月控股永安期货。2013 年公司完成股改和增资，变更为股份有限公司。2017 年 10 月公司在上交所上市，2021 年，永安期货成功上市，财通证券成为首家实现母子公司双上市的券商。2022 年 A 股配股成功发行，募资 71.72 亿，大幅提升净资本。同时确立公司“一流现代投资银行”的新定位，实施“137N”创新发展战略体系。

图 1：财通证券发展历程

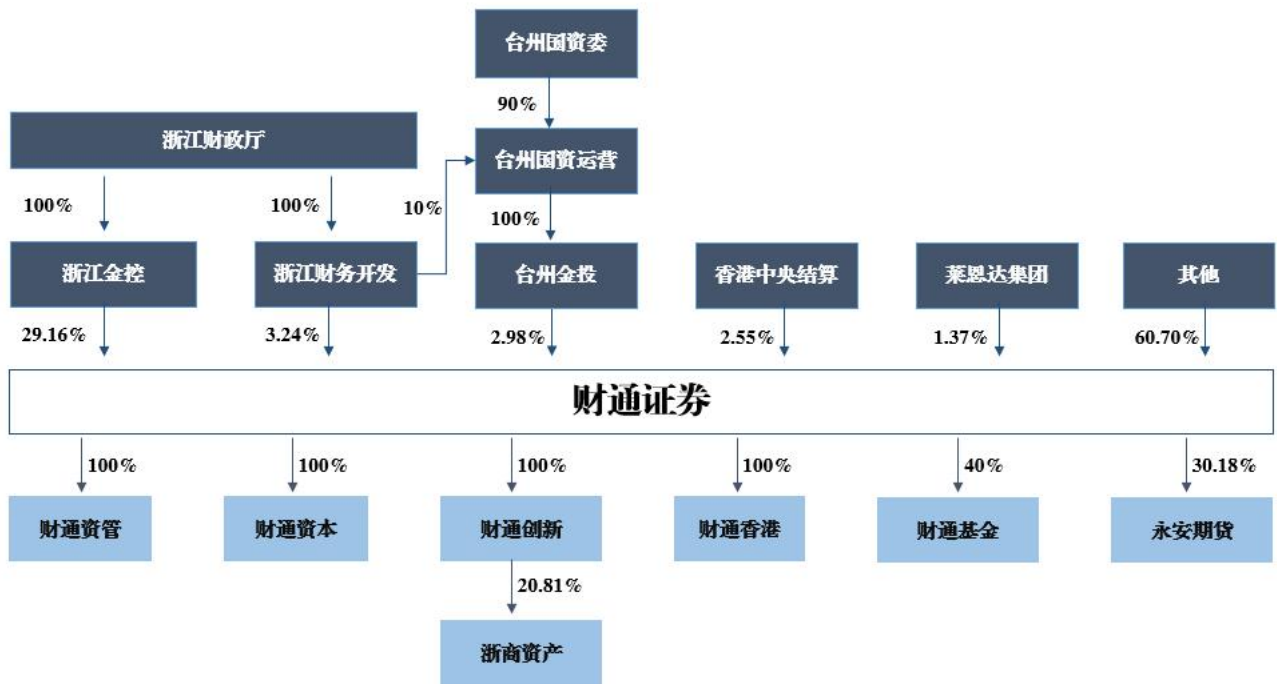


资料来源：公司官网，财通证券公众号，山西证券研究所

**股权结构较为分散，浙江省财政厅间接控股。**财通证券前五大股东分别为浙江金控（29.16%）、浙江财务开发（3.24%）、台州金融投资（2.98%）、莱恩达集团（1.37%）、维科控股（1.27%），其中，浙江省财政厅通过浙江金控、浙江财务开发间接持有公司 32.40% 股权，为公司实控人。公司旗下有六大专业子公司，分别为全资子公司财通资管、财通资本、财通创

投、财通香港，参股控股子公司财通基金及永安期货，各子公司在各自领域均形成了相应特色和细分优势。

图 2：财通证券股权结构图



资料来源：Wind，山西证券研究所

## 1.2 管理经验丰富，政企合作深入

**管理层管理经验丰富，中坚力量深耕行业多年。**财通证券管理层均有多年的政府、国企管理经验，管理经验较为丰富。多位副总经理来自金融同业及公司自主培养，在证券业务上深耕多年，具有财富、投行、风控、合规、研究、资管、投资等领域经验。

**政企关系密切，交流合作频繁。**财通证券与浙江省内地方政府持续推进战略合作，满足地方企业业务需求，通过战略客户管理系统进行双方合作，同时，为了提供公共服务，财通证券专设公共服务数据，以对接各地方政府合作。与浙江省内地级行政区达成战略合作，覆盖率达 72.7%，与 45 个区县级行政单位签订战略合作协议，覆盖率达 50%，山区海岛县合作 21 家，覆盖 65.6%；与台州市、舟山市、衢州市实行总对总、分对分相结合的战略合作模式。同时，在现有签约地区中，政企合作“一本账”覆盖率达 89.5%。

表 1：财通证券管理层履历

姓名	职位	分管业务	主要履历
章启诚	董事长	—	曾任浙江省财政厅副厅长，党组成员，浙江省财务开发有限责任公司董事长，浙江省金融控股有限责任公司董事长
黄伟建	董事、总经理	—	曾任浙江兴源投资副董事长，总经理；浙江省能源集团组织部部长，人力资源部主任，党委委员，组织(人力资源)部部长(主任)，副总经理，党委委员；浙江省交通投资集团董事，党委副书记
夏理芬	副总经理	基金管理	曾任中信金通证券运营管理部总经理，总经理助理，合规总监，中信证券(浙江)合规总监，中信证券江西分公司总经理。2017年3月加入公司，曾任财通证券首席风险官，总经理助理兼首席风险官
吴佳伟	职工代表董事	—	曾任财通证券零售业务部副总经理，投资银行总部投资银行三部副总经理，中小企业投资银行部副总经理，运营管理部总经理，投行综合管理部总经理，职工董事
王跃军	合规总监、首席风险官	风险管理	曾任浙江财政证券计划财务部副总经理，财通证券富阳证券营业部总经理，杭州湖墅南路证券营业部总经理，杭州清泰街证券营业部总经理，计划财务部副总经理，总经理，财务总监、合规总监
周瀛	财务总监	财务	曾任浙江省财政厅办公室副主任科员,主任科员,副主任,政策法规处副处长,处长,金融处处长兼省道路交通事故社会救助基金管理中心主任
官勇华	董秘	-	曾在浙江财政证券公司任职。2003年加入财通证券，曾任合规部经理助理、风险管理部总经理助理、合规部总经理助理、合规部副总经理、合规部副总经理（主持工作）、合规部总经理、合规总监
裴根财	总助	研究、创投	曾任方正证券经纪管理总部机构管理部总经理、经纪业务总部营销中心总经理，曾任总经理助理兼营销服务中心总经理，总经理助理兼经纪业务总部总经理，财通创新董事长，总经理助理兼研究所所长
钱斌	总助	-	曾任海南中亚信托投资公司证券总部总经理，东方证券经纪业务总部副总经理，爱建证券有限责任公司副总裁
马晓立	总助	资产管理	曾任联合证券研究员、行业部经理、中信证券研究部总监、执行总经理、交易与衍生品部执行总经理、财通证券资产管理部总经理、财通证券资产管理有限公司董事长、总经理
申建新	总助	-	曾任财通证券营销咨询服务中心主任、风险管理部总经理兼合规部总经理，董事会秘书兼总经理办公室主任、合规总监

资料来源：Wind，公司 2022 年报，山西证券研究所

### 1.3 区位优势显著，战略布局清晰

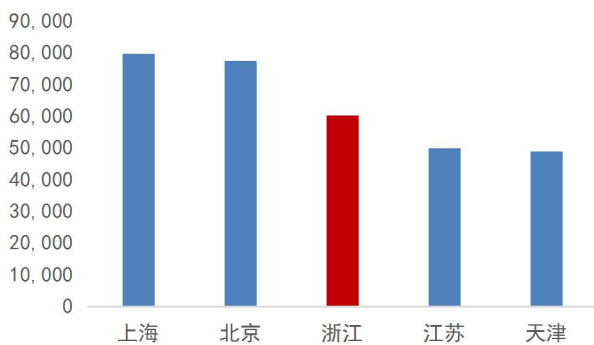
**B 端客户广阔，民营经济发达。**长三角地区经济活力旺盛，具备完善的市场机制和政策环境，民营经济发达，催生大量的 B 端客户，上市公司数量位居全国前列。截至 2024 年 2 月底，浙江省上市公司数量 706 家，占比达 13.19%，同时科创板+创业板+北证占比 35.55%。杭州市“科技”属性深刻，以互联网和信息技术为核心推动，积极推动科技创新及产业升级，吸引阿



里巴巴、网易等互联网大厂落户杭州，由此派生了产业链上下游大量的企业及创业者。

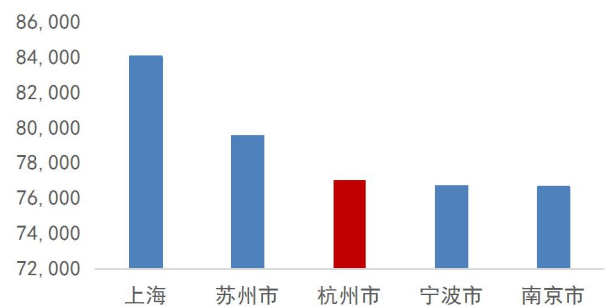
**居民财富充裕，C端需求广泛。**浙江省“藏富于民”，人均可支配收入位列全国前列，2022年浙江省人均可支配收入达6.03万元，仅次于上海、北京两直辖市。杭州市城镇居民人均可支配收入达7.70万元，位居浙江省辖区城市第1，长三角城市群第3。随着居民可支配收入的不断增加，中等收入群体的不断壮大，将带动居民财富管理需求迅速增长。

图3：全国前五省份居民人均可支配收入（元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图4：长三角前五城镇居民人均可支配收入（元）

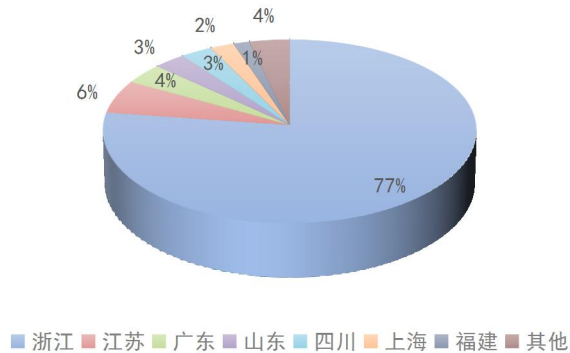


资料来源：Wind，山西证券研究所

**浙江作为共同富裕示范区，鼓励发展财富管理行业。**2021年6月国务院发布《关于支持浙江高质量发展建设共同富裕示范区的意见》指出，到2025年，浙江要推动高质量发展建设共同富裕示范区取得明显实质性进展，人均地区生产总值达到中等发达经济体水平，到2035年，人均地区生产总值和城乡居民收入争取达到发达经济体水平。浙江省委省政府落实共同富裕示范区精神，出台多项落实举措，推动居民财富增长，进一步发展财富管理行业，财通证券有望从中受益。截至2022年末，公司共成立136家营业部，其中浙江省内共有105家，占比达77.21%。公司也推出了“共富”系列产品，销售额占公司金融产品总销售规模的20%以上，充分分享地区经济增长红利。公司提出要利用好“地瓜经济”能效，通过推进地方政府合作，融入浙商发展，服务浙江省企业，与浙江共富示范区建设有机结合。

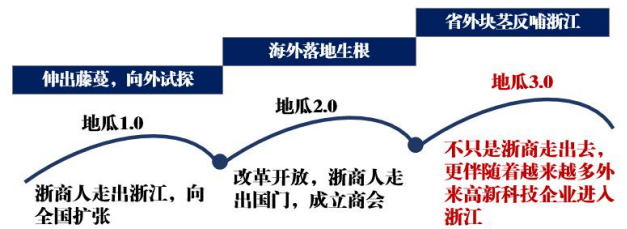
**布局综合化服务，深化“小财通”理念。**财通证券重视分支机构综合化功能，提出“小财通”理念，致力于将分公司打造成公司服务客户的综合金融工具箱。2023上半年公司在杭州、上海、江苏三家试点分公司的基础上全面推进“小财通”综合化改革，将改革范畴覆盖至省外潜力区域。对分公司充分授权，将分支机构作为公司各项业务的触点，提升分支机构的综合服务能力，充分下沉渗透浙江区域。

图 5：财通证券营业部分布（截至 2022 年末）



资料来源：2022 年公司年报，山西证券研究所

图 6：地瓜经济



资料来源：浙江省统战部官网，浙商杂志，山西证券研究所

**战略解码，实施新战术、新打法。**2022 年公司确立新发展、新战略，提出推动实施“137N”战略体系，构建“三架马车”、打造“三个投行”、聚力“三个深耕”等方面精准发力。“三架马车”是指“投行+投资+财富”联动，“三个投行”是指打造科创投行、共富投行、国资投行，重点聚焦浙江先进制造业集群、山区 26 县、国资国企及地方政府等金融需求，提供全生命周期金融服务，深耕企业全生命周期陪伴成长，以新发展战略推动公司发展进入新阶段。

图 7：财通证券战略解码



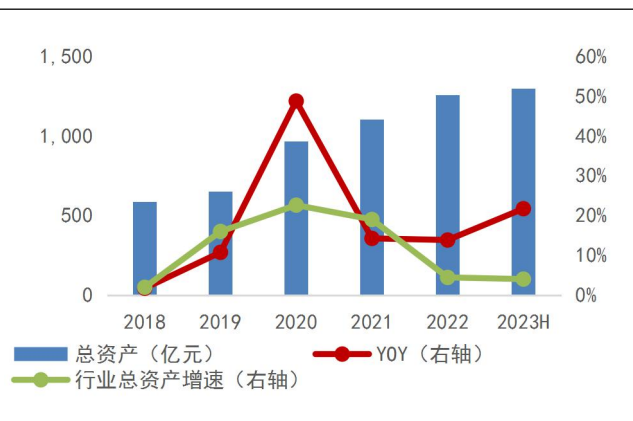
资料来源：中国证券报，山西证券研究所

## 2. 多元布局，业绩表现优于行业

### 2.1 配股提供动能，业绩增速领先

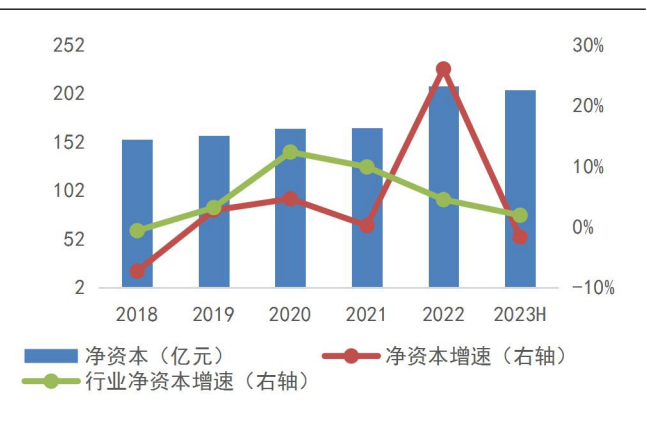
**资产规模稳定增长，配股推动规模扩张。**截至 2023 年上半年末，财通证券总资产 1297.87 亿元，同比增长 21.70%，净资产 336.80 亿元，同比增长 4.89%。公司资产增速基本与行业同步，2022 年公司通过配股募集资金 71.47 亿元，使得公司 2022 年净资产和净资本有显著高于行业规模的增长，同时通过配股资金对投资交易、资本中介、投行业务、信息技术等业务进行补充，推动业务规模扩容。

图 8：财通证券总资产规模及增速



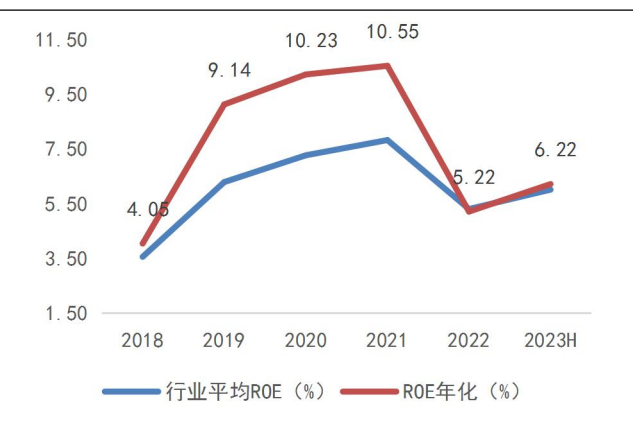
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 9：财通证券净资本规模及增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 10：财通证券 ROE 与行业对比



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 11：财通证券归母净利润及增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

**盈利能力优于行业。**公司盈利水平高于行业，主要是由于公司轻资产业务收入如资管和基金占比高于其他同业，而此类业务对净资本的占用较小，因此带动公司 ROE。但 2022 年由于配股稀释作用，优势有所收窄。随着配股资金落地的效果逐步显现，盈利能力有望继续提升。2023 上半年年化 ROE 为 6.22%，高于行业 0.20 个百分点。

**行业中上游，业绩弹性较大。**公司业绩增速基本与行业同步，2023 年表现尤其突出，2023 年上半年净利润增长 63.89%，大幅高于行业 4.75% 的增速。从前三季度相对上市券商的业绩来看，绝对值和增速均表现突出，2023 年前三季度公司实现营业收入 49.55 亿元，同比增长 39.78%（上市券商合计增长 1.87%）；实现归母净利润 15.01 亿元，同比增长 39.11%（上市券商合计增长 6.46%）。

收入绝对值在上市券商中排名第 22 位，同比上升 2 位，收入增速在上市券商中排名第 3；归母净利润绝对值在上市券商中排名第 18 位，同比提升 1 名，归母净利润增速在上市券商中排名第 14。同时公司发布业绩预告，预计 2023 全年业绩大幅上升，实现归母净利润 21.26 亿—23.56 亿，同比增长 40.00%至 55.00%。预计公司 2023 年业绩表现优于行业。

表 2：财通证券经营指标排名

经营指标	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 前三季度
总资产	26	25	20	22	21	21
净资产	23	21	25	28	18	20
营业收入	27	20	20	22	24	22
净利润	19	16	19	19	19	18
净资产收益率	31	6	9	13	17	18

资料来源：Wind，证券业协会，山西证券研究所 注：2022 年、2023 前三季度为在上市券商中排名

## 2.2 功能性发在首位，推动行业高质量发展

**落实中央金融工作会议精神，建设制度闭环。**3 月 15 日，证监会发布关于严把上市公司入口关、加强上市公司监管、建设一流投资银行和投资机构以及全面从严自身管理等四个文件，从融资端、投资端、监管端、中介端、企业主体端五个角度进行了相关要求，体现了证监会系统化、综合化的监管思路。同时对首发上市检查和辅导上市监管规定进行修订，建立常态化滚动式现场监管机制，进一步加强对投行执业质量的管理。这是全面落实中央金融工作会议精神的体现，是全面提高上市公司质量，加强资本市场可投性，提升投资者获得感的具体举措。

**加强功能性建设，建设一流投行。**《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流

投资银行和投资机构的意见（试行）》文件提到，要力争通过 5 年左右时间，形成 10 家左右优质头部机构，到 2035 年形成 2 至 3 家具备国际竞争力与市场引领力的投资银行和投资机构，鼓励中小机构差异化发展、特色化经营。引导通过分类评价和风控指标体系督促证券公司端正经营理念，将“功能性”放在首位，推动证券公司核心能力的提升，形成适合各类投资者需求的多样化金融产品和服务体系，落实好科技、绿色、普惠、养老、数字金融等“五篇大文章”的战略布局，更好服务居民财富管理和实体经济。

表 3：证监会系列文件主要内容

文件名称	主要内容	核心要点
《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见（试行）》	提高上市公司质量，加强对企业发行上市活动的监管	1) 严把拟上市企业申报质量；2) 压实中介机构“看门人”责任，建立常态化滚动式现场监管机制；3) 综合考虑二级市场承受能力，实施新股发行必要的调节；4) 大幅提高对拟上市企业的随机抽查比例和加大问题导向的现场检查力度
《关于加强上市公司监管的意见（试行）》	推动上市公司提升投资价值 and 加强投资者保护	1) 破发、破净、分红不达标的上市公司控股股东、实际控制人不得通过二级市场减持；2) 加强现金分红监管，对多年未分红或股利支付率偏低的上市公司，通过强制信息披露、限制控股股东减持等方式加强监管约束，推动一年多次分红；3) 压实上市公司市值管理主体责任，推动优质上市公司积极开展股份回购
《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》	提升专业服务能力和监管效能	1) 5 年时间推动形成 10 家左右优质头部机构，到 2035 年形成 2 至 3 家具备国际竞争力与市场引领力的投资银行和投资机构；2) 督促行业机构端正经营理念，把功能性放在首要位置；3) 强化管理人、高管及基金经理与投资者的利益绑定机制；4) 有序推进“基金互认”、“ETF 互挂”、“跨境理财通”等跨境互联互通业务试点，研究探索推进跨境经纪业务试点；5) 支持证券公司通过投融资、财务顾问、跨境并购等专业服务助力中资企业“走出去”，积极服务企业跨境投融资便利化
《关于落实政治过硬能力过硬作风过硬标准全面加强证监会系统自身建设的意见》	证监会系统自身建设提出政策措施	1) 突出政治过硬，切实维护好广大中小投资者的合法权益；2) 突出能力过硬，健全激励干部担当作为和严格问责的政策措施；3) 突出作风过硬，从严从紧整治政商“旋转门”等

资料来源：中国证监会、山西证券研究所

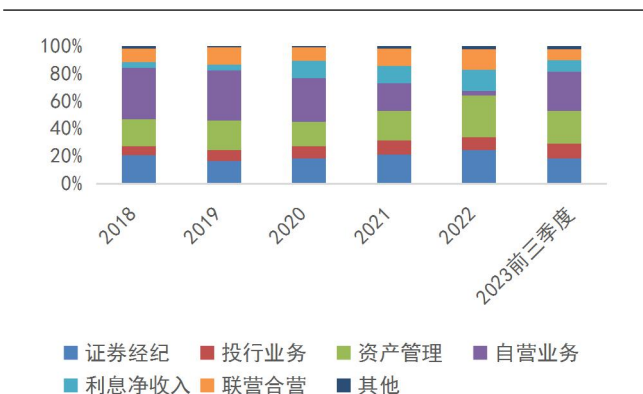
监管支持证券公司聚焦主业有序设立专业子公司，更好服务实体经济与居民财富管理，强化核心投研能力建设，推进公募基金行业费率改革，强化“平台型、团队制、一体化、多策略”投研体系建设，提升投资者长期回报。财通证券在轻资产如资管、基金、期货等领域竞争壁垒较高，构建大财富管理生态圈，发力投行业务加强服务实体经济能力，深度融入区域经济发展，

深耕服务居民财富管理和实体经济，在相关领域不断增强业务能力，推动业务结构及业绩稳定性进一步改善。

### 2.3 轻重资产并重，收入结构多元

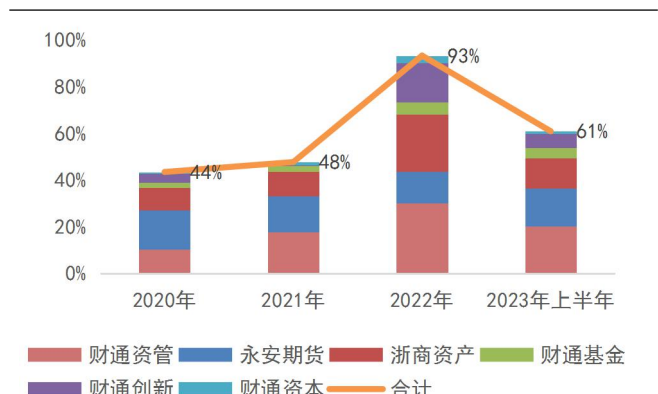
**收入结构均衡，子公司贡献较高。**2023年前三季度，自营业务为公司营业收入第一大贡献，收入占比28.46%，其次为资管业务，收入占比23.81%，资管业务占比明显高于上市券商平均的8.66%。轻资产业务（证券经纪+资产管理+投行业务）占比达53.07%，以自营投资和利息净收益为代表的重资产业务占比达44.36%，轻重资产业务占比较为均衡。同时控股的永安期货、财通基金、浙商资产贡献投资收益，前三季度实现联营合营企业投资收益3.89亿元，占比7.86%，2018年-2023年前三季度平均是11%，收入结构较为均衡，业务布局多元化。从利润贡献来看，优质子公司为公司提供稳定贡献，2020-2023年上半年公司旗下的子公司合计平均贡献度为61%。

图 12：财通证券营业收入结构



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 13：财通证券主要子公司贡献



资料来源：Wind，2020-2022年公司年报，2023年半年报，山西证券研究所

**各项业务表现均优于上市券商平均。**2023年前三季度投行业务和自营业务增速明显高于行业，实现投行业务收入5.49亿元，同比增长62.13%，而上市券商平均下降8.14%；实现自营业务收入14.10亿元，同比增长9499.50%，上市券商平均增长115.87%。资管业务与行业同比，实现净收入11.80亿元，增长11.83%。经纪业务下滑幅度小于行业，实现代理买卖证券业务净收入9.01亿元，同比减少1.25%（上市券商平均下滑11.96%）。

**资管业务行业领先。**随着配股资金投入，公司资本消耗型业务排名有所提升，2023年前

三季度证券投资排名 20 位，较 2022 年提升 14 名。财富管理表现相对稳定，证券经纪排名 22 位，但较 2018-2021 年有一定进步。资产管理具备相对优势，行业排名第 8，与 2022 年持平。投行业务排名提升，由 2022 年 26 名提升 8 位至上市券商第 18。

表 4：财通证券各项业务排名

业务类型	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 前三季度
证券经纪	25	26	26	25	22	22
承销保荐	43	31	31	26	26	18
资产管理	13	8	9	6	8	8
证券投资	27	23	19	31	34	20

资料来源：Wind，证券业协会，山西证券研究所 注：2022 年、2023 前三季度为在上市券商中排名

### 3. 轻资产业务打造壁垒，构建服务生态圈

#### 3.1 人才筑基，投行业务进步明显

**把握凤凰计划 2.0 新机遇，打造“一流投行”。**2021 年 3 月，浙江省人民政府发布《浙江省深入实施促进经济高质量发展“凤凰行动”计划（2021—2025 年）》，计划对上市企业培育、数量、质量、并购重组、区域股权市场建设等多方面提出要求。财通证券紧抓凤凰计划 2.0 新机遇，把打造一流投资银行作为“一号工程”，聚力打造“科创投行”、“国资投行”、“共富投行”三大特色名片，着力打造“平台型投行”。

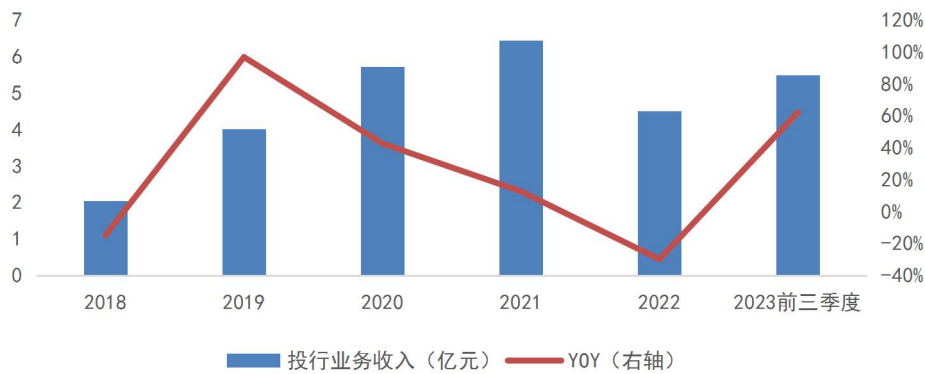
**引入优秀团队，投行业务增速行业领先。**近年来，财通证券持续引入投行团队，根据中证协数据，截至 2024 年 3 月，财通证券保荐代表人 78 位，其中 2023 年和 2024 年新登记 22 人，占比达 28%。受益于投行团队的引入，公司投行业务排名持续提升。2023 年前三季度公司投行业务收入 5.49 亿元，同比增长 62.13%，增速在上市券商中排名第三。

**股权融资规模及排名大幅提升。**近年来，公司股权承销份额和排名大幅提升，根据 Wind 数据统计，2023 年公司股权承销规模为 85.08 亿元，排名第 21 位，市场份额 0.80%，排名较 2022 年提升 20 位。其中 IPO 承销规模 41.28 亿元，同比增长 376%，份额提升 0.98 个百分点至 1.15%，排名提升 24 位至第 19 位。

**债券承销竞争力进一步增强。**公司提升创新债券品种的发行规模，拓宽国资平台融资渠道，债权承销规模及市场份额逐渐提升，2023 年承销债券规模 1215.37 亿元，市场份额达 1.02%，较 2022 年提升 0.29pct。行业排名提升至所有券商中第 21 位，较 2022 年提升 3 位。其中，金

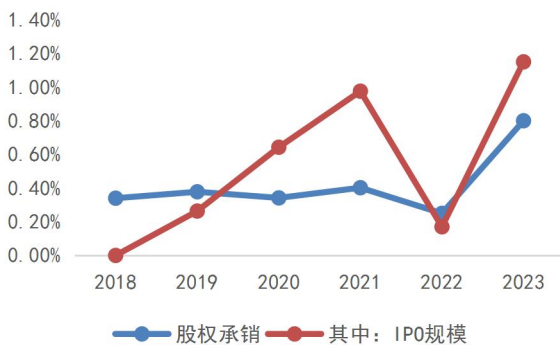
融债、公司债、企业债排名分别提升 11 位、3 位和 6 位，排名全行业 20 位、8 位和 13 位。

图 14：财通证券投行业务收入



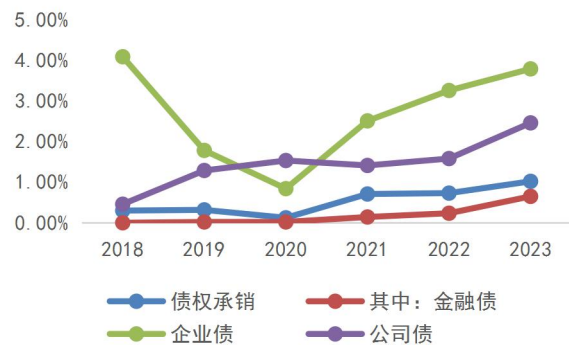
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 15：财通证券股权承销市场份额



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 16：财通证券债权承销市场份额



资料来源：Wind，山西证券研究所

**深度融入区域经济大局。**2023 年服务科创战略北交所辅导和上市公司家数居浙江省内第一，发挥省属金融平台的资源集聚功能，深化落实地方政府合作“一本账”，开展“财运亨通·走进浙商”金融助企系列活动，覆盖浙商浙企超 3000 家。公司省内公司债与地方债承销市占率相比去年同期提升明显，新签约地区市占率增幅高于均值。并以战略合作拓宽业务边界，多个区域实现零的突破，储备项目多点开花，进一步辐射周边地区，省内债券规模市占率达 16.5%，提升 3.4 个百分点，8 个地区进入前三。

**以直接融资生态数字化系统加强客户服务。**打造“浙里易投”直接投融资平台。优化金服宝·盘股 (ESOP) 系统，为已经开展员工持股的上市公司和拟上市公司做好综合金融服务工作。



扩面推广金服宝·中小微，进一步提升客户粘性。

表 5：财通证券投行业务各指标排名

指标	2018	2019	2020	2021	2022	2023
股权承销	35	36	38	36	41	21
其中：IPO 规模	40	41	26	22	43	19
债权承销	36	41	59	25	24	21
其中：金融债	53	53	54	36	31	20
企业债	5	20	25	14	11	8
公司债	43	22	19	21	19	13

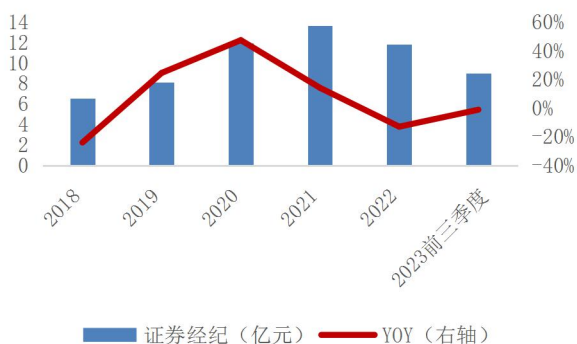
资料来源：Wind，山西证券研究所

### 3.2 聚焦机构化改革，经纪结构持续优化

**财富管理保持韧性。**2023 年前三季度财通证券经纪业务净收入 9.01 亿元，收入在上市券商中排名第 22，排名与 2022 年保持一致。但在行业收入普遍下降的背景下，经纪业务收入小幅下滑 1.25%，收入增速在上市券商中为第一名。近年来公司客户数量及资产稳定提升，2023 年公司客户资产规模较 2022 年末提升了 3.5%，新开发客户 40 万户。

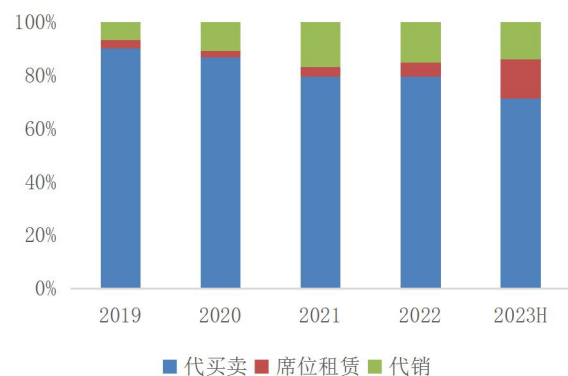
**收入结构显著优化。**财通证券通过布局综合化服务，推进机构化改革优化经纪业务结构，提升机构客户及代销业务的增长驱动力。2023 上半年公司经纪业务收入中席位租赁收入占比提升 9.43 个百分点达到 14.90%。

图 17：财通证券经纪业务收入



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 18：财通证券经纪业务结构



资料来源：2019-2022 年年报，2023 年半年报，山西证券研究所

**保有量市占率及排名提升。**公司财富管理转型卓有成效，经纪业务对代买收入依赖度显著较低。公司推出“共富”产品，2023 销售共富通保本收益凭证、财慧通、财运通公募债基等多类型共富类产品共 435 只，销量 174.72 亿。根据基金业协会统计，2023 年公司股票+混合公募基金保有规模达到 80 亿元，增长 35.59%，在券商系中排名提升 4 位，非货币基金保有规模达到 126 亿元，增长 46.51%，在券商系中排名提升 1 位，经纪业务收入结构进一步优化。

表 6：财通证券基金销售保有量

基金销售保有量 (亿元)	2021 年四季度		2022 年四季度		2023 年四季度	
	股票+混合	非货币	股票+混合	非货币	股票+混合	非货币
财通证券	45	58	59	86	80	126
券商系合计	9392	10157	12570	14378	14,256	17,394
份额	0.48%	0.57%	0.47%	0.60%	0.56%	0.72%
排名	32	30	34	30	30	29

资料来源：基金业协会，山西证券研究所

**发力基金投顾，规模快速增长。**财通证券是第三批获得基金投顾业务试点资格的券商，2021 年 12 月公司完成业务试点上线，首月签约资产超 9000 万，签约客户超 5800 户。公司通过强化投研、加强金融科技赋能、开拓外部渠道等方式提升签约资产规模，2022 年公司展业签约规模位居同类券商前列。截至 2023 年中，公司投顾新签约规模 2.8 亿元，累计签约规模近 30 亿元。

**推进机构化改革，加强科技赋能。**财通证券通过聚焦本土机构客户，构建机构客户经理体系，通过差异化佣金算法策略实行柜台差异化佣金设置。围绕业务机构化打造面客工具，上线“财通·悦享”APP，结合公司机构业务特点，重点建设场外衍生品、私募投研、交易算法等业务场景，优化迭代券源中心平台，提升业务效率、管理效率。2023 年末，公司机构客户资产超 3000 亿元，机构客户业务收入占比提升至 22.9%，算法交易量提升 91%。

**拓展互联网渠道，与阿里深度合作。**财通证券以“1 个 APP+N 个渠道”的服务生态，作为浙江省唯一省属券商，公司与阿里集团旗下阿里云、蚂蚁金服均有战略合作。合作内容包括：  
1) **渠道开发：**加强阿里、蚂蚁、同花顺等头部互联网平台渠道的开发，精选中小垂直渠道开展合作，快速提升客户规模。2023 上半年线上渠道新增客户占比超 50%。  
2) **对接蚂蚁财富：**公司旗下财通资管、财通基金均已对接蚂蚁财富平台，产品进入蚂蚁优选。财通证券、财通资管财富号在蚂蚁财富平台上粉丝数超 60 万（券商财富号第 4）、200 万（券商资管第 2）。内容

上以金牌投顾和首席分析师分享投资理财教学等内容。**3) 基金投顾：**公司基金投顾组合上线蚂蚁基金“金选投顾”板块。随着双方合作场景的进一步丰富，公司有望受益于支付宝流量红利。

表 7：券商资管及证券公司蚂蚁财富号粉丝数

券商资管前五	蚂蚁财富号粉丝数（万户）	证券公司前五	蚂蚁财富号粉丝数（万户）
东方证券资管	266.5	国联证券	108.3
财通证券资管	264.8	中信建投	96.8
华泰证券资管	149.5	国信证券	76.6
中泰证券资管	56.6	财通证券	63.4
长江证券资管	52.2	兴业证券	44.9

资料来源：道乐研究院，截止 2023 年 3 月 4 日，山西证券研究所

### 3.3 协同作战，资产端优势稳固

财通证券资管业务管理规模在行业压缩的背景下稳定增长，主要源于公司优秀的领军人物和领先的布局，2012 年原中信证券研究部总监执行总经理马骁立加入财通证券资管部，带领团队推动财通资管的主动管理能力打造，同时公司稳定的人员队伍持续保障核心竞争力。近期，在传统投研的基础上，积极探索布局 ABS 和公募 REITs 等 FICC 业务。公司对财通资管进行了增资，注册资本从 2 亿元增加到 5 亿元，进一步为公司多元化发展注入动力。

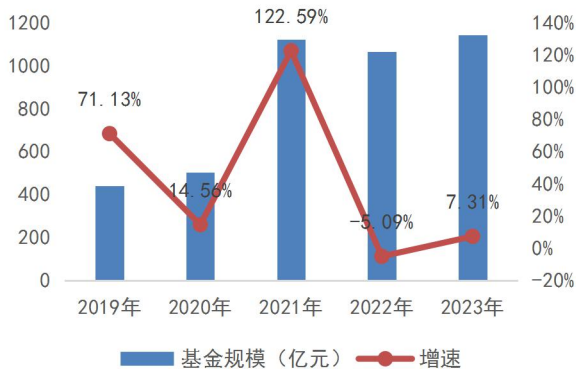
**1) 私募资管逆势增长：**从规模看，基金业协会数据显示，2023 年四季度末私募资管月均管理规模为 1274.56 亿元，在行业资管规模压缩的背景下，公司资管业务规模保持稳定增长，2022 年和 2023 年分别增长 17.07%和 5.23%（证券公司资产管理规模整体下降 16.53%和 10.98%）。从排名看公司资管业务管理规模排名逐步提升，2023 年排名行业第 13 位，从 2021 年开始进入行业前二十，同时排名持续提升。

表 8：私募资产月均规模

私募资管规模	2019Q4	2020Q4	2021Q4	2022Q4	2023Q4
私募资管月均规模	--	--	1034.59	1211.19	1274.56
排名	--	--	16	14	13
私募资管主动管理月均规模	747.07	709.33	1010.67	--	--
排名	16	18	14	--	--

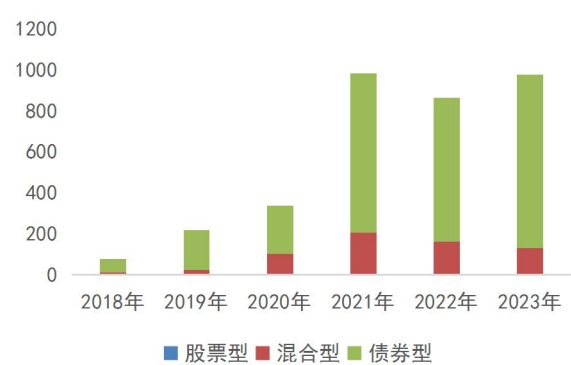
资料来源：基金业协会，山西证券研究所

图 19：财通资管基金规模及增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 20：财通资管公募基金结构（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

**2) 基金业务超越行业：**2023 年末，财通资管基金管理规模为 1143.70 亿元，较 2022 年增长 7.31%，2018-2023 年 CAGR 达到 34.76%，远高于行业 14.78% 的增速。2023 年公募管理规模在券商公募中排名第 3，处于行业前列。其中非货币型占比达到 86%，债券型产品占非货币产品规模的 87%。

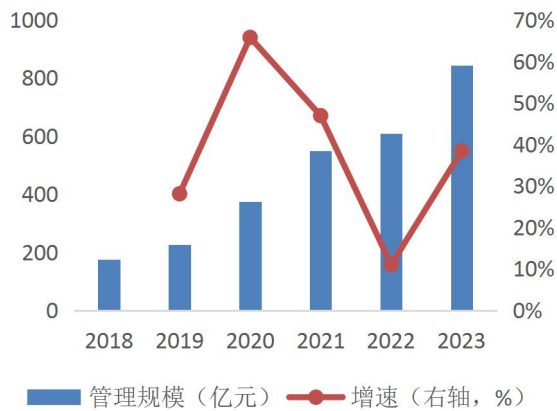
**3) 发力 ABS 业务：**与母公司投行业务协同，服务企业客户，2023 年发行 38 只 ABS 产品，合计发行规模 320 亿元，同比增长超过 30%，发行规模排名行业 11/87。同时中标两单公募 REITs 项目。

财通资管深耕主动管理，在成为独立子公司之前，就已经布局权益和固收业务。从投研团队的配置来看，固收投研团队超过 60 人，权益团队超过 30 人，FOF、量化等投研团队在同等规模的管理人中也属较高配。队伍建设方面，公司通过拉长绩效考核周期、设置结果与过程等多维指标、实行薪酬递延等，多措并举激发员工的积极性、主动性和创造性，保障核心团队稳定性。

**财通基金贡献稳定。**公司通过参股财通基金开展基金管理业务，2023 上半年财通基金实现营业收入 3.87 亿元，同比增长 3.20%，净利润 1.13 亿元，同比减少-0.88%，2023 年中年化 ROE 为 11.31%，较年初提升 1.18pct。2023 年末，财通基金管理规模 842.31 亿元，增长 38.39%。其中，非货币型规模 632.71 亿元，占比 75.12%。财通基金固收产品线丰富，涵盖货币基金、超短债债基、中长期债基、定开式债基、二级债基等多领域产品。

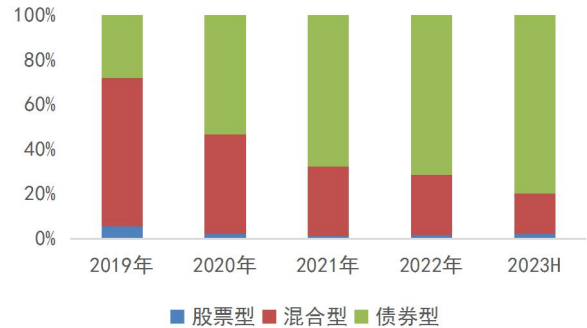
**领跑定增市场业务。**财通基金在传统定增领域，保持规模领先优势及策略迭代优势，中标金额居市场第一，截止 2023 年末，累计中标逾 1300 个定增项目、参与金额超 2800 亿元。

图 21：财通基金管理规模



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 22：财通基金结构



资料来源：Wind，山西证券研究所

## 4. 自营投资弹性较强，长股投资贡献稳定收益

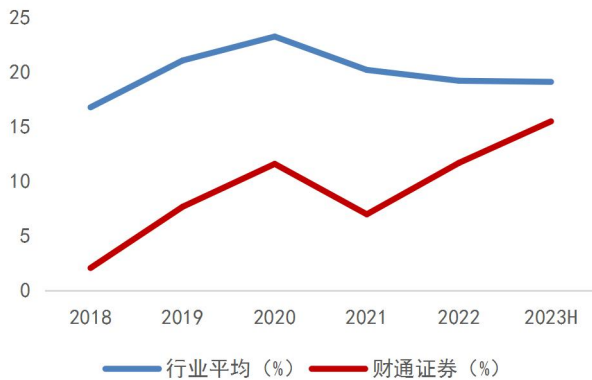
### 4.1 投资业务大幅改善，自营结构持续优化

**公允价值变动提升助力自营收入大幅增长。**2023 年前三季度公司实现自营业务收入 14.10 亿元，同比增长超过 9 倍，增速排名行业第一。主要受益于公司持有的金融资产公允价值变动的大幅扭亏，前三季度实现公允价值变动净收益 11.71 亿元（去年同期-3.30 亿元）。

**股票持仓降低，固收规模扩张。**公司深化大类资产配置，在方向性投资中优化权益投资业务布局，权益投资保持低仓位谨慎操作，有效防御了市场下跌带来的下行风险。践行“固收+”策略和“科技+”投研道路，并取得了较为良好的投资效果。2023 年上半年末，公司权益类证券及证券衍生品/净资本比例为 15.46%，低于行业平均 19.07%；自营非权益类证券及其衍生品/净资本比例为 308.01%，高于行业平均 255.28%，同时较 2022 年提升 22.1pct。

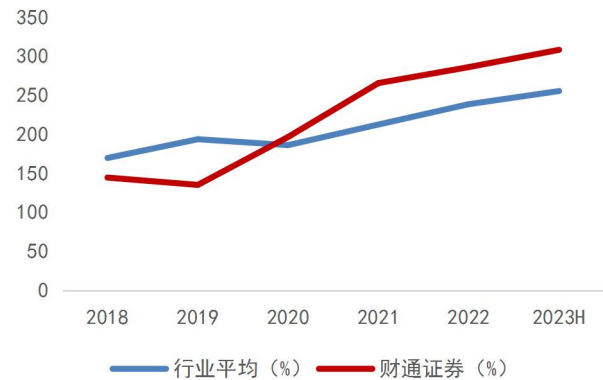
**非方向性投资仍在持续探索。**通过成立一级部门，积极拓展自营业务范围，以场外衍生品+量化投资+做市业务做大资本中介业务，重点发力机构客户，加大衍生品服务赋能。有效推进团队建设，不断完善内部管理，加强业务协同与模式创新。2023 年成功获批上市基金主做市商业务资格，平稳开展量化自营投资。

图 23：自营权益类及其衍生品/净资本



资料来源：Choice，山西证券研究所

图 24：自营非权益类及其衍生品/净资本



资料来源：Choice，山西证券研究所

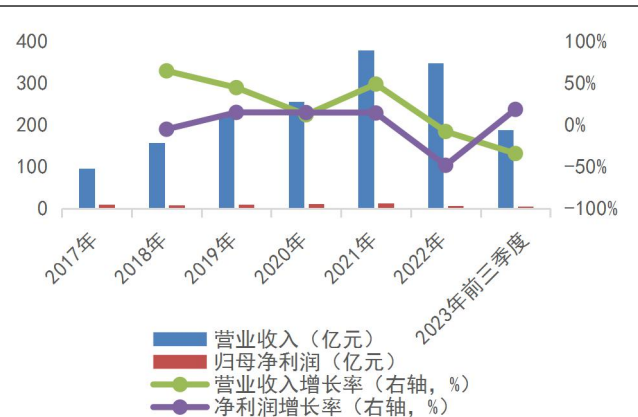
**股权投资持续深耕科创。**公司通过全资子公司财通创新开展另类投资，通过全资子公司财通资本开展私募股权投资，2023 年完成了私募子公司和另类子公司资本实力的提升，全面拓展一级市场私募股权和另类子直投业务。财通资本在台州、温州、东阳建立了产业基地，布局科创基金的投资，致力于企业孵化。截至 2023 年末，财通资本在管股权投资基金规模 207 亿元，同比上升 136%；实缴规模 110 亿元，排名位列券商私募子第 16 位。2023 年新增股权投资金额 55 亿元，同比增长 190%。截至 2023 年末，累计投资企业超过 50 家，累计投资规模接近 100 亿元，已实现 7 家被投资企业 IPO 上市，1 家过会待发行。财通创新聚焦浙江省“315”创新体系建设工程、“415X”先进制造业集群培育工程，当年新增入库项目同比增长 20%，科创型企业占比 99%。在投、融资两端发力，通过投行与投资的联动联合，提升股权投资的功能性、引领性作用。

## 4.2 永安期货行业前列，浙商资产区域领先

**永安期货行业排名前列。**截至 2023 年上半年末，财通证券持有永安股份 30.18%，是第一大股东。永安期货是期货行业的头部公司，主营业务包括期货经纪、资产管理、基金销售、风险管理、境外业务。2023 年前三季度，永安期货实现营业收入 187.92 亿元，同比下降 34.41%，实现归母净利润 5.59 亿元，同比增长 18.32%，优于行业增速（净利润下滑 4.57%）。以上半年数据来看，永安期货净利润在期货公司中排名第二，仅次于中信期货。同时，2023 年 3 月发布的《期货公司监督管理办法（征求意见稿）》新增业务范围，允许开展期货保证金融资、期货自营业务，期货公司业务范围扩大。作为期货行业领先企业，永安期货有望持续受益于行业

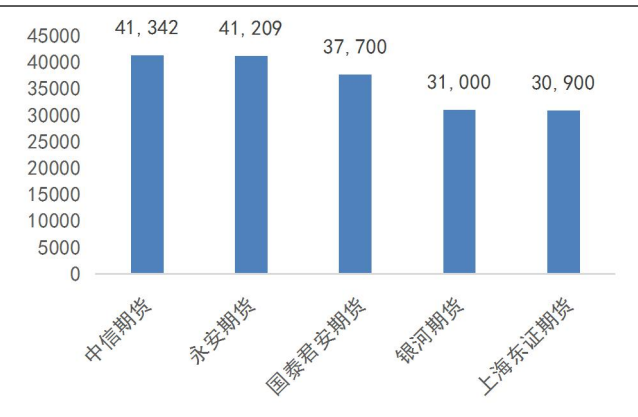
利好政策。

图 25：永安期货经营业绩



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 26：2023 年中前五期货公司净利润（万元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

**浙江省第一家省级地方 AMC。**浙商资产是是最大的地方性股权投资管理公司，主要是处置和经营不良资产，浙商资产在浙江省内和金华、萧山等 8 个地方政府合资设立了地方资产管理公司，区位优势及战略地位显著。2018 年，财通创新通过参与浙商资产的增资计划，成为其第二大股东，持股比例 20.81%。2023 年上半年，浙商资产实现营业收入 24.61 亿元，同比减少 3.72%，归母净利润 7.57 亿元，同比减少 27.25%，年化 ROE 为 9.26%。

## 5. 投资策略及盈利预测

**深耕浙江，区域赋能力度较大。**公司深耕浙江区域，与地市加强战略合作，覆盖浙江省内主要区域，与地方企业密切合作，同时以分支机构作为各项业务的触点，深度参与省内服务实体经济。浙江省本身经济活动发达，B 端客户广阔，居民较为富裕，C 端财富管理需求广泛。作为共同富裕示范区，浙江省人民政府鼓励发展财富管理行业及投行业务，政策环境宽松，财通证券有望充分受益。

**盈利能力优于行业，配股增强资本实力。**2023 上半年年化 ROE 为 6.22%，盈利能力高于行业平均。2022 年公司通过配股募集资金 71.47 亿元，净资本对业务的投入效应显现，2023 年前三季度业绩增速明显高于行业。旗下各子公司竞争实力较强，财通资管贡献度平均 20%，子公司合计平均贡献 61%，对公司业绩形成稳定支撑。

**轻资产业务建立竞争壁垒。**财通证券业务结构轻重资产并重，资管业务占比处于较高水平，已形成一定竞争壁垒，财通基金规模增长，市占率提升，永安期货处于行业前列，共同构成公

司大财富管理生态圈，研究团队进步显著，服务客户财富管理需求。投行业务引入团队后提高竞争力，市场份额大幅提升。

**投资类业务弹性较强，有效抵御市场风险。**把握资产配置节奏，方向性投资以固收投资为主，股票类持仓持续压降，权益类比例低于行业，投资类业务表现明显好于行业，抵御市场风险，带动公司经营业绩的提升。

**改革步伐加快，开启新发展周期。**管理层经验丰富，扩充优质团队，新战略周期下，服务居民财富管理和实体经济能力不断提升，以市场化体制机制，推动公司发展进入新周期。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 21.76/26.16/30.53 亿元，增长 43.39%/20.24%/16.72%，对应 EPS 为 0.47/0.56/0.66 元，PB 为 1.04\0.91\0.80 倍，维持“买入-A”评级。

## 6. 风险提示

**业务推进不达预期：**公司各项业务推进程度受多方面因素影响，同时面临政策环境变化带来的经营环境变化，对业务推进程度带来影响，从而影响公司业绩。

**公司出现较大风险：**公司在经营过程中面临流动性风险、信用风险、操作风险等各类风险因素，各类风险因素可能会对公司的业绩带来影响。

**金融市场大幅波动：**由于金融市场影响因素较多，可能会出现波动现象，而金融市场的波动风险可能导致金融资产的价格下跌，公司作为证券公司，营业收入会受到金融资产公允价值变动的影响，从而对公司业绩带来波动。



**财务报表预测和估值数据汇总**

资产负债表(亿元)						利润表(亿元)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	228.08	211.09	221.65	230.51	237.43	<b>营业收入</b>	64.08	48.27	61.75	77.40	87.01
现金及存放央行款项	-	-	-	-	-	手续费及佣金净收入	34.26	31.39	45.49	52.45	61.26
结算备付金	56.63	50.68	48.15	50.55	51.56	其中:代理买卖证券业务净收入	13.61	11.83	18.44	21.06	23.83
发放贷款和垫款	-	-	-	-	-	证券承销业务净收入	6.45	4.52	10.01	11.31	12.42
存放同业款项	-	-	-	-	-	受托客户资产管理业务净收入	13.85	14.60	17.04	20.08	25.00
融出资金	199.68	158.85	142.97	151.55	163.67	利息净收入	8.19	7.47	8.83	9.09	9.75
交易性金融资产	321.55	442.92	535.93	616.32	690.28	投资净收益	28.34	13.52	7.38	15.80	15.95
衍生金融资产	2.86	1.64	1.99	2.29	2.56	<b>营业支出</b>	33.59	32.21	32.56	42.27	46.04
买入返售金融资产	23.82	43.50	52.63	60.53	67.79	税金及附加	0.40	0.37	0.29	0.39	0.45
存出保证金	2.90	5.14	5.65	6.16	6.65	管理费用	33.48	31.65	29.96	39.31	42.82
长期股权投资	78.63	83.48	89.33	95.21	101.47	<b>营业利润</b>	30.48	16.05	29.19	35.13	40.97
固定资产	3.19	2.71	2.76	2.82	2.87	加:营业外收入	0.01	0.02	0.01	0.02	0.02
无形资产	3.68	3.40	3.44	3.57	3.68	减:营业外支出	0.20	0.23	0.21	0.30	0.31
<b>资产总计</b>	1,104.25	1,256.92	1,363.69	1,483.37	1,596.50	<b>利润总额</b>	30.29	15.84	28.99	34.85	40.68
向中央银行借款	-	-	-	-	-	减:所得税	4.66	0.68	7.25	8.71	10.17
同业及其他金融机构存放款	-	-	-	-	-	<b>净利润</b>	25.63	15.16	21.74	26.14	30.51
应付短期融资款	76.52	103.08	123.69	111.32	120.23	减:少数股东损益	-0.03	-0.01	-0.01	-0.02	-0.02
吸收存款	-	-	-	-	-	归属于母公司所有者的净利润	25.66	15.17	21.76	26.16	30.53
拆入资金	4.00	-	-	-	-						
交易性金融负债	0.23	0.85	0.93	1.02	1.10	<b>财务指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
衍生金融负债	1.64	0.66	0.74	0.82	0.89	净利润率	40.00%	31.42%	35.21%	33.77%	35.07%
卖出回购金融资产款	211.27	292.45	356.79	410.30	459.54	ROA	2.32%	1.21%	1.60%	1.76%	1.91%
代理买卖证券款	195.52	207.09	211.23	215.46	219.77	ROE	10.38%	4.67%	6.13%	6.45%	6.57%
应付债券	302.33	252.86	240.22	259.43	246.46	EPS(元)	0.72	0.33	0.47	0.56	0.66
长期借款	-	-	-	-	-	BVPS(元)	6.89	6.99	7.65	8.73	10.00
<b>负债总计</b>	852.07	927.17	1,008.50	1,077.82	1,132.08	PE(X)	10.71	23.45	16.35	13.60	11.65
<b>所有者权益合计</b>	247.29	324.86	355.18	405.54	464.41	PB(X)	1.11	1.10	0.97	0.85	0.74
股本	35.89	46.44	46.44	46.44	46.44	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	0.12	0.24	0.16	0.19	0.22	分红比率	-	-	-	-	-
归属于母公司所有者权益合	247.17	324.63	355.02	405.35	464.20	<b>资产充足率</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>资产质量</b>						风险加权资产	-	-	-	-	-
不良贷款率	-	-	-	-	-	资本充足率	-	-	-	-	-
正常类	-	-	-	-	-	一级资本充足率	-	-	-	-	-
关注类	-	-	-	-	-	核心一级资本充足率	-	-	-	-	-
次级类	-	-	-	-	-	资产负债率	-	-	-	-	-
拨备覆盖率	-	-	-	-	-	负债权益比	-	-	-	-	-
生息资产	-	-	-	-	-						
计息负债	-	-	-	-	-						
净息差	-	-	-	-	-						

资料来源:最闻、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所:

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话: 0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

