

公司研究/首次覆盖

2020年06月04日

非银行金融/证券 II

投资评级：增持（首次评级）

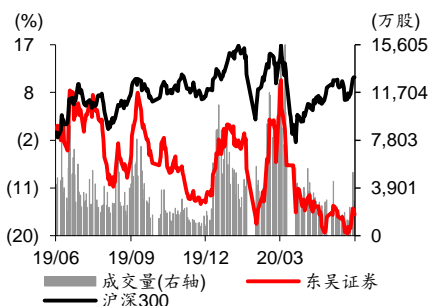
当前价格(元): 7.77  
合理价格区间(元): 8.47~9.53

沈娟 执业证书编号: S0570514040002  
研究员 0755-23952763  
shenjuan@htsc.com

陶圣禹 执业证书编号: S0570518050002  
研究员 021-28972217  
taoshengyu@htsc.com

王可 021-38476725  
联系人 wangke015604@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 精耕长三角，铸就精品券商

## 东吴证券(601555)

### 区位、管理、战略领先，有望把握机遇实现特色突围

东吴证券背靠苏州市政府，立足经济发达的苏州，经营辐射长三角地区，区位优势显著。公司管理层长期稳定，战略规划明晰得宜，综合实力稳健提升。当前行业变革带来优质券商突围契机，我们认为公司享有领先的区位优势 and 股东资源，且管理层长期稳定、战略明确，同时重视金融科技和夯实资本实力，具备发展成为特色券商的先决要素，有望把握机遇实现突围。我们预计公司 2020-22 年 EPS 分别为 0.28/0.32/0.37 元，我们认为合理股价区间为 8.47 - 9.53 元，首次覆盖给予“增持”评级。

### 定位：根植苏州、辐射长三角的优质中型券商

东吴证券是苏州市国资委旗下唯一一券商，深耕苏州区域，着重拓展长三角地区布局，区域优势鲜明。公司管理层长期稳定，同时也积极引入外部专业人才推动业务转型升级。公司 2011 年在上交所挂牌上市，并陆续通过两次定增、一次配股等多样化形式夯实资本实力。根据证券业协会统计，近十年来公司在国内证券行业的各项排名由第 30 名左右提升至第 20 名左右，综合实力稳健增强。公司资产负债运用能力较优秀，杠杆率高于行业。

### 核心竞争力：区位优势+管理层稳定+战略得宜

当前证券行业面临变革洗牌，为优质券商突围提供重要契机。公司背靠苏州市政府，经营深耕苏州、辐射长三角区域，享有领先的区位优势 and 股东资源。且管理层长期稳定、具备丰富的行业经验，有利于中长期战略有效落地。公司围绕“规范化、市场化、科技化、国际化”目标稳步前进，并明确将重点加强长三角布局，战略规划明晰得宜。此外，金融科技持续投入和资本实力多样化夯实，为其经营提质增效和规模扩展奠定基础。我们认为公司具备发展成为特色券商的先决要素，有望把握契机实现实力提升。

### 业务拆解：综合业务竞争实力提升

经纪及财富管理深耕江苏省、开拓浙江省，积极推动财富管理和数字化转型，引进领军人物并变革考核机制助力业务发展。投行区域特色鲜明，债券承销为主导，股权融资逐步发展，新三板业务享有先发优势。投资交易业绩稳健，以非权益类产品为主，但对权益类投资给予较高投资额度，资源调配空间大。资本中介中两融市占率稳步增长；股票质押规模稳步压缩。资管业务持续推动主动管理转型。国际业务在香港和新加坡两地同时推进，收购中投香港后突破牌照问题，将为业务拓展铺平道路。

### 目标股价 8.47 - 9.53 元，给予“增持”评级

根据模型测算，预计 2020-22 年 EPS 分别为 0.28/0.32/0.37 元，对应 PE 分别为 27/24/21 倍；BPS 为 7.06/7.22/7.42 元，对应 PB 为 1.10/1.08/1.05 倍。根据 Wind 一致预期，可比中型券商 2020 年 PB 平均数为 1.26 倍，参考可比券商估值，并考虑公司区位优势，给予公司 2020 年 PB1.2-1.35 倍，对应合理股价 8.47-9.53 元。首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：市场波动风险，政策推进节奏不及预期。

## 公司基本资料

总股本 (百万股)	3,881
流通 A 股 (百万股)	3,881
52 周内股价区间 (元)	7.43-10.83
总市值 (百万元)	30,152
总资产 (百万元)	104,026
每股净资产 (元)	6.95

资料来源：公司公告

## 经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	4,165	5,130	5,447	5,940	6,687
+/-%	0.49	23.19	6.17	9.06	12.57
归属母公司净利润 (百万元)	361.16	1,037	1,103	1,258	1,441
+/-%	(54.17)	187.18	6.34	14.08	14.51
EPS (元，最新摊薄)	0.12	0.35	0.28	0.32	0.37
PE (倍)	64.54	22.47	27.34	23.96	20.93

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

## 正文目录

主要投资逻辑 .....	3
深耕苏州、辐射长三角的优质中型券商 .....	4
核心竞争力：区位优势+管理层稳定+战略得宜 .....	7
区位优势显著 .....	7
管理人员稳定 .....	7
战略规划明晰 .....	7
金融科技助力 .....	8
资本实力扎实 .....	8
业务细览：综合业务竞争实力提升 .....	9
经纪及财富管理：立足江苏，开拓浙江 .....	9
投资银行：区域特色鲜明，债+新三板领先 .....	11
投资交易：投资风格稳健，资源调配空间大 .....	13
资产管理：规模波动下滑，推动主动管理 .....	15
资本中介：两融市占提升，股票质押压缩 .....	16
国际业务：香港+新加坡两地推进 .....	19
预测合理股价 8.47 - 9.53 元，“增持”评级 .....	20
风险提示 .....	22
PE/PB - Bands .....	22

## 主要投资逻辑

当前证券行业正经历传统业务饱和、资本市场深化变革的关键历史时期。监管自上而下推动行业差异化发展格局，明确对好机构加大政策扶持力度，支持做优、做强、做大。变革浪潮下，证券行业面临重新洗牌，也为优质券商突围提供重要契机。中小券商需在行业竞争格局中将根据自身股东资源、特色业务等优势，制定精准品牌定位，争夺细分市场。长期看成功探寻出特色发展道路的中小券商有望脱颖而出，也有望孕育超跑同业的投资价值。

**我们认为，东吴证券享有领先的区位优势和股东资源，且管理层长期稳定、战略规划明晰，同时重视金融科技和夯实资本实力，基本面扎实稳健，具备突围的先决要素，有望把握历史机遇实现综合实力的进一步提升，成为具有特色的中小券商：**

**从核心竞争力看，**首先，东吴证券享有显著的区位优势和股东资源，背靠苏州市政府，深耕苏州市、辐射长三角，区域内发达的经济、丰富的金融需求和股东的大力支持将为公司业务开展提供优势资源。其次，公司管理层长期稳定，大部分高级管理人员在公司均有 10 年以上任职年限，积淀了丰富的证券行业专业化经营经验，也为中长期战略布局的有效落地奠定基础。再次，公司战略规划明晰、得宜，围绕建设“规范化、市场化、科技化、国际化”战略目标前进，并将重点拓展长三角区域布局。此外，公司还积极投入金融科技推动业务转型，管理层明确未来每年将把营业收入的 6% 投入科技，并且逐渐将科技背景人才占比提升至 10%，逐步实现科技实力质变突破。2020 年 3 月完成配股募资 60 亿元也进一步夯实公司资本实力，为战略推进和业务拓展奠定基础。

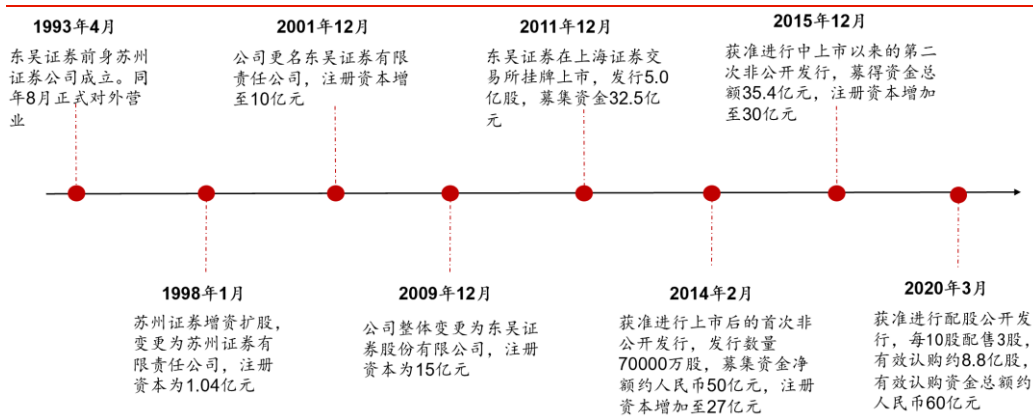
**从基本面看，**公司经营稳健、综合业务竞争实力稳步提升。经纪及财富管理业务深耕江苏省、开拓浙江省，积极推动财富管理和数字化转型，引进领军人物并变革考核机制助力业务发展。业务拓展和转型初见成效，股基成交金额市占率逐年提升。投行业务区域特色鲜明，债券承销为主导，在根据地优势显著；股权融资逐步发展，项目多集中于江浙沪地区，同时充分把握科创板机遇；新三板业务享有先发优势。投资交易业绩稳健，以非权益类产品为主，但对权益类投资给予较高投资额度，资源调配空间大。资本中介中两融市占率稳步增长；股票质押规模稳步压缩。资管业务持续推动主动管理转型。国际业务在香港和新加坡两地同时推进，收购中投香港后突破牌照问题，将为业务拓展铺平道路。

我们预计公司 2020-22 年 EPS 分别为 0.28/0.32/0.37 元，对应 PE 分别为 27/24/21 倍；BPS 为 7.06/7.22/7.42 元，对应 PB 为 1.10/1.08/1.05 倍。根据 Wind 一致预期，可比中型券商 2020 年 PB 平均数为 1.26 倍，参考可比券商估值，并考虑公司区位优势，给予公司 2020 年 PB1.2-1.35 倍，对应合理股价 8.47-9.53 元。首次覆盖给予“增持”评级。

## 深耕苏州、辐射长三角的优质中型券商

东吴证券属于优质中型券商，前身为成立于 1993 年的苏州证券公司。公司于 1998 年 1 月年增资至 1.04 亿元并变更为苏州证券有限责任公司；于 2001 年 12 月增资扩股，将注册资本增至 10 亿元，更名为东吴证券有限责任公司，实现“综合类、全国性、现代企业”的跨越；于 2009 年 12 月整体变更为东吴证券股份有限公司，增资至 15 亿元。2011 年 12 月，东吴证券在上海交易所挂牌上市，成为全国第 18 家上市券商，发行 5 亿股，募集资金 32.5 亿元；2014 年 2 月和 2015 年 12 月公司获准进行两次非公开发行，分别募资 50 亿元和 35.4 亿元，募资后注册资本增至 30 亿元；2020 年 3 月公司完成配股公开发行，每 10 股配售 3 股，有效认购 8.8 亿股，占募资后总股本的 22.7%，有效认购金额 59.9 亿元，进一步增强公司资本实力。

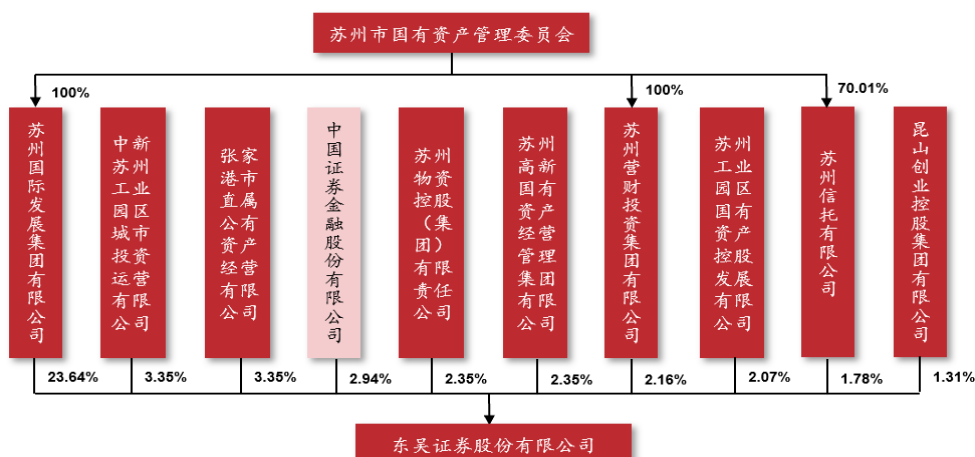
图表1：东吴证券发展历程回顾



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

背靠苏州市政府，区位优势显著。公司是苏州市政府旗下唯一券商，第一大股东为苏州市国际发展集团有限公司，是苏州市人民政府国资委全资子公司，共持有东吴证券 23.64% 的股份。苏州政府治理完善，区域内中小企业较为发达，孕育了可观的投融资金融服务需求，为公司发展创造优势资源。

图表2：2019 年末东吴证券前十大股东结构



注：深红色为苏州市国有企业，粉红色为全国性国有企业

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表3： 2020 年 4 月末东吴证券前十大股东持股情况

股东名称	持股比例	股东性质
苏州国际发展集团有限公司	23.64%	国有法人
中新苏州工业园区城市投资运营有限公司	3.35%	国有法人
张家港市直属公有资产经营有限公司	3.35%	国有法人
中国证券金融股份有限公司	2.94%	国有法人
苏州物资控股(集团)有限责任公司	2.35%	国有法人
苏州高新国有资产经营管理集团有限公司	2.35%	国有法人
苏州营财投资集团有限公司	2.16%	国有法人
苏州工业园区国有资产控股发展有限公司	2.07%	国有法人
苏州信托有限公司	1.78%	国有法人
昆山创业控股集团有限公司	1.31%	国有法人

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

**管理层长期稳定，有利于保持战略定力和助力战略落地。**公司管理层长期稳定，任职年限较长，管理经验充足。公司现任董事长自 1997 年起即开始在公司任职，历任投资部副经理、办公室主任、人事部经理、总裁助理等职务，并于 2012 年起任公司总裁、董事，积累了证券行业长期专业化经营经验，有助于长期战略的稳步推行。

图表4： 截至 2020 年 5 月末东吴证券高管任职期限

姓名	职务	在当前岗位任职时间（年）	在公司已任职时间（年）
范力	董事长，总裁，党委书记	9.2	22.5
孙中心	常务副总裁	9	25.5
冯恂	副总裁，代董事会秘书	3.4	9.6
李齐兵	首席风险官，合规总监	1.6	9.0
高海明	代财务负责人	-	16.5
刘辉	公司执委，董事长助理兼深圳分公司总经理，东吴香港和东吴新加坡董事长	1.6	11.5
杨伟	公司执委，总裁助理，投行部总经理	1.6	7.5
姚眺	公司执委，总裁助理，固收部总经理	1.6	10
潘劲松	公司执委，总裁助理，经纪业务管理委员会总经理	1.6	1.9

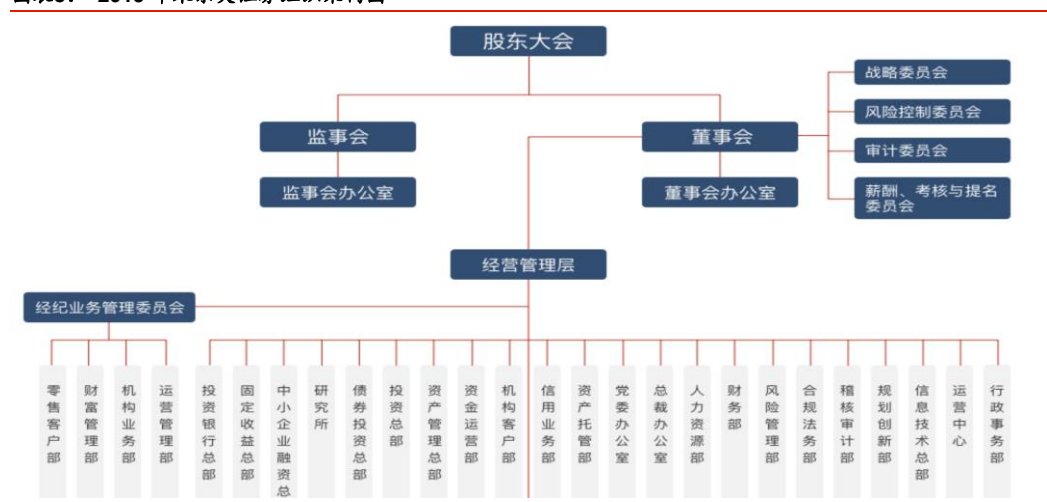
注 1：在公司前身苏州证券任职也纳入任职时间统计

注 2：两个及两个以上职务人员的“在当前岗位任职时间”以较长任职时间为准。如董事长范力 2012 年 3 月至 2013 年 5 月在公司任总裁、董事；2013 年 5 月至 2014 年 1 月任总裁、副董事长；2014 年 1 月至今任公司党委书记、董事长、总裁。此处以任总裁年限为准

注 3：公司未公布四位公司执委成员在公司任职总期限，“在公司已任职时间”来自证券业协会

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5： 2019 年末东吴证券组织架构图



资料来源：公司官网，华泰证券研究所



综合实力稳健提升，行业排名提升至 20 名左右，已连续五年获得 A 类评级。近十年来公司各项指标排名稳中有升，总资产、净资产、净资本、营业收入均由行业排名 30 名左右提升至行业 20 名左右。各项业务排名波动相对较大，经纪、投行、投行业务收入排名靠前。且公司坚持持续稳健经营的理念，截至 2019 年已连续五年获得 A 类 A 级，为争取监管政策支持、把握重大创新试点机遇、应对市场波动及同业竞争形成有力支撑。

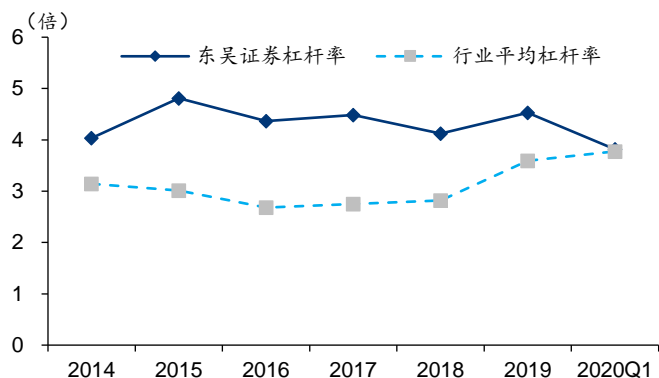
图表6：2009-2018 东吴证券各项指标排名

项目	2009	2010	...	2014	2015	2016	2017	2018
<b>总量指标</b>								
总资产	28	28	...	21	21	21	20	20
净资产	30	31		17	22	21	21	22
净资本	28	-		19	21	19	22	21
营业收入	34	30		25	22	22	25	22
净利润	36	32		27	21	21	31	32
<b>各业务条线经营</b>								
代理买卖证券业务收入	28	26	...	28	24	23	22	22
承销与保荐业务收入	30	26		23	26	29	18	18
证券投资业务收入	-	-		21	18	25	29	17
融资类业务收入	-	-		23	22	21	22	21
资产管理业务收入	-	-		28	30	36	33	-

资料来源：中国证券业协会，华泰证券研究所

杠杆率高于行业平均水平，ROE 略低于行业。公司拥有较优秀的资产负债运用能力，杠杆率始终高于证券行业整体水平。2019 年末和 2020Q1 末，公司扣除保证金后的杠杆率分别为 3.60 倍（行业平均 2.59 倍）和 3.53 倍（行业平均 3.02 倍）。2014-2019 年东吴证券 ROE 波动与行业整体基本一致，但 ROE 水平略低于行业平均，2019 年公司 ROE 为 5.07%（行业平均 6.1%），2020Q1 公司未年化 ROE 为 1.77%（行业平均 1.9%）。

图表7：2014-2020Q1 东吴证券杠杆率与行业平均杠杆率对比

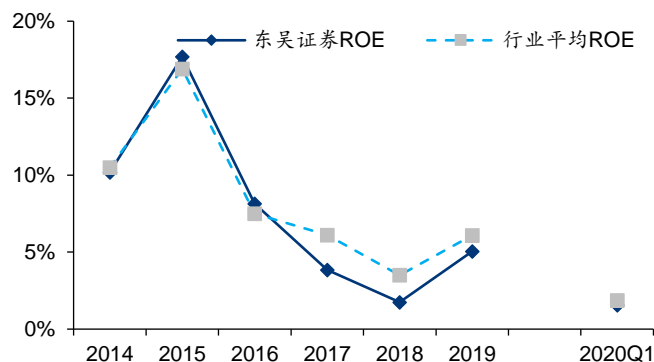


注 1：东吴证券杠杆率 = (总资产 - 代理买卖业务净资产) / 净资产

注 2：行业平均杠杆率 = (总资产 - 客户交易结算资金) / 净资产

资料来源：Wind，中国证券业协会，华泰证券研究所

图表8：2014-2020Q1 东吴证券 ROE 与行业平均 ROE 对比



资料来源：Wind，中国证券业协会，华泰证券研究所

## 核心竞争力：区位优势+管理层稳定+战略得宜

### 区位优势显著

立足苏州市、面向长三角，发达的经济和丰富的金融需求为公司业务开展提供优势资源。公司立足江苏省苏州市，辐射长三角区域，面向全球广阔市场，享受领先区位优势。苏州市和江苏省经济活跃、开放程度高、创新能力强，在我国经济中具有重要地位。根据国家统计局统计，2019 年苏州市实现 GDP1.9 万亿元，总量位居江苏省第一；江苏省实现 GDP9.96 万亿元，总量位居全国第二。苏州市和江苏省资本市场发展步伐领先，根据江苏证监局统计，截至 2020 年 3 月末，苏州市证券营业部数量 224 家（占比达 24%）、位列江苏省内第一，江苏省数量位居全国各省市/自治区/直辖市前 3 名；苏州市上市公司数量位列全国各城市第 8 位、江苏省各城市第 1 位，江苏省上市公司数量位列全国各省市/自治区/直辖市第 3 位。根据上交所年鉴统计，2018 年江苏地区股票成交金额排名全国各省市/自治区/直辖市第 5 位，交易所内股票、债券、基金成交金额排名第 4 位。

**经营具有区域特色。**截至 2019 年末，公司共有 134 家证券营业部，其中 78%位于江浙沪地区，26 %位于苏州市。投行业务也受益于区域发达的民营经济和科创企业，公司 2019 年股权承销金额中的 68%来自位于长三角地区的客户，债券承销规模在苏州市和江苏省内多个地区排名领先。未来公司在区域内的领先布局和客户资源，将助力公司优先享受区域资本市场发展壮大带来的业务红利。

### 管理人员稳定

公司管理层长期稳定，大部分高级管理人员在公司均有 10 年以上任职年限。一方面，长期稳定的管理层积累了丰富的证券行业专业化经营经验，有助于带领公司跨越牛熊周期、实现稳健发展。另一方面，管理人员的长期稳定也为中长期战略布局的有效落地奠定基础，有利于前瞻经营战略的布局 and 推行，并最终形成管理层稳定性和经营战略效能的良性循环。

### 战略规划明晰

**围绕建设“规范化、市场化、科技化、国际化”战略目标前进，将重点拓展长三角区域布局。**公司 2017 年确立了建设“规范化、市场化、科技化、国际化”现代证券控股集团的战略目标，三年以来围绕战略愿景稳步推进战略落地。具体来看，**规范化**是按照监管要求加强风控合规，唯有风险可控下稳步展业，方能最终成就“百年老店”。**市场化**是借鉴江苏省内市场化改革经验进行上层体制机制改革。**科技化**体现于经营模式、内部管理和人三方面：一是推动经营模式由传统线下向线上迁移；二是在内部体系管理上以科技化助力实现统筹协同；三是人才理念科技化，从高管到普通员工都要用科技化思维武装头脑。**国际化**方面，东吴证券受益于苏州政府和新加坡政府的合作，率先设立新加坡证券子公司。此外，公司目前已完成中投证券香港子公司并购，有助于拓宽香港业务布局。未来公司海外业务将坚持稳健扎实，以服务长三角客户产业链、畅通客户全球配置渠道为目的，提供精品服务。此外，公司管理层明确未来在服务好苏州和江苏本地客户的同时，**将逐步重点强化长三角地区客户服务**，对公司拓展规划明确、战略得宜。

### 金融科技助力

**金融科技推动业务转型。**公司不断推进信息技术领域投入。2019 年公司信息技术投入总额为 2.15 亿元，占营业收入比例 4.2%。公司管理层明确未来每年将把营业收入的 6% 投入科技，并且逐渐将科技背景人才占比提升至 10%，逐步实现科技实力质变突破。当前，公司已建设完成新一代集中交易平台、数据与技术中台、秀财财富管理 APP、新一代 CRM、全面风险管理平台、大投行管理等一批行业领先的信息系统，实现了混合云基础建设、大数据分析治理、智慧服务体系等关键技术领域的核心竞争力提升。大运营优化成效明显，从流程、管理以及 IT 等各方面构建了大运营体系。此外，公司在苏州市政府牵头支持下，牵头设立东吴金融科技有限公司（东吴证券间接持股 32%），联合赢时胜信息技术公司（持股 32%）等股东资源，提供一站式综合金融服务。

### 资本实力扎实

**多样化募资夯实资本，2020 年配股完成募资 60 亿元。**公司自 2011 年登陆上交所后，分别于 2014 年和 2015 年进行两次定增，共募资 85.4 亿元，充分利用资本市场持续夯实资本实力。2019 年 5 月公司发布配股公告，拟以 10 股配售不超过 3 股的比例向全体股东配售，募集不超过 65 亿元人民币。该次募集资金将主要投向投资与交易业务、资本中介业务、境外全资子公司、信息技术及风控合规和其他运营资金安排。2020 年 3 月 19 日，公司完成配股认购，募集资金 59.9 亿元，资本实力得到进一步夯实。

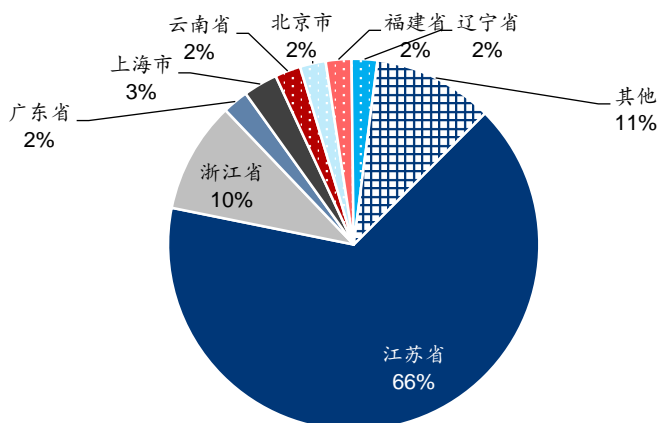


## 业务细览：综合业务竞争实力提升

### 经纪及财富管理：立足江苏，开拓浙江

集中于江浙沪地区的网点分布为业务发展奠定基础。公司立足江苏省区位优势，深耕经纪客群。截至 2019 年末，公司拥有 134 家营业部、18 家分公司，其中 66% 的营业部和 61% 的分公司位于江苏省内；其余营业部和分公司主要分布于经济较为发达的东部沿海地区和中南部地区。此外，近年来公司加大浙江区域资源投入，2018 年末设立浙江分公司，2020 年 1 月获批在浙江宁波新设分公司，并在浙江省杭州市萧山区设立 1 家营业部。未来，伴随公司进一步拓展浙江区域布局，有望将区位优势由江苏进一步延伸至长三角区域，为业务发展奠定扎实基础。

图表9：2019 年末东吴证券营业部分布情况

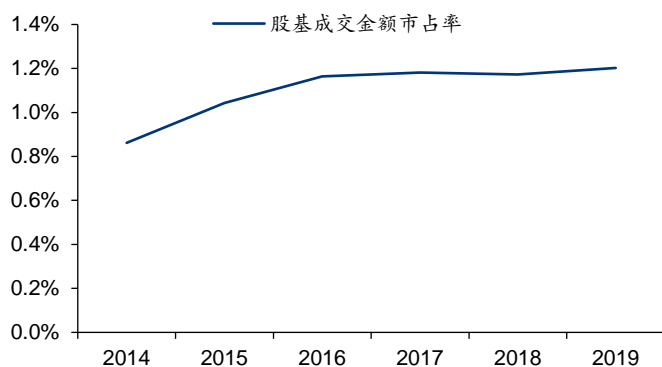


资料来源：公司年报，华泰证券研究所

**公司推动财富管理和数字化转型，领军人物引进+考核机制变革助力发展。**公司经纪业务已建立以客户为中心的组织架构，目前正稳步推动财富管理和数字化两大方向转型。一方面，财富管理转型已初步完成金融产品体系化和货架化的搭建、标准化营销与服务团队的组建，形成产品、营销以及服务三位一体联动模式。同时，持续完善投资顾问服务，上线运行 CRM 系统 2.0，逐步提升投顾产品线上化服务能力。另一方面，公司积极推动经纪业务数字化转型。通过完善秀财 APP 平台功能体验，加大运营营销力度，持续提升客户对公司平台和产品的黏度和转化率，支撑存量及新增业务的拓展。此外，在人才建设方面，公司从头部券商引进经纪业务线领军人物，并将经纪业务人员考核机制由佣金收益为主导向以产品销售为主导转变，助力业务模式转型。

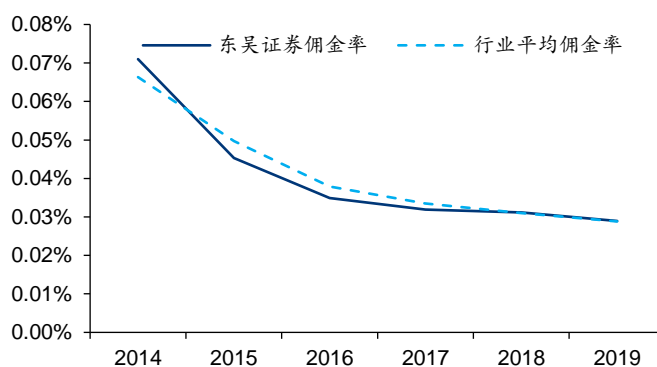
**股基成交金额市占率逐年提升，以零售客户为主，佣金水平与行业基本持平。**公司股基成交金额市占率从 2014 年 0.86% 提升至 2019 年的 1.20%。客户结构以零售客户为主，2019 年代理买卖证券款中零售客户资金占比达 84.3%；机构客户资金占比小幅提升，由 2014 年的 10.7% 波动上升至 2019 年的 15.7%。公司佣金率与行业佣金率持平，2019 年为 0.029%。公司佣金水平伴随行业整体呈现持续下滑趋势，我们认为未来下行空间有限。经纪业务收入贡献度持续降低，2015-2019 年经纪业务净收入占营业收入比例由 38.7% 下降至 20.5%。

图表10: 2014-2019 东吴证券股基成交金额市占率



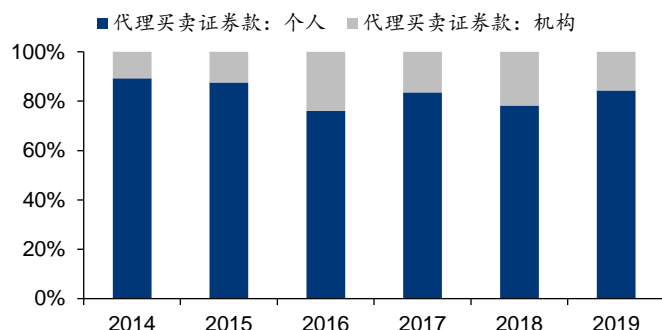
资料来源: Wind, 公司年报, 华泰证券研究所

图表11: 2014-2019 东吴证券及行业经纪业务佣金率变动情况



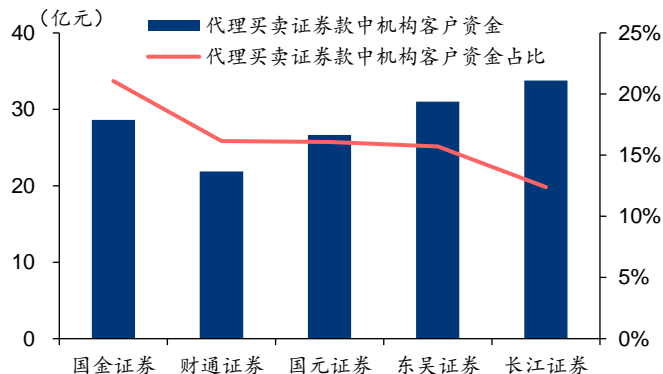
资料来源: Wind, 公司年报, 华泰证券研究所

图表12: 2014-2019 东吴证券代理买卖证券款中个人、机构客户资金



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

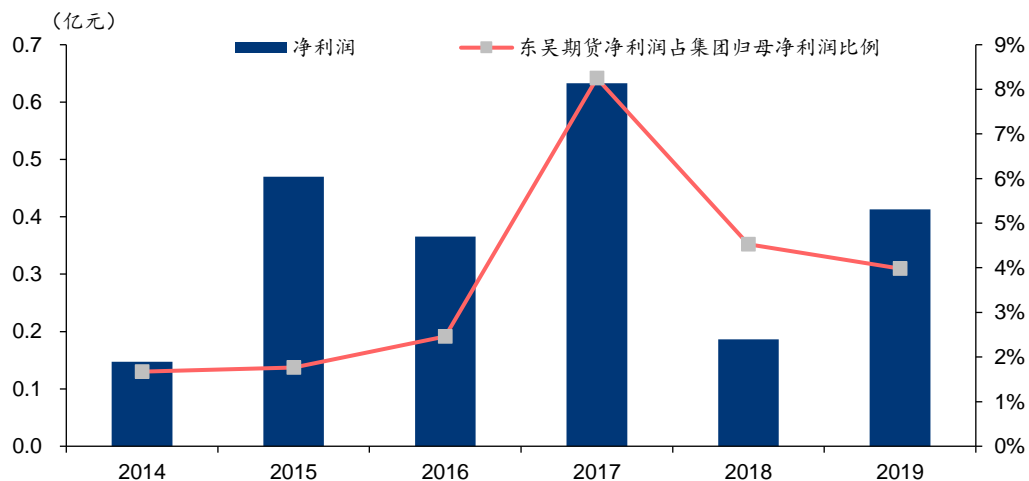
图表13: 2019 年末可比券商代理买卖证券款中个人、机构客户资金



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

**期货业务实现较大突破。**公司还通过控股子公司东吴期货有限公司开展期货经纪业务。在监管推动做大期货市场的大背景下, 公司加大机构客户开发力度与产业企业对接服务, 业务转型取得突破。2019 年, 公司在各家交易所的成交排名大幅提升, 其中大商所成交金额排名由 2018 年的 69 名上升至 35 名, 郑商所成交金额排名由 2018 年的 30 名左右上升至 10 名。期货子公司集团归母净利润贡献比例波动上升。2019 年东吴期货实现净利润 4132 万元, 占集团整体比例 4%, 此前较高年份贡献占比曾达 8%。未来业务进一步发展或成为公司经纪业务收入重要增量。

图表14: 2014-2019 东吴期货净利润及占比



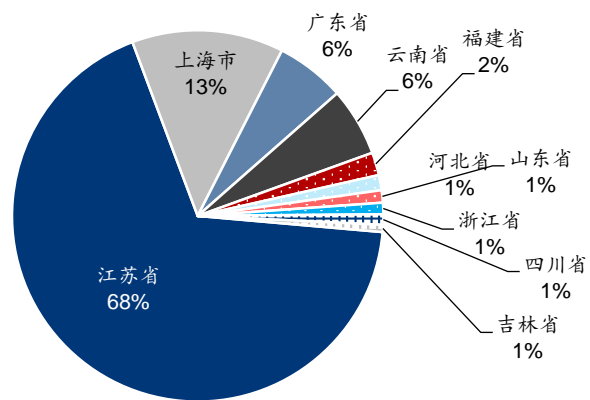
资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

### 投资银行：区域特色鲜明，债+新三板领先

公司投行业务以债券承销为主导，股权融资逐步发展，新三板业务享有先发优势。根据公司部门规划，投资银行总部主要负责股权类融资业务，固定收益总部负责债券类融资业务，中小企业融资总部开展新三板业务。根据公司年报，2019 年公司 IPO 融资 43.9 亿元，再融资 1.2 亿元，债券融资 926.2 亿元，债券融资是收入主要贡献来源。2019 年投行业务净收入 6.3 亿元，占公司营业收入比例 12%，与行业 13% 水平基本持平。

股权融资项目集中于江浙沪地区，充分把握科创板机遇。公司发挥区位优势，充分利用江浙沪优质项目资源，IPO 项目集中于江浙沪地区。2019 年受益于科创板开板和江浙沪地区优质科技企业较多优势，公司抓住业务机遇、建立科创企业项目资源库，为投行业务未来进一步发展创造条件。公司在投资银行总部下设金融组和大健康组两个专业化分组，重视专业化能力培育。

图表15： 2004-2020 年 4 月末东吴证券 IPO 项目发行规模地域分布



资料来源：Wind，华泰证券研究所

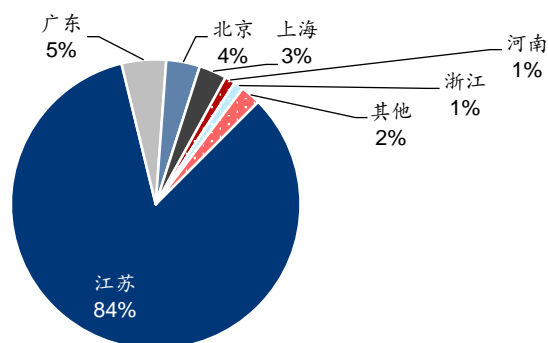
图表16： 2004-2020 年 4 月末东吴证券 IPO 项目情况

IPO 公司省份	名称	发行规模 (亿元)	行业
江苏省	苏州银行	26.20	货币金融服务
	张家港行	7.90	货币金融服务
	泽璟制药	20.26	医药制造业
	南京证券	10.42	资本市场服务
	康力电梯	9.08	通用设备制造业
	蠡湖股份	5.32	通用设备制造业
	蓝丰生化	8.21	化学原料和化学制品制造业
	迈为股份	7.37	专用设备制造业
	江苏北人	5.09	专用设备制造业
	电科院	8.74	专业技术服务业
	中衡设计	4.50	专业技术服务业
	建研院	2.98	专业技术服务业
	金鸿顺	5.61	汽车制造业
	胜利精密	5.61	计算机、通信和其他电子设备制造业
	传艺科技	4.81	计算机、通信和其他电子设备制造业
	易德龙	4.27	计算机、通信和其他电子设备制造业
	天孚通信	3.98	计算机、通信和其他电子设备制造业
	飞力达	5.40	仓储业
	新宁物流	2.34	仓储业
	柯利达	5.16	建筑装饰和其他建筑业
	科斯伍德	4.22	化学原料和化学制品制造业
	赛伍技术	4.19	橡胶和塑料制品业
	常铝股份	2.97	有色金属冶炼和压延加工业
	通润装备	2.45	金属制品业
	金智科技	2.41	电气机械和器材制造业
	吴通控股	2.00	软件和信息技术服务业
	高科石化	1.90	石油加工、炼焦和核燃料加工业
	苏试试验	1.80	仪器仪表制造业
	长城影视	1.94	广播、电视、电影和影视录音制作业
上海市	广电电气	19.95	电气机械和器材制造业
	良信电器	4.11	电气机械和器材制造业
	上海凯宝	10.41	医药制造业
广东省	亚联发展	5.64	软件和信息技术服务业
	快意电梯	5.11	通用设备制造业
	金龙羽	4.96	电气机械和器材制造业
云南省	红塔证券	12.59	资本市场服务
	文山电力	2.95	电力、热力生产和供应业
福建省	睿能科技	5.19	计算机、通信和其他电子设备制造业
河北省	科林电气	3.43	电气机械和器材制造业
山东省	联创股份	2.81	互联网和相关服务
浙江省	威星智能	2.62	仪器仪表制造业
四川省	华体科技	2.36	电气机械和器材制造业
吉林省	紫鑫药业	1.62	医药制造业

资料来源：Wind，华泰证券研究所

**债券承销排名领先，在根据地业务优势显著。**公司债券承销充分发挥公司根据地优势，持续深化与地方政府、地方大型国有企业以及当地银行的战略合作。根据公司年报，2019 年债券承销金额 926 亿元，各类债券总承销规模位列行业第 24 名，其中公司债券和企业债券承销规模分别位列行业第 14 名和第 21 名。公司在根据地市场债券承销优势显著，2019 年承销江苏省内债券金额占公司总债券承销金额 84%。且公司债及企业债承销规模位列江苏省内市场第一名，并在苏州市、徐州市以及南通市市场位列第一名，在无锡市市场位列第三名。

图表17： 2019 年东吴证券债权融资金额地域分布



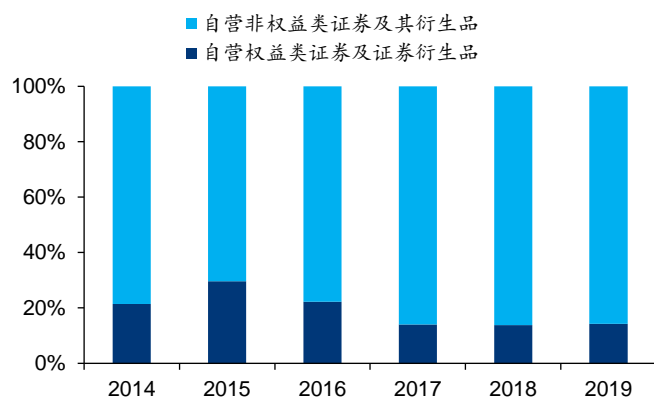
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**新三板业务是公司投行传统优势，新三板改革加速推进为业务打开新空间。**截至 2019 年末，公司新三板累计挂牌项目数量为 427 家，市场排名为第 5 名；全年新增挂牌家数 16 家，市场排名为第 3 名，市场排名领先。自 2019 年 10 月证监会启动全面深化新三板改革以来，制度改革快速推动。同时，公司按照新三板改革的总体思路，在优化发行融资制度、完善市场分层、建立挂牌公司转板上市机制及加强分类监管等方面进行重点推进，我们预计新三板市场重新激活将为公司业务打开新空间。

### 投资交易：投资风格稳健，资源调配空间大

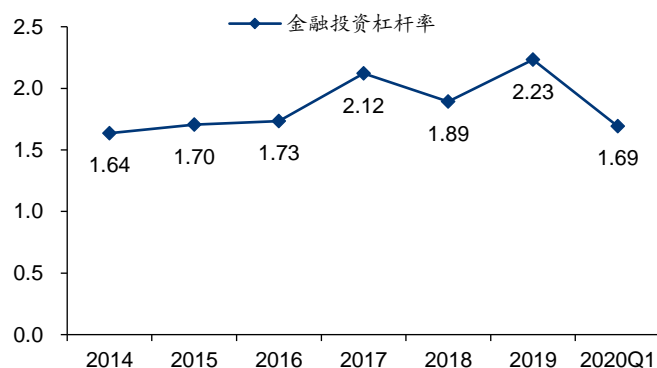
投资以非权益类产品为主，整体风格较为稳健，资源可调配空间较大。根据公司部门规划，投资总部负责二级市场权益投资，债券投资总部负责债券类投资，子公司开展一级股权投资。公司投资交易标的以非权益类产品为主，且 2016 年起公司逐步加大非权益类投资，减少权益类投资占比，投资风格较稳健。截至 2019 年末，母公司自营投资中非权益类占比 86%，权益类占比 14%。从各类别资产投资来看，固收投资采取多资产、多策略的主动管理策略，并不断完善投研管理体系建设。权益类投资优化资产配置，多元化投资于股票、基金、可转债、可交换债券等各类资产，且公司对权益类投资给予较高的投资额度，可根据市场情况调配投资规模，探寻获取稳健收益和享受趋势性行情双赢。

图表18： 2014-2019 东吴证券自营资金投向



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表19： 2014-2020Q1 东吴证券金融投资杠杆率



资料来源：公司年报，华泰证券研究所



图表20： 2018-2019 东吴证券投资类资产情况

	2018 年末	2019 年末	2019 年末较年初变动
母公司自营权益类证券及其衍生品/净资本	20.75%	35.65%	+14.90pct
母公司自营非权益类证券及其衍生品/净资本	129.89%	214.88%	+84.99pct
股票投资余额（亿元）	6	7	17%
固收投资余额（亿元）	7	306	4271%
衍生品名义本金（亿元）	21	24	14%

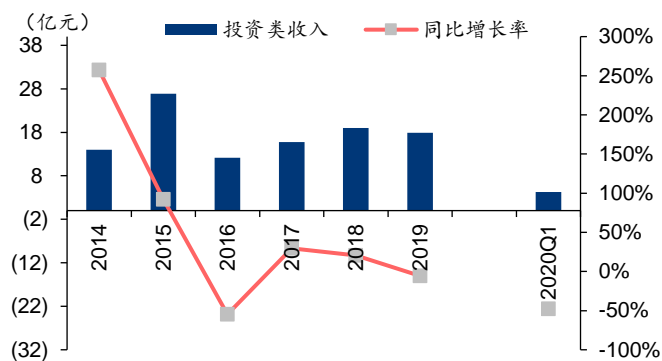
注 1：股票投资余额=交易性金融资产中股票余额+其他权益工具中非出资证金部分

注 2：固收投资余额=交易性金融资产中债券余额+其他债权投资+债权投资

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

**投资类业绩保持相对稳健。**在 2018 年行业投资类收入受资本市场下跌影响同比下滑 7% 的背景下，公司投资类收入却实现同比 21% 的增长，投资收益率也由 2017 年 3.53% 水平提升至 4.9%，彰显投资韧劲。2019Q1 行业投资类收入在市场上行行情中同比+215%，同期公司投资业绩同比+133%，增速虽低于行业平均水平，但也展现了较高的业绩弹性。在剔除利息变动的会计准则调整影响后，2019 年投资收益与 2018 年基本持平。

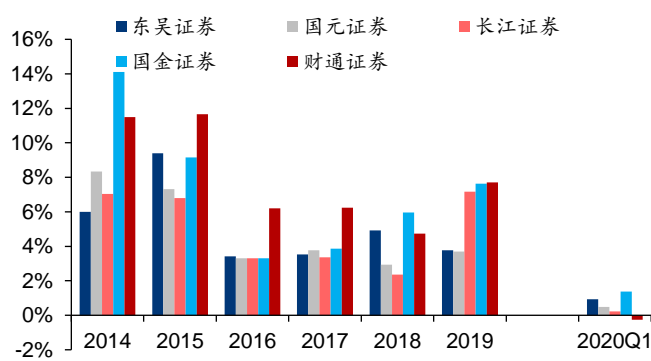
图表21： 2014-2020Q1 东吴证券自营业务收入变动情况



注：2019 年公司对会计准则进行调整，将债权及其他债权利息收入从投资收益重分类到利息收入，为保证 2014-2019 年数据可比性，我们将 2019 年数据还原后计算

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表22： 2014-2019 可比券商投资收益率



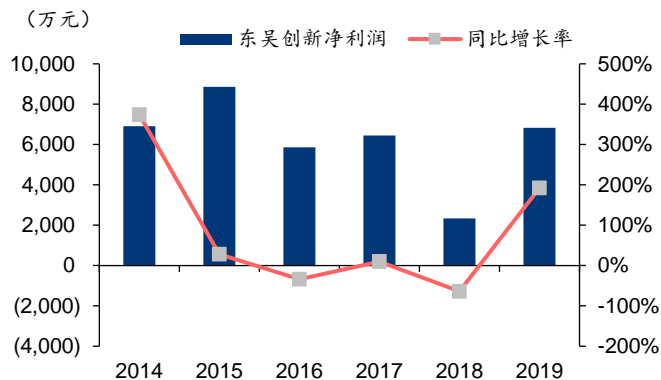
注 1：投资收益率=（投资收益+公允价值变动损益-对联营合营企业投资收益）/平均金融资产投资余额

注 2：2020Q1 投资收益率未年化

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

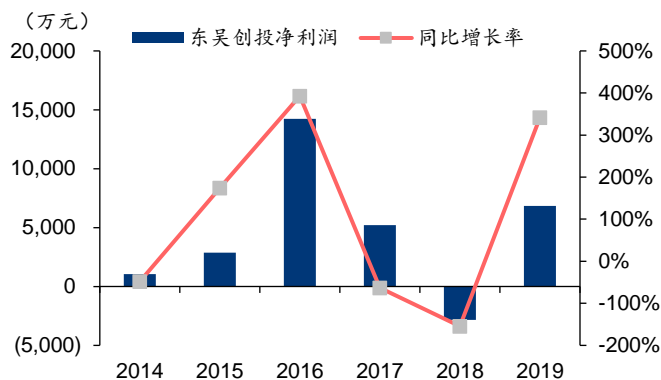
**积极通过子公司开展股权权益类投资和另类资产投资。**公司分别通过子公司东吴创新资本和东吴创投开展另类投资业务（自有资金）和私募股权投资（对外募集资金）。其中另类投资子公司一方面积极推动投行投资联动，择机参与科创板战略配售；另一方面以非标类投资项目为抓手，做大项目储备、推动项目落地、做好存续项目管理。2019 年东吴创新资本净利润为 5866 万元，同比+193%。私募股权子公司东吴创投与企业、政府及相关机构展开灵活合作，募资上已推动设立苏州市上市发展引导基金等系列基金，投向上注重向科技类、医药类新经济产业投资，取得稳定可观的盈利水平。2019 年东吴创投净利润 6854 万元，实现扭亏为盈。

图表23: 2014-2019 东吴创新净利润及同比增长率



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表24: 2014-2019 东吴创投净利润及同比增长率

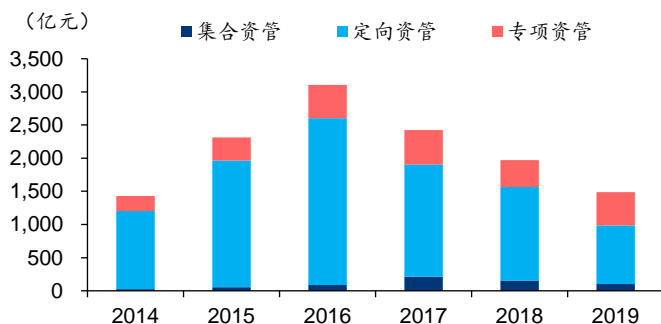


资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

### 资产管理: 规模波动下滑, 推动主动管理

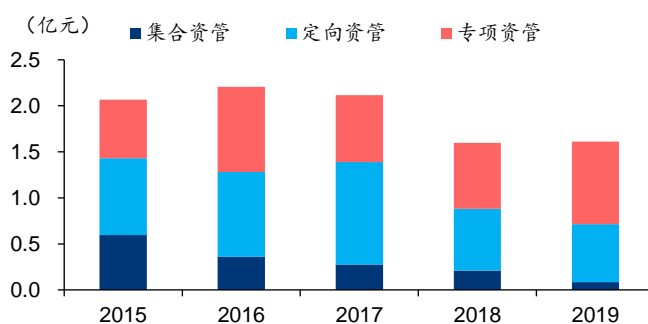
**公司资管业务规模下滑, 持续推动主动管理转型。**受券商资管监管趋严和资管新规压缩通道业务影响, 2016-2019 年公司资产管理业务总规模逐年下降。公司配合“回归本源”监管要求, 持续推动主动管理转型, 并积极研究与银行等机构合作业务模式, 提高针对高净值客户和机构定制类产品的开发能力, 以债券固收产品和私募 FOF 为主要方向。从内部结构看, 2019 年末集团全口径集合资管规模 102 亿元、专项资管规模 501 亿元、定向资管规模 883 亿元, 占比分别为 6.9%、33.7%和 59.4%。从收入方面看, 2019 年定向产品净收入缩减至 0.6 亿元 (同比-6.3%), 专项产品净收入 0.9 亿元 (同比+25.5%), 集合资管净收入 0.08 亿元 (同比-59.9%)。

图表25: 2014-2019 东吴证券各类资产产品受托资金规模



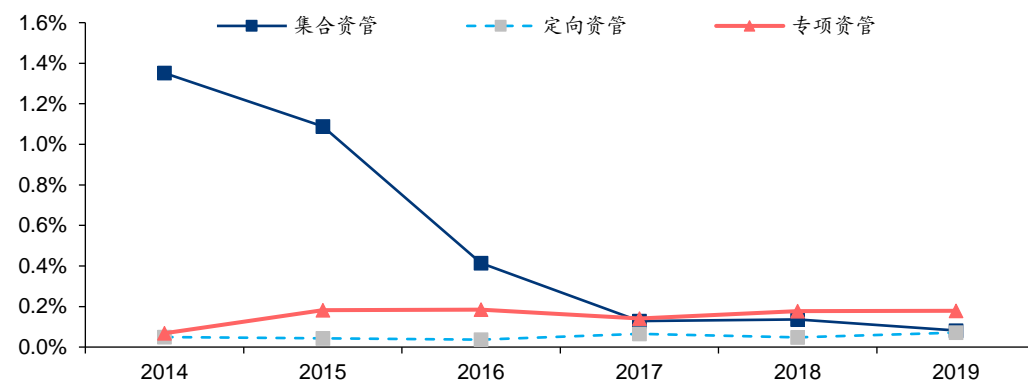
资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表26: 2014-2019 东吴证券资产管理业务净收入



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表27: 2014-2019 东吴证券各类资产产品费率

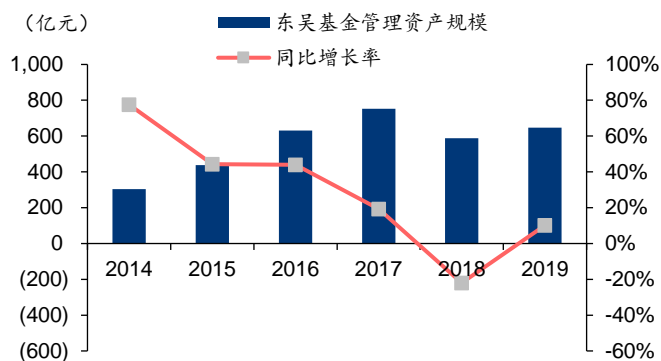


各类资产产品费率=各类资产产品净收入/各类资产产品受托资金规模

资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

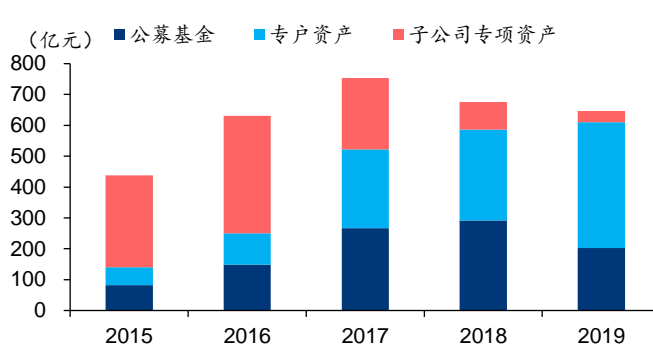
**基金管理规模小幅波动。**公司通过控股子公司东吴基金开展基金管理业务。东吴基金 2018 年基金管理规模 587 亿元(同比-22.0%);2019 末,基金管理规模 647 亿元(同比+10.2%), 规模回升至与 2017 年基本持平。**专户理财占比持续上升。**2019 末,专户资产规模 408 亿元(同比+38.5%),占东吴基金管理资产的比例上升至 63%;公募基金和子公司专项资产规模分别下降至 202 亿元(同比-30.9%)和 37 亿元(-58.5%)。

图表28: 2014-2019 东吴证券基金管理规模变化情况



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表29: 2015-2019 东吴基金管理资产构成情况

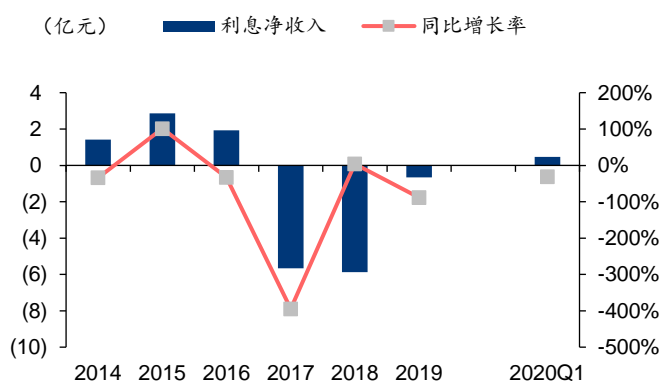


资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

### 资本中介: 两融市占提升, 股票质押压缩

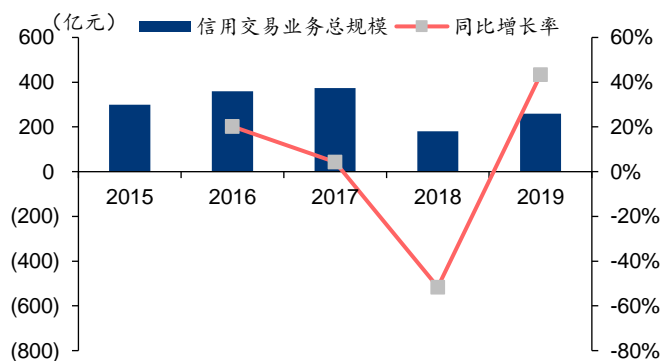
资本中介业务规模与行业整体趋势一致, 利息支出长期处于较高水平。截至 2019 年末, 公司信用业务总规模 259.8 亿元(融资融券+表内股票质押), 同比+43.4%, 主要受两融业务伴随市场风险偏好回暖逐渐上升驱动, 股票质押业务跟随行业整体趋势下滑。2019 年末公司两融业务余额 117 亿元, 同比增长 63.6%; 股票质押业务余额 95 亿元, 同比下降 34.4%。2017 年以来公司利息净收入始终为负, 主要由于公司债券利息收入较高, 导致利息支出长期高于利息收入。2019 年公司利息净收入剔除准则变动影响后为-0.66 亿元, 同比-88.7% (2020Q1 因准则调整利息净收入为正, 因无明细数据披露故无法还原)。

图表30: 2014-2019 东吴证券利息净收入变动情况



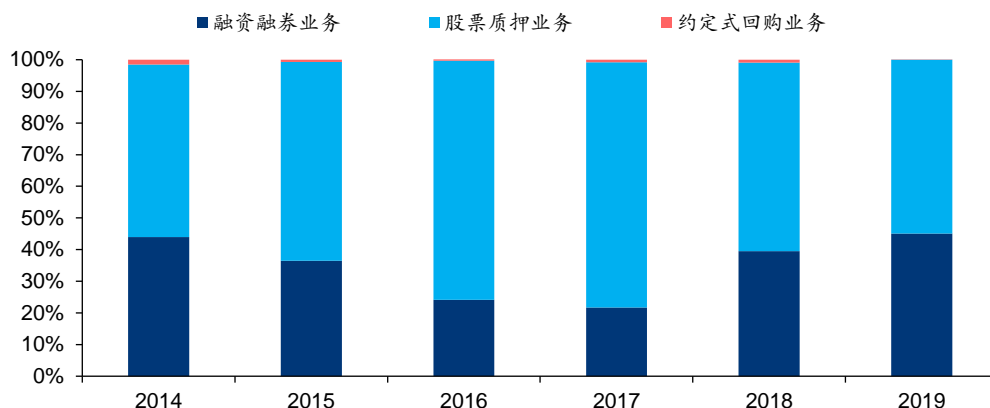
注: 2019 年公司对会计准则进行调整, 将债权及其他债权利息收入从投资收益重分类到利息收入, 为保证 2014-2019 年数据可比性, 我们将 2019 年数据还原后计算  
资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表31: 2015-2019 东吴证券信用交易业务总规模变动情况



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

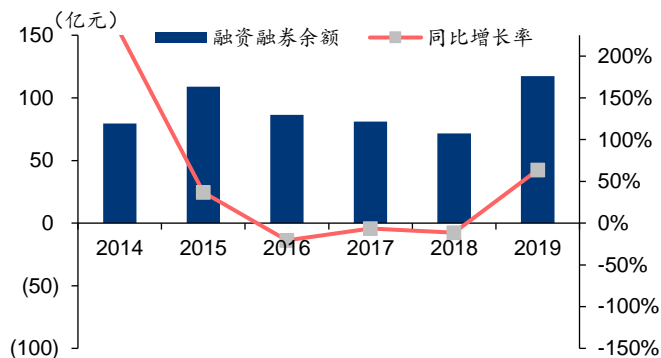
图表32： 2014-2019 东吴证券信用交易业务构成情况



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

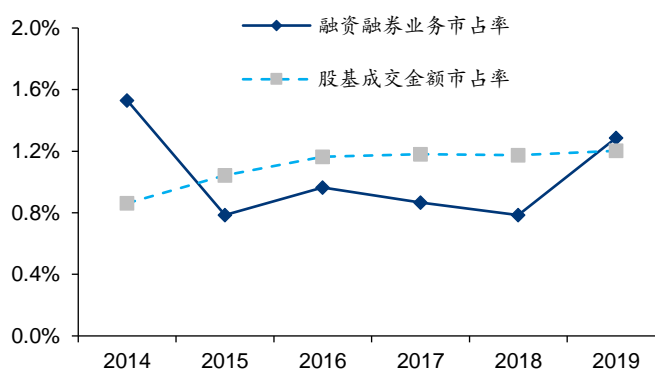
**两融业务市占率上升，个人客户为主导。**2019 年公司通过优化完善利率定价策略、完善开户流程、加强私募机构客户和高端客户等重点客户拓展等举措推动融资融券业务发展，两融余额市占率较 2018 年有显著提升，由 2018 年末的 0.78% 上升至 2019 年末的 1.29%。两融客户结构以个人客户为主导，与经纪业务保持基本一致。2019 年末个人客户融出资金占比 91.4%（同比+4.6pct），机构客户融出资金占比 8.6%（同比-4.6pct）。

图表33： 2014-2019 东吴证券融资融券余额



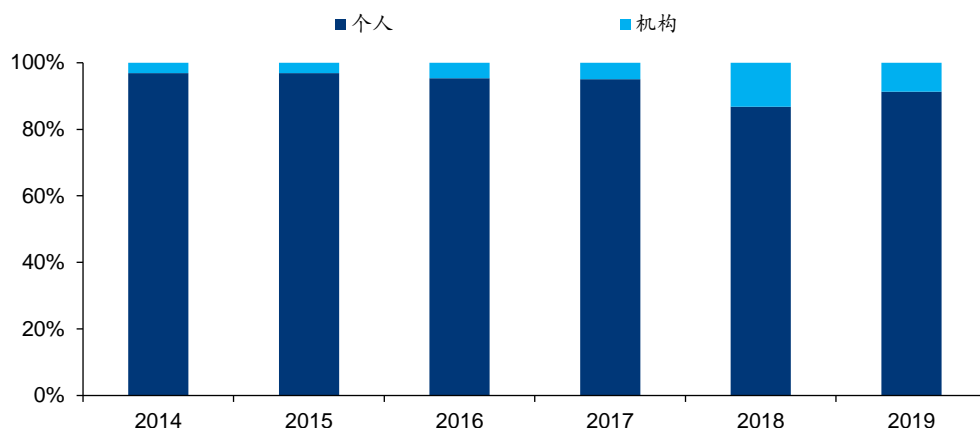
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表34： 2014-2019 东吴证券融资融券业务、股基成交金额市占率变动



资料来源：Wind，公司年报，华泰证券研究所

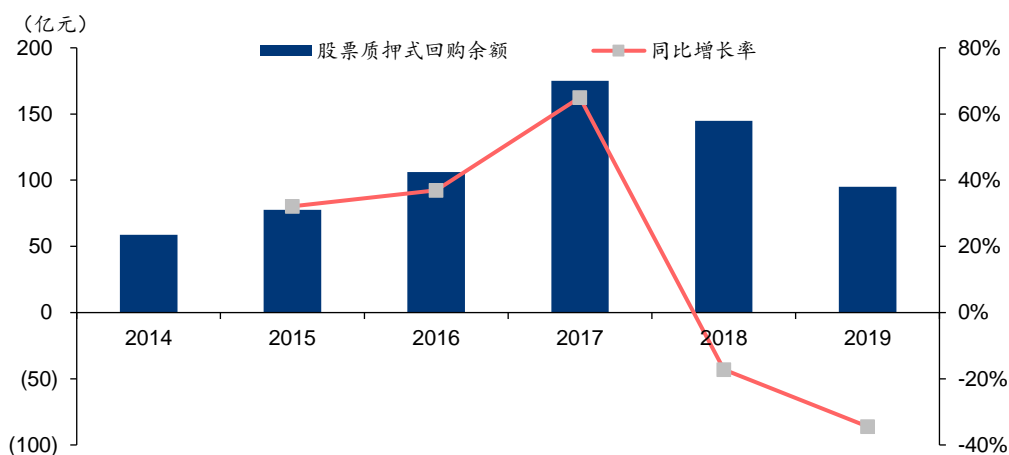
图表35： 2014-2019 东吴证券融出资金客户分布情况



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

股票质押规模持续压缩，股票质押资产质量良好，整体风险控制有效。公司股质业务持续加强质量控制体系建设，多措并举推动风险项目违约处置和风险化解工作，股票质押业务规模快速下降，风险项目敞口持续降低。2019 年末表内股票质押融出资金余额 95 亿元，同比-34.4%。2019 年末表内股票质押维持担保比例 175%，测算总体拨备率为 10.7%，整体风险可控。

图表36： 2014-2019 东吴证券股票质押融出余额占净资本比例变动情况



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表37： 股票质押三阶段表

	第一阶段	第二阶段	第三阶段
拨备率	0.5%	1.4%	24.5%
担保比例	238.5%	164.6%	112.5%

注 1：拨备率=融出资金减值准备/融出资金账面余额

注 2：担保比例=融资融券业务担保物价值/融出资金账面余额

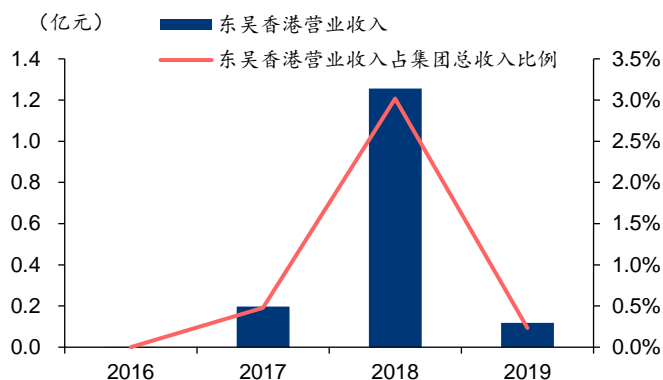
资料来源：公司年报，华泰证券研究所



### 国际业务：香港+新加坡两地推进

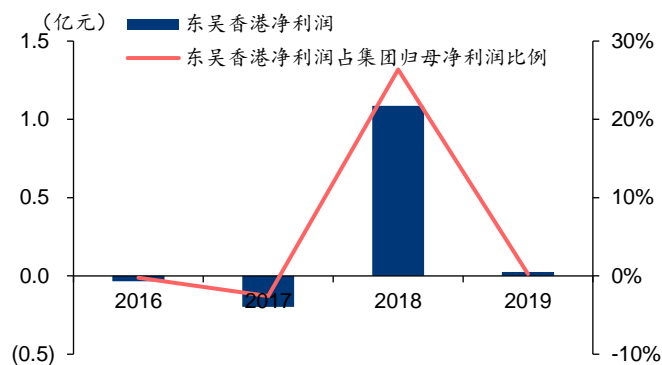
东吴证券全资子公司东吴证券（香港）金融控股有限公司成立于 2016 年，在香港从事投资类业务。东吴香港 2019 年发展势头不佳，营业收入显著下滑。2019 年仅实现营业收入 0.12 亿元，占集团营业收入 0.23%；相比 2018 年实现净利润 1.09 亿元，占集团归母净利润 26.37%，2019 年度净利润仅实现 0.03 亿元，占比 0.25%。但是 2019 年 6 月，东吴香港与中投证券（香港）签订协议，东吴香港将以 4.79 亿港元收购中投证券（香港）。此次收购后，东吴香港将取得经纪、投行、资管、研究等业务牌照，国际化进程向前大幅推进。此外，公司还借助苏州与新加坡政府合作机遇，设立东吴证券中新（新加坡）有限公司，为公司东南亚地区的业务推广开辟大本营。

图表38： 2016-2019 东吴香港营业收入情况



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表39： 2016-2019 东吴香港净利润情况



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

## 预测合理股价 8.47 - 9.53 元，“增持”评级

根据当前证券市场的发展趋势，我们对东吴证券 2020-2022 年业绩进行预测，分别作出以下主要假设：

1. 经纪业务：综合考虑当前市场交投活跃度和未来市场情况，假设 2020-2022 年市场股票基金日均交易量（单边）分别为 6500 亿元、7000 亿元和 7500 亿元。公司深化核心区域市场渗透，股基市场份额稳步提升，2019 年为 1.20%。未来公司加大长三角区域布局，有望提升市占率，假设公司 2020-2022 年股基市场份额为 1.24%、1.28%、1.3%。2019 年行业佣金率为 0.029%，测算公司佣金率为 0.029%（=（代理买卖证券业务净收入+交易单元席位租赁净收入）/股票基金交易量），我们判断未来仍有一定的下行压力，假设公司 2020-2022 年佣金率为 0.028%、0.0275%和 0.027%。
2. 投行业务：公司投行业务区域特色较为鲜明，我们认为伴随投行各条线监管政策优化改革落地，未来业务规模有望进一步增长。假设 2020-2022 年公司 IPO 业务规模增速分别为 25%、20%和 20%，债券业务规模增速分别为 10%、5%和 5%；再融资业务规模分别为 4 亿元、6 亿元和 9 亿元；并购重组和财务顾问业务收入分别为 2 亿元、2.3 亿元和 2.5 亿元。
3. 投资业务：公司自营以债券投资为主，权益投资资源可调配空间较大，兼顾收益和风险平衡。根据公司年报，2019 年末债券类投资规模 306 亿元，股票投资规模 7.36 亿元（不包括非交易性权益工具）。假设 2020-2022 年债券类投资规模分别为 330 亿元、370 亿元和 400 亿元，权益投资规模分别为 8 亿元、10 亿元和 12 亿元。
4. 资管业务：伴随资管新规推进，公司已经持续清理通道类业务产品，并积极增加主动投资规模。根据公司公告，2019 年末集团全口径集合资管规模 102 亿元，定向资管规模 883 亿元，专项资管规模 501 亿元。预计 2020-2022 年集合资管规模为 110 亿元、120 亿元和 130 亿元，专项资管规模为 530 亿元、560 亿元、600 亿元，定向资管规模下降至 750 亿元。
5. 资本中介业务：两融业务规模与市场风险偏好及交投活跃度密切相关，假设 2020-2022 年融资融券业务市场总规模分别为 0.9 万亿、1 万亿和 1.05 万亿元。2019 年末公司两融业务市占率为 1.29%，考虑到公司积极推动长三角区域布局，市占率有望提升，假设 2020-2022 年业务市场份额分别为 1.32%、1.34%和 1.36%。股票质押业务在经历风险暴露后续持续收缩，2019 年末表内股票质押融出资金规模较年初下降 34%，规模已压缩到 95 亿元。我们认为未来公司将进一步强化风险准入，预计 2020-2022 年市场股票质押业务融出资金年复合增速为-10%。
6. 管理费率：券商管理费用具有一定刚性。公司 2019 年管理费用率 42%，2018 年管理费用率 46%。我们认为未来伴随收入增长，虽然员工薪酬增长将驱动管理费用上升，但管理费率将维持基本稳定。假设公司 2020-2022 年管理费率分别为 42%、41%和 40%。
7. 增值税率和所得税率：参考历史情况，假设公司增值税率为 3%。根据税法金融类企业按照 25%缴纳企业所得税，假设公司的所得税率 25%。

**图表40：东吴证券盈利预测假设**

单位：亿元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经纪业务</b>				
日均股基交易额（亿元）	5,599	6,500	7,000	7,500
公司股票基金市场份额	1.2%	1.24%	1.28%	1.3%
佣金费率	0.029%	0.028%	0.0275%	0.027%
<b>投行业务</b>				
IPO 承销金额（亿元）	44	55	66	79
IPO 承销规模增速	91%	25%	20%	20%
再融资承销金额（亿元）	1.2	4	6	9
债券承销金额（亿元）	926	1018	1070	1123
债券承销规模增速	230%	10%	5%	5%
<b>投资业务</b>				
权益及其他类规模（亿元）	7	8	10	12
固定收益类规模（亿元）	306	330	370	400
<b>资管业务</b>				
集合资管规模（亿元）	102	110	120	130
定向资管规模（亿元）	883	750	750	750
专项资管规模（亿元）	501	530	560	600
<b>资本中介业务</b>				
公司两融市场市占率	1.29%	1.32%	1.34%	1.36%
市场两融市值规模	10,193	9,000	10,000	10,500
股票质押融出资金规模	95	86	77	69
<b>指标项目</b>				
管理费率	42%	42%	41%	40%
增值税率	3%	3%	3%	3%
有效税率	25%	25%	25%	25%

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

预计 2020-2022 年归属母公司净利润分别为 11.03 亿元、12.58 亿元和 14.41 亿元，同比分别+6%、+14%和+15%。2020-2022 年 EPS 分别为 0.28 元、0.32 元和 0.37 元，对应 PE 分别为 27 倍、24 倍和 21 倍。2019 年公司分红比例为 49%，假设维持不变，且考虑公司 2020Q1 已完成配股募资，则 2020-2022 年 BPS 分别为 7.06 元、7.22 元和 7.42 元，对应 PB 分别为 1.10 倍、1.08 倍和 1.05 倍。

截至 2020 年 6 月 3 日，根据 Wind 一致预期，2020 年可比中型券商 PB 为 1.07-1.49 倍，中位数为 1.19 倍，平均数为 1.26 倍。参考行业可比券商估值，并综合考虑公司区位、战略、管理层及资源优势，给予公司 2020 年 PB 1.2-1.35 倍，对应合理股价 8.47 - 9.53 元。

**图表41：东吴证券可比公司 PE、PB Wind 一致预期**

机构	代码	EPS(2020E)	BPS (2020E)	PE (2020E)	PB (2020E)
兴业证券	601377.SH	0.27	5.32	21	1.10
长江证券	000783.SZ	0.35	5.23	18	1.19
国元证券	000728.SZ	0.32	7.55	26	1.07
方正证券	601901.SH	0.17	4.85	42	1.45
国金证券	600109.SH	0.45	7.24	24	1.49
<b>中位数</b>				<b>24</b>	<b>1.19</b>
<b>平均数</b>				<b>26</b>	<b>1.26</b>

注：按 2020 年 6 月 3 日收盘价计算，2020 年估值为 Wind 一致预期

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表42: 东吴证券盈利预测表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>一、营业收入</b>	<b>4,165</b>	<b>5,130</b>	<b>5,447</b>	<b>5,940</b>	<b>6,687</b>
手续费及佣金净收入	1,779	2,002	2,147	2,286	2,437
经纪业务手续费净收入	807	1,050	1,087	1,111	1,124
投资银行业务手续费净收入	627	625	721	805	905
资产管理业务手续费净收入	160	161	175	192	208
利息净收入	-587	328	358	388	430
投资净收益	1,980	1,907	1,985	1,957	2,103
对联营企业和合营企业的投资收益	17	73	80	92	92
公允价值变动净收益	-63	-437	-429	-143	82
汇兑净收益	4	-6	11	12	13
其他收益	23	12	14	15	17
其他业务收入	1,030	1,326	1,362	1,426	1,605
<b>二、营业支出</b>	<b>3,779</b>	<b>3,794</b>	<b>4,014</b>	<b>4,286</b>	<b>4,791</b>
税金及附加	35	37	39	44	50
管理费用	1,933	2,175	2,451	2,673	3,009
减值损失	785	259	179	149	134
其他业务成本	1,026	1,323	1,345	1,420	1,598
<b>三、营业利润</b>	<b>385</b>	<b>1,336</b>	<b>1,432</b>	<b>1,654</b>	<b>1,896</b>
加: 营业外收入	1	4	29	24	26
减: 营业外支出	7	6	0	0	0
<b>四、利润总额</b>	<b>379</b>	<b>1,333</b>	<b>1,462</b>	<b>1,678</b>	<b>1,922</b>
减: 所得税	29	354	334	387	442
<b>五、净利润</b>	<b>350</b>	<b>979</b>	<b>1,127</b>	<b>1,292</b>	<b>1,480</b>
减: 少数股东损益	-11	-58	24	34	39
归属于母公司所有者的净利润	361	1,037	1,103	1,258	1,441
<b>六、每股收益</b>	<b>0.12</b>	<b>0.35</b>	<b>0.28</b>	<b>0.32</b>	<b>0.37</b>

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

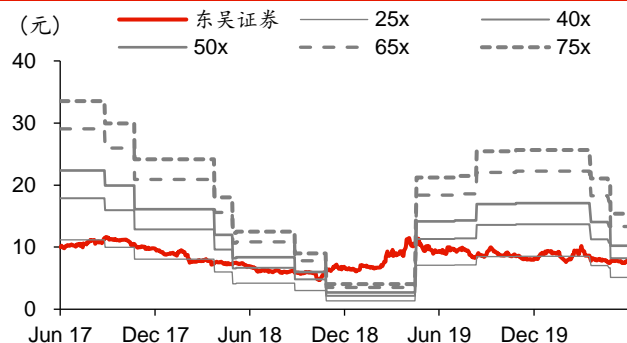
## 风险提示

1、政策推进不如预期。证券行业业务开展受到严格的政策规范，政策推进不及预期将影响行业改革转型进程及节奏。

2、市场波动风险。证券公司业务与股市及债市环境高度相关，来自股市及债市的波动将会影响证券公司业绩。

## PE/PB - Bands

图表43: 东吴证券历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表44: 东吴证券历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 免责声明

### 分析师声明

本人，沈娟、陶圣禹，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 针对美国司法管辖区的声明

#### 美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 所有权及重大利益冲突

分析师沈娟、陶圣禹本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。



## 重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

## 法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司