

财富管理空间广阔，综合金融奋进新征程

浙江东方(600120)

摘要：

从金融领域业务成长性和服务实体经济政策导向的角度，我们看好财富管理业务和面向企业的综合金融服务两个赛道。本文从浙江民间财富体量、浙江东方的金控转型历程、公司激励制度优势等角度入手，分析浙江东方相比于其他金控平台的竞争优势。

主要观点：

▶ 地处浙江省共同富裕示范区，财富管理空间巨大

浙江省经济发展程度较为发达，民营经济极具活力，为财富管理、股权投资提供了理想的客户基础和企业客户资源。浙江省正处于优越的政策时间窗口，公司作为省属金控可以抓住时机做强做优做大支持共同富裕。巨大的民间财富，为公司开展财富管理业务提供了广阔的空间。

▶ 一体化综合金融服务平台，助区域产业转型升级

2017年重组完成后，公司在原有融资租赁、私募业务基础上，获得了信托、期货、保险三块极有价值的金融牌照，转型成为省内唯一的国有上市金控平台。

公司通过浙金信托、大地期货、中韩人寿、国金租赁、东方产融、般若财富、东方嘉富等金融和投资类子公司开展业务，为客户提供多层次全方位的资产管理服务；此外，公司还持有永安期货、华安证券、硅谷天堂等企业股权。

多张金融牌照赋予浙江东方丰富的金融工具，可以服务生产制造的全生命周期，满足企业成长全过程的大部分金融需求。浙江东方可发挥综合金融服务的资源协同功能，提升金融服务质效，率先落实长三角一体化国家战略。

▶ 市场化激励机制鼓励业务创新，是企业高速发展的内核驱动

浙江东方秉承市场化用人机制，且总部充分保证各参控股金融企业的自主权和灵活性，业务一线人员的激励机制较同业具有竞争力。优越的用人制度为企业培养人才、留住人才提供了有力保障，人才团队的业务开拓和创新能力也持续提升。

▶ 依托定增扩规模，权益乘数放大业务优势，盈利空间广阔

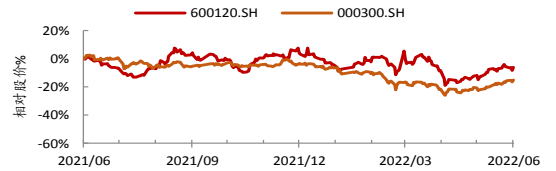
本次定增为公司旗下浙金信托扩大业务规模与加快业务转型奠定了基础，有助于满足信托行业监管部门对净资本的要求，有助于信托业务转型发展和竞争实力提升。正在推进的中韩人寿引战也即将落地，随着影响力的进一步增强，决策效率也随之提升，未来将更好发挥牌照优势、股东资源优势以及长三角一体化的区位优势提升发展动能。

整体来看，公司的权益乘数10年来一直在3倍以内，2021

评级及分析师信息

评级：买入
上次评级：首次覆盖
目标价格：5.03
最新收盘价：3.91

股票代码：600120
52周最高价/最低价：4.88/3.36
总市值(亿)：113.25
自由流通市值(亿)：113.25
自由流通股数(百万)：2,896.32



分析师：魏涛

邮箱：weitao@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070003

分析师：罗惠洲

邮箱：luohz@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520070004

*实习生任禹凡为本报告重大贡献者

年约为 2.2 倍，相比于综合金融平台均值 5.83 倍，浙江东方的杠杆率提升空间很大，权益乘数放大业务优势，盈利空间广阔。

投资建议

考虑到公司综合金融版图稳步扩展，未来有望实现以“大资管”为核心的一流国有上市金控集团战略目标，打造持牌金控平台，我们预计公司 2022-2024 年分别实现营业收入 194.37、204.09、220.42 亿元，分别同比增长 10.00%、5.00%、8.00%；2022-2024 年分别实现归母净利润 7.19、8.08、10.72 亿元，分别同比增长 9.55%、12.38%、32.74%；2022-2024 年 EPS 分别为 0.21、0.24、0.31 元（以定增后股本计），对应 2022 年 7 月 7 日收盘价 3.91 元的 PE 分别为 15.76X、14.02X、10.56X 倍。

浙江东方最新的 PB 约 0.85 倍，估值性价比高。由于金控平台涉及业务板块众多，根据主要业务属性，采用分部估值参考同业可比公司的方法，浙金信托、中韩人寿、大地期货+11.43%永安期货、国金租赁、般若财富和东方产融的静态市值加总约为 171.93 亿元，对应定增后目标价 5.03 元/股（定增后股本 34.15 亿股），首次覆盖给予“买入评级”。

风险提示

宏观经济：当前处于经济周期下行阶段，叠加疫情反复、国际局势的不确定性，公司经营情况可能遭受一定的扰动。

集团战略方面：《金融控股公司监督管理试行办法》对企业申请金控牌照做了资产规模和实缴注册资本两方面的规定，公司的资产规模与注册资本都与监管要求存在一定差距，公司打造以“大资管”为核心的一流国有上市金控集团的战略目标或将放缓节奏。

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(亿元)	158.59	176.70	194.37	204.09	220.42
YoY (%)	35.23	11.42	10.00	5.00	8.00
归母净利润(亿元)	9.03	6.56	7.19	8.08	10.72
YoY (%)	12.47	-27.34	9.55	12.38	32.74
毛利率 (%)	4.72	4.18	3.10	3.05	5.75
每股收益(元)	0.41	0.23	0.21	0.24	0.31
ROE	7.25	4.88	4.22	4.29	5.44
市盈率	12.54	17.26	15.76	14.02	10.56

资料来源：wind，华西证券研究所

其中，2022 年及以后的每股收益是按照定增满募后的股本 34.15 亿股计算。

正文目录

1. 金融领域两大高速发展赛道：财富管理和面向企业的综合金融服务.....	5
1.1. 财富管理蓝海：居民大类资产配置的权益化大势所趋	5
1.2. 企业金融服务：支持产业转型升级符合政策导向	8
1.3. 浙江东方：三大优势驰骋两大赛道	9
2. 财富管理区位优势：浙江省共同富裕示范区，民间财富体量可观.....	10
2.1. 立足本源：民间财富是财富管理业务的土壤	10
2.2. 树大根深：深耕多年的客户资源+国企口碑+股东实力	12
2.3. 浙金信托：家族信托特色，财富传承与协同业务并行	14
2.4. 中韩人寿：稀缺寿险牌照，增加金融服务维度	15
2.5. 般若财富：资产配置和基金代销新平台，集团协同终端	16
3. 企业金融服务：金融工具丰富，服务生产制造全生命周期，助力产业转型升级.....	17
3.1. 优化布局：乘国企改革东风，多种金融业态协同“聚是一团火”	18
3.2. 同气连枝：更了解浙江企业的金融需求和发展痛点	19
3.3. 大地期货：大宗商品风险管理 护航实体经济	20
3.4. 国金租赁：助力重点产业转型升级	21
3.5. 东方产融：投资实力有目共睹，产业布局前瞻	22
4. 制度优势：市场化激励机制鼓励业务创新，是企业高速发展的内核驱动.....	23
5. 依托定增扩规模，权益乘数放大业务优势，盈利空间广阔.....	25
5.1. 转型初见成效：营收稳定，杠杆率提升空间大	25
5.2. 奋进新征程：发力财富管理和综合金融服务	26
5.3. 定增增资信托公司，业务扩张可期	27
5.4. 增资寿险公司，助力提升公司核心能力	29
6. 盈利预测和投资建议.....	31
6.1. 盈利预测	31
6.2. 分部估值和投资建议	31
7. 风险提示.....	33

图表目录

图 1	10 年期国债收益率*、1 年期银行理财预期收益率、1 年以下（含 1 年）非证券投资类信托产品预期年收益率、余额宝年化收益率（单位：%）	5
图 2	各金融业态的资产管理规模（单位：万亿元）	6
图 3	我国居民资产结构（单位：万亿元，%）	6
图 4	美国居民资产结构（单位：十亿美元，%）	7
图 5	各省份的 A 股上市公司数量和总市值	11
图 6	浙江东方发展历程	12
图 7	浙江国贸主营构成（单位：亿元）	13
图 8	浙金信托经营情况	14
图 9	中韩人寿保费收入（单位：亿元）	15
图 10	中韩人寿总资产（单位：亿元）	15
图 11	浙江省企业数量的三大产业分布（单位：万家）	17
图 12	浙江省注册资本的三大产业分布（单位：亿元）	17
图 13	浙江东方金融业务版图	19
图 14	浙江国贸产业布局	20
图 15	大地期货经营情况	21
图 16	国金租赁的 ROE 与金融租赁行业的比较	21
图 17	东方产融子平台及业务布局	22
图 18	浙江东方的市场化人才机制框架	23
图 19	东方嘉富公司的股权架构	24
图 20	浙江东方近十年业绩表现	25
图 21	浙江东方近十年财务指标表现	25
图 21	浙江东方 2021 年营收构成	25
图 22	浙江东方近十年营收结构（单位：万元）	25
图 23	浙江东方“十四五”期间总体战略	26
表 1	不同金融业态中，财富管理赛道的估值均较高	7
表 2	围绕中国经济发展需求、经济体制改革的资产市场相关政策梳理	8
表 3	各省及直辖市的人均 GDP、人均存款（部分）	10
表 4	浙江省在 A 股各个板块的上市企业数量和总市值	11
表 5	浙江东方前十大股东持股情况（2022 年一季报）	13
表 6	浙江东方投资的部分企业	18
表 7	浙江东方及其他综合金融公司的权益乘数	27
表 8	浙江东方本次定增的时间表	28
表 9	浙江东方盈利预测	31
表 10	浙江东方各金融资产的同业估值比较（单位：亿元）	32

1. 金融领域两大高速发展赛道：财富管理和面向企业的综合金融服务

我们看好金融领域的财富管理和面向企业的综合金融服务两大赛道。因为财富管理业务既符合金融普惠性服务更多的人，又顺应了居民大类资产配置向权益产品转移的大方向。而面向企业的综合金融服务则是我国经济动能转换背景下的政策导向，也是金融机构落实服务实体经济的职责所在。

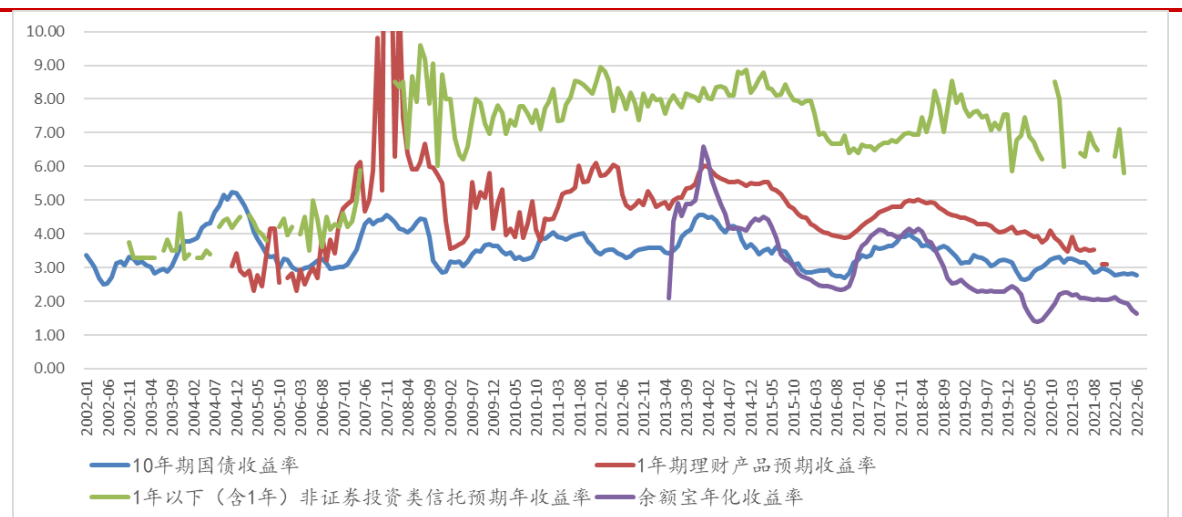
相比于其他金控平台或单一金融业态的企业，浙江东方具备三大优势——1) 浙江省是我国共同服务示范区，民间财富巨大，财富管理业务空间广阔。2) 多个金融牌照，可以提供“一站式”、丰富的综合金融服务。3) 浙江东方秉承市场化用人机制，灵活的激励机制为企业注入活力，人才团队创新能力有望进一步提升。

1.1. 财富管理蓝海：居民大类资产配置的权益化大势所趋

自 2018 年 4 月 27 日《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》发布以来，我国金融机构资产管理的结构发生了重大变化。资管新规一方面打破多层嵌套，有效控制了影子银行的乱象和风险；另一方面打破理财产品刚性兑付，引导居民从自身风险承受能力、投资类型、资产配置、历史净值表现等多方面因素来考核产品风险，树立“卖者尽责、买者自担”的投资理念。

2021 年底，资管新规三年多的过渡期结束。此前难以穿透底层资产的融资渠道逐渐减少、畸高的“无风险收益率”下降，居民大类资产配置格局悄然变化，企业融资从多层嵌套的银行表外转向直接融资。从金融业态的角度，29 家银行理财子公司获批筹建、25 家开业运营，保险资管公司达 33 家，以公募基金为代表的标准化净值型业务得到快速增长，而以信托、券商资管为代表的非标业务迎来主动管理转型。

图 1 10 年期国债收益率*、1 年期银行理财预期收益率、1 年以下（含 1 年）非证券投资类信托产品预期年收益率、余额宝年化收益率（单位：%）

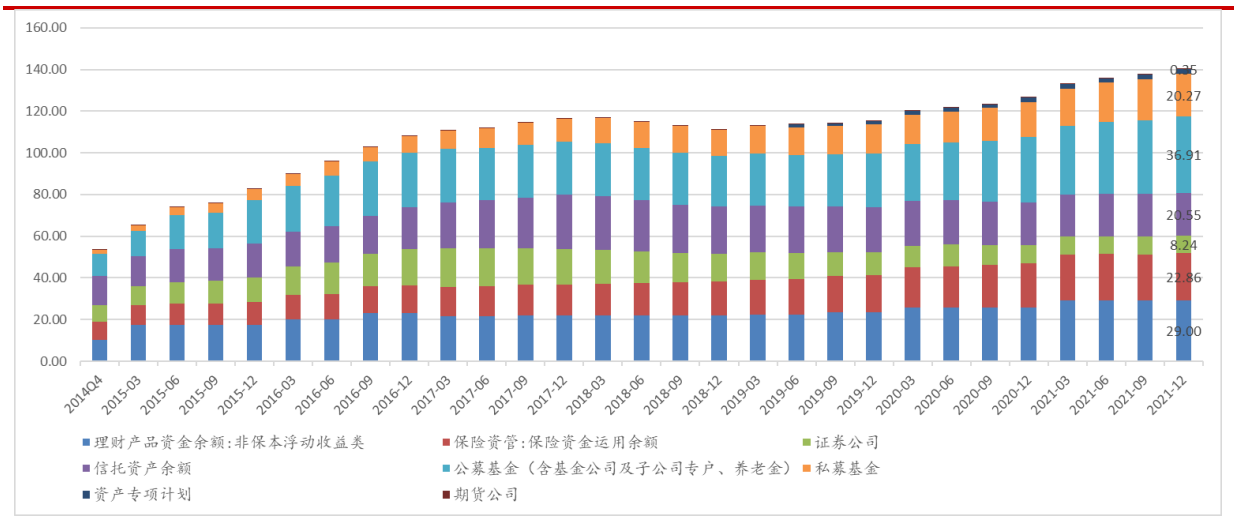


资料来源：中国货币网、中债估值中心、天弘基金管理有限公司、Wind、华西证券研究所

*10 年期国债收益率的 2015 年之前数据由 10 年期国债到期收益率代替

根据基金业协会的数据，截至 2021 年底，国内资管产品市场规模合计 140.8 万亿元，较 2020 年年末增长约 13.62 万亿元，同比+11%，存量规模持续扩容。

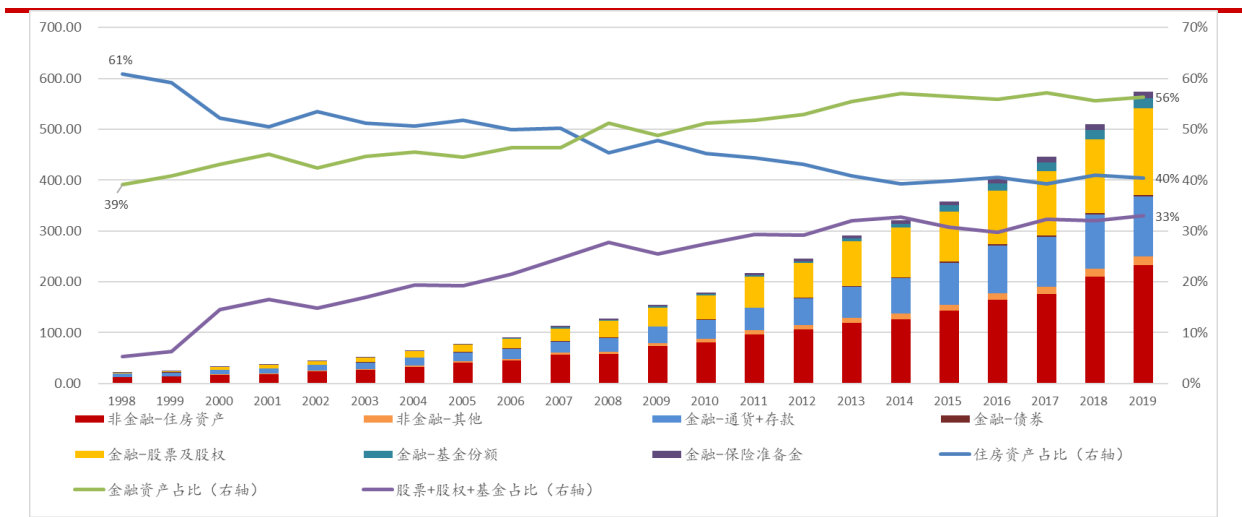
图 2 各金融业态的资产管理规模（单位：万亿元）



资料来源：中国理财网、银保监会、基金业协会、华西证券研究所

随着“房住不炒”政策和银行理财产品净值化，居民资产配置从投资性房地产和保本型理财产品向净值化金融产品转移。从社科院的数据可以看出，我国居民资产从 1998 年的 21.42 万亿元增加至 2019 年 574.96 万亿元。期间，住房资产占比从 61% 下降至 40%，相应地，金融资产占比从 39% 提升至 56%。其中尤为瞩目的是，股票+股权+基金的占总资产比例合计从 5.2% 提高至 33%，占金融资产 59%。

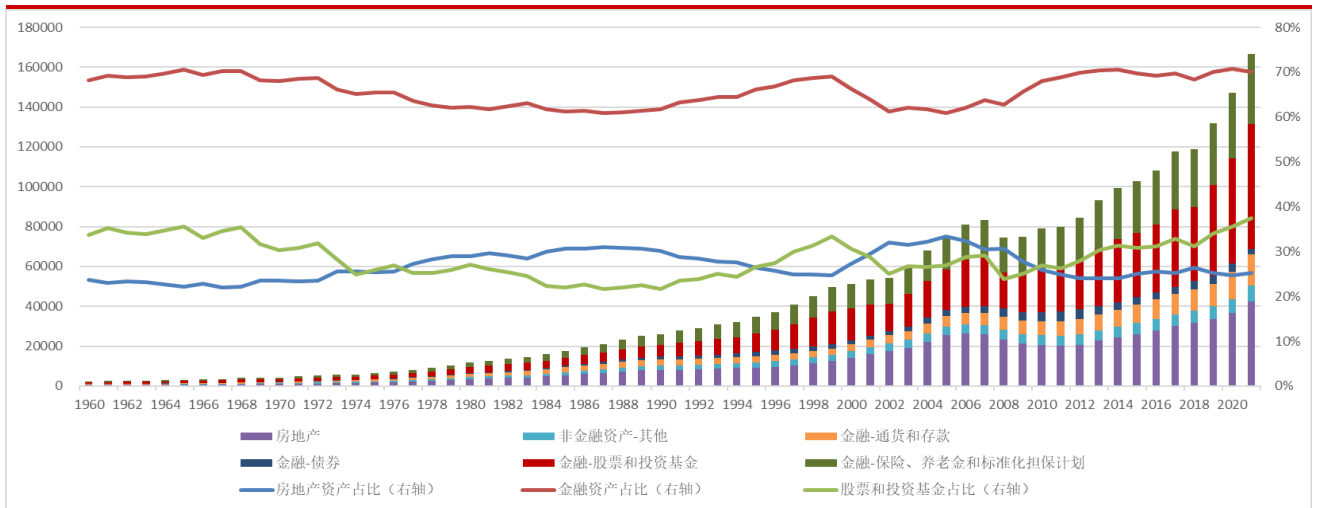
图 3 我国居民资产结构（单位：万亿元，%）



资料来源：中国社会科学院，华西证券研究所

对标美国，我国居民金融资产占比仍有较大提升空间。2021 年，美国家庭的房地产资产占比约 25%、金融资产占比 70%，其中股票和基金投资占比 37%。

图 4 美国居民资产结构 (单位: 十亿美元, %)



资料来源: 美国经济分析局, Wind, 华西证券研究所

如果以发展眼光来看, 假定未来十年我国居民总资产复合年化增长率在 6%, 金融资产占比从 56% 提升至 65%, 其中股票+股权+基金投资占金融资产比例提升至 70% (即占总资产的 46%)。那么 (2019 年数据的) 十年之后, 2029E 我国居民总资产达 1030 万亿元, 其中, 金融资产达 669 万亿元 (隐含 CAGR 为 7.5%), 股票+股权+基金投资规模达 468 万亿元 (隐含 CAGR 为 9.5%)。

表 1 不同金融业态中, 财富管理赛道的估值均较高

证券代码	证券简称	市净率 PB (MRQ)	证券代码	证券简称	市净率 PB (MRQ)
600919.SH	江苏银行	0.68	300059.SZ	东方财富	5.59
601009.SH	南京银行	0.93	000776.SZ	广发证券	1.32
002142.SZ	宁波银行	1.68	600958.SH	东方证券	1.42
600926.SH	杭州银行	1.18	601878.SH	浙商证券	1.80
601128.SH	常熟银行	1.04	002939.SZ	长城证券	1.60
601838.SH	成都银行	1.23	002797.SZ	第一创业	1.87
601166.SH	兴业银行	0.66	601995.SH	中金公司	2.72
000001.SZ	平安银行	0.86	601456.SH	国联证券	2.03
600036.SH	招商银行	1.36		8 家券商平均	2.29
	9 家平均	1.07		48 家券商平均	1.60
	42 家上市银行平均	0.70			

资料来源: Wind, 华西证券研究所

财富管理兼具权益市场流动性/企业直接融资的承接能力, 和基金产品门槛 (2018 年以前门槛 5 万元) 降低的普惠金融属性。国内财富管理行业的空间大、增速快, 是极具成长性的业务赛道。因此, 对于同样的金融业态, 市场给财富管理业务属性强的公司一定估值溢价。也就是说, 谁能在财富管理赛道拔得头筹, 就有望获得更高的估值。

1.2. 企业金融服务：支持产业转型升级符合政策导向

随着国内经济发展进入“新常态”，经济增长的市场环境、资源要素条件都在发生变化。经济动能的新旧转换、生产要素配置的市场化、国际国内双循环、碳达峰碳中和的实现、支持专精特新企业、解决“卡脖子”技术等发展目标，都需要资本市场的深度参与。金融机构作为重要中介，服务实体经济转型升级既是职责，也是符合政策导向的重大机遇。

我国经济动能转换，需要发展新技术、新产业、新业态、新模式。这样的“新”，大部分孕育在中小企业、或大型企业的新兴业务当中。类似的，具备专业化、精细化、特色化、新颖化特征的“专精特新”企业也多指能够支撑未来产业链的中小企业。

因此，中小企业的融资、供应链管理、产业聚合等需求，就是金融机构服务实体经济最佳的切入口。相应的金融机构业务条线分别为，债券融资、股权投资、IPO 及再融资，设备租赁、信托投资、对生产资料期货套保、供应链金融，企业客户资源匹配、并购重组等。由此可见，能够为企业客户提供一站式综合金融服务的金控平台或集团将更有优势。

表 2 围绕中国经济发展需求、经济体制改革的资产市场相关政策梳理

日期	事件
2015/10/18	习主席接受路透社采访时指出“中国经济发展进入新常态，正经历 新旧动能转换 的阵痛，但中国经济稳定发展的基本面没有改变”。
2015/11/10	习主席在中央财经领导小组会议上的讲话，提出推进经济结构性改革，在适度扩大总需求的同时，着力加强 供给侧结构性改革 ，着力提高供给体系质量和效率，增强经济持续增长动力，推动我国社会生产力水平实现整体跃升。
2017/10/18	十九大报告明确指出，经济体制改革以完善产权制度和 要素市场化配置 为重点。深化国有企业改革，发展混合所有制经济，培育具有全球竞争力的世界一流企业。全面实施市场准入负面清单制度，清理废除妨碍 统一市场 和公平竞争的各种规定和做法，支持民营企业发展，激发各类市场主体活力。深化金融体制改革，增强金融服务实体经济能力， 提高直接融资比重，促进多层次资本市场 健康发展。
2018/11/5	习主席在第一届上海进博会发言，宣布在上交所设立科创板并试点注册制。
2019/7/22	科创板正式开市，首批 25 只科创板股票开始交易。
2020/3/30	党中央、国务院印发《关于构建更加完善的 要素市场化配置 体制机制的意见》，分类提出土地、劳动力、资本、技术、数据五个要素领域的改革方向和具体举措，部署完善要素价格形成机制和市场运行机制。
2020/4/10	中央财经委会议提出，要构建以国内大循环为主体、国内国际 双循环 相互促进的新发展格局。
2020/8/24	创业板注册制首批 18 家企业上市。
2020/9/13	央行发布《金融控股公司监督管理试行办法》。规范金融控股公司有序发展，引导围绕实体经济的产业链金融的繁荣，金融将在更深层次和实体经济融合，从而能够更高质量地服务实体经济。
2020/9/22	习主席在联合国大会上宣布，中国力争 2030 年前二氧化碳排放达到峰值，努力争取 2060 年前实现 碳中和 目标。

2021/7/16	全国碳排放权交易市场开市。
2021/9/2	习主席在 2021 年中国国际服贸交易会全球服贸峰会致辞，宣布继续支持中小企业创新发展，深化新三板改革，设立北京证券交易所。
2021/9/3	北京证券交易所有限责任公司成立。
2021/11/15	北交所正式开市，首批 81 家上市企业中 10 家新股、71 家精选层平移。
2021/11/23	财政部、工信部联合印发《关于支持“ 专精特新 ”中小企业高质量发展的通知》。
2021/12/21	国务院公布《要素市场化配置综合改革试点总体方案》。
2022/4/10	国务院发布《关于加快建设全国统一大市场的意见》。意见明确，加快建立全国统一的市场制度规则，打破地方保护和市场分割，打通制约经济循环的关键堵点，促进商品要素资源在更大范围内畅通流动。

资料来源：中国政府网，Wind，华西证券研究所

1.3. 浙江东方：三大优势驰骋两大赛道

浙江东方系浙江国贸集团旗下的核心企业，公司成立于 1988 年，于 1997 年在上交所上市（600120.SH），是浙江省第一家国有上市金控平台。公司的控股股东为浙江省国际贸易集团有限公司，实际控制人为浙江省国资委。

2017 年重组完成后，浙江东方在原有融资租赁、私募业务基础上，获得了信托、期货、保险三块极有价值的金融牌照，成为浙江省国有上市金控平台，实现了从传统外贸企业到省属国有上市金控平台的跨越式发展。

相比于其他金控平台或单一金融业态的企业，**浙江东方具备三大优势——**

- 1) **区位优势**：浙江省是我国共同富裕示范区，民间财富巨大，财富管理业务空间广阔。
- 2) **牌照优势**：多个金融牌照，可以提供“一站式”的、丰富的综合金融服务。
- 3) **机制优势**：浙江东方秉承市场化用人机制，灵活的激励机制为企业注入活力，人才团队创新能力有望进一步提升。

2. 财富管理区位优势：浙江省共同富裕示范区，民间财富体量可观

2.1. 立足本源：民间财富是财富管理业务的土壤

浙江省经济发展较为发达，民营经济极具活力，为财富管理、股权投融资提供了理想的客户基础和企业客户资源。2021年，浙江省GDP 7.35万亿元，位居全国第四；金融业增加值 6159亿元，占GDP总量约 8.38%。人均GDP 11.39万元，人均存款 10.32万元，均位居全国第五。类比一般企业，人均GDP和人均存款体现了浙江省居民生产工作的利润表和资产负债表。

浙江省内营商环境优质、民营企业数量多、创业氛围浓厚，相应地，财富传承需求大、对理财投资的接受程度高。

表 3 各省及直辖市的人均 GDP、人均存款（部分）

排名	省份	人均 GDP 万元	排名	省份	人均存款 万元
1	北京	18.39	1	北京	22.27
2	上海	17.38	2	上海	17.13
3	江苏	13.73	3	天津	11.83
4	福建	11.75	4	辽宁	11.04
5	浙江	11.39	5	浙江	10.32
6	天津	11.32	6	江苏	8.81
7	广东	9.87	7	山西	8.2
8	重庆	8.70	8	河北	8.09
9	湖北	8.66	9	吉林	8.08
10	内蒙古	8.53	10	黑龙江	7.72
11	山东	8.18	11	广东	7.69
12	陕西	7.54	12	陕西	7.41
13	安徽	7.04	13	内蒙古	7.16
14	湖南	6.93	14	山东	7.10
15	江西	6.55	15	重庆	6.95

资料来源：国家统计局，中国人民银行，华西证券研究所

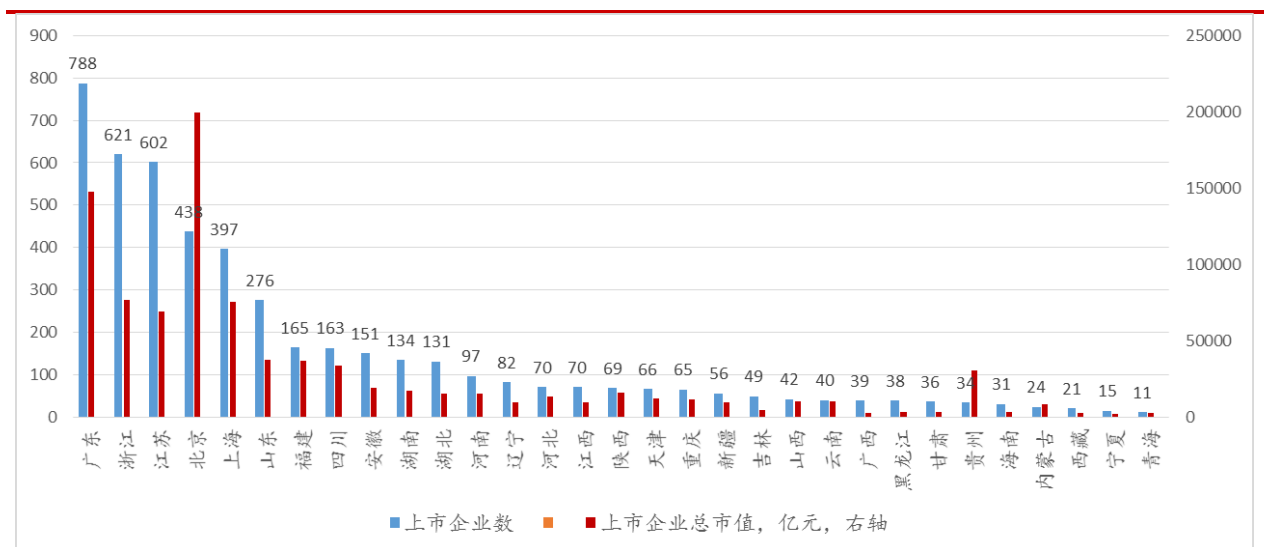
截至 2022 年 6 月末，浙江省拥有 A 股上市公司 604 家，位居全国第二；“凤凰计划”发挥上市公司在产业中的引领推动作用，助力企业在新经济形势下积蓄核心实力。巨大的民间财富，为公司开展财富管理业务提供了广阔的空间。

表 4 浙江省在 A 股各个板块的上市企业数量和总市值

上市板	家数	总市值 亿元	浙江省上市企业数	浙江省上市企业总市值 亿元	浙江省企业数占比	浙江省市值占比
上交所主板	1657	491009	267	35546	16%	7%
上交所科创板	432	56045	37	4047	9%	7%
深交所主板	1480	237586	167	26428	11%	11%
深交所创业板	1152	122187	145	10669	13%	9%
北交所	100	2094	5	35	5%	2%
总计	4821	908921	621	76725	13%	8%

资料来源：Wind，华西证券研究所，数据截至 2022-7-1

图 5 各省份的 A 股上市公司数量和总市值



资料来源：Wind，华西证券研究所，数据截至 2022-7-1

不仅如此，浙江省还处于优越的政策时间窗口，居民财富仍有极大上升空间。公司作为省属金控可以抓住时机做强做优做大支持共同富裕。2021 年 5 月，中共中央、国务院印发《关于支持浙江高质量发展建设共同富裕示范区的意见》。2022 年 3 月，央行、银保监会、证监会、外汇局、浙江省政府联合发布《关于金融支持浙江高质量发展建设共同富裕示范区的意见》。发展目标是，到 2025 年，浙江省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；到 2035 年，浙江省高质量发展取得更大成就，基本实现共同富裕。

浙江东方作为省属国有金控平台，借助省内民间财富巨大的地域特色，聚合多牌照金融业务协同优势，更好满足客户多元化资产配置需求。浙金信托从财富传承特色的角度，般若财富作为金控集团协同终端，协同建设财富管理新高地。

浙江东方创新性地启用围绕客户需求的业务条线管理模式，未来财富客户只操作单一入口，即可获得包括资产配置、基金交易、信托产品等综合金融服务。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

2.2. 树大根深：深耕多年的客户资源+国企口碑+股东实力

从进出口贸易、工业制造、地产开发，再到不断增多的金融业态，浙江东方的发展与浙江省的经济发展共脉搏。尽管浙江东方是在 2017 年重组完成后，才获得信托、期货、保险三块金融牌照，但这三大金融业态面向浙江省的金融服务已深耕多年。1993 年成立的浙商金汇信托、1995 年成立的大地期货、2012 年成立的中韩人寿，将多年以来的优质客户服务聚合浙江东方的金融影响力和客户资源，另一方面浙江东方及大股东的国企口碑为三种金融业态提升客户信任。

在财富管理领域，信任比黄金更宝贵。浙江东方的股东背景和国企口碑，让委托人、投资者、投保人更易接受服务，面向不同客群和不同需求的财富管理业务更易开展。

图 6 浙江东方发展历程



资料来源：公司官网，华西证券研究所

浙江东方的第一大股东浙江国贸，持股比例达 48.52%，前十大流通股股东还有浙盐集团、中央汇金等大型国企。浙江国贸是浙江省国资委下属从事商贸流通、金融服务、医药健康产业的大型控股集团，旗下各级控股企业 300 余家，参股多家上市公司，在岗职工近 2 万人。2021 年列中国企业 500 强第 289 位。

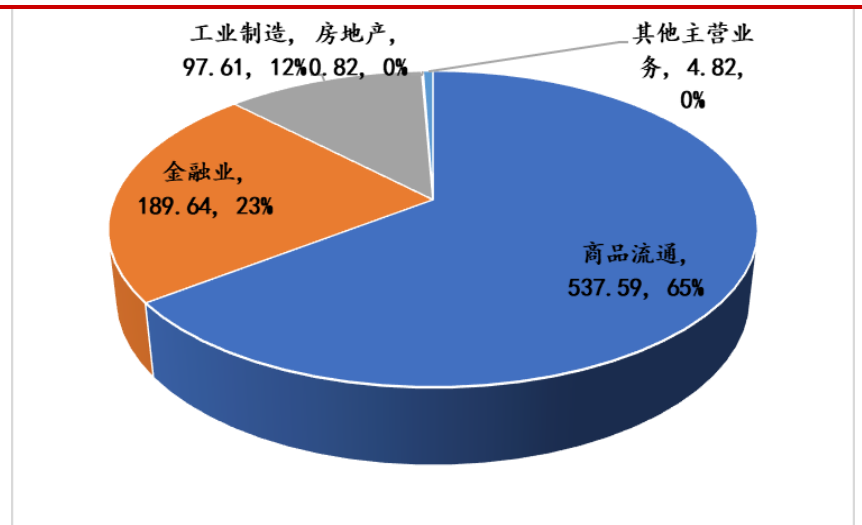
表 5 浙江东方前十大股东持股情况 (2022 年一季报)

排名	股东名称	持股数量 (万股)	占总股本比例 (%)
1	浙江省国际贸易集团有限公司	140525.27	48.52
2	浙江浙盐控股有限公司	8715.98	3.01
3	中央汇金资产管理有限责任公司	3012.56	1.04
4	香港中央结算有限公司	2443.48	0.84
5	芜湖华融融斌投资中心(有限合伙)	2403.88	0.83
6	嘉实中证金融资产管理计划	1791.16	0.62
7	陈穗强	1438.00	0.50
8	吴晓阳	1392.33	0.48
9	启元尊享 2 号私募证券投资基金	1343.00	0.46
10	启元尊享 1 号私募证券投资基金	1322.00	0.46
	合 计	164387.66	56.76

资料来源: Wind, 华西证券研究所

大股东浙江国贸的资金实力雄厚。2021 年, 浙江国贸实现营业总收入 842.65 亿元、归母净利润 16.16 亿元, 且经营数据在 2022 年一季度实现较快增长 (营业总收入 yoy+17.38%、归母净利润 yoy+27.92%)。2022 年一季度末, 浙江国贸的总资产 1503.19 亿元, 净资产为 451.15 亿元。从营收结构来看, 商品流通、金融业和工业制造构成浙江国贸的营收主要来源, 商品流通、金融业和工业制造在营收中的占比分别为 65%、23%、12%。

图 7 浙江国贸主营构成(单位: 亿元)



资料来源: 公司 2021 年年报, 华西证券研究所

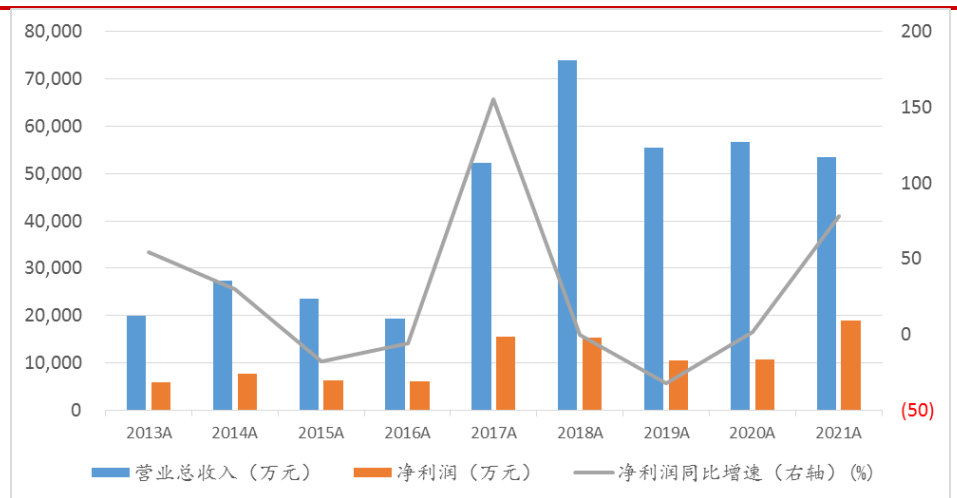
2.3. 浙金信托：家族信托特色，财富传承与协同业务并行

浙江东方旗下的浙金信托是**浙江省属唯一信托公司**，增资 16.99 亿元后注册资本提升至 28.8 亿元，浙江东方对浙金信托的持股比例由原先的 78% 增至 87.01%，第二大股东和第三大股东是中金公司（持股 10.33%）和传化集团（持股 2.66%）。

浙金信托的家族信托业务特色鲜明、发展迅速，并且具有区位优势，高净值客户潜力巨大。2018 年开始布局，组建了家族信托团队，建立了“家业鼎丰”家族信托品牌，荣获“2021 卓越竞争力家族信托管理公司”。截至 2021 年末，浙金信托管理的家族信托规模已达到 225 亿元，形成了资金型家族信托、家族股权（股票）信托、境外税务居民受益人信托（美国、加拿大、澳洲、新加坡、英国等）、保险金信托等多种业务类型，为具有风险隔离、财富传承、财富管理需求的高净值客户提供专业的受托人服务，逐步构建起了以客户为核心的全流程高效能服务平台。同时，浙金信托积极开展慈善信托业务，探索推动慈善信托和家族信托的融合互动发展，引导先富者参与慈善捐赠，传导“财富向善”，为共同富裕下的第三次分配畅通可行路径。

此外，浙金信托充分发挥自身资源优势，协同金控牌照下多项资产，逐步形成家族信托（+慈善信托）、五大类资金信托（特殊资产投资信托、证券投资信托、基础产业及不动产信托、资产配置信托、私募股权投资信托）、服务信托的“1+5+1”核心业务，各类创新产品陆续成立。此次定向增发有利于持续信托公司的稳健经营，进一步扩宽与大型金融机构的业务合作。

图 8 浙金信托经营情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

从经营情况来看，浙金信托经营效率超出同业，增资收益可观。2020 年末行业平均每单位注册资本取得的信托业务收入为 0.28 元，浙金信托为 0.38 元，资本利用率超出同业 35.71%。2020 年浙金信托的信托报酬率为 0.78%，在 68 家信托公司中排名第 10 位，处于行业上游水平。2021 年，浙金信托全年实现利润总额 2.54 亿元，同比+78.35%；净资产 41.72 亿元，同比+82.73%。

浙金信托将充分利用本次增资资金，凭借更高质量的经营效率和更丰厚的信托报酬率，进一步提升业务规模，提高盈利能力。

2.4. 中韩人寿：稀缺寿险牌照，增加金融服务维度

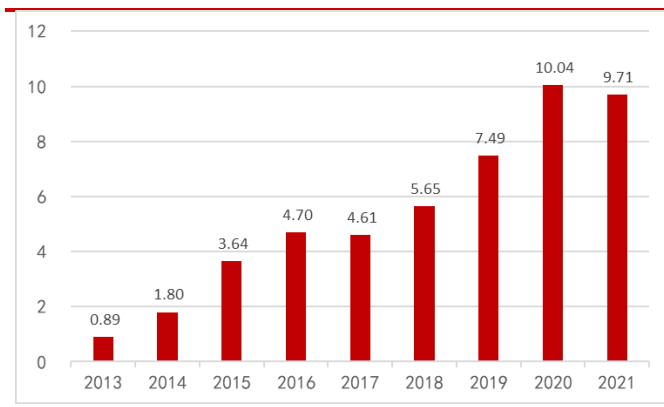
当前中国已成为世界第二大保险市场，与前期高速发展态势和目前市场规模相对的，是我国的保险行业已经进入到深度分化的发展时期，中小险企既面临挑战，也迎来转型发展的机遇。寿险牌照在当下仍然具有稀缺性，全国仅有 78 张寿险牌照。中韩人寿作为金控平台的核心牌照，推动金融、科技、健康共同发展。

中韩人寿成立于 2012 年，是唯一一家注册和运营总部都在浙江的全国性寿险公司。中韩人寿坚持深耕浙江，立足长三角，面向全中国的战略定位，致力于成为个人及家庭风险保障、财富管理及健康服务全生命周期的品质保险供应商，目前已经在浙江、江苏和安徽构建了完整的保险生态，为客户提供普惠金融和差异化增值服务。通过稳健发展个险渠道、策略发展银保渠道、创新拓展多元化渠道，实现公司业务价值最大化。中韩人寿以数字化创新为特色，充分利用科技手段提高产品设计能力和运营效率，实现大数据精准定价和风控，为客户提供高性价比、可持续的风险保障。结合浙江省建设共同富裕示范区的特色，中韩人寿充分发挥保险服务民生和助力实体经济发展的作用，以惠民类创新产品为载体，以科技为手段，逐步打造“保险+科技”、“保险+服务”的示范样板。此外，公司在投资方面非常注重基础能力建设和股东资源协同，专注高价值、规范化资产管理、稳健审慎，实现长期稳定回报。

中韩人寿成立以来一直稳健发展，特别是 2019 年下半年，公司进行大刀阔斧的改革，完善公司治理结构和运营机制，明确新的发展战略和业务定位，引入市场化职业经理人团队，制定科学的授权管理和激励机制，稳步提升投资和资产负债管理能力，公司迈入快速发展轨道。2020 年虽然寿险行业受到疫情影响新业务出现负增长，但是中韩人寿仍然保持较快增速，原保费增长 34%，个险新单标保增幅 30%。2013 年至 2020 年八年间，资产总额复合年均增长率为 31.4%，营业收入复合年均增长率为 45.1%，保险业务收入复合年均增长率为 41.3%，投资收益复合年均增长率为 59.4%。

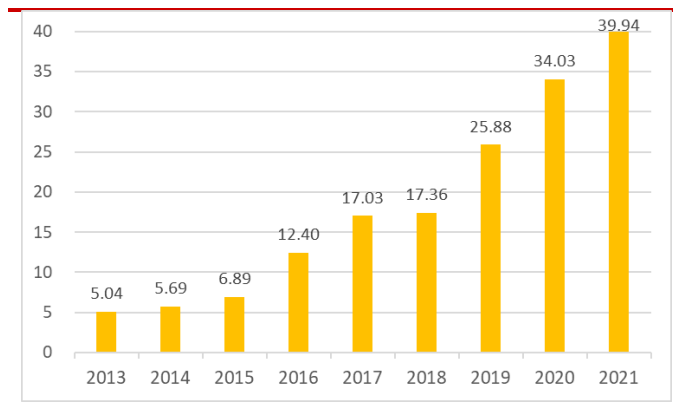
2021 年，中韩人寿仍然保持较好的增长态势，整体价值保费同比增长 30%，个险渠道新单价值率 66%，提升 20 个百分点。投资及资产负债管理能力稳步提升，累计实现会计收益 2.14 亿元。

图 9 中韩人寿保费收入（单位：亿元）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 10 中韩人寿总资产（单位：亿元）



资料来源：Wind，华西证券研究所

2020 年下半年，中韩人寿股东成立工作小组启动增资引战工作。经过 20 余月的历程，股东接洽了 90 余家投资人，背景涵盖医疗、养老、健康、互联网、金融机构、国资平台等多个领域。2022 年 3 月，浙江东方发布公告，竞争性谈判和增资协

议签署已完成。此次中韩人寿拟增加注册资本 15 亿元，合计释放 41.68%股权。其中，中方原股东浙江东方出资 3.03 亿元，外资股东韩华生命保险株式会社不参与此次增资。

一旦该股权变更及增资方案获得监管部门批准，中韩人寿将成为浙江省唯一一家国资股东为主的全国性寿险公司。浙江东方的持股比例 33.33%，为第一大股东；外资股东韩华生命持股比例由目前的 50%降至 24.99%；5 家新引入股东为长兴金控、温州国金、温州电力、温州交发、证裕投资持股比例将分别为 20.23%、5.52%、5.49%、5.49%和 4.95%。

增资引战后，中韩人寿在战略、投资、治理和人才等四个方面取得长足进步未来，中韩人寿发展也将深度结合自身的牌照优势、股东的资源优势以及长三角一体化的区位优势 and 浙江省打造共同富裕示范区的政策优势，以助力建设共同富裕示范区为发展目标，建立具有“共富特色”的寿险公司。

2.5. 般若财富：资产配置和基金代销新平台，集团协同终端

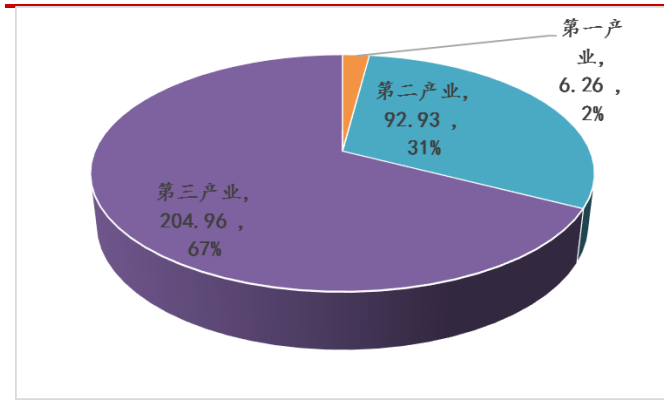
般若财富成立于 2002 年，是国内最早注册成立的财富管理公司。般若财富是浙江东方的全资子公司，集团拥有 100%的股份。目前，**般若财富积极争取资产配置类牌照，力求实现资产多元化配置**，计划开展跨资产类别配置投资业务，成为聚合浙江东方多牌照金融业务的客户终端，更好满足高净值客户的多元化资产配置需求。般若财富未来将成为浙江东方核心财富协同平台，成为金控集团的客户管理中心，为集团融融协同发展助力。

般若财富可以促进集团融融协同，提升公司金融服务能力。般若财富旗下杭州济海上线类固定收益、不良资产管理、宏观对冲、CTA、股票多头等五大差异化优质产品。般若已实现集团内外多项协同，包括与浙金信托、大地期货、基金投资、浙商资产等多项协同合作，未来通过深度挖掘产业数据，共享销售渠道，实现资源进一步的整合。

3. 企业金融服务：金融工具丰富，服务生产制造全生命周期，助力产业转型升级

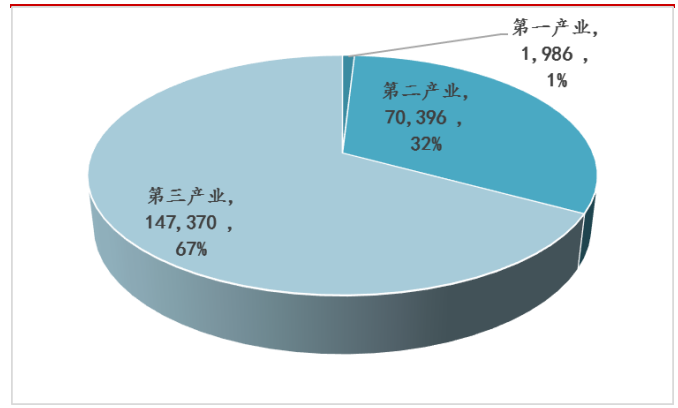
浙江省内营商环境优质、民营企业数量多、创业氛围浓厚。截至 2022 年 6 月末，浙江省拥有 A 股上市公司 604 家，位居全国第二。截至 2021 年末，浙江省有存量企业 317.54 万家，存量注册资本合计 24.13 万亿元。存量企业中 93.96% 为民营企业。第一产业的企业数量占比 2%、第二产业占 31%、第三产业占 67%。

图 11 浙江省企业数量的三大产业分布（单位：万家）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 12 浙江省注册资本的三大产业分布（单位：亿元）



资料来源：Wind，华西证券研究所

在我国经济动能转换背景下，面向企业的综合金融服务既是政策导向，也是金融机构服务实体经济的职责所在。尤其金控公司，其发展路径依托实体经济的产业链金融繁荣，金控公司的多种金融业态在更深层次和实体经济融合，从而在企业金融服务、助力产业转型升级的过程中具备竞争优势。地方金控凭借丰富的金融工具，将有效改善创新成长型企业资产负债结构，支持社会直融体系发展。

在服务中小企业的融资、供应链管理、产业聚合等方面，浙江东方已有大量探索。公司金融业态丰富，涵盖债权融资、股权融资等融资工具。东方产融的投资实力有历史业绩佐证，在新兴产业的赛道选择极具前瞻性，专精特新企业也有所涉及。

东方产融通过东方嘉富、燕园方融、东方联力等子平台，在医药、半导体、新能源、电子通信、信息技术等方面均有布局：已投项目中芯国际、亚虹医药、泽璟制药、容百科技、寒武纪、当虹科技、国盾量子、臻镭科技在科创板成功上市，华绿生物、兰卫医学在创业板成功上市，泉峰汽车、确成股份、宁波水表在主板成功上市，晶合集成科创板注册批复已下发，中信科移动获科创板过会。此外，**公司还持有永安期货、华安证券、硅谷天堂等企业股权。**

表 6 浙江东方投资的部分企业

代码	简称	投资方式	所属行业	简介
002415. SZ	海康威视	本级直投	计算机	全球视频监控龙头
600927. SH	永安期货	本级直投	非银金融	期货行业绝对龙头
688005. SH	容百科技	基金投资	电力设备	正极材料龙头供应商
688256. SH	寒武纪-U	基金投资	电子	AI 芯片设计领域先行者
688039. SH	当虹科技	基金投资	计算机	超高视频服务商
688023. SH	安恒信息	基金投资	计算机	新型安全服务龙头
688027. SH	国盾量子	基金投资	通信	量子通信产业化开拓者
688981. SH	中芯国际	基金投资	电子	晶圆代工领先企业
603982. SH	泉峰汽车	基金投资	汽车	汽车零部件领先企业
688266. SH	泽璟制药-U	基金投资	医药生物	抗肿瘤新药领军企业
688176. SH	亚虹医药-U	基金投资	医药生物	抗肿瘤创新药企业
积极推进资本运作	狮丹努集团	本级直投	服装制造	服装业驰名商标走全球化战略
688270. SH	臻镭科技	基金投资	芯片设计	2022 年成功登陆科创板
300970. SH	华绿生物	基金投资	种植业与林业	菇类工业化种植龙头
科创板 IPO 批文下发	晶合集成	基金投资	半导体	从事 12 英寸晶圆代工业务
科创板 IPO 过会	中信科移动	基金投资	移动通信	从事移动通信国际标准制定的唯一一家央企控股高新技术企业

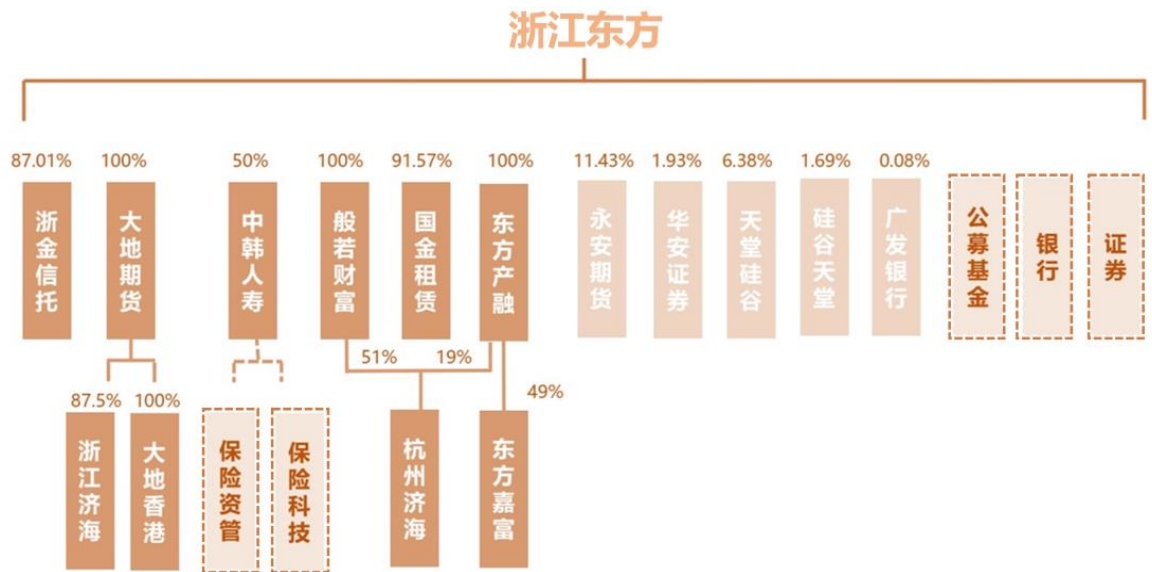
资料来源：Wind，公司公告，华西证券研究所

3.1. 优化布局：乘国企改革东风，多种金融业态协同“聚是一团火”

按照浙江省委省政府的部署，2015 年 10 月 9 日，浙江东方启动重大资产重组项目。通过资产注入推进金融资产整合，向控股股东国贸集团发行股份购买其持有的浙金信托 56% 股权、大地期货 87% 股权及中韩人寿 50% 股权，并于 2017 年 6 月正式完成资产重组，同时募集配套资金 12 个亿增资信托与保险。

2017 年重组完成后，浙江东方在原有融资租赁、私募业务基础上，获得了信托、期货、保险三块极有价值的金融牌照，成为浙江省第一家也是目前唯一一家国有上市金控平台，实现了从传统外贸企业到省属国有上市金控平台的跨越式发展。

图 13 浙江东方金融业务版图



资料来源：公司公告，华西证券研究所

浙江东方控股子公司 24 家，参股公司 20 余家，核心业务涉及金融及类金融等领域，大体完成了多元化金融业务布局，发挥出金融牌照协同优势。除了在公募、银行、证券，以及保险的资管和科技这两个细分赛道方面集团的控制稍弱，信托、期货、寿险、融资租赁等金融版图已经完整。

多张金融牌照赋予浙江东方丰富的金融工具，股权投资、租赁、信托、期货、财富管理、寿险等金融业态可以服务生产制造的全生命周期，满足企业成长全过程的大部分金融需求。

协同是金控集团的核心竞争力。为最大程度发挥金融牌照效应，浙江东方成立协同机制领导小组，创新性出台业务协同管理办法、积分激励制度和业务协同奖励办法，建立常态会协同会议机制，不断推动金控平台内部业务创新发展。依托大股东国贸集团在金融服务、医药健康、商贸流通等方面的产业优势和资源，深入挖掘协同潜力，与浙商资产、国贸云商、英特集团、康恩贝等外部协同进一步加强，共享发展的协同生态圈进一步深化。

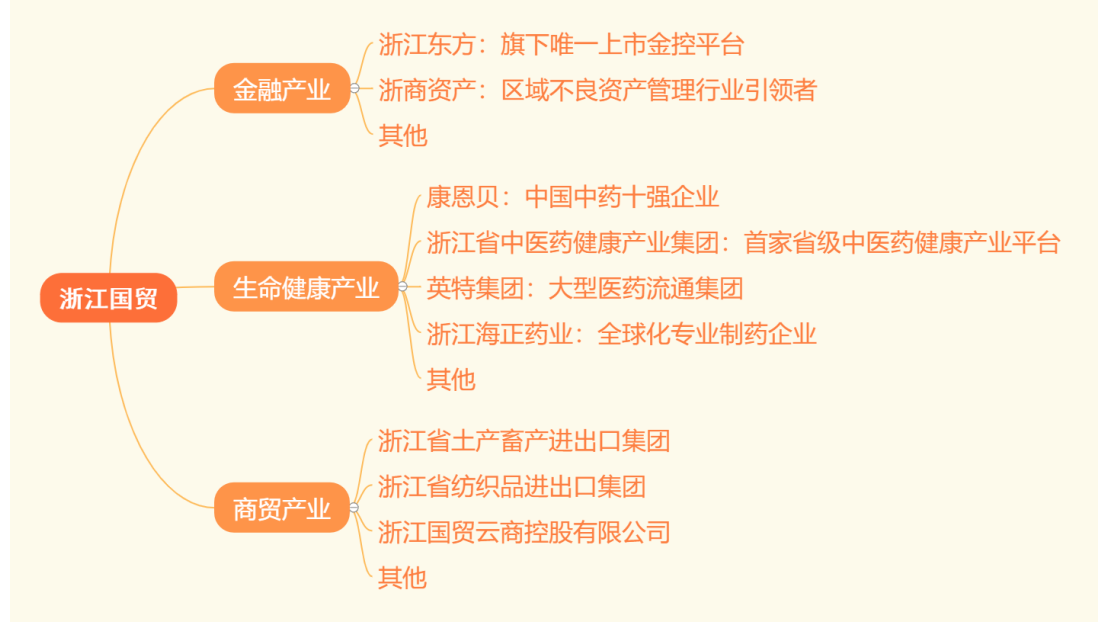
3.2. 同气连枝：更了解浙江企业的金融需求和发展痛点

浙江东方先后开展过进出口贸易、工业制造、地产开发，以及金融服务，在主业调整和发展战略方面，与浙江省的经济发展共脉搏。不仅如此，大股东浙江国贸则有更为广阔的产业布局，主要在金融、生命健康、商贸三大板块。

浙江东方及股东的业务履历，体现了浙江省经济发展不同阶段的时代特色，涵盖了浙江省大部分优势产业。因此，浙江东方对于浙江企业的发展痛点和金融需求有更为深刻的理解。公司与其他浙江企业同气连枝，在产业布局、供应链金融等方面已有多年合作经验。

浙江东方可以依托股东资源进行产融联动，更可以以此为契机进行更为广泛的企业客户培育。区域产业履历、文化认同、丰富的金融工具，将提升企业客户粘性。公司的股权投资、租赁、信托、期货、财富管理、寿险等金融业态可以服务生产制造的全生命周期，在企业成长全过程提供“一站式”、“陪伴式”金融服务。

图 14 浙江国贸产业布局



资料来源：公司公告，华西证券研究所

3.3. 大地期货：大宗商品风险管理 护航实体经济

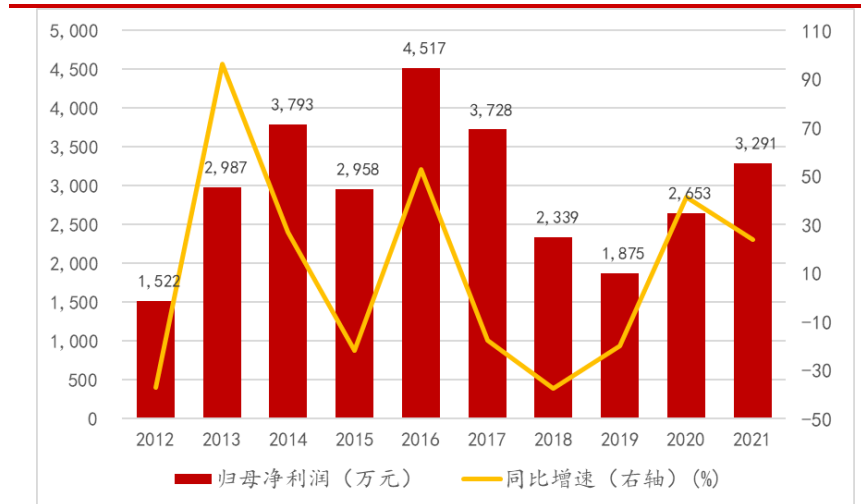
大地期货成立于 1995 年，是中国证监会核准设立的专业期货公司，浙江东方对其持股比例 100%。大地期货在全国产业集聚地和金融集聚地设有 16 家分支机构，并下设风险管理子公司 1 家、境外子公司 1 家，成为行业内首批获得风险管理牌照和较早探索全球化发展的期货公司之一。

大地期货的会员资质和业务资质齐全，是国内各大交易所会员单位，持有商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理、风险管理、境外期货投资等资质，为全球高净值客户和大宗商品实体企业提供一站式衍生品集成服务。

2021 年，大地期货发挥经纪牌照和风险管理牌照协同优势，建设大宗商品金融服务新格局。以创新风险管理工具和服务模式为抓手，深度参与纸浆、沥青、橡胶等拳头品产业链，力促产融结合，风险管理成效显著；以重要农产品和新型农业经营主体为重点，开展“保险+期货”项目，为期货服务“乡村振兴”打造经典样本，助力“共同富裕”。全年，大地期货实现营业收入同比增长 22.93%；利润总额同比增长 49.44%。

我国期货行业经过三十多年的发展，市场日益成熟，未来发展空间巨大。截至 2021 年底，中国期货公司总资产 1.38 万亿元（同比+40.8%），净资产 1614.46 亿元（同比+19.56%），四大主要业务经纪、投资咨询、资管、风险管理分别实现收入 314.98、1.76、12.14、2628.59 亿元，同比增长分别为 64.06%、39.68%、35.34%、35.34%。伴随《中华人民共和国期货和衍生品法》出台，大地期货将享受行业快速健康发展的红利，发挥各牌照优势，聚力谋发展、砥砺谱新篇，打造具有鲜明特色的国内一流衍生品集成商。

图 15 大地期货经营情况



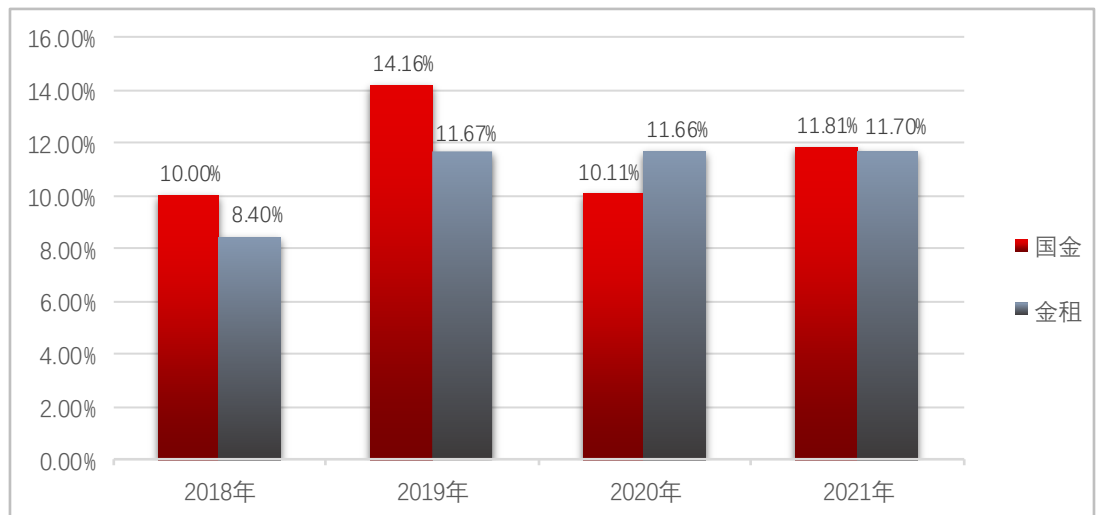
资料来源：Wind，华西证券研究所

3.4. 国金租赁：助力重点产业转型升级

浙江国金融资租赁成立于 2012 年，盈利能力位列浙江省国资租赁前三甲，连续多年荣获浙江省租赁业协会“优秀企业”、“奋进之星”、“行业诚信企业 A 级单位”等荣誉，从浙江 600 多家租赁公司中脱颖而出成为首批 18 家融资租赁行业发展指数样本单位之一。浙江东方对其持股比例为 91.57%。

国金租赁盈利能力出众，发展势头迅猛。2021 年度实现营收 3.7 亿元，利润总额 1.42 亿元，净利润首次破亿，净资产收益率为 11.81%。2017 年末—2021 年末，公司总资产、净资产、营业收入、净利润复合增长率分别达到 52.41%、24.85%、53.01%和 47.11%，主要业绩指标均实现多倍增长，平均净资产收益率在 10%以上。

图 16 国金租赁的 ROE 与金融租赁行业的比较



资料来源：同花顺数据库取自公布 ROE 的 38 家金融租赁公司，华西证券研究所

国金租赁始终坚持“以创新为引领，以医疗健康和公用事业为两翼驱动”的产业战略，立足浙江，重点支持山区 26 县，同时辐射长三角区域，通过系统化、专业化的项目全流程风险控制体系严守风险关，夯实高质量可持续发展之路。公司运用“租赁+医疗健康、租赁+绿色低碳、租赁+专精特新、租赁+协同创新”等多种方式服务新兴实体经济发展，并结合浙江国贸在产业布局上的资源优势和浙江东方在金融牌照上的协同优势，共建共富新生态、产融新业态、融融新模式。

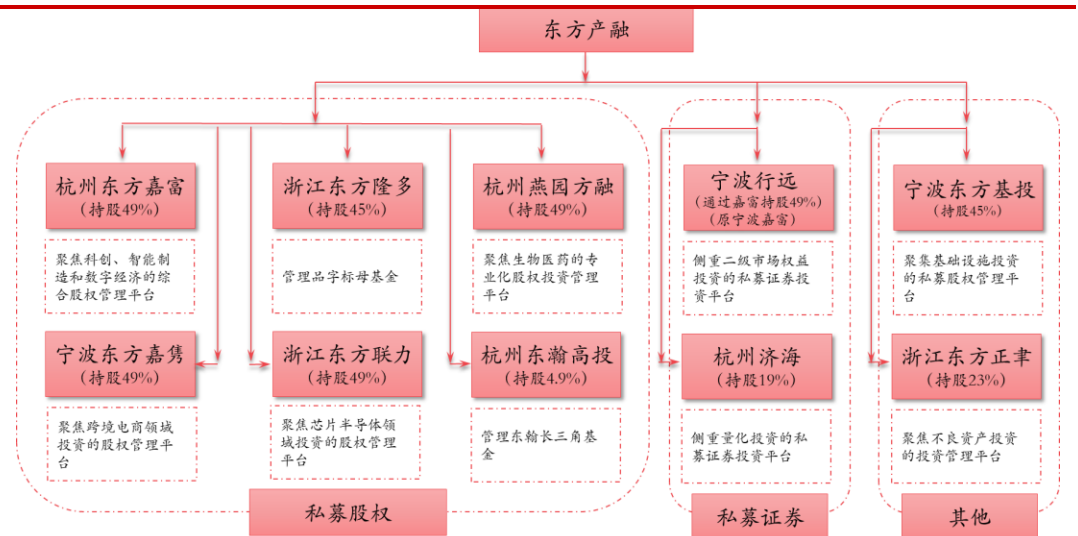
同时，国金租赁融资实现多元化发展，企业信用资质获得资本市场高度认可。2018 年-2021 年，公司融资模式已从以担保方式为主转变为以自主融资模式为主；授信合作银行增至 16 家，包括国有行、股份行、城/农商行等；授信规模逐年增加，自主授信总额增至 26.3 亿元，年均增幅高达 172.72%；融资渠道逐步升级，2019 年成功发行浙江国贸集团范围内首单 ABS。

3.5. 东方产融：投资实力有目共睹，产业布局前瞻

东方产融成立于 2005 年，浙江东方直接持股比例 100%。浙江东方集团依托东方产融开展资产管理业务，目前已形成以股权直投为业务中枢，以股权母基金为助推动力的主要业务格局。同时，公司正在积极探索其他资产类型，深化多产品线协同发展，着力培育多元化、强协同的基金业务链条，提升跨资产配置效能，打造具有差异化优势的特色另类资产投管平台。

作为集团旗下专业化运作的另类资产投管平台，**东方产融以市场化机制赋能**，通过灵活、科学的团队持股架构设计，最大限度发挥人才优势，有效激发团队活力，实现整体效益最大化。目前，公司旗下直接或间接参股的子平台合计 10 家，其中 6 家为私募股权基金管理公司，分别涵盖不同垂直行业领域；2 家为私募证券基金管理公司；2 家为其他另类资产投资管理公司。

图 17 东方产融子平台及业务布局



资料来源：公司公告，华西证券研究所

股权直投方面，东方产融及旗下基金业务板块聚焦优势行业、优质企业，抢占新兴产业发展高地，表现出优越的投资能力。目前为止，基金业务板块已投项目中，中芯国际、亚虹医药、泽璟制药、容百科技、寒武纪、当虹科技、国盾量子、臻镭科技在科创板成功上市，华绿生物、兰卫医学在创业板成功上市，泉峰汽车、确成股份、宁波水表在主板成功上市，晶合集成科创板注册批复已下发，中信科移动获科创板过会。基金业务板块前瞻性布局在资本市场逐渐显现出成效的同时，公司还保有大量优质资产储备蓄势待发。

浙江东方的国有上市企业运营经验，也为东方产融及旗下基金板块诚信稳定的运作打下良好基础，引领基金投资业务积极服务国家、地方战略，着力将战略红利转化为发展动能。例如，公司将主动落实金融服务实体经济高质量发展要求，以“金融资本+政府引导+产业赋能”为路径，强化优势产业、优质企业前瞻性布局，积极组建碳中和主题产业基金，抢抓“双碳”时代重大历史机遇。

经过多年市场化运作，东方产融及旗下基金业务板块亦获市场及业内广泛肯定。近三年所获的行业荣誉包括“2019 年度中国新锐 PE 投资机构 TOP10”、“2019 中国最佳新锐基金 TOP30”、“2020 中国最佳市场化母基金 TOP30”和“2020 年度 PE 基金最佳回报 TOP30”。

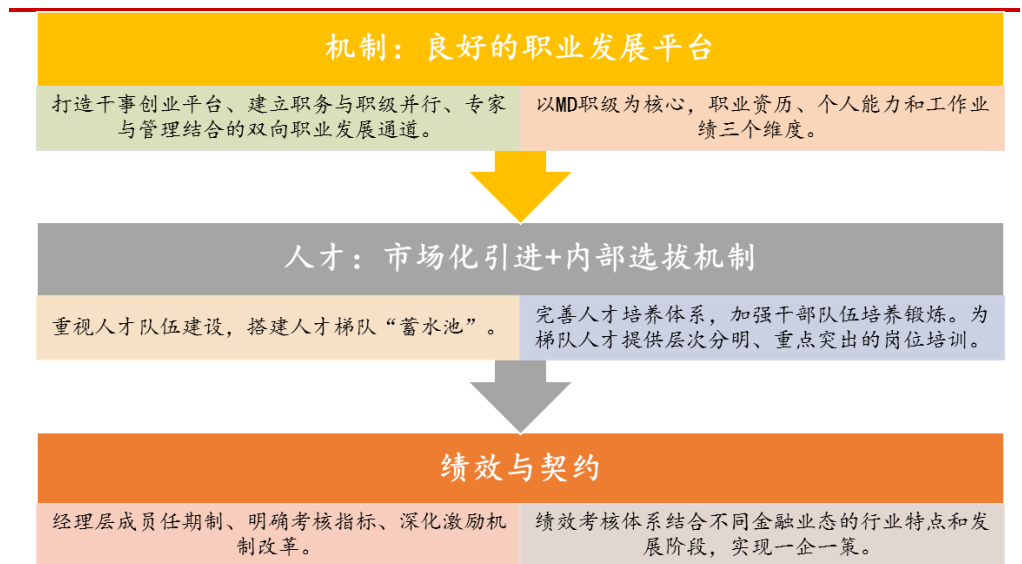
4. 制度优势：市场化激励机制鼓励业务创新，是企业高速发展的内核驱动

大股东浙江国贸的国资背景助力公司稳健前行，公司始终保持稳健的经营风格，具有强劲的资本实力，把握国企改革的发展机遇，依托市场化的体制机制，不断激发内生动力。

浙江东方秉承市场化用人机制，且总部充分保证各参控股金融企业的自主权和灵活性，业务一线人员的激励机制较同业具有竞争力。正是因为浙江东方灵活的激励机制和人才团队建设，公司投资能力和产业布局出众。公司聚焦优势行业，抢占新产业发展高地，表现出优越的业务拓展效率。优越的用人制度为企业培养人才、留住人才提供了有力保障，人才团队的业务开拓和创新能力也持续提升。

截至 2022 年 3 月底，公司在编正式职工 1460 人，符合《浙江省省属企业人才分类目录》人才 7 人，获评上城区金融人才 18 人，中高级职称人数 152 人，博士研究生 7 人，硕士研究生以上学历员工占比 23.29%。

图 18 浙江东方的市场化人才机制框架



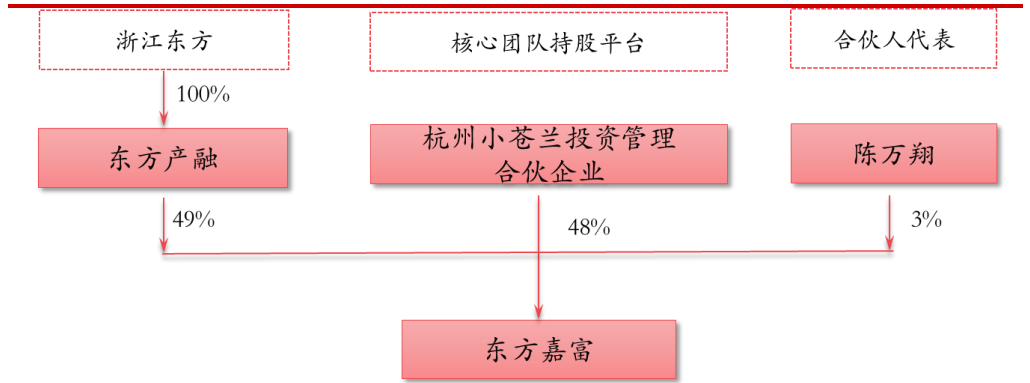
资料来源：公司公告，华西证券研究所

同时，公司也会根据不同金融业态的行业规律和发展阶段，匹配相应的激励机制。以浙江东方全资子公司东方产融为例，作为集团旗下专业化运作的另类资产投管

平台，东方产融以市场化机制赋能，通过灵活、科学的团队持股架构设计，最大限度发挥人才优势，有效激发团队活力，实现整体效益最大化。

公司旗下私募股权投资旗舰平台—东方嘉富，由国有大股东与专业管理团队联合发起设立，受益于市场化的股权架构，在绩效考核、员工激励方面拥有一定自由度和科学性，有助于激发人才团队的内生动力。经过多年管理运作，东方嘉富已成长为业内少数拥有独立的专职研究团队和三位一体的投后管理团队的私募基金管理公司。

图 19 东方嘉富公司的股权架构



资料来源：Wind 企业库，华西证券研究所

浙江东方在资金筹划、资源协同、薪酬激励等方面积极建立良性竞争机制；完善优化考核体系，充分发挥考核指挥棒的作用；调整绩效机制，争取做到一样的成本获得更多的回报、一样的回报付出更少的成本；探索容错纠错机制，鼓励各业务板块和干部员工卸下思想包袱，敢于打破阻碍发展的惯性思维和路径依赖，创造性开展工作。

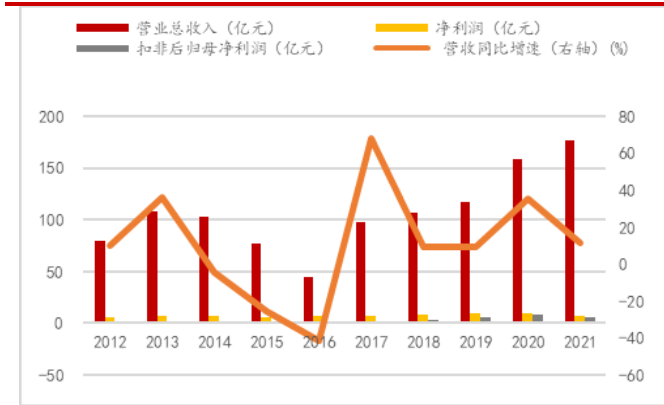
2021 年，浙江东方召开董事会审议通过《经理层成员任期制与契约化管理办法》等制度，推进公司经理层成员任期制和契约化管理。与此同时，公司持续积极探索应用中长期激励政策和工具，进一步向改革要动力、要活力。灵敏、运行高效、充满活力的市场化经营机制为公司跑出高质量发展的“加速度”提供强有力的支持。

5. 依托定增扩规模，权益乘数放大业务优势，盈利空间广阔

5.1. 转型初见成效：营收稳定，杠杆率提升空间大

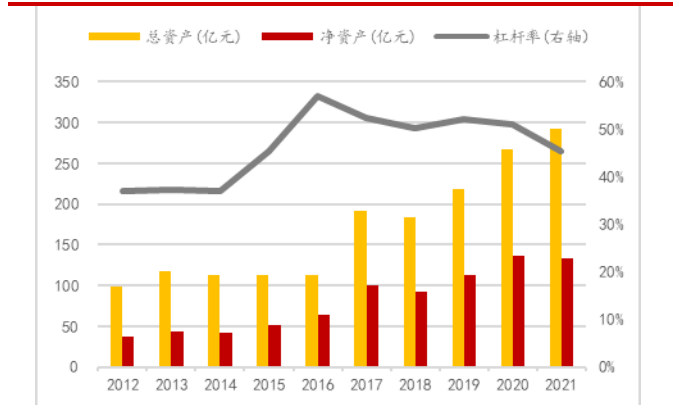
浙江东方有序推进金控平台的建设，自 2016 年以来保持营收稳定增长。近两年受新冠疫情影响，利润增速有所下降，但营业总收入近三年都维持着两位数的增长幅度。根据公司年度报告，2021 年公司营业总收入 176.70 亿元，同比+11.42%；扣非后归母净利润 5.81 亿元，同比-30.18%。

图 20 浙江东方近十年业绩表现



资料来源：Wind，华西证券研究所

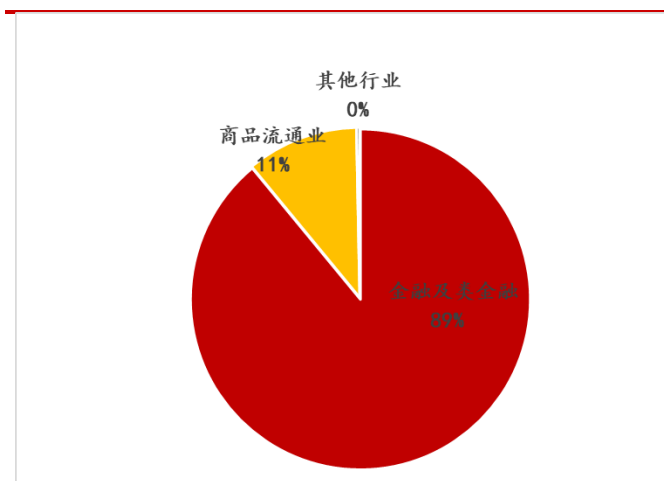
图 21 浙江东方近十年财务指标表现



资料来源：Wind，华西证券研究所

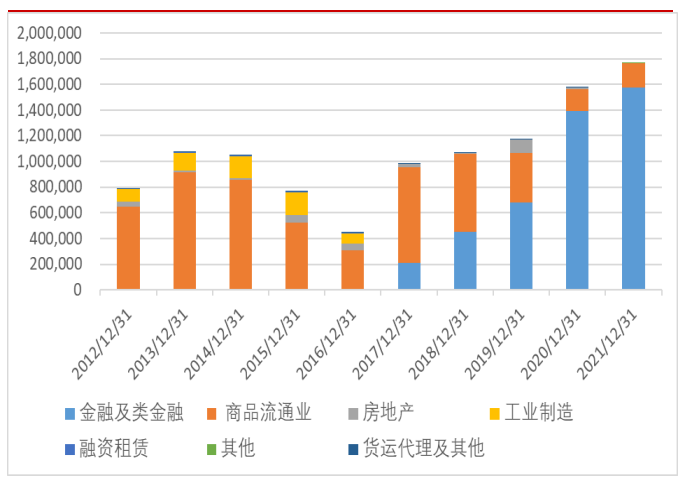
从财务指标来看，过去五年公司的加权 ROE 都维持在 10% 以上，资产负债率在 50% 左右的水平，资产周转率在 0.6 倍上下浮动。整体来看，公司的杠杆倍数 10 年来一直在 3 倍以内，2021 年约为 2.2 倍，公司的杠杆率提升空间很大，权益乘数放大业务优势，盈利空间广阔。

图 22 浙江东方 2021 年营收构成



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 23 浙江东方近十年营收结构（单位：万元）



资料来源：Wind，华西证券研究所

再从公司 2021 年的营收结构来看，金融业务板块已占据总营收的 90%左右。自从公司 2017 年完成资产重组，成立金控平台，金融业务营收占比从 20%左右一直稳步提升至 2021 年的 90%左右，公司转型金控平台比较成功。

5.2. 奋进新征程：发力财富管理和综合金融服务

2021 年 5 月，中共中央、国务院印发《关于支持浙江高质量发展建设共同富裕示范区的意见》。2022 年 3 月，央行、银保监会、证监会、外汇局、浙江省政府联合发布《关于金融支持浙江高质量发展建设共同富裕示范区的意见》。发展目标是，到 2025 年，浙江省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；到 2035 年，浙江省高质量发展取得更大成就，基本实现共同富裕。

浙江省正处于优越的政策时间窗口，公司作为省属金控可以抓住时机做强做优做大支持共同富裕。

在财富管理领域，浙江东方可以依托浙金信托、般若财富积极开拓市场、从江浙巨大的民间财富中持续发掘高净值客户资源，有针对性地开展资产配置服务、家族财富传承服务、公募私募产品代销服务。

在面向企业的综合金融服务方面，浙江东方可以借助浙江省民营企业氛围，率先落实长三角一体化国家战略，在科技、经贸、人才等方面与沪苏皖强强联合，推动协同共进；聚焦组织管控和资源协同两大中心的打造，提升战略管理、风险管理、资本管理、数字建设、人才管理、品牌管理六大能力，从而发挥综合金融服务的资源协同功能，提升金融服务质效。

图 24 浙江东方“十四五”期间总体战略



资料来源：公司公告，华西证券研究所

浙江东方于 2021 年发布的“十四五”期间战略规划，重点提出公司将致力于打造以“大资管”为核心，具有综合金融聚合力、投资管理创新力的一流国有上市金控

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

公司。通过持牌金控、生态金融、业务引领、能力聚合这四大整体战略，着力打造具有行业竞争力的国有上市金融控股集团。

浙江东方将“十四五”期间的战略目标拆解为近中远三步走：近期目标（2021-2022年），完善牌照布局，做实金控，夯实基础；中期目标（2023年-2025年），持续做大规模，形成特色，完成持牌；远期目标（2026年后），发挥持牌优势，能力领先，做强生态。

“十四五”期间，公司通过统一战略体系、提升风险管理、深化资本运作、创新市场化机制、打造品牌文化、强化数字建设这六大能力支撑，完成金融业务和投资业务两大管理体系的形成，以及组织管控中心和资源协同中心两大中心的建设。

5.3. 定增增资信托公司，业务扩张可期

2021年1月，浙江东方发布定增预案。同年8月，定增方案获证监会审核通过。本次非公开发行A股股票数量不超过519,058,371股（约5.19亿股），募集不超过24.275亿元。限售期6个月。募集资金中，16.992亿元用于增资浙金信托（2022年1月浙江东方已用自有资金完成增资），7.282亿元用于补充流动资金。本次发行完成后，省国贸集团持有公司的股份由48.38%下降至41.03%，仍为公司的控股股东，浙江省国资委仍为公司的实际控制人。

从杠杆使用情况来看，公司的杠杆倍数10年来一直在3倍以内，2021年约为2.2倍。参考同属综合金融领域的其他可比上市公司，平均权益乘数达到5.83倍，浙江东方的杠杆率提升空间大。我们预期公司依托定增扩大业务规模，同时提升权益乘数放大业务优势，盈利空间广阔。

表7 浙江东方及其他综合金融公司的权益乘数

证券代码	公司简称	权益乘数	总资产 亿元	净资产 亿元
600120.SH	浙江东方	2.25	299	133
000617.SZ	中油资本	10.42	9,766	937
600390.SH	五矿资本	3.18	1,523	479
600705.SH	中航产融	10.37	4,129	398
000987.SZ	越秀金控	6.11	1,571	257
002423.SZ	中粮资本	6.37	1,149	180
600643.SH	爱建集团	2.13	270	127
	均值	5.83		

资料来源：Wind，华西证券研究所

本次定增，为浙金信托扩大业务规模与加快业务转型奠定了基础。浙金信托是浙江东方的控股子公司，也是浙江省属唯一国有信托公司，浙江东方持股比例为87.01%。浙金信托近年来因为整个行业受到资管新规的严格约束，业务受到一定限制，业绩受到一定影响。但随着信托行业下行趋势企稳，并且公司坚持创新发展，拥有区位优势，未来业绩或将持续回升。

本次非公开发行将有助于提升公司资本规模，为公司各项业务持续发展提供有力的资本支持，有助于公司继续推动战略转型，进一步提升公司的核心竞争力和盈利能力。公司将努力实现业务规模和利润稳步增长，为股东带来良好的投资回报。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

表 8 浙江东方本次定增的时间表

时间	事件	备注
2021.01.20	公司发布公告《非公开发行 A 股股票预案》	本次非公开发行计划募集资金总额不超过 29.27 亿元（含），其中 16.99 亿元用于对浙金信托增资。
2021.01.20	公司第九届董事会第三次会议审议通过了《关于公司非公开发行 A 股股票方案的议案》	
2021.02.05	公司 2021 年第一次临时股东大会审议通过定增议案	
2021.07.02	公司第九届董事会第八次会议审议通过了《关于调整公司非公开发行 A 股股票方案的议案》	调整后计划募集资金总额不超过 24.27 亿元，其中 16.99 亿元用于对浙金信托增资。
2021.08.23	证监会审核通过公司非公开发行 A 股股票申请	
2021.09.23	证监会批复出具《关于核准浙江东方金融控股集团股份有限公司非公开发行股票批复》	证监会批复自核准之日起 12 个月内有效
2021.12.31	公司第九届董事会第十六次会议审议通过了《关于延长公司非公开发行 A 股股票股东大会决议有效期及股东大会授权董事会及董事会授权人士办理相关事宜有效期的议案》	拟将定增议案的有效期限和相关授权有效期限自有效期届满之日起延长十二个月。除延长上述有效期外，本次非公开发行股票的其他内容不变。
2022.01.06	浙金信托完成工商登记变更	公司目前已以自有资金 16.99 亿元完成对浙金信托的增资。 浙金信托注册资本由 17 亿元变更为 28.8 亿元，本次增资完成后，公司对浙金信托的持股比例由原先的 78% 增至 87.01%。

资料来源：Wind，华西证券研究所

此次定增恰逢信托业转型发展的关键时期，叠加 2020 年 5 月银保监会发布《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》的影响，信托行业整体的增资步伐加快。浙江东方也在 2022 年初做出增资浙金信托的战略部署。

首先，这有助于浙金信托满足信托行业监管部门对净资本的要求。根据《信托公司净资本管理办法》的相关规定，银保监会对信托公司实行净资本管理，信托公司应当根据自身资产结构和业务开展情况，建立动态的净资本管理机制，确保净资本等各项风险控制指标符合规定标准。本次增资能够有效保障浙金信托的净资本规模持续符合监管机构的要求。

第二，有助于信托业务转型发展和竞争实力提升。银保监会于 2020 年 5 月 8 日就《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》公开征求意见，对信托公司管理和运用信托资产的规模和公司净资产的关系做出了规定。信托公司的净资产及净资本将直接影响其可以管理的信托资产规模和固有业务规模，进而影响信托公司的收入和利润。同时，作为资本密集型行业，信托公司信托业务及固有业务的发展需要消耗大量的自有资金。通过本次增资补充浙金信托的资本金，有助于浙金信托贯彻落实信托业务的转型发展，进一步提升业务规模，提高盈利能力。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

第三，有助于提升风险抵御和持续发展能力。净资本规模成为信托公司成功转型并应对市场风险增加的重要保障。自 2016 年以来，信托行业掀起了增资扩股的热潮，通过资本市场募集资金提升信托公司的资本实力成为趋势。本次增资，能够迅速提升浙金信托的资产规模和资本实力，提升浙金信托抵御风险的能力和可持续发展能力。

除了向浙金信托补充资本金，本次非公开发行对流动资金的补充，也存在一定的继续收购其他金融牌照的预期。补充流动资金，首先，有助于加强公司综合竞争力，不断完善平台建设，持续为下属金融公司发展提供强有力的支持，更好地实现以打造“大资管”为核心，成为最具特色的国有上市金融控股集团的战略愿景。其次，有助于提升公司资本实力，浙江东方目前正处于金控平台打造的成长发展阶段，随着公司业务和资产规模的持续增长，资金消耗将进一步增大，需要有足够的资金作为支撑，确保充足的流动性水平，增强抵御风险的能力。继续收购其他金融牌照，符合公司的战略目标，同时，此次非公开发行对流动资金的补充，也为集团拓展金融业务版图奠定了基础。

2022 年是国企改革三年行动的收官之年，国企改革目标的完成预期明确，包括股权激励、国企转型、资产重组注入等国企改革行动预计会继续快速推进。浙江东方作为浙江省唯一的国有上市金控平台，直接受益于改革红利的集中释放，是国企改革投资条线下的优质标的。

5.4. 增资寿险公司，助力提升公司核心能力

作为浙江省国资委 48 个国企混改项目的代表之一，浙江东方着力推进项目落地，有助于中韩人寿补充公司资本实力，完善公司治理结构，提升公司核心能力，促进公司可持续发展。

首先，助力打破治理结构掣肘，释放新的活力。中韩人寿由合资公司转为内资公司，公司的战略规划、经营策略、机构布局、投资配置等方面会更加切合中国经济发展实际以及建设共同富裕示范区的发展导向。同时，股东的赋能会更加深入，创新能力也将得到增强，为中韩人寿发展注入新的生机，有助于构建中韩人寿竞争壁垒，促进公司快速发展。

第二，充分发挥股东的资源禀赋和支持，助力可持续发展。此次增资引战将为中韩人寿的发展带来重大机遇。温州正处于金融综合改革 2.0 政策落实阶段，长兴是位于长三角中心枢纽区域的全国百强县市，国泰君安是总部设于上海的全国性头部券商，此次引战增资有以上长三角区域的省、市、县级国有资本参与，符合长三角一体化的国家战略要求。未来各方将充分发挥各自优势、整合平台资源、聚焦重点项目，提高区域连接性和区域经济集聚度，实现长三角区域的省、市、县级国有资本的资源共享、优势互补、合作共赢，共同做强做优做大国有资本，为促进浙江及长三角区域经济发展和社会稳定作出积极贡献。

第三，有助于创新增长引擎的打造，提升竞争实力。

十四五期间中韩人寿还将以寿险公司为核心，通过构建保险资管公司、保险科技公司打造核心竞争力，构建长期、稳健、高效、协同的发展基础。

2020 年 6 月《中国保险服务标准体系监管制度框架（征求意见稿）》指出，推进保险服务数字化转型升级，加速数字保险建设，构建以数据为关键要素的数字保险。同时，数字经济是浙江省的重要发展特色，2018 年浙江省政府就实施数字经济“一号工程”。“十四五”以来，浙江省更加重视数字经济建设，出台了一系列政策。《浙江省科技创新发展“十四五”规划》提出，推动科技与金融深度融合，支持区块链、大数据等领域金融科技企业发展；《浙江省国资企业改革发展十四五规划》提出，全面实施科技金融战略，加强金融科技基础设施建设和品牌建设，以 5G+、人工智能+、区块链+等领域为重点，加快智能金融服务和实践；《浙江省中长期科技创新战

略规划》提出，推动公共信用信息和金融信息共享整合，支持区块链、大数据等金融科技发展与应用，加大对金融机构的技术供给等。这为浙江省发展金融科技奠定了非常好的政策基础。

中韩人寿顺应行业趋势和区位优势，规划设立保险科技公司。依托浙江省数字化基础和雄厚股东资源，结合公司过往在科技方面的深度积累，探索保险科技实现多场景定价、MGA 赋能、Saas 模式等，提高保险公司作业全流程效率，实现多场景、多维度的保险科技创新，深入贯彻国家和浙江省的数字化战略，加速实现自身科技转型升级。

同时，保险资管公司是保险领域最重要的金融牌照之一。适时创设保险资管公司，发挥股东资源协同优势，创新与信托、基金、私募等融融互动模式，在投资端深入发掘省内和长三角区域的投资机会，有助于提升公司价值，增强对实体经济，特别是长三角区域经济的服务支持。

6. 盈利预测和投资建议

自上而下看，当前处于信贷周期低点，未来可能会有中长期的回升，从风格轮动的角度来看，属于大金融板块的浙江东方未来有望迎来估值回升。自下而上看，公司是浙江省唯一国有上市金控平台，位于共同富裕示范区，民营企业和高净值客户数量多，区位优势明显，且当前处于国企改革红利释放窗口期，公司发展前景较好。

6.1. 盈利预测

疫情拐点已出现，经济开始修复。未来，公司持续受益于金控平台的协同优势和国企改革的红利释放，营收与利润增速比较乐观。我们预计 2022-2024 年营业收入增速将回升到 5%~10%左右的水平，营业收入相应约为 194.37、204.09、220.42 亿元；归母净利润的同比增速回升到 10%~30%左右，归母净利润相应约为 7.19、8.08、10.72 亿元。

考虑到公司综合金融版图稳步扩展，未来有望实现以“大资管”为核心的一流国有上市金控集团战略目标，打造持牌金控平台，我们预计公司 2022-2024 年分别实现营业收入 194.37、204.09、220.42 亿元，分别同比增长 10.00%、5.00%、8.00%；2022-2024 年分别实现归母净利润 7.19、8.08、10.72 亿元，分别同比增长 9.55%、12.38%、32.74%；2022-2024 年 EPS 分别为 0.21、0.24、0.31 元（以定增后股本计），对应 2022 年 7 月 7 日收盘价 3.91 元的 PE 分别为 15.76X、14.02X、10.56X。

表 9 浙江东方盈利预测

财务摘要	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(亿元)	117.27	158.59	176.70	194.37	204.09	220.42
YoY (%)	9.42	35.23	11.42	10.00	5.00	8.00
归母净利润(亿元)	8.03	9.03	6.56	7.19	8.08	10.72
YoY (%)	14.12	12.47	-27.34	9.55	12.38	32.74
毛利率 (%)	9.44	4.72	4.18	3.10	3.05	5.75
每股收益(元)	0.50	0.41	0.23	0.21	0.24	0.31
ROE	7.80	7.25	4.88	4.12	4.34	5.43
市盈率	14.10	12.54	17.26	15.76	14.02	10.56

资料来源：Wind，华西证券研究所

*其中，2022 年及以后的每股收益是按照定增满募后的股本 34.15 亿股计算。

6.2. 分部估值和投资建议

浙江东方作为金控平台，涉及业务板块众多，根据主要业务属性，采取分部估值与同业估值相结合的办法，以追求估值结果相对精确性。

根据浙江东方旗下金融资产的数据可得性、金融业态的通用估值方法，我们对浙江东方分部估值如下：

表 10 浙江东方各金融资产的同业估值比较 (单位: 亿元)

证券代码	资产/可比公司	净利润21A	净资产	资管规模	亿元总市值	持股比例	P/AUM
	浙金信托	1.89	42			87.01%	
000563.SZ	陕国投A	7.32	124	1,993	120	100%	0.06
000666.SZ	经纬纺机	6.01	96	6,387	46	37.47%	0.02
600643.SH	爱建集团	11.52	127	1,070	92	99.33%	0.09
600816.SH	ST安信	-11.29	-2	1,454	227	100%	0.16
估值方法	行业平均P/AUM	信托资产2020A	信托资产2021E	信托资产2022E	标的目标市值	持股对应2022年目标市值	
	0.081	779.60	818.58	892.25	71.90	62.56	
证券代码	资产/可比公司	净利润21A	净资产21A	EV 2021A亿元	总市值	预期持股比例	P/B
	中韩人寿	-0.37	5.5		-	33.33%	
601628.SH	中国人寿	509.21	4,651	12030.08	7,079		1.52
601336.SH	新华保险	149.47	1,019	2588.24	831		0.82
601601.SH	中国太保	268.34	2,215	3766.43	2,017		0.91
估值方法	行业平均PB	净资产2020A	净资产2021A	净资产2022E	标的目标市值	持股对应2022年目标市值	
	1.08	6.95	5.53	22.74	24.62	8.21	
	中韩人寿未披露EV, 按照市净率计算						
证券代码	资产/可比公司	净利润21A	净资产	净利润2022E	总市值	持股比例	PE
	大地期货+11.43%永安期货	1.82	-	2.01	-		
600927.SH	永安期货	13.07	116		281		21.48
002961.SZ	瑞达期货	5.04	25		75		14.90
603093.SH	南华期货	2.44	31		62		25.34
	行业平均P/E	净利润2021A	净利润2022E	持股对应2022年			
	20.57	1.82	2.02	41.60			
证券代码	资产/可比公司	净利润21A	净资产21A	总市值	持股比例	PB	
	浙江国金融资租赁	1.42	9.60		-	91.57%	
600901.SH	江苏租赁	20.72	146		151	1.04	
000415.SZ	渤海租赁	-12.32	256		133	0.52	
603300.SH	华铁应急	4.98	37		110	2.98	
3360.HK	远东宏信	55.12	415		240	0.58	
1905.HK	海通恒信	13.21	177		58	0.33	
	行业平均P/B	持股对应市值					
	1.09	9.56					
证券代码	资产/可比公司	净利润21A	在管规模21A	总市值	持股比例	PE	P/AUM
	般若资产管理	0.15	80	般若规模为20H	100%		
NOAH.N	诺亚财富	13.14	1,560	82.83	100%	6.30	0.05
834418.NQ	好买财富	3.30	1,700	22.28	100%	6.75	0.01
	行业平均PE	平均P/AUM	净利润2022E	在管规模2022E		持股对应市值P/AUM法	
	6.53	0.03	0.21	128		4.25	
证券代码	资产/可比公司	净利润21A	净资产	在管规模 亿元	总市值	持股比例	P/AUM
	东方产融	-	-	159.39	-	100%	
600783.SH	鲁信创投	5.09	42	160.85	97		0.60
000935.SZ	四川双马	9.89	61	180	172	100	0.96
000917.SZ	电广传媒	3.30	103	360	72	55%	0.36
600895.SH	张江高科	7.41	106	537	195		0.36
BLK.N	黑石集团	376.23	2,379.88	59,196.48	6,263	100%	0.11
	行业平均P/AUM	持股对应市值					
	0.36	45.75					
	因项目募投管退的阶段不同, 东方产融的P/AUM按照行业平均水平的80%计						

资料来源: Wind, 华西证券研究所

对于信托业务、财富管理和资产管理业务, 我们采取 P/AUM 估值法, 且东方产融我们仅按行业平均 P/AUM 的 80% 计算。

对于寿险业务, 因中韩人寿未披露内含价值, 采用市净率法估值。

对于期货, 采取最广为使用的 P/E 估值法。

对于租赁业务, 采取 P/B 估值法。

综上，浙江东方的区位优势、综合金融服务能力、市场化人才机制有望在财富管理和企业金融服务赛道大放异彩。此次定增预计将显著增强公司的盈利能力和业务竞争力。公司是浙江省唯一国有金控平台，未来金融业态进一步布局仍值得期待。仅考虑当前已有金融业态——浙金信托、中韩人寿、大地期货+11.43%永安期货、国金租赁、般若财富和东方产融的静态市值加总约为 171.93 亿元，对应定增后目标价 5.03 元/股（定增后股本 34.15 亿股），首次覆盖给予“买入评级”。

7. 风险提示

宏观经济：当前处于经济周期下行阶段，叠加疫情反复、国际局势的不确定性，公司经营情况可能遭受一定的扰动。

集团战略方面：《金融控股公司监督管理试行办法》对企业申请金控牌照做了资产规模和实缴注册资本两方面的规定，公司的资产规模与注册资本都与监管要求存在一定差距，公司打造以“大资管”为核心的一流国有上市金控集团的战略目标或将放缓节奏。

财务报表和主要财务比率

利润表 (亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债表 (亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	176.7	194.37	204.09	220.42	货币资金	54.83	73.66	66.29	62.98
YoY (%)	11.42	10.00	5.00	8.00	预付款项	2.81	2.54	2.92	3.30
营业成本	162.54	180.80	189.94	199.44	存货	4.45	7.55	8.74	9.61
营业税金及附加	0.19	0.20	0.21	0.22	其他流动资产	33.65	39.59	44.07	45.55
销售费用	3.33	5.28	5.71	11.79	流动资产合计	144.04	172.09	175.24	177.56
管理费用	5.07	2.00	2.10	2.30	长期股权投资	27.1	28.89	38.59	40.99
财务费用	1.16	1.20	1.00	1.10	固定资产	5.71	6.00	6.00	6.00
研发费用	0.04	0.00	0.00	0.00	无形资产	4.41	4.25	4.07	3.89
资产减值损失	0.17	0.10	0.15	0.08	非流动资产合计	148.91	150.65	177.30	189.32
投资收益	4.39	4.00	4.40	4.58	资产合计	292.95	322.74	352.54	366.88
营业利润	8.66	9.96	10.66	13.32	短期借款	17.96	20.82	22.17	23.52
营业外收支	0.04	0.00	0.00	0.01	应付账款及票据	6.35	6.00	6.00	6.00
利润总额	8.68	9.96	10.68	13.32	其他流动负债	56.97	52.25	47.03	42.32
所得税	1.46	2.00	2.00	2.00	流动负债合计	98.51	99.82	98.72	98.14
净利润	7.22	7.96	8.68	11.32	长期借款	5.5	4.43	4.77	4.53
归属于母公司净利润	6.56	7.36	8.08	10.72	其他长期负债	49.04	40.998	53.58	59.3666
YoY (%)	-27.34	12.18	9.74	32.74	非流动负债合计	54.54	45.43	58.35	63.89
每股收益	0.23	0.25	0.28	0.37	负债合计	153.05	145.243	157.067	162.0341
关键财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	股本	28.96	34.15	34.15	34.15
每股收益 (元)	0.23	0.21	0.24	0.31	归母所有者权益	132.96	170.37	188.12	196.95
每股净资产 (元)	4.59	4.99	4.99	5.77	股东权益合计	139.9	177.49	195.47	204.85
净资产收益率 ROE	4.88	4.22	4.29	5.44	负债和股东权益合计	292.95	322.74	352.54	366.88
毛利率	4.18	3.10	3.05	5.75					
营业收入增长率	11.42	10.00	5.00	8.00					
净利润增长率	-27.34	12.18	9.74	32.74					
资产负债率	0.52	0.45	0.45	0.44					
股息率	0.01	0.01	0.01	0.01					
PE	17.26	15.76	14.02	10.56					
PB	0.85	0.66	0.60	0.58					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

魏涛：华西证券总裁助理兼研究所所长，北京大学博士，CPA，多年证券研究经验，曾任太平洋证券研究院院长、中银国际证券研究所所长。2015年包揽水晶球和新财富最佳分析师非银组第一名。

罗惠洲：美国克莱蒙研究大学金融工程硕士，浙江大学工学学士，8年证券研究经验。曾任职太平洋证券研究院、中银国际证券研究所。致力于深耕券商、互联网金融和多元金融领域。2015年水晶球奖、新财富第一名团队成员；证券时报2019年第二届中国证券分析师“金翼奖”第二名。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。