

盛业资本 Sheng Ye Capital (6069 HK)

首次覆盖：“双驱动”+“大平台”，产融结合赋能中小微供应商

Dual-Engine, One-Platform, Close Connection between Industry and Finance to Support SME Suppliers: Initiation

观点聚焦 Investment Focus

首次覆盖优于大市 Initiate with

评级	优于大市 OUTPERFORM
现价	HK\$8.31
目标价	HK\$11.00
市值	HK\$8.34bn / US\$1.07bn
日交易额(3个月均值)	US\$2.38mn
发行股票数目	1,003mn
自由流通股(%)	44%
1年股价最高最低值	HK\$10.80-HK\$5.07

注：现价 HK\$8.31 为 2021 年 11 月 16 日收盘价



资料来源: Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	-8.6%	-14.8%	47.5%
绝对值(美元)	-8.7%	-14.8%	46.9%
相对 MSCI China	-8.6%	-13.2%	60.5%

(Rmb mn)	Dec-20A	Dec-21E	Dec-22E	Dec-23E
营业收入	507	496	631	838
净利润	329	306	389	506
营业利润率	59.6%	58.4%	61.2%	62.4%
净利润率	66.5%	64.1%	64.0%	62.7%
贷款增速	18.0%	27.9%	12.5%	25.0%
净资产收益率	11.1%	9.7%	10.0%	9.8%
摊薄每股收益 (Rmb)	0.37	0.32	0.41	0.53
市盈率	19	21	17	13

资料来源: 公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

盛业资本有限公司（简称：盛业资本，股份代号：6069.HK），成立于 2013 年，是一家聚焦产业的供应链金融科技平台。2017 年 7 月 6 日于香港中小板上市，2019 年 10 月 24 日转至主板，成为中国内地首家在港交所主板上市的商业保理企业。公司控股股东为董事会主席董志锋，持股 59.52%。公司 2Q21 末累计资产管理规模 1150 亿，自 2017 年起年复合增长率 78.3%。数字金融解决方案贡献最多营业收入，其中包括净利息收入和担保费用。客户主要是能源、建筑及医疗行业的国有企业及大型企业的中小企业供应商。第二大收入来源是出售保理资产，赚取出售价格与账面价值的差价作为收益。二者合计占比超过 90%。公司主要机构股东包括淡马锡旗下兰亭投资、中国太平及美国泰山投资控股等。截至 11 月 12 日南向资金持股占股本比例为 9.23%。

投资建议

中国宏观经济增长之下，中小微企业面临融资需求缺口。尽管第三方商业保理在整体保理市场中份额不及银行和集团附属保理公司，但未来增速较高。Frost & Sullivan 预计 2019-2024 年商业保理业务量年复合增速为 13.1%。政策方面，2019 年《关于加强商业保理企业监督管理的通知》和 2020 年《民法典》，在进一步细化监管的同时，也降低了政策不确定性带来的风险，为保理市场的进一步发展、保理企业的规范经营以及保理业务的依法开展奠定了强有力的政策环境。

①我们认为公司的核心优势在于，扎实产业理解，聚焦能源、基建、医疗三大领域的核心企业（主要是央企国企），结合科技手段，高效收集供应商的实时经营数据，与央行征信数据交叉验证，公司内部自成立起就建立了多层次风控组织架构，全面形成了有效的风控机制，收获优异的资产质量，2017-2019 零不良，2Q21 不良较 2020 年末下降 23bp 至 0.37%，降低减值损失贡献利润。②在此基础上，公司得以寻求多方资金支持，以提升保理资产规模增速。我们预计保理资产日均余额（含平台撮合业务）2021-2023 年年复合增速约 30%。在表内，公司获得多方债权类和股权类的资金支持，为供应商提供数字金融解决方案。平台业务资金合作方从 2019 年的 29 家增加到 2Q21 的 62 家。我们认为未来平台业务占比将继续提升。同时，我们认为与地方政府成立联营公司开展保理业务的模式有进一步推广的可能性。③供应链科技服务有望开辟新收入来源，公司在智慧工地和医院 SPD 方面为客户提供软件和硬件方面的增值服务，助力客户降本增效。同时公司参股相关领域的领先 SaaS 企业，为数字金融解决方案和平台业务提供获客机会，并更多积累行业经营数据，实现不同业务间的高度协同。

Nicole Zhou

nicole.q.zhou@htisec.com

盈利预测

我们预测公司 2021-2023 年归母净利润分别为 3.06 亿元、3.89 亿元和 5.06 亿元，增速分别为-7.1%、27.1%和 30.0%。2021-2023 年 EPS 分别为 0.32 元、0.41 元和 0.53 元。

估值

我们选取在港股上市的联易融科技（9959 HK）作为可比公司。联易融科技是一家中国领先的供应链金融科技解决方案提供商。根据彭博一致预期，联易融科技 2022 年 PE 为 29x，考虑到盛业资本与联易融科技在市值规模和资产规模方面的差异，我们给予盛业资本 2022 年 PE 22x，得到合理价值为 Rmb9.0 元，对应 2022 年 PB 2.2x。按 CNY/HKD 汇率 1.2215 转换，得到目标价 HKD11.0 元。首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险

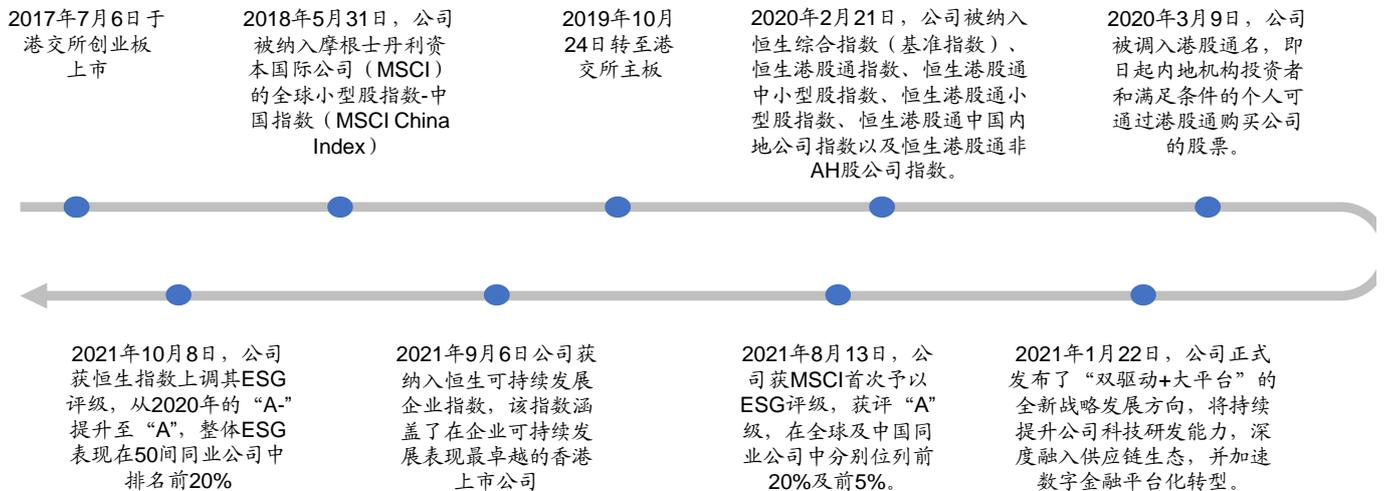
保理资产规模增长不及预期；资产质量不及预期；监管进一步压低小微贷款融资利率，进一步收紧助贷政策。

盛业资本简介

中国内地首家在港交所主板上市的商业保理企业

作为首批商业保理公司之一，盛业资本从港交所中小板迈向主板。盛业资本有限公司 2013 年成立，总部位于中国深圳市，为商务部 2012 年开始批准商业保理公司牌照申请后，于中国成立的首批商业保理公司之一。2017 年 7 月 6 日于香港中小板上市，2019 年 10 月 24 日转至主板，成为中国内地首家在港交所主板上市的商业保理企业。目前盛业资本已被纳入 MSCI 全球小型股指数-中国指数、恒生综合指数、深港通及恒生可持续发展企业指数。2021 年 10 月 8 日，获恒生指数有限公司上调其 ESG 评级，从 2020 年的“A-”提升至“A”。截至 2021 年 6 月 30 日，公司控股股东为执行董事及董事会主席董志锋先生，持股占比 59.52%。公司累计资产管理规模于 2Q21 达到约人民币 1150 亿元，与 2017 年的 152 亿相比，年复合增长率为 78.3%。2021 年 11 月 15 日，公司发布公告，董事会建议将公司名称改为盛业控股集团集团有限公司。

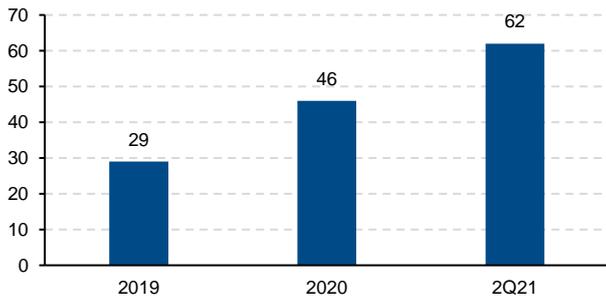
图1 盛业资本市场认可度逐步提高的里程碑事件



资料来源：盛业资本官网，海通国际

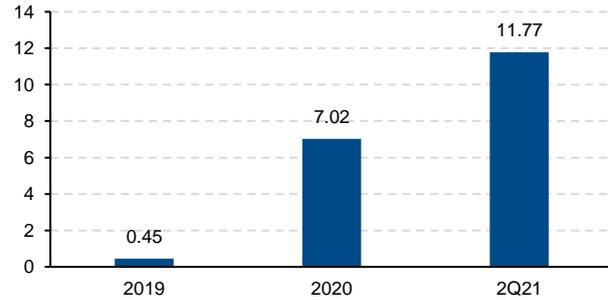
始于“双驱动”，将于“大平台”整合供应链生态多种资源。2021 年 1 月公司发布“双驱动+大平台”战略，以深度融入供应链生态，加速数字金融平台化转型。“双驱动”是指在供应链中融合“产业科技”与“数字金融”，二者交叉赋能。公司自成立起一直践行“双驱动”战略，我们认为这样的产融结合，不仅将帮助客户（中小微企业供应商）提高运营效率进而增加客户粘性，同时有助于风险控制提高资产质量。盛业资本 2015-2Q21 的保理资产不良率始终不到 1%。“大平台”是指战略高效对接资产端、资金端、增信端及资源合作方，打通不同的环节。融资撮合业务的迅猛发展是重要表现之一。公司 2019 年成立云平台推出撮合融资业务，资金合作方从 2019 年的 29 个增加至 2Q21 的 62 个，日均融资撮合余额从 2019 年的 0.45 亿元增长至 2Q21 的 11.77 亿元。客户总数从 2019 年的 3900 多家，增加到 2Q21 的 8200 多家。

图2 2019-2Q21 资金合作方数量迅速增加 (个)



资料来源: 公司资料, HTI

图3 2019-2Q21 日均融资撮合余额显著增长 (亿元)



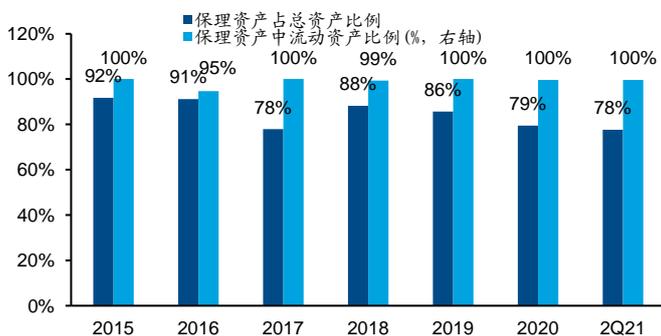
资料来源: 公司资料, HTI

营业收入结构和增速与资产端基本保持一致

资产以保理资产为主, 后续因发展平台业务其占比将进一步下降。盛业资本保理资产净额占总资产比例于 2015-2Q21 保持在 75%以上。因公司发展“大平台”战略, 普惠撮合业务显著增长, 令表内保理净资产占比呈下降趋势, 从 2018 年的 100.0%下降到约 77.4%。保理资产中以期限少于 1 年的流动资产为主。

保理资产规模 2018 年高速扩张后增速随行业放缓, 2Q21 已显著回暖。2018 年保理资产净额呈现爆发式增长为 110.4%, 超出行业增速 90 个百分点以上, 主要由于 2018 年公司在资金来源上取得突破进展, 一方面通过配售筹得约 8.20 亿港元 (约 6.98 亿人民币), 另一方面银行借款比 2017 年增长 89.1%至 18.67 亿元。2019-2020 年保理资产净额增速随行业一同回落, 但仍超出行业 15 个百分点以上, 增速为 36.2%。2020 年因疫情拖累宏观经济, 保理资产净额增速为-0.9%, 低于行业增速。2Q21 保理资产净额较 2020 年增长 12.2%, 增速已显著回暖。

图4 2015-2Q21 保理资产净额占比超过 75%, 流动资产为主



资料来源: 公司年报, 海通国际

图5 保理资产 2018 年高速增长后增速放缓, 2Q21 增速回暖



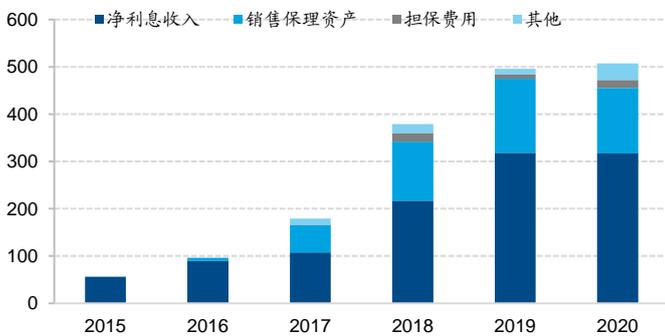
资料来源: 公司年报, 海通国际

平台普惠撮合业务占比上升, 贡献营收最多的数字化金融解决方案占比下降。我们将融资成本从披露的营业收入中扣除, 作为经调整营业收入 (下称“营业收入或营收”), 扣除融资成本来测算应收账款融资净利息收入。盛业资本数字金融解决方案贡献最多营业收入, 其中包括净利息收入和担保费用, 公司通过为客户提供保理服务赚取, 客户主要是能源、建筑及医疗行业的国有企业及大型企业的中小企业供应商。015-2020 年从 99.4%下降到 62.4%, 2021H1 进一步下降至 57%。担保费用占比在 2017-2021H1 年不超过 5%。第二大收入来源是通过出售保理资产予金融机

构，赚取出售价格与账面价值的差价作为收益，这部分收入占比 2016 年为 6.1%，2017-2021H1 年占比维持在 30%左右的水平（增速？）。数字金融解决方案收入和**销售保理资产收益二者合计占比在 2015-2020 年始终超过 90%**，但占比呈下降趋势。2019 年公司成立云平台开展撮合融资业务，截至 2021 年 6 月 30 日，盛业资本的资金合作方增加至 62 家，撮合服务收入占营业收入比例达到 7.0%。未来公司将持续发力平台普惠撮合业务，令其占营收比例继续提升。

营业收入 2016-2018 年加快高速增长，2019-2021H1 净利差收窄拖累增长。盛业资本营收同比增速，于 2016-2017 年分别为 70%和 85%。其中 2016 年保理资产营业收入的增长由净利息收入带动，贡献增量的 83.7%。2016 年保理资产规模增长翻倍，抵消了净利差与 2015 年相比回落 5.9 个百分点至 5.4%的负面影响。2017 年销售保理资产收益为营业收入增长的主要动力。2018 年营业收入同比增速为 111.8%，保理资产规模增长 110.4%，同时净利差与 2017 年相比提高 70bp 至 5.0%。2018 年利息收益率比资金成本（即利息开支率）提升更多。2019-2020 年营业收入同比增速分别为 30.8%和 2.3%，均有明显回落，同时受到规模增速放缓和净利差收窄的不利影响。2021H1 营业收入同比增速为-4.0%，占比最高的净利息收入同比增速为-12.1%。尽管如上文所述，2Q21 保理资产规模增速已有显著改善，但净利差的收窄仍导致净利息收入录得下跌。2021H1 利息收益率下降 170bp，而融资成本仅下降 30bp，净利差与 2020 年比收窄 140bp 至 3.3%。

图6 2015-2020 年应收账款净利息收入和销售保理资产收益合计占营业收入约 90%



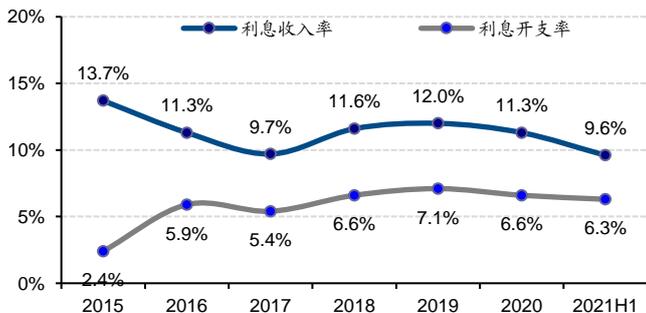
资料来源：公司年报，HTI
注：其他收入中包括平台普惠撮合业务收入

图7 营收同比增速 2016-2018 年不断提高，2019-2021H1 受净利差收窄拖累



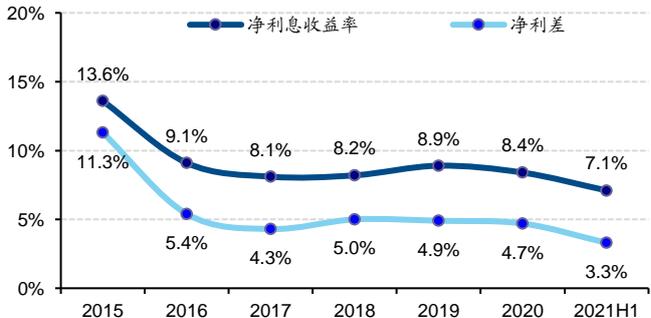
资料来源：公司年报，HTI

图8 2015-2021H1 利息收入率和利息开支率走势



资料来源：公司资料，HTI

图9 2015-2021H1 净息差和净利差走势



资料来源：公司资料，HTI

通过组织架构和数据交叉验证实现良好风控

公司设定风险管理制度、授信权限，根据会计准则将风险资产划分等级。公司在 2014 年成立初期就设置了较为完整的风险管理制度。部门职能方面，8 个部门在不同的 6 个交易阶段各司其职（详情见表 1），涉及对客户、债务人的信用风险评估，控制风险集中度，融资后期监控，执行法律程序等。授信权限方面，如果交易超过限额，或者遇到高风险因素，风险管理部批核后仍需上报风险管理委员会做出审核。风险管理委员会在 2017 年由风险管理委员会主席、董事会主席、执行董事及总经理董志锋先生，执行董事及副总经理陈仁泽先生，以及首席财务官卢伟雄先生组成，每名成员 1 票，董先生享有否决权。据公司指出，风险管理委员会从 2019 年起扩充为 5 名成员，运营部主管和公司秘书为新成员。会计方面，2018 年应用 HKFRS 9 之后，将资产分为低风险、观察名单和亏损 3 个等级，并根据要求计提拨备。2018 年根据 HKAS 39 将资产分为 4 个等级，为正常（对应风险）、关注（对应观察名单）、次级和损失（对应亏损）。

表 1 盛业资本 2014 年 9 月公司成立初期已形成完整的保理融资风险管理流程

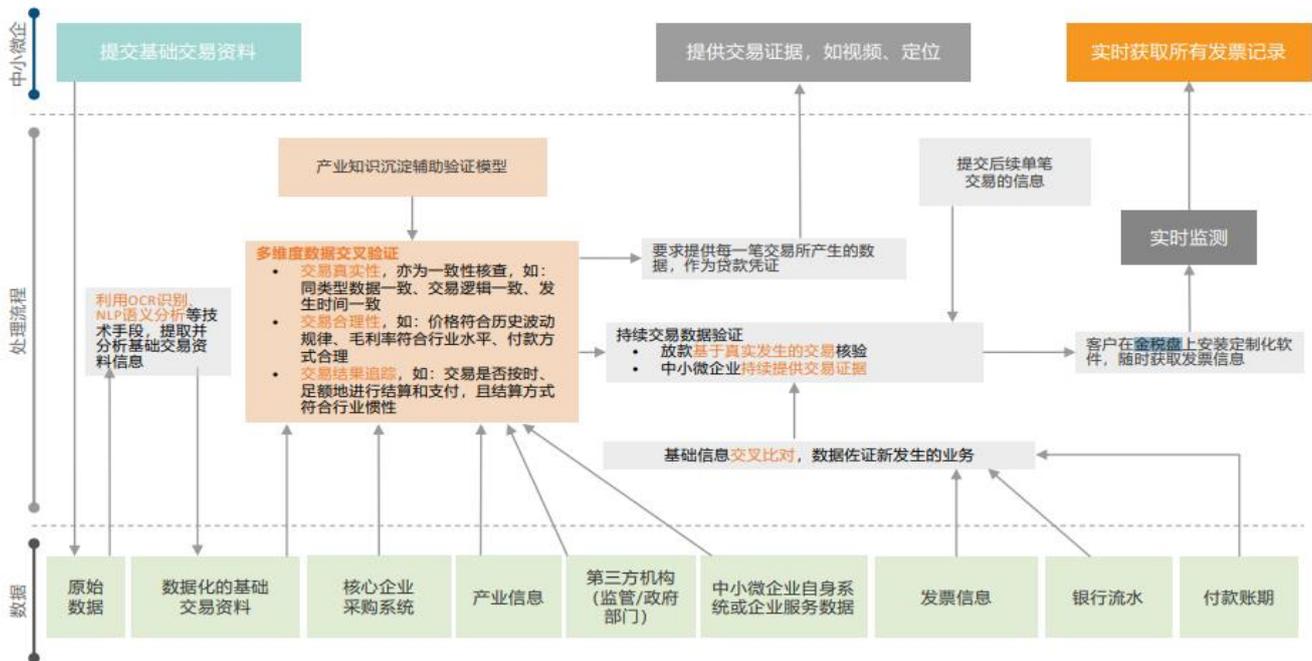
交易不同阶段风险管理措施	负责部门	职能
启动内部审核	企业金融部 风险管理部 运营部	<ul style="list-style-type: none"> 收集潜在客户及相关债务人的基本资料 进行潜在客户及相关债务人的初步评估 编制及审阅保理建议书
尽职审查	企业金融部 风险管理部 运营部	<ul style="list-style-type: none"> 对客户、相关债务人、担保人及应收账款的背景及信用状况进行尽职审查 编制及审阅信用评估报告
交易评估及预备工作	风险管理委员会 风险管理部	<p>风险管理委员会主要审查及批核向一名客户授出的信贷限额或向一名买家授出的内部信贷限额，其超过：</p> <ul style="list-style-type: none"> - 就个别公司客户或买家而言，总资产的 14%（但不超过 20%）； - 就属于同一组别的客户或买家而言，总资产的 24%（但不超过 36%）； - 相关应收账款价值 80%；或 - 就一名客户的单一保理交易或向一名买家授出的内部信贷限额而言，人民币 50 百万元 <p>风险管理部主要审查及批核向一名客户授出的信贷限额或向一名买家授出的内部信贷限额，有关限额低于上述限额</p>
签订及完成	企业金融部 运营部 法务部	<ul style="list-style-type: none"> 磋商、草拟、审阅及落实保理协议 完成保理资产的登记
组合管理及监控	企业金融部 风险管理部 运营部 财务部 法务部	<ul style="list-style-type: none"> 监控客户及相关债务人于融资后的付款、财务状况及营运 定期监控保理资产组合
风险管理及执行措施	企业金融部 风险管理部 运营部 财务部 法务部	<ul style="list-style-type: none"> 执行保理资产及担保 冻结或调整客户信贷额 法律程序

资料来源：2017 年盛业资本港交所创业板招股书，海通国际

深入产业，长期积累底层交易级数据，与央行征信系统和中证网信息等多维度交叉验证，以实现高质量风控。盛业资本深入产业场景，在最底层的交易环节进行线下尽调。2019 年公司已经运用自主研发的供应链数字科技服务云平台“盛意通”，为客户提供线上申请和审批。该平台融合了电子签章、光学字符识别（“OCR”）、大数据分析、视频查验、人脸识别等多项科技应用。同时，盛意通对接核心企业的招投标平台，可以获取核心企业与供应商过往的交易记录和实时交易数据进行交叉验证。不仅如此，盛业资本会运用第三方数据进行舆情监控，早在 2018 年已经获得中国人民银行征信中心批复接入企业征信系统，于 2019 年 8 月成功接入中国人民银行征信中心动产融资统一登记公示系统（“中证网”），令盛业资本能够以自主研发的线上保理系统为载体，更快速、便捷地对已发生业务的应收账

款转让及质押进行登记，并将信息即时同步传输到中登网。如果客户授权，盛业资本还能够自有系统中对客户中登网登记信息进行实时监测，对受让的应收账款进行批量查重，单笔速度可快至 0.5 秒。根据公司 2021 年中期业绩展示材料，截至 2Q21，公司研发团队有 87 名人员，占全公司人员的比例约 29.2%，其中核心人员任职金融监管局技术顾问。

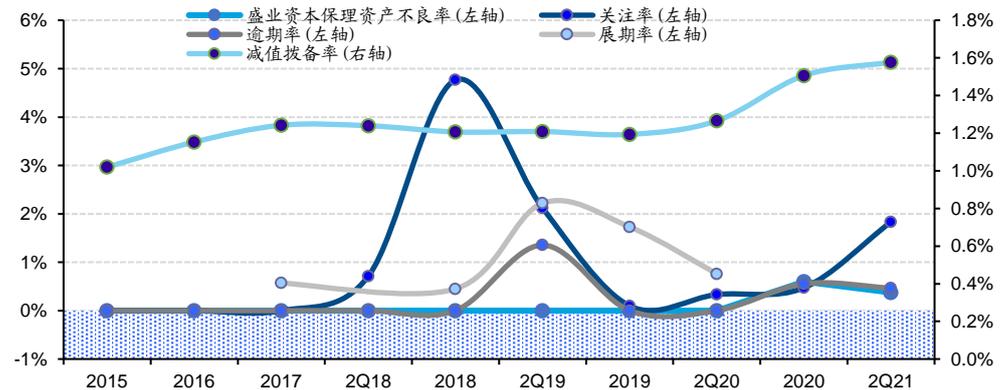
图10 盛业资本贷款审批流程中，多维度数据交叉验证



资料来源：公司 2020 年中期业绩推介材料，海通国际

2015-2Q20 零不良，2020 年因疫情出现不良后 2Q21 已见改善。正是基于公司初期对风控机制较为完善的设置，长期以来对三大行业深入的理解，扎实的底层数据积累，以及自主研发擅用科技赋能风控，盛业资本保理资产在 2015-2Q20 实现零不良。受疫情的影响，盛业资本 2020 年末保理资产不良率上升至 0.60%。伴随宏观经济恢复，2021H1 盛业资本回收部分贷款，其保理资产不良率下降至 0.37%。尽管 2018 年关注率（4.77%），2Q19 逾期率（1.35%）和展期率（2.22%）出现高点，但考虑到逾期贷款都在 30 天以内，以及这些保理资产后续大部分并未转化为不良均已结清，我们认为整体资产质量无忧。此外，公司的减值拨备率符合监管规定，一直高于 1%，且 2015-2Q21 从 1.02% 提升至 1.58%，抵御风险的能力不断增强。

图11 资金来源的增长驱动公司保理资产规模扩张



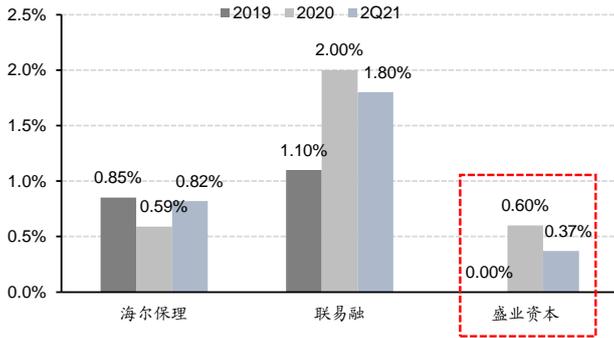
资料来源：公司年报，海通国际

面对多笔小额保理融资，盛业资本资产质量优于同业。 同业当中，联易融中小企业信用科技解决方案不良率 2019 年为 1.10%，2020 年为 2.00%，2Q21 为 1.80%，高于盛业资本。联易融 2020 年中小企业信用科技解决方案放款 25.73 亿元，低于盛业资本的 159 亿元。海尔金融保理（重庆）有限公司的保理资产不良率 2019 年为 0.85%，2020 年为 0.59%，1Q21 升至 0.82%，表现不及盛业资本。联合资信于 2020 年 10 月 13 日发布的《海尔金融保理（重庆）有限公司 2020 年度第一期资产支持票据信用评级报告》指出，“2019 年海尔保理不良增幅较明显但仍明显低于行业平均水平”。因此，我们可以判断盛业资本的保理资产在行业中表现优异。上述评级报告中显示单笔保理融资债券平均合同金额为 2756.79 万元，而盛业资本的平均单笔贷款规模约 200-300 万元。根据《中国商业保理行业发展报告》公布的数据，海尔保理 2020 年保理融资总额约 63 亿，也低于盛业资本。这意味着与海尔保理相比，盛业资本面对多笔小额保理融资，依然拥有更高的资产质量。

减值损失主要源于保理资产及撮合业务的财务担保合约。 由于 2018 年应用新会计准则 HKFRS 9，且 2015-2017 年年末盛业资本的不良、关注、逾期均为 0 风险较小，因此我们从 2018 年开始剖析减值损失。盛业资本 2018-2021H1 的减值损失主要来源于保理资产以及助贷撮合业务产生的财务担保合约，二者合计贡献整体减值损失 70% 以上。我们将信贷成本定义为减值损失/对应资产当期余额，如果对同一风险等级的资产增加计提比例，且使分子增幅超过分母的增幅，则信贷成本会上升。

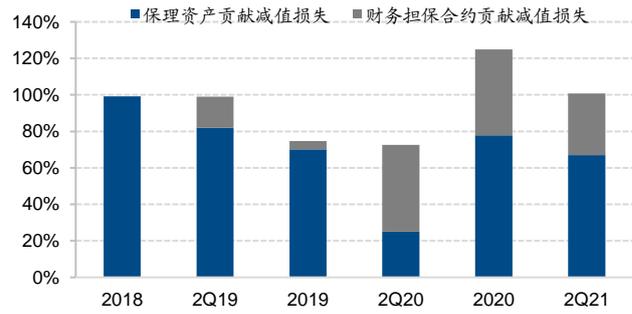
审慎计提拨备，表内外资产质量扎实。 保理资产来看，2Q20 为信贷成本的最低点，虽然 2018-2020 年对于关注风险等级的保理资产计提比例逐年增加，从 6.4% 增加至 13.0%，但整体信贷成本依然在下降，显示了扎实的保理资产质量。而《银行贷款损失准备计提指引》（下称《指引》）要求对关注类贷款计提比例为 2%。盛业资本超过 6% 的计提，也显示其对资产质量审慎的态度。2020-2021H1，保理资产开始出现亏损类别，盛业资本对该类别资产的计提比例从 2020 年的 42.5% 增加至 59.0%，信贷成本也从 2020H1 的 0.21% 增加至 2020 年的 0.31%，又进一步增加至 2021H1 的 0.51%。而 2021H1 已经结清 2020 年全年计提金额约 5816 万的 62%，以及 2Q21 不良余额 1606 万元已经低于 2020 年末余额 2314 万元，我们认为表内保理资产质量在 2021H1 已现好转，更高比例的计提为回拨预留了空间。财务担保合约来看，信贷成本波动较大，2020 年和 2021H1 分别为 0.40% 和 0.48%，同时 2018-2021H1 没有亏损类别，也即并未实质发生减值损失。因此，我们认为表外的助贷撮合业务资产质量也整体可控。

图12 盛业资本 2019-2Q21 保理资产不良率优于同业



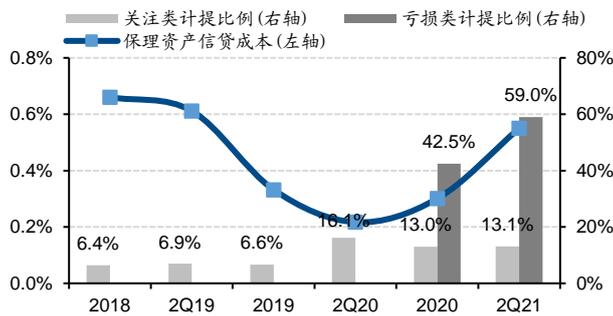
资料来源：盛业资本和联易融年报，《海尔金融保理（重庆）有限公司 2020 年度第一期资产支持票据信用评级报告》，HTI

图13 保理资产和财务担保合约贡献主要减值损失



资料来源：公司年报，HTI

图14 2018-2Q21 保理资产关注及亏损类别计提比例逐年增加



资料来源：公司年报，海通国际
注：保理资产信贷成本 = 保理资产减值损失/保理资产日均余额

图15 2018-2Q21 助贷撮合业务资产质量可控



资料来源：公司年报，HTI
注：财务担保合约信贷成本 = 财务担保合约减值损失/撮合业务日均余额

投资建议和盈利预测

数字金融解决方案稳健发展，平台服务占比提升

市场需求下，公司通过补充资金和增加合作方扩展表内外保理资产规模，我们预计日均保理资产余额 2021-2023 年增速保持 25% 以上，其中平台服务占比不断提升。银行出于服务灵活性、性价比等因素，不能完全满足中小微企业的供应链融资需求。监管规范化行业的发展，有助于商业保理填补融资需求空缺。公司日均保理余额（含普惠撮合业务）2018-2019 年增速分别为 35.9%、27.9%，2021H1 较 2020 年末增长 12.5%。考虑到公司 2021 年 10 月 5 日完成配售补充了资金，与银行等资金方进行普惠撮合业务发展良好，与地方政府成立联营公司开展保理业务的模式有推广的可能性，我们预计日均保理资产余额 2021-2023 年增速在 25.0%-33.0% 之间。由于公司平台普惠撮合业务资产质量可控，信贷成本从 2020H1-2021H1 呈下降趋势，因此我们认为公司与资金方的合作具有可持续性，且有望获得进一步发展。我们预计平台业务占比未来持续提升，从 2021H1 的 22.6% 逐步上升至 2023 年的 37.0%。

央行公布新发放小微贷款利率降幅收窄，我们预计公司 2021 年全年净利差降幅收窄，2022-2023 年企稳。银行是保理市场份额最大的参与方，如果银行的利差下降，则其他保理公司利差也会面临压力。我们测算前三季度 38 家上市银行净利差为 1.86%，较年中下降仅 1bp。此外，国务院新闻办公室例行吹风会上，中国人民银行副行长、国家外汇管理局局长潘功胜提到，“7 月新发放普惠小微企业贷款利率 4.93%”，人民银行 2021 年第三季度金融统计数据新闻发布会上，调查统计司司长兼新闻发言人阮健弘指出，“9 月份新发放的普惠小微企业贷款利率是 4.89%”，这些都表明小微贷款利率在 2021H1 降幅有望收窄甚至企稳。考虑到公司资金成本高于银行，因此我们保守预计公司 2021 年全年测算净利差为 2.93%，与 2021H1 相比下降 6bp，2022-2023 年企稳在 2.93%。

资产质量恢复，减值损失降低贡献利润

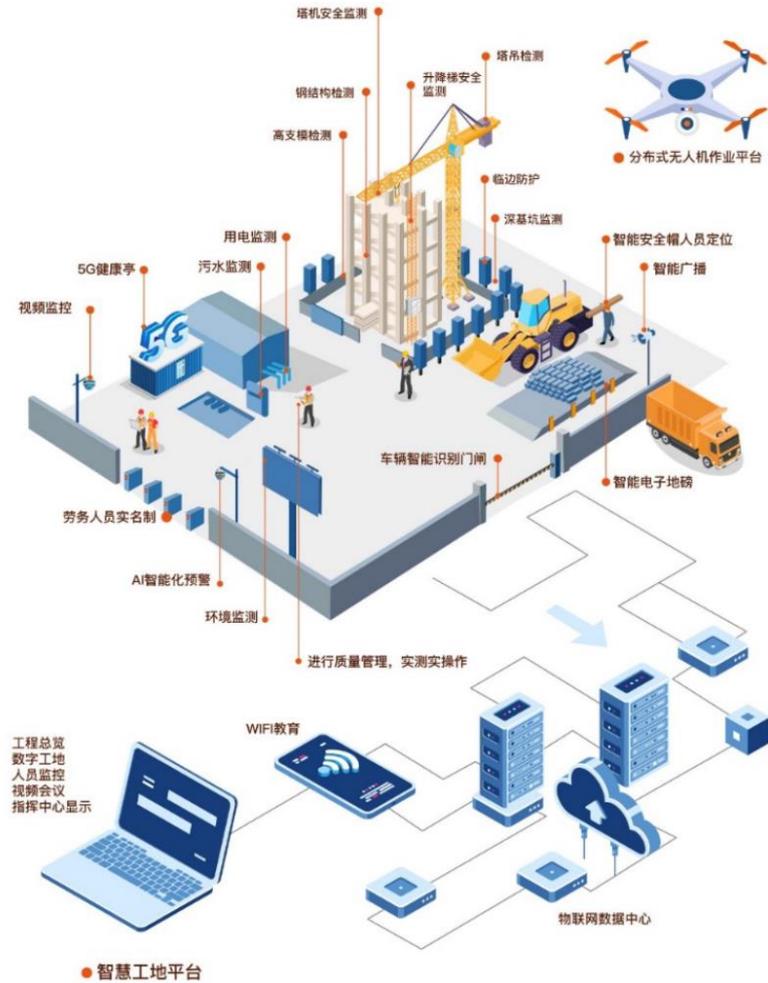
基于公司成立以来，保持低不良，以及高比例的结清和回拨，我们预计公司 2021-2013 年保理资产减值拨备率逐步下降。公司表内保理资产减值拨备率 2019-2020 年分别为 1.19%和 1.51%。我们预计公司 2021 年表内保理资产减值拨备率较 2Q21 下降 8bp 至 1.50%，2022-2023 年分别为 1.35%和 1.20%，对应 2021-2023 年表内保理资产信贷成本（减值损失/日均保理资产余额）在 0.13%-0.17%之间。公司普惠撮合业务减值拨备率 2019-2020 年分别为 1.03%和 1.29%，我们预计公司 2021 年普惠撮合业务减值拨备率较 2Q21 下降 12bp 至 1.15%，2022-2023 年分别为 1.09%和 1.04%，对应 2021-2023 年普惠撮合业务信贷成本（财务担保合约减值损失/普惠撮合业务日均余额）在 0.15%-0.30%之间。

供应链科技服务有望成为新的增长引擎并可能提升估值

供应链科技服务有望开辟新收入来源，与数字金融解决方案和平台业务高度协同。盛业在供应链科技服务方面主要包括智慧工地和医院智能供应链运营综合管理服务解决方案（“SPD”，全称为 Supply, Processing, Distribution）。供应链科技服务可以帮助企业将其经营数字化，令企业更了解自身经营状况，也可以助其降本增效。在这个过程中，盛业更加深度参与了企业客户的运营，为其提供软件和硬件方面的增值服务，不仅开辟了新的营业收入来源，而且有助于提升客户对盛业的粘性和忠实度。同时，盛业也获得了实时准确的经营数据，这对实施精准的风险控制，以及保持优异的资产质量奠定了扎实的基础，进而更容易拓展资金合作方扩展平台业务，也为未来降低担保比例提供了有利的前提条件。

拓展智慧工地项目，同时提供科技服务和金融服务为客户降本增效。盛业资本助力基建行业已有客户实现采购和现场验收的规范化，为其节省了多达 90%的供应链金融申请时间，使其降低成本获益。2021 年 9 月，盛业中标鹏城实验室智慧工地工程项目和智慧展厅工程项目，将为客户提供定制化智慧工地服务、物资管理 SaaS 软件等产业物联网科技服务。2021 年 7 月，盛业资本公告参与北京梦诚科技有限公司 B 轮融资，投资 2100 万元人民币，并达成战略合作。双方将通过数字化项目管理数据，在基建领域进行扩张和升级，并使客户获得更多的供应链融资。天眼查显示盛业资本持股约 1.35%。其他联合投资人包括广西腾讯创业投资有限公司（持股 12.0%）、已有股东华创资本、钟鼎资本。梦诚科技于 2017 年成立，总部在北京，是基建领域领先的工程管理 SaaS 供应商，服务 5000 多个基础设施建设项目。

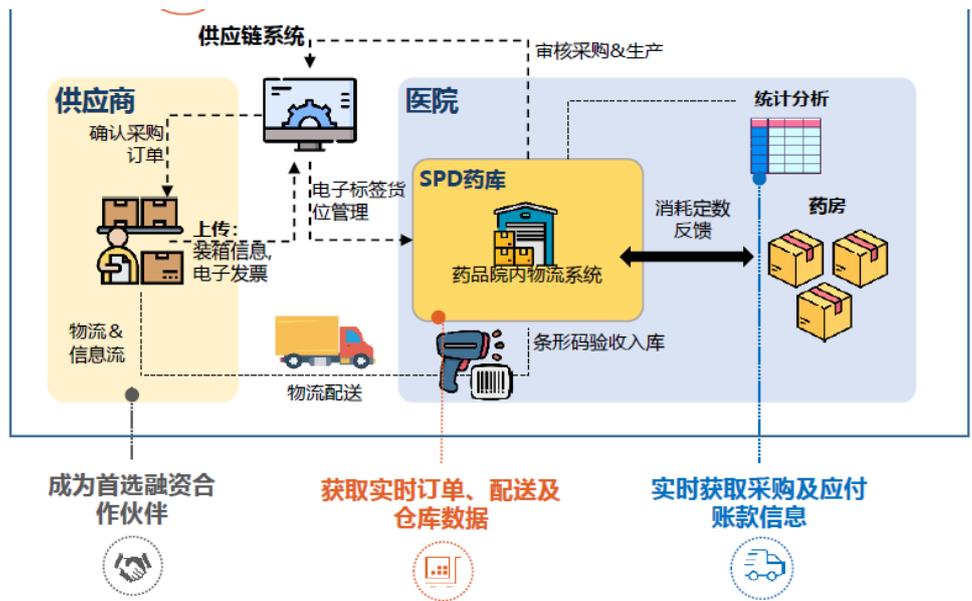
图16 鹏城实验室智慧工地项目示意图



资料来源：盛业资本官网，海通国际

医疗 SPD 领域市场空间广阔，助力客户精细化管理。根据中国物流与采购联合会医疗器械供应链分会的数据统计，2020 年开展 SPD 项目的医疗机构有 300 余家，覆盖范围主要是公立二级以上医院，渗透率仅为约 3%。盛业已跟大型国企医药商业集团旗下省级平台公司签署了战略合作协议，将利用盛业科技的物联网和人工智能技术，为医药商业公司所覆盖的医院定制化地输出更高效的医药 SPD 智能供应链综合服务。协助医院精细化管理的过程中，盛业成为供应商的首选融资合作伙伴，获取实时订单、配送及仓库数据和采购及应付账款信息。2021 年 6 月盛业资本公告参与领健 D 轮融资，投资 4000 万元人民币并达成战略合作。股权投资和战略合作将加强公司在消费医疗 SaaS 领域的的能力。天眼查显示盛业资本持股约 1.82%。由 Investcorp 领投，其他联合投资人包括金鼎资本以及已有股东经纬中国、新氧、光速中国等。领健于 2015 年成立，总部位于上海，通过 20 多个分支机构为超过 3 万家中高端及连锁医疗机构提供管理软件和耗材商务服务。

图17 为医院系统搭建整体解决方案



资料来源：盛业资本业绩会展示材料，海通国际

归母净利润额增速 2022 年转正后加速增长

我们预计 2021-2023 年公司营业支出/营业收入在 35.0%-38.0%之间。营业支出/营业收入 2019-2020 年分别为 32.3%和 37.4%，2021H1 为 35.5%。最终，我们预测公司 2021-2023 年归母净利润分别为 3.06 亿元、3.89 亿元和 5.06 亿元，增速分别为 -7.1%、27.1%和 30.0%。

估值

我们选取在港股上市的联易融科技（9959 HK）作为可比公司。联易融科技是一家中国领先的供应链金融科技解决方案提供商。根据彭博一致预期，联易融科技 2022 年 PE 为 29x，考虑到盛业资本与联易融科技在市值规模和资产规模方面的差异，我们给予盛业资本 2022 年 PE 22x，得到合理价值为 Rmb9.0 元，对应 2022 年 PB 2.2x。按 CNYHKD 汇率 1.2215 转换，得到 HKD11.0 元。首次覆盖给予“优于大市”评级。

表 2 保理行业参与者经营对比

股票代码	公司名称	股价	市值 百万港币	PB 20A	PB 21E	PB 22E	PE 20A	PE 21E	PE 22E	ROE 20A	ROE 21E	ROE 22E
9959 HK Equity	联易融科技	7.39	17,079	na	1.38	1.32	na	36.44	29.22	na	na	4.70

资料来源：彭博，海通国际

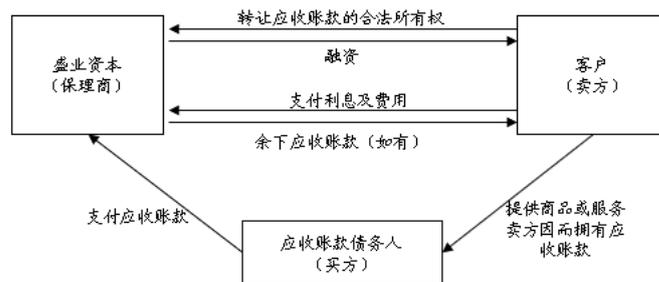
风险提示

保理资产规模增长不及预期；表外资产质量不及预期；监管进一步压低小微贷款融资利率，进一步收紧助贷政策。

保理业务简介

保理业务是指保理商向客户提供融资及应收账款管理从而赚取利息及费用收入的服务。交易涉及的三方人士为：保理商、保理业务的客户（即提供商品或服务的卖方）以及应收账款的债务人（即为商品或服务付费的买方）。保理商为客户融资，因而受让客户应收账款的合法所有权。当债务人偿付应收账款时，将先用作偿付保理商为客户提供的融资及服务，如有剩余再移交给客户。此类应收账款一般于一年内完全偿还。保理业务可按有无追索权和明暗保理分类。有追索权的情况下，客户必须保证会无条件偿还其获得融资的未偿还结余、结欠的未付利息以及相关费用，同时在保理商提供融资前，客户会通知债务人该项保理协议。暗保理则意味着保理商提供融资后保留通知债务人保理协议的权利。

图18 保理业务涉及三方关系

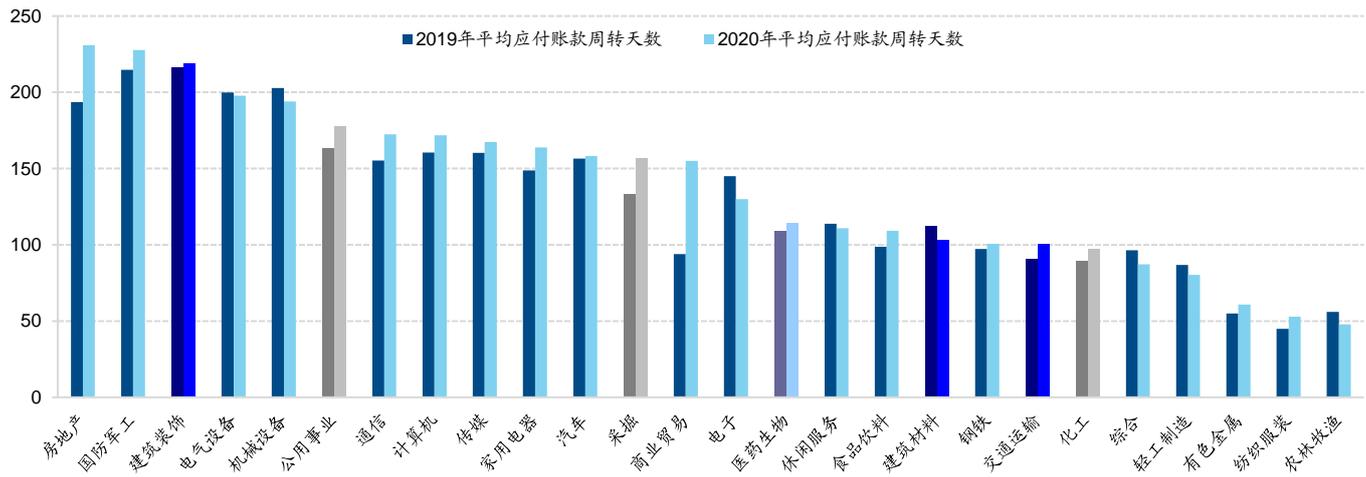


资料来源：盛业资本创业板上市招股说明书，海通国际

通常有追索权或担保的保理业务融资风险较低。有追索权的保理交易中，保理商无需承担所有收取应收账款的保理融资风险。若债务人拖欠支付应收账款或客户与债务人之间产生纠纷，保理商有权立即要求客户（卖方）偿还融资的未偿还结余、结欠的未付利息以及相关费用，保理融资风险较低。除应收账款及固定资产作为抵押品担保以外，由客户法人、主要股东及关联方公司额外担保亦能降低保理商的融资风险。

国有企业的供应商面临应收账款融资需求以改善资金周转。A股上市公司中的国有企业（含中央国有和地方国有）中，剔除金融企业和ST后，26个一级行业中有18个行业，2020年平均应付账款周转天数（下简称“平均应付周转期”）出现延长，这表明其供应商有应收账款融资的需求，以改善资金周转。基建类相关的行业包括建筑装饰、建筑材料和交通运输，建筑装饰行业平均应付周转期较长在200天以上，而建筑材料和交通运输行业平均应付周转期较短，在120天之内。能源相关的行业包括公用事业、采掘业和化工业，其中公用事业平均应付周转期最长接近180天，能源相关行业的平均应付周转期都在180天以内。医药生物行业的平均应付周转期在26个A股一级行业中排名第15，在120天以内。

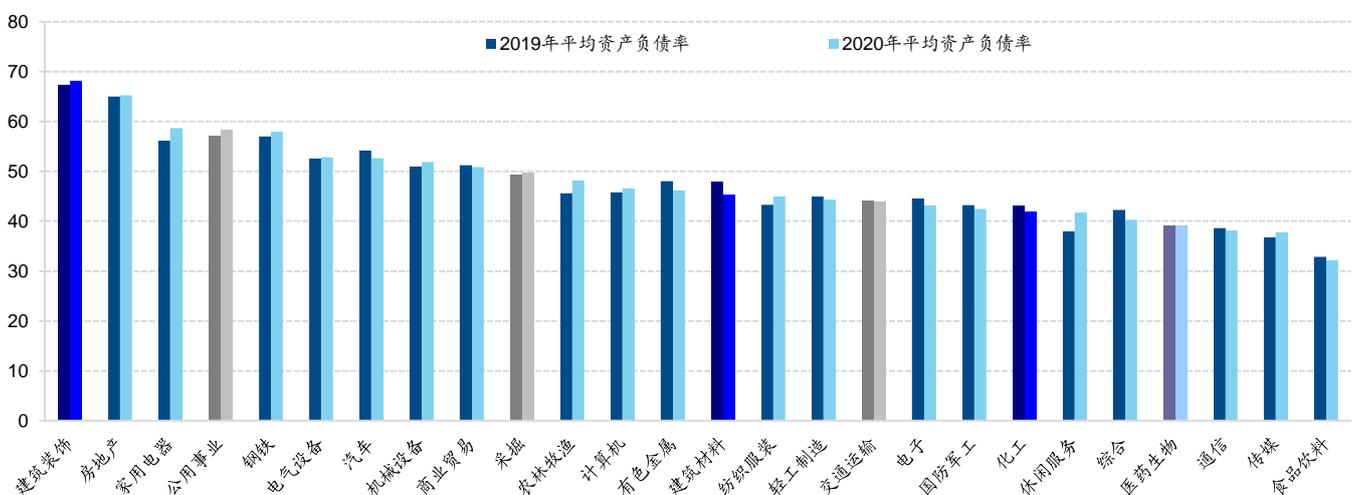
图19 A 股国有企业平均应付账款周转天数（剔除金融、ST）



资料来源：WIND，海通国际

国有企业偿债能力无忧，基建和能源类上市国有企业资产负债率高于医药类。
 国有企业及大型企业因具有稳定的收入来源、来自政府的支援，以及良好的发展潜力，作为债务人的应收账款违约可能性较小，因此以其供应商作为客户的保理业务，不良资产风险较低。全国国有企业和地方国有企业平均资产负债率从2016年开始稳步下降，也证明了国有企业偿债能力的提升。全国国有企业资产负债率从2016年的68.5%下降至2019年的66.8%。地方国有企业平均资产负债率从2016年的65.0%下降至2020年的63.3%。分行业看，以前述的A股上市公司为样本，建筑装饰行业资产负债率从2019年的67.2%上升至68.1%。建筑材料和交通运输业的2020年资产负债率均有下降。能源类的上市国有企业资产负债率在2020年均有所上升，而医药生物类有所下降。医药行业上市国有企业2019-2020年平均资产负债率都低于40%，跨行业横向比较从低到高排名第四。

图20 A 股国有企业资产负债率（剔除金融、ST）



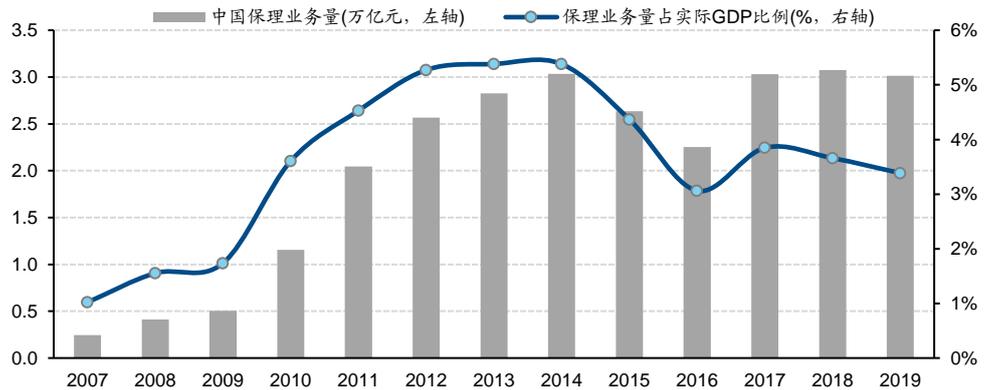
资料来源：WIND，海通国际

行业概况

中国保理业务增速有望回暖

中国保理业务总额 2008-2013 年高增长，2014-2019 年增速显著放缓。国际保理商联合会（Factors Chain International, FCI）数据显示，中国的保理业务量从 2007 年的 329.76 亿欧元（0.25 万亿元人民币），增长到 2019 年的 4035.04 亿欧元（3.01 万亿元人民币）。其中，2008-2013 年，中国的保理业务量增速持续超出实际 GDP 增速，年复合增速超过 50%，中国保理业务量占实际 GDP 比例从 1.02% 提升至 5.38%。而 2014-2019 年，中国保理业务量增速显著放缓，年复合增速仅 1.1%，占实际 GDP 的比例见顶回落，下降至 2019 年的 3.39%。尽管 2017 年保理业务量占实际 GDP 比例比 2016 年回升 0.79pct 至 3.85%，但未能继续扭转占比回落的趋势。我们认为这说明保理融资在中国经济增长中发挥的作用在减弱。

图21 中国保理市场总业务额 2007-2019



资料来源：国际保理商联合会，海通国际

经济增长之下政策重视小微融资，有望推动商业保理增速回升。根据人民网援引各方预测，国际信用评级机构标普于 2021 年 6 月 25 日预计中国 GDP 在 2022-2024 年将维持 5% 左右的增速，惠誉于 2021 年 6 月 28 日预测 2022 年中国 GDP 增长率为 5.5%，IMF 在 2021 年 10 月将中国 GDP 增速上调至 5.6%。而随着中国对中小微企业融资越来越重视，比如多部委（人民银行、工业和信息化部会同财政部、商务部、国资委、银监会、外汇局）联合于 2017 年印发了《小微企业应收账款融资专项行动工作方案（2017-2019 年）》，《方案》中强调了小微企业应收账款融资的重要性。我们认为保理业务量占中国 GDP 的比例有望提升，进而推动商业保理增速回暖。下述表格中，我们列举了不同 GDP 增速和保理业务占 GDP 比例情形下，对应的保理业务增速。

表3 不同实际 GDP 增速和保理业务量占比情形下，对应的中国保理业务量增速

实际 GDP 增速(行) 保理业务量占比(列)	4.80%	4.90%	5.00%	5.10%	5.20%
3.30%	4.78%	4.84%	4.90%	4.96%	5.02%
3.40%	5.41%	5.47%	5.53%	5.59%	5.65%
3.50%	6.02%	6.08%	6.14%	6.20%	6.27%
3.60%	6.62%	6.68%	6.74%	6.80%	6.87%
3.70%	7.21%	7.27%	7.33%	7.39%	7.45%

资料来源：Datayes，国际保理商联合会，海通国际预测

Frost & Sullivan 预计中国保理市场总业务量 2019-2024 年 CAGR 为 6.8%。 Frost & Sullivan 的报告将保理市场总业务量，定义为保理公司受让的应收账款累计总额。中国的保理市场总业务量从 2014 年的 3.65 万亿元增加到 2019 年的 3.71 万亿元，年复合增长率为 0.3%。Frost & Sullivan 预计保理市场总业务量将从 2019 年的 3.71 万亿元继续增长至 2024 年的 5.16 万亿元，对应 2019-2024 年复合增长率 6.8%。（见图 24）

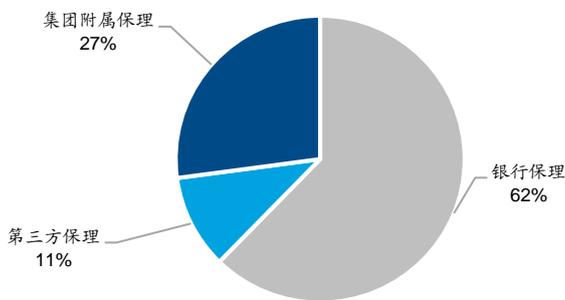
第三方保理份额小，增速高，集中度偏低

截至 2019 年第三方保理市场份额最小，但 2014-2019 年增速表现最佳。 保理市场分为银行保理和商业保理两部分，其中商业保理又分为集团附属保理公司和第三方保理公司。Frost & Sullivan 数据显示，截至 2019 年，按保理业务量计量，在 3.71 万亿的保理业务量市场中，银行保理占比为 62%，集团附属保理公司占比为 27%，第三方保理公司占比 11%。2014-2019 年，银行保理业务从 3.57 万亿下降至 2.31 万亿元，年复合增长率约为 -8.3%；集团附属保理公司业务量从 651 亿元增加至约 10,041 亿元，年复合增长率约为 72.8%；第三方保理公司业务量自 217 亿元增长至 3,924 亿元，年复合增长率约为 78.4%。

未来商业保理有望与银行保理市场份额上平分秋色。 Frost & Sullivan 预计，2021-2024 年商业保理增量贡献将始终超过 70%，占比于 2023 年开始超过 50%。到 2024 年，商业保理占比将达到 54%，而银行保理占比降至 46%。Frost & Sullivan 认为，未来受益于商业保理整体市场规范度提升、中小企业融资需求增大，集团附属和第三方保理公司业务量预计将继续增长，至 2024 年分别达到 20627 亿元和 7248 亿元左右，期间年复合增长率分别为 15.5%和 13.1%。

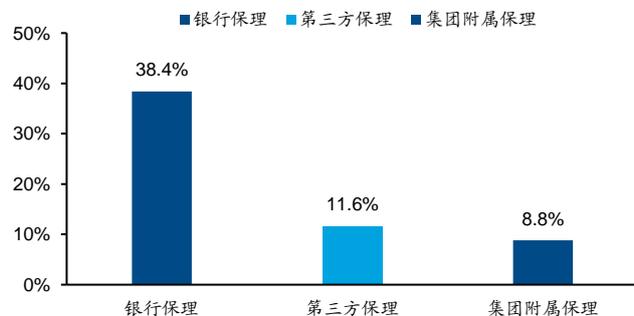
第三方保理排名前三的集中度偏低为 11.6%。 根据 Frost & Sullivan 数据，2019 年保理业务量排名前三的集中度来看：银行保理集中度最高为 38.4%，分别是建设银行（20.9%）、招商银行（9.2%）和中国银行（8.3%）；第三方保理公司季度集中度居中为 11.6%，分别为盛业资本（5.9%）、宏泰国际商业保理（天津）有限公司（2.9%）和天逸金融服务集团（2.8%）；集团附属保理公司集中度最低为 8.8%，分别为中铁建商业保理有限公司（3.5%）、TCL 商业保理（深圳）有限公司（3.0%）和新希望（天津）商业保理有限公司（2.3%）。

图22 2019 年银行、集团附属、第三方保理市场份额



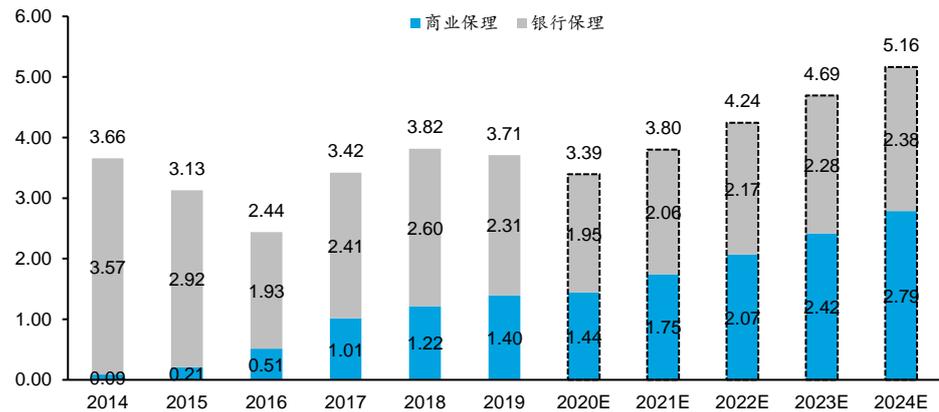
资料来源：Frost & Sullivan，海通国际

图23 2019 年银行、集团附属、第三方保理前三集中度



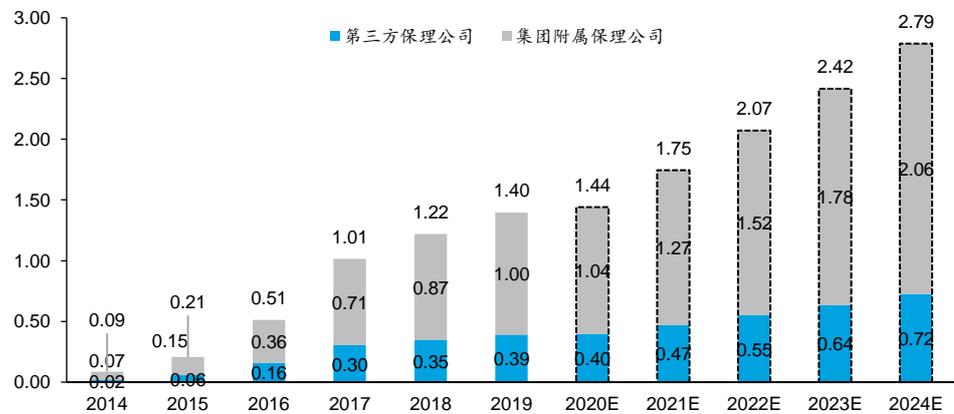
资料来源：Frost & Sullivan，海通国际

图24 中国保理市场总业务额 2014-2024E (万亿元)



资料来源: Frost & Sullivan 商业保理市场研究报告预测, 海通国际整理

图25 第三方和集团附属保理公司保理业务量 2014-2024E (万亿元)



资料来源: Frost & Sullivan 商业保理市场研究报告预测, 海通国际整理

银行、集团附属和第三方保理公司经营特点各不相同

第三方保理融资渠道更加多元化, 风险偏好较高, 服务更灵活。在资产行业分布方面, 银行保理业务最为分散, 触及各个行业; 集团附属集团保理公司以自身所处行业为主; 第三方保理公司则有些不限行业, 有些有行业聚焦。银行的资金成本最低, 风险偏好最低, 偏重核心买方的确权, 相应的其产品利率最低。而集团附属保理公司凭借股东的资源支持, 在资金成本、风险偏好、收益率方面居中。集团附属保理公司专注于集团所在行业的产业链或以集团为核心企业的供应链, 因对相关行业和企业有深入了解, 对风险把控较好。第三方保理公司的融资渠道与银行保理和集团附属保理公司相比, 更为多元化, 以股东出资和银行借款为主, 融资成本最高, 风险偏好和收取的利率也最高。第三方保理公司受制于规模和资源, 需要依靠提供专业的定制化服务来吸引客户, 并提高客户的粘性。如果第三方保理公司能够专注于细分领域行业, 将会更熟悉每个行业不同的风险特征, 从而有机会更好的管理该行业的风险, 使其资产质量更有保障。

表 4 保理行业参与者经营对比

	银行保理	集团附属保理公司	第三方保理公司
资产行业分布	不限行业	以集团所属行业为主	部分不限行业；部分有行业聚焦
利率	低 以中国银行 1 年期以下 400 万以下的样本产品为例，利率范围是 4.35% - 7.50%	中 以海尔金融保理（重庆）有限公司 2020 年第一期资产支持票据为例，基础资产加权平均利率不低于 7%	高 以盛业资本为例，2021H1 整体利息收益率约 9.6%，其中能源 10.0%，建筑 9.3%，医疗 9.1%
资金来源	主要是吸收存款	股东出资、银行借款	较为多元化，以股东/自有资金、银行借款为主
资金成本	低	中	高
风险偏好	低	中	高
服务灵活度	偏重核心买方确权	侧重服务于集团内部需求	更为灵活， 比如盛业资本贯穿能源、基建、医疗三大行业供应链 结算周期

资料来源：小微企业名录网，《海尔金融保理(重庆)有限公司 2020 年度第一期资产支持票据信用评级报告》，海通国际整理

银行与商业保理公司合作共赢

银行与商业保理公司多种方式合作共赢。首先，银行可以为商业保理公司提供单独授信，使其获得资金进行保理融资。其次，对于商业保理公司已经完成的融资项目，其中符合银行风险偏好等标准的，银行可以提供再保理续作。这种再保理，包含银行定向委托商业保理公司购入指定企业的应收账款的情况。最后，通过助贷的方式，银行提供资金，商业保理公司负责资产管理和提供担保服务，双方优势互补。于银行而言，拓展了服务中小微企业的途径；于商业保理公司而言，丰富了服务范围。在获得银行授信方面，集团附属保理公司借助强大的股东背景，相对更具优势。而在助贷方面，第三方保理公司相对更有发挥空间。一些第三方保理公司对其自身资产质量有信心，为银行提供担保服务，且第三方保理公司获客来源也更加多样化，令银行有兴趣与其合作。

监管政策规范保理行业健康发展

我国商业保理进入规范发展的新阶段。2012 年商务部发布《关于商业保理试点有关工作的通知》批准在天津市滨海新区、上海市浦东新区开展商业保理试点，标志着我国商业保理行业开始发展。之后陆续出台了针对商业保理的监管政策如 2012 年 10 月《商务部关于商业保理试点实施方案的复函》、2019 年《关于加强商业保理企业监督管理的通知》和 2020 年《民法典》，在进一步细化监管的同时，也降低了政策不确定性带来的风险。目前我国商业保理进入规范发展的新阶段，未来将有更多企业在监管批准后接入央行征信系统，提高风险防控能力。

表 5 商业保理政策梳理

发布时间	发布机构	文件名称	重要条款	对商业保理的影响
2012/6/27	商务部	《关于商业保理试点有关工作的通知》	允许在天津市滨海新区、上海市浦东新区开展商业保理试点	在中央层面首次规范商业保理业务
2012/10/9	商务部	《商务部关于商业保理试点实施方案的复函》	第一条规定商业保理公司的设立条件包括注册资本不低于 5000 万元；第四条规定商业保理公司开展业务时风险资产不得超过公司净资产的 10 倍	天津及上海推行商业保理试点计划；商业保理监管政策初步成型
2015/10/28	商务部	《商务部关于修改部分规章和规范性文件的规定》	第二十八条取消商业保理公司不少于人民币 5000 万元的最低注册资本规定	进一步激发商业保理市场活力
2018/4/20	商务部	《商务部办公厅关于融资租赁公司、商业保理人和典当行管理职责调整有关事宜的通知》	将商业保理人监管职责划归银保监会	对商业保理的监管力度进一步升级
2019/10/30	中国银保监会	《关于加强商业保理企业监督管理的通知》（第 205 号文）	第四条规定商业保理企业不得经营的业务内容；第七条明确了单一集中度（50%）、关联交易限制（40%）、不良资产管理、风险准备金率（1%）和业务杠杆（10 倍）的监管指标。	对商业保理的监管进一步细化，赋予各地金融监管部门更大的管理权，使监管行为更具体和深入
2020/5/28	全国人民代表大会	《中华人民共和国民法典》	第 761-769 条分别从定义、合同内容和形式、虚构应收账款的法律后果、保理人表明身份义务、无正当理由变更或者终止基础交易合同行为对保理人的效力、有追索权保理、无追索权保理、多重保理的清偿顺序以及适用债权转让规定方面对保理合同作出了具体规定。	加强了对保理合同的司法指导
2020/6/28	国务院	《关于做好自由贸易试验区第六批改革试点经验复制推广工作的通知》	工作任务分工表中第 16 项提出对于成立时间超过一年、经地方金融管理局推荐，通过中国人民银行派出机构审查的商业保理企业法人，可以以专线直接接入和互联网平台方式接入央行企业征信系统。	提高了商业保理公司风险控制能力

资料来源：商务部官网，中国银保监会官网，全国人大官网，国务院官网，海通国际

公司经营回顾

公司重要经营主体及管理层

盛业资本通过重要参控股及联营公司，提供保理、信息和担保服务。盛业资本主要通过盛业商业保理有限公司（简称“盛业保理”）及其旗下的保理业务公司从事商业保理业务。盛业保理是目前国内外资注册资本金额最大的商业保理公司之一，注册资金高达 2 亿美元。盛业资本通过盛业信息科技服务（深圳）有限公司（简称“盛业科技”）等主体向客户提供信息科技服务。盛业科技为其平台化发展的重要载体。此外，盛业资本曾拥有 2 家担保公司。一家是 2017 年 9 月 4 日成立的深圳市盛业非融资性担保有限公司，盛业资本已分别在 2018 年和 2020 年向独立第三方出售 80% 和 20%。另一家是于 2020 年 8 月 14 日在天津东疆保税港区成立了盛业融资担保有限公司，拥有当地的融资担保牌照，实缴资本 1 亿元。根据《融资担保公司监督管理条例》第十五条，“融资担保公司的担保责任余额不得超过其净资产的 10 倍。对主要为小微企业和农业、农村、农民服务的融资担保公司，前款规定的倍数上限可以提高至 15 倍”。虽然盛业的融资担保服务针对小微企业，根据公司管理层，基于严格遵守监管的考虑，担保上限一直为超过净资产的 10 倍。无锡国金商业保理有限公司（“无锡国金”）为其 2018 年成立的重要的联营公司，盛业资本持股 40%，其余 60% 由无锡通汇持有。无锡通汇是无锡市交通产业集团的全资附属公司。无锡国金的净利润从 2018 年的 5.3 万元增加至 2020 年的 3,411.1 万元。无锡国金 2020 年贡献盛业资本整体净利润约 4.0%。

表6 重要参控股公司

控股子公司	持股比例	注册及营业地点	主要业务
盛业商业保理有限公司	100%	中国	提供保理业务
霍尔果斯永卓商业保理有限公司	100%	中国	提供保理业务
盛业(深圳)商业保理有限公司	51%	中国	提供保理业务
盛业融资担保有限公司	100%	中国	提供担保服务
天津盛卓企业管理咨询有限公司	51%	中国	提供管理服务
盛业信息科技服务(深圳)有限公司	100%	中国	提供信息科技服务
盛隆信息科技服务(宁波)有限公司	60%	中国	提供信息科技服务
企熙信息科技服务(上海)有限公司	100%	中国	提供信息科技服务
天津盛业投资管理有限公司	100%	中国	投资
联营公司	持股比例	注册及营业地点	主要业务
无锡国金商业保理有限公司	40%	中国	提供保理服务
弘基商业保理(深圳)有限公司	10%	中国	提供保理服务
广西茂景商贸有限公司	20%	中国	提供贸易服务

资料来源: 公司 2020 年报、2021 半年报, 海通国际

公司管理层人员专业经历丰富。执行董事兼董事会主席董志锋先生拥有超过 10 年企业管理经验, 创建并带领公司快速发展, 三年内成功上市。执行董事兼首席风控官陈仁泽先生在保理及供应链金融行业拥有超过 20 年经验, 曾任汇丰银行台北分行管理职位超过 1 年、某银行贸易融资部职位 6 年。首席财务官卢伟雄先生拥有 30 年财务会计经验, 曾任职于会计师事务所工作约 10 年, 并担任过多间公司的财务总监职位。高级财务总监钟志诚先生拥有约 13 年财务会计经验, 曾在四大会计师事务所及大型资产管理公司和基金公司等金融机构任职。首席战略官原野先生曾担任美国泰山投资控股集团的执行董事, 资产管理规模超过 20 亿美元, 在资本市场及金融科技领域拥有丰富的投资经验。

表7 公司重要管理层

管理层代表	职务	过往经历
董志锋先生	董事会主席	盛业资本创始人, 创建并带领公司快速发展, 三年内即成功上市 入选国际精英商学院协会(AACSB) 2020 年度影响力领袖名单 在多家社会慈善组织任职
陈仁泽先生	执行董事及首席风控官	在保理及供应链金融行业拥有超过 20 年经验 曾在多家金融机构任职
卢伟雄先生	首席财务官	拥有约 30 年的财务会计经验 香港会计师公会会员 澳洲特许会计师公会会员
原野先生	首席战略官	在资本市场及金融科技领域拥有丰富的经验 曾担任美国泰山投资控股集团的执行董事, 资产管理规模超过 20 亿美元 新加坡特许会计师
钟志诚先生	高级财务总监	拥有约 13 年的财务会计经验 曾在四大会计师事务所及大型资产管理公司和基金公司等金融机构任职 香港会计师公会会员

资料来源: 盛业资本官网, 海通国际

聚焦能源基建医疗三大领域, 围绕国企和政府机关开展业务

保理资产聚焦能源、基建、医疗三大领域。公司于 2014 年起在能源行业提供保理服务, 客户主要在中国从事石油化工业务, 能源行业一直是公司保理业务的最大战略行业之一。公司分别在 4Q14 和 2016 年将保理业务扩展至建筑和医疗行业。我们认为这三大行业的选择, 有助于公司资产规模的高质量扩张。首先这三大行业都拥有政策的扶持。其次基建和医疗抗经济周期性较强。当经济下行时, 基建领域的支出往往成为稳增长调控手段。医疗属于必选消费项目, 受经济周期影响较小。能源行业相对于基建和医疗周期性更强。此外, 业务发展相对独立, 不会因为一个行业的发展遇到问题而传导到另一个行业, 从而产生不利影响的共振, 放大公司盈利能力的波动性。

基建和医疗领域保理资产占比上升，能源领域下降，增长动能三者之间切换。

2015-2Q21 期间，公司保理资产年复合增长率为 46.3%，结构方面，2015-2Q21 整体来看，公司保理资产在基建和医疗行业的占比呈上升趋势，能源行业的占比呈下降趋势。截至 2Q21，基建行业的保理资产占比为 53.2%，能源行业占比 34.2%，医疗行业占比 12.5%。2015-2016 年以基建和能源两个行业为主，二者合计占比分别为 100.0%和 97.8%。2016 年保理资产规模的增长主要源于基建行业，其保理资产占比比较 2015 年提升 27 个百分点至 71.9%。2017 年医疗行业为带动保理资产规模的增长引擎。医疗领域的保理资产从 2016 年的 0.29 亿元迅猛增长到 2017 年的 3.82 亿元，占比从 2016 年的 2.2%提升至 28.5%。2018-2019 年保理资产的增长源于基建和能源，相较而言基建贡献更多，分别贡献增量的 70%和 59%，而医疗领域的保理资产余额减少。2020 年保理资产规模的增长动力切换为能源和医药，分别增长 31.3%和 141.8%。2021 年上半年，三大行业的保理资产余额均有增长，基建、医疗、能源分别贡献增量的 75%、17%和 7%。

图26 基建和医疗领域保理资产占比上升，能源领域保理资产占比下降



资料来源：公司年报，海通国际

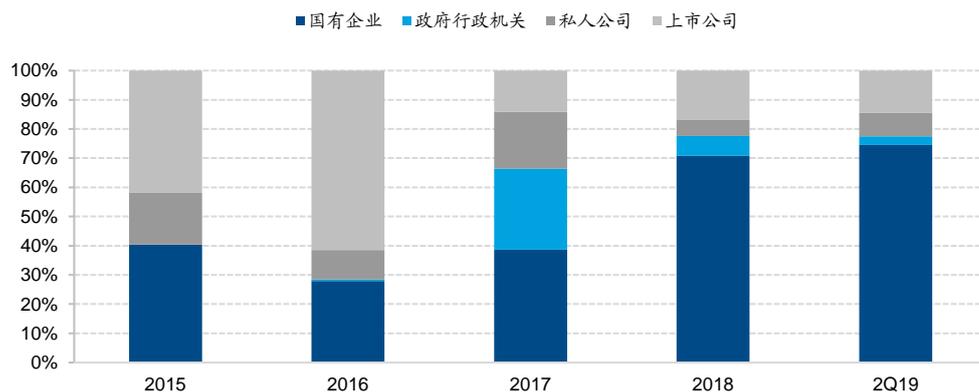
表 8 保理资产增长动能在能源、基建、医疗三大行业间切换

行业	2016	2017	2018	2019	2020	2021H1
基建	98%	-2147%	70%	59%	-85%	75%
能源	-2%	-50%	42%	43%	114%	7%
医疗	4%	2297%	-13%	-2%	72%	17%

资料来源：公司年报，海通国际

保理资产几乎全部含追索权，债务人以国有企业和政府行政机关为主。盛业资本向小微企业的应收账款提供融资后，有权从债务人（也即买方）收取应收账款为偿还的款项。换言之，盛业资本对应收账款保理资产有追索权。2019 年上半年为目前公司公布的最新数据。2015-2Q19 公司的保理资产包含追索权的比例接近 100%。按债务人属性来分，国有企业为债务人的保理资产为主，比例从 2015 年的 40.4%上升到 2Q19 的 74.5%。2015-2Q19，私人公司为债务人的比例从 17.8%下降至 8.0%，上市公司为债务人的比例从 41.8%下降至 14.5%，政府行政机关为债务人的保理资产从无到有。截至 2Q19，保理资产债务人为国有企业和政府行政机关的比例合计为 77.5%。

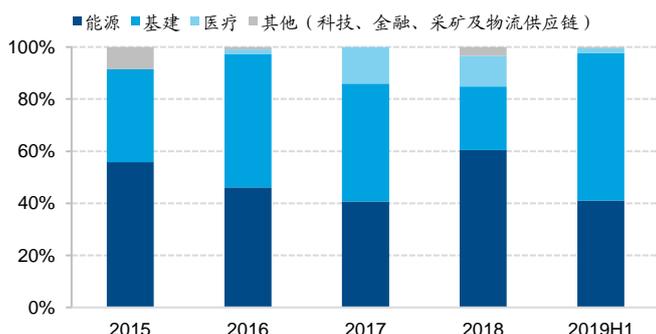
图27 保理资产债务人以国有企业和政府行政机关为主



资料来源：公司年报，海通国际

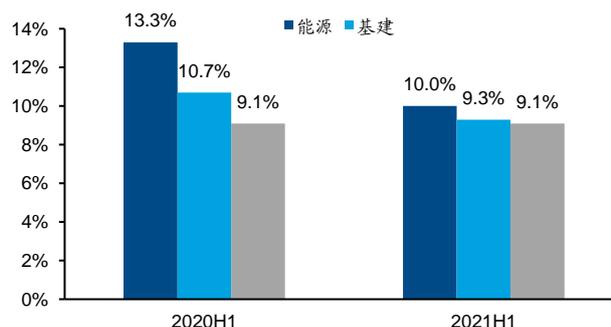
营业收入主要源于能源和基建行业的保理资产，能源行业利息收益率最高，医疗行业利息收益率最稳定。2015-2019H1，营业收入（含利息收入、担保费用和其他收入）主要源于能源和基建行业的保理资产收入，二者合计占比一直高于 80%，结构变化未见明显趋势。以日均保理资产余额计算的利息收益率显示，能源行业最高。2021H1 能源行业、建筑行业、医疗行业的利息收益率分别为 10.0%、9.3%、9.1%。与 2020H1 的利息收益率相比，能源行业利息收益率下降幅度最大，降幅为 3.3 个百分点；其次是基建行业，降幅为 1.4 个百分点；医疗行业的利息收益率保持稳定在 9.1%。

图28 营业收入主要源于能源和基建行业的保理资产



资料来源：2017 年创业板、2019 年转主板招股书，海通国际

图29 医疗行业利息收益率较为稳定

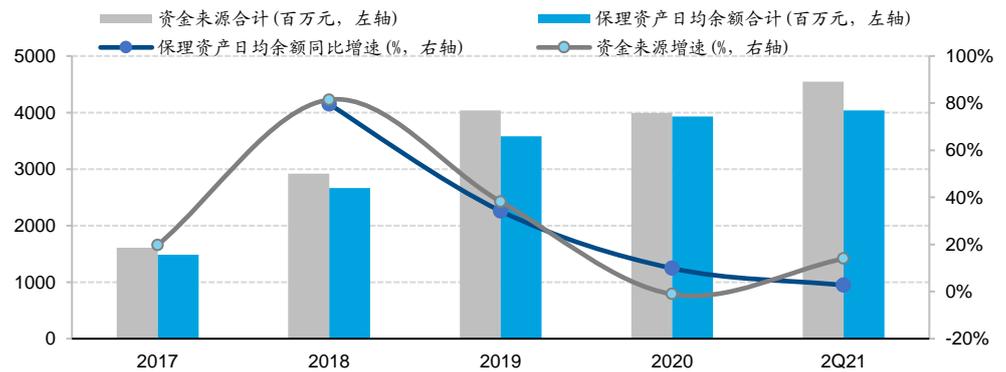


资料来源：公司业绩期展示材料，海通国际

资金来源日趋多元化，股债资本市场受认可度提升

资金来源的增长驱动保理资产规模扩张。当 2018 年公司的资金来源得到补充后，公司的保理资产规模也收获超过翻倍的增长。与 2017 年相比，公司的资金来源增加 13.11 亿元至 29.21 亿元，保理资产日均余额增加 11.82 亿元至 26.66 亿元。2019-2Q21 资金来源增速下降时，保理资产规模的增速也随之下降。

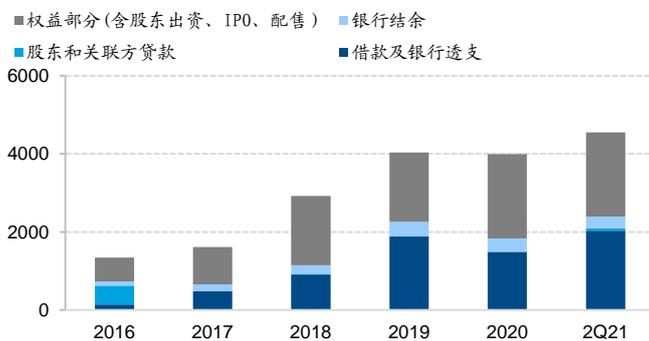
图30 资金来源的增长驱动公司保理资产规模扩张



资料来源：公司年报，海通国际
注：此处保理资产日均余额不含普惠撮合业务

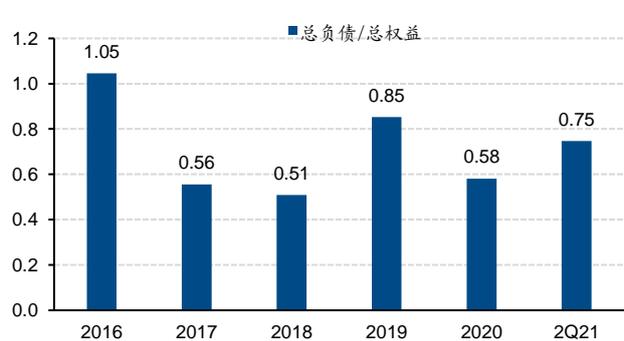
资金来源结构日趋多元化，公司整体杠杆率呈上升趋势。公司的资金来源，在权益方面包括股东出资、IPO 和配售，债权方面包括借款（含关联方借款和银行借款）、点心债、应收账款资产支持证券、保理资产买断融资等，也有日常运营产生的现金。盛业保理成立之初以董事长董志锋的家族资源为资金来源。上市前，2016 年公司的资金来源以股东和关联方贷款为主，合计占比 81.6%。上市后，公司的资金来源结构日趋多元化。债权方面，2017-2Q21，公司借款及银行透支从 4.82 亿元增加至 20.27 亿元，占比从 30.0%增加至 44.6%。2018 年在整体去杠杆的大环境下，盛业资本在境外发行了点心债，在境内发行了应收账款资产支持证券。权益方面，公司分别在 2018 年 6 月、2020 年 9 月和 2021 年 10 月完成了共三次配售，也为公司业务的发展补充了资金。截至 2Q21，公司的资金 44.6%来自银行借款及透支，47.4%来自权益部分，6.6%来自银行结余。公司整体的杠杆率（总负债/总权益）呈上升趋势，从 2017 年的 0.56x 上升到 2Q21 的 0.75x。

图31 2016-2Q21 公司资金来源结构日趋多元化



资料来源：公司年报，海通国际

图32 2016-2Q21 公司杠杆率呈上升趋势



资料来源：公司年报，海通国际

公司在资本市场受认可程度逐步提升。与盛业资本合作的资金方数量增长迅速，从 2019 年的 29 家增长到 2020 年的 46 家，截至 2Q21 资金合作方数量进一步增加到 62 家。公司在债权相关类和权益类均获得越来越多投资人的出资，我们认为这意味着公司在资本市场稳扎稳打，受认可程度在提升。

与债权相关资金合作方于表内外进行合作。表内方面，早在 2018 年盛业资本仍在中国香港创业板上市还未转主板时，已成功在中国香港成功发行 7 亿人民币点心债。2021 年 3 月，盛业资本在兆丰国际商业银行和永丰商业银行牵头下，完成了国内首例保理离岸银团贷款的落地，获得授信金额 5.25 亿元，期限为 2 年。表外方面，盛业资本与宁波通商银行、建设银行深圳市分行、新网银行、武汉众邦银行等，订立供应链金融科技平台合作协议。盛业资本将借助深入的行业理解和金融科技实力，向银行推荐优质借款人，之后银行亦将进行独立的风险识别和判断。在这样的合作中，盛业资本和银行之间不发生任何费用。盛业资本向借款人收取服务费。普惠撮合日均保理余额从 2019 年的 4500 万元跃升至 2Q21 的 11.77 亿元，年复合增长率约 269%。截至 2Q21，表内保理资产日均余额占比为 77.4%，融资撮合（助贷）日均余额为 22.6%。

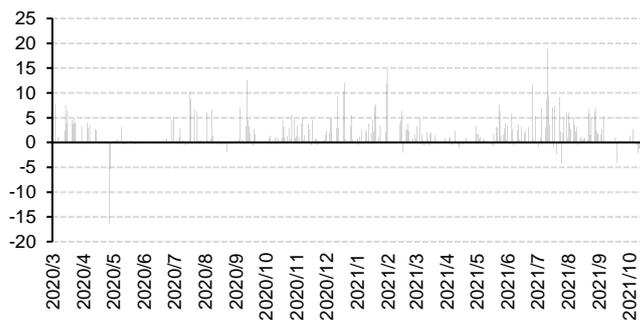
表 9 盛业资本在债权类业务方面获得多方支持

业务类型	时间	资金方	币种	金额 (亿元)	期限 (年)	备注
表内类债权	2018/9/10	未披露	RMB	7	1	在香港发行的点心债，利率为 7%
	2021/3/15	兆丰国际商业银行和永丰商业银行牵头银团贷款	RMB	5.25	2	中国保理行业首宗离岸银团贷款
	2019/8/12	宁波通商银行	RMB	1.5	3	宁波通商银行的实际控制人为宁波市人民政府国有资产监督管理委员会
表外类债权 撮合业务	2020 年上半年	中国建设银行深圳市分行	RMB	10	na	每笔贷款不超过 1000 万元
	2020/3/6	宁波通商银行	RMB	5	1	是 2019 年的补充合作协议，将额度从 1.2 亿上调至 5 亿，期限为 2020 年 3 月 6 日起 1 年
	2020 年 11 月	新网银行	RMB	10	na	双方将在基建工程及医药医疗领域为中小微企业提供更加高效便捷的金融服务。
	2021/4/19	武汉众邦银行	RMB	5	na	每笔贷款不超过 300 万人民币

资料来源：公司公告整理，海通国际

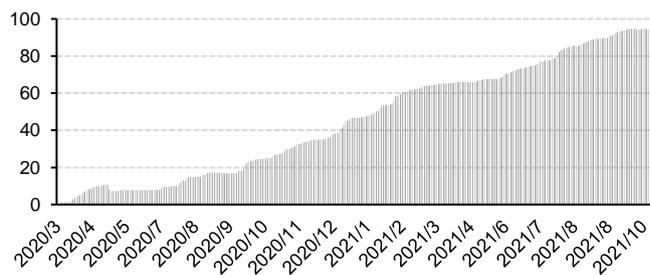
配售获中外资背景投资者认购，南向资金增持。2018 年至今，公司在港股市场成功完成了 3 次配售。在这 3 次配售中，不仅有原投资人继续参与，也有新的投资者加入认购。投资者中不乏中外资背景知名机构投资者，中资背景投资者包括中国太平旗下的太平信托，无锡市政府国资委间接全资拥有的锡通国际等；外资背景投资者包括新加坡淡马锡旗下的兰亭投资，美国泰山投资控股集团等。这 3 次配售中，配售价格不断提升，相较宣布配售前交易日价格的折价率不断降低。配售募集资金用于扩展保理业务、提升网上保理平台、SaaS 能力及数据驱动的风控新途观、发展供应链科技服务业务（智慧工地、医院供应链运营管理等）（详情见表 10）。自盛业资本 2020 年 3 月被纳入深港通之后，南向资金持股数量增量亦为可观，南向资金持股占股本比例从 2020 年 3 月 13 日约 0.12% 增加到 2021 年 10 月的约 10% 左右的水平。

图33 纳入深港通之后南向资金量变化 (百万港元)



资料来源: 港交所, 海通国际
注: 数据截至 2021 年 11 月 12 日

图34 纳入深港通之后获得南向资金增持 (百万股)



资料来源: 港交所, 海通国际
注: 数据截至 2021 年 11 月 12 日

表 10 盛业资本三次配售中，更多投资者参与，配售价格逐步提高，折价率不断降低

业务类型	承配人	配售后股本占比	配售股份数 (百万股)	配售价格 (港元)	最近交易日股价 (港元)	折让	最近五个交易日平均股价 (港元)	折让	总募资金额 (百万港元)	资金用途
2018/6/28	中国太平旗下的太平信托、淡马锡旗下的兰亭投资(Pavilion Capital)、美国泰山投资控股集团(Olympus Capital Asia)等	15.76%	138.484	6.00	7.19	16.60%	7.28	17.60%	819.5 (RMB698.0)	(i)757.0 百万港元于 2018 年用作一般营运资金以扩展保理营运 (ii)18.5/27.4/16.6 百万港元分别于 2018/2019/2020 年用作发展网上保理平台及信息系统
2020/9/11	/	5.93%	55.5	7.00	8.25	15.15%	8.1%	13.26%	382.7 (RMB334.1)	(i)363.6 百万港元于 2020 年用作扩大供应链金融业务 (ii)18.0/1.1 百万港元分别于 2020 年和 2021H1 用作提升网上保理平台、SaaS 能力及数据驱动的风控系统
2021/9/24	无锡市政府国资委间接全资拥有的锡通国际	6.12%	61.36	8.80	9.56	7.95%	9.72	9.45%	550.8 (RMB457.3)	(i)约 275.4 百万港元将用于在有机会时战略性收购及/或投资于产业科技及数字金融领域的业务，以加强本集团于供应链服务行业的市场份额并加快其科技转型； (ii)约 165.2 百万港元将用于扩张及发展本集团的供应链科技服务业务，包括（但不限于）智慧工地及医院供应链运营管理综合服务； (iii)余下所得款项约 110.2 百万港元将用作本集团平台化发展的一般营运资金。
	淡马锡旗下的兰亭投资	2.78%	1.70							

资料来源：公司公告整理，海通国际

财务报表

利润表 (人民币, 千元)	Dec-19E	Dec-20E	Dec-21E	Dec-22E	Dec-23E
营业收入	496,057	507,399	495,775	631,439	838,254
数字金融解决方案	327,763	334,132	307,365	391,779	527,778
净利息收入	318,608	316,808	283,909	355,656	476,989
保理服务利息收入	429,214	443,529	385,150	472,084	608,552
融资成本	-110,606	-126,721	-101,241	-116,428	-131,563
担保费用	9,155	17,324	23,457	36,123	50,789
平台化服务	12,052	35,034	48,540	68,218	92,679
销售保理资产	156,242	138,233	139,870	171,441	217,798
营业支出	-160,169	-189,655	-188,394	-227,318	-293,389
拨备前利润	335,888	317,744	307,380	404,121	544,865
减值亏损	-16,960	-15,200	-17,652	-17,448	-21,807
其他收入	37,953	24,067	24,392	24,392	24,392
其他经营净收益	-166	45,771	24,090	24,090	24,090
应占合营企业损益	1,537	0	0	0	0
应占联营公司损益	4,240	14,706	19,036	19,036	19,036
除税前溢利	362,492	387,088	357,247	454,191	590,577
所得税	-67,367	-49,692	-39,297	-49,961	-64,963
净利润(含少数股东权益)	295,125	337,396	317,950	404,230	525,613
净利润(不含少数股东权益)	280,343	329,252	305,819	388,808	505,559
少数股东损益	14,782	8,144	12,131	15,423	20,054

资料来源: 公司年报, 海通国际预测

资产负债表 (人民币, 千元)	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21E	Dec-22E	Dec-23E
设备净值/物业及设备	5,840	8,042	8,220	8,220	8,220
无形资产	19,960	22,218	25,494	25,494	25,494
使用权资产	22,147	24,680	19,259	19,259	19,259
按公允价值计入其他全 面收益的保理资产	0	14,278	12,902	15,835	20,441
按公允价值计入损益之其 他金融资产	0	74,263	131,678	192,385	240,950
于联营公司之权益	67,580	150,911	216,011	261,581	307,151
长期预付款	985	637	1,990	1,990	1,990
递延税项资产	11,319	25,210	24,325	29,816	38,435
可退回按金及应收贷款	2,788	3,839	3,931	3,931	3,931
非流动资产合计	130,619	324,078	443,810	558,511	665,871
按公允价值计入其他全 面收益的保理资产	3,837,348	3,789,922	4,287,613	5,262,580	6,793,141
按公允价值计入损益之其 他金融资产	4,497	30,878	131,678	192,385	240,950
衍生金融工具	751	790	0	0	0
应收担保客户款项	7,700	17,052	0	0	0
应收贸易款	403	2,733	0	0	0
其他应收及预付款项	16,113	16,841	99,564	117,306	147,562
银行结余及现金	377,327	348,715	382,363	211,868	144,239
已抵押存款(含结构性 存款)	95,350	255,489	339,012	389,864	440,546
应收贷款	9,066	0	0	0	0
流动资产合计	4,348,555	4,462,420	5,240,230	6,174,003	7,766,439
总资产	4,479,174	4,786,498	5,684,040	6,732,514	8,432,310
股东贷款	0	0	45,151	0	0
应付关联方贷款	0	0	20,069	0	0
短期借款	1,867,299	1,475,913	1,563,409	1,867,547	2,634,846
银行透支	17,864	10,828	0	0	0
合同负债	672	1,125	2,683	2,683	2,683
应付股利	0	0	0	0	0
财务担保合约	12,050	29,742	52,126	80,273	112,864
应计负债及其他应付款 项	73,740	105,552	105,985	121,802	170,738
其他衍生金融工具	2,359	17,616	4,900	4,900	4,900
应交所得税	29,682	36,679	48,931	43,071	52,264
租赁负债	6,613	11,913	16,125	16,608	17,107
流动负债合计	2,010,279	1,689,368	1,859,378	2,136,885	2,995,402
递延税项负债	35,387	56,449	64,867	69,570	89,681
租赁负债	15,448	13,337	9,883	10,179	10,485
长期借款	0	0	464,175	464,175	0
非流动负债合计	50,835	69,786	538,925	543,925	100,166
总负债	2,061,114	1,759,154	2,398,303	2,680,810	3,095,568
股东权益合计(不含少 数股东权益)	2,288,999	2,916,047	3,186,539	3,929,381	5,175,623
少数股东权益	129,061	111,297	99,198	122,323	161,118
股本	7,636	8,127	8,645	8,645	8,645
储备	2,281,363	2,907,920	3,177,894	3,920,736	5,166,978
股东权益合计(含少数 股东权益)	2,418,060	3,027,344	3,285,737	4,051,704	5,336,742
负债和权益总计	4,479,174	4,786,498	5,684,040	6,732,514	8,432,310

资料来源: 公司年报, 海通国际预测

增速与利润率	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21E	Dec-22E	Dec-23E
增速					
保理资产日均余额增速 (含普惠撮合业务)	35.9%	18.0%	27.9%	12.5%	25.0%
总资产增速	11.8%	6.9%	18.8%	18.4%	25.2%
总负债增速	16.2%	-14.7%	36.3%	11.8%	15.5%
总股东权益增速	8.3%	25.2%	8.5%	23.3%	31.7%
数字金融解决方案收入增速	39.3%	1.9%	-8.0%	27.5%	34.7%
平台化服务增速	-38.0%	190.7%	38.6%	40.5%	35.9%
拨备前利润增速	159.9%	-5.4%	-3.3%	31.5%	34.8%
营业利润增速	172.0%	-5.1%	-4.2%	33.5%	35.3%
净利润增速	136.3%	14.3%	-7.1%	27.1%	30.0%
EPS 增速	136.2%	12.1%	-10.5%	27.1%	30.0%
BVPS 增速	8.2%	24.9%	3.8%	23.3%	31.7%
利润率					
拨备前利润率	67.7%	62.6%	62.0%	64.0%	65.0%
营业利润率	64.3%	59.6%	58.4%	61.2%	62.4%
净利润率	59.5%	66.5%	64.1%	64.0%	62.7%

资料来源：公司年报，海通国际预测

关键比率	Dec-19A	Dec-20A	Dec-21E	Dec-22E	Dec-23E
关键经营指标					
保理资产净收益率 (净利息收入/保理资产日均余额)	13.9%	12.9%	12.2%	12.7%	13.1%
融资成本	7.2%	7.4%	6.6%	6.6%	6.6%
管理费用/平均贷款	4.5%	4.8%	4.6%	4.6%	4.6%
成本收入比	32.3%	37.4%	38.0%	36.0%	35.0%
权益/资产	0.54	0.63	0.58	0.60	0.63
资产收益率	6.6%	7.0%	5.6%	6.0%	6.2%
净资产收益率	12.2%	11.1%	9.7%	10.0%	9.8%
拨备前平均资产回报率	7.9%	6.9%	5.9%	6.5%	7.2%
拨备前平均净资产回报率	14.4%	11.7%	9.7%	11.0%	11.6%
税率	18.6%	12.8%	11.0%	11.0%	11.0%
估值指标					
P/E (x)	21.4	18.6	21.0	16.6	12.7
P/B (x)	2.6	2.1	2.0	1.6	1.2

资料来源：公司年报，海通国际预测

注：估值指标股价为 2021 年 11 月 16 日收盘价

APPENDIX 1**Summary**

Shengye Capital (6069 HK) focuses on providing financing and technology services to SME suppliers of state-owned enterprises.

In our opinion, the **core advantages** are

- 1) collecting real-time transactional level grounding data to cross check with credit data from PBoC, hence achieving high-quality factoring assets. The NPL ratios through 2017-2019 kept being zero. The 2Q21 NPL ratio dropped 23bp to 0.37%.
- 2) Based on excellent asset quality, the company's accumulated AUM as at 2Q21 reached Rmb115bn, representing CAGR of 78.3% since 2017. Platform-based service has achieved 62 funding partners as at 2Q21. We believe that the platform-based service revenue contribution will become more significant in the future.
- 3) Supply chain technology services are likely to be new growth engine, covering smart construction solutions and hospital supply, processing, and distribution solutions.

We forecast the net profit attributable to shareholders to be Rmb306mn, Rmb389mn and Rmb506mn over 2021-2023, corresponding to growth rates of -7.1%, 27.1% and 30.0% respectively. The EPS over 2021-2023 are Rmb0.32, Rmb0.41, Rmb0.53. We apply FY22 PE 22x, lower than listed comparable peer Linklogis (9959 HK) 2022 PE29x. We initiate with "Outperform" rating with target price of HKD11.0.

Risks. Factoring asset growth rate lower than expected; asset quality worse than expected; regulation more stringent on loan facilitation and cutting financing costs of SMEs.

附录 APPENDIX

重要信息披露

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

IMPORTANT DISCLOSURES

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

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，Nicole Zhou，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。I, Nicole Zhou, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

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

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

海通证券股份有限公司和/或其子公司（统称“海通”）在过去 12 个月内参与了 601939.CH, 600036.CH, 601988.CH and 0939.HK 的投资银行项目。投资银行项目包括：1、海通担任上市前辅导机构、保荐人或主承销商的首次公开发行项目；2、海通作为保荐人、主承销商或财务顾问的股权或债务再融资项目；3、海通作为主经纪商的新三板上市、目标配售和并购项目。

Haitong Securities Co., Ltd. and/or its subsidiaries (collectively, the "Haitong") have a role in investment banking projects of 601939.CH, 600036.CH, 601988.CH and 0939.HK within the past 12 months. The investment banking projects include 1. IPO projects in which Haitong acted as pre-listing tutor, sponsor, or lead-underwriter; 2. equity or debt refinancing projects of 601939.CH, 600036.CH, 601988.CH and 0939.HK for which Haitong acted as sponsor, lead-underwriter or financial advisor; 3. listing by introduction in the new three board, target placement, M&A projects in which Haitong acted as lead-brokerage firm.

601939.CH, 600036.CH, 601988.CH 及 0939.HK 目前或过去 12 个月内是海通的投资银行业务客户。

601939.CH, 600036.CH, 601988.CH and 0939.HK are/were an investment bank clients of Haitong currently or within the past 12 months.

0966.HK, 601939.CH, 600036.CH, 601988.CH 及 0939.HK 目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

0966.HK, 601939.CH, 600036.CH, 601988.CH and 0939.HK are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

海通在过去 12 个月中获得对 601939.CH, 600036.CH, 601988.CH 及 0939.HK 提供投资银行服务的报酬。

Haitong received in the past 12 months compensation for investment banking services provided to 601939.CH, 600036.CH, 601988.CH and 0939.HK.

海通预计将（或者有意向）在未来三个月内从 600036.CH 获得投资银行服务报酬。

Haitong expects to receive, or intends to seek, compensation for investment banking services in the next three months from 600036.CH.

海通在过去的 12 个月中从 0966.HK, 601939.CH, 600036.CH 及 0939.HK 获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 0966.HK, 601939.CH, 600036.CH and 0939.HK.

海通担任 601939.CH, 600036.CH, 601988.CH, 0005.HK 及 0939.HK 有关证券的做市商或流动性提供者。

Haitong acts as a market maker or liquidity provider in the securities of 601939.CH, 600036.CH, 601988.CH, 0005.HK and 0939.HK.

评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

评级分布 Rating Distribution

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

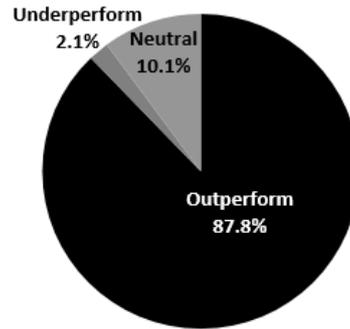
Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

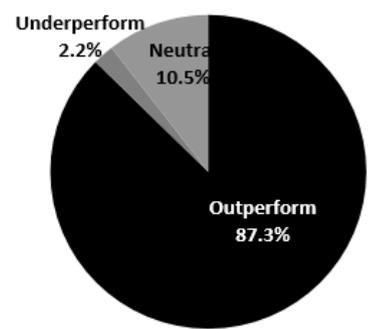
Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

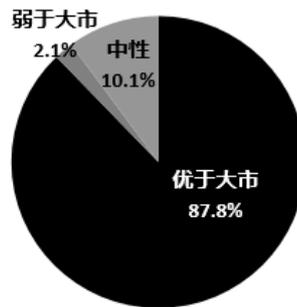
Most Recent Full Quarter



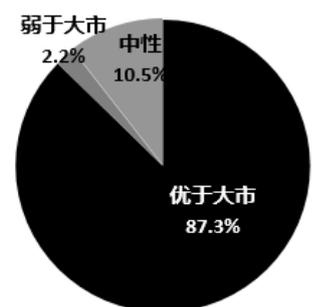
Prior Full Quarter



最新季度



上一季度



截至 2021 年 9 月 30 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	87.8%	10.1%	2.1%
投资银行客户*	6.6%	6.6%	7.1%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of Sep 30, 2021

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	87.8%	10.1%	2.1%
IB clients*	6.6%	6.6%	7.1%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

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

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

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

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究: 海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖: 海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券（600837.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数: 海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

MSCI ESG 评级免责声明条款: 尽管海通国际的信息供货商（包括但不限于 MSCI ESG Research LLC 及其附属公司（「ESG 方」）从其认为可靠的来源获取信息（「信息」），ESG 方均不担保或保证此处任何数据的原创性、准确性和/或完整性，并明确表示不作出任何明示或默示的担保，包括可商售性和针对特定目的的适用性。该信息只能供阁下内部使用，不得以任何形式复制或重新传播，并不得用作任何金融工具、产品或指数的基础或组成部分。此外，信息本质上不能用于判断购买或出售何种证券，或何时购买或出售该证券。即使已被告知可能造成的损害，ESG 方均不承担与此处任何资料有关的任何错误或遗漏所引起的任何责任，也不对任何直接、间接、特殊、惩罚性、附带性或任何其他损害赔偿（包括利润损失）承担任何责任。

MSCI ESG Disclaimer: Although Haitong International's information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages.

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

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

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

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

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

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

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

重要免责声明:

非印度证券的研究报告: 本报告由海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 的全资附属公司海通国际研究有限公司 (“HTIRL”) 发行, 该公司是根据香港证券及期货条例 (第 571 章) 持有第 4 类受规管活动 (就证券提供意见) 的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”) 的协助下发行, HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”) 所发行, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌, 经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源, 但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期, 如有更改, 恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容, 本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区, 本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价, 则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易, 包括设计金融衍生工具的, 有产生重大风险的可能性, 因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况, 如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问, 以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失, HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师外, HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员, 均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com, 查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息: 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格, 并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a

change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知:

除非下文另有规定, 否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项: 海通国际证券股份有限公司("HTISCL")负责分发该研究报告, HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动(从事证券交易)的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)(以下简称"SFO")所界定的要约邀请, 证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的"专业投资者"。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项: 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司, 均未在美国注册, 因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年"美国证券交易法"第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」("Major U.S. Institutional Investor") 和「机构投资者」("U.S. Institutional Investors")。在向美国机构投资者分发研究报告时, Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者, 希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易, 只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission ("SEC") 注册的经纪商, 也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA") 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告, 也不负责其中包含的分析。在任何情况下, 收到本研究报告的任何美国投资者, 不得直接与分析师直接联系, 也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具(包括 ADR)可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
联系人电话: (212) 351 6050

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards

and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

中华人民共和国的通知事项: 在中华人民共和国（下称“中国”，就本报告目的而言，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规，该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项: 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 予以实施，该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) 的规定得到「国际交易商豁免」(“International Dealer Exemption”) 的交易商，位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料，其中所载的信息或所述证券的优点，任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时，每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」(“Accredited Investor”)，或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」(“Permitted Investor”)。

新加坡投资者的通知事项: 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [公司注册编号 201311400G] 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》(第 110 章) (“FAA”) 定义的豁免财务顾问，可 (a) 提供关于证券、集体投资计划的部分、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》(第 289 章) 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题，本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系：

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

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

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

澳大利亚投资者的通知事项: Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会（以下简称“ASIC”）公司（废除及过度性）文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究，该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取：www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制，该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布，包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (统称为「印度交易所」) 研究报告。

本项研究仅供收件人使用，未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有：海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

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

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

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [Co Reg No 201311400G. HTISSPL is an

Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289). Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

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

Telephone: (65) 6536 1920

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

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

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

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

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

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

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