



上市公司深度报告

证券研究报告
金融—证券业

买入 首次覆盖

方正证券 (601901)

2013年01月31日

股票价格

1月30日收盘价	5.71元
6个月内目标价	7.16元
52周内股价波动	0.00-5.94元

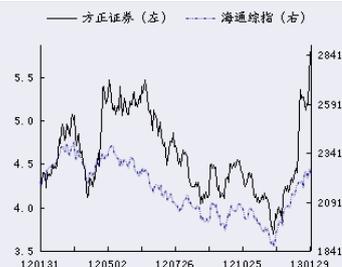
主要估值指标

	2011	2012E	2013E
市盈率	95.7	43.2	36.9
市净率	2.4	2.5	2.4

股本结构

总股本(万股)	610000.00
流通A股(万股)	332752.23
B股/H股(万股)	0.00/0.00

市场表现



资料来源：海通证券研究所

相关研究

2013年证券行业年度策略报告——行业创新深入，大小券商分化 2012.12.5
证券行业周报——深交所约定购回启动，方正证券收购信托公司 2013.1.21

非银行金融行业首席分析师

丁文韬

SAC执业证书编号:

S0850512060001

电话: 021-23219944

Email: dwt8223@htsec.com

联系人

吴绪越

电话: 021-23219947

Email: wxy8318@htsec.com

具备综合金融优势，业绩有望大幅提升

从短期来看，公司收购方正东亚信托，提高募集资金使用效率，ROE将大幅提升，2013年业绩有望翻番，且集团保证三年利润；从中长期来看，公司具有集团背景优势和综合金融的平台，有利于混业趋势下各业务间发挥协同作用。公司12年PB2.4倍，相比行业平均2.8倍估值，股价安全性高，估值空间大，积极推荐。

主要财务数据及预测

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	3088	1709	2064	3018	3419
归属于母公司净利润(百万元)	1248	257	366	812	950
净利润增长率(%)	-10%	-79%	43%	121%	17%
净资产收益率(%)	14%	2%	3%	6%	7%
每股收益(元)	0.20	0.04	0.06	0.13	0.16
每股净资产(元)	1.88	2.33	2.36	2.29	2.37

资料来源：海通证券研究所

- **具备较强实力的综合性中型券商：**公司前身为浙江省证券公司，2002年方正集团重组控股，2008年吸收合并泰阳证券，在浙江、湖南两省具有集中优势。公司资产规模和盈利规模均位于全行业的前20%，与宏源、国元、长江、兴业同属于综合性中等券商。北大方正集团为公司第一大股东，持股41.18%。
- **短期来看，收购方正东亚信托，提升ROE，13年业绩有望翻番：**方正证券自上市后募集资金多以现金存放，使用效率低，ROE低于同业。方正东亚信托2012年ROE27%，预计2013年净利润增长率达46%，且集团保证其未来三年盈利水平。因此，收购信托后，公司整体ROE将大幅提高至5.8%，13年业绩有望翻番。
- **长期来看，公司具备集团优势和综合金融平台，发挥协同作用：**公司大股东方正集团将拥有最齐全的金融牌照，参股范围涉及银行、保险、证券、信托、期货、租赁、直投、基金、财务公司等。方正证券在方正集团金融产业发展战略中具有重要的地位，在混业化趋势下，将发挥各业务间在人才、渠道等方面的协同作用。
- **公司12年PB2.4倍，相对行业平均2.8倍，股价安全性高，空间巨大：**公司12年PB2.4倍，低于上市券商平均2.8倍PB，也低于可比券商平均3.0倍PB，股价安全性较高。收购信托后，ROE大幅提高，预计估值将至少恢复至行业平均水平。
- **收购或触发再融资需求：**公司以现金购买方正信托股权后，净资本消耗较大，而目前创新业务基本为消耗资本型，需要净资本的支撑，未来或有再融资的可能。
- **盈利预测与投资建议：**预计2013-2014年的净利润分别为8.12亿和9.50亿元，对应EPS0.13元和0.16元。公司依托方正集团金融牌照齐全的优势，充分发挥协同作用，未来将稳步提升资产回报率。未来再融资预期或将成为股价的进一步催化剂。给予公司买入评级，积极推荐。
- **主要不确定因素：**收购方正东亚信托失败。

目 录

投资要点	4
1. 公司基本情况：综合性中型券商	5
1.1 外延式的发展道路	5
1.2 综合性中型券商	5
1.3 具有集团平台优势	6
2. 公司经营情况：经纪业务份额领先，创新业务基本全牌照	8
2.1 总体经营情况：上市后ROE水平较低	8
2.2 业务结构：传统业务依赖度较大，结构有优化趋势	8
2.3 传统业务：经纪业务份额领先，自营风格偏激进	9
2.4 创新业务：基本实现全牌照	11
3. 收购方正东亚信托，ROE提升，业绩有望翻番	14
3.1 出资 28.55 亿收购方正东亚信托，收购价格合理	14
3.2 方正东亚信托发展迅速，位于行业中等水平	14
3.3 集团保证信托未来三年利润，提升方正证券净利润和ROE	16
4. 集团优势和综合金融背景	18
4.1 集团优势明显，方正证券是金融板块唯一上市平台	18
4.2 具有综合金融平台，发挥协同作用	19
5. 盈利预测与估值：13 年业绩有望翻番，估值具备吸引力	22
5.1 盈利预测	22
5.2 估值	23
6. 投资建议及不确定因素	25

图目录

图 1 上市券商净资本 (2012H1, 单位: 亿元)	6
图 2 上市券商净利润 (2012Q1-Q3, 单位: 亿元)	6
图 3 方正证券股权架构图	7
图 4 公司营业收入及增长率	8
图 5 公司净利润及增长率	8
图 6 公司历史 ROE 比较	8
图 7 上市券商 ROE 比较	8
图 8 方正证券收入结构	9
图 9 上市券商经纪业务占比比较 (2012Q1-Q3)	9
图 10 方正证券佣金率基本企稳	10
图 11 方正证券投行业务收入 (单位: 百万元)	11
图 12 方正证券自营投资风格偏激进	11
图 13 方正证券自营业务收入波动较大 (单位: 百万元)	11
图 14 方正证券融资融券余额及市场占比	12
图 15 方正证券收购价估值低于中融信托收购价	14
图 16 方正东亚信托累计新增信托项目规模 (单位: 亿元)	15
图 17 方正东亚信托营业收入、净利润 (单位: 亿元)	15
图 18 方正东亚信托与上市信托资产存量比较 (单位: 亿元)	16
图 19 方正东亚信托与上市信托资产增量比较 (单位: 亿元)	16
图 20 方正证券单季度 ROE 及期末自有现金	16
图 21 方正东亚信托盈利预测 (2013-2015 年净利润由集团保证)	17
图 22 方正证券收购信托后的净利润和 ROE 提升	17
图 23 方正集团产业结构图——拥有五大产业	19
图 24 方正集团金融板块股权结构图	20

表目录

表 1 方正证券历史财务数据	5
表 2 方正证券行业排名	6
表 3 上市大中券商财务比较	6
表 4 方正证券前十大股东	7
表 5 上市券商股基成交额比较	9
表 6 方正证券营业部分布 (2012H1)	10
表 7 上市券商集合理财产品比较	12
表 8 方正证券 1 月 22 日泉友利产品报价及额度	13
表 9 方正东亚信托原股权结构	14
表 10 方正东亚信托与中融信托、安信信托、陕国投比较	15
表 11 方正东亚信托盈利预测 (单位: 万元)	17
表 12 方正集团股权结构	18
表 13 方正集团五大产品方向及其持股公司	18
表 14 方正集团综合金融平台	20
表 15 盈利预测假设	22
表 16 方正证券盈利预测表 (单位: 百万元)	22
表 17 上市券商估值表 (对应价格为 1 月 29 日收盘价)	23
表 18 方正证券的证券部分估值	23
表 19 上市信托公司估值比较 (对应 2013 年 1 月 22 日收盘价)	23
表 20 方正东亚信托估值	24
表 21 基金转让估值对比	24
表 22 方正证券综合估值	24

投资要点

1、短期收购信托后 13 年业绩锁定翻番

- 公司 IPO 募集资金使用效率较低，导致 ROE 低于同业，因此估值水平低于行业平均及同类券商；
- 方正东亚信托 2012 年 ROE27%，2013 年净利润有望增长 46%，且集团保证 2013-2015 年盈利水平；
- 收购信托后，方正证券整体 2013 年净利润预计为 8.12 亿，增长 121%，ROE 由 2.5%提升至 5.8%；
- ROE 提升后，估值修复需求强烈，至少达到行业平均。

2、中长期综合金融平台概念空间巨大

- 公司具有深厚集团背景，且是集团金融板块唯一上市平台，对集团意义重大；
- 具有综合金融优势，集团拥有最全金融牌照，涉及银行、保险、证券、信托、期货、租赁、直投、基金、财务公司，混业趋势下将发挥协同作用。

3、估值安全边际大

- 公司 2012 年 PB2.4 倍，低于行业 2.8 倍和可比券商（兴业、宏源）3.0 倍水平，估值安全边际大；
- 收购后净资本降低触发再融资需求，进一步提高估值安全性。

1. 公司基本情况：综合性中型券商

1.1 外延式的发展道路

方正证券前身为浙江省证券公司，成立于 1988 年；2002 年 8 月，方正集团对浙江证券实施控股重组，受让浙江证券 51% 股权，2003 年 9 月更名为方正证券；2007 年底，方正证券联合方正集团，注资 8.65 亿元收购泰阳证券（前身湖南证券）；2008 年 5 月 12 日，证监会正式批准方正证券以吸收合并方式完成对泰阳证券的重组，注册资本变更为 16.54 亿元；2010 年 9 月 19 日，方正证券完成股份制改革，公司注册资本大幅增至 46 亿元；2011 年 8 月 10 日，公司正式在上海证券交易所挂牌上市。

公司还通过合资、重组等方式设立了投行、期货、基金等子公司。2009 年 2 月，公司与瑞士信贷公司合资成立投行业务子公司方正瑞信，公司持股 66.7%，瑞士信贷持股 33.3%；2008 年 5 月，中辰期货与泰阳期货合并为方正期货，资本金增至 2 亿元；2011 年 7 月，公司与台湾富邦证券投资信托股份有限公司共同出资成立方正富邦基金，公司持股 66.7%，富邦持股 33.3%。

此外，公司拥有全资直投子公司方正和生投资，并于 2012 年 3 月 16 日，获准设立方正证券（香港）金融控股有限公司。

1.2 综合性中型券商

方正证券是中国证监会核准的第一批综合类证券公司，在浙江和湖南两省均具有集中优势。2012 年前三季度，公司实现营业收入 15.45 亿元，净利润 3.46 亿元，截至 2012 年三季度末，公司净资产 140.78 亿元，实现 ROE2.46%。

表 1 方正证券历史财务数据

	2007	2008	2009	2010	2011	2012E
营业收入（百万元）	2079	2152	3312	3088	1709	2003
同比		3.53%	53.89%	-6.77%	-44.65%	17.18%
净利润（百万元）	816	859	1385	1248	257	324
同比		5.30%	61.26%	-9.91%	-79.42%	26.09%
净资产（百万元）	1660	5961	7355	8636	14189	14582
EPS（元）	1.35	0.52	0.84	0.27	0.04	0.05
BVPS（元）	2.75	3.60	4.45	1.88	2.33	2.39
ROE	49.1%	14.4%	18.8%	14.5%	1.8%	2.2%

资料来源：Wind，海通证券研究所

从行业地位来看，公司的资产规模和盈利规模均位于全行业的前 20%，截至 2012 年上半年，公司营业收入位于行业第 21 位，净利润位于行业第 18 位，总资产位于行业第 18 位，净资产位于行业第 14 位，净资本位于行业第 15 位。

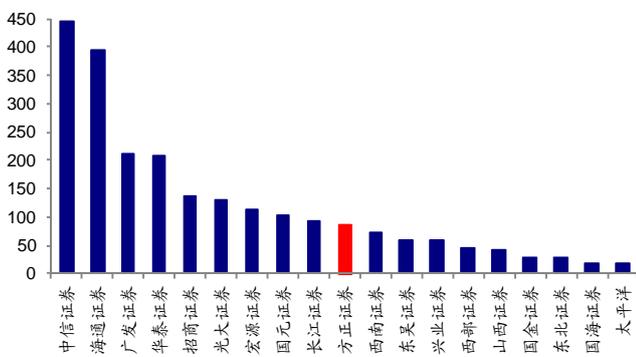
表 2 方正证券行业排名

项目及排名	2010	2011	2012H1
盈利规模			
营业收入	20	24	21
净利润	19	32	18
资产规模			
净资产	18	13	14
净资本	19	14	15
总资产	19	19	18

资料来源：证券行业协会，海通证券研究所

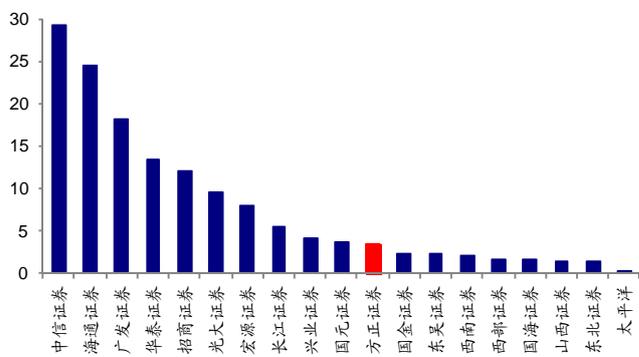
从已上市的 19 家券商的净资本规模和净利润规模来看，公司与宏源证券、国元证券、长江证券、兴业证券同属于综合型的中型券商。在上市券商中，位列中信、海通、广发、华泰、招商、光大之后，属于第二梯队。

图 1 上市券商净资本 (2012H1, 单位: 亿元)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 2 上市券商净利润 (2012Q1-Q3, 单位: 亿元)



资料来源：Wind，海通证券研究所

在同等规模的券商中，方正证券目前经纪业务市场份额高于宏源、长江、兴业和国元，但 ROE 水平低于其他券商，主要原因是公司 2011 年 8 月 IPO 募集资金多以现金形式存放，使用效率较低。

表 3 上市中型券商财务比较

	方正	宏源	长江	兴业	国元
净资产 (百万元)	14078	14515	11950	8621	14865
经纪业务份额	1.85%	1.77%	1.77%	1.67%	1.07%
IPO 承销业务份额	1.12%	1.65%	0.00%	0.00%	1.08%
营业收入 (百万元)	1545	2438	1704	1926	1156
净利润 (百万元)	346	804	551	418	371
ROE	2.46%	5.54%	4.61%	4.85%	2.49%
EPS (元)	0.06	0.40	0.23	0.19	0.19
BVPS (元)	2.31	7.31	5.04	3.92	7.57

资料来源：Wind，海通证券研究所，注：经纪业务份额与 IPO 承销业务份额为 2012 年全年数据，其余为 2012 年前三季度数据

1.3 具有集团平台优势

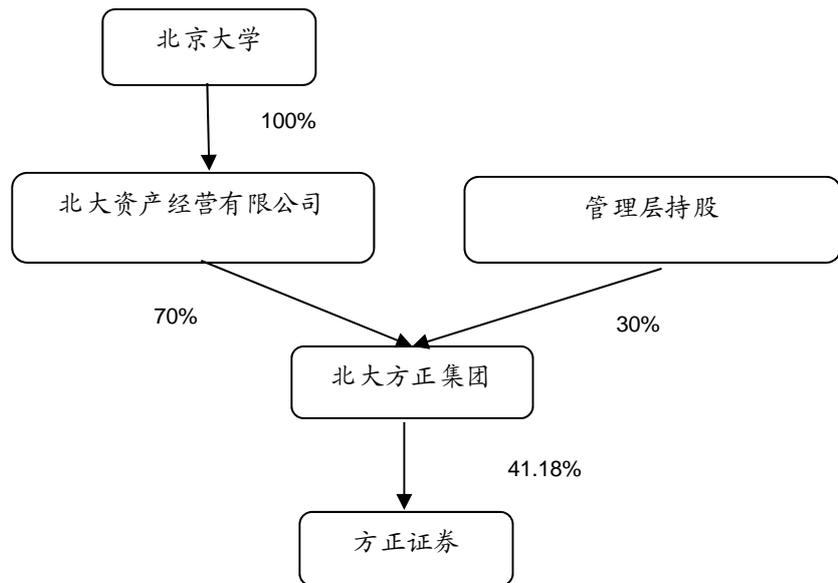
北大方正集团为公司第一大股东，持有公司 41.18% 的股权，北大方正集团的控股股东为北大资产经营有限公司，持股比例为 70%。北大资产经营有限公司是北京大学的全资子公司。

表 4 方正证券前十大股东

	股东名称	持股总数 (百万股)	持股比例 (%)	股东性质	解禁时间
1	北大方正集团有限公司	2512	41.18	国有法人	2014年8月10日
2	利德科技发展有限公司	398	6.52	境内非国有法人	2012年8月10日
3	哈尔滨哈投投资股份有限公司	296	4.86	境内非国有法人	2012年8月10日
4	嘉鑫投资有限公司	139	2.28	境内非国有法人	2012年8月10日
5	北京万华信融投资咨询有限公司	139	2.28	境内非国有法人	2012年8月10日
6	苏州尼盛国际投资管理有限公司	139	2.28	境内非国有法人	2012年8月10日
7	全国社会保障基金理事会转持三户	103	1.69	国有法人	2012年8月10日、 2013年4月13日、 2013年8月17日、 2014年8月10日
8	上海圆融担保租赁有限公司	83	1.37	境内非国有法人	2012年8月10日
9	郑州煤电物资供销有限公司	80	1.31	国有法人	2012年8月10日
10	长沙先导投资控股有限公司	79	1.30	国有法人	2013年4月13日

资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 3 方正证券股权架构图



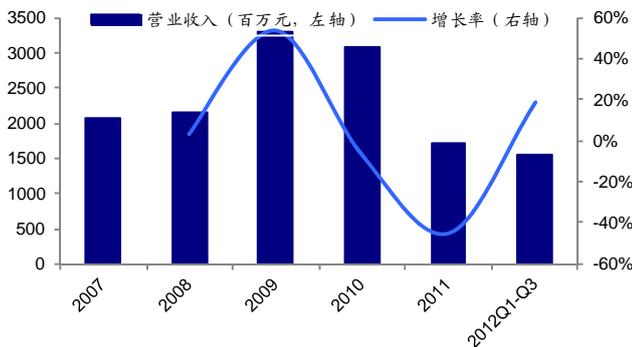
资料来源：海通证券研究所根据公开资料整理

2. 公司经营情况：经纪业务份额领先，创新业务基本全牌照

2.1 总体经营情况：上市后ROE水平较低

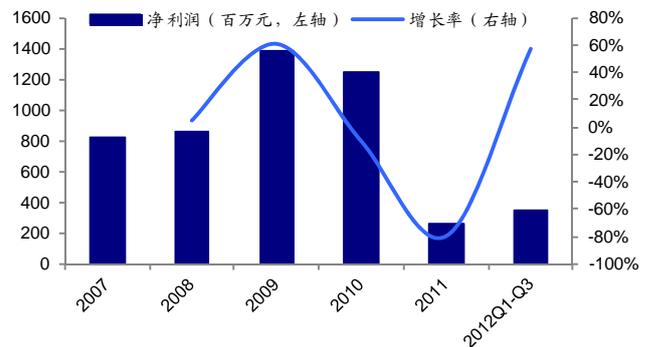
公司整体盈利波动性较大，公司 2011 年全年实现营业收入 17.09 亿元，净利润 2.57 亿元，由于经纪、自营业绩的大幅下滑，2011 年盈利同比下滑达 79%，对应 ROE1.8%。2012 年前三季度，公司业绩回暖，实现营业收入 15.45 亿元，同比增长 19%，净利润 3.46 亿元，同比增长 58%。

图 4 公司营业收入及增长率



资料来源：Wind，海通证券研究所

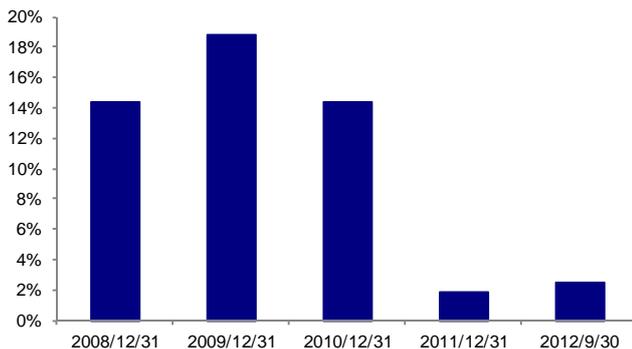
图 5 公司净利润及增长率



资料来源：Wind，海通证券研究所

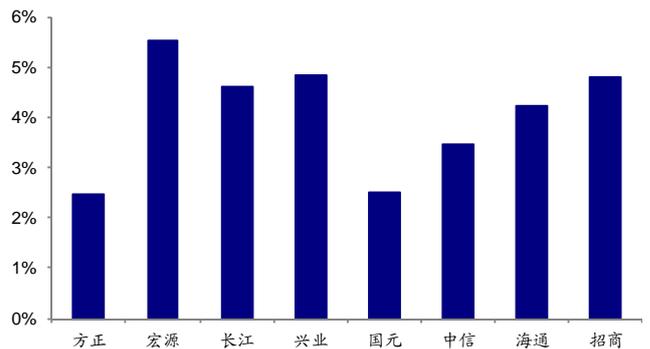
自上市以后，公司 ROE 水平较上市之前大幅下降，与其他同类上市券商和大券商相比，ROE 水平也比较低。一方面是由于 2011、2012 年市场环境较为低迷，公司经纪业务、投行业务、自营业务等传统业务收入下滑，另一方面是由于公司上市募集的资金多以自有资金存放于银行，资金使用效率较低。

图 6 公司历史 ROE 比较



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 7 上市券商 ROE 比较 (2011 年)

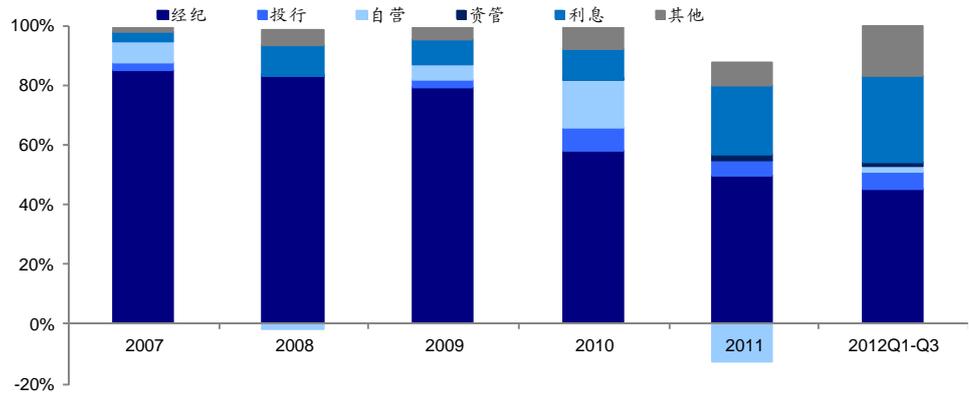


资料来源：Wind，海通证券研究所

2.2 业务结构：传统业务依赖度较大，结构有优化趋势

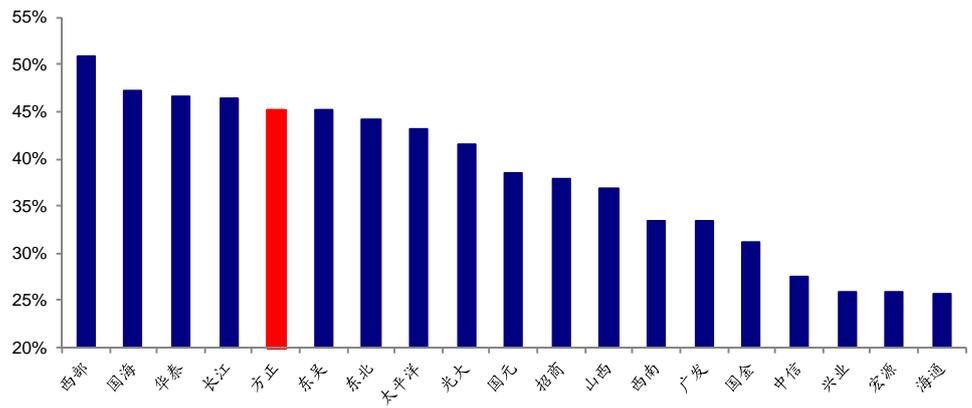
公司对经纪业务的依赖度较高，2010、2011 年经纪业务占比高达 58% 和 66%。2012 年前三季度，公司经纪业务占比下降至 45%，但相较于宏源、兴业 30% 以下的经纪业务比重，仍然比较高。

图 8 方正证券收入结构



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 9 上市券商经纪业务占比比较 (2012Q1-Q3)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

2.3 传统业务: 经纪业务份额领先, 自营风格偏激进

(1) 经纪业务

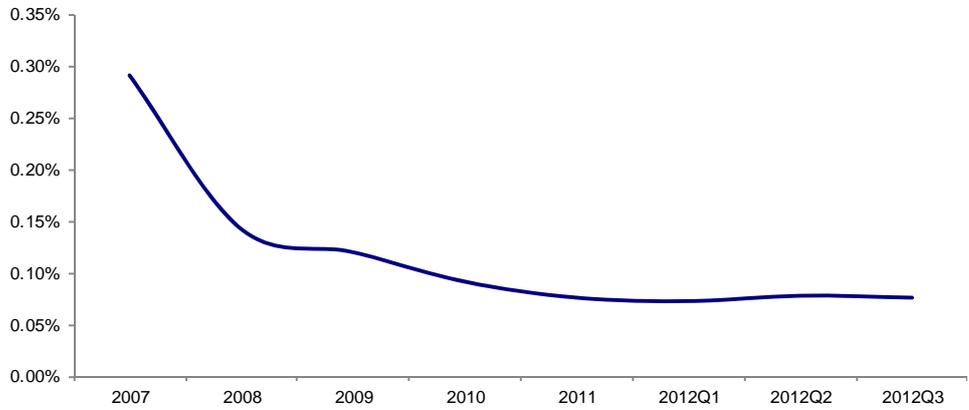
公司 2012 年股票基金成交额 11842 亿元, 市场份额 1.85%, 较 2011 年度提高 0.12%, 位列行业第 15 位, 处于上市同等券商前列。2013 年第三季度, 公司佣金率 0.076%, 下降趋势基本企稳。

表 5 上市券商股基成交额比较

市场排名	公司	股基成交额 (亿元)	市场份额	较 2011 年变化
15	方正证券	11841.56	1.85%	0.12%
16	宏源证券	11320.40	1.77%	0.49%
17	长江证券	11306.48	1.77%	0.04%
18	兴业证券	10650.99	1.67%	-0.03%
21	国元证券	6840.60	1.07%	0.00%

资料来源: 上交所、深交所网站, 海通证券研究所

图 10 方正证券佣金率基本企稳



资料来源: Wind, 海通证券研究所

公司经纪业务重点覆盖浙江、湖南两省，并向全国辐射。截至 2012 年 6 月底，公司共 99 个营业部，其中 50 家位于湖南省、21 家位于浙江省，占营业部总数的 72%，区域优势明显。此外，公司营业部还覆盖全国 16 个省市。

表 6 方正证券营业部分布 (2012H1)

省份	营业部数量 (个)	营业部数量占比	营业部收入占比
湖南	50	51%	52%
浙江	21	21%	26%
北京	4	4%	4%
广东	6	6%	4%
河南	3	3%	4%
上海	2	2%	2%
河北	2	2%	1%
贵州	1	1%	1%
云南	1	1%	1%
陕西	1	1%	1%
重庆	1	1%	1%
江苏	1	1%	1%
江西	1	1%	1%
天津	1	1%	1%
山西	1	1%	0%
湖北	1	1%	0%
广西	1	1%	0%
安徽	1	1%	0%
合计	99	100%	100%

资料来源: 公司 2012 年半年报, 海通证券研究所

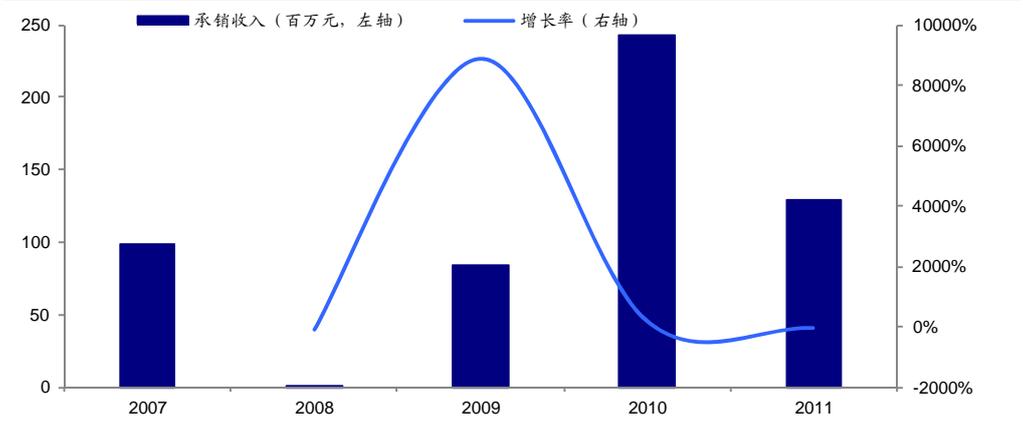
(2) 投行业务

投行子公司瑞信方正是公司与瑞士信贷集团于 2009 年共同出资设立，方正证券持股 66.7%。2012 年，瑞信方正发行 1 单 IPO，募集资金 11.11 亿元，市场份额 0.8%，

位列第 24 位。发行 2 单企业债，募集资金 23 亿元；发行 2 单公司债，募集资金 27 亿元，债券承销市场份额 0.3%，位列第 48 位。

从历史来看，自方正瑞信成立后，公司投行业务收入迈上一个台阶，但总体波动加大。

图 11 方正证券投行业务收入 (单位: 百万元)

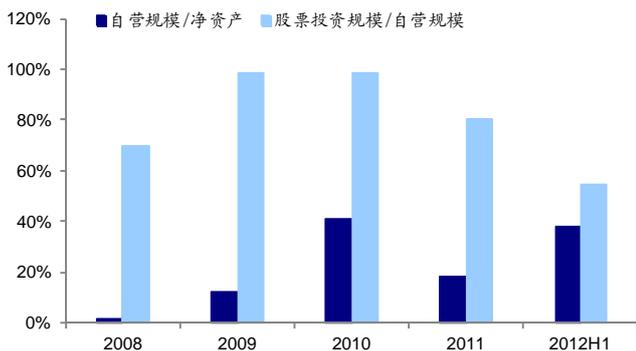


资料来源: Wind, 海通证券研究所

(3) 自营业务

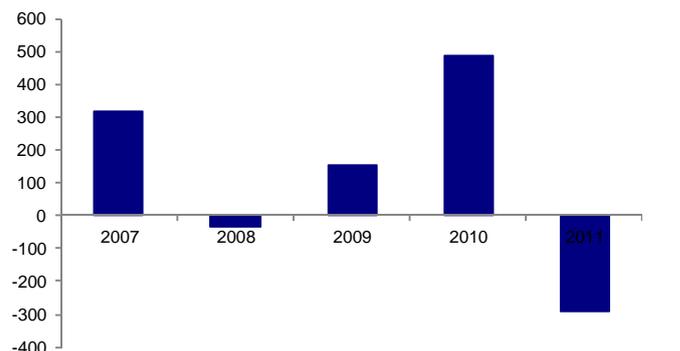
公司自营风格偏激进，股票投资占自营投资比例较高，2012 年之前股票投资规模占比 70% 以上，2012 年公司自营投资结构有所调整，股票投资规模占自营规模比重下降至 54%，仍然比较高。激进的投资风格也使得公司自营业务收入波动较大，2008 年和 2011 年，公司自营收入均出现亏损。

图 12 方正证券自营投资风格偏激进



资料来源: 公司招股说明书、财务报表, 海通证券研究所

图 13 方正证券自营业务收入波动较大 (单位: 百万元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

2.4 创新业务: 基本实现全牌照

(1) 资产管理业务

公司资产管理规模相较于同类公司较低，截至 2012 年底，公司共有 5 只集合理财

产品，管理资产 12 亿元。

表 7 上市券商集合理财产品比较

市场份额排名	管理人	产品数量	资产净值合计(亿元)	市场份额
9	宏源证券	8	55.98	2.70%
13	兴业证券	10	48.68	2.34%
16	长江证券	14	44.02	2.12%
38	方正证券	5	12.01	0.58%
43	国元证券	4	9.44	0.45%

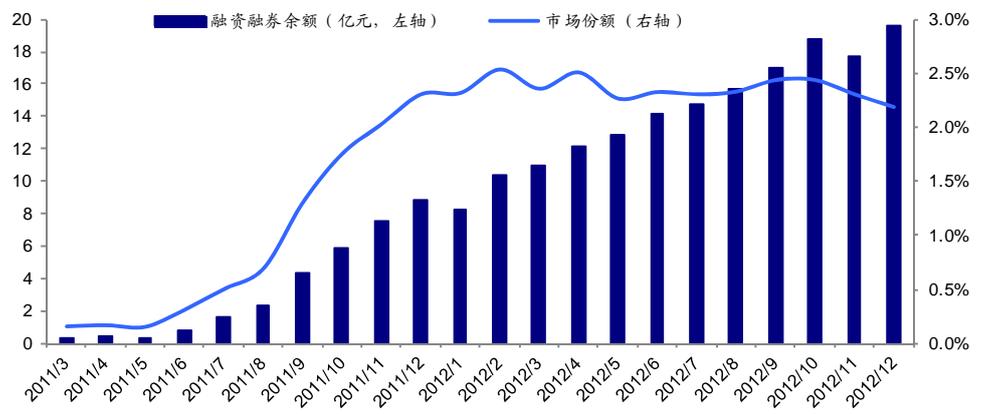
资料来源：Wind，海通证券研究所

此外，公司正有两只分级集合理财产品处于推广期——“泉量化稳健增值 1 号优先级”和“泉量化稳健增值 1 号劣后级”。

(2) 融资融券业务

公司是融资融券第三批试点券商，转融通第二批试点券商。截至 2012 年底，公司融资融券余额 19.55 亿元，市场份额 2.18%。2012 年上半年，公司融资融券业务收入 0.51 亿元，占营业收入的 4.63%，收入占比超过承销和资产管理业务。

图 14 方正证券融资融券余额及市场占比



资料来源：Wind，海通证券研究所

(3) 其他创新业务

2012 年 4 月，公司获得债券质押式报价回购业务试点资格，推出“泉友利”产品。该产品是指方正证券以足额债券质押作为担保，向客户融得短期资金，到期后付给客户利息和本金。目前该产品共有 5 个期限，利率为 2%-2.8%。

表 8 方正证券 1 月 22 日泉友利产品报价及额度

产品名称	期限	报价利率 (%)	额度 (万元)	提前终止利率 (%)
泉友 1 号	1 天	2	22283	0
泉友 2 号	7 天	2.3	29500	0.35
泉友 3 号	8 天	2.5	5634	0.35
泉友 4 号	10 天	2.9	3484	0.35
泉友 5 号	30 天	2.8	797	0.35

资料来源：方正证券网站，海通证券研究所

2012 年 9 月，获得约定购回式证券交易业务资格，推出“泉融通”作为约定购回式证券交易产品。

2012 年 10 月 18 日，由公司推荐的北京中金网信科技股份有限公司正式在代办股份转让系统挂牌，这也意味着公司推荐的首家登陆新三板项目正式挂牌。

此外，公司还具有直投、私募债承销、期货中间介绍等业务资格，基本实现全牌照。

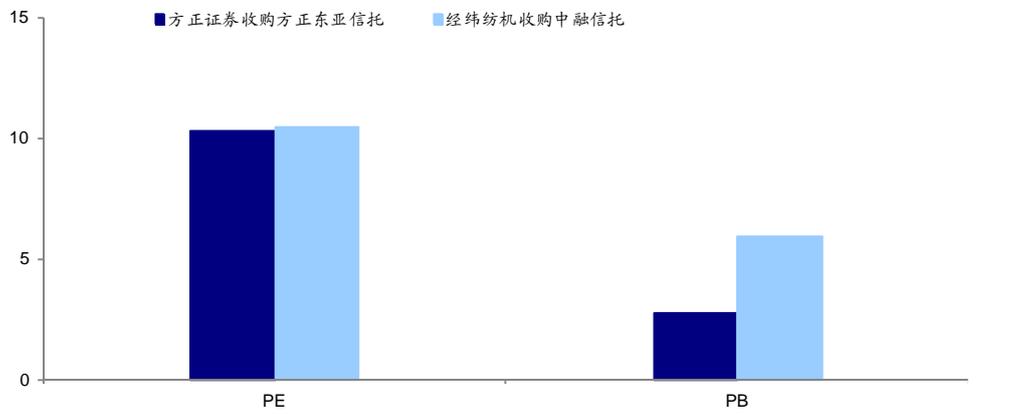
3. 收购方正东亚信托，ROE提升，业绩有望翻番

3.1 出资 28.55 亿收购方正东亚信托，收购价格合理

2013 年 1 月 14 日，方正证券和全资子公司方正和生共同以现金 28.55 亿元人民币向方正集团收购其持有的方正东亚信托 70.01% 的股权，其中方正证券以 18.55 亿元人民币收购方正东亚信托股权比例的 45.49%，方正和生以 10 亿元人民币收购方正东亚信托股权比例的 24.52%，三方签署了附条件生效的《股权转让协议》。

方正东亚信托 2012 年底账面价值为 14.84 亿元，2012 年净利润为 3.96 亿元，收购价格对应 PB 为 2.75 倍，PE 为 10.3 倍。而 2010 年，经纬纺机以 12 亿元收购中融信托 36% 股权，PE 为 10.4 倍，PB 高达 5.9 倍。

图 15 方正证券收购价估值低于中融信托收购价



资料来源：公司公告，海通证券研究所

3.2 方正东亚信托发展迅速，位于行业中等水平

方正东亚信托前身为武汉国际信托投资公司，2010 年 1 月 23 日由方正集团、东亚银行、武汉经济发展投资集团共同出资重组成立，2010 年 11 月 26 日正式开业营运，注册资本金为 10 亿元。

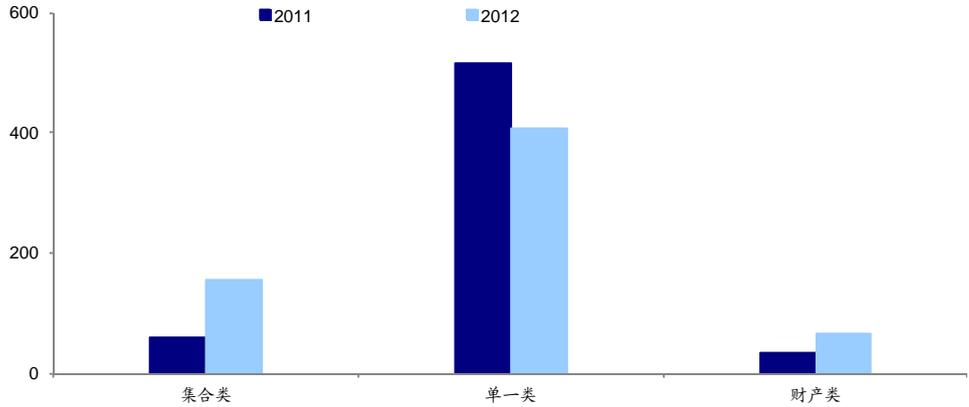
表 9 方正东亚信托原股权结构

	股东名称	出资额 (万元)	出资比例 (%)
1	北大方正集团有限公司	70010	70.01
2	东亚银行有限公司	19990	19.99
3	武汉经济发展投资 (集团) 有限公司	10000	10

资料来源：公司公告，海通证券研究所

2012 年，方正东亚信托分别累计新增信托项目 181 个，新增规模 626.51 亿元，其中：单一资金信托项目 117 个，规模为 407.13 亿元，占比 65%，集合资金信托 53 个，规模为 153.77 亿元，占比 25%。

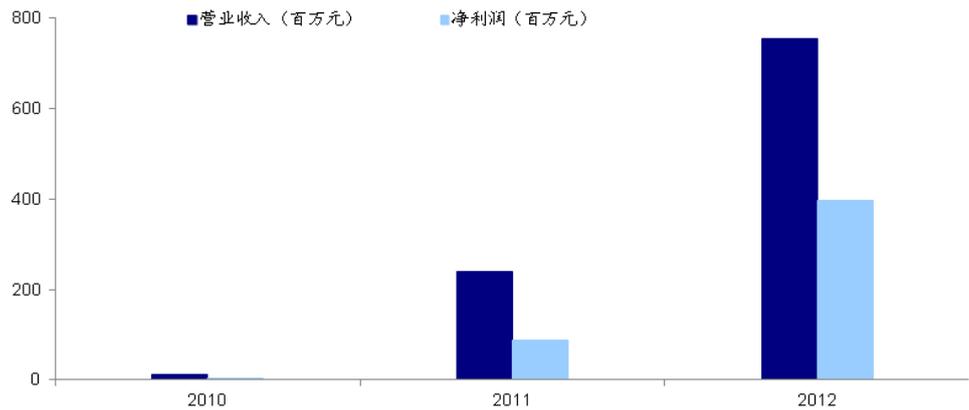
图 16 方正东亚信托累计新增信托项目规模 (单位: 亿元)



资料来源: 方正东亚信托年报, 海通证券研究所

2012 年, 公司实现营业收入 7.54 亿元, 同比增长 212.78%, 实现净利润 3.96 亿元, 同比增长 353.61%。

图 17 方正东亚信托营业收入、净利润 (单位: 亿元)



资料来源: 方正东亚信托年报, 海通证券研究所

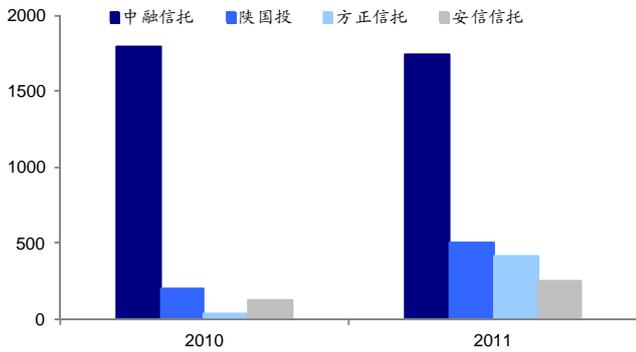
自 2010 年公司重组之后, 业务发展迅速, 2010 年末, 公司信托资产存量 36.27 亿元, 行业排名第 60 位。而到 2011 年末, 公司信托资产存量 422.83 亿元, 行业排名至第 39 位 (共 64 家), 领先于上市信托公司中的安信信托, 位于行业中等水平。公司 2011 年新增信托资产 610.6 亿元, 位于行业第 29 位 (共 64 家), 领先于上市信托公司中的陕国投和安信信托。

表 10 方正东亚信托与中融信托、安信信托、陕国投比较 (2011 年数据, 单位: 万元)

信托公司	净利润	收入			信托资产存量		净资产
		业务总收入	信托业务收入	新增信托资产	2011 年末	2010 年末	
中融信托	104803	292674	288201	8835298	17416867	17993689	332110
陕国投	16471	30442	18726	4168222	5048430	2046780	84956
方正信托	8771	24098	24636	6106335	4228328	362743	68871
安信信托	16321	41079	41974	2307428	2542783	1227033	49366

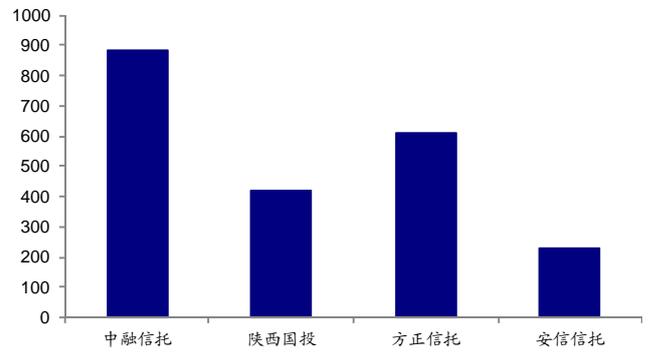
资料来源: 信托公司年报, 海通证券研究所

图 18 方正东亚信托与上市信托资产存量比较 (单位: 亿元)



资料来源: 信托公司年报, 海通证券研究所

图 19 方正东亚信托与上市信托资产增量比较 (单位: 亿元)

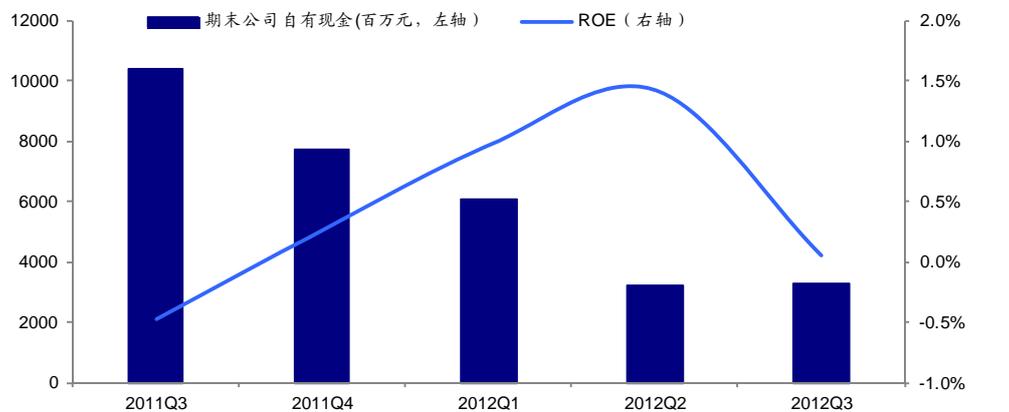


资料来源: 信托公司年报, 海通证券研究所, 注: 2011 年数据

3.3 集团保证信托未来三年利润, 提升方正证券净利润和ROE

方正证券 2010 年 8 月上市, 募集资金 58.5 亿元, 大部分以现金形式存放, 2012 年三季度末, 公司自有资金 32.6 亿, 因此资金使用效率较低, 这也是导致方正证券 ROE 水平低于同类上市券商的主要原因。

图 20 方正证券单季度 ROE 及期末自有现金



资料来源: 方正证券年报, 海通证券研究所

方正东亚信托 2011 年、2012 年 ROE 分别为 12.7%、26.7%, 远高于方正证券 ROE。公司现金购买方正东亚信托股权, 大大提高了资金的使用效率, 预计 2013、2014 年公司 ROE 提升至 5.8% 和 6.6%。

根据公司对方正东亚信托未来的盈利预测, 预计方正东亚信托 2013 年、2014 年、2015 年将实现净利润 5.64 亿元、6.53 亿元、7.04 亿元, 其中 2013 年净利润增长率达 46%。

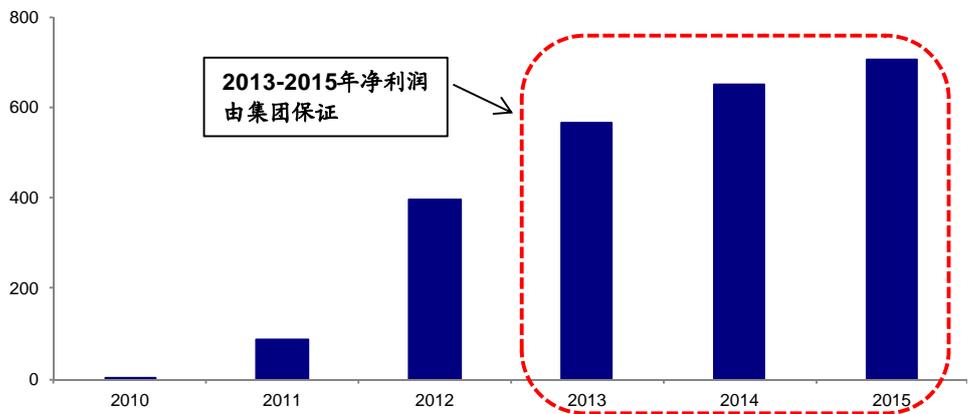
表 11 方正东亚信托盈利预测 (单位: 万元)

	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	永续期预期
营业收入	104140	119905	129855	133227	136373	136373
营业利润	75226	87014	93815	94772	95342	95517
净利润	56419	65260	70361	71079	71507	71638
净现金流量	54913	65323	70424	71154	71594	71638

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

方正集团承诺, 若方正东亚信托的股权在完成工商过户变更登记后连续三年期内, 任一年度的实际盈利数低于盈利预测数, 当年实际盈利数与盈利预测数之间的差额部分, 由方正集团以税后现金的方式向受让方按照股权比例提供违约补偿以补足差额。

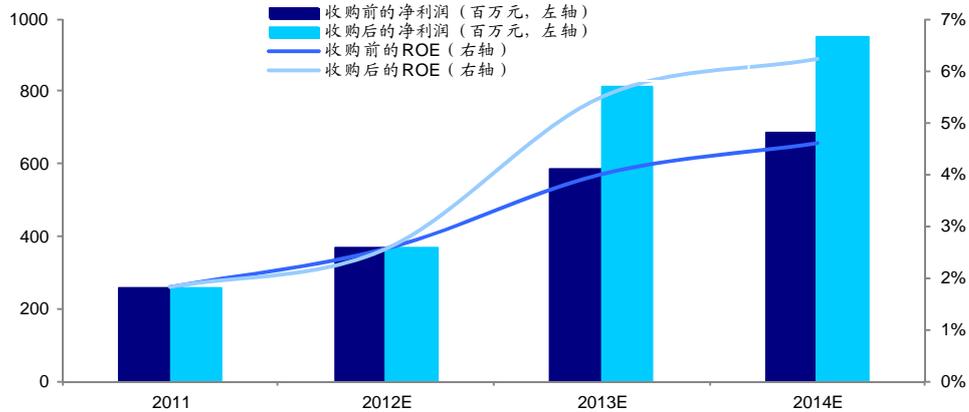
图 21 方正东亚信托盈利预测 (2013-2015 年净利润由集团保证)



资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

因此, 按照方正证券目前股本, 2013-2015 年, 方正东亚信托将至少为方正证券增厚方正证券 EPS 0.06 元、0.07 元和 0.08 元。预计 2012 年方正证券 EPS 为 0.06 元, 在方正证券证券部分业绩 2013 年保持稳定的情况下, 整体业绩将有望实现翻番。预计 2012、2013 年将分别实现净利润 3.6 亿、8.1 亿, 增长率 121%。

图 22 方正证券收购信托后的净利润和 ROE 提升



资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

4. 集团优势和综合金融背景

4.1 集团优势明显，方正证券是金融板块唯一上市平台

公司的控股股东为北大方正集团，由北京大学 1986 年投资创办，北京大学持股 70%、管理层持股 30%。其发展依托于北京大学，是国内产研结合的标杆性企业，公司管理层也多数具有北大的学习背景。2011 年集团总收入 578 亿、总资产 691 亿，净资产 311 亿。方正集团的奠基人为发明了激光照排系统的王选，激光照排系统也是方正集团起步的核心技术。

表 12 方正集团股权结构

序号	股东名称	出资额（万元）	出资比例（%）
1	北大资产经营有限公司	70000	70
2	北京招润投资管理有限公司	30000	30

资料来源：海通证券研究所根据公开资料整理

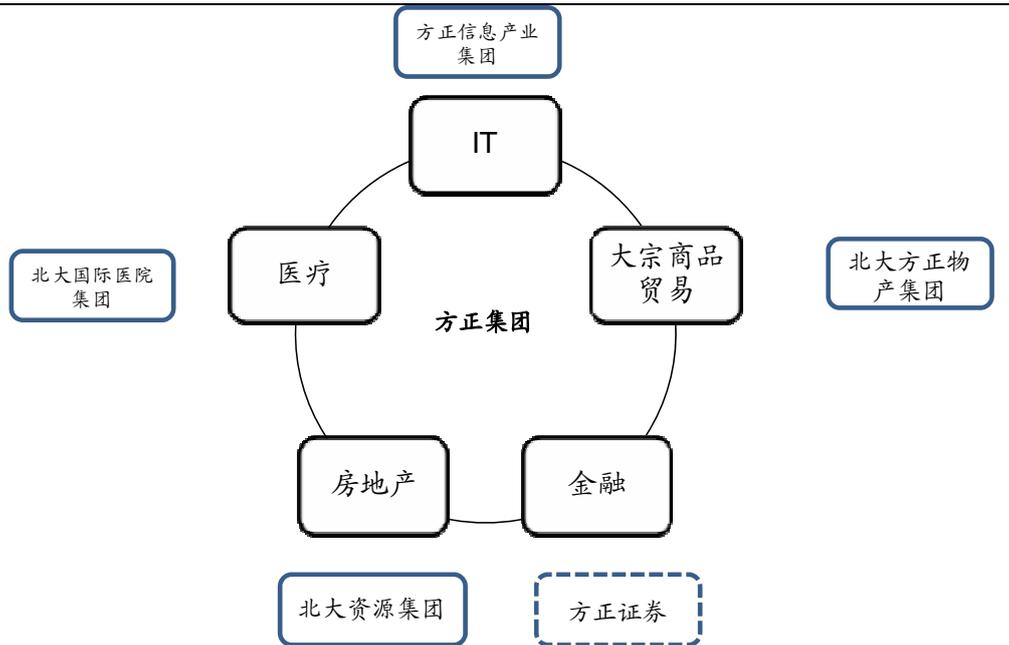
2009 年，方正集团转型向“多元投资控股集团”发展，目前已成为拥有 IT、医药、房地产、金融、大宗商品交易五大产业的投资控股集团。拥有 6 家在上海、深圳、香港交易所上市的公众公司，下设 30 家二级公司，3 万余名员工。

表 13 方正集团五大产品方向及其持股公司

产业方向	控股集团	控股、参股公司	其中上市公司	业务范围
IT	方正信息产业集团	北大方正电子有限公司、方正国际软件有限公司、深圳方正微电子有限公司、珠海越亚、方正 PCB、方正科技集团股份有限公司、北大方正宽带网络科技有限公司、北京方正世纪系统有限公司、方正阿帕比、方正数字出版、方正移动	方正科技、方正控股、方正数码	软件及行业解决方案、PCB 及半导体、硬件及增值服务及移动互联网
医疗	北大国际医院集团	北大国际医院、怡健殿健康管理中心、北医医院管理有限公司、西南合成制药股份有限公司、方正医药研究院、大新药业股份有限公司、叶开泰医药、北医医药、北医健康产业园	西南合成、中国高科	医疗、医药
房地产	北大资源集团	北大资源物业		教育地产、健康地产、科技地产以及金融地产
金融		方正证券、方正期货、方正富邦基金、方正瑞信、方正和生、方正东亚信托、方正人寿、盛京银行、方正国际租赁、方正财务	方正证券	证券、期货、基金、投行、直投、信托、财务公司、保险、商业银行、租赁等
大宗商品贸易	北大方正物产集团	方通港口、方兴化工		大宗商品期现货交易、仓储物流服务以及投资与生产等范围

资料来源：海通证券研究所根据公开资料整理

图 23 方正集团产业结构图——拥有五大产业



资料来源：海通证券研究所根据公开资料整理

因此，方正证券拥有方正集团强大、多元的集团背景，为公司直投、资管、投行等业务的开展提供丰富的资源。

方正证券是集团内金融板块唯一的上市平台，并且集团通过方正证券持股了期货、基金、银行以及信托，因而方正证券在集团金融板块中的意义重大。

4.2 具有综合金融平台，发挥协同作用

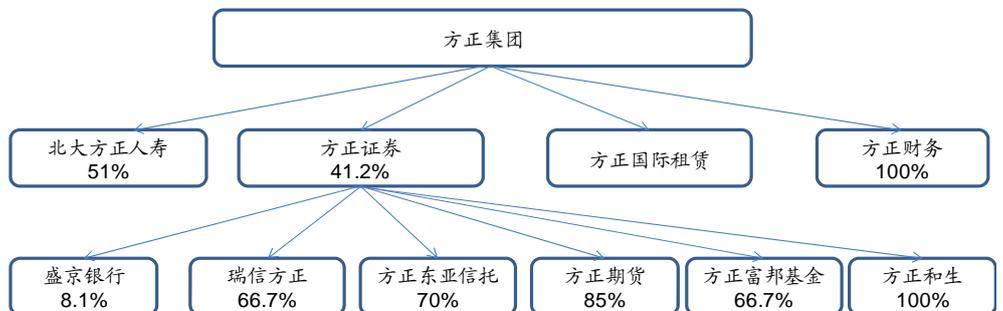
在方正集团金融板块旗下，拥有方正证券、方正期货、方正富邦基金、方正瑞信、方正和生、方正东亚信托、方正人寿、盛京银行、方正国际租赁、方正财务 10 家金融企业。其中，方正期货、方正富邦基金、方正瑞信、方正和生、盛京银行是通过方正证券持股，方正东亚信托也于 2013 年 1 月 14 日签署协议，由集团转让与方正证券及其直投子公司方正和生持有。租赁、财务和保险由集团及其他子公司持有。

表 14 方正集团综合金融平台

行业	金融参股、控股公司	持股方	持股比例	ROE (2011)	行业地位	备注
保险	北大方正人寿保险	方正集团	51.0%	0.18%	2012 年 1-11 月原保险保费收入 44616.18 万元，排名第 46 位	2012 年 5 月海尔创投将其所持有的海尔人寿 51% 的股权转让于方正集团，海尔人寿保险有限公司更名为北大方正人寿保险有限公司
租赁	方正国际租赁公司	方正集团	50.0%			注册资本：2000 万美元
财务	北大方正集团财务有限公司	方正集团 方正控股 方正科技	42.5% 7.5%		内部财务服务	成立于 2010 年 9 月，注册资本金人民币 20 亿元
证券	方正证券	方正集团	41.2%	1.83%		
银行	盛京银行	方正证券	8.1%		盛京银行是沈阳市第一家总部银行，是东北地区成立最早、规模最大、实力雄厚的城市商业银行，其前身是由沈阳市城市信用社、沈阳合作银行、沈阳城市合作银行逐步发展起来的沈阳市商业银行	2011 年 9 月 7 日以现金方式参股
投行	瑞信方正	方正证券	66.7%	0.53%	2012 年 IPO 承销金额排名第 24 位，债券承销金额第 48 位	2008 年 10 月设立；注册资本：8 亿元
信托	方正东亚信托	方正证券	70.0%	26.68%	2011 年信托资产存量 422.83 亿元，居信托行业第 39 位	2010 年 10 月设立；注册资本：10 亿元；2011 年 10 月按原股权比例增资 3 亿元；2012 年增资 4 亿元；2013 年由方正集团转让给方正证券
期货	方正期货	方正证券	85.0%	12.17%	2012 年分类监管排名为 BBB 居 37 位	1993 年设立，于 2008 年 3 月由湖南泰阳期货经纪有限公司吸收合并苏州中辰期货经纪有限公司
基金	方正富邦基金	方正证券	66.7%	-20.74%	目前已发行基金数量 3 只，份额合计 11.78 亿份，资产规模 11.79 亿元，居现有基金公司第 64 位	2011 年 6 月设立 注册资本：2 亿元
直投	方正和生投资	方正证券	100%	1.27%		2010 年 8 月设立；注册资本 17 亿元

资料来源：海通证券研究所根据公开资料整理

图 24 方正集团金融板块股权结构图



资料来源：海通证券研究所根据公开资料整理

随着金融业务融合趋势的发展，银行、保险、证券、期货、信托等各金融板块间的合作越来越多，例如，保险资产委托证券公司管理，证券、保险代销其他金融产品等等。公司拥有强大的综合金融平台，各业务间可以有效发挥协同作用，有利于各金融业务间的合作，也为金融混业化发展打好基础。

5. 盈利预测与估值：13 年业绩有望翻番，估值具备吸引力

5.1 盈利预测

对方正证券的证券部分盈利预测给出基本假设，在中性假设下，2013 年日均股基成交额为 1500 亿，股票市场指数上涨 10%。

表 15 盈利预测假设

		2012E	2013E	2014E
市场	股基日均成交额 (亿元)	1300	1500	1725
	股票市场指数涨幅	5%	10%	10%
	债券市场指数涨幅	5%	5%	5%
	融资融券月均余额 (亿元)	600	1200	1675
公司	佣金率	0.074%	0.073%	0.072%
	经纪业务份额	1.85%	1.85%	1.85%
	股票承销份额	0.8%	1%	1%
	企业债承销份额	0.3%	0.5%	0.5%

资料来源：海通证券研究所

因为方正集团对方正东亚信托未来三年的收益做出保证，因此，信托子公司未来两年至少实现净利润 5.64 亿元、6.53 亿元。

因此，综合来看，公司 2013 年、2014 年将实现归属于母公司净利润 8.12 亿和 9.50 亿元，同比增长 121%和 17%。

表 16 方正证券盈利预测表 (单位：百万元)

	2011	2012E	2013E	2014E
一、营业收入	1709	2064	3018	3419
手续费及佣金净收入	1434	1067	1163	1270
其中:代理买卖证券业务净收入	1130	828	878	931
证券承销业务净收入	129	36	39	43
委托管理资产业务净收入	36	37	50	68
利息净收入	534	534	567	600
投资净收益	16	119	232	243
其他业务收入	33	343	492	654
方正东亚信托			565	653
二、营业支出	1377	1534	1611	1776
业务及管理费	1398	1341	1475	1623
三、营业利润	332	530	1407	1643
归属于母公司所有者的净利润	257	366	812	950
业绩增速	-79%	43%	121%	17%
EPS (元)	0.04	0.06	0.13	0.16
BVPS (元)	2.33	2.36	2.29	2.37
ROE	1.8%	2.5%	5.8%	6.6%

资料来源：公司 2011 年年报，海通证券研究所

5.2 估值

目前方正证券市值 351 亿元，2012 年 PB2.4 倍，行业平均 PB2.8 倍，可比券商平均 2012 年 PB 为 3.0 倍。公司估值具备较强的安全边际。方正证券估值水平低于券商平均水平的原因在于自上市以来，公司的 ROE 水平较同等券商低，行业平均 ROE4%-5%，而公司 ROE 仅为 2%-2.5%。公司收购方正东亚信托后，现金使用效率将提升，ROE 水平也将提高，从而短期内股价将有估值修复的过程。

表 17 上市券商估值表（对应价格为 1 月 29 日收盘价）

	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)	总市值 (亿元)
	2011	2012E	2013E	2011	2012E	2013E	2012E	
中信证券	1.14	0.34	0.45	13	44	33	1.9	1.8
海通证券	0.38			31				
广发证券	0.70	0.37	0.51	22	42	31	2.8	2.5
招商证券	0.43	0.37	0.44	29	33	28	2.2	2.2
华泰证券	0.32	0.28	0.35	32	36	29	1.7	1.6
光大证券	0.45	0.30	0.45	34	51	34	2.4	2.3
宏源证券	0.44	0.44	0.51	46	47	40	2.8	2.7
方正证券	0.04	0.05	0.12	137	108	47	2.4	2.4
兴业证券	0.20	0.22	0.29	66	59	45	3.2	3.1
长江证券	0.18	0.29	0.38	55	35	26	2.0	1.9
国金证券	0.23	0.21	0.26	79	88	70	3.6	3.4
国海证券	0.11	0.07	0.13	125	199	105	8.5	8.2
国元证券	0.29	0.21	0.29	40	56	40	1.5	1.4
西南证券	0.11	0.15	0.15	81	63	61	2.1	2.0
东北证券	-0.24	0.20	0.23		89	77	2.4	2.4
可比(宏源、兴业)	0.32	0.33	0.40	56	53	43	3.0	2.9
行业平均	0.32	0.25	0.33	48	68	48	2.8	2.7

资料来源：上市公司公告，Wind，海通证券研究所

参照可比券商 2013 年估值的平均水平，保守估计给予方正证券的证券部分 2013 年 3 倍 PB，可以得到 2013 年底，公司证券部分估值为 357.68 亿元。

表 18 方正证券的证券部分估值

方正证券 2013 年末净资产 (百万元)	A	14778
扣除购买信托所用资产后 (百万元)	B	11923
给予 3 倍 PB	C	3
证券部分估值 (百万元)	D = B * C	35768

资料来源：海通证券研究所

目前 A 股市场上市信托公司主要为安信信托、陕国投和爱建股份三家公司，平均静态 PE 为 24 倍。

表 19 上市信托公司估值比较（对应 2013 年 1 月 29 日收盘价）

	PE	PB
陕国投	25.7	2.5
安信信托	23.1	7.8
爱建股份	23.0	2.3
平均	23.9	2.4 (剔除安信)

资料来源：上市公司公告，Wind，海通证券研究所，表中为静态估值

考虑到方正东亚信托尚未上市，在流动性上有一定折价，并且对未来信托行业的增

长率有一定的担忧，给予 20 倍 PE，可以得到信托部分的估值为 79.09 亿。

表 20 方正东亚信托估值

预计方正东亚信托 2013 年净利润 (百万元)	E	565
参照安信信托估值给予 20 倍市盈率	F	20
信托部分估值 (百万元)	G = E * F * 70%	7909

资料来源：海通证券研究所

对于信托部分的估值，还可以采用 P/AUM 比值法，AUM 是指信托管理资产规模。方正东亚信托 2012 年底信托资产总规模约为 720 亿元，预计 2013 年底管理信托资产总规模为 1080 亿，增长 50%。参照国内基金的转让价格，2011 年中信证券以 83.44 亿元转让华夏基金 51% 的股权，P/AUM 为 9.1%；2011 年渤海信托受让东方基金 18% 股权的价格为 1.28 亿元，P/AUM 为 7.8%。综合考虑方正东亚信托的行业地位，给予方正东亚信托 8.5% 的 P/AUM 值。

表 21 基金转让估值对比

	华夏基金	东方基金
基金规模	1791	91
转让比例	51%	18%
转让价格	83.44	1.28
P/AUM	9.1%	7.8%

资料来源：公司公告，海通证券研究所

根据该方法得出的方正东亚信托 70% 股权估值为 64.26 亿元。

综合考虑证券部分和信托部分，方正证券 2013 年整体估值为 422 亿-437 亿，对应每股价值为 6.92 -7.16 元，当前价格为 5.75 元，有 20%-24% 左右的上升空间。

表 22 方正证券综合估值

证券部分估值 (百万元)	33384
信托部分估值 (百万元)	6426-7909
方正证券整体估值 (百万元)	42194-43677
股本 (百万)	6100
每股目标价	6.92-7.16
当前股价	5.75
上升空间	20%-24%

资料来源：海通证券研究所

6. 投资建议及不确定因素

投资建议：从短期来看，公司收购完成后目标价 6.92 -7.16 元，当前价格 5.75 元，有较大的上升空间，短期股价具有补估值的动力；从中期来看，公司用现金购买方正信托股权，净资本消耗较大，而目前创新业务的开展基本为消耗资本型业务，需要净资本的支撑，因此，公司未来有再融资的可能；从长期来看，公司具有强大的集团背景和综合金融平台，为未来混业化的发展做好基础。给予公司买入评级，积极推荐。

不确定性因素：收购方正东亚信托失败。

信息披露

分析师声明

丁文韬：非银行金融行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：中信证券 广发证券 华泰证券 招商证券 光大证券 长江证券 国元证券 宏源证券 东北证券 国金证券 西南证券 兴业证券 方正证券 国海证券 辽宁成大 吉林敖东 锦龙股份

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

李迅雷 副总裁/首席经济学家/所长 (021) 23219300 lxl@htsec.com	高道德 副所长 (021)63411586 gaodd@htsec.com	路颖 副所长 (021)23219403 luying@htsec.com	江孔亮 所长助理 (021)23219422 kljiang@htsec.com
宏观经济研究团队 陈勇(021)23219800 曹阳(021)23219981 高远(021)23219669 李宁(021)23219431	cy8296@htsec.com cy8666@htsec.com gaoy@htsec.com lin@htsec.com	策略研究团队 荀玉根(021)23219658 陈瑞明(021)23219197 吴一萍(021)23219387 汤慧(021)23219733	金融产品研究团队 娄静(021)23219450 单开佳(021)23219448 倪韵婷(021)23219419 罗震(021)23219326 唐洋运(021)23219004 王广国(021)23219819 孙志远(021)23219443 陈亮(021)23219914 陈瑶(021)23219645 伍彦妮(021)23219774 联系人 桑柳玉(021)23219686 曾逸名(021)23219773 陈韵骋(021)23219444
联系人 周霞(021)23219807	zx6701@htsec.com	联系人 王旭(021)23219396 李珂(021)23219821	wx5937@htsec.com lk6604@htsec.com
联系人 周霞(021)23219807	zx6701@htsec.com	联系人 王旭(021)23219396 李珂(021)23219821	wx5937@htsec.com lk6604@htsec.com
金融工程研究团队 吴先兴(021)23219449 丁鲁明(021)23219068 郑雅斌(021)23219395 冯佳睿(021)23219732 朱剑涛(021)23219745 联系人 张欣慰(021)23219370 周雨卉(021)23219760 杨勇(021)23219945	wuxx@htsec.com dinglm@htsec.com zhengyb@htsec.com fengjr@htsec.com zhujt@htsec.com zxw6607@htsec.com zyh6106@htsec.com yy8314@htsec.com	固定收益研究团队 姜金香(021)23219445 徐莹莹(021)23219885 联系人 倪玉娟(021)23219820	政策研究团队 李明亮(021)23219434 陈久红(021)23219393 陈嵘嵘(021)23219433 联系人 朱蕾(021)23219946
计算机行业 陈美凤(021)23219409 蒋科(021)23219474 联系人 安永平(021)23219950	chenmf@htsec.com jiangk@htsec.com ayp8320@htsec.com	煤炭行业 朱洪波(021)23219438 刘惠莹(021)23219441	批发和零售贸易行业 路颖(021)23219403 潘鹤(021)23219423 汪立亭(021)23219399 联系人 李宏科(021)23219671
建筑工程行业 赵健(021)23219472 联系人 张显宁(021)23219813	zhaoj@htsec.com zxn6700@htsec.com	石油化工行业 邓勇(021)23219404 联系人 王晓林(021)23219812	机械行业 龙华(021)23219411 何继红(021)23219674 联系人 熊哲颖(021)23219407 胡宇飞(021)23219810 黄威(021)23219963
农林牧渔行业 丁频(021)23219405 夏木(021)23219748	dingpin@htsec.com xiam@htsec.com	纺织服装行业 联系人 杨艺娟(021)23219811	非银行金融行业 丁文韬(021)23219944 联系人 黄媚(021)23219638 吴绪越(021)23219947
电子元器件行业 邱春城(021)23219413 张孝达(021)23219697 联系人 郑震湘(021)23219816	qiucc@htsec.com zhangxd@htsec.com zzx6787@htsec.com	互联网及传媒行业 刘佳宁(0755)82764281 白洋(021)23219646 联系人 薛婷婷(021)23219775	交通运输行业 钮宇鸣(021)23219420 钱列飞(021)23219104 虞楠(021)23219382 联系人 李晨(021)23219817
汽车行业 赵晨曦(021)23219473 冯梓钦(021)23219402 联系人 陈鹏辉(021)23219814	zhaocx@htsec.com fengzq@htsec.com cph6819@htsec.com	食品饮料行业 赵勇(0755)82775282 联系人 马浩博(021)23219822	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 联系人 任玲燕(021)23219406
联系人 陈鹏辉(021)23219814	cph6819@htsec.com	联系人 马浩博(021)23219822	liuyq@htsec.com rly6568@htsec.com

医药行业 刘宇(021)23219608 联系人 刘杰(021)23219269 冯皓琪(021)23219709 郑琴(021)23219808	liuy4986@htsec.com liuj5068@htsec.com fhq5945@htsec.com zq6670@htsec.com	有色金属行业 施毅(021)23219480 刘博(021)23219401 联系人 钟奇(021)23219962	sy8486@htsec.com liub5226@htsec.com zq8487@htsec.com	基础化工行业 曹小飞(021)23219267 联系人 张瑞(021)23219634 朱睿(021)23219957	caoxf@htsec.com zr6056@htsec.com zr8353@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 孔维娜(021)23219223	chenzy@htsec.com kongwn@htsec.com	建筑建材行业 联系人 张光鑫(021)23219818	zg7065@htsec.com	电力设备及新能源行业 张浩(021)23219383 牛品(021)23219390 房青(021)23219692 联系人 徐柏乔(021)23219171	zhangh@htsec.com np6307@htsec.com fangq@htsec.com xbq6583@htsec.com
公用事业 陆凤鸣(021)23219415 联系人 汤砚卿(021)23219768	lufm@htsec.com tyq6066@htsec.com	银行业 戴志锋 (0755)23617160 刘瑞 (021)23219635	dzf8134@htsec.com lr6185@htsec.com	社会服务业 林周勇(021)23219389	lzy6050@htsec.com
房地产业 涂力磊(021)23219747 谢盐(021)23219436 联系人 贾亚童(021)23219421	tl5535@htsec.com xiey@htsec.com jiayt@htsec.com	造纸轻工行业 徐琳 (021)23219767	xl6048@htsec.com	通信行业 联系人 侯云哲(021)23219815 宋伟(021)23219949	hyz6671@htsec.com s_w8317@htsec.com

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理
 (021)63609993
 chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理
 (021)23219381
 hzh@htsec.com

深广地区销售团队 蔡铁清 (0755)82775962 刘晶晶 (0755)83255933 辜丽娟 (0755)83253022 高艳娟 (0755)83254133 伏财勇 (0755)23607963 邓欣 (0755)23607962	ctq5979@htsec.com liujj4900@htsec.com gulj@htsec.com gyj6435@htsec.com fcy7498@htsec.com dx7453@htsec.com	上海地区销售团队 高溱 (021)23219386 孙俊 (021)23219902 姜洋 (021)23219442 季唯佳 (021)23219384 胡雪梅 (021)23219385 黄毓 (021)23219410 朱健 (021)23219592 王丛丛 (021)23219454 卢倩 (021)23219373 孙明(021)23219990	gaoqin@htsec.com sunj@htsec.com jy7911@htsec.com jiwj@htsec.com huxm@htsec.com huangyu@htsec.com zhuj@htsec.com wcc6132@htsec.com lq7843@htsec.com sm8476@htsec.com	北京地区销售团队 赵春 (010)58067977 郭文君 (010)58067996 隋巍 (010)58067944 张广宇 (010)58067931 王秦豫 (010)58067930 江虹 (010)58067988 张楠 (010)58067935	zc8614@htsec.com gwj8014@htsec.com sw7437@htsec.com zgy5863@htsec.com wqy6308@htsec.com jh8662@htsec.com zn7461@htsec.com
---	--	--	--	---	---

海通证券股份有限公司研究所
 地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
 电话：(021)23219000
 传真：(021)23219392
 网址：www.htsec.com