



2018-01-23

公司深度报告

买入/维持

东方财富(300059)

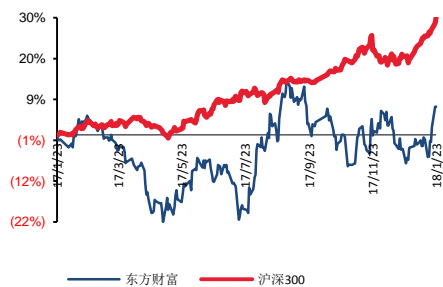
目标价: 16.9

昨收盘: 14.36

信息技术 软件与服务

东方财富——市场景气度回升的极大受益者

■ 走势比较



■ 股票数据

| | |
|--------------|---------------|
| 总股本/流通(百万股) | 4,270/3,171 |
| 总市值/流通(百万元) | 61,317/45,537 |
| 12个月最高/最低(元) | 16.91/10.38 |

相关研究报告:

证券分析师: 魏涛

电话: 010-88321708

E-MAIL: weitaot@tpyzq.com

执业资格证书编码:

证券分析师: 刘涛

电话: 010-88695234

E-MAIL: liutaosh@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517090001

报告摘要

经历16-17年的发展, 券商业务已顺利接棒基金销售成为公司支柱业务。未来公司增长的主要动力也将来自于券商业务的增长。同时我们认为东方财富证券是市场景气度回升的最大受益者, 不仅享受行业的基本面修复, 而且景气度回升会加快公司业务发展速度。因此, 我们看好东方财富未来的成长性。

核心逻辑:

千万流量保障公司业务向前推进 1) PC端: 东方财富网2017年12月日均覆盖人数为1121万, 远高于其他财经类网站(第二名和讯网247万); 2) 移动端: 东方财富网2017年的12月的日均独立用户数量为886万, 远高于传统券商APP的用户规模(第二名为涨乐财富通508万); 3) 东方财富网的用户粘性优势十分显著。2017年12月, 东财APP单个用户月均使用时长为4.18小时, 传统券商中最长的为金太阳(国信证券)1.85小时。

引流效果十分显著, 互联网证券模式已得到验证 东财证券股票交易市场份额不断创新高, 从2015年1月的0.2%大幅提升至2017年12月的1.73%, 是2015年以来经纪业务发展势头最迅猛的券商。在经纪业务的带动下, 公司信用业务市场份额也快速提升, 从2016年初的0.12%上升至17年底0.96%。从经纪业务市场率与日活的比值推算, 公司经纪业务有望达到6.5%, 还有很大的上升空间。

基金销售空间巨大, 受益于牛市 从当前我国基金总量以及居民金融资产结构来看, 基金行业仍有较大的发展空间, 这意味着基金销售仍有较大的空间。另外在结构性牛市的背景下, 基金的“赚钱效应”显著优于股市的“赚钱效应”, 由此, 我们看好2018年基金销售市场。**展望未来, 新业务的迭代是关键** 业务的发展一般都呈S型, 突破S型曲线, 关键在于新业务的迭代, 不断的为客户提供新的价值。因此除了证券业务外, 公司正在筹划公募基金、保险代理、小贷、征信等业务的布局。

盈利预测: 通过分部估值法, 我们算出公司合理市值为725亿元, 对应目标价16.9元/股。首次覆盖, 给予“买入”评级。预计公司2018/2019年实现营业收入分别为, 38.37亿元、49.79亿元, 实现净利润12.95亿元、19.88亿元, 对应18/19年EPS分别0.30元, 0.46元。

风险提示: 证券市场不景气, 公司业务进展不及预期

■ 盈利预测和财务指标:

| | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 2340 | 2710 | 3837 | 4979 |
| (+/-%) | -20.2% | 15.8% | 41.6% | 29.8% |
| 净利润(百万元) | 712 | 718 | 1295 | 1988 |
| (+/-%) | -61.5% | 0.8% | 80.4% | 53.5% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.2 | 0.17 | 0.3 | 0.46 |
| 市盈率(PE) | 73 | 88 | 49 | 32 |

资料来源: Wind, 太平洋证券

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

| | |
|-------------------------------|----|
| 一、财经资讯起家，剑指一站式互联网金融平台 | 5 |
| (一) 从容布局，一站式互联网金融平台雏形已现 | 5 |
| (二) 证券业务接棒基金代销成主要收入来源 | 6 |
| (三) 公司股权结构稳定，战略执行力强 | 7 |
| 二、流量——公司立足之本 | 8 |
| (一) 差异化+牛市催化贡献了公司早期流量基础 | 8 |
| (二) UGC 是公司客户高粘性的关键 | 9 |
| 三、基金销售：行业空间巨大，受益于牛市 | 12 |
| (一) 行业空间大 | 12 |
| (二) 结构性牛市引爆基金销售 | 14 |
| (三) 商业模式简单，价格战导致盈利空间受侵蚀 | 14 |
| (四) 思辨：天天基金与 ATJ 的竞争 | 15 |
| 四、证券业务：导流效果显著，资本助力扩张 | 17 |
| (一) 导流效果显著，互联网证券模式已得到验证 | 18 |
| (二) 资本助力，信用业务大放其彩 | 20 |
| (三) 财务分析 | 23 |
| 五、牌照是关键，看好资管、小额贷款等业务 | 26 |
| 六、估值讨论与投资建议 | 28 |
| (一) 客户价值重估 | 28 |
| (二) 分布估值法 | 29 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图表 1: 东方财富一站式互联网金融平台雏形 | 5 |
| 图表 2: 公司重大事件历程表 | 6 |
| 图表 3: 2007 年以来公司主营收入结构变化 | 7 |
| 图表 4: 2012 年后公司营业收入的变化趋势 (亿元) | 7 |
| 图表 5: 2012 年后公司净利润的变化趋势 (亿元) | 7 |
| 图表 6: 公司前十大股东 (2017H) | 8 |
| 图表 7: 东方财富网及可比网站日均覆盖人数 (万人) | 9 |
| 图表 8: 百度内容成本逐年走高 | 10 |
| 图表 9: 月度覆盖人数前十财经类网站的人均月度浏览时长情况 (H, 2017-12) | 11 |
| 图表 10: 月度独立设备数前十股票类 APP 的单台设备月度使用时长情况 (H, 2017-12) | 11 |
| 图表 11: 非货币型基金各国占比 | 12 |
| 图表 12: 各国 GDP 占比 | 12 |
| 图表 13: 我国居民金融资产配置情况 (2014) | 13 |
| 图表 14: 美国家庭金融资产配置情况 (2016) | 13 |
| 图表 15: 偏股型基金 2017 年收益分布 | 14 |
| 图表 16: 第三方代销基金申赎等各项费率对比 | 15 |
| 图表 17: 日均独立设备数 (万台) | 16 |
| 图表 18: 天天基金网产品界面 | 16 |
| 图表 19: 蚂蚁财富产品界面 | 17 |
| 图表 20: 2015 年以来东财证券经纪业务市占率 (%) 变化 | 18 |
| 图表 21: 股基交易市占率前 20 券商 (%) | 19 |
| 图表 22: 经纪业务市占率/月度活跃客户 (百万人) | 20 |
| 图表 23: 2017H 东财证券与上市券商佣金率 | 20 |
| 图表 24: 东财证券两融余额及市场份额 | 21 |
| 图表 25: 东方财富证券利息净收入 (亿元) | 21 |
| 图表 26: 2017 年 12 月东财证券与上市券商两融余额市占率 | 21 |
| 图表 27: 2017 年 8 月两融交易额/余额 | 22 |
| 图表 28: 2017H 有效杠杆率 | 22 |
| 图表 29: 东方财富证券营业收入 | 23 |
| 图表 30: 东方财富证券净利润 | 23 |
| 图表 31: 东方财富证券净资产与有效杠杆率 | 24 |
| 图表 32: 东方财富证券 ROA 与 ROE | 24 |
| 图表 33: 东方财富证券以及可比公司的两融利率测算 | 24 |
| 图表 34: 部分上市券商大类经纪业务 (含信用业务) 毛利率对比 | 25 |
| 图表 35: 东方财富证券盈利预测 | 25 |
| 图表 36: 业务“S”型生命周期 | 26 |
| 图表 37: 新业务迭代突破“S 型曲线”魔咒 | 26 |
| 图表 38: 公司其他业务进展情况 | 27 |
| 图表 39: 东方财富及可比公司客户价值测算 | 28 |
| 图表 40: 东方财富分布盈利预测 | 29 |

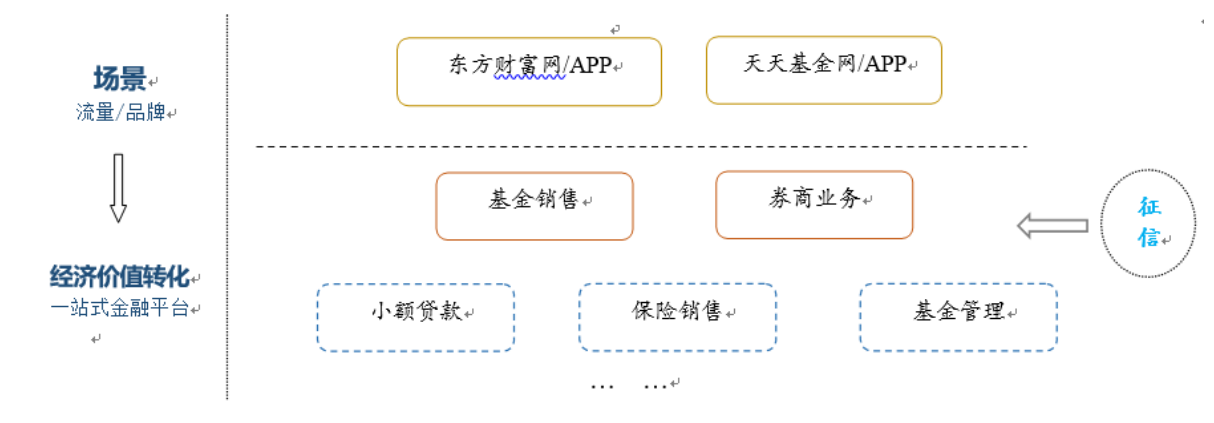
一、财经资讯起家，剑指一站式互联网金融平台

公司成立于2005年，是以财经资讯为主要内容的网站；2006年，以社区互动为形态的“股吧”上线，同年又上线了“天天基金网”，以基金产品资讯和广告为主要内容。凭借着“东方财富网”及旗下子频道的良好平台，以及2006-2007年牛市的催化，公司集聚了第一批用户资源，之后在公司细心经营以及“滚雪球效应”下，公司的用户规模不断扩大且粘性增强。庞大的用户访问量和领先的用户黏性，是公司最为核心的竞争优势。

(一) 从容布局，一站式互联网金融平台雏形已现

在流量优势的基础上，公司不断尝试外延式发展，拓展新业务板块。先后进入基金代销和证券业务。2012年2月，天天基金获得基金销售业务牌照，成为首批获得基金代销牌照的垂直财经网站。2012年7月20日起通过天天基金网对外正式开展基金代销业务；2015年，完成了收购同信证券（现更名为东方财富证券）、宝华世纪证券（现更名为东财国际），公司进一步拓宽服务范围，由互联网财经金融信息、数据服务和基金代销等，延伸至证券相关业务；此外，公司正在筹划公募基金、保险代理、小贷、征信等业务布局。

图表 1：东方财富一站式互联网金融平台雏形



资料来源：WIND，太平洋证券整理，虚框代表拟设立

图表 2: 公司重大事件历程表

| 时间 | 事件 |
|--------|--|
| 2004 年 | 东方财富网上线 |
| 2006 年 | “股吧”上线 |
| 2007 年 | “天天基金网”上线 |
| 2010 年 | 公司上市 |
| 2012 年 | 天天基金网获得基金代销资格 |
| 2015 年 | 完成同信证券、东财国际的收购，增资入股了上海漫道，参股了证通股份和中证信用增进 |
| 2016 年 | 投资设立东方财富征信有限公司、拟投资设立保险代理、投资设立浪客网络科技有限公司、投资设立南京东方财富信息技术有限公司 |
| 2017 年 | 东财小贷注册成功，公募基金管理公司获证监会受理 |

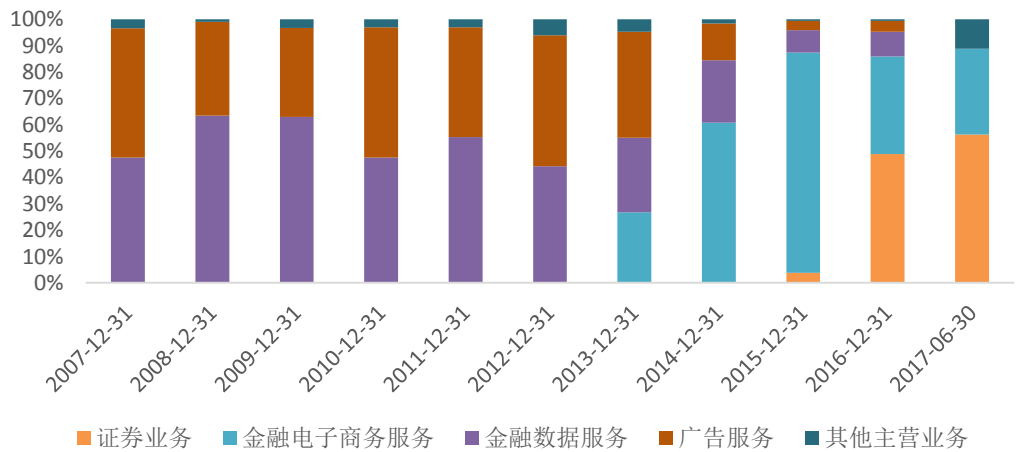
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

(二) 证券业务接棒基金代销成主要收入来源

从公司收入结构来看，2012年前收入来源主要是金融数据服务和广告服务两项业务，自2012年2月获得基金牌照并于同年7月开始销售基金产品，2013年基金代销收入占比约27%，并逐年提升至2015年超过83%；随后公司2015年底完成券商牌照布局，再加上基金代销行情回落，2016年开始券商业务接棒基金代销，成为公司收入的主要来源，2016年收入贡献接近50%。目前公司主要业务包括证券业务、金融电子商务服务业务、金融数据服务业务及互联网广告服务业务等。2017年中期收入构成中，证券业务收入6.15亿元，约占56.2%，金融电子商务收入3.57亿元，占比约32.6%。从利润贡献来看更是如此，2017年中期东方财富共实现净利润2.59亿元，其中东财证券实现净利润3.05亿元，占比118%。

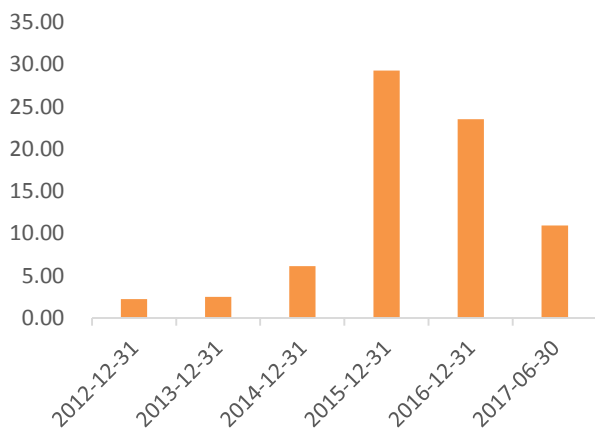
从近五年业绩表现来看，整体受市场行情影响较为明显。尤其是2014-2016年，公司业绩经历了巨大的波动。2014-2015年，公司营业收入增长378%，净利润更是翻了10倍；但随着行情回落，公司2016年营业收入同比下降80%，净利润同比下降39%。

图表 3：2007 年以来公司主营收入结构变化



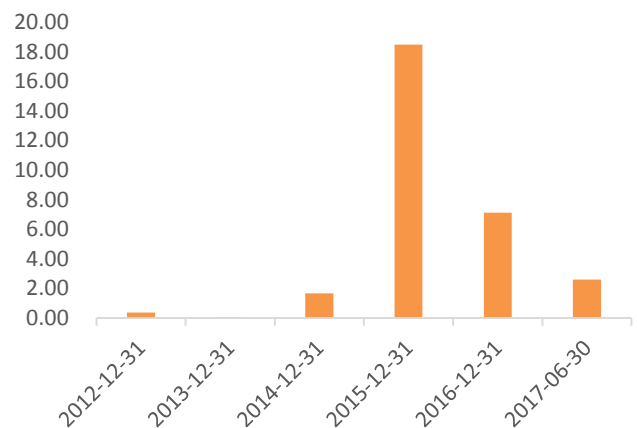
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 4：2012 年后公司营业收入的变化趋势（亿元）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 5：2012 年后公司净利润的变化趋势（亿元）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

（三）公司股权结构稳定，战略执行力强

股权结构稳定保证公司战略有序推进。从股权结构来看，根据公司2017年中报，公司前十大股东持股合计44.04%，其中公司董事长，公司创始人其实个人持股23.91%，第三、第四大股东沈友根、陆丽丽与董事长其实先生分别为父子和夫妻关系，三人合计持股29.69%，其他持股人持股比例都在5%以下。

图表 6: 公司前十大股东 (2017H)

| | 股东名称 | 占总股本比例 (%) |
|----|---------------------|------------|
| 1 | 其实 | 23.91 |
| 2 | 郑州宇通集团有限公司 | 4.54 |
| 3 | 沈友根 | 2.92 |
| 4 | 陆丽丽 | 2.86 |
| 5 | 天安财产保险股份有限公司-保赢 1 号 | 2.41 |
| 6 | 西藏自治区投资有限公司 | 2.33 |
| 7 | 中央汇金资产管理有限责任公司 | 1.57 |
| 8 | 鲍一青 | 1.22 |
| 9 | 安徽省铁路发展基金股份有限公司 | 1.15 |
| 10 | 史佳 | 1.13 |

资料来源: WIND, 太平洋证券整理

二、流量——公司立足之本

(一) 差异化+牛市催化贡献了公司早期流量基础

东方财富成立于2005年,而此时市面上新浪、搜狐、网易三大门户网站的财经频道,和讯、金融界、证券之星三大财经网站经营已久。东方财富之所以后来居上成为垂直财经网站的流量龙头,我们认为有两个主要原因:

差异化: 早期的财经信息服务商遵循“内容为王”或“技术为王”的经营理念,没有及时向“以客户为中心”进行转变,公司作为后来者,对新的经营理念更容易接受。“股吧”以及“天天基金网”的推出便是最好的佐证。

股吧: 东方财富网一个频道,2006年1月上线,是我国网络财经信息服务业最早推出的互联网财经互动社区之一。“股吧”按照数千只A股、B股、H股股票的名称分为各个子社区,供投资者进行专题互动讨论。目前,“股吧”是我国用户访问量最大的互联网财经互动社区之一。

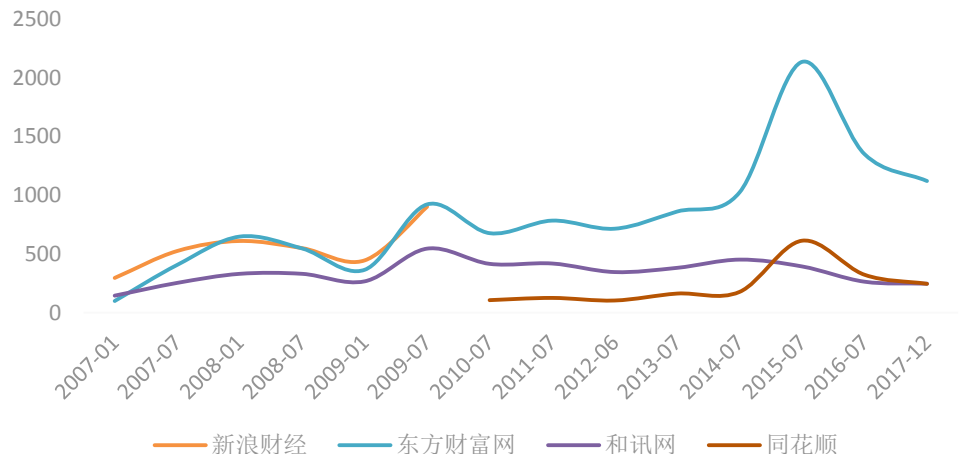
天天基金网: 于2007年3月正式上线,内容覆盖基金资讯、基金产品信息、基金每日净值、基金盘中估值、基金网上路演平台和投资者教育频道等方面,并为网站用户提供便利的资讯信息查询和检索功能。

牛市催化: 2000-2004年,中国网民数从2250万增加至9400万,互联网普及率从1.8%提升到7.3%,而中国财经网站总体营业规模并非发生太大变化,主要因为资本市场处于熊市阶段,财经网站的发展基本处于停滞状态。2005年中国股权分置改革后,资本市场进入牛市,财经网站才开始发展,公司起步较晚,但恰逢其时,抓住了机遇,走

在了同行的前列。而且在经历熊市之后，传统的财经网站都在收缩业务，这也给了东方财富一个很好的扩展空间。

在滚雪球效应下，今日公司在垂直财经网站PC端的王者地位更加的无可撼动。根据艾瑞咨询数据，东方财富2017年7月日均覆盖人数为1071万，遥遥领先于排名第二的同花顺财经（日均覆盖人数为273万）。

图表 7：东方财富网及可比网站日均覆盖人数（万人）



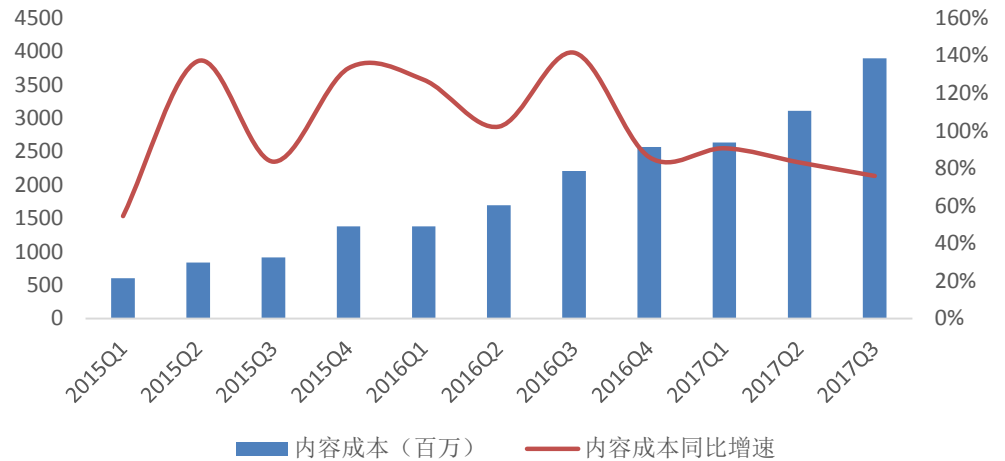
资料来源：艾瑞咨询，太平洋证券整理

（二）UGC 是公司客户高粘性的关键

- 内容作为一个流量吸引和沉淀的重要获取手段，成为了各个平台型企业的重中之重。根据百度财报，17Q1-Q3爱奇艺的内容开支达到96.5亿元，相比去年同期的52.9亿元增长82%，单独17Q3的内容支出同比增长76%至39亿元。此外，腾讯以及今日头条也十分重视在内容上的投入。2017年11月，今日头条宣布2018年旗下悟空问答计划投入10亿元，用于签约至少5000名各专业领域的回答贡献者。2018年1月，企鹅号全新分成策略上线，创作者不仅能获得内容产生的广告分成，还将获得高额平台补贴。¹

¹ <http://finance.jrj.com.cn/tech/2018/01/17153823961644.shtml>

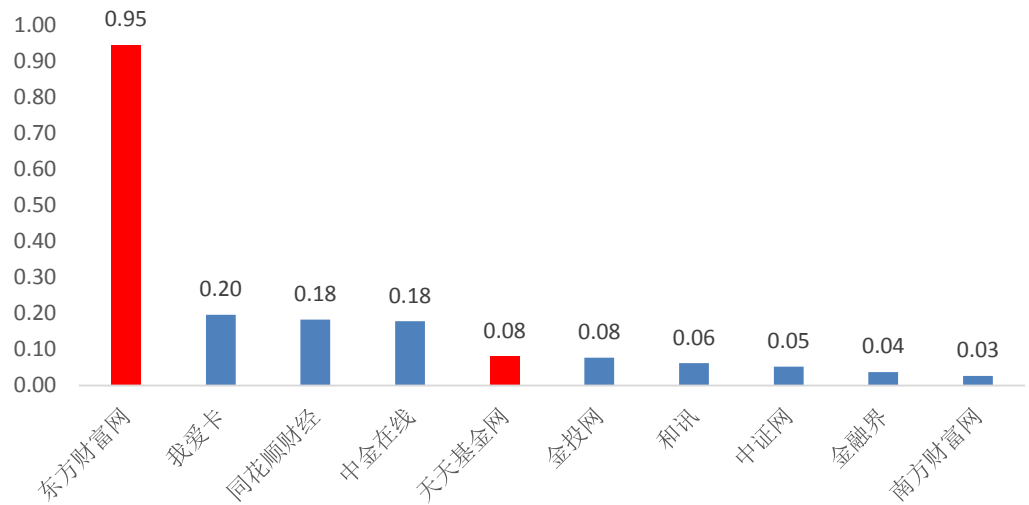
图表 8：百度内容成本逐年走高



资料来源：百度财报，太平洋证券整理

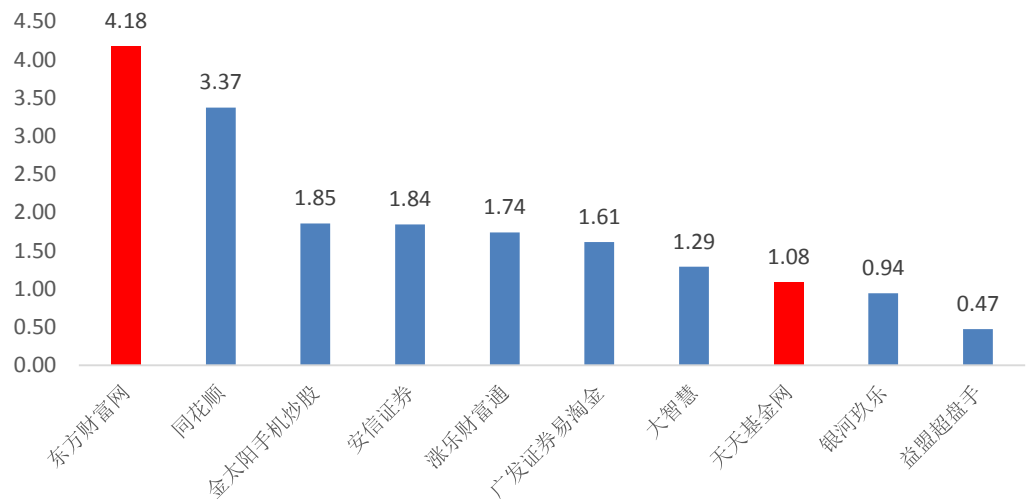
- **内容不等于新闻，UGC（用户原创内容）的差异性、内生性优势突出。** 1、在数字化时代，新闻很难形成平台的差异性优势，在新闻资讯方面，平台之间的同质化很严重；2、UGC有几个明显的特点：原创性，互动性。这两点均能大幅提升客户粘性。
- **目前东财旗下股吧是国内最大财经UGC平台，也是公司有别于其他财经网站与传统券商之处。**“股吧”作为“东方财富网”的频道于2006年1月正式上线。其按照数千只A股、B股、H股股票的名称分为各个子社区，股票投资者在子社区进行专题互动讨论。
- **具体来看，无论是PC端还是移动端，东方财富的客户粘性优势都十分显著。**根据艾瑞咨询的数据显示，2017年12月，东方财富网网站的人均月度浏览时间为0.95小时，远高于其他财经类网站；另外2017年12月，东方财富网APP单台设备月度使用时长为4.18小时，也高于其他股票类软件，显著高于传统券商APP。

图表 9：月度覆盖人数前十财经类网站的人均月度浏览时长情况 (h, 2017-12)



资料来源：艾瑞咨询，太平洋证券整理

图表 10：月度独立设备数前十股票类 APP 的单台设备月度使用时长情况 (h, 2017-12)



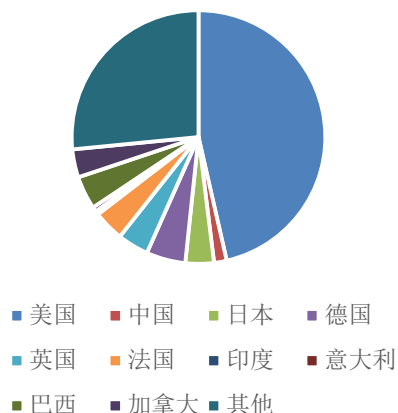
资料来源：艾瑞咨询，太平洋证券整理

三、基金销售：行业空间巨大，受益于牛市

(一) 行业空间大

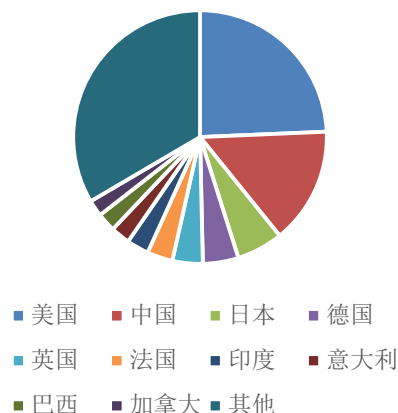
我国公募基金行业仍有较大的发展空间，这意味着基金销售也有较大的发展空间。根据wind数据统计，截至2017年9月20日，我国开放式基金共4541只，合计资产净值10万亿元，其中非货币型基金净值合计仅4.71万亿元。而根据基金业协会数据显示，2017年第一季度末，全球开放式基金(统计了40个国家，不包括FOF基金)资产规模约为42.77万亿美元(282万亿人民币)，其中非货币市场基金为37.57万亿美元(248万亿人民币)，此外还有3.4万亿美元的FOF产品。而2016年我国GDP占比已经接近了15%。

图表 11：非货币型基金各国占比



资料来源：基金业协会，太平洋证券整理

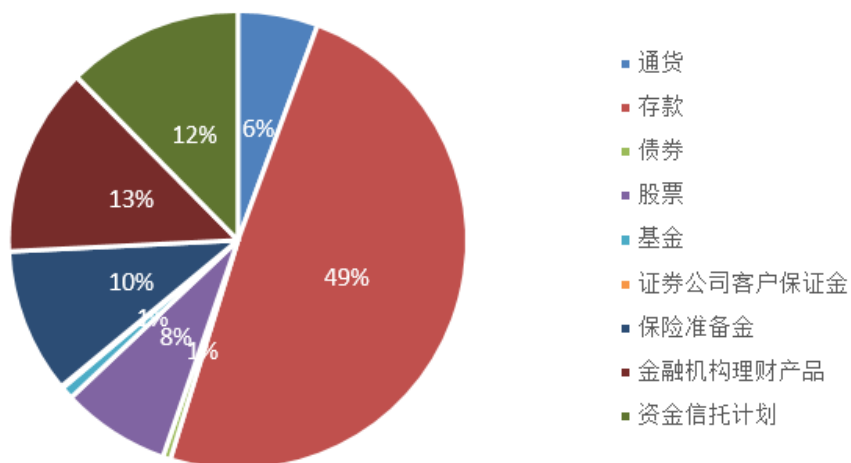
图表 12：各国 GDP 占比



资料来源：基金业协会，太平洋证券整理

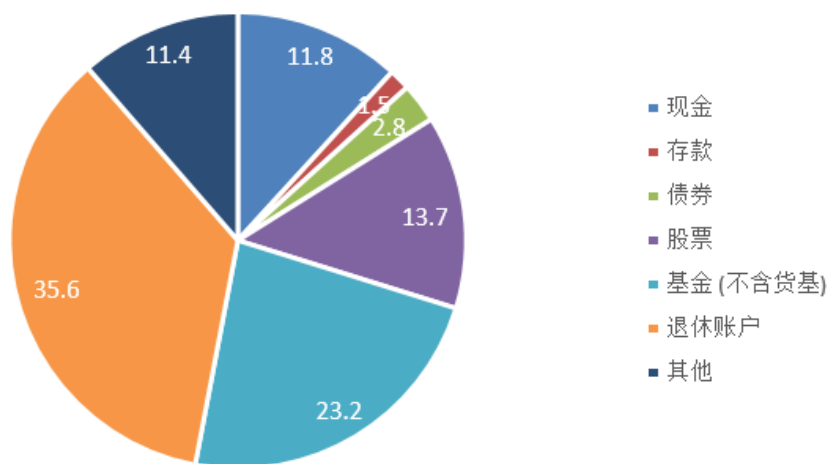
居民金融资产结构中，基金占比仍有较大的提升空间。从中国居民金融资产配置和美国家庭金融资产配置对比来看，我国居民金融资产中储蓄占比49%，而基金占比不过1%；而在美国家庭金融资产配置中，储蓄和存款合计占比15%不到，退休账户、共同基金占比比较高，分别为36%，23%。

图表 13：我国居民金融资产配置情况（2014）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 14：美国家庭金融资产配置情况（2016）



资料来源：美联储，太平洋证券整理

(二) 结构性牛市引爆基金销售

基金赚钱效应优于股市赚钱效应。2017年A股市场是结构性牛市，蓝筹白马股大涨，价值投资受到认可。与大部分个人投资者不同，机构投资有一套严谨的投资体系，青睐白马股，因此，机构投资者的2017年整体的业绩表现较为亮眼。2017年公募基金整体业绩回升，股票基金、混合基金、债券基金、QDII基金平均收益分别为11.53%、9.67%、2.08%、12.41%。如果从赚钱效应来看，更是好于股市。截止2017年末，全A共有3459只股票，其中1127只个股在2017年取得正收益，占比32.6%。而根据我们统计的2485只偏股型基金2017年的表现，其中89%的基金取得了正收益。

基金的赚钱效应将带动基金销售，看好2018年基金销售行情。这一点已有迹象显现，例如近期华夏、兴全基金出现了一日售罄，狂销数百亿的局面。

图表 15：偏股型基金 2017 年收益分布

| | 收益率区间 | 基金数量 | 占比 | 合计 |
|-----|----------|------|--------|--------|
| 正收益 | 60%以上 | 4 | 0.16% | 89.22% |
| | 50%-60% | 22 | 0.89% | |
| | 40%-50% | 48 | 1.93% | |
| | 30%-40% | 151 | 6.08% | |
| | 20%-30% | 302 | 12.15% | |
| | 10%-20% | 553 | 22.25% | |
| | 0-10% | 1137 | 45.75% | |
| 负收益 | -10%-0 | 192 | 7.73% | 10.78% |
| | -10%-20% | 61 | 2.45% | |
| | -20%以下 | 15 | 0.60% | |

资料来源：WIND，太平洋证券整理

(三) 商业模式简单，价格战导致盈利空间受侵蚀

由于基金代销模式简单，变现快，成为各网络公司追捧的变现渠道。同质化的业务使得基金代销很快陷入了激烈的价格战中。2016年蚂蚁入股数米基金之后，作为市场的后进入者率先挑起价格战，将原来行业约定的4成申购费率降至1成。之后第三方基金销售平台纷纷推出申购费低至1折的销售策略。

图表16：第三方代销基金申赎等各项费率对比

| | 基准价格 | 价格战前（2016年前） | 价格战后（2016年起） |
|------------|---|--------------|--------------|
| 申购费 | 股票型基金：1.5%； 债券型基金：0.5%； 货币型基金：/ | 基准价4折 | 基准价1折 |
| 管理费 | 股票型基金：1.5%； 债券型基金：0.6%； 货币型基金：0.33% | 尾随佣金协商而定 | 尾随佣金协商而定 |
| 赎回费 | 股票型基金：0.5%； 债券型基金：0.3%； 货币型基金：/ | 无折扣，按基准价 | |

资料来源：互联网，太平洋证券整理

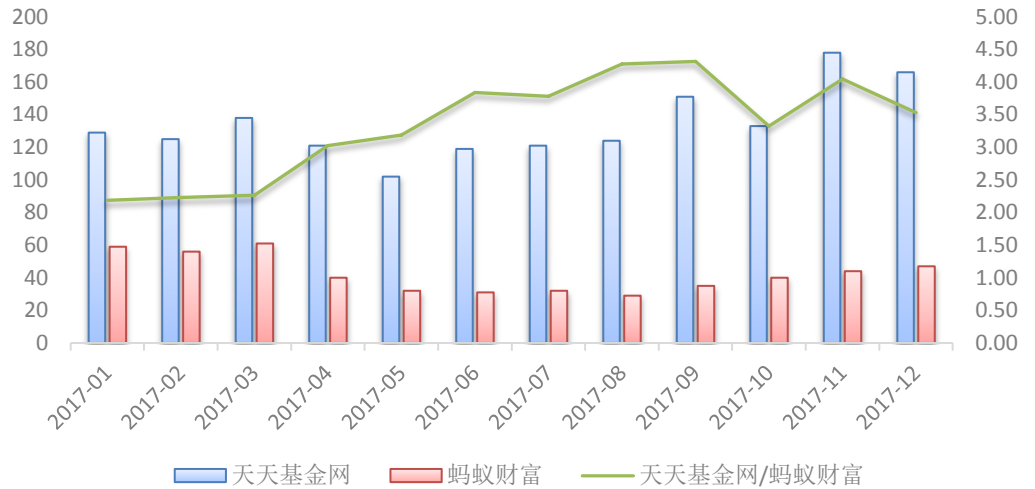
（四）思辨：天天基金与ATJ的竞争

➤ 都是做生态流量的生意，基金代销只是场景之一

从商业模式来看，东方财富与ATJ一致，均是做生态流量的生意，其中流量是最核心的。从流量的角度来看，我们认为东方财富通过多年的积累，已经拥有一个稳定可持续的生态流量，前面已分析。此外，天天基金网的先发优势不可忽略。天天基金网是第一批获得第三方基金销售资格的机构（2012年），而阿里是2015年通过收购数米基金拿下基金销售牌照，京东是2016年获得基金销售牌照，而腾讯则是2018年才获得基金销售牌照。而从当前的竞争结果来看，天天基金网并没有显露出劣势。据艾瑞咨询的数据，2017年天天基金网APP日均独立设备数相对蚂蚁财富APP是一个上升的态势。

从这一点出发，我们认为基金代销未来仍是公司稳定的收入来源之一。

图表 17: 日均独立设备数 (万台)

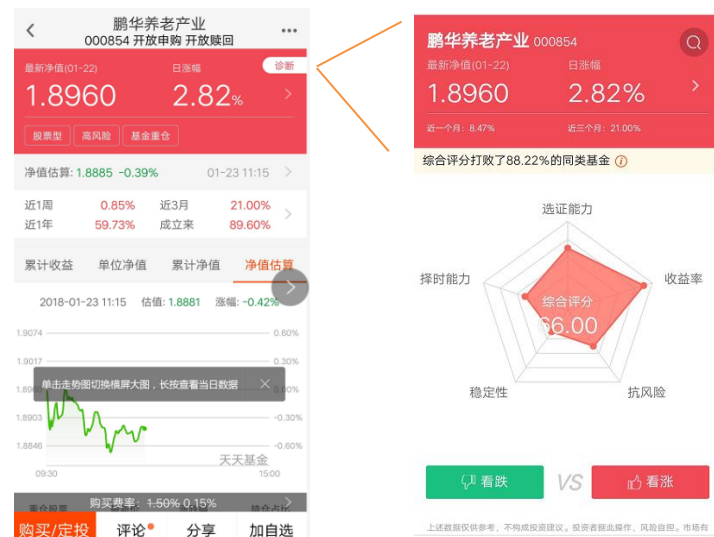


资料来源: 艾瑞咨询, 太平洋证券整理

► 专业性是天天基金的优势, 但互联网化不如ATJ

尽管与传统金融机构相比, 公司的互联网特性较为明显, 但在ATJ面前, 公司更像是个传统的金融机构。因此, 相比于ATJ, 公司产品在专业性上更强, 但在用户体验以及界面设计要略逊一筹。天天基金在产品信息, 产品对比, 产品的风格数据均作了较为深入的研究分析, 而蚂蚁财富相对来说产品页面更加简洁。

图表 18: 天天基金网产品界面



资料来源: 天天基金, 太平洋证券整理

图表 19：蚂蚁财富产品界面



资料来源：蚂蚁财富，太平洋证券整理

➤ 一站式金融平台带来的合力效应不可忽视

互联网时代，任何一个互联网企业都逃离不开一个问题，就是如何应对流量巨头的竞争。但解决这个问题也很简单，就是构建比较优势。相较流量巨头，东财当前在金融领域的布局要更深入一些，阿里与腾讯布局是围绕着个人综合需求，而东财专注于个人金融服务需求。而且东财当前拥有更为稀缺的证券业务牌照，往后看，随着东财产品服务体系不断完善，其优势会更加突出，届时也会从目前的流量防守转化为流量进攻。

四、 证券业务：导流效果显著，资本助力扩张

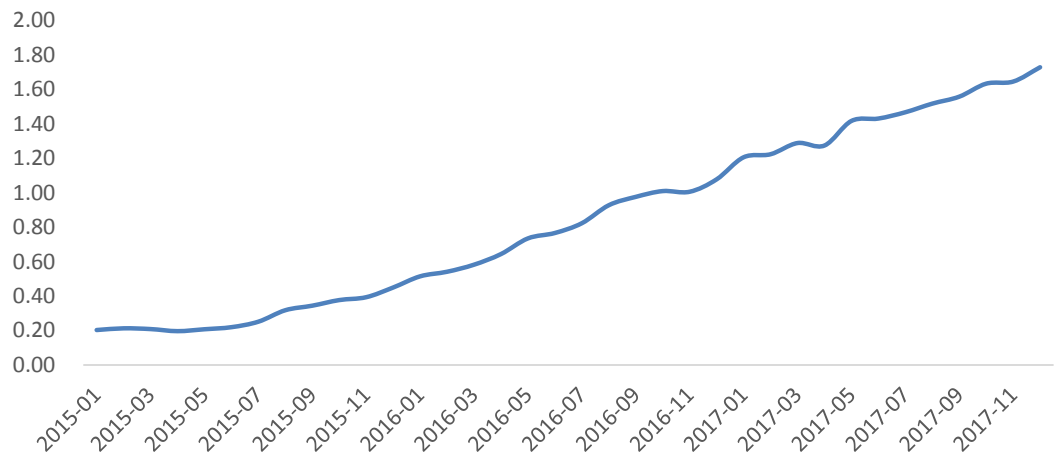
公司于2015年12月正式完成对西藏同信证券的收购及合并报表，并更名为“东方财富证券”。通过外延式拓展，将业务范围从互联网财经金融信息、数据服务和基金代销等业务扩展至证券业务，公司进一步拓宽了互联网金融平台用户的转化和流量变现渠道，一站式金融服务平台的综合价值进一步提升。

（一）导流效果显著，互联网证券模式已得到验证

导流效果显著，经纪业务实现弯道超车。东方财富作为垂直财经网站龙头，积淀了庞大的用户访问量和领先的用户黏性，进军互联网证券后，平台用户转化带动了经纪业务规模的增长。东财证券股票交易市场份额不断创新高，从2015年1月的0.2%大幅提升至2017年10月的1.63%。目前公司股票交易市场份额位列行业第18位，紧随中投证券（1.90%）及长江证券（2.05%），成为2015年以来经纪业务发展势头最迅猛的券商。

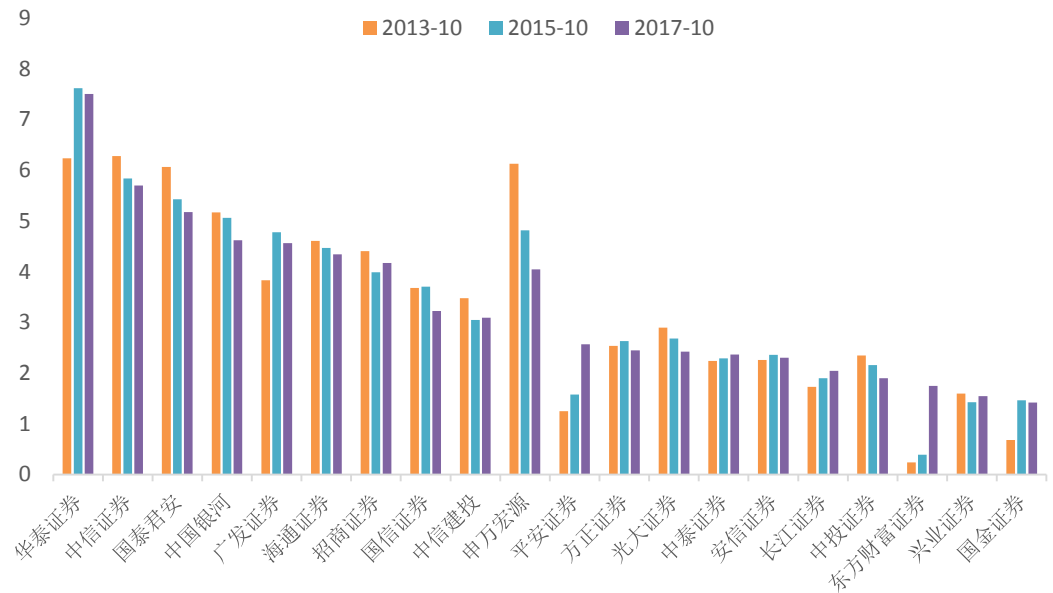
逆市增长，流量价值更加凸显。从目前前20名券商的市场份额变化来看，1) 华泰、广发、国金，在13-15年市场份额向上增长了一个台阶，但15-17年市场份额增长出现了停滞。对此反映出一个问题，传统券商“互联网+”模式对于新增市场有较强相对竞争力，单对存量市场的竞争优势就不明显。2) 东方财富证券以及平安证券在2015-2017年的市场份额逆市大增。我们认为东财证券与平安证券目前有一个共同点就是背后有一个强大的生态流量，东财证券依托东方财富网，平安证券依托平安集团。因此，逆市增长的事实证明流量的价值。3) 对比下来，具有生态流量的东方财富证券与平安证券将更有竞争力，而且我们认为牛市对这一优势有“放大效应”。

图表 20：2015 年以来东财证券经纪业务市占率（%）变化



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 21：股基交易市占率前 20 券商 (%)



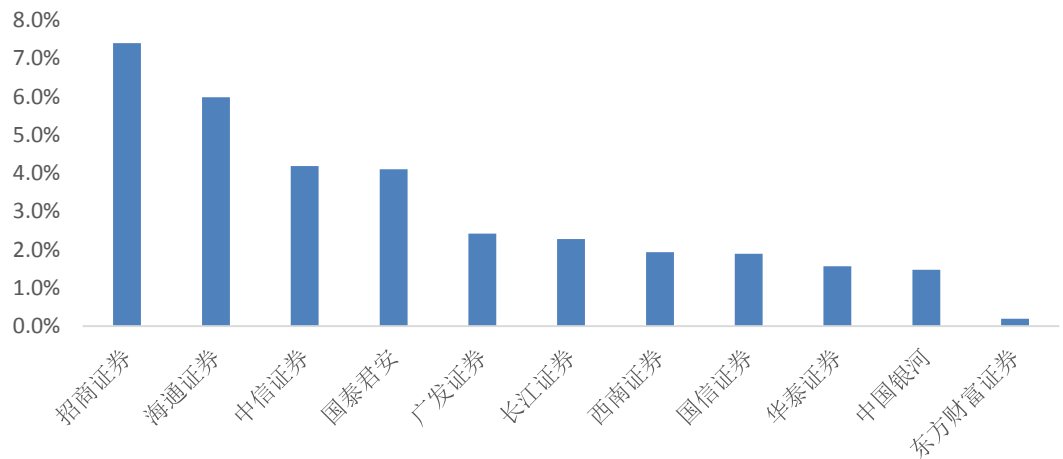
资料来源：WIND，太平洋证券整理

导流还有多少空间？

根据艾瑞咨询2017年12月的数据，传统券商APP（日活前十）每百万日均活跃客户对应的经纪业务市占率都在1.5%，均值为3.3%，东财目前每百万日均活跃客户对应的经纪业务市占率才0.2%，假设公司日活客户中有50%转化为公司券商业务客户，按照每百万日均活跃客户对应的经纪业务市占率1.5%来计算，公司经纪业务市占率有望达到6.5%。因此公司证券业务的空间还是比较广阔。

但转化的速度也是关键，我们估计公司每年的经纪业务增长为0.6个百分点（根据过去两年平均增幅），若考虑未来牛市的催化作用，这一进程有望加快。

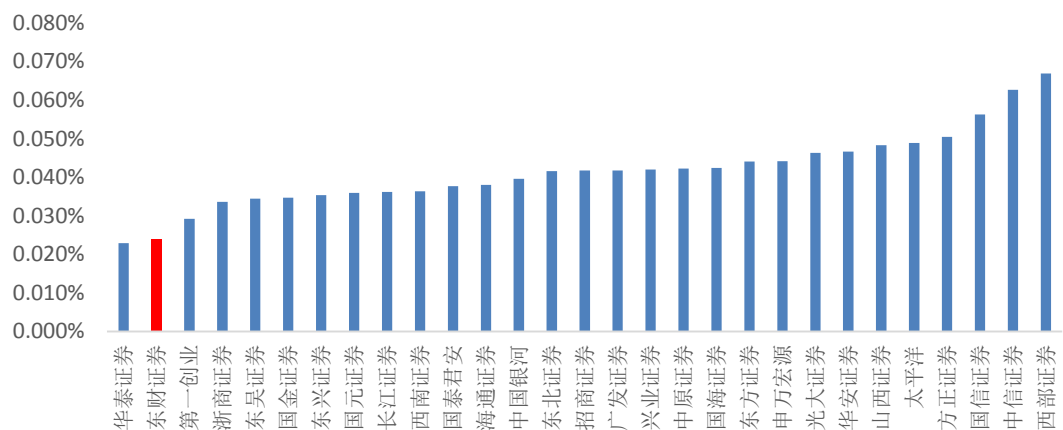
图表 22：经纪业务市占率/日均活跃客户（百万人）



资料来源：艾瑞咨询，2017-12，太平洋证券整理

成本优势明显，价格差有助于维持公司的竞争力。我们测算，2017年上半年东财证券经纪业务佣金率为0.024%，仅高于同期的华泰证券佣金率0.023%，行业平均佣金率为0.034%。如此大的“佣金差”对公司来讲是一个极大的优势，佣金的低位是战略上的高位。佣金差的存在将促进公司市场份额的自然提升；另一方面，由于公司没有降佣压力，因此能够全力聚焦于其他业务体系的完善。

图表 23：2017H 东财证券与上市券商佣金率



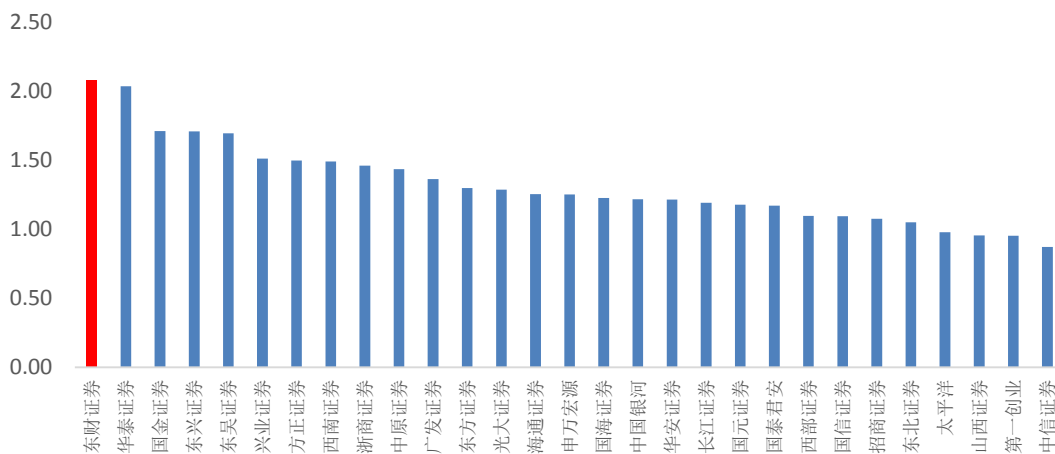
资料来源：WIND，太平洋证券整理

（二）资本助力，信用业务大放异彩

量价配合，相得益彰。公司导流效果十分显著，经纪业务客户快速增长，在此基础上，叠加具有竞争力的融资利率，两融份额大幅提升。东财证券两融市场份额自2016

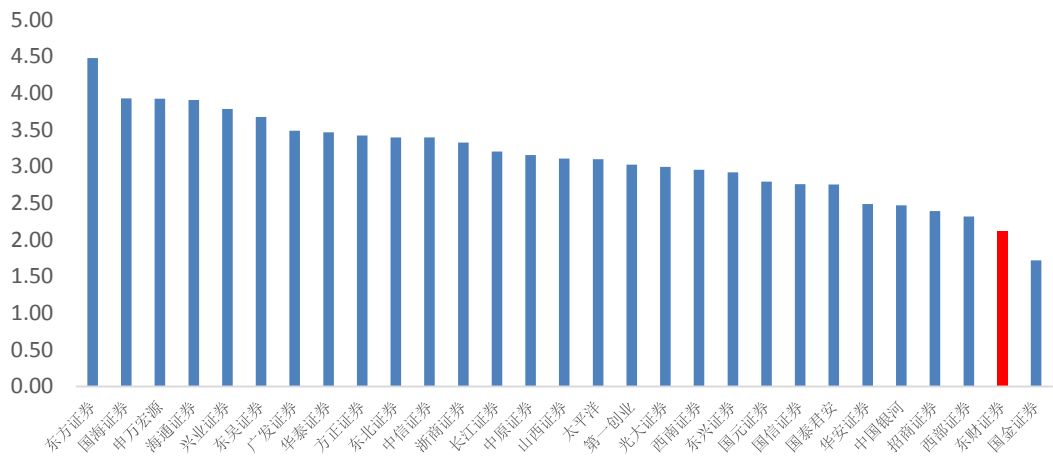
当前主要的制约因素：1、**两融业务存在滞后效应**。由于投资者开通融资融券业务通常须在开户满6个月以后，因而两融业务份额的提升存在滞后效应。公司经纪业务市场份额持续上升的情况下，两融余额势必会随之增长。从东财两融客户的换手率来看，我们认为其客户的两融需求属于偏高的一类；2、**公司网点数量有限**。投资者开通融资融券业务需临柜办理，但关于这方面，公司也在积极补强。截止2017年8月公司共设有79家营业部，而年初仅42家；3、**资本有待进一步扩张**。当前公司有效杠杆率（（总资产-代理买卖证券款）/归母所有者权益）为2.12，处于行业较低水平。但在2017年9月，公司成功发行了一期次级债，募集资金规模12亿元，2017年12月公司成功发行可转债募集资金46.5亿元。

图表 27：2017 年 8 月两融交易额/余额



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 28：2017H 有效杠杆率



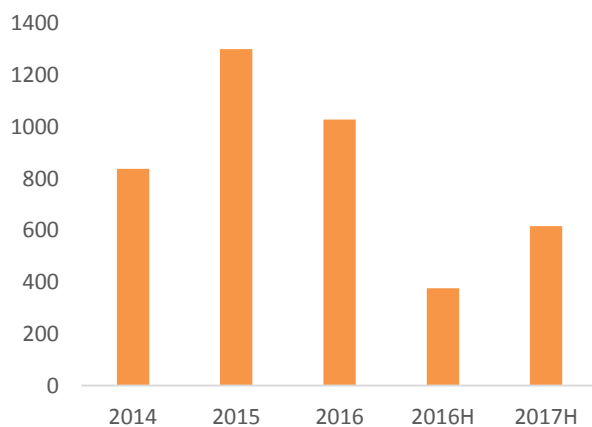
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

除两融外, 公司股票质押业务也随着资本的补充, 扩张迅速。截至2017年6月底, 公司股票质押规模为20.6亿元, 较年初增长了72%。随着东财并入上市主体, 资本补充获得优势, 券商的其他业务也会迎来一个加速发展的时期。

(三) 财务分析

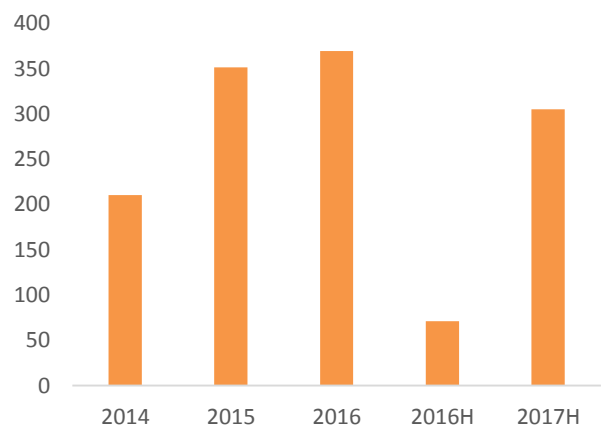
► **业绩逆市高增长** 2017年上半年东方财富证券实现营业收入6.16亿元, 净利润3.05亿元, 同比增长63.8%、329.6%, 同期行业营业收入同比下降8.5%, 净利润同比下降11.5%。

图表 29: 东方财富证券营业收入



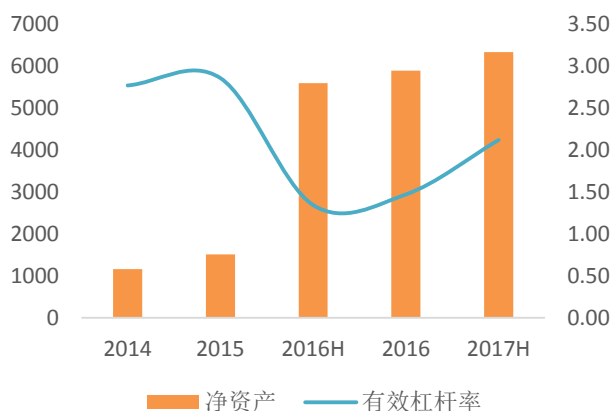
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 30: 东方财富证券净利润

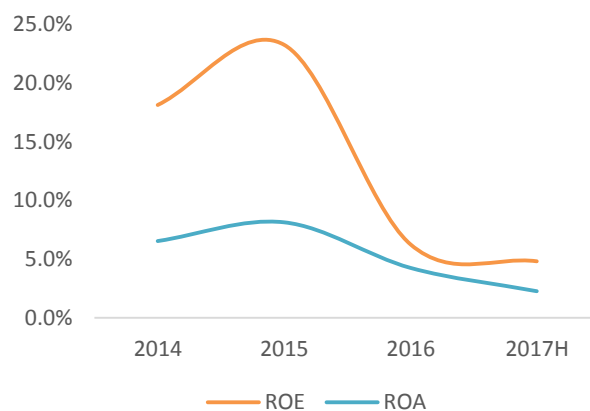


资料来源: WIND, 太平洋证券整理

➤ **杠杆率恢复过程中，盈利能力提升空间大** 东方财富2016年5月对东方财富证券增资40亿元，目前仍处于杠杆恢复过程中：2017年6月底，东财证券的有效杠杆率为2.12，而上市券商平均有效杠杆率为3.15。从盈利能力来看，东方财富证券2017年上半年静态ROE为4.8%，高于行业平均的3.2%；静态ROA为2.3%，更是远高于行业平均的0.95%。而且我们认为，未来随着公司杠杆率进一步提升，公司的盈利能力也有望再上一台阶。

图表 31：东方财富证券净资产与有效杠杆率


资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 32：东方财富证券 ROA 与 ROE


资料来源：WIND，太平洋证券整理

➤ **信用业务仍处于扩规模中，利润贡献尚不突出** 公司当前的两融收费标准远低于行业平均水平。我们测算：公司上半年两融利率仅5.68%（两融利息收入1.42亿元，融出资金平均余额50亿元），而相同方法测算出7家可比公司的两融利率均值为7.64%。据此，我们认为公司短期更看重规模与市场份额的提升，而对利润诉求并不是很强；另一方面，这也体现出公司在战略执行方面的坚定与有效。我们也有理由相信公司两融余额将持续增长。

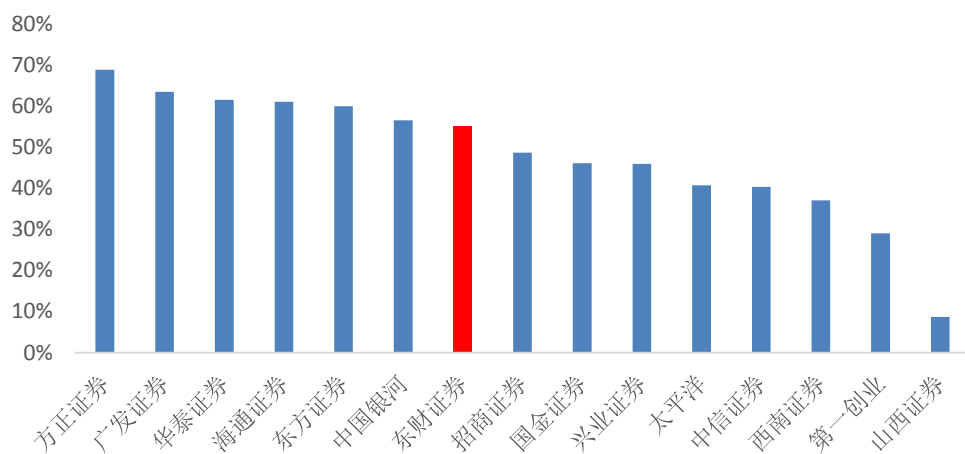
图表33：东方财富证券以及可比公司的两融利率测算

| 单位：亿元 | 2017H 两融利息收入 | 期末融出资金余额 | 期初融出资金余额 | 两融利率 |
|-------|--------------|----------|----------|-------|
| 东方财富 | 1.42 | 57 | 43 | 5.68% |
| 东方证券 | 3.97 | 111 | 107 | 7.29% |
| 国元证券 | 4.66 | 133 | 122 | 7.30% |
| 长江证券 | 8.50 | 208 | 236 | 7.64% |
| 西南证券 | 3.03 | 76 | 80 | 7.73% |
| 方正证券 | 8.55 | 207 | 231 | 7.81% |
| 东吴证券 | 3.21 | 77 | 86 | 7.86% |
| 国海证券 | 2.53 | 62 | 67 | 7.86% |

资料来源：WIND，太平洋证券整理

► **毛利率有较大提升空间** 东方财富证券目前主要以经纪业务与信用为主，两者收入合计占比86.7%，上半年毛利率为55%，目前处于中等水平。我们认为公司毛利率提升可能来自两个方面：1、市场交易量的提升，经纪业务具有明显的规模效应。2014至2015年，净佣金率下降了25%，但大部分券商的经纪业务毛利率均有所提升，主要原因就是股基成交额同比增长了241%；2、市场份额的提升。东财目前佣金率已逼近行业底部，下行空间小。随着市场份额提升，公司互联网的成本优势将更加凸显；3、信用业务的渗透率提升带来的净佣金率的提升。

图表 34：部分上市券商大类经纪业务（含信用业务）毛利率对比



资料来源：WIND，太平洋证券整理

► **预测东财证券未来两年净利润将维持50%的增长** 基于一定的假设条件，我们预计东财证券2018/2019营业收入为22.81亿元，30.64亿元，净利润为11.29、16.54亿元；营业收入与净利润的年化增速分别为46%，59%。

图表35：东方财富证券盈利预测

| 单位：亿元 | 2016/12/31 | 2017/12/31 | 2018/12/31 | 2019/12/31 | 2020/12/31 |
|----------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 每日股基交易额 | 5788 | 4957 | 6000 | 6500 | 7000 |
| 交易日 | 244 | 244 | 244 | 244 | 244 |
| 经纪业务市场份额 | 0.78% | 1.46% | 1.90% | 2.50% | 3.10% |
| 佣金率 | 0.03% | 0.027% | 0.025% | 0.025% | 0.025% |
| 经纪业务收入 | 5.78 | 9.5 | 13.91 | 19.83 | 26.47 |
| 市场两融余额 | 9392 | 10261 | 11000 | 12100 | 13310 |
| 两融市占率/经纪业务市场份额 | 58% | 66% | 70% | 75% | 80% |
| 两融市占率 | 0.45% | 0.96% | 1.33% | 1.88% | 2.48% |
| 公司两融规模 | 43 | 99 | 146 | 227 | 330 |
| 股票质押规模 | 12 | 30 | 50 | 70 | 90 |
| 信用业务利息净收入 | 0.89 | 1.47 | 4.28 | 5.21 | 6.36 |
| 其他利息收入（客户资金） | 1.28 | 2.40 | 3.12 | 4.10 | 5.09 |

| | | | | | |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 利息净收入 | 2.17 | 3.87 | 7.40 | 9.31 | 11.45 |
| 其他收入 | 2.32 | 1.02 | 1.50 | 1.50 | 1.50 |
| 总收入 | 10.27 | 14.39 | 22.81 | 30.64 | 39.42 |
| 毛利率 | 40% | 51% | 55% | 60% | 65% |
| 营业利润 | 4.09 | 7.31 | 12.54 | 18.38 | 25.62 |
| 净利润 | 3.69 | 6.53 | 11.29 | 16.54 | 23.06 |

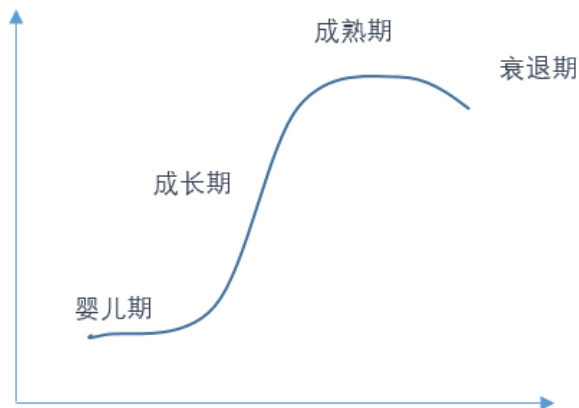
资料来源：太平洋证券整理，其中资本中介业务暗含假设，公司优先使用自有资金

➤ **多条路径传导，弹性更大** 牛市对传统券商的传导主要是两条路径：经纪业务（两融业务）绝对规模上升以及管理费用率下降；但对于东财来说，除了以上两条路径外，牛市还能催化公司市场份额提升速度，从而更进一步的提升公司的业务量与规模效应。此外，相较于传统券商，东财证券的贝塔业务占比更高，更加充分的享受牛市的弹性。

五、 牌照是关键，看好资管、小额贷款等业务

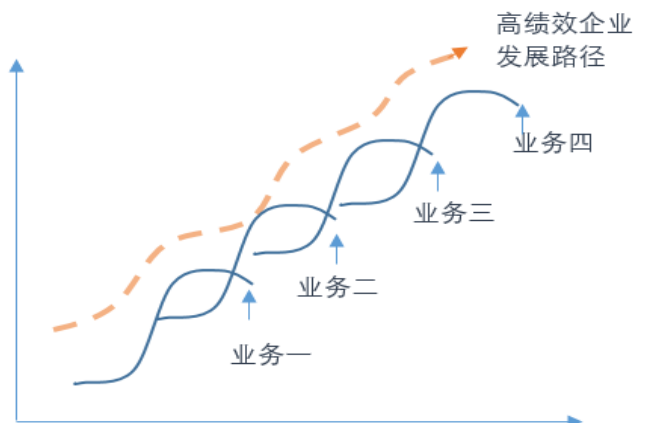
企业业务的发展一般都呈现S型，即使再好的产品，再有壁垒的业务，都会在高速增长后进入成熟期然后渐渐走向衰老。在这一过程中，互联网会加速该业务的生命周期，牌照会延缓业务的生命周期。而延续“S型曲线”唯一的方法就是，进行新业务的迭代，不断的为客户提供新的价值。

图表 36：业务“S”型生命周期



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 37：新业务迭代突破“S型曲线”魔咒



资料来源：WIND，太平洋证券整理

两次成功的变现经历，公司的横向扩展——扩充服务&产品品类——的发展思路顺理成章。但鉴于监管趋严的背景下，牌照获取将成为公司发展的关键。除了证券业务外，公司正在筹划公募基金、保险代理、小贷、征信等业务的布局。

图表 38：公司其他业务进展情况

| | |
|----------|--|
| 东财小贷 | 2017 年 7 月 20 日取得了由上海市工商行政管理局颁发的《营业执照》，注册资本 2 亿元。 |
| 公募基金管理公司 | 中国证监会于 2017 年 6 月 16 日出具反馈意见 |
| 香港期货公司 | 2017 年 11 月 24 日公告，东财国际期货获得香港证券及期货事务监察委员会颁发的牌照 |
| 保险代理公司 | 2016 年 4 月 13 日公告，董事会通过《关于使用自有资金投资设立保险代理公司的议案》，拟使用资金 5000 万元。 |
| 征信公司 | 2016 年 3 月 19 日公告，公司拟使用自有资金人民币 3,250 万元，与关联方上海漫道共同投资设立征信公司，公司持股比例 67%。 |

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

基金管理业务——现金管理型、固定收益、FOF、量化对冲产品等仍存在较大机会

公司渠道能力无需多言，关键在产品供给端。我们认为在同质化较强的现金管理以及固定收益领域，公司可以凭借渠道，占领一席之地，余额宝便是极好的案例。在余额宝的带动下，天弘基金基金规模由2013年初100亿出头增至2017年3季度末1.7万亿。其营业收入由2013年3.5亿元增至2017年上半年40亿元，归母净利润由2013年0.1亿元增至2017年上半年11亿元。

活期宝是天天基金网倾情打造的一款投资优选货币基金的活期账户。通过活期宝，用户可充值任一优选货币基金。2015年至2017上半年活期宝的销售规模分别为4216亿元，1800亿元，980亿元。若公司开展货币基金管理业务，假设其中一半转化为公司基金管理规模，公司的货币基金管理有望达到4000亿元。对应的潜在利润为5亿元左右。

此外，FOF、量化对冲等领域，公司也具有较大的机会。以FOF为例，一方面此类产品目前仍处于初步发展阶段，2017年9月，监管层才正式公布首批公募基金FOF产品名单。在全球开放式基金资产规模中，FOF与开放式基金资产比值为8%，照此测算，FOF的潜在管理规模为8000亿元（当前我国开放式基金规模为10万亿）；另一方面，FOF产品以基金为投资标的，公司无论是在渠道（与其他基金公司的关系）、基金评价体系、基金数据库都明显领先目前的基金管理人。公司旗下天天基金网作为中国基金理财网站第一门户，是首批获牌的第三方基金销售机构，同时以3783支位列当前第三方基金代销机构首位。

假设公司的市场份额有望达到10%，那么公司对应的FOF管理规模为800亿元。首发

的6支公募FOF产品中4支产品管理费为0.8%，2支为1%；按照0.8%的费率，每年FOF潜在的收入贡献为6.4亿元，按照25%的净利率，对应的净利润为1.6亿元。

六、 估值讨论与投资建议

(一) 客户价值重估

公司的核心竞争力在于公司的高粘性的活跃用户，基金代销与证券业务仅是公司流量变现的方式。基于这一点，我们尝试从客户价值的角度出发测算公司的价值，我们选取了6个类比公司，这6个公司也都是基于C端客户运营获取收入：腾讯控股、中国平安、ETRADE、嘉信理财、华泰证券、乐信。

- 通过测算单客户对应的价值（(市值-净资产)/客户规模），我们发现东方财富证券在7家公司中排名第6，仅高于腾讯控股；而两家美国金融公司，单账户价值远高于国内可比公司。
- 客户价值由业务结构决定，对比而言，金融业务对应的客户价值更高。对比来看，东方财富当前业务结构与华泰证券最为接近，但长期东财的业务模式应该与嘉信理财、Etrade趋于一致。

通过上述分析，我们认为：1) 国内金融机构的业务模式还有很大的提升改进空间，单客价值还有很大的挖掘空间；2) 即便对标华泰证券，东财当前单客户价值仍有较大的提升空间。

图表39：东方财富及可比公司客户价值测算

| | 腾讯控股 | 中国平安 | ETRADE | 嘉信理财 | 华泰证券 | 乐信 | 东方财富 |
|------------|-------------------|----------------------------|--------|---------|---------|------|---------|
| 市值 | 35,836 | 14,394 | 951 | 4,765 | 1,475 | 149 | 616 |
| 收入 | 1062 | 5032 | 84 | 285 | 94 | 19 | 11 |
| 净利润 | 327 | 434 | 22 | 72 | 30 | 0 | 3 |
| 净资产 | 2147 | 4258 | 453 | 1185 | 840 | 1 | 130 |
| 剩余市值 | 33,689 | 10,136 | 498 | 3,580 | 545 | 148 | 486 |
| 客户(万人) | 96280 | 14300 | 360 | 1049 | 508 | 330 | 886 |
| 备注 | 微信及WeChat的合并月活跃用户 | 指持有平安集团旗下核心金融公司有效金融产品的个人客户 | 经纪账户 | 经纪账户 | APP活跃用户 | 活跃用户 | APP活跃用户 |
| 单客户价值(元/人) | 3499 | 7088 | 13820 | 34127 | 10725 | 4474 | 5484 |
| 业务模式 | 广告+游戏 | 保险+银行+证 | 经纪(含做) | 经纪(含做市) | 经纪+资本 | 贷款 | 经纪+资本中 |

| | | | | | | |
|--|-----|------|-------------|-------------------|-------------|--------|
| | +金融 | 券+其他 | 市)+资本 中介 | +银行+资本中 介+财富管理 | 中介+资产 管理 | 介+基金销售 |
|--|-----|------|-------------|-------------------|-------------|--------|

资料来源: WIND, 太平洋证券整理

(二) 分布估值法

公司现有业务可分为券商业务及非券商业务(包括基金代销、数据及广告服务等)两类。

券商业务: 券商业务是公司当前业绩的主要贡献点, 也是公司业绩增长的主要动力。基于一定的假设条件, 我们预计东财证券2018/2019营业收入为22.81亿元, 30.64亿元, 净利润为11.29、16.54亿元; 营业收入与净利润的年化增速分别为46%, 59%。

根据PEG估值法, 给予公司18年60倍估值, 券商板块的合理市值为677亿元。

非券商业务: 在基金行情转好的情形下, 我们认为基金代销业务有望迎来增速拐点。假设基金代销业务收入18-19年同比增速为30%, 以此带动整个非券商业务收入实现23%左右的增长, 但由于成本较为固定, 因此业绩增速反转带来的利润弹性更为可观, 预计2017/18/19年实现净利润0.27亿元, 1.44亿元, 3.1亿元。由于行情变化对基金销售业绩影响较大, 因此采用三年平均净利润1.6亿元作为估值基础, 给予30倍估值, 得到非券商板块的合理估值为48亿元。

此方法得到公司目前合计市值为725亿元, 对应目标价16.90元/股, 首次覆盖, 给予买入评级。基于严谨, 此方法估值并未考虑公司未来进一步的业务扩张, 例如基金管理、保险代理、小额信贷以及国际业务。

图表40: 东方财富分部盈利预测

| 项 目 (亿元) | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 证券业务 | | | | | |
| 总收入 | 10.27 | 14.39 | 22.81 | 30.64 | 39.42 |
| 净利润 | 3.69 | 6.53 | 11.29 | 16.54 | 23.06 |
| 非证券收入 | | | | | |
| 基金代销规模 | 3061 | 3489 | 4536 | 5897 | 6781 |
| 金融电子商务服务 | 8.71 | 7.85 | 10.21 | 13.27 | 15.26 |
| 其他收入 | 4.42 | 4.86 | 5.35 | 5.88 | 6.47 |
| 非证券收入合计 | 13.13 | 12.71 | 15.56 | 19.15 | 21.73 |
| 营业成本 | 3.23 | 4.02 | 4.42 | 4.86 | 5.35 |
| 管理费用 | 5.39 | 5.4 | 5.94 | 6.53 | 7.19 |

| | | | | | |
|------|------|------|------|------|------|
| 销售费用 | 2.66 | 3.00 | 3.60 | 4.32 | 5.18 |
| 营业利润 | 1.85 | 0.30 | 1.60 | 3.44 | 4.02 |
| 净利润 | 1.67 | 0.27 | 1.44 | 3.10 | 3.61 |

资料来源：WIND，太平洋证券整理

风险提示：证券市场不景气，公司业务进展不及预期

财务报表及预测

| 资产负债表(百万) | | | | | | 利润表(百万) | | | | | |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 资产: | | | | | | 营业总收入 | 2933 | 2340 | 2710 | 3837 | 4979 |
| 货币资金 | 12249 | 9694 | 12918 | 13564 | 13564 | 证券业务收入 | 0 | 1027 | 1439 | 2281 | 3064 |
| 结算备付金 | 1455 | 2071 | 1993 | 2092 | 2092 | 经纪业务收入 | 0 | 578 | 950 | 1391 | 1983 |
| 交易性金融资产 | 1968 | 1172 | 2666 | 2933 | 3226 | 利息净收入 | 0 | 217 | 387 | 740 | 931 |
| 融出资金 | 1362 | 4252 | 9870 | 14630 | 22688 | 非证券业务收入 | 2933 | 1313 | 1271 | 1556 | 1915 |
| 买入返售金融资产 | 31 | 1213 | 3000 | 5000 | 7000 | 电子商务收入 | 2442 | 871 | 785 | 1021 | 1327 |
| 其他流动性资产 | 2680 | 3244 | 3406 | 3576 | 3576 | 营业总成本 | 876 | 1705 | 1913 | 2365 | 2720 |
| 流动性资产 | 19744 | 21646 | 33853 | 41795 | 52146 | 营业成本 | 324 | 323 | 402 | 442 | 486 |
| 可供出售金融资产 | 98 | 97 | 101 | 106 | 106 | 销售费用 | 203 | 266 | 300 | 360 | 432 |
| 长期股权投资 | 266 | 306 | 375 | 394 | 394 | 管理费用 | 394 | 1114 | 1211 | 1563 | 1802 |
| 其他非流动性资产 | 3625 | 4938 | 5199 | 5459 | 5459 | 利润总额 | 2171 | 798 | 798 | 1471 | 2259 |
| 非流动性资产 | 3989 | 5340 | 5607 | 5887 | 5887 | 减: 所得税 | 322 | 86 | 80 | 177 | 271 |
| 资产总计 | 23733 | 26986 | 39460 | 47682 | 58033 | 净利润 | 1849 | 712 | 718 | 1295 | 1988 |
| 负债: | | | | | | 主要财务比率 | | | | | |
| 短期借款 | 0 | 74 | 455 | 478 | 478 | | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 交易性金融负债 | 0 | 0 | 208 | 219 | 219 | 成长能力 | | | | | |
| 衍生金融负债 | 0 | 2 | 2 | 2 | 2 | 营业收入 | 379% | -20% | 16% | 42% | 30% |
| 卖出回购金融资产款 | 1639 | 943 | 2273 | 2273 | 2273 | 净利润 | 1016% | -61% | 1% | 80% | 54% |
| 应付债券 | 500 | 300 | 6500 | 13260 | 23318 | 盈利能力 | | | | | |
| 代理买卖证券款 | 11897 | 10955 | 12251 | 12251 | 12251 | 净利率 | 63% | 30% | 26% | 34% | 40% |
| 其他负债 | 1520 | 1881 | 4293 | 4557 | 3062 | ROE | 37% | 6.8% | 5.5% | 9.2% | 12.8% |
| 负债合计 | 15557 | 14155 | 25982 | 33040 | 41601 | ROA | 12% | 2.8% | 2.2% | 3.0% | 3.8% |
| 所有者权益(或股东权益): | | | | | | 每股指标 | | | | | |
| 股本 | 1854 | 3558 | 4289 | 4289 | 4289 | 每股净利润 | 1.00 | 0.20 | 0.17 | 0.30 | 0.46 |
| 资本公积金 | 4404 | 6827 | 6195 | 6195 | 6195 | 每股净资产 | 4.41 | 3.60 | 3.14 | 3.41 | 3.83 |
| 盈余公积金 | 231 | 265 | 330 | 446 | 625 | 估值分析 | | | | | |
| 未分配利润 | 1681 | 2175 | 2756 | 3805 | 5415 | 市盈率 | 15 | 73 | 88 | 49 | 32 |
| 归属于母公司所有者权益合计 | 8169 | 12825 | 13477 | 14643 | 16432 | 市净率 | 3.3 | 4.1 | 4.7 | 4.3 | 3.8 |
| 所有者权益合计 | 8177 | 12831 | 13477 | 14643 | 16432 | | | | | | |
| 负债及股东权益总计 | 23733 | 26986 | 39460 | 47682 | 58033 | | | | | | |

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

| 职务 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|--------|-----|-------------|-------------------------|
| 销售负责人 | 王方群 | 13810908467 | wangfq@tpyzq.com |
| 北京销售总监 | 王均丽 | 13910596682 | wangjl@tpyzq.com |
| 北京销售 | 李英文 | 18910735258 | liyew@tpyzq.com |
| 北京销售 | 成小勇 | 18519233712 | chengxy@tpyzq.com |
| 北京销售 | 袁进 | 15715268999 | yuanjin@tpyzq.com |
| 北京销售 | 孟超 | 13581759033 | mengchao@tpyzq.com |
| 北京销售 | 张小永 | 18511833248 | zhangxiaoyong@tpyzq.com |
| 上海销售副总 | 陈辉弥 | 13564966111 | chenhm@tpyzq.com |
| 上海销售 | 李洋洋 | 18616341722 | liyongyang@tpyzq.com |
| 上海销售 | 张梦莹 | 18605881577 | zhangmy@tpyzq.com |
| 上海销售 | 洪绚 | 13916720672 | hongxuan@tpyzq.com |
| 上海销售 | 沈颖 | 13636356209 | shenyling@tpyzq.com |
| 上海销售 | 宋悦 | 13764661684 | songyue@tpyzq.com |
| 广深销售副总 | 张茜萍 | 13923766888 | zhangqp@tpyzq.com |
| 广深销售 | 张卓粤 | 13554982912 | zhangzy@tpyzq.com |
| 广深销售 | 王佳美 | 18271801566 | wangjm@tpyzq.com |
| 广深销售 | 胡博涵 | 18566223256 | hubh@tpyzq.com |
| 广深销售 | 查方龙 | 18520786811 | zhafal@tpyzq.com |



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。