

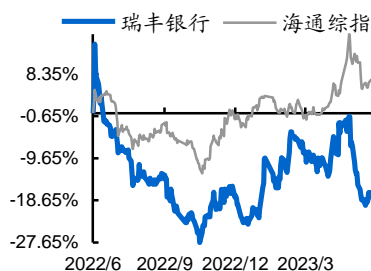
投资评级 优于大市 首次覆盖

股票数据

06月09日收盘价(元)	5.11
52周股价波动(元)	4.94-9.42
总股本/流通A股(百万股)	1962/789
总市值/流通市值(百万元)	10027/4031

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-16.9	-7.4	-11.9
相对涨幅(%)	-12.2	-0.4	-7.4

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 孙婷

Tel: (010)50949926

Email: st9998@haitong.com

证书: S0850515040002

分析师: 林加力

Tel: (021)23154395

Email: ljl12245@haitong.com

证书: S0850518120003

联系人: 董栋梁

Tel: (021)23185697

Email: ddl13206@haitong.com

联系人: 徐凝碧

Tel: (021)23185609

Email: xnb14607@haitong.com

瑞丰银行: 逐步打造区域首选零售银行

投资要点: 瑞丰银行零售业务稳定发展, 拥有稳定客户资源, 表内业务盈利能力强, 近年来风险管理水平能力大幅提高, 考虑到公司的区位优势与丰富的本土化经验, 我们给予瑞丰银行“优于大市”评级。

- **区域经济条件优越, 同业竞争优势明显。** 瑞丰银行的区域优势十分明显。柯桥区的民营经济发达, 其生产总值在绍兴市各区中排名第一。柯桥区银行业规模不断扩大, 发展潜力强劲。而瑞丰银行在柯桥区深耕多年, 在当地拥有大量银行网点, 在当地同业竞争优势明显。
- **主打零售战略取得明显成效, 拥有稳定客户资源。** 瑞丰银行深耕零售业务, 设计了品类齐全的贷款产品, 全方位触达多样化的存贷款需求, 从而获得稳定的客户资源, 使得瑞丰银行净息差一直处于农商行的中上水平, 表内业务的盈利能力强。对本土小微企业贷款进行标准化的分级分类管理。2022年末, 服务多达227家小微园区, 6142户小微企业。同时, 瑞丰银行长期深耕制造业、批发零售业, 房地产行业的贷款的占比相对较低。所以, 贷款质量受房地产行业景气度下降的影响较小。
- **资产质量持续向好。** 2014-2016年瑞丰银行加大了对不良贷款的处置力度和核销力度, 严格把控贷款质量关, 资产风险管理能力强。2016年至2022年末, 不良率由1.81%下降到1.08%。关注类贷款、逾期贷款占比显著下降, 拨备覆盖率显著上升, 拨备安全垫足。
- **投资建议:** 瑞丰银行的业绩和资产质量在上市农商行中都表现的较为突出。我们假设公司第2023-2025年的EPS为0.91、1.04、1.17元, 我们根据DDM模型(见表4)得到合理价值为5.94元; 根据可比估值法给予公司2023E PB估值为0.85倍(可比公司为0.57倍), 对应合理价值为7.33元。因此给予合理价值区间为5.94-7.33元(对应2023年PE为6.52-8.05倍, 同业公司对应PE为4.75倍), 首次覆盖给予“优于大市”评级。
- **风险提示:** 经济复苏不及预期, 实体企业利润不及预期。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3310	3525	3890	4481	5160
YOY(%)	10.20%	6.49%	10.35%	15.20%	15.13%
净利润(百万元)	1271	1528	1783	2036	2301
YOY(%)	15.08%	20.20%	16.68%	14.18%	13.05%
平均净资产收益率(%)	10.33%	10.73%	11.20%	11.43%	11.68%
平均总资产收益率(%)	0.95%	1.03%	1.04%	1.02%	0.99%
全面摊薄EPS(元)	0.65	0.78	0.91	1.04	1.17
BVPS(元)	6.92	7.60	8.63	9.53	10.55

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润, 并且EPS、BVPS计算时已考虑优先股、永续债利息。

目 录

1. 公司概况:	5
1.1 股本结构: 非国有法人为主导, 且持股比例较为分散.....	5
1.2 区域发展特点	5
1.2.1 柯桥区整体经济条件优越.....	5
1.2.2 柯桥区银行业发展潜力强劲, 各类贷款需求有待释放。	6
1.2.3 同业竞争优势明显, 当地市场占有率高	8
2. 公司定位: 服务三农、支持中小, 主打零售战略	8
2.1 普惠金融效果渐显	9
2.1.1 拥有稳定客户资源.....	9
2.1.2 对公业务坚持小微定位, 规模迅速发展	9
2.2 零售业务产品品类齐全, 满足各类贷款需求	10
2.2.1 业务覆盖各种客户类型, 切合本土实情	10
2.3 受房地产市场行情影响小, 扎根制造业具有长期竞争力	10
3. 资产质量持续向好	12
3.1 加大不良贷款处置力度和核销力度.....	12
3.2 关注类贷款、逾期贷款占比双减, 拨备安全垫足.....	13
3.3 核心一级资本充裕.....	13
4. 投资建议	14
5. 风险提示	15
财务报表分析和预测	16

图目录

图 1	瑞丰银行发展历程.....	5
图 2	瑞丰银行分支机构、员工数、总资产地区分布占比.....	6
图 3	2022 绍兴市各地区生产总值（GDP）（亿元）.....	6
图 4	2022 柯桥区三次产业增加值占比.....	6
图 5	2014-2021 绍兴柯桥区金融机构贷款余额（亿元）及其增速.....	7
图 6	2021 柯桥区金融机构人民币各项存款占比.....	7
图 7	2021 柯桥区金融机构人民币各项贷款占比.....	7
图 8	2017-2021 柯桥区亿元以上项目民间投资（亿元）及其增速.....	7
图 9	2017-2021 柯桥商品房销售面积（万平方米）及其增速.....	8
图 10	2017-2021 柯桥区居民户数（万户）及其增速.....	8
图 11	2016-2021 柯桥区城镇居民人均可支配收入（万元）及消费支出（万元）情况.....	8
图 12	2010-2022 瑞丰银行各类型存款占比（按对象分类）.....	9
图 13	2013-3Q2022 各农商行活期存款占存款总额比重.....	9
图 14	2014-3Q22 各农商行贷款占贷款总额比重.....	9
图 15	2015-3Q22 各农商行净息差.....	9
图 16	2014-2Q22 各类型银行个人住房贷款占比.....	11
图 17	2016-2022 瑞丰银行对公贷款各行业贷款余额（亿元）.....	11
图 18	2013-2Q22 各类型银行房地产行业贷款占比.....	12
图 19	2016-3Q22 各农商行不良率.....	12
图 20	2011-2022 瑞丰银行生息资产增速.....	13
图 21	2014-2022 瑞丰银行不良率与制造业不良率.....	13
图 22	2010-2022 瑞丰银行不良偏离度与核销金额（亿元）.....	13
图 23	2014-2022 关注类贷款、逾期贷款占比.....	13
图 24	2014-2022 拨贷比、拨备覆盖率.....	13
图 25	2013-3Q22 农商行核心一级资本充足率.....	14

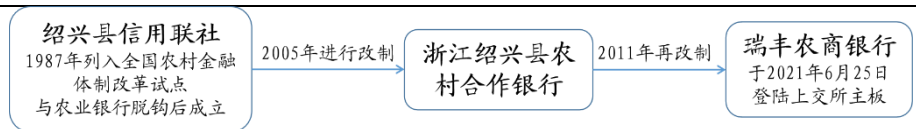
表目录

表 1	瑞丰银行 2022 年末前十大股东	5
表 2	瑞丰银行的个人贷款业务及微贷业务的产品简介	10
表 3	2023-2025 瑞丰银行核心指标预测	14
表 4	DDM 模型下的敏感性测算 (元)	15
表 5	可比公司估值表	15

1. 公司概况:

瑞丰银行总部位于浙江省绍兴市，是浙江省首批改制成立的农商行。前身为绍兴县信用联社，1987年列入全国农村金融体制改革试点，与农业银行脱钩后成立绍兴县信用联社。2005年改制为浙江绍兴县农村合作银行，2011年再度改制成为农商银行。瑞丰银行注册资本 15.09 亿元，拥有 108 家网点，分布于绍兴市柯桥区、越城区和义乌市，并在嵊州作为主发起行设立嵊州瑞丰村镇银行。目前共有员工 1973 名，本科以上比例超 90%，硕博士 141 人，占比 7.15%，“90 后”员工占比超过一半。2021 年 6 月 25 日，瑞丰银行成功登陆上交所主板，成为浙江省首家上市农商银行。

图1 瑞丰银行发展历程



资料来源：瑞丰银行官网，海通证券研究所

我们认为浙江省省联社更多地担任促进农商行合作的角色，更有利于农商行的发展及效率的提升。

1.1 股本结构：非国有法人为主导，且持股比例较为分散

瑞丰银行的股本结构以境内非国有法人为主导，且持股比例相对较为分散。2022 年底，瑞丰银行前十大股东占比 41.88%，其中境内非国有法人占比 35.16%，国有法人占比 6.72%。股东持股分散且不存在实际控制人。第一大股东为绍兴市柯桥区天圣投资管理有限公司，持股比例为 6.72%。前十大股东中，除第一大股东的实际控制人为绍兴市柯桥区财政局，其余股东都为境内非国有法人，且分布行业广泛。

表 1 瑞丰银行 2022 年末前十大股东

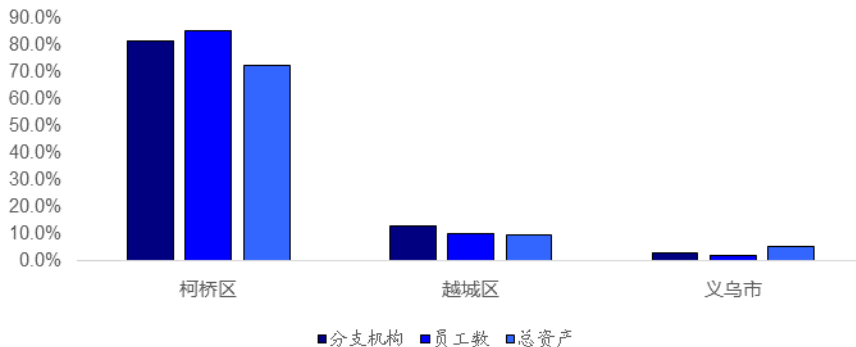
排名	股东名称	占总股本比例 (%)	股东性质
1	绍兴市柯桥区天圣投资管理有限公司	6.72	国有法人
2	浙江明牌卡罗饰品有限公司	4.24	境内非国有法人
3	浙江绍兴华通商贸集团股份有限公司	4.05	境内非国有法人
4	浙江勤业建工集团有限公司	4.05	境内非国有法人
5	浙江上虞农村商业银行股份有限公司	4.05	境内非国有法人
6	浙江华天实业有限公司	4.05	境内非国有法人
7	绍兴安途汽车转向悬架有限公司	4.05	境内非国有法人
8	浙江永利实业集团有限公司	3.97	境内非国有法人
9	长江精工钢结构(集团)股份有限公司	3.74	境内非国有法人
10	浙江蓝天实业集团有限公司	2.96	境内非国有法人

资料来源：瑞丰银行 2022 年年报，海通证券研究所

1.2 区域发展特点

1.2.1 柯桥区整体经济条件优越

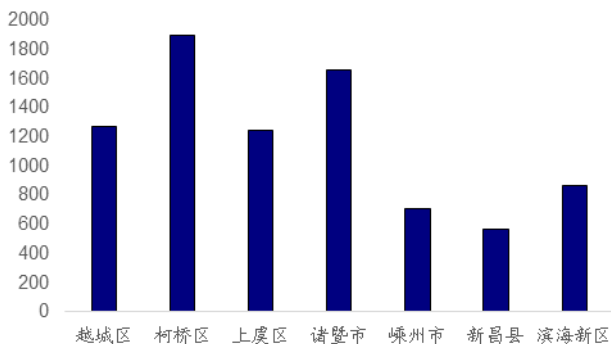
瑞丰银行的主要经营区域位于绍兴市柯桥区、越城区以及金华义乌市。总部位于绍兴柯桥区。截止 2022 年末，瑞丰银行分支机构、员工数、总资产占比最大的地区为绍兴柯桥区，占比分别为 84.3%、87.9%、77.6%。截止 2022 年末，瑞丰银行共拥有 108 家分支机构，其中 91 家分布于绍兴市柯桥区，14 家分布于绍兴市越城区，3 家分布于义乌市。

图2 瑞丰银行分支机构、员工数、总资产地区分布占比


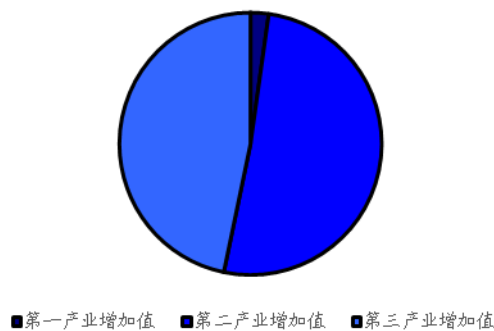
资料来源：瑞丰银行 2022 年年报，海通证券研究所

柯桥区整体经济条件好。柯桥区的民营经济发达，2022 其生产总值在绍兴市各区中排名第一，其 2022 年当年的第一、第二、第三产业绝对值分别为全市第四、第一、第一。由此可见柯桥区工业极其发达，当地工业以纺织、印染业为主，是全国最大印染产业基地。从三次产业增加值占比来看，二三产业相对发达。

根据 2021 年绍兴市柯桥区国民经济和社会发展统计公报，近年来传统产业改造提升，跨域整合五大组团累计完成投资 30.56 亿元，其中 2021 年完成投资 20.24 亿元。实施新一轮智能化改造，250 家企业完成智能化改造。柯桥区的织造印染产业大脑成功揭榜省行业产业大脑建设试点，柯桥纺织印染产业集群列入全省产业集群新智造试点。除此之外，规上数字经济核心产业制造业增加值 16.60 亿元，增幅 7.5%。战略性新兴产业增加值总量为 205.18 亿元，全市第一。人民生活富裕，居民人均可支配收入、人均生活消费支出均为全市第一。

图3 2022 绍兴市各地区生产总值 (GDP) (亿元)


资料来源：2022 年绍兴市各区国民经济和社会发展统计公报，海通证券研究所

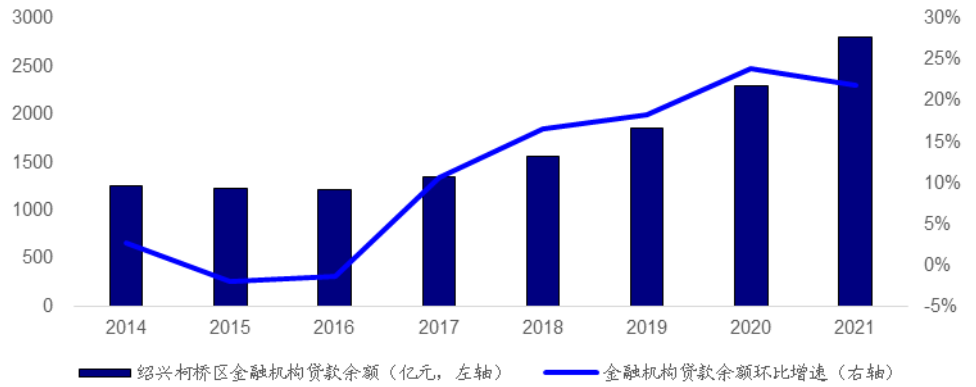
图4 2022 柯桥区三次产业增加值占比


资料来源：2022 年绍兴市柯桥区国民经济和社会发展统计公报，海通证券研究所

1.2.2 柯桥区银行业发展潜力强劲，各类贷款需求有待释放。

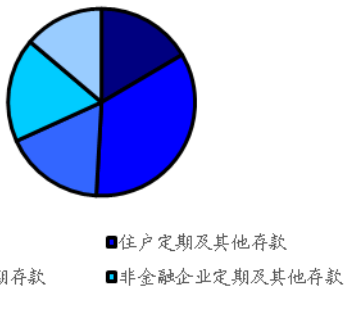
在稳步发展的经济形势下，柯桥区银行业或将有长足发展。经济复苏阶段，各类贷款需求有待释放。

贷款业务规模不断扩大。截至 2021 年 12 月 31 日，柯桥区金融机构贷款余额为 2801.5 亿元，增长 21.91%，增量、增速均位列全市第一。小微贷款余额 805.35 亿元、信用贷款余额 152.91 亿元，分别增长 33.45%和 25.56%。制造业贷款余额 473.34 亿元，增长 14.94%。

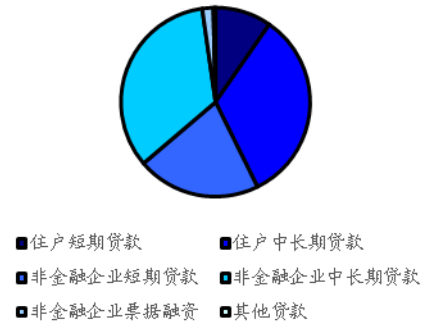
图5 2014-2021 绍兴柯桥区金融机构贷款余额 (亿元) 及其增速


资料来源: wind, 海通证券研究所

存款结构流动性风险低, 贷款收益可预期。从存款结构来看, 活期存款占比 33.8%, 定期存款占比 52.4%, 存款结构在流动性和稳定性之间保持平衡。从贷款结构来看, 中长期贷款占各项贷款的比例最大, 为 67%。可见, 贷款业务不仅规模在不断壮大, 且预计在未来较长时间内持续带来可观的利息收入。

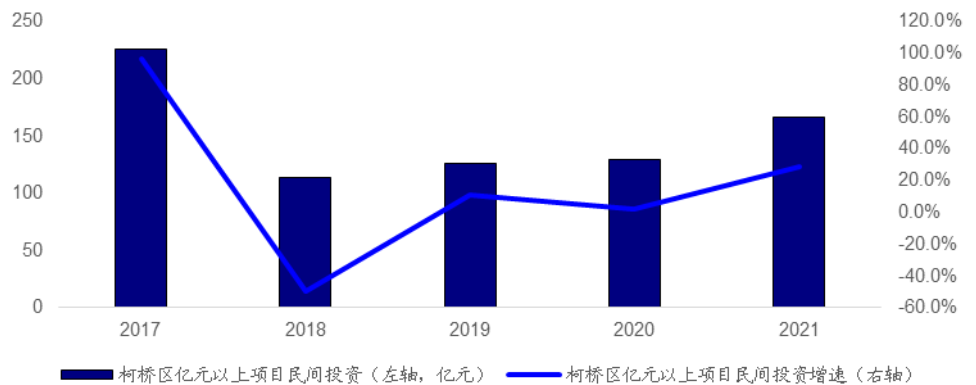
图6 2021 柯桥区金融机构人民币各项存款占比


资料来源: 2022 年绍兴市统计年鉴, 海通证券研究所

图7 2021 柯桥区金融机构人民币各项贷款占比


资料来源: 2022 年绍兴市统计年鉴, 海通证券研究所

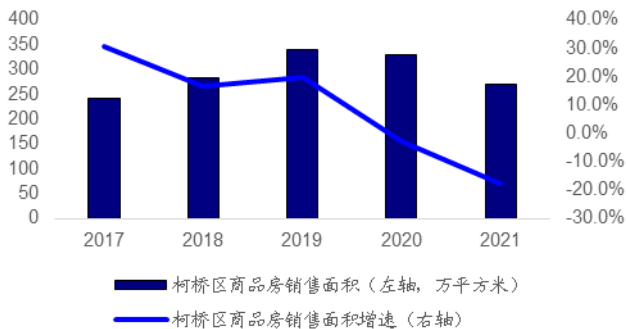
民间投资活力依旧, 民企贷款有望增加。剔除 2017 年这一异常值, 总体来看, 柯桥区亿元以上项目的民间投资稳步提升, 2021 年的增幅更是达到了 28.8%。可见, 柯桥区民营经济在疫情冲击下仍不失活力, 有平稳向好趋势, 为未来民营企业贷款规模提供了增长空间。

图8 2017-2021 柯桥区亿元以上项目民间投资 (亿元) 及其增速


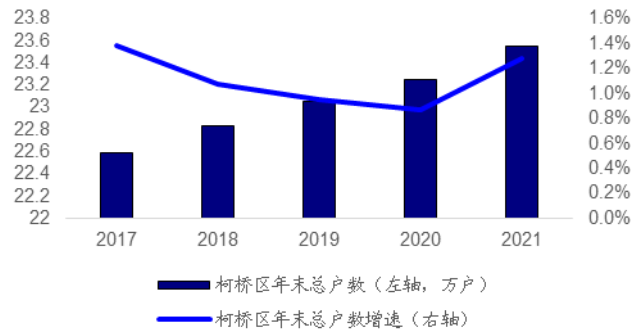
资料来源: 2018-2022 柯桥区统计年鉴, 海通证券研究所

居民按揭贷款需求有待释放。近年来, 柯桥区商品房销售面积高速增长, 2017 至 2019 年年均增速达到 22.3%。2020 年至 2021 年受疫情影响居民按揭贷款需求承压,

增速一度跌至-18%。然而,近几年柯桥区居民户数却在稳定增加,2017至2021年年均增速1.1%。我们认为鉴于中国居民对自有房产的重视程度,住房按揭贷款仍有较大提升空间,待地产行业风险暴露、疫情反复等负面因素逐渐消退后,我们预期柯桥区居民端购房刚需和按揭贷款需求将逐步释放。

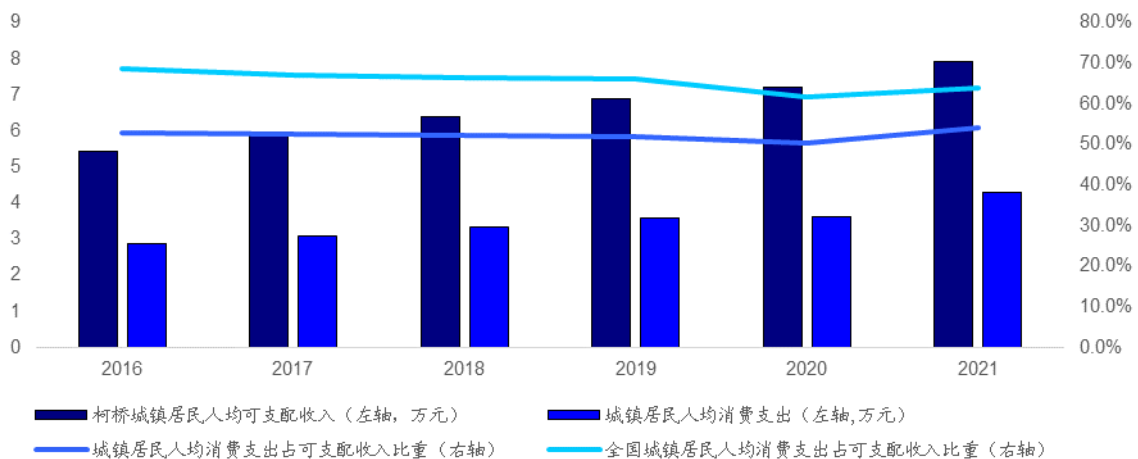
图9 2017-2021 柯桥商品房销售面积(万平方米)及其增速


资料来源: 2018-2022 柯桥区统计年鉴, 海通证券研究所

图10 2017-2021 柯桥区居民户数(万户)及其增速


资料来源: 2018-2022 柯桥区统计年鉴, 海通证券研究所

居民消费较有潜力。自2016至2021年,柯桥区城镇居民人均可支配收入和人均消费支出呈平稳增长态势,但消费支出占比保持在50%至55%区间内,低于全国水平,居民消费意愿有待激发。从这一角度看,信用卡及消费类贷款仍有较大提升空间。

图11 2016-2021 柯桥区城镇居民人均可支配收入(万元)及消费支出(万元)情况


资料来源: 2017-2022 柯桥区统计年鉴, wind, 海通证券研究所

1.2.3 同业竞争优势明显, 当地市场占有率高

网点数量多, 同业竞争优势明显。为更有效执行“区域首选零售银行”的战略定位,瑞丰银行采用设立营业网点为主要模式进行扩张,为个人和中小企业客户提供门店金融、社区金融、电子金融、便民金融等金融服务,有利于提升瑞丰银行的品牌形象和增强对社区、周边商户的影响力。从数据来看,2020年末,柯桥区当地银行网点总数为248个,而截至2022年末,瑞丰银行在柯桥区的网点数量为91个,占比相对较高。可见,在网点数量方面瑞丰银行拥有较大优势,瑞丰银行服务当地客户具有明显同业竞争优势,市场占有率颇高。

2. 公司定位: 服务三农、支持中小, 主打零售战略

瑞丰银行充分发挥其长期在绍兴市内精耕细作的优势，通过广泛布局网点，大力发展普惠金融，主要致力于乡村振兴三农经济发展、小微企业融资、个人普惠金融等领域。

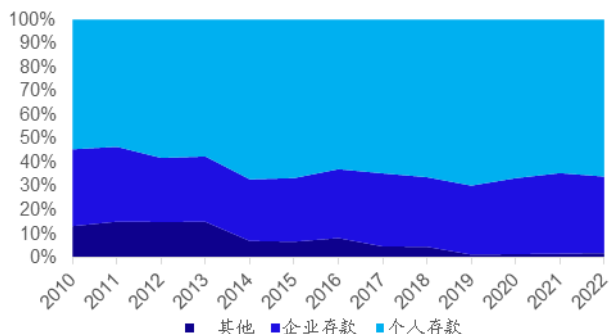
2.1 普惠金融效果渐显

2.1.1 拥有稳定客户资源

瑞丰银行拥有稳定的客户资源。瑞丰银行为农村百姓、城市居民、市场客户提供分层化、精准化的金融服务，构建了“网格化、全服务、零距离”农村社区模式、“广覆盖、高黏度、差异化”城市社区模式、“专营化、特色化、集约化”市场集群模式，全方位触达存贷款需求，从而获得稳定的客户资源。

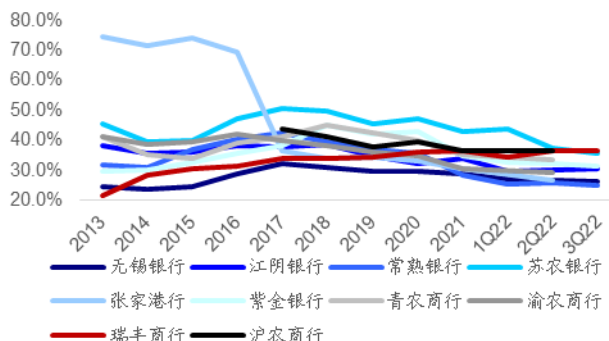
存款结构来看，2015年至2022年末，瑞丰银行的个人存款占存款总额的占比持续保持高位。截至2022年三季度末，瑞丰银行的活期存款占存款总额的比重在各农商行中是最高的，为36.2%。2022年末，瑞丰银行的活期存款占存款总额的比重为36.5%。所以，瑞丰银行的负债成本较低。

图12 2010-2022 瑞丰银行各类型存款占比（按对象分类）



资料来源：瑞丰银行 2010-2022 年财报，海通证券研究所

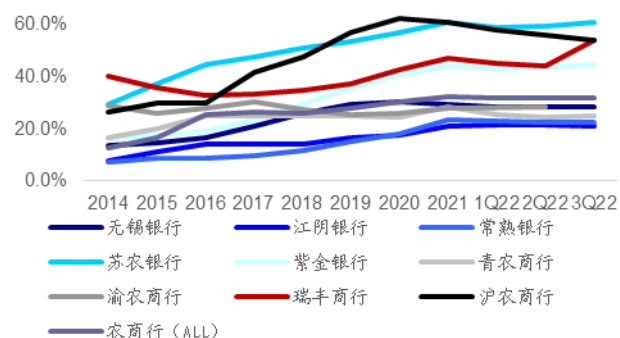
图13 2013-3Q2022 各农商行活期存款占存款总额比重



资料来源：各银行 2013-3Q2022 财报，海通证券研究所

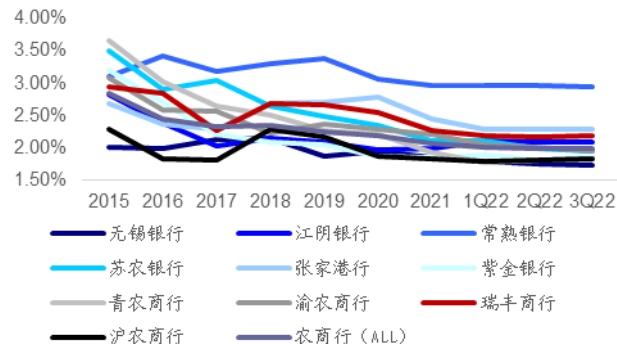
贷款结构来看，瑞丰银行的个人贷款占贷款总额的比重处于农商行中的较高水平，生息资产收益率较高。所以综合来看，瑞丰银行净息差一直处于农商行的中上水平，表内业务的盈利能力较强。

图14 2014-3Q22 各农商行贷款占贷款总额比重



资料来源：各银行 2014-3Q2022 财报，海通证券研究所

图15 2015-3Q22 各农商行净息差



资料来源：各银行 2015-3Q2022 财报，海通证券研究所

2.1.2 对公业务坚持小微定位，规模迅速发展

瑞丰银行对公业务坚持小微定位，规模迅速发展。柯桥区民营经济活跃、小微企业众多、纺织印染产业发达。瑞丰银行长期深耕小微业务，根据当地经济特点发展自身业务，积累了大量专业经验，打响了服务小微的招牌。相对于大型企业而言，中小微企业的规模较小、抗风险能力较低、财务信息的透明度较低，甚至没有完整的财务报表。对此，瑞丰银行对本土小微企业贷款进行标准化的分级分类管理，精准服务小微发展。瑞

丰银行通过引入德国 IPC 小微贷技术,探索形成“三分三看三重”小微技术运作模式,分行业、分等级、分地域,把严小微企业“准入关”。看流水、看车间、看三费,把控小微企业“技术关”。重信用、重合作、重口碑,把准小微企业“信用关”。近年来,瑞丰银行率先提出“百园工程”标准化体系建设。截至 2022 年末,瑞丰银行服务小微园区数量 227 家,服务覆盖数量从 4909 户增加至 6142 户,信贷资金支持总额突破 77 亿元,从根本上解决了小微无抵押客户贷款难、贷款贵难题。

2.2 零售业务产品品类齐全,满足各类贷款需求

2.2.1 业务覆盖各种客户类型,切合本土实情

瑞丰银行紧紧围绕“区域首选零售银行”的战略定位,不断优化客户体验,开发并推出差异化产品,满足不同客户的信贷需求。

瑞丰银行的个人贷款主要分为经营类贷款、消费类贷款、房屋按揭贷款以及浙里贷 4 个子门类。每个子门类下设 3-6 种产品;微贷业务主要分为经营贷、速押贷、瑞薪贷、消费贷、车好贷,覆盖范围极广。

表 2 瑞丰银行的个人贷款业务及微贷业务的产品简介

产品名称	服务对象
纺城易信贷	集聚型专业市场内的经营商户
越贤贷	区域内乡贤以及在外经商的优质客户
“浙里担”贷款	与农业生产经营相关的主体
扶贫小额信贷	进行生产经营的建档立卡贫困户
道德文明贷	进行消费或生产经营的本地区获得各级文明(最美)家庭荣誉的家庭成员和各级机关组织评选的道德模范、身边好人等各类先进人物
“幸福快贷”-信用贷(惠民消费)	有消费需求的个人客户
生源地信用助学贷	家庭经济困难的接受高等教育学生
养老贷	缴纳基本养老保险条件的农户
个人住房(商用房)贷款	一手房(楼盘)的购房者
个人二手住房(商用房)贷款	二手住房(商用房)的购房者
“浙里贷”-丰收信农贷	辖内农户
“浙里贷”-共富贷	辖内有固定住所,固定住所指借款人户籍所在地、经营所在地、工作所在地或常住地
经营贷	服务及贸易行业、生产行业的个体经营户、微型、小型企业
速押贷	有大额资金需求的做生意的有房客户
瑞薪贷	连续缴纳社保或公积金 12 个月(含)以上的个人客户
消费贷	连续参加工作一年以上,且在现单位连续工作满 6 个月(含)以上的个人客户

资料来源:瑞丰银行官网,海通证券研究所

瑞丰银行的管理层和基层业务人员主要由熟悉本地情况的人员组成,在当地具有良好的人脉资源,熟悉当地商业环境、熟悉三农经济。尤其是在服务三农客户、小微企业客户方面,能够深入农村、深入商区,高效率的完成客户调查工作。早在 2019 年,瑞丰银行即启动“千万工程”,在总行领导、支行长、客户经理三个层面开展“走千家、访万户”活动,2019 年至 2021 年三年间完成柯桥区内 22 万农户走访,10 万农户的授信签约,同时瑞丰银行出台“半日走访+40 分钟访户”机制,全行 300 多名农区客户经理,每人每周必须走访 5 个半天,每户农户保证 40 分钟的走访时间,并在 40 分钟内做到三个确保,即确保进得了门、聊得上天、送得了服务。

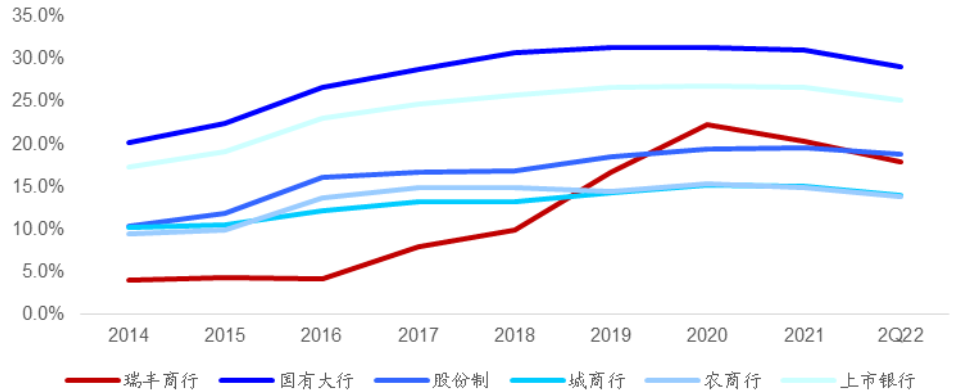
所以,瑞丰银行的贷款产品也是在深入调研当地商业模式、客户画像的基础上推出的。这有效减少了银行与客户信息不对称的问题,间接降低了信贷风险。

2.3 受房地产市场行情影响小,扎根制造业具有长期竞争力

瑞丰银行受房地产市场行情影响小,信贷结构符合经济发展大势。截至 2022 年二

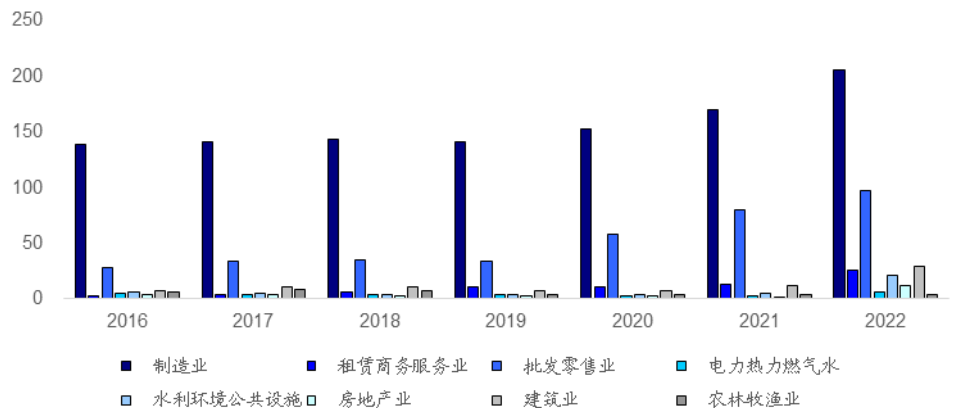
季度末，瑞丰银行个人住房贷款占贷款总额比重显著低于上市银行平均水平和国有大行平均水平，略低于股份制银行，故瑞丰银行业绩受到房地产市场低迷的负面影响较小。2022年末，瑞丰银行的个人住房贷款占贷款总额的比重为15.07%。

同时，我们认为柯桥区年末总户数持续增加，尽管当前房地产市场低迷，居民持续去杠杆，住房贷款需求将会逐步释放，预计瑞丰银行个人住房贷款规模有望增加。

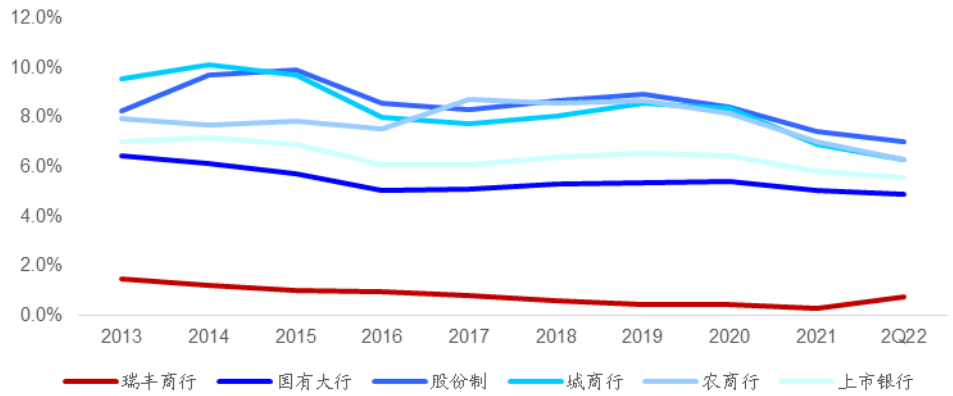
图16 2014-2Q22 各类型银行个人住房贷款占比


资料来源：各银行 2014-2Q2022 财报，海通证券研究所

制造业一直是瑞丰银行对公端的核心贷款行业。瑞丰银行的房地产行业贷款占贷款总额比重更是显著低于银行业平均水平，受房地产行业景气度下降的影响较小。截至2022年末，瑞丰银行房地产行业贷款占贷款总额比重仅为1.2%。瑞丰银行将更多地资源布局于绿色信贷、小微融资、制造业，配套开发绍兴市首笔“有机更新贷”、柯桥区首笔“版权+应收账款”质押贷款，以及“碳排放权抵押贷”等多项绿色信贷产品；分层分类维护小微企业，为一批优质制造业企业融资。我们认为绿色贷款、制造业贷款业务等在未来有很大发展潜力，瑞丰银行面临发展机遇。

图17 2016-2022 瑞丰银行对公贷款各行业贷款余额 (亿元)


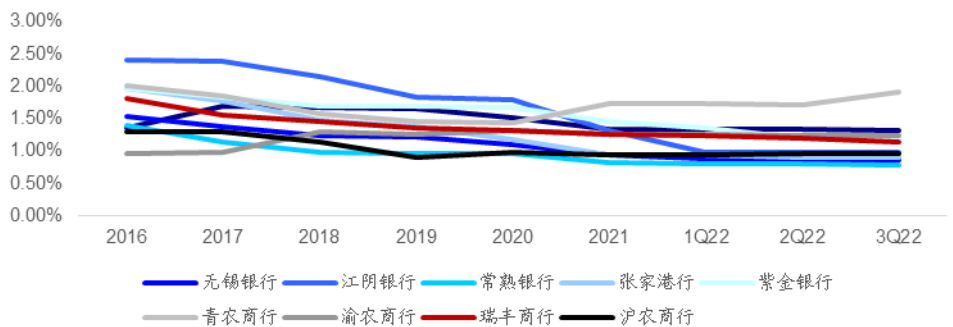
资料来源：瑞丰银行 2016-2022 年报，海通证券研究所

图18 2013-2Q22 各类型银行房地产行业贷款占比


资料来源：各银行 2013-2Q2022 财报，海通证券研究所

3. 资产质量持续向好

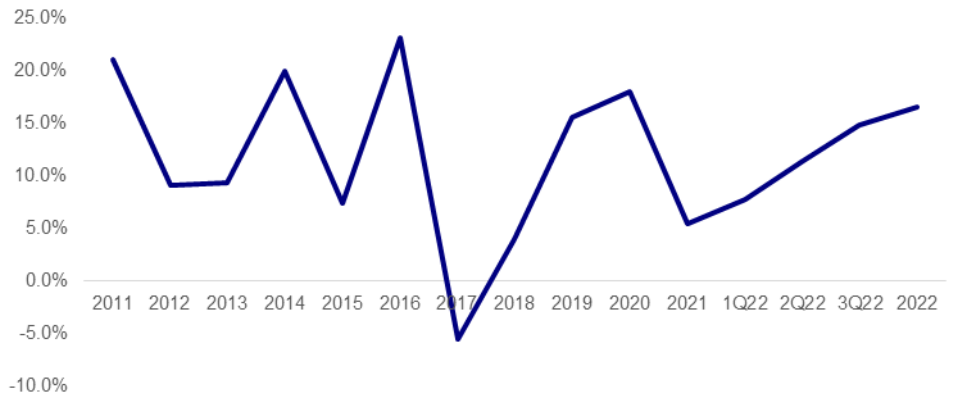
瑞丰银行的资产质量呈现稳步提升趋势，不良率由 2016 年的 1.81% 下降到 2022 年末的 1.08%。瑞丰银行加大了对不良贷款的处置力度和核销力度，在经济下行阶段，严格把控贷款质量关，资产风险管理能力强。

图19 2016-3Q22 各农商行不良率


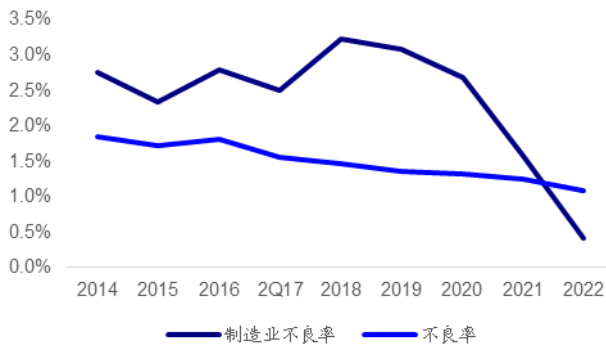
资料来源：各银行 2016-3Q2022 财报，海通证券研究所

3.1 加大不良贷款处置力度和核销力度

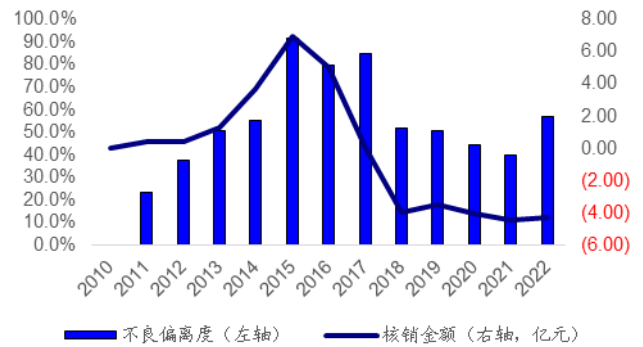
瑞丰银行加大了对不良贷款的处置力度和核销力度。经历了 2014 年至 2016 年长达 3 年的高速增长期，瑞丰银行生息资产规模迅速扩张，总体资产质量也有所下降，不良率处于较高水平，分别为 1.8%、1.7%、1.8%。这期间，瑞丰银行加大对不良贷款的核销力度。同时，瑞丰银行对不良贷款的认定也愈加严格，体现为 2018 年起不良偏离度显著降低。

图20 2011-2022 瑞丰银行生息资产增速


资料来源：瑞丰银行 2011-2022 年财报，海通证券研究所

图21 2014-2022 瑞丰银行不良率与制造业不良率


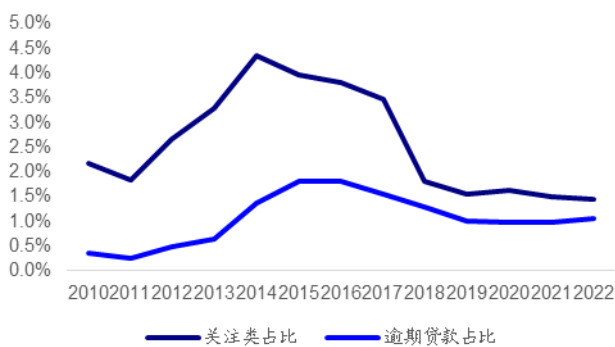
资料来源：瑞丰银行 2014-2022 年报，海通证券研究所

图22 2010-2022 瑞丰银行不良偏离度与核销金额 (亿元)


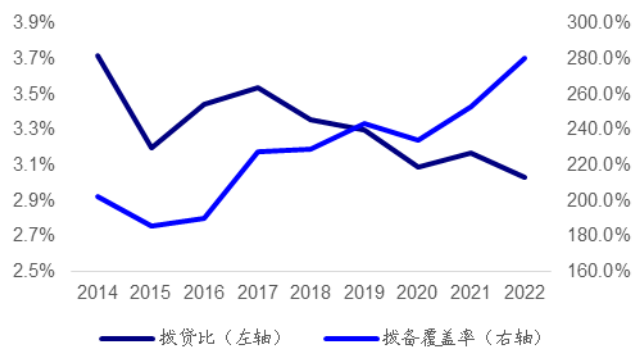
资料来源：瑞丰银行 2010-2022 年年报，海通证券研究所

3.2 关注类贷款、逾期贷款占比双减，拨备安全垫足

瑞丰银行关注类贷款、逾期贷款占比出现大幅下降，拨备安全垫足。近三年，资产质量得到有效保证，关注类贷款占比、逾期贷款占比水平都下了一个台阶。生息资产不良率显著下降，不良贷款的减少使得拨备覆盖率也持续提高，保持在 220% 以上。我们认为由于 2018 年后增量资产多为优质资产，所需的拨备也较少，导致 2017 年至 2022 年末瑞丰银行的拨贷比持续下降。

图23 2010-2022 关注类贷款、逾期贷款占比


资料来源：瑞丰银行 2010-2022 年年报，海通证券研究所

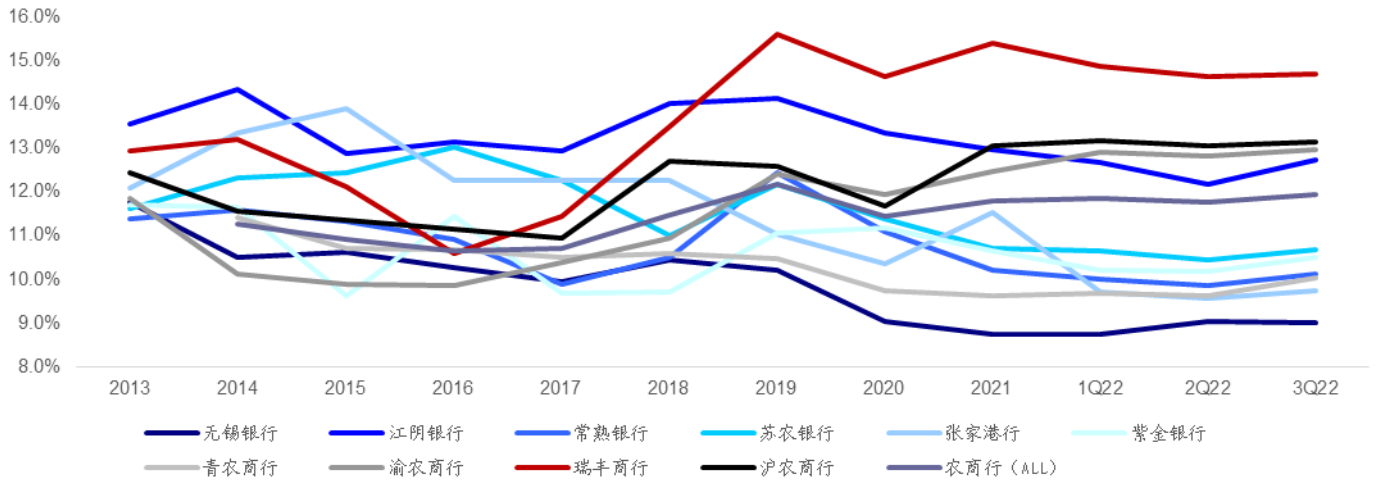
图24 2014-2022 拨贷比、拨备覆盖率


资料来源：瑞丰银行 2014-2022 年年报，海通证券研究所

3.3 核心一级资本充裕

瑞丰银行的核心一级资本充足率高。2017年开始,瑞丰银行的核心一级资本充足率显著上升。截至2022年三季度末,瑞丰银行的核心一级资本充足率高于其他农商行。2022年末,瑞丰银行的核心一级资本充足率为14.42%。2017年至2019年瑞丰银行核心一级资本充足率大幅回升,我们认为是瑞丰银行更加重视对风险资产的识别与不良贷款的处置力度加强使得风险加权资产减少。

图25 2013-3Q22 农商行核心一级资本充足率



资料来源: 各银行 2013-3Q2022 财报, 海通证券研究所

4. 投资建议

根据 2022 年年报, 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润增速分别为 16.68%、14.18%、13.05%, BVPS 分别为 8.63、9.53、10.55 元, EPS 分别为 0.91、1.04、1.17 元。其中, 盈利预测核心假设如下:

1) 2023-2025 年总资产增速分别为 15.66%、16.73%、15.57%。2022 年末公司总资产同比增速为 16.63%。我们认为公司继续保持较快的资产规模增速。

2) 2023-2025 年净息差 (测算值) 分别为 2.11%、2.11%、2.12%。我们测算 2022 年净息差为 2.17%。我们认为受制于 2022 年 LPR 下行的影响, 2023 年初重定价会导致息差下降, 之后息差有望逐步企稳。

3) 2023-2025 年信贷成本分别为 0.72%、0.70%、0.69%。2022 年信贷成本为 0.83%。我们认为随着经济的复苏, 信贷成本有望下降。

表 3 2023-2025 瑞丰银行核心指标预测

	2022	2023E	2024E	2025E
总资产增速	16.63%	15.66%	16.73%	15.57%
营业收入增速	6.49%	10.35%	15.20%	15.13%
净利息收入增速	6.44%	11.36%	16.53%	16.23%
净息差	2.17%	2.11%	2.11%	2.12%
信贷成本	0.83%	0.72%	0.70%	0.69%
归母净利润增速	20.20%	16.68%	14.18%	13.05%

资料来源: WIND, 海通证券研究所

我们分别通过两种估值方法给予合理价值区间:

1) 三阶段 DDM 模型: 我们假设公司未来三年的 EPS 为 0.91、1.04、1.17 元, 第四年至第十年的净利润增速为 12%、分红比例为 20%; 永续阶段净利润增速为 5%、分红比例为 30%, 风险折现率为 11.80%, 得到最终合理价值 5.94 元。

表 4 DDM 模型下的敏感性测算 (元)

		永续阶段增速				
		4.6%	4.8%	5.0%	5.2%	5.4%
风险折现率	12.20%	5.35	5.45	5.55	5.66	5.78
	12.00%	5.52	5.63	5.74	5.86	5.98
	11.80%	5.70	5.82	5.94	6.07	6.20
	11.60%	5.90	6.02	6.15	6.29	6.43
	11.40%	6.11	6.24	6.38	6.53	6.68

资料来源: WIND, 海通证券研究所

2) 可比估值法: 我们认为瑞丰银行凭借着优异的资产质量, 估值应当提升, 根据可比估值法给予公司 2023E PB 估值为 0.85 倍, 对应合理价值为 7.33 元。

最终得到瑞丰银行最终合理价值区间为 5.94-7.33 元, 对应 2023 年 PE 估值为 6.52-8.05 倍, 给予优于大市评级。

表 5 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	BVPS (元)			PB (倍)			PE (倍)	ROE (%)
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2023E	2022
002807	江阴银行	84	6.41	7.19	8.04	0.61	0.54	0.48	4.44	11.84
002839	张家港行	94	6.04	6.83	7.64	0.72	0.64	0.57	4.72	11.22
600908	无锡银行	119	7.80	8.82	9.88	0.71	0.63	0.56	5.05	11.38
601128	常熟银行	191	7.97	9.15	10.35	0.87	0.76	0.67	5.73	12.95
603323	苏农银行	83	7.79	8.69	9.64	0.59	0.53	0.48	4.67	10.98
601077	渝农商行	459	9.45	10.34	11.45	0.43	0.39	0.35	4.08	9.44
601825	沪农商行	570	10.56	11.65	12.91	0.56	0.51	0.46	4.52	11.22
	均值		8.00	8.95	9.99	0.64	0.57	0.51	4.75	11.29

注: 收盘价为 06 月 09 日价格, 可比公司 EPS、BVPS 为 wind 一致预期。资料来源: WIND, 海通证券研究所

5. 风险提示

经济复苏不及预期, 实体企业利润不及预期。

财务报表分析和预测

	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
估值指标 (倍):					利润表 (百万元):				
PE	6.18	5.26	4.48	3.98	营业收入	3525	3890	4481	5160
PB	0.63	0.55	0.49	0.44	利息收入	6310	7226	8370	9741
P/B (扣除商誉)	0.82	0.67	0.60	0.53	利息支出	-3122	-3676	-4232	-4932
每股指标 (元):					净利息收入	3188	3551	4138	4809
EPS	0.78	0.91	1.04	1.17	手续费净收入	-83	-80	-76	-69
BVPS	7.60	8.63	9.53	10.55	业务及管理费	-1173	-1264	-1456	-1677
BVPS (扣除商誉)	6.01	7.40	8.30	9.32	拨备前利润	2440	2714	3109	3561
每股拨备前利润	1.24	1.38	1.58	1.81	拨备	-822	-808	-933	-1101
驱动性因素:									
生息资产增长	16.64%	15.26%	16.73%	15.57%	税前利润	1618	1906	2176	2460
贷款增长	21.00%	18.00%	20.00%	20.00%	税后利润	1551	1810	2067	2337
存款增长	23.15%	15.00%	18.00%	18.00%	归属母公司净利	1528	1783	2036	2301
贷款收益率	5.71%	6.03%	5.98%	5.66%	资产负债表 (百万元):				
生息资产收益率	4.29%	4.29%	4.28%	4.29%	贷款总额	102896	121417	145700	174840
存款付息率	2.29%	2.40%	2.40%	2.40%	贷款减值准备	-3114	-3361	-3664	-4039
计息负债付息率	2.31%	2.40%	2.40%	2.39%	贷款净额	99982	118056	142036	170801
净息差	2.17%	2.11%	2.11%	2.12%	债券投资	42168	46267	50416	52017
风险成本	0.83%	0.72%	0.70%	0.69%	存放央行	9870	11597	13684	16147
净手续费增速	-37.82%	-3.19%	-5.47%	-8.79%	同业资产	4646	4646	4646	4646
成本收入比	33.28%	32.50%	32.50%	32.50%	其他资产	2957	4062	4742	5480
所得税税率	4.11%	5.00%	5.00%	5.00%	生息资产	156666	180566	210783	243612
					资产总额	159623	184628	215524	249092
盈利及杜邦分析:					存款	126052	144960	171052	201842
ROAA	1.03%	1.04%	1.02%	0.99%	同业负债	11663	11663	13996	13996
ROAE	10.73%	11.20%	11.43%	11.68%	发行债券	5976	5797	5623	5454
净利息收入	2.15%	2.06%	2.07%	2.07%	计息负债	143691	162419	190671	221292
非净利息收入	0.23%	0.20%	0.17%	0.15%	负债总额	144447	167443	196568	228136
营业收入	2.38%	2.26%	2.24%	2.22%	股本	1509	1962	1962	1962
营业支出	0.81%	0.75%	0.75%	0.74%	资本公积	1336	1336	1336	1336
拨备前利润	1.65%	1.58%	1.55%	1.53%	盈余公积	2987	2987	2987	2987
拨备	0.55%	0.47%	0.47%	0.47%	一般风险准备	3375	3375	3375	3375
税前利润	1.09%	1.11%	1.09%	1.06%	未分配利润	4304	4603	4756	5207
税收	0.04%	0.06%	0.05%	0.05%	股东权益	15176	17185	18956	20956
					负债和股东权益总额	159623	184628	215524	249092
业绩年增长率:					资本状况:				
净利息收入	6.44%	11.36%	16.53%	16.23%	资本充足率	15.58%	15.53%	14.63%	14.15%
营业收入	6.49%	10.35%	15.20%	15.13%	核心资本充足率	14.43%	14.49%	13.74%	13.37%
拨备前利润	9.70%	11.23%	14.54%	14.55%	杠杆率	10.52	10.74	11.37	11.89
归属母公司利润	20.20%	16.68%	14.18%	13.05%	RORWA	1.47%	1.56%	1.52%	1.49%
					风险加权系数	65.23%	62.00%	62.00%	62.00%
资产质量:									
不良率	1.08%	1.02%	0.98%	0.97%					
拨备覆盖率	280.50%	270.22%	255.33%	238.44%					
拨贷比	3.03%	2.77%	2.51%	2.31%					
不良净生成率	0.72%	0.62%	0.62%	0.62%					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 06 月 09 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

孙婷 非银行金融行业、银行业
林加力 银行业

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： 兴业银行, 中信银行, 浙商银行, 第一创业, 江苏银行, 沪农商行, 中国太保, 国金证券, 邮储银行, 杭州银行, 光大证券, 东吴证券, 宁波银行, 东方财富, 建设银行, 中信证券, 中国人寿, 国泰君安, 华兴资本控股, 苏州银行, 江苏金租, 瑞达期货, 上海银行, 兴业证券, 交通银行, 中国银行, 招商证券, 东亚银行, 渣打集团

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 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

路颖 所长
(021)23185717 luying@haitong.com

邓勇 副所长
(021)23185718 dengyong@haitong.com

荀玉根 副所长
(021)23185715 xyg6052@haitong.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@haitong.com

余文心 所长助理
(0755)82780398 ywx9461@haitong.com

汪立亭 所长助理
(021)23219399 wanglt@haitong.com

孙婷 所长助理
(010)50949926 st9998@haitong.com

宏观经济研究团队

梁中华(021)23219820 lzh13508@haitong.com
应镓娴(021)23185645 yjx12725@haitong.com
李俊(021)23154149 lj13766@haitong.com
侯欢(021)23185643 hh13288@haitong.com
联系人
李林芷(021)23185646 llz13859@haitong.com
王宇晴(021)23185641 wyq14704@haitong.com
贺媛(021)23185639 hy15210@haitong.com

金融工程研究团队

冯佳睿(021)23219732 fengjr@haitong.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@haitong.com
罗蕾(021)23185653 ll9773@haitong.com
余浩淼(021)23185650 yhm9591@haitong.com
袁林青(021)23185659 ylq9619@haitong.com
黄雨薇(021)23185655 hyw13116@haitong.com
张耿宇(021)23183109 zgy13303@haitong.com
联系人
郑玲玲(021)23185656 zll13940@haitong.com
曹君豪(021)23185657 cjh13945@haitong.com
卓伊莹 zyx15314@haitong.com

金融产品研究团队

倪韵婷(021)23219419 niyt@haitong.com
唐洋运(021)23185680 tangyy@haitong.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@haitong.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@haitong.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@haitong.com
谭实宏(021)23185676 tsh12355@haitong.com
江涛(021)23185672 jt13892@haitong.com
张弛(021)23185673 zc13338@haitong.com
吴其右(021)23185675 wqy12576@haitong.com
滕颖杰(021)23185669 tjy13580@haitong.com
联系人
章画意(021)23185670 zhy13958@haitong.com
陈林文(021)23185678 clw14331@haitong.com
魏玮(021)23185677 ww14694@haitong.com
舒子宸(021)23185679 szc14816@haitong.com

固定收益研究团队

姜珊珊(021)23154121 jps10296@haitong.com
王巧喆(021)23185649 wqz12709@haitong.com
孙丽萍(021)23185648 slp13219@haitong.com
张紫睿(021)23185652 zzz13186@haitong.com
联系人
王冠军(021)23154116 wgj13735@haitong.com
方欣来(021)23185651 fxl13957@haitong.com
藏多(021)23185647 zd14683@haitong.com

策略研究团队

荀玉根(021)23185715 xyg6052@haitong.com
高上(021)23185662 gs10373@haitong.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@haitong.com
吴信坤(021)23154147 wxk12750@haitong.com
杨锦(021)23185661 yj13712@haitong.com
余培仪(021)23185663 ypy13768@haitong.com
联系人
王正鹤(021)23185660 wzh13978@haitong.com
刘颖(021)23185665 ly14721@haitong.com
陈菲 cf15315@haitong.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@haitong.com
潘莹练(021)23185635 pyl10297@haitong.com
王园沁(021)23185667 wyq12745@haitong.com

政策研究团队

李明亮(021)23185835 lml@haitong.com
吴一萍(021)23185838 wuyiping@haitong.com
朱蕾(021)23185832 zl8316@haitong.com
周洪荣(021)23185837 zhr8381@haitong.com
李妹醒(021)23185833 lsx11330@haitong.com
联系人
纪尧(021)23185836 jy14213@haitong.com

石油化工业

邓勇(021)23185718 dengyong@haitong.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@haitong.com
胡歆(021)23185616 hx11853@haitong.com
联系人
张海榕(021)23185607 zhr14674@haitong.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@haitong.com
郑琴(021)23219808 zq6670@haitong.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@haitong.com
朱赵明(021)23154120 zzm12569@haitong.com
梁广楷(010)56760096 lgk12371@haitong.com
孟陆861056760096 ml13172@haitong.com
周航(021)23185606 zh13348@haitong.com
联系人
彭婷(021)23185619 pp13606@haitong.com
肖治健(021)23185638 xzj14562@haitong.com
张澄(010)56760096 zc15254@haitong.com

汽车行业

王猛(021)23185692 wm10860@haitong.com
房乔华(021)23185699 fqh12888@haitong.com
张觉尹(021)23185705 zjy15229@haitong.com
刘一鸣(021)23154145 lym15114@haitong.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@haitong.com
傅逸帆(021)23185698 fuf11758@haitong.com
联系人
余致翰(021)23185617 yzh14040@haitong.com
阎石(021)23185741 ys14098@haitong.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@haitong.com
高瑜(021)23185683 gy12362@haitong.com
曹蕾娜 cln13796@haitong.com
联系人
张冰清(021)23185703 zbk14692@haitong.com
李艺冰 lyb15410@haitong.com
王逸欣 wyx15478@haitong.com

互联网及传媒

毛云聪(010)58067907 myc11153@haitong.com
 陈星光(021)23219104 cxg11774@haitong.com
 孙小雯(021)23154120 sxw10268@haitong.com
 康百川(021)23212208 kbc13683@haitong.com
 联系人
 崔冰睿(021)23185690 cbr14043@haitong.com

有色金属行业

陈先龙 02123219406 cxl15082@haitong.com
 陈晓航(021)23185622 cxh11840@haitong.com
 甘嘉尧(021)23185615 gjy11909@haitong.com
 联系人
 张恒浩(021)23185632 zhh14696@haitong.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@haitong.com
 谢 盐(021)23185696 xiey@haitong.com
 联系人
 曾佳敏(021)23185689 zjm14937@haitong.com

电子行业

张晓飞 zxf15282@haitong.com
 李 轩(021)23154652 lx12671@haitong.com
 肖隽翀(021)23154139 xjc12802@haitong.com
 华晋书(021)23185608 hjs14155@haitong.com
 薛逸民(021)23185630 xym13863@haitong.com
 联系人
 文 灿(021)23185602 wc13799@haitong.com
 郇奕滢 lyy15347@haitong.com
 张 幸 zx15429@haitong.com

煤炭行业

李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com
 王 涛(021)23185633 wt12363@haitong.com
 联系人
 朱 彤(021)23185628 zt14684@haitong.com

电力设备及新能源行业

吴 杰(021)23154113 wj10521@haitong.com
 房 青(021)23219692 fangq@haitong.com
 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@haitong.com
 马天一 02123219171 mty15264@haitong.com
 胡惠民 hhm15487@haitong.com
 联系人
 姚望洲(021)23185691 ywz13822@haitong.com
 马菁菁(021)23185627 mjj14734@haitong.com
 吴志鹏 wzp15273@haitong.com

基础化工行业

刘 威(0755)82764281 lw10053@haitong.com
 张翠翠(021)23185611 zcc11726@haitong.com
 孙维容(021)23219431 swr12178@haitong.com
 李 智(021)23219392 lz11785@haitong.com
 李 博(021)23185642 lb14830@haitong.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@haitong.com
 杨 林(021)23154174 yl11036@haitong.com
 于成龙(021)23154174 ycl12224@haitong.com
 洪 琳(021)23185682 hl11570@haitong.com
 联系人
 杨 蒙(021)23185700 ym13254@haitong.com
 夏思寒 xsh15310@haitong.com
 杨昊翊(021)23185620 yhy15080@haitong.com

通信行业

余伟民(010)50949926 ywm11574@haitong.com
 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@haitong.com
 联系人
 夏 凡(021)23185681 xf13728@haitong.com
 徐 卓 xz14706@haitong.com

非银行金融行业

孙 婷(010)50949926 st9998@haitong.com
 何 婷(021)23219634 ht10515@haitong.com
 任广博(010)56760090 rgb12695@haitong.com
 联系人
 曹 锐 010-56760090 ck14023@haitong.com
 肖 尧(021)23185695 xy14794@haitong.com

交通运输行业

虞 楠(021)23219382 yun@haitong.com
 陈 宇(021)23185610 cy13115@haitong.com
 罗月江(010)56760091 ljy12399@haitong.com

纺织服装行业

梁 希(021)23185621 lx11040@haitong.com
 盛 开(021)23154510 sk11787@haitong.com
 联系人
 王天璐(021)23185640 wtl14693@haitong.com

建筑建材行业

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@haitong.com
 潘莹练(021)23185635 pyl10297@haitong.com
 申 浩(021)23185636 sh12219@haitong.com

机械行业

赵玥炜(021)23219814 zyw13208@haitong.com
 赵靖博(021)23185625 zjb13572@haitong.com
 联系人
 刘绮雯(021)23185686 lqw14384@haitong.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@haitong.com

建筑工程行业

张欣劼 18515295560 zxx12156@haitong.com
 联系人
 曹有成(021)23185701 cyc13555@haitong.com
 郭好格 13718567611 ghg14711@haitong.com

农林牧渔行业

李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com
 巩 健(021)23185702 gj15051@haitong.com
 冯 鹤 fh15342@htesc.com

食品饮料行业

颜慧菁 yhj12866@haitong.com
 张宇轩(021)23154172 zyx11631@haitong.com
 程碧升(021)23185685 cbs10969@haitong.com
 联系人
 张嘉颖(021)23185613 zjy14705@haitong.com

军工行业

张恒恒 zhx10170@haitong.com
 联系人
 刘砚菲(021)23185612 lyf13079@haitong.com
 胡舜杰(021)23155626 hsj14606@haitong.com

银行行业

林加力(021)23154395 ljl12245@haitong.com
 联系人
 董栋梁(021)23185697 ddl13206@haitong.com
 徐凝碧(021)23185609 xnb14607@haitong.com

社会服务行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com
 许樱之(755)82900465 xyz11630@haitong.com
 联系人
 毛弘毅(021)23183110 mhy13205@haitong.com
 王玮婕(021)23185687 wjy13985@haitong.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@haitong.com
 李 阳(021)23185618 ly11194@haitong.com
 刘 璐(021)23185631 ll11838@haitong.com
 联系人
 吕浦源 lpy15307@haitong.com

造纸轻工行业

郭庆龙 gq13820@haitong.com
 高翩然 gpr14257@haitong.com
 王文杰(021)23185637 wwj14034@haitong.com
 吕科佳(021)23185623 lkj14091@haitong.com

环保行业

戴元灿(021)23185629 dyc10422@haitong.com
 联系人
 杨寅琛 yyc15266@haitong.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

伏财勇(0755)23607963 fcy7498@haitong.com
蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@haitong.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@haitong.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@haitong.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@haitong.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@haitong.com
巩柏含 gbh11537@haitong.com
张馨尹 0755-25597716 zxy14341@haitong.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@haitong.com
黄诚(021)23219397 hc10482@haitong.com
季唯佳(021)23219384 jiwj@haitong.com
黄毓(021)23219410 huangyu@haitong.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@haitong.com
马晓男 mxn11376@haitong.com
邵亚杰 23214650 syj12493@haitong.com
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@haitong.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@haitong.com
谭德康 tdk13548@haitong.com
王祎宁(021)23219281 wyn14183@haitong.com
张歆钰 zxy14733@haitong.com
周之斌 zzb14815@haitong.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@haitong.com
董晓梅 dxm10457@haitong.com
郭楠 010-5806 7936 gn12384@haitong.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@haitong.com
郭金垚(010)58067851 gjy12727@haitong.com
张钧博 zjb13446@haitong.com
高瑞 gr13547@haitong.com
上官灵芝 sglz14039@haitong.com
姚坦 yt14718@haitong.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 9 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com