

投资评级 **增持** 首次覆盖
盖

轻资产化加快新零售转型，驱动价值回归

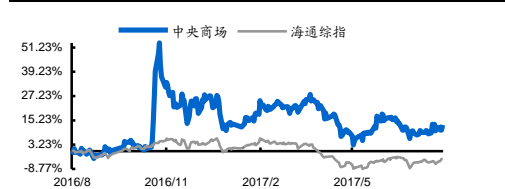
股票数据

6个月内目标价(元)	10.52
08月18日收盘价(元)	7.71
52周股价波动(元)	6.61-11.00
总股本/流通A股(百万股)	1148/1148
总市值/流通市值(百万元)	8854/8854

主要估值指标

	2016	2017E	2018E
市盈率	74.8	21.6	18.6
市净率	5.0	4.1	3.3
市销率	1.38	1.14	1.14
EV/EBITDA	26.1	14.8	13.4
分红率(%)	—	—	—

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	3.4	-2.5	3.5
相对涨幅(%)	1.8	-8.4	-6.1

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 汪立亭

Tel: (021) 23219399

Email: wanglt@htsec.com

证书: S0850511040005

分析师: 李宏科

Tel: (021) 23154125

Email: lhk11523@htsec.com

证书: S0850517040002

分析师: 王晴

Tel: (021) 23154116

Email: wq10458@htsec.com

证书: S0850516080008

联系人: 史岳

Tel: (021) 23154135

Email: sy11542@htsec.com

投资要点:

公司由大股东高比例控股 56%，在保持主业稳健经营的基础上，积极寻求战略转型，目标成为消费者家庭生活休闲一体化的内容和服务提供商，在新业态、新电商模式、盘活资产等方面已同步推进，且较多地产项目有望在 2017-2018 年进入回收期，财务费用节约或在 2018 年大幅贡献业绩弹性，迎转型、成长新机会。

百货+商业地产+云中央，3+1 并购基金。 公司主营百货零售业以及房地产开发，基于云中央平台，探索线上线下深度融合的新零售模式；发起成立并购基金，挖掘与公司业务协同性高的优质标的。公司 2016 年收入 64 亿，净利润 1.18 亿；1H17 收入增 40% 至 44 亿，净利润大增 227% 至 2.43 亿，主要来自地产收入结转。

以商业综合体下沉，低成本快速扩张。 结合集团丰富的地产经验与上市公司零售基础，公司以城市综合体加快下沉低线城市，且在商业地产开发潮中以低成本获取物业，实现有效扩张。2011 年以来基本保持年均 1 家的开店速度，2017 上半年新开句容店，预计年底新开宿迁店，2018 年仍有望新开 1-2 家门店。截至目前，公司百货门店共 13 家，总面积 75 万平方米，其中自有物业 10 家，面积占比 75%。

地产板块做精做减，预计 2017-18 年步入回收期。 截至 2016 年底，公司在建项目 12 个，主要分布在徐州、淮安、宿迁、海安、盱眙、泗阳、扬中和句容等江苏地级市，预计总投资 215 亿元，2016 年底投资余额近 93 亿元，预计 2017-2019 年各有 5、2、3 个项目竣工。我们预计，地产业务 2017-2018 年将进入密集确认期，预计未来新项目以“小而优”为主，结合轻资产化加快资金回笼。

项目公司引入战投廿一资本，轻装上阵。 公司与廿一资本签订《合作意向备忘录》：廿一资本对有价值的在建商业综合体项目进行增资获取控股权，随后优先偿还公司股东借款，并为后续项目建设筹资，同时为公司提供资金收购优质资产，项目开业后仍由公司运营。本次合作有利于公司在建项目发展和去化，加快现金回笼、降低负债率，提升盈利能力；截至 2017 年 6 月底，公司账面现金 15 亿，有息负债 83 亿，资产负债率 89%，改善空间大。公司目前地产项目投资额仍超 100 亿，我们预计或在 2017 年下半年推进徐州、淮安、新沂等项目的轻资产化，测算有望回笼资金 40-50 亿元，大幅降低负债率；以 6-7% 的财务成本计算，按年有望节约财务费用 3 亿-3.5 亿元，贡献税后利润 2.3 亿-2.6 亿元，或主要体现在 2018 年。

新零售：云中央拓全渠道，便利店、母婴店布局新业态。 基于云中央全渠道平台，公司 2017 年与罗森、乐友合作，进军便利店、母婴专卖市场。首批 5 家便利店将在 8 月底开业，我们预计 2017 年有望新开 20 家左右，另据新浪网，罗森三年内将在南京开店 300-500 家。南京目前便利店总数约 1000 家以苏果为主，我们测算市场容量为 3500 家，发展空间大。

盈利预测和估值。 暂不考虑轻资产化，预计 2017-19 年净利各 4.11 亿、4.75 亿、5.25 亿，增长 247%、15.69% 和 10.44%。公司 89 亿市值对应 2017-19 年 PE 各 22 倍、19 倍和 17 倍。考虑到公司积极布局新业态，地产进入回收期，轻资产化提速新零售转型，测算重估价值 121 亿，合每股 10.52 元，首次给予“增持”评级。

风险因素： 地产确认节奏带来业绩波动，转型新业务的不确定性，财务结构风险。

主要财务数据及预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	6646.14	6430.26	7780.27	7782.09	7996.17
(+/-)YoY(%)	-3.28%	-3.25%	20.99%	0.02%	2.75%
净利润(百万元)	112.84	118.31	410.72	475.16	524.74
(+/-)YoY(%)	-72.32%	4.85%	247.16%	15.69%	10.44%
全面摊薄 EPS(元)	0.10	0.10	0.36	0.41	0.46
毛利率(%)	21.69%	21.52%	24.01%	24.22%	24.79%
净资产收益率(%)	6.85%	6.73%	18.94%	17.97%	16.56%

资料来源: 公司年报 (2015-2016), 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

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

目 录

1. 概况：百货+地产+电商，持续扩张、积极转型	5
1.1 大股东控股 56%，雨润集团资产丰厚	5
1.2 以商业综合体低成本下沉，预计地产步入回收期	6
2. 财务：地产对净利影响较大，轻资产化改善资本结构	7
3. 新零售：云中央拓全渠道，便利店、母婴店布局新业态	9
4. 盈利预测、估值及投资建议	10
财务报表分析和预测	13

图目录

图 1	公司收入及增速 (2010-1H2017)	8
图 2	公司归属净利润及增速 (2010-1H2017)	8
图 3	公司地产收入及毛利率 (2011-1H2017)	8
图 4	公司毛利率及净利率 (% , 2010-1H2017)	8

表目录

表 1	公司前十大股东持股（2017/3/31）	6
表 2	公司百货门店概况.....	6
表 3	公司地产储备项目.....	7
表 4	公司 2011-1H2017 银行借款余额及财务费用（万元）	9
表 5	公司研发产品概况（截至 2016 年底）	9
表 6	公司营业收入及毛利率分部预测（2015-2019E）	11
表 7	公司自有物业门店重估价值测算.....	11
表 8	可比百货公司估值（20170818）	12
表 9	中央商场合并损益表及预测（20170818）	12

我们 2009 年以来对公司持续跟踪，而 2015-2016 年因金融纠纷等，公司一年左右的时间低调隐退于资本市场；但 2017 年以来，公司先后与罗森、乐友等开展便利店、母婴专卖店合作，在项目公司层面引入廿一资本作为战略投资者。我们判断，当前时点，公司无论是经营还是业绩层面均有望重回成长快车道：公司由大股东高比例控股 56%，在保持主业稳健经营的基础上，积极寻求战略转型，目标为成长为消费者家庭生活休闲一体化的内容和服务提供商，在自营业态、打造新电商模式、盘活资产等多方面已同步推进，且地产业务有望在 2017-2018 年进入密集确认期，从而迎来转型、成长新机会。

1. 概况：百货+地产+电商，持续扩张、积极转型

公司主营百货零售业以及房地产开发，地产包括纯住宅项目和商业综合体，同时借助云中央平台，探索线上线下深度融合的新零售模式；区域上以江苏为主，同时布局山东、河南、安徽、湖北等省，以商业综合体积极低成本推进渠道下沉。公司 2016 年实现收入 64.3 亿元，净利润 1.18 亿元；2017 上半年因确认较多地产销售，收入增长 40% 至 44.42 亿元，净利润大增 227% 至 2.43 亿元。

1.1 大股东控股 56%，雨润集团资产丰厚

公司实际控制人为祝义财先生，直接持有公司 41.51% 股权，为第一大股东；通过第二大股东地华实业（100% 控股）持有公司 14.5% 股权，合计 56.01% 股权目前因金融借款纠纷仍处冻结状态。公司第三大股东中信证券为 2015 年引入的战略合作伙伴，持股比例 3.48%。

祝义财先生 1992 年创办南京雨润肉食品股份有限公司，1996 年收购南京罐头厂，成为江苏省首个收购国企的民营企业，20 世纪 90 年代末成立江苏雨润食品产业集团；随后把握国改时机，雨润在江苏、安徽、四川、河北等地收购 11 家国企，成长为全国肉食品领军企业；同时推进跨行业发展与并购，目前形成食品、商贸、地产、物流、旅游、保险等多产业布局，其中：

(A) 食品：雨润食品（01068.HK）2005 年在港交所上市，大股东 Willie Holdings Limited 持股 25.82%，实际控制人为祝义财先生。2016 年收入降 17% 至 150 亿元，亏损 21 亿元（同比减亏 4 亿元）。

(B) 商贸：2005 年 8 月，祝义财先生通过江苏地华实业在二级市场收购南京中商（600280）股份，成为公司控股股东，其后在 2012 年通过要约收购一度提升控股比例至 71%。公司 2013 年 10 月证券简称由“南京中商”变更为“中央商场”。

(C) 地产：江苏地华实业为公司地产业务的主要运营载体，拥有南京星雨华府、朗玛国际，安庆秀水华庭，苏州枫情水岸等多个明星楼盘。

(D) 物流：以农副产品物流为主，已运营哈尔滨南极国际食品交易中心、成都濛阳农产品交易中心、西安雨润农产品全球采购中心、沈阳雨润农产品全球采购中心、鞍山雨润农产品全球采购中心等项目。

(E) 旅游：集团在黄山、九华山、千岛湖、海南岛等名胜景区开发高星级酒店和旅游产业，形成商务旅游产业链，打造“雨润旅游”的度假品牌。

(F) 保险：2011 年利安人寿保险成立，雨润集团控股 20% 为第一大股东，其他股东还包括凤凰出版传媒、江苏交通控股、江苏汇鸿集团、南京紫金投资、江苏国际信托、江苏省信用再担保公司等大型国企，以及远东控股、红豆集团、月星集团等知名民企。

表 1 公司前十大股东持股 (2017/3/31)

股东名称	持股数量 (万股)	占总股本比例 (%)
祝义财	47669	41.51
江苏地华实业集团有限公司	16650	14.50
中信证券股份有限公司	4000	3.48
张庆春	556	0.48
中国银行股份有限公司-华夏新经济灵活配置混合型发起式证券投资基金	444	0.39
刘莉	390	0.34
中国证券金融股份有限公司	381	0.33
郑学龙	361	0.31
广东粤财信托有限公司-粤财信托-民生元汇 1 号集合资金信托计划	360	0.31
吴娟玲	256	0.22
合计	71067	61.87

资料来源: 公司 2017 年一季报, 海通证券研究所

1.2 以商业综合体低成本下沉, 预计地产步入回收期

雨润入主后, 将集团丰富的地产经验与上市公司零售基础充分融合, 以城市综合体的形式加快下沉低线城市, 且在商业地产开发潮中以低成本获取物业, 实现有效扩张。

2011 年以来, 公司基本保持了年均 1 家的开店速度, 2016 年新开泗阳店, 将南京山西路店调整为奥莱; 2017 上半年新开句容店, 预计年底新开宿迁店、2018 年仍有望新开 1-2 家门店。截至目前, 公司百货门店 13 家, 总面积 75 万平米, 其中自有物业 10 家, 面积占比 75%。

表 2 公司百货门店概况

序号	门店	区域	商圈	开业时间	物业	建筑面积 (万平米)
1	南京中心店	江苏南京	南京新街口	1936 年 1 月	自有	8.19
2	南京山西路店	江苏南京	南京山西路	2011 年 5 月	自有	2.60
3	新亚百货	江苏淮安	淮安广场	1989 年 7 月	自有	5.60
3	中央新亚	江苏淮安		2010 年 9 月	自有	9.00
4	徐州店	江苏徐州	徐州中山南路	1950 年	自有	2.60
5	连云港店	江苏连云港	连云港解放中路	1955 年	自有	3.60
6	济宁店	山东济宁	济宁太白楼中路	1956 年	自有	3.20
7	洛阳店	河南洛阳	洛阳中州路	1957 年	自有	4.50
8	大冶店	湖北大冶	大冶新城中心	2011 年 12 月	关联租赁	4.72
9	河西店	江苏南京	南京江东中路	2013 年 6 月	关联租赁	8.25
10	扬中店	江苏扬中	扬中扬子中路	2013 年 9 月	自有	6.70
11	铜陵店	安徽铜陵	铜陵市长江中路	2014 年 5 月	关联租赁	5.69
12	泗阳店	江苏泗阳	北京路与人民路交汇处	2016 年 12 月	自有	4.94
13	句容店	江苏句容	华阳东路与华阳南路交汇处	2017 年 4 月	自有	5.27
合计						74.86

资料来源: 公司 2013-2016 年年报, 海通证券研究所

公司在房地产业务板块整体做减法, 优化项目质量, 采取有保有压的政策。截至 2016 年底, 公司在建项目 12 个 (表 3), 主要分布在徐州、淮安、宿迁、海安、盱眙、泗阳、扬中和句容等江苏地级市, 预计总投资 215 亿元, 期末开发成本余额近 93 亿元, 预计 2017-2019 年各有 5、2、3 个项目竣工, 投资余额各为 39 亿、11 亿和 38 亿。我们预计, 公司房地产业务 2017-2018 年将进入回收期, 有望各确认销售 18 亿-20 亿、10 亿-15 亿, 预计未来新项目以“小而优”为主, 结合轻资产化加快资金回笼。

表 3 公司地产储备项目

项目	使用性质	开工时间	预计竣工时间	预计投资总额 (亿)	开发成本期末余额 (亿)	开发成本期初余额 (亿)
徐州国际广场	商住	2011 年 1 月	2019 年 2 月	38.79	17.04	16.54
泗阳雨润广场二三期	商住	2011 年 12 月	2020 年 3 月	13.71	4.87	6.21
泗阳星雨华府	住宅	2013 年 10 月	2018 年 12 月	6.04	2.24	3.18
宿迁国际广场	商住	2011 年 12 月	2017 年 12 月	20.91	13.29	12.05
淮安雨润广场	商住	2010 年 9 月	2019 年 12 月	42.80	20.55	18.39
镇江雨润广场三期	商住	2013 年 11 月	2016 年 6 月	5.30	-	3.71
盱眙雨润广场	商住	2012 年 12 月	2017 年 5 月	8.94	5.05	4.10
盱眙星雨华府	住宅	2012 年 12 月	2017 年 7 月	20.55	5.10	4.15
新沂雨润广场	商住	2013 年 1 月	2019 年 6 月	7.50	0.05	0.04
句容雨润广场	商住	2013 年 12 月	2017 年 6 月	7.92	5.57	3.78
沭阳雨润广场	商住	2014 年 1 月	2018 年 9 月	21.00	9.08	7.52
海安雨润广场	商住	2014 年 6 月	2017 年 12 月	22.00	9.69	8.17
合 计				215.46	92.55	87.82

资料来源: 公司 2016 年报, 海通证券研究所

2. 财务: 地产对净利影响较大, 轻资产化改善资本结构

2017 上半年因大幅确认地产销售, 公司实现收入 44.42 亿元, 同比增长 40.16%, 归属净利润 2.43 亿元, 同比增长 226.51%, 扣非净利润 2.61 亿元, 同比增长 199.18%。其中估计淮安店增长 10%、2013 年开业的扬中店已度过培育期。

商业是主要收入来源, 经营稳健。2010-2016 年, 公司收入年均复合增长 4.5%至 64.3 亿元, 归属净利润年均复合增长 16.78%至 1.18 亿元; 除 2011 年和 2013 年外(88%、86%), 其余年度商业(百货零售)收入占比均超 90%。其中, 本部店收入占比商业整体约 46%, 2016 年实现收入 26.89 亿元, 对应 8.2 万平米建面的坪效近 3.3 万元/平米。

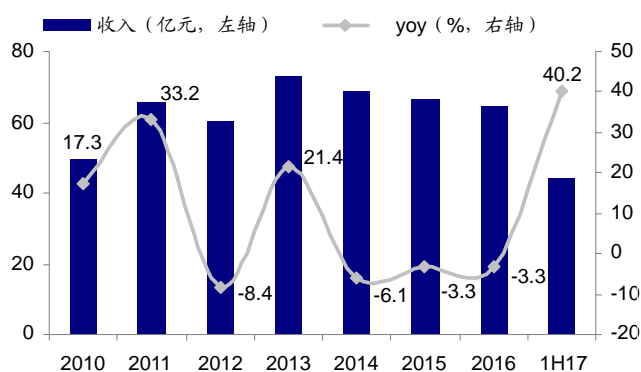
受电商渠道分流、消费环境偏弱等影响, 公司商业板块 2012 年以来基本维持个位数增长或降幅, 其中 2013 年收入增长 10.6%, 估计主要与当年新开两家门店有关; 2015-2016 年, 公司商业收入各降 5.38%和 5.97%, 但本部店降幅较低(各降 4.7%、3.51%), 体现主力门店较强的经营管理水平和抗风险能力。

毛利率、净利率波动较大, 主因地产结转。公司商业毛利率维持在 19-20%之间, 地产因项目差异而毛利率在 10%-40%不等。其中 2016 年因主要确认前期尾盘, 地产毛利率仅 9.9%, 地产业务毛利率波动性较大, 主要是由于高毛利率的商业地产与低毛利率的住宅在不同时期确认所致。

公司 2013 年净利润达 5.7 亿、净利率 7.8%的历史高点, 主因开始确认徐州国际广场项目; 而 2014-2016 年, 虽然地产收入逐年增长, 但因毛利率持续回落, 对公司净利率贡献减少。

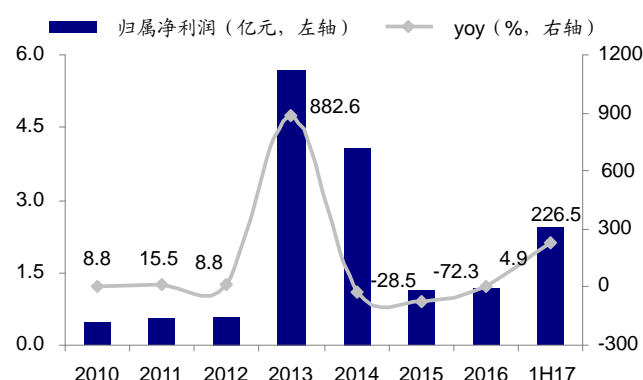
2017 上半年, 公司把握了三四线城市房地产回暖的时机, 加强促销去库存, 确认 13.17 亿地产收入(估计主要来自泗阳、沭阳、海安、盱眙、句容等), 且地产毛利率增至 27.64%, 是驱动公司业绩大幅增长的主要因素; 以 16%净利率测算, 上半年地产业务贡献净利润或超 2 亿元, 占比公司整体净利超 85%。

图1 公司收入及增速 (2010-1H2017)



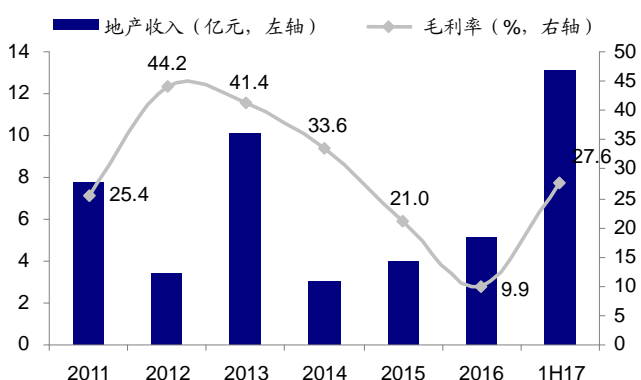
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图2 公司归属净利润及增速 (2010-1H2017)



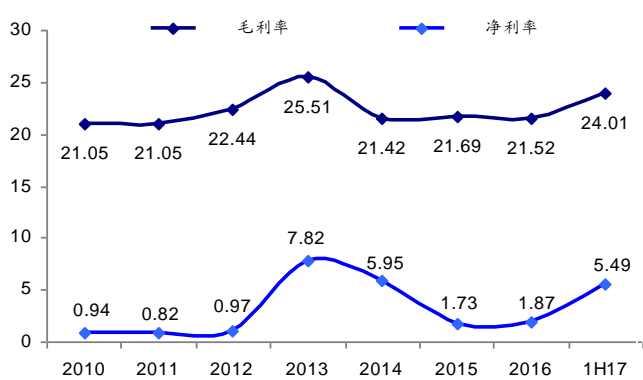
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图3 公司地产收入及毛利率 (2011-1H2017)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图4 公司毛利率及净利率 (% , 2010-1H2017)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

项目公司引入战投廿一资本, 回笼资金、降低负债率。因公司持续开发商业地产和住宅, 资产负债率一直维持 87-90% 的高位, 且 2014-2016 年期末长期借款均在 78 亿-87 亿之间; 每年财务费用超 1 亿, 2015 年高达 3.6 亿, 2016 年降至 1.77 亿主要是利息资本化增加和银票贴息减少所致。截至 2017 年 3 月底, 公司账面现金 13 亿, 有息负债 81 亿, 资产负债率 89%, 改善空间大。

公司 8 月 11 日公告与廿一资本签订《合作意向备忘录》: 廿一资本对有价值的在建商业综合体项目增资获取控股权, 随后优先偿还公司的股东借款, 并为后续项目建设筹资; 同时为公司提供资金收购优质资产, 项目开业后通过售后回租的形式仍由公司运营。

廿一资本成立于 2017 年 3 月底, 股东层面具备雄厚资本实力, 在地产、物流、贸易等领域经验丰富, 大股东为中青旅实业 (35%), 其余股东还包括中国健康产业投资基金 (25%)、中国能源投资公司 (20%)、北京希格斯资本 (20%)。

我们认为, 本次合作无论对廿一资本还是公司均为双赢: (1) 廿一资本可发挥较低的财务成本和央企资源优势, 有效降低商业项目的运营成本, 提升项目盈利能力, 且通过获取项目控股权扩大资产规模; (2) 对公司而言, 有利于在建项目发展和去化, 加快现金回笼、降低负债率, 提升盈利能力, 从而轻装上阵、集中精力推进新零售转型。

公司目前地产项目剩余投资额仍超 100 亿, 我们预计或在 2017 年下半年推进徐州、淮安、新沂等项目的轻资产化, 测算有望回笼资金 40-50 亿元, 大幅降低负债率; 以 6-7% 的财务成本计算, 按年有望节约财务费用 3 亿-3.5 亿元, 贡献税后利润 2.3 亿-2.6 亿元, 预计主要体现在 2018 年 (谨慎角度, 盈利预测暂不考虑轻资产化)。

表 4 公司 2011-1H2017 银行借款余额及财务费用 (万元)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	1H2017
期末短期借款	298050	310000	365773	517462	599370	575644	623592
一年内到期的非流动负债	12000	6700	12900	30525	101728	74268	37504
期末长期借款	17857	125440	176840	237063	169419	170574	170624
合计	327907	442140	555513	785050	870517	820486	831720
当期财务费用	13772	18995	13355	16249	35769	17747	9765
财务费用率 (%)	2.09	3.15	1.82	2.36	5.38	2.76	2.20
资产负债率 (%)	90.24	90.95	87.12	87.57	89.41	89.19	88.05

资料来源: 公司 2011-2016 年报, 2017 半年报, 海通证券研究所

3. 新零售: 云中央拓全渠道, 便利店、母婴店布局新业态

顺应新零售转型趋势, 公司在云中央全渠道平台的基础上, 2017 年与罗森、乐友合作, 切入便利店、母婴专卖市场, 一方面布局快速成长的新零售业态, 且有望与现有百货门店形成规模和协同效应, 另一方面基于多年全渠道运营经验, 也可将便利店、母婴店等新业态与电商业务结合, 打造线上线下融合的新零售模式。

此外, 公司 2016 年 10 月与中金前海共同发起设立并购基金, 存续期不超 5 年, 目标募集规模 30 亿元, 公司认缴 20% 的劣后出资, 首期募集规模 3 亿-5 亿元。

我们预计, 并购基金未来的投资方向主要包括参与雨润集团资产证券化、河西店新零售模式、财务投资等, 促进公司形成“百货+商业地产+云中央平台”三驾马车齐驱, 即 3+1 并购基金的业务构架。

我们预计, 公司将以河西店为试点进行经营改造, 打造新零售经营模式, 比如在 1-2 层加入引流效应较强的新业态或新业务模式; 预计在河西店的单店模式运作成功后, 公司将向集团内部复制, 进而向外部输出拓展。

(1) 云中央: 持续探索全渠道的新零售模式, 轻资产战略

公司先后打造 B2C 云中央网站 (2013 年 11 月 11 日上线)、中央商场手机 APP、优润网 (2015 年 6 月 1 日) 等线上实体门店商品展示平台和全渠道批发零售流通软件系统, 并逐步转向服务平台, 为线下实体门店提供商品展示、售后服务、顾客投诉等, 在 WEB 端和手机端提供高质量、多维度服务。

其中, 优润网 (www.uurun.com) 为网上批发平台, 采取 B2B/O2O 模式, 商户包括品牌商、综合批发中心、经销商、代理商、便利店、仓储物流、生活服务类等商家, 集合社区用户场景化需求, 为商家提供全程互联网+增值服务。此外, 公司同时将开发产品申请软件著作权证书, 对已开发和在开发产品进行知识产权化 (表 5)。

表 5 公司研发产品概况 (截至 2016 年底)

	技术软件	软件著作权
已取得		
我的小八	微信版	星雨华府业主管家服务系统
软件著作权证书正在申请过程中		
店联网	苹果版 安卓版 微信版	全渠道批发零售流通软件系统 新零售供应链 APP-全渠道批发零售流通软件系统 优润公众号-全渠道批发零售流通软件系统
集团官网	PC 版、后台 HOST 系统	优润网-全渠道批发零售流通软件系统
中心店触摸屏	PC 版 触摸屏、升值购等	中央商场企业门户系统 门店触摸屏-百货行业室内富媒体软件系统
600280 平台	600280 网站 中央商场 APP 苹果版 中央商场 APP 安卓版	600280 网站-百货行业多用途综合商城系统
在途官网	PC 版	在途户外用品-运动品牌多用途电子商务软件系统

研发过程中

上楼点点买家端	苹果版、安卓版	对外创业项目(罗森), 附近 29 分钟送达
中央商场买家端	苹果版、安卓版	对内融合项目(河西店), 将来覆盖全集团, 并替换 600280 平台和中央商场 APP
综合卖家端	苹果版、安卓版	实体店与专柜后端/卖家后端, 与上楼点点及中央商场买家端配合使用
综合后台	PC 端	河西店专柜群管理后端/罗森店群管理后端/中商集团管理后端

资料来源: 公司 2016 年报, 海通证券研究所

(2) 罗森: 获罗森南京独家授权, 预计 3 年开店 300-500 家

罗森在全球拥有近 1.3 万家便利店门店, 自 1997 年进入中国以来, 2016 年底门店数达 1003 家, 年销售 17 亿元(对应单店约 172 万元/年)。罗森中国区负责人称“希望到 2025 年中国达到万店规模”, 即未来 7-8 年年均新开门店超 1000 家, 且从目前来看罗森主要是通过与各地区区域零售商合作加快扩张。

比如, 罗森 2016 年授权**中百集团**在湖北市场开店, 预计 8 月底门店数达 150 家; 2017 年 4 月与授权**中央商场**在南京开设便利店, 双方宣布首批 5 家罗森便利店将在 8 月底开业, 我们预计 2017 年新开 20 家, 三年内在南京开 300-500 家; 2017 年 7 月与**北京超市发**合作, 8 月下旬首批 3 家“超市发罗森”即将开业, 预计一年内新开 20 家。

2017 年 4 月, 公司获得在南京使用“罗森”品牌开设便利店的独家授权。2017 年 8 月 7 日, 公司控股子公司中央便利与上海罗森签订战略合作协议, 中央便利以排他性加盟上海罗森的方式在南京市开设罗森便利店; 店铺内商品原则上由上海罗森统一采购、统一定价; 合作期 5 年, 到期后中央便利有同等条件优先续约的权利。

从市场空间来看, 南京目前便利店总数约 1000 家, 以苏果为主, 我们根据日本(2336 人/店)、南京(8005 人/店)的饱和度测算南京市场容量为 3500 家, 发展空间大。根据 2016 年连锁百强的便利店企业排名, 苏果超市(苏果、好的)和罗森全国门店数各 1030 家、1003 家, 规模相当, 但罗森门店数大幅增长 80%, 而苏果门店数同比下降 8.3%。

我们预计, 公司将以直营和加盟方式开设罗森便利店, 毛利率超 20%, 估计日均销售达 8000-9000 元即可打平; 2017 年仍从罗森上海物流中心配送, 预计随着门店规模扩大, 未来将在江苏江阴新建供应链, 从而降低物流成本。此次合作有利于公司分享便利店行业的高增长, 嫁接罗森成熟的鲜食运营经验, 占领南京便利店市场“制高点”; 同时也可依托公司互联网电商, 打造便利店+互联网的“新零售”业务, 形成大商场与小便利店互补, 线上线下结合的新零售格局。

(3) 乐友: 布局母婴连锁, 丰富零售业态

2017 年 4 月, 云中央获得在江苏使用“乐友孕婴童”及“歌瑞家”品牌开设母婴连锁专卖店的授权, 成为乐友在江苏唯一指定合作伙伴, 双方初期合作 5 年。乐友是安全健康母婴用品的全渠道零售商, 已与全球 21 个国家超过 530 家供应商建立合作, 2017 年, “乐友孕婴童”门店达 500 余家, 遍布全国百余个城市。

公司 6 月底已在南京新开 1 家乐友门店, 我们预计 2017 全年新开门店 10 家, 毛利率 50%左右, 预计 3-5 年逐渐实现 300 门店的全省覆盖。我们认为, 此次合作有利于公司分享未来 5-10 年内母婴行业的增长红利; 同时, 乐友电商可与云中央板块相结合, 拓展单店 O2O “体验+销售”的模式, 打造线上线下结合的新零售格局。

4. 盈利预测、估值及投资建议

公司由大股东高比例控股 56%, 在保持主业稳健经营的基础上, 积极寻求战略转型, 目标为成长为消费者家庭生活休闲一体化的内容和服务提供商, 在新业态、新电商模式、盘活资产等方面已同步推进, 且地产业务有望在 2017-2018 年进入密集确认期, 财务费用节约或在 2018 年大幅贡献业绩, 迎转型、成长新机会。

暂不考虑轻资产化带来的财务费用节约,基于公司地产销售确认预期和新零售转型,预计公司 2017-2019 年收入各为 77.8 亿元、77.82 亿元和 79.96 亿元,同比增长 20.99%、0.02%和 2.75%; 归属净利 4.11 亿元、4.75 亿元和 5.25 亿元,同比增长 247%、15.69%和 10.44%, 对应 EPS 0.36 元、0.41 元和 0.46 元。其中 2017-2018 年地产各贡献 EPS 约 0.25 元、0.2 元, 百货各贡献 0.22 元、0.25 元, 其他为财务费用及抵消项。

估值角度,公司目前 88.54 亿市值对应 2017-2019 年 PE 各 21.6 倍、18.6 倍和 16.9 倍, 对应 2017 年 PS 约 1.1 倍。考虑到公司已积极布局新业态, 较多地产项目集中进入回收期, 以及未来轻资产化有望提速新零售转型, 若按重估价值测算公司重估价值约 121 亿元 (自有物业重估 89 亿元+在建项目价值 100 亿元-净负债 68 亿元), 对应每股 10.52 元, 首次给予“增持”评级。

表 6 公司营业收入及毛利率分部预测 (2015-2019E)

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
百货					
收入 (亿元)	60.44	56.83	57.00	58.71	61.35
yoy (%)		-5.97	0.30	3.00	4.50
毛利率 (%)	19.38	19.58	0.00	19.45	19.50
商业地产					
收入 (亿元)	3.99	5.17	18.00	14.00	8.00
yoy (%)		29.46	248.14	-22.22	-42.86
毛利率 (%)	21.05	9.86	28.00	27.20	27.20
便利店					
期末门店数 (家)			20	120	300
单店收入 (万/天)				0.50	0.65
收入 (亿元)			0.07	1.66	6.29
yoy (%)				2175.00	278.46
毛利率 (%)			22.00	23.50	25.00
其他					
收入 (亿元)	2.03	2.30	2.73	3.45	4.33
yoy (%)		13.52	18.52	26.38	25.33
营业总收入	66.46	64.30	77.80	77.82	79.96
yoy (%)		-3.25	20.99	0.02	2.75
综合毛利率 (%)	21.68	21.52	24.01	24.22	24.79

资料来源: 公司 2014-2016 年报, 2017 半年报, 海通证券研究所

表 7 公司自有物业门店重估价值测算

	建筑面积 (万平方米)	假设单价 (万元/平方米)	物业价值 (亿元)
南京中心店	8.19	3.0	24.6
南京山西路店	2.60	2.0	5.2
新亚百货	5.60	1.5	8.4
中央新亚	9.00	1.5	13.5
徐州店	2.60	1.5	3.9
连云港店	3.60	1.5	5.4
济宁店	3.20	1.0	3.2
洛阳店	4.50	1.0	4.5
扬中店	6.70	1.5	10.1
泗阳店	4.94	1.0	4.9
句容店	5.27	1.0	5.3
合计	74.86		88.9

资料来源: 公司财报及开店公告, 海通证券研究所

表 8 可比百货公司估值 (20170818)

简称	欧亚集团	大商股份	王府井	合肥百货	友阿股份	银座股份
PE (倍, 2017E)	13	15	19	21	25	67
PS (倍, TTM)	0.34	0.42	0.68	0.66	1.37	0.34

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 9 中央商场合并损益表及预测 (20170818)

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入 (百万元)	6646.14	6430.26	7780.27	7782.09	7996.17
同比增长 (%)	-3.28	-3.25	20.99	0.02	2.75
营业总成本 (百万元)					
营业成本 (百万元)	5204.86	5046.62	5912.19	5897.58	6013.74
毛利率 (%)	21.69	21.52	24.01	24.22	24.79
营业税金及附加 (百万元)	100.31	102.66	116.70	116.73	119.94
营业税金及附加/营业收入 (%)	1.51	1.60	1.50	1.50	1.50
销售费用 (百万元)	332.68	348.28	350.11	326.85	331.84
销售费用率 (%)	5.01	5.42	4.50	4.20	4.15
管理费用 (百万元)	524.59	473.52	482.38	454.47	465.38
管理费用率 (%)	7.89	7.36	6.20	5.84	5.82
财务费用 (百万元)	357.69	177.47	209.80	193.02	187.67
期间费用率 (%)	5.38	2.76	2.70	2.48	2.35
资产减值损失 (百万元)	30.70	25.80	0.00	0.00	0.00
投资收益 (百万元)	85.44	2.75	8.00	8.00	8.00
营业利润 (百万元)	192.56	264.40	717.08	801.44	885.60
同比增长 (%)	-59.69	37.31	171.21	11.76	10.50
营业外收入 (百万元)	10.70	12.82	15.00	15.00	15.00
营业外支出 (百万元)	7.71	35.73	35.00	10.00	10.00
利润总额 (百万元)	195.55	241.50	697.08	806.44	890.60
同比增长 (%)	-66.17	23.50	188.65	15.69	10.44
所得税费用 (百万元)	80.55	121.05	278.83	322.58	356.24
有效所得税率 (%)	41.19	50.12	40.00	40.00	40.00
净利润 (百万元)	115.00	120.45	418.25	483.87	534.36
少数股东损益 (百万元)	2.17	2.14	7.53	8.71	9.62
归属于母公司所有者的净利润 (百万元)	112.84	118.31	410.72	475.16	524.74
同比增长 (%)	-72.32	4.85	247.16	15.69	10.44
净利润率 (%)	1.70	1.84	5.28	6.11	6.56
摊薄每股收益 (元)	0.10	0.10	0.36	0.41	0.46

资料来源: 公司 2015-2016 年年报, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标 (元)					营业总收入	6430.26	7780.27	7782.09	7996.17
每股收益	0.10	0.36	0.41	0.46	营业成本	5046.62	5912.19	5897.58	6013.74
每股净资产	1.53	1.89	2.30	2.76	毛利率%	21.52%	24.01%	24.22%	24.79%
每股经营现金流	0.68	0.50	0.63	0.71	营业税金及附加	102.66	116.70	116.73	119.94
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	营业税金率%	1.60%	1.50%	1.50%	1.50%
价值评估 (倍)					营业费用	348.28	350.11	326.85	331.84
P/E	74.84	21.56	18.63	16.87	营业费用率%	5.42%	4.50%	4.20%	4.15%
P/B	5.04	4.08	3.35	2.79	管理费用	473.52	482.38	454.47	465.38
P/S	1.38	1.14	1.14	1.11	管理费用率%	7.36%	6.20%	5.84%	5.82%
EV/EBITDA	26.10	14.76	13.37	12.02	EBIT	459.18	918.88	986.46	1065.27
股息率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	财务费用	177.47	209.80	193.02	187.67
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	2.76%	2.70%	2.48%	2.35%
毛利率	21.52%	24.01%	24.22%	24.79%	资产减值损失	25.80	0.00	0.00	0.00
净利润率	1.87%	5.38%	6.22%	6.68%	投资收益	2.75	8.00	8.00	8.00
净资产收益率	6.73%	18.94%	17.97%	16.56%	营业利润	264.40	717.08	801.44	885.60
资产回报率	0.72%	2.40%	2.69%	2.90%	营业外收支	-22.91	-20.00	5.00	5.00
投资回报率	2.89%	6.77%	7.14%	7.66%	利润总额	241.50	697.08	806.44	890.60
盈利增长 (%)					EBITDA	590.55	1031.42	1112.92	1197.97
营业收入增长率	-3.25%	20.99%	0.02%	2.75%	所得税	121.05	278.83	322.58	356.24
EBIT 增长率	-5.07%	100.12%	7.35%	7.99%	有效所得税率%	50.12%	40.00%	40.00%	40.00%
净利润增长率	4.73%	247.25%	15.69%	10.44%	少数股东损益	2.14	7.53	8.71	9.62
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	118.31	410.72	475.16	524.74
资产负债率	89.2%	87.2%	84.9%	82.3%	扣除非经常性损益净利润	131.87	430.25	480.87	531.36
流动比率	1.02	1.05	1.07	1.11	资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
速动比率	0.18	0.18	0.19	0.22	货币资金	1643.41	1708.06	1866.05	2212.97
现金比率	0.25	0.27	0.29	0.35	应收款项	14.56	17.85	18.26	18.55
经营效率指标					存货	10361.11	10991.72	11342.35	11373.13
应收帐款周转天数	0.88	0.84	0.86	0.85	其它流动资产	372.14	372.14	372.14	372.14
存货周转天数	725.36	678.59	701.98	690.28	流动资产合计	12699.66	13461.38	13954.96	14349.06
总资产周转率	0.40	0.47	0.45	0.45	长期股权投资	21.60	21.60	21.60	21.60
固定资产周转率	2.82	3.26	3.25	3.32	固定资产	2397.96	2482.58	2642.04	2764.08
					在建工程	258.16	348.84	398.84	448.84
					无形资产	225.84	221.88	204.87	190.45
					非流动资产合计	3664.57	3617.64	3693.31	3727.00
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	资产总计	16364.22	17079.02	17648.27	18076.06
净利润	120.45	418.25	483.87	534.36	短期借款	5756.44	5676.44	5596.44	5516.44
折旧摊销	131.38	112.54	126.47	132.71	应付账款	1138.92	1198.55	1231.26	1237.33
营运资金变动	349.53	-180.39	-70.20	-23.75	预收账款	3750.72	4033.52	4286.85	4275.11
经营活动现金流	776.84	572.20	720.14	817.98	其它流动负债	74.81	74.81	74.81	74.81
固定资产投资	0.00	-84.62	-159.46	-122.04	流动负债合计	12482.62	12829.17	13014.55	12957.98
无形资产投资	0.00	3.95	7.32	5.64	长期借款	1705.74	1655.74	1555.74	1505.74
资本支出	178.21	85.61	197.13	161.40	其它长期负债	406.49	406.49	406.49	406.49
投资活动现金流	-177.51	-77.61	-189.13	-153.40	非流动负债合计	2112.23	2062.23	1962.23	1912.23
债务变化	230.29	-130.00	-180.00	-130.00	负债总计	14594.85	14891.40	14976.78	14870.21
股票发行	0.00	0.00	0.00	0.00	实收资本	1148.33	1148.33	1148.33	1148.33
融资活动现金流	-276.30	-429.95	-373.02	-317.67	普通股股东权益	1758.09	2168.81	2643.96	3168.71
现金净流量	323.04	64.64	158.00	346.91	少数股东权益	11.29	18.82	27.53	37.14
公司自由现金流	447.75	312.14	446.00	581.71	负债和所有者权益合计	16364.22	17079.02	17648.27	18076.06
股权自由现金流	339.18	-76.82	42.19	234.31					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 18 日
资料来源: 公司年报 (2016), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

汪立亭 批发和零售贸易行业
李宏科 批发和零售贸易行业
王晴 批发和零售贸易行业

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：鄂武商 A,小商品城,欧亚集团,江苏国泰,北京城乡,宏图高科,通灵珠宝,永辉超市,中百集团,津劝业,百联股份,安德利,皖新传媒,东百集团,重庆百货,步步高,青岛金王,王府井,合肥百货,大东方,老凤祥,红旗连锁,家家悦,利群股份,茂业商业,天虹股份,苏宁云商,深圳华强,银座股份

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

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）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。

类别	评级	说明
股票投资评级	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%。
行业投资评级	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

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

江孔亮 副所长
(021)23219422 klijang@htsec.com

邓勇 所长助理
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 所长助理
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

钟奇 所长助理
(021)23219962 zq8487@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
顾潇啸(021)23219394 gxx8737@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
梁中华(021)23154142 lzh10403@htsec.com
联系人
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
联系人
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
史霄安 sx11398@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
薛涵 xh11528@htsec.com
联系人
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
庄梓恺 zzk11560@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
张卿云(021)23219445 zqy9731@htsec.com
姜珺珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
联系人
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
李波 lb11789@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
联系人
郑英亮(021)23154147 zyl10427@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
唐一杰 021-23219406 tyj11545@htsec.com
李影(021)23154147 ly11082@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
刘宇(021)23219608 liuy4986@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
联系人
王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
相美(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
毛建平(021)23154134 mjp10376@htsec.com
殷奇伟(021)23154139 yqw10381@htsec.com
联系人
胡歆 021-23154505 hx11853

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
孙建平(021)23154170 sj10968@htsec.com
师成平(010)50949927 scp10207@htsec.com
联系人
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
刘浩(010)56760098 lh11328@htsec.com

汽车行业

邓学(0755)23963569 dx9618@htsec.com
杜威 0755-82900463 dw11213@htsec.com
谢亚彤(021)23154145 xyt10421@htsec.com
联系人
王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com

公用事业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
赵树理(021)23219748 zsl10869@htsec.com
联系人
陈佳彬(021)23154509 cjb11782@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
王晴(021)23154116 wq10458@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
联系人
史岳(021)23154135 sy11542@htsec.com

互联网及传媒

钟奇(021)23219962 zq8487@htsec.com
郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
许樱之 xyz11630@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
联系人
强超廷(021)23154129 qct10912@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
刘欣(010)58067933 lx11011@htsec.com
唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
陈星光 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
杨娜(021)23154135 yn10377@htsec.com
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
贾亚童(021)23219421 jiayt@htsec.com
联系人
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 联系人 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 张天闻 ztw11086@htsec.com 尹琴(021)23154119 yl11569@htsec.com	煤炭行业 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 李淼(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com	电力设备及新能源行业 杨帅(010)58067929 ys8979@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 徐柏乔(021)32319171 x bq6583@htsec.com 张向伟(021)23154141 z xw10402@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘强(021)23219733 lq10643@htsec.com 联系人 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠 zcc11726@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 谢春生(021)23154123 xcs10317@htsec.com 鲁立 ll11383@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 联系人 洪琳 hl11570@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 联系人 庄宇(010)50949926 zy11202@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张峥青 z zq11650@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 联系人 夏昌盛(010)56760090 xcs10800@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com 联系人 童宇(021)23154181 ty10949@htsec.com	纺织服装行业 唐苓(021)23212208 tl9709@htsec.com 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 于旭辉(021)23219411 y xh10802@htsec.com 联系人 马榕(021)23219431 mr11128@htsec.com
建筑建材行业 邱友锋(021)23219415 qyf9878@htsec.com 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 钱佳佳(021)23212081 qjj10044@htsec.com 联系人 周俊 0755-23963686 zj11521@htsec.com	机械行业 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 联系人 刘璇(021)23219197 lx11212@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zh11756@htsec.com
建筑工程行业 杜市伟 dsw11227@htsec.com 联系人 毕春晖(021)23154114 bch10483@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈阳(010)50949923 cy10867@htsec.com 联系人 关慧(021)23219448 gh10375@htsec.com 夏越(021)23212041 xy11043@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 戚珊(021)23212207 cs9703@htsec.com
军工行业 徐志国(010)50949921 xzg9608@htsec.com 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 联系人 张恒暄(010)68067998 zhx10170@htsec.com 张宇轩 zyx11631@htsec.com	银行行业 林媛媛(0755)23962186 lyy9184@htsec.com 林瑾璐 lij11126@htsec.com 联系人 谭敏沂 tmy10908@htsec.com	社会服务行业 李铁生(010)58067934 lts10224@htsec.com 联系人 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 顾熹阁 021-23154388 gxm11214@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 联系人 李阳 ly11194@htsec.com 朱默辰 zmc11316@htsec.com	造纸轻工行业 曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com 联系人 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@htsec.com
巩柏含 gbh11537@htsec.com
宗亮 zl11886@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
李唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com
黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
蒋炯 jj10873@htsec.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
马晓男 mxn11376@htsec.com
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
方烨晨(021)23154220 fyc10312@htsec.com
慈晓聪 021-23219989 cxc11643@htsec.com
王朝领 wcl11854@htsec.com
张思宇 zsy11797@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
吴尹 wy11291@htsec.com
陆铂锡 lbx11184@htsec.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
张明 zm11248@htsec.com
陈铮茹 czr11538@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 9 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com