

增持 维持

房地产行业

2015年1月28日

市场表现



资料来源：海通证券研究所

相关研究

房地产行业深度报告：行业不死，规则要变——论地产价值链重构

2014.6.23

房地产行业首席分析师

涂力磊

SAC 执业证书编号：

S0850510120001

电话：021-23219747

Email: tll5535@htsec.com

房地产行业分析师

谢益

SAC 执业证书编号：

S0850511010019

电话：021-23219436

Email: xiey@htsec.com

REITs：让梦想照见现实

- REITs实现三方共赢，具有免税优势。** REITs (Real Estate Investment Trusts, 房地产投资信托基金) 是一种以发行收益凭证的方式汇集特定多数投资者的资金，由专门投资机构进行房地产投资经营管理，并将投资综合收益按比例分配给投资者的一种信托基金，可分为权益型、抵押型和混合型三种。REITs特点是：实现政府、开发商和投资者的共赢。长期回报率较高，标的物业类型丰富；可避免自持物业的双重征税(免除企业所得税)；可使房地产投资化整为零，便于小额投资。
- 美国 REITs 保持 40 年高增长，中国首次明确要积极发展 REITs：** 美国 REITs 经历了多轮发展时期，截至 2010 年，美国 REITs 总资产已由 1970 年左右的 10 亿美元飙升至 3890 亿美元，一共增长 388 倍，40 年年均复合增速 16.08%。截至 2015 年 1 月，美国上市开发商总市值 520 亿美元，而上市 REITs 总市值达 9594 亿美元。2014 年 9 月 30 日，央行发布《中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，明确表示要积极稳妥开展房地产投资信托基金 (REITs) 试点。
- 我国 REITs 发展存在制度障碍。** 美国 REITs 可免征企业所得税，目前我国没有，且我国需缴纳资产出售或最终收益分配的土增税或资产转让所得税，这影响了其回报率。其次，登记、上市交易和退出机制，《信托法》、《公司法》相关部分不完善。此外，REITs 产品审批流程复杂、资产评估难，缺乏 REITs 的投资、管理人才等。
- 未来我国 REITs 发展存在巨大发展空间。** 目前我国仅有私募基金化的房地产信托产品。2014 年 4 月，我国首单 REITs - 中信启航专项资产管理计划正式推出。截至 2014 年 1 季度末，我国基金化房地产信托产品规模合计 128.5 亿元。如果按照 1960 年美国 REITs 发展初期的规模占储蓄 0.16% 看，未来我国发展 REITs 初期的规模将达 704.88 亿元。假设按照 2010 年美国上市 REITs 规模占储蓄 17.25% 看，未来我国上市 REITs 规模将达 7.72 万亿元，对房地产资金来源替代率将至 16.34%。
- REITs 可提供稳定资金来源、促进房企轻资产化和深化房地产服务业。** 我国房地产开发资金 46% 来源于银行信贷。REITs 可为开发商提供稳定的外部资金来源。开发商是典型的重资产运营，而 REITs 可加速商业项目变现，实现房企轻资产转型。REITs 可分散投资，无需实物交割，从而极大地丰富了房地产管理和服务的内涵。
- 我国 A 股商业、工业和中介行将受益于 REITs 的推出。** 中国经典 REITs 实践案例包括：中信启航专项资产管理计划、华侨城门票资产证券化和苏宁与中信合作商业项目。我们认为，A 股商业地产公司中的陆家嘴、金融街、中国国贸、招商地产和万科 A；工业地产中的张江高科、市北高新、外高桥、浦东金桥和电子城；中介行中的世联行将受益于 REITs 的推出。
- 投资建议：** 截至 1 月 27 日，2014 年 A 股市场 PE (TTM) 在 18.4 倍，房地产板块 PE (TTM) 在 21.5 倍。地产作为早周期最先受益政策转向是后期主要投资逻辑。流动性和产业政策转向力度决定基本面恢复和板块上行空间。看好龙头和成长企业万科、保利、荣盛、金科、阳光城，房地产服务产业链世联行、产业地产华夏幸福。
- 不确定因素：** 行业基本面下行风险。

目 录

1. REITS基本概念和我国的政策环境.....	5
1.1 REITS的基本概念和特点	5
1.2 我国REITS发展的政策背景	6
2. 海外回顾：美国REITS的发展历程	7
3. 我国REITS发展障碍及未来REITS发展规模.....	9
3.1 我国基金化房地产信托发展存在的制度障碍	9
3.2 我国基金化房地产信托未来发展的预测.....	9
4. REITS对我国房地产行业的影响.....	11
4.1 增强和优化房地产资金来源.....	11
4.2 促使房企由重资产向轻资产模式转变	11
4.3 促进房地产服务业快速发展.....	12
5. 中国REITS的实践案例	13
5.1 中信启航专项资产管理计划.....	13
5.2 华侨城门票资产证券化	14
5.3 苏宁与中信合作商业项目REITs.....	15
6. 受益标的.....	16
7. 风险提示.....	17

图目录

图 1 REITs的类型、特点和主要作用.....	5
图 2 美国上市REITs的物业构成十分丰富.....	6
图 3 美国上市REITs收益率高于其它指数.....	6
图 4 美国REITs的发展重要历程.....	8
图 5 美国上市REITs总市值呈爆发性增长.....	8
图 6 我国发展REITs的优势和劣势因素分析.....	9
图 7 我国基金化房地产信托规模要远小于其它房地产信托.....	10
图 8 预计未来中国REITs占开发商融资之比将达 16%.....	10
图 9 美国REITs经历了爆发性增长.....	11
图 10 未来中国REITs有望出现爆发性增长.....	11
图 11 全国房地产开发资金来源增速下滑明显.....	11
图 12 2014 年 1-9 月全国房地产开发资金累计构成情况.....	11
图 13 REITs促使房企由重资产向轻资产模式转变.....	12
图 14 房地产服务业和世邦魏理仕在上世纪 90 年代以后快速发展.....	13
图 15 中信证券启航资产证券化项目模式.....	14
图 16 华侨城门票资产证券化运作模式.....	15
图 17 苏宁云商资产证券化运作模式.....	16

表目录

表 1 央行《通知》的部分内容.....	6
表 2 美国REITS总市值已远超过传统地产开发行业	7
表 3 发展初期和未来我国上市REITs的规模测算.....	10
表 4 我国受益于REITS的商业、工业和中介行上市公司基本情况	17
表 5 我国受益于REITS的商业、工业和中介行上市公司	18

1. REITS基本概念和我国的政策环境

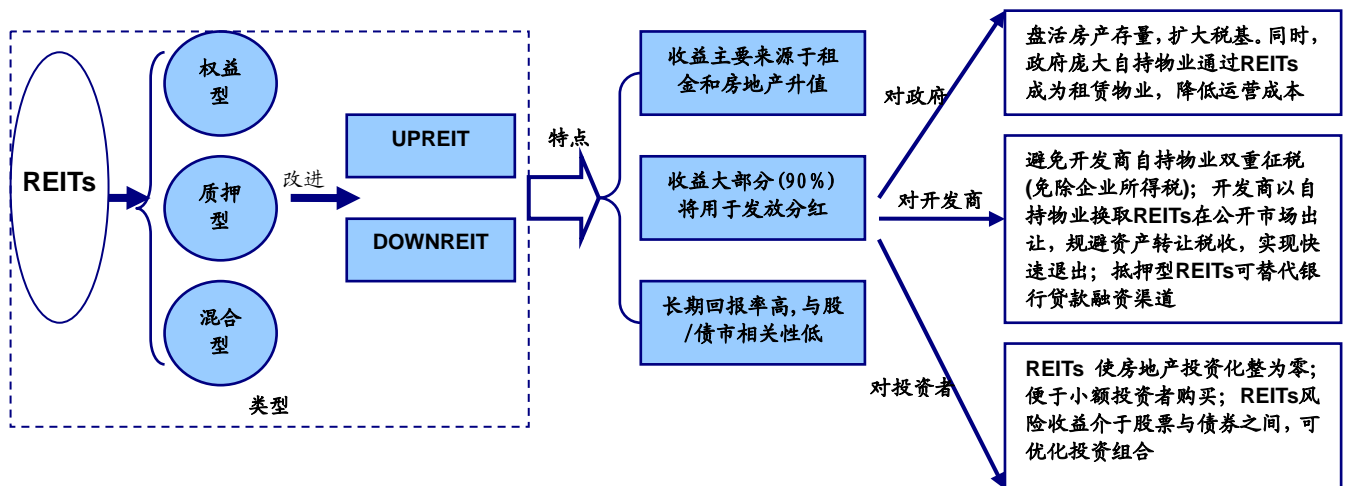
1.1 REITS的基本概念和特点

REITs (Real Estate Investment Trusts, 房地产投资信托基金) 是一种以发行收益凭证的方式汇集特定多数投资者的资金, 由专门投资机构进行房地产投资经营管理, 并将投资综合收益按比例分配给投资者的一种信托基金。

与我国纯属私募信托不同, REITs 绝大多数属于公募。它既可以封闭运行, 也可以上市交易。按照投资类型的不同, REITs 又可分为权益型(直接投资房地产, 藉租金和买卖收入赚取利润)、抵押型(将募集资金透过中介贷给开发商, 收益来源于利息)和混合型(兼有权益型和抵押型特点, 既收取租金, 也收取利息)三种。

此外, 按照组建和运营方式的不同, 又可分为伞型合伙房地产投资信托(UPREITs)和伞型下属合伙房地产投资信托 DOWNREITs 等。

图 1 REITs 的类型、特点和主要作用



资料来源: 公开网站资料、海通证券研究所

REITs 的具体特点是:

一是收益主要来源于租金和房产升值;

二是大部分收益将用于分红;

三是 REITs 长期回报率较高, 与股市、债市的相关性较低;

四是 REITs 对政府而言, 有利于其盘活社会存量房产, 从而扩大税基。同时, 政府庞大自持物业可通过 REITs 转成为租赁物业, 既可帮助政府融资, 也降低运营成本;

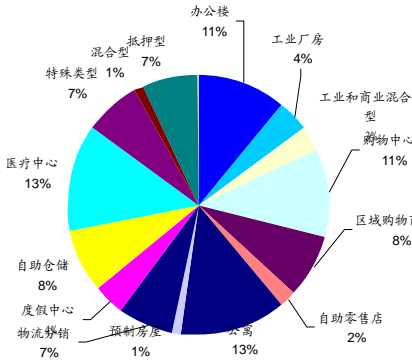
五是 REITs 对开发商而言, 可以避免开发商自持物业的双重征税(免除企业所得税), 从而提高物业的回报率; 开发商以自持物业换取 REITs 在公开市场出让, 可规避资产转让税收; 抵押型 REITs 可替代银行贷款融资渠道;

六是 REITs 对投资者个人而言, 可使房地产投资化整为零, 便于小额投资; REITs 股权具有良好的变现性, 风险收益介于股票与债券之间, 可优化投资组合。

以 REITs 发展相对成熟的美国为例，目前美国 REITs 的物业类型十分丰富且较为分散，包括了办公楼、工业厂房、工业和商业混合型、购物中心、区域购物中心、自助零售店、公寓、预制房屋、物流分销、度假中心、自助仓储、医疗中心、特殊类型、混合型、抵押型等。

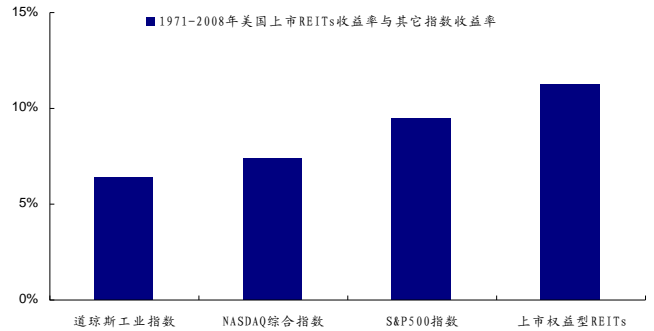
而且美国上市 REITs 的中长期收益率要高于其它指数。例如，1971-2008 年美国上市权益型 REITs 收益率 11.2%，高于同期 S&P500 和道琼斯的收益率 9.49% 和 6.38%。

图 2 美国上市 REITs 的物业构成十分丰富



资料来源：Wind 资讯、海通证券研究所

图 3 美国上市 REITs 收益率高于其它指数



资料来源：Wind 资讯、海通证券研究所

1.2 我国 REITs 发展的政策背景

2013 年 7 月，国务院下发《关于金融支持经济结构调整和转型升级的指导意见》，提出“用好增量，盘活存量”的总体货币政策指导思路，支持经济结构的调整和转型升级。资产证券化业务是盘活存量的重要工具之一。

2014 年 3 月，证券公司资产证券化新规出台，业务常规化，可证券化的基础资产包括企业应收款、信贷资产、信托受益权、基础设施收益权等财产权利，商业物业等不动产财产等。在 8 月 28 日的国务院会议上，李克强总理提出信贷资产证券化要常规化，并且部分资产支持证券可以在交易所流通。

2014 年 9 月 30 日，中国人民银行发布《中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》。文件多层次入手，对房地产信贷进行进一步放松。其中，《通知》除对合理建设给予贷款支持外，明确表示扩大市场化融资渠道，鼓励银行业金融机构通过发行住房抵押贷款支持证券（MBS）；积极稳妥开展房地产投资信托基金（REITs）试点。

表 1 央行《通知》的部分内容

方向	本次内容	改变方向
增强金融机构个人住房贷款投放能力	鼓励银行业金融机构通过发行住房抵押贷款支持证券（MBS）、 发行期限较长的专项金融债券等多种措施筹集资金，专门用于增加首套普通自住和改型普通自住住房贷款投放。	首次提出发行住房抵押贷款支持证券（MBS）等方式筹集资金
继续支持房地产开发企业的合理融资需求	扩大市场化融资渠道，支持符合条件的房地产企业在银行间债券市场发行债务融资工具。 积极稳妥开展房地产投资信托基金（REITs）试点。	本次央行再次明确提出支持符合条件的房地产企业在银行间债券市场发行债务融资工具，开展 REITs 试点。

资料来源：中国人民银行、海通证券研究所

2. 海外回顾：美国REITS的发展历程

伴随土地价值链逐步平缓，从成熟国家实际经验看房地产金融有望成为地产价值创造链新环节。目前，美国房地产金融业的总市值已经超越传统地产开发行业。截至 2015 年 1 月 27 日，美国上市开发商总数 34 个，总市值 520 亿美元，其中市值最大的房屋开发商 Lennar 公司市值在 89 亿美元。

而以 REITs 为代表的美国房地产金融业发展迅猛。截至 2015 年 1 月 27 日，美国有 254 个上市 REITs，总市值达 9594 亿美元。全美最大的商业零售 REIT - 西蒙地产 (SPG) 市值达到 636 亿美元。这几乎是最大开发商 Lennar 公司的 7 倍多。

表 2 美国 REITs 总市值已远超过传统地产开发行业

行业	上市公司数量(个)	总市值(亿美元)	代表公司	代表公司市值(亿美元)	代表公司简介
REITs	254	9594	西蒙地产 (SPG)	636.37	全美最大商业零售 REIT，持有全美最多购物中心、Outlets 及社区商业等。
开发商	34	520	Lennar 公司 (LEN)	89.11	目前市值最大的建造和出售房屋的开发商

注：表中为 2015 年 1 月 27 日市值。

资料来源：公开网站资料、海通证券研究所整理

美国 REITs 经历了不同的发展历史时期，其中：

不稳定早期 (60 年代)：1960 年，美国会批准《房地产信托投资法》，将 REITs 纳入法律管辖。早期 REITs 委托第三方管理，仅是一个物业组合。当时仅有 10 家 REIT，整个规模刚超过 2 亿美元。

首次成长期 (1968~1972 年)：在房地产开发热中，银行掀起新的抵押型 REITs 热潮。这使得 REIT 利用少量股东权益和大量借款向房地产业提供短期贷款，REITs 总资产从 1968 年 10 亿美元快速上升至 70 年代中期 200 亿美元。

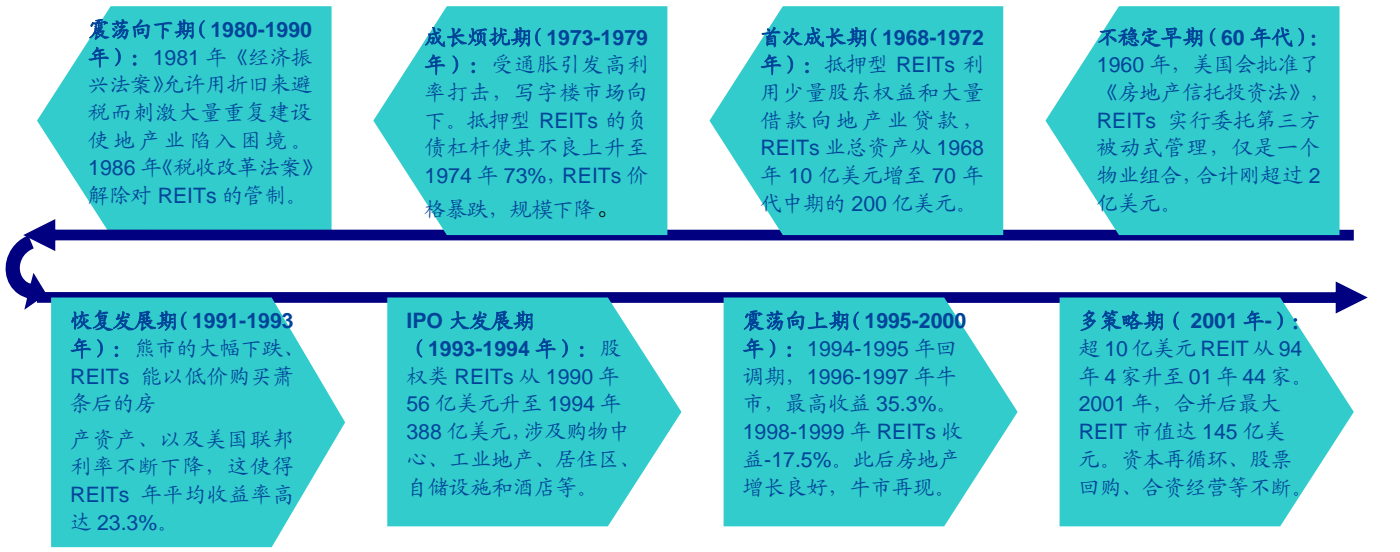
成长烦扰期 (1973~1979 年)：受通胀引发的高利率打击，1973 年起办公/写字楼走下坡路。抵押型 REITs 的负债杠杆使其不良资产迅速升至 1974 年的 73%，REITs 价格暴跌。1979 年底 REITs 规模比 1972 年底小很多。

震荡向下期 (1980~1990 年)：1981 年美国国会通过了《经济振兴法案》，允许业主利用房地产折旧来避税，刺激了房地产购买热。1986 年国会通过《税收改革法案》，取消了避税。80 年代末，大量重复建设使房地产陷入困境。1990 年，股权类 REITs 总收益率为 -14.8%。1986 年《税收改革法案》解除了对 REITs 管制，REIT 实现了资产管理内部化，但是还不能经营非收租类业务。

恢复发展期 (1991~1993 年)：这期间 REITs 年收益率为 23.3%。这源于三个因素：一是此前熊市的大幅下跌，孕育了 REITs 良好业绩；二是在房地产业经历了萧条之后，REITs 能以低价购买资产；三是从 1991 年 1 月到 1993 年底，美国联邦利率不断下降。

IPO 大发展期 (1993~1994 年)：1990 年底，所有公开上市的股权类 REITs 市场总额为 56 亿美元，到 1994 年底，则超过了 388 亿美元。同时，REITs 参与的房地产部门也迅速扩展至购物中心、营销中心、工业地产、居住区、自储设施和宾馆/酒店等。

图 4 美国 REITs 的发展重要历程

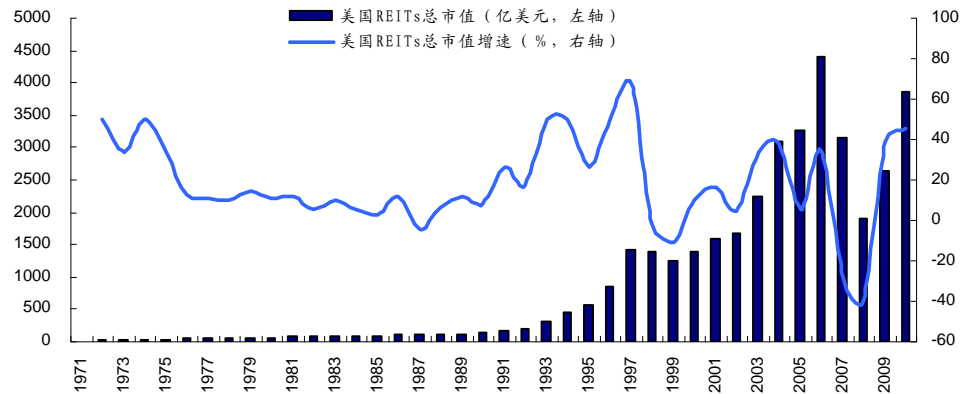


资料来源：网络信息搜集、海通证券研究所

震荡向上期（1995~2000年）：1994~1995年是大多数公寓和零售 REITs 回调期。1996~1997年牛市再现，受养老基金转向 REITs 推动，1996年股权类 REITs 总收益 35.3%。1998~1999年 REITs 因上涨过快而回调。此后，由于经济和房地产增长良好，2000年 REITs 规模和资产价值再次增长。

并购和多策略期（2001年~）：2001年以来，美国房地产业出现一系列收购。超10亿美元的 REIT 由1994年4家升至2001年10月44家。2001年10月，股权写字楼房地产 REIT 被纳入 S&P500 指数，极大增强了整个 REITs 业的信用。此后，资本再循环策略、股票回购、合资经营等受到 REITs 的青睐。

图 5 美国上市 REITs 总市值呈爆发性增长



资料来源：Wind 资讯、海通证券研究所

截至 2010 年，美国 REITs 总资产已经由 1970 年左右的 10 亿美元飙升至 3890 亿美元，一共增长 388 倍，保持 40 年年均复合增速 16.08% 的高增长。特别是 1993 年以来的 REITs 上市热潮中，REITs 的上市总市值更是呈几何级别的上升。

3. 我国REITS发展障碍及未来REITS发展规模

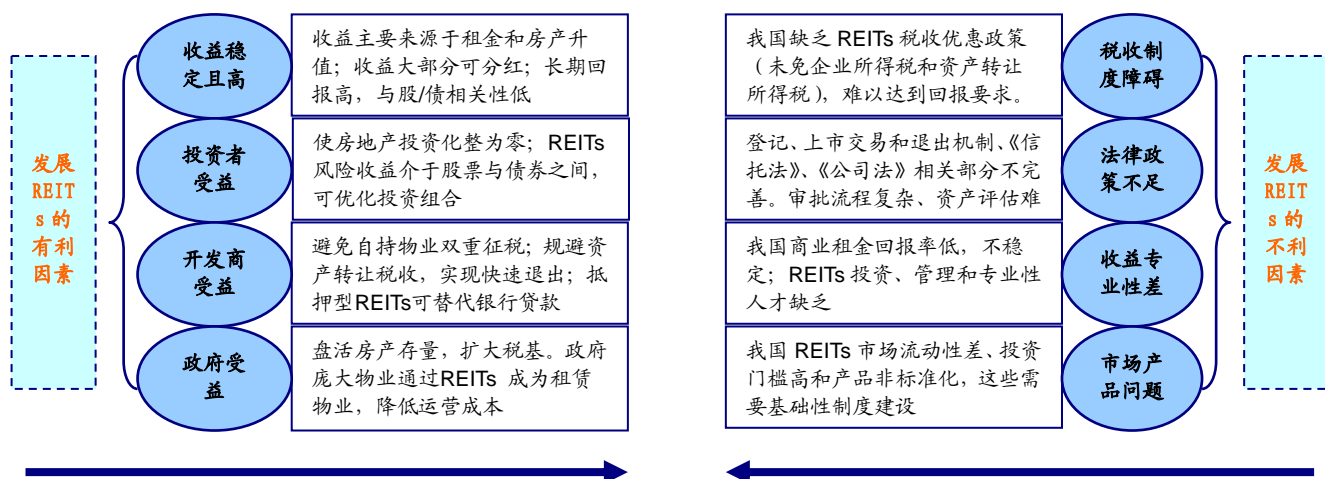
由于 REITs 具有稳定且较高的收益、投资门槛较低，可以优化投资组合、开发商可以获得税收优惠，且部分替代银行信贷，并降低政府的运营成本等优势，这将推动未来中国 REITs 的快速启动和发展。但是，我们也应该看到，与国外成熟的 REITs 产品相比，目前我国发行 REITs 仍然存在制度障碍。

3.1 我国基金化房地产信托发展存在的制度障碍

首先，美国 REITs 具有税收优惠，在公司层面可免征企业所得税；同时美国 REITs 投资的房产也属于免税资产。

然而，目前我国还没有税收支持政策（例如，自持物业出租时租金需缴纳 5.5% 营业税，再缴纳 12% 房产税，扣除费用后还要交 25% 所得税，分红后还要交纳个人所得税）。这样租金收益率就比较低，难以达到 REITs 的回报要求。此外，未来我国资产出售或最终收益的分配，都要缴纳较高的土增税或资产转让所得税。

图 6 我国发展 REITs 的优势和劣势因素分析



资料来源：公开网站资料、海通证券研究所

其次，政策支持力度不足，包括：登记制度、上市交易和退出机制不完善；《信托法》、《公司法》相关部分不完善等。此外，现存的 REITs 产品审批流程复杂、资产评估难也阻碍了 REITs 的推出和发展。

第三，由于我国现有的商用物业租金回报率过低，且不稳定；同时，我国缺乏 REITs 业务管理的投资、管理等专业性人才。这些都障碍了 REITs 的发展。

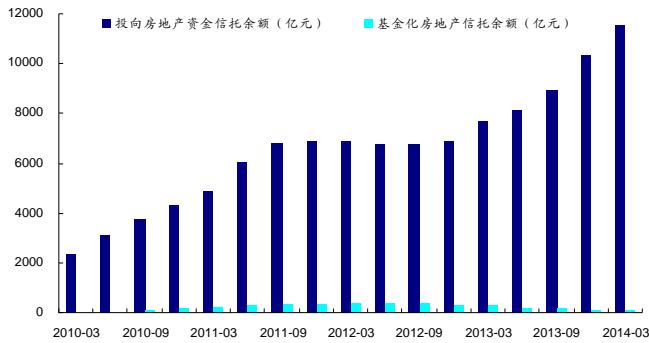
第四，REITs 发展需要良好的市场流动性、较低的投资门槛和产品的标准化进行配合。尽管这些方面较为容易解决，但是基础性制度建设也需要复杂的一个过程。

3.2 我国基金化房地产信托未来发展的预测

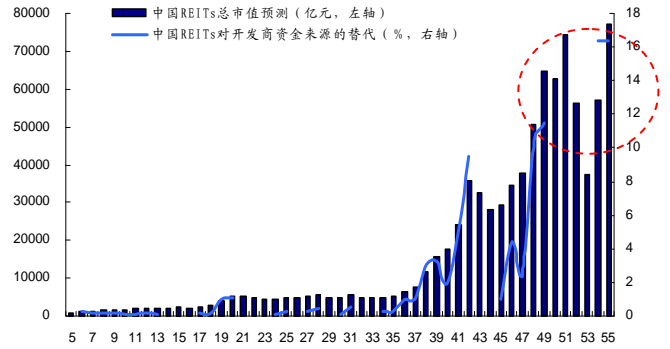
2014 年 4 月，我国首单 REITs - 中信启航专项资产管理计划正式推出。该计划的期限为 3-5 年，投资标的为北京中信证券大厦及深圳中信证券大厦。

由于制约 REITs 推出的各种政策障碍尚未得到实质性解决（美国 REITs 可免征企

业所得税，而中国尚未此项税收优惠政策），因此虽然该产品与海外成熟 REITs 仍存在差异（如流动性等），但考虑到国内相关资产管理计划的缺失，以上产品仍具备象征意义。

图 7 我国基金化房地产信托规模要远小于其它房地产信托


资料来源：Wind 资讯、海通证券研究所

图 8 预计未来中国 REITs 占开发商融资之比将达 16%


资料来源：Wind 资讯、海通证券研究所

目前，我国仅有基金化房地产信托产品，主要是私募性质，其规模要远小于其它房地产信托产品。截至 2014 年 1 季度末，我国基金化房地产信托产品规模合计 128.52 亿元，仅占投向房地产资金信托余额 1.15 万亿元的 1.12%。

按照美国 1960 年 REITs 约 2 亿美元的上市总市值计算，当时美国 REITs 上市总市值占美国储蓄总额的 0.16%。而我国 2013 年底的储蓄总额已达 44.76 万亿元，如果按照 1960 年美国 REITs 发展初期的规模占比看，未来我国发展 REITs 初期的规模将达 704.88 亿元（远大于目前我国基金化房地产信托规模 128.52 亿元）。该规模对房地产资金来源替代率为 0.47%。

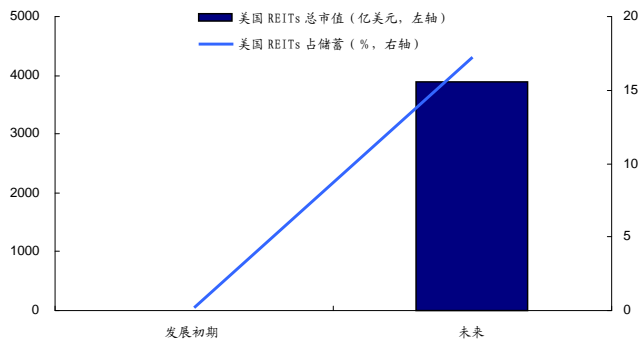
表 3 发展初期和未来我国上市 REITs 的规模测算

1960 年美国上市 REITs 规模 (亿美元)	2
1960 年美国总储蓄规模 (亿美元)	1270
1960 年美国 REITs 上市总市值占储蓄总额比例 (%)	0.16
2013 年底中国金融机构:储蓄存款余额 (万亿元)	44.76
按照 1960 年美国数据测算的中国 REITs 发展初期的规模 (亿元)	704.88
比目前中国基金化房地产信托产品规模 128.52 亿元增加值 (亿元)	576.36
2013 年底中国房地产资金来源额 (万亿元)	12.21
中国 REITs 发展初期对房地产资金来源的替代率 (%)	0.47
2010 年美国上市 REITs 规模 (亿美元)	3890
2010 年美国总储蓄规模 (万亿美元)	2.26
2010 年美国 REITs 上市总市值占储蓄总额比例 (%)	17.25
按照 2010 年美国数据测算的中国未来 REITs 发展规模 (万亿元)	7.72
比上年中国 REITs 发展规模的增加值 (万亿元)	1.99
按照以上逻辑测算的中国未来上市 REITs 对房地产资金来源的替代率 (%)	16.34

资料来源：公司报表、海通证券研究所

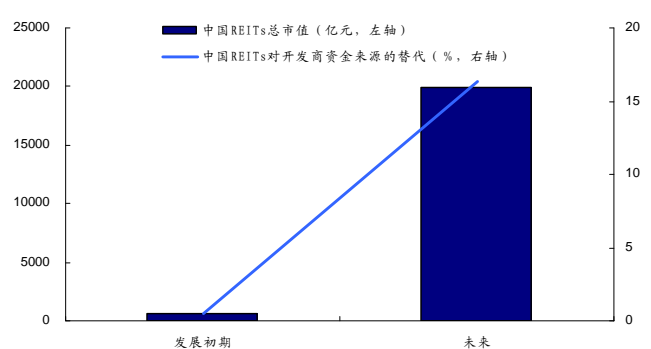
假设按照美国上市 REITs 发展历程（2010 年美国上市 REITs 达 3890 亿美元，占美国储蓄总额的 17.25%），再假设中国储蓄水平不变且未来达到与美国相同规模，可预计我国未来上市 REITs 规模将达 7.72 万亿元，当年增加 1.99 万亿，对房地产资金来源替代率将升至 16.34%（上文测算看，我国 REITs 发展初期的规模是 704.88 亿元，对房地产资金来源的替代率为 0.47%）。

图9 美国 REITs 经历了爆发性增长



资料来源：Wind 资讯、海通证券研究所

图10 未来中国 REITs 有望出现爆发性增长



资料来源：Wind 资讯、海通证券研究所

4. REITs对我国房地产行业的影响

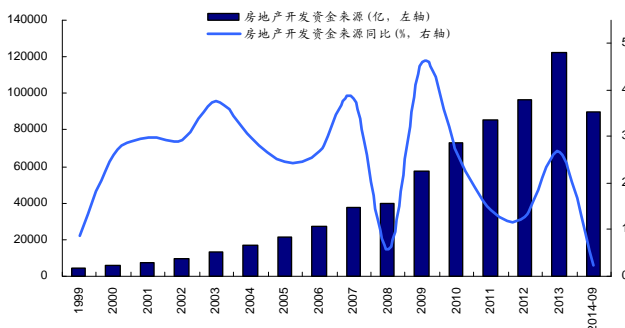
4.1 增强和优化房地产资金来源

随着我国经济步入结构性调整以来，货币政策逐步趋向稳健，更强调存量不变下结构性优化。这给房地产开发资金来源带来负面影响。例如，2010年之前我国房地产开发资金来源增速保持20%以上。进入2011年持续调控以来，房地产开发资金来源增速出现快速下滑。

新一届中央政府继续稳健偏紧的货币政策。截至2014年前三季度，房地产开发资金来源累计8.99万亿元，增速下滑至2.3%。从2014年上半年房地产资金来源构成看，自筹资金占33%，其他资金占32%（其中的定金和预收款占19.27%），各项应付款占20%（其中应付工程款占11.51%），国内贷款占15.27%，利用外资占不到1%。

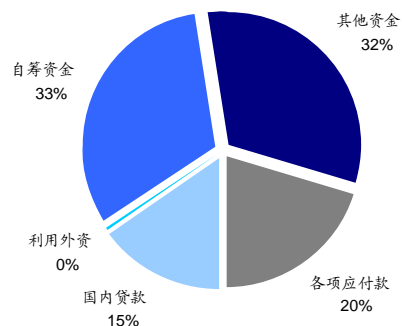
由此可见，房地产企业来自国内贷款、定金和预收款、应付工程款的资金合计达46.05%。这说明我国房地产开发资金有46%以上来源于银行信贷。这既加大了银行金融风险，也不利于房地产企业的长期稳定发展。而REITs可以为我国开发商提供稳定的外部资金融资渠道。

图11 全国房地产开发资金来源增速下滑明显



资料来源：CEIC、海通证券研究所

图12 2014年1-9月全国房地产开发资金累计构成情况



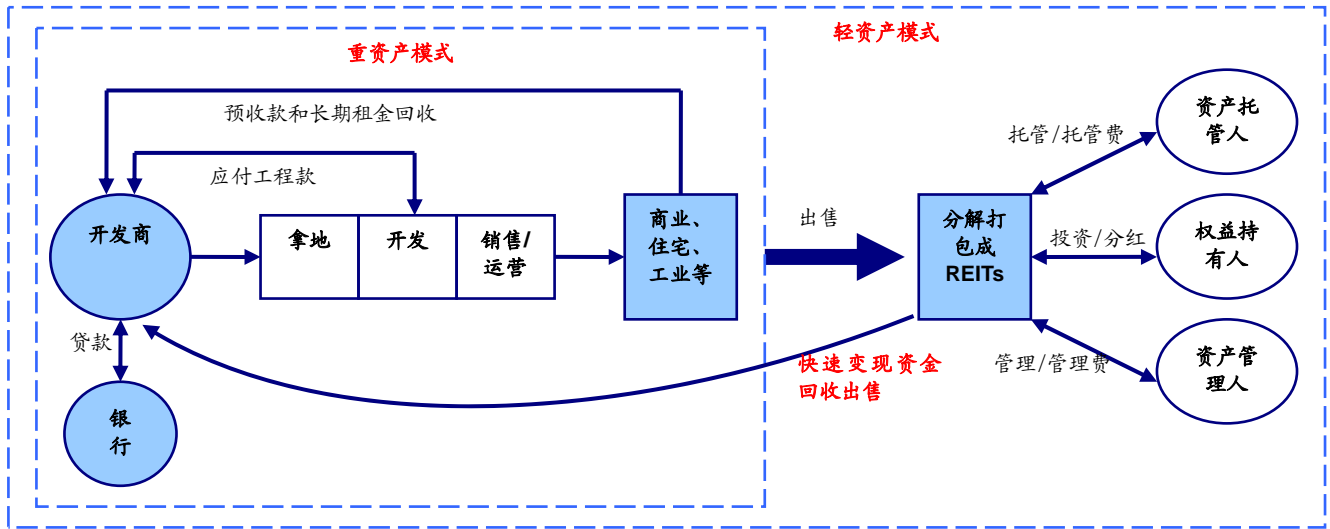
资料来源：CEIC、海通证券研究所

4.2 促使房企由重资产向轻资产模式转变

传统的房地产开发模式，主要是拿地、开发和销售（或运营）模式。该模式使得开

发企业资金来源主要是银行贷款、开发过程中对承包商的工程款占用、客户的预收款(销售)或长期租金回收。特别是商业地产的开发往往以长期租赁获取租金形式实现收益,资本沉淀大,开发商是典型的重资产运营模式。

图 13 REITs 促使房企由重资产向轻资产模式转变



资料来源: 公开网站资料、海通证券研究所

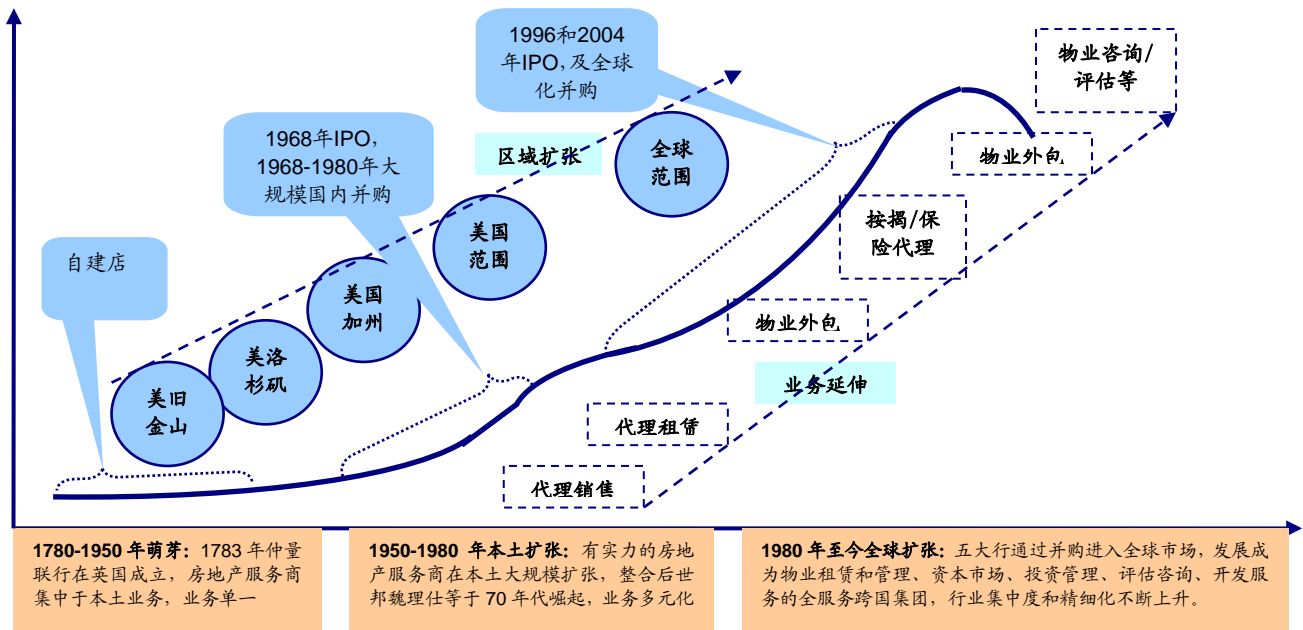
而 REITs 将带来房企经营模式上的巨大改变。开发商可以等商业项目运营成熟后,通过出售、分散和打包设立 REITs 在公开市场出售,引入投资人、资产管理人和托管人,从而实现资金快速的回笼。当然,房企也可持有部分 REITs 份额,从而同时享受分红和物业升值收益。这将促使房企向轻资产进行转型。

4.3 促进房地产服务业快速发展

我们认为, REITs 的发展将推动房地产服务业的快速发展。这是因为 REITs 可使直接、集中占有的房地产权模式转变为由众多分散的投资者占有的模式,这就使得产权转移变得简单,不需要实物的易手,而只需 REITs 收益凭证的交割,从而极大地丰富和深化了房地产管理和服务的范围和内涵。

事实上, REITs 和房地产服务业的大发展几乎同步。例如,全球房地产服务业经历了萌芽、本土扩张和全球扩张三大阶段。其中全球快速扩张期就发生在 1996 年以后(美国 REITs 高增长期也是从 1993 年开始)。五大行(世邦魏理仕(CBRE)、仲量联行(JLL)、戴德梁行(DTZ)、高力国际(Colliers))通过大规模并购进入全球市场,并发展成为涵盖物业租赁、物业管理、资本市场、投资管理、评估咨询、开发服务的全服务跨国集团。

图 14 房地产服务业和世邦魏理仕在上世纪 90 年代以后快速发展



资料来源：公开网站资料、海通证券研究所

以房地产服务商 - 世邦魏理仕为例，公司从 1906 在旧金山建立自建店开始，将业务拓展至洛杉矶，并于 1967 年将业务拓至整个加州，收入增至 500 万美元。但是，早期公司的业务还仅局限于代理销售和租赁。1968 年公司上市后，于 1968-1980 年先后进行 12 次垂直整合型并购，将业务拓展至全美。

同时，公司业务线不断丰富，增加了物业外包等业务，收入也增至 3 亿美元。1996 年以后，公司加快了全球布局的进程，主要是进行全球垂直整合。该期间公司业务收入由 4.7 亿美元上升到 60 亿美元。同时，公司业务链也延伸至按揭和保险代理、物业咨询和评估等。此外，公司还于 1996 年和 2004 年两次实现 IPO，分别募资 8000 万美元 1.38 亿美元。

2013 年，世邦魏理仕实现营业收入 71.85 亿美元，比上年增加 10.30%，比 1992 年增长了 18.96 倍，年均复合增速达到 15.32%。世邦魏理仕资产管理和综合物业服务收入占比高。2012 年，物业和设施管理业务收入达 115 亿元人民币，占比 35%；除租赁外的其它房地产服务收入达 104 亿元人民币，占比 31%。

5. 中国 REITs 的实践案例

5.1 中信启航专项资产管理计划

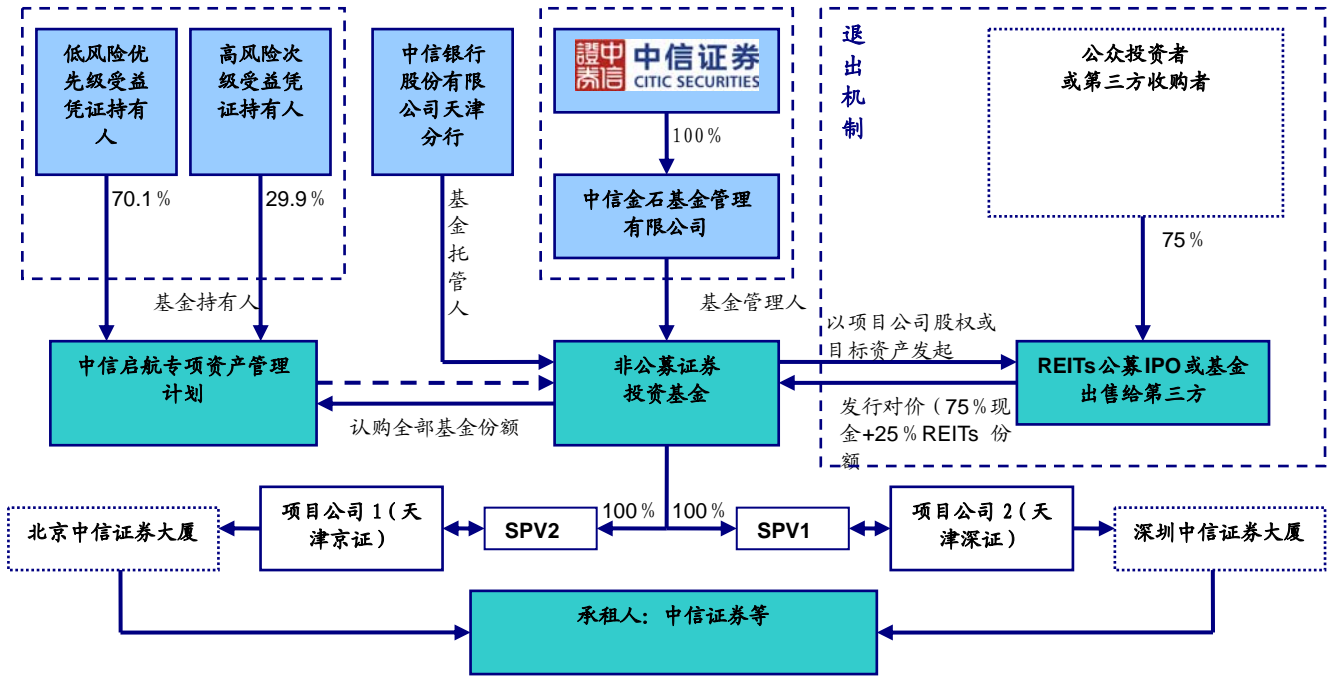
2014 年 1 月，证监会批复《关于核准中信证券股份有限公司设立中信启航专项资产管理计划的批复（证监许可〔2014〕122 号）》同意中信证券设立中信启航产品，以私募 REITs 形式推动国内不动产金融实践。该计划募集资金 52.1 亿元，计划按 70.1%:29.9% 的比例划分为优先级和次级。

其中，优先级份额存续期间获得基础收益，退出时获得资本增值的 10%（浮动收益部分），预计收益率为 7-9%。次级份额存续期间获得满足优先级基础收益后的剩余收益，退出时获得资本增值的 90%（浮动收益部分），预计收益率为 12-42%。优先级产品期限预期为三年，不超过五年，次级产品期限预计为四年，不超过五年。两者皆有权

提前结束。

该产品通过投资非公募基金收购核心商圈的稀缺物业，为投资人实现稳定期间收益和退出增值收益，是国内首单投资优质不动产资产的专项资产管理计划产品。该产品优先级、次级份额皆可在深交所综合协议交易平台交易。非公募基金层面优先保障基金份额持有人利益，专项资产管理计划层面优先保障优先级投资者利益，最终退出时同样优先保证优先级的现金收益。

图 15 中信证券启航资产证券化项目模式



资料来源：百度文库之《中信启航专项计划投资者推介材料》、海通证券研究所

该产品以 REITs 方式退出，退出时，非公募基金将所持物业 100% 的权益出售给由中信金石基金管理有限公司发起的交易所上市 REITs。其中，对价的 75% 将以现金方式取得，剩余 25% 将以 REITs 份额的方式由本基金持有并锁定一年。

这样优先级投资者将在 IPO 时以全现金方式全部退出，次级投资者获得部分现金分配及 REITs 份额。除 REITs 方式退出外，基金还可以市场价格出售给第三方实现退出。考虑到投资物业所在的北京、深圳商圈的租金及售价在未来五年预计有较好的升值空间，出售给第三方是 REITs 退出方式的重要补充。

此外，该产品中的非公募基金是指基金管理人（中信金石基金管理有限公司）拟设立的中信启航非公开募集证券投资基金；计划管理人（中信证券）拟认购并持有中信启航非公开募集证券投资基金的全部基金份额。SPV1/SPV2 是指拟由基金管理人（中信金石）在天津市设立的注册资本均为 30 万元的全资子公司，并拟由其向中信证券分别购买天津京证与天津深证 100% 的股权。

5.2 华侨城门票资产证券化

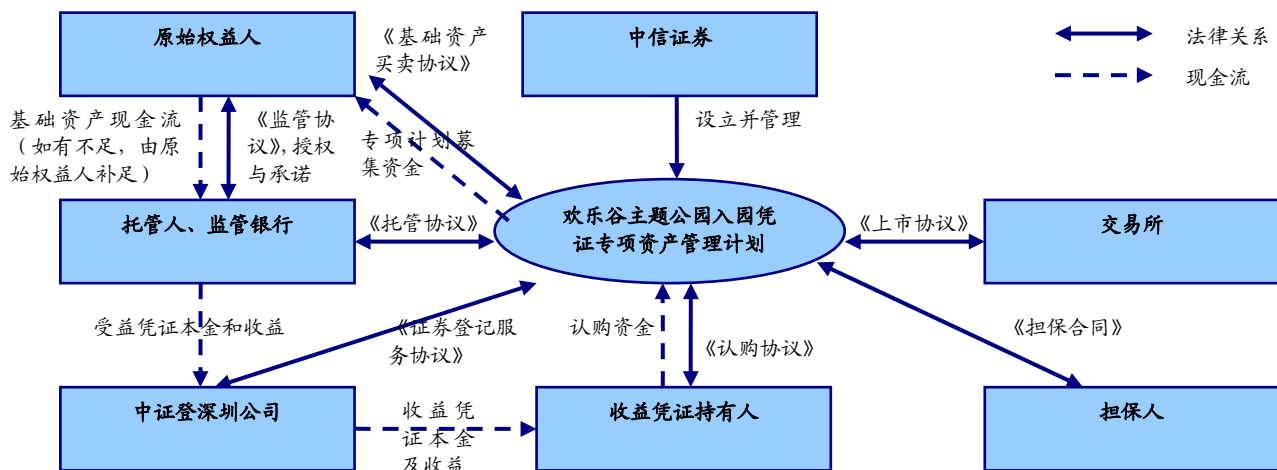
2012 年 12 月，华侨城 A (000069) 发布了“欢乐谷主题公园入园凭证专项资产管理计划”的公告，这是国内第一单基于入园凭证现金流的专项计划项目。华侨城 A 及其子公司上海华侨城和北京华侨城以其自专项计划成立之次日起五年内特定期间的欢乐谷主题

公园入园凭证作为基础资产（即公司旗下的深圳、北京和上海欢乐谷主题公园 5 年内特定期间（5 月-10 月）的入园凭证），由中信证券设立专项计划并以专项计划管理人的身份向投资者发行资产支持受益凭证，合计募集资金 18.5 亿元。募集资金将专款专用，用于欢乐谷主题公园游乐设备和辅助设备维护、修理和更新，欢乐谷主题公园配套设施建设和补充日常运营流动资金。

华侨城本次专项计划的预期收益支付和本金偿还方式采用优先级/次级支付机制，其中优先级受益凭证分为华侨城 1 至华侨城 5 共 5 档，期限分别为 1 年至 5 年，募集资金 17.5 亿元，由符合资格的机构投资者认购；次级受益凭证规模为 1 亿元，由原始权益人之一的华侨城 A 全额认购，按照本金比例计算，优先级受益凭证可获得由次级受益凭证提供的 5.41% 的信用支持。

信用增级措施方面，规定在任意一个初始核算日，若在前一个特定期间内，基础资产销售均价低于约定的最低销售均价和/或销售数量低于约定的最低销售数量，则原始权益人承诺分别进行补足；此外，大股东华侨城集团还为原始权益人如期足额向专项计划账户划转预期金额的欢乐谷主题公园入园凭证收入提供不可撤销连带责任担保。

图 16 华侨城门票资产证券化运作模式



资料来源：百度文库之《华侨城资产证券化案例分析》、海通证券研究所

依据《欢乐谷主题公园入园凭证专项资产管理计划说明书》，深圳、北京、上海三家欢乐谷 2009 年-2011 年的销售现金流分别为 5.7 亿元、8.21 亿元和 9.33 亿元。据评级机构预测，2013-2017 年特定期间内（5 月-10 月），基础资产对应的部分的入园凭证销售现金流分别可达到 5.95 亿元、6.17 亿元、6.17 亿元、6.31 亿元和 6.38 亿元，正常情况下对优先级收益凭证本金和预期收益的最低覆盖倍数达到了 1.45 倍。

5.3 苏宁与中信合作商业项目 REITs

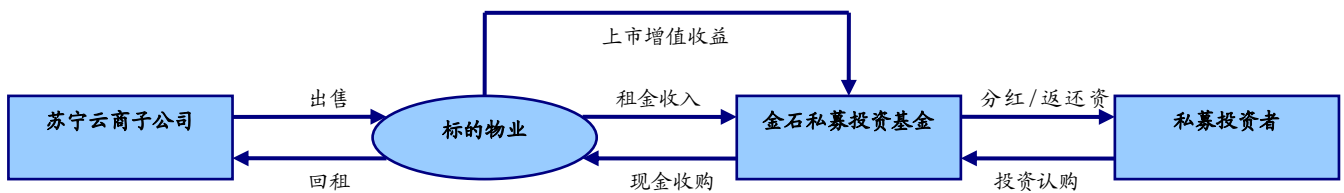
2014 年 10 月，苏宁云商子公司以 11 家自有门店物业的房屋所有权及其土地使用权分别出资设立 11 家全资子公司，门店包括北京通州世纪联华店、北京刘家窑店、常州南大街店、武汉唐家墩店、重庆观音桥步行街店、重庆解放碑店、昆明小花园店、成都春熙路店、成都万年场店、成都西大街店和西安金花路店。公司再以不低于 40.1 亿元的价格将 11 家全资子公司的全部权益转让给中信金石基金拟发起设立的私募投资基金或/及相关方。

该私募投资基金的基金管理人为中信金石基金，它是金石投资有限公司的全资子公

司。门店物业的租金收入及该私募投资基金未来处置股权或门店物业的增值收益，将成为该私募投资基金或/相关方的收益分配来源。本次交易完成后，苏宁云商将按市场价格租用 11 处物业继续经营连锁店，实际租金价格以苏宁云商与股权受让方或其指定方届时签订的《租赁合同》为准，因此本次交易不会影响这些店面的日常经营。

增信措施方面，中信金石基金必要时将可能引进有实力的具备一定资信条件的大型企业包括但不限于苏宁电器集团作为该金融产品提供增信，这可能使得上述企业获得与门店物业相关的权益。

图 17 苏宁云商资产证券化运作模式



资料来源：公开网站资料、海通证券研究所

我们认为，该商业资产的证券化产品，将使得苏宁云商获得优质门店增值收益和现金回笼，并使得苏宁云商以稳定的租赁价格和长期租约获得门店物业的长期使用权。该交易有望给苏宁云商获得不低于 40.11 亿元收入，预计将实现超过 13 亿元的税后净收益。同时，本次交易将使公司降低资产负债率、改善财务指标，并增加营运资金，实现轻资产运营模式。

6. 受益标的

我们认为，A 股上市地产公司中，分三类公司将受益于 REITS 的推出。

首先，商业地产公司中的陆家嘴、金融街、中国国贸、招商地产和万科 A。其次，工业地产中的张江高科、市北高新、外高桥、浦东金桥和电子城。第三，中介行中的世联行。

表 4 我国受益于 REITS 的商业、工业和中介行上市公司基本情况

公司类型	上市公司	公司情况
商业	陆家嘴	陆家嘴（600663）公司商业项目开发沿陆家嘴主干道展开，具有价值稀缺性（持有物业地上、地下总建面合计 302 万平，现值达 482 亿元，未来物业规模将持续增长）。随着上海国际金融中心建设推进，公司持有物业价值、出租率和租金有望不断上升。借助陆家嘴先天品牌优势，公司成功转型商业地产运营商已进入第十年。此外，公司也在尝试聚焦金融股权投资。自贸区建设和前滩、迪斯尼项目陆续启动有望提升公司商业地产开发实战能力，为 2014-2016 年中长期业绩增长提供助力。2014 年 12 月 29 日，运行一年多的上海自贸区正式“扩区”。扩区后，上海自贸区扩大至张江、陆家嘴和金桥园区，总面积将达到 120.72 平方公里。其中，陆家嘴四至范围是东至济阳路、浦东南路、龙阳路、锦绣路、罗山路，南至中环线，西至黄浦江，北至黄浦江，面积 34.26 平方公里。
	金融街	不断被市场增持反映大股东和保险资本对公司中长期价值依旧看好。安邦举牌后大股东继续增持凸显大股东捍卫控股权地位决心。目前，公司拥有总建筑面积约 733 万平的可开发项目，其中地上建筑面积约 583 万平方米；拥有总建筑面积约 68.2 万平的自持物业，其中地上建筑面积约为 49 万平。以上储备和自持资产大部门位于北京、天津、上海、重庆核心位置，尤其金融街区域内项目大多属于绝版地块。2014 年初，公司以总价 52.32 亿，收购 SOHO 中国旗下上海静安梅村项目和上海海伦广场项目 100% 股权。此外，年初公司以 29.94 亿元价格购得广州市荔湾区芳村大道住宅项目。异地扩张取得成效。
	中国国贸	公司正在积极推进三期 B 的建设以及旧展厅和东写字楼的改造，未来随着相关项目的建设逐步到位，公司写字楼出租面积有望进一步扩大。目前北京 CBD 区域 5A 写字楼仍相对稀缺，公司租金收入未来有望进一步扩大。
	招商地产	10 月 17 日招商地产与招商局资本签署战略合作协议，双方将在设立商业地产基金、产业园区探索合作、以及联合开发新的房地产项目等方面展开合作，未来双方有望在 REITS 等领域展开进一步合作。2014 年 4 月 15 日，公司拟将旗下位于深圳的蛇口科技大厦、招商科技大厦二期、花园城数码大厦、蛇口花园城商业中心、新时代广场五项资产及出资 300 万现金，分别设立五家子公司。公司已完成股权激励，后期业绩增长有底限。此外境外上市平台—招商置地，商业地产运营平台—招商商置，智慧服务平台—招商局物业已基本构建完毕。公司“一个根基、两条新路、三片沃野”的业务转型升级总体架构已开始推进。
工业	万科 A	2014 年公司顺利迈入 2000 亿销售大关。公司发行中票利率优势明显，龙头融资能力彰显。目前华润、公司事业部合伙人、安邦保险和外资已成公司前四大股东。股东结构转变体现出中长线资金和万科员工对企业发展的认可。不仅股东结构发生改变，公司“小股操盘”、商业运行模式也开始与国际一流公司接轨，公司正在逐步实现业务模式国际化过程。近期总理谈到“深港通”推出问题。我们认为一旦制度成型，公司本身龙头地位有望使得企业享受更高估值。
	张江高科	张江高科（600895）公司实施以科技房产开发运营、高科技产业投资 and 专业化集成服务战略。随着园区获得“新三板”首批试点，以及上海自贸区扩区的推动，公司有望在 PE 项目投资、物业增值和园区服务等方面持续获益。近期公司加快梳理股权投资项目、加速园区现有土地“二次开发”和完善 PE 投资链，以上行为不仅有利回笼资金也提升业绩，也有利园区租售稳健且逐步提升工业用效力。2014 年 12 月 29 日，运行一年多的上海自贸区正式“扩区”。扩区后，上海自贸区扩大至张江、陆家嘴和金桥园区，总面积将达到 120.72 平方公里。其中，张江高科四至范围是东至外环线、申江路，南至外环线，西至罗山路，北至龙东大道，面积 37.20 平方公里。
	市北高新	市北高新（600604）A 股和 B 股于 2012 年 9 月在上交所上市；公司定位于“都市型产业园区”综合运营商和服务集成商，已布局上海闸北区和江苏南通两个产业园区。目前，公司合计持有权益建面 26.48 万平，预计未来几年将获得 69.33 万平新增权益建面。同时，未来 5 年市北高新园区可开发建面 260 万平，南通储备 4200 亩土地。因此，我们预计未来几年公司项目储备和开发规模有望快速上升。自贸区产业链升级后，部分生产性产业和辅助性企业将转至外高桥周边启动产业园为公司带来间接利好。
中介行	外高桥	外高桥（600648）A 股和 B 股分别于 1993 年 5 月和 7 月在上交所上市。公司主要在上海外高桥保税区内从事工业地产和园区开发，以及区内物流贸易等业务。海陆空交通便利和政策优惠赋予公司先天竞争优势，公司物业规模庞大（总建面合计 500 万平）。去年公司大规模启动森兰·外高桥项目以推动园区的产城融合；森兰项目进入开发高峰有助于公司业绩的逐步释放（该项目商住体量合计 152 万平）。2013 年 8 月，国务院正式批准设立中国（上海）自由贸易试验区，范围涵盖上海市外高桥保税区、外高桥保税物流园区、洋山保税港区和上海浦东机场综合保税区等 4 个海关特殊监管区域，总面积为 28.78 平方公里。成为中国经济新的试验田，实行政府职能转变、金融制度、贸易服务、外商投资和税收政策等多项改革措施，并将大力推动上海市转口、离岸业务的发展。
	浦东金桥	浦东金桥（600639）A 股和 B 股分别于 1993 年 3 月和 5 月在上交所上市；公司未来两年租金收入将保持 15% 稳健增长，具备较强的安全性，并通过组合地产开发销售增强业绩的成长性；公司竞争力体现为依据区内产业链变化进行园区再造和服务提升；参股公司每年有分红，且上市后有望增值 5-7 亿元；未来几年公司业绩将保持稳健增长，并长期有望复制“裕廊”成长模式向区外扩张。2014 年 12 月 29 日，运行一年多的上海自贸区正式“扩区”。扩区后，上海自贸区扩大至张江、陆家嘴和金桥园区，总面积将达到 120.72 平方公里。其中，浦东金桥四至范围是东至外环线，南至锦绣东路，西至杨高路，北至巨峰路，面积 20.48 平方公里。
	世联行	公司外延式增长继续升级，收购青岛安置地，同时继续加大小额贷款信贷基础资产转让。公司小贷业务目前处于 ABS 结算，但正在朝 P2P 方向积极转型。公司是房地产服务产业链核心标的，长期看好。公司当前资金面优秀，传统经纪业务发展稳定，将为未来兼并收购产业链上下游，实现对产业链的整合和新业务（O2O、P2P、资产服务）拓展提供支持。

资料来源：上市公司 2013 年年报、海通证券研究所

表 5 我国受益于 REITS 的商业、工业和中介行上市公司 (截至 2015.1.27)

证券代码	证券简称	总市值 亿元	市净率 (倍)	EPS (元/股)			PE (倍)			评级
				2013	2014E	2015E	2013	2014E	2015E	
商业地产										
600663.SH	陆家嘴	583.72	2.91	0.75	0.81	0.94	49.51	45.84	39.50	增持
000402.SZ	金融街	310.55	0.85	0.96	1.15	1.38	10.82	9.03	7.53	买入
600007.SH	中国国贸	153.61	2.32	0.32	0.56	0.66	47.66	27.23	23.11	增持
000024.SZ	招商地产	614.93	1.19	2.45	1.88	2.16	10.53	13.72	11.94	买入
000002.SZ	万科 A	1462.95	1.32	1.37	1.66	1.97	9.62	7.94	6.69	买入
工业地产										
600895.SH	张江高科	253.83	1.75	0.24	0.26	0.47	68.29	63.04	34.87	买入
600604.SH	市北高新	51.71	5.23	0.30	—	—	42.00	—	—	暂不评级
600648.SH	外高桥	324.21	4.00	0.54	0.58	0.76	59.22	55.14	42.08	增持
600639.SH	浦东金桥	201.01	2.47	0.46	0.56	0.68	56.74	46.61	38.38	增持
中介行										
002285.SZ	世联行	161.00	5.47	0.75	0.55	0.66	28.11	38.33	31.94	买入

资料来源: Wind、海通证券研究所

7. 风险提示

房地产行业与国家政策紧密相关,一旦国内未来采取更加严厉的调控措施将直接影响行业未来发展。

信息披露

分析师声明

涂力磊、谢 盐：房地产行业

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：万科 A (000002.SZ)、保利地产 (600048.SH)、招商地产 (000024.SZ)、金地集团 (600383.SH)、华侨城 A (000069.SZ)、金融街 (000402.SZ)、首开股份 (600376.SH)、北京城建 (600266.SH)、苏宁环球 (000718.SZ)、万通地产 (600246.SH)、荣盛发展 (002146.SZ)、滨江集团 (002244.SZ)、广宇集团 (002133.SZ)、亿城股份 (000616.SZ)、广宇发展 (000537.SZ)、天津松江 (600225.SH)、天房发展 (600322.SH)、栖霞建设 (600533)、张江高科 (600895.SH) 和南京高科 (600064.SH)。

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

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 所长助理 (021) 23219422 kljiang@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 联系人 王丹(021) 23219885 wd9624@htsec.com 于博(021) 23219820 yb9744@htsec.com	金融工程研究团队 吴先兴(021)23219449 wuxx@htsec.com 郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com 冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com 朱剑涛(021)23219745 zhujt@htsec.com 张欣慰(021)23219370 zwx6607@htsec.com 曾逸名(021)23219773 zym6586@htsec.com 纪锡靓(021)23219948 jxl8404@htsec.com 联系人 杜灵(021)23219760 dg9378@htsec.com 余浩淼(021) 23219883 yhm9591@htsec.com 沈泽承(021) 23212067 szc9633@htsec.com 袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com	金融产品研究团队 单开佳(021)23219448 shankj@htsec.com 倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com 罗震(021)23219326 luozh@htsec.com 唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com 孙志远(021)23219443 szy7856@htsec.com 陈亮(021)23219914 cl7884@htsec.com 陈瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com 伍彦妮(021)23219774 wyn6254@htsec.com 桑柳玉(021)23219686 sly6635@htsec.com 陈韵骋(021)23219444 cychen@htsec.com 田本俊(021)23212001 tbj8936@htsec.com 联系人 冯力(021)23219819 fl9584@htsec.com 宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
---	---	--

策略研究团队 荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com 汤慧(021)23219733 tangh@htsec.com 王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com 刘瑞(021)23219635 lr6185@htsec.com 李珂(021)23219821 lk6604@htsec.com 张华恩(021)23212212 zhe9642@htsec.com	中小市值团队 钮宇鸣(021)23219420 nyu@htsec.com 何继红(021)23219674 hejh@htsec.com 孔维娜(021)23219223 kongwn@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
---	--	---

批发和零售贸易行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 李宏科(021)23219671 lhk6064@htsec.com 路颖(021)23219403 luying@htsec.com 潘鹤(021)23219423 panh@htsec.com	石油化工行业 邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com 王晓林(021)23219812 wxl6666@htsec.com	非银行金融行业 丁文韬(021)23219944 dwt8223@htsec.com 吴绪越(021)23219947 wxy8318@htsec.com 王维逸(021)23212209 ww9630@htsec.com
--	--	--

电力设备及新能源行业 周旭辉(021)23219406 zxh9573@htsec.com 牛品(021)23219390 np6307@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 xbj6583@htsec.com	有色金属行业 钟奇(021)23219962 zq8487@htsec.com 施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com 刘博(021)23219401 liub5226@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
---	--	--

机械行业 龙华(021)23219411 longh@htsec.com 徐志国(010)58067934 xzg9608@htsec.com 熊哲颖(021)23219407 xzy5559@htsec.com 联系人 韩鹏程(021)23219963 hpc9804@htsec.com 赵晨(010)58067988 zc9848@htsec.com	医药行业 周锐(0755)82780398 zr9459@htsec.com 余文心(0755)82780398 ywx9460@htsec.com 刘宇(021)23219608 liuy4986@htsec.com 王威(0755)82780398 ww9461@htsec.com 郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com	建筑工程行业 赵健(021)23219472 zhaoj@htsec.com 张显宁(021)23219813 zxn6700@htsec.com 联系人 金川(021)23219957 jc9771@htsec.com
--	---	--

计算机行业 陈美凤(021)23219409 chenmf@htsec.com 蒋科(021)23219474 jiangk@htsec.com 王秀钢(010)58067934 wxg8866@htsec.com	房地产业 涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com 谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com 贾亚童(021)23219421 jiayt@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 马浩博(021)23219822 mh6614@htsec.com 联系人 戚珊(021)23212207 cs9703@htsec.com
--	--	--

汽车行业 邓学(0755)23963569 dx9618@htsec.com 廖瀚博(0755)82900477 lbh9781@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 夏木(021)23219748 xiam@htsec.com 联系人 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com	社会服务业 林周勇(021)23219389 lzy6050@htsec.com
--	--	---

银行业 林媛媛(0755)23962186 王宇轩(021)23219383 lyy9184@htsec.com wyx9965@htsec.com	基础化工行业 曹小飞(021)23219267 张瑞(021)23219634 caoxf@htsec.com zr6056@htsec.com	建筑建材行业 邱友锋(021)23219415 周煜(021)23219972 qyf9878@htsec.com zy9445@htsec.com
交通运输行业 虞楠(021)23219382 姜明(021)23212111 yun@htsec.com jm9176@htsec.com	家电行业 陈子仪(021)23219244 宋伟(021)23219949 chenzy@htsec.com sw8317@htsec.com	通信行业 徐力(010)58067940 xl9312@htsec.com
纺织服装行业 焦娟(021)23219356 唐苓(021)23212208 jj9604@htsec.com tl9709@htsec.com	电子行业 董瑞斌(021)23219816 陈平(021)23219646 drb9628@htsec.com cp9808@htsec.com	造纸轻工行业 曾知(021)23219473 zz9612@htsec.com
互联网及传媒行业 张杰伟(021)23219775 联系人 王幽悠(021)23212210 zjw9915@htsec.com wyy9632@htsec.com	煤炭行业 朱洪波(021)23219438 zhb6065@htsec.com	公用事业 联系人 张一弛(021)23219402 韩佳蕊(021)23212259 zyc9637@htsec.com hjr9753@htsec.com

海通证券股份有限公司机构业务部

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

贺振华 董事副总经理
 (021)23219381
 hzh@htsec.com

深广地区销售团队

蔡铁清 (0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 刘晶晶 (0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 辜丽娟 (0755)83253022 gulj@htsec.com
 高艳娟 (0755)83254133 gyj6435@htsec.com
 伏财勇 (0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 邓欣 (0755)23607962 dx7453@htsec.com

上海地区销售团队

贺振华 (021)23219381 hzh@htsec.com
 季唯佳 (021)23219384 jiwj@htsec.com
 胡雪梅 (021)23219385 huxm@htsec.com
 黄毓 (021)23219410 huangyu@htsec.com
 朱健 (021)23219592 zhuj@htsec.com
 黄慧 (021)23212071 hh9071@htsec.com
 孙明 (021)23219990 sm8476@htsec.com
 孟德伟 (021)23219989 mdw8578@htsec.com
 黄胜蓝(021)23219386 hsl9754@htsec.com
 张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
 杨洋(021)23219281 yy9938@htsec.com

北京地区销售团队

赵春 (010)58067977 zhc@htsec.com
 隋巍 (010)58067944 sw7437@htsec.com
 江虹 (010)58067988 jh8662@htsec.com
 杨帅 (010)58067929 ys8979@htsec.com
 张楠 (010)58067935 zn7461@htsec.com
 许诺 (010)58067931 xn9554@htsec.com
 杨博 (010)58067996 yb9906@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