

投资评级 优于大市 首次覆盖

深根金桥的新兴城区开发运营商

股票数据

09月19日收盘价(元)	11.19
52周股价波动(元)	10.60-19.32
总股本/流通A股(百万股)	1122/850
总市值/流通市值(百万元)	12560/12560

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-1.2	-4.7	-8.0
相对涨幅(%)	-3.8	-1.3	0.5

资料来源: 海通证券研究所

分析师:涂力磊
Tel:(021)23219747
Email:tl5535@htsec.com
证书:S0850510120001

分析师:谢盐
Tel:(021)23219436
Email:xiey@htsec.com
证书:S0850511010019

投资要点:

- 金桥开发区将打造自贸金桥、智造金桥和城市副中心。**1990年,上海金桥经济技术开发区成立。开发区规划面积27.38平方公里。2014年12月,金桥开发区片区20.48平方公里纳入了中国(上海)自由贸易区。目前,开发区已转型为“新能源汽车产业”、“智能装备产业”、“移动视讯产业”和“金融科技产业”的“3+1”新型产业结构。未来,开发区将依托双自联动、科创中心,打造“自贸金桥”;打造“智造金桥”和“金桥城市副中心”。
- 公司是深根金桥的新兴城区开发运营商。**1992年,公司正式成立。1993年,公司分别在A股和B股上市。目前,公司主要在上海金桥经济技术开发区内从事工业、办公、科研、住宅、商业的开发、运营和管理。目前,公司以“新兴城区开发运营商”总体定位,成功打造了金桥开发区和碧云国际社区。
- 工业制造类园区品牌扩张力强。**目前,工业制造类园区产业链条可以随着龙头企业的入驻而逐步成形。随着时间推移,园区根据产业链的升级和更迭进行再造。由此,工业制造类园区的品牌竞争力逐步形成。此后,园区可以通过适当的客户捆绑、服务管理输出和资本扩张等方法,实现在园区外业务的品牌输出。
- 公司资产含金量高。**截止2017年底,公司在营项目和在建项目主要分布在金桥,涵盖住宅、研发楼、办公楼、商业、酒店、配套、工业、土地储备,地上建面分别为67.29万平、81.61万平、5.69万平、24.78万平、1.98万平、10.03万平、89.32万平和50.30万平,合计331万平。目前,公司在建的住宅物业主要是碧云壹零和碧云尊邸。碧云尊邸位于碧云国际社区的中部,地上建面约10.06万平,地下建面约9.58万平,位置稀缺而价值含量高。
- 投资建议。受益国资改革和自贸区建设,“优于大市”评级。**公司主要从事上海金桥出口加工区内的工业地产和园区开发和租售业务。我们认为,未来公司租赁收入每年有望保持10%稳定增长。碧云尊邸(S11项目)已于2017年7月全面开工。建筑面积20万平临港碧云壹零开盘销售良好。我们认为,上海自贸区建设有望给公司土地带来价值重估,未来公司国资改革有望推动公司进一步发展。我们预计公司2018、2019年EPS分别是0.73和0.88元。根据目前上海自贸区标的动态PE估值,给予公司2018年16-20倍PE,对应的合理价值区间为11.68-14.60元,给予公司“优于大市”评级。
- 风险提示:**公司租售业务面临加息和政策调控风险,以及经济下滑风险。

主要财务数据及预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1469.32	1673.83	1883.03	2207.03	2574.77
(+/-)YoY(%)	-2.02%	13.92%	12.50%	17.21%	16.66%
净利润(百万元)	616.75	737.46	814.19	985.66	1153.90
(+/-)YoY(%)	30.80%	19.57%	10.40%	21.06%	17.07%
全面摊薄EPS(元)	0.55	0.66	0.73	0.88	1.03
毛利率(%)	64.78%	67.19%	64.48%	65.69%	67.83%
净资产收益率(%)	7.13%	8.25%	8.35%	9.18%	9.70%

资料来源: 公司年报(2016-2017), 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

目 录

1. 公司是深根金桥的新兴城区开发运营商	5
1.1 金桥开发区将打造自贸金桥、智造金桥和城市副中心	5
1.2 公司在金桥开发区打造产业地产品牌	5
1.3 上海北郊产业园将成为公司后续开发重点	6
2. 公司模式探讨—工业制造类园区品牌扩张力强	6
2.1 成长模式：品牌竞争力和资本输出是关键	6
2.2 运营模式：依据产业链进行蜕变，打造品牌竞争力	7
2.3 生产性服务业：碧云国际社区、Office park	7
3. 经营情况—主营为租赁和少量房产销售，业绩稳健	8
4. 公司资产涵盖住宅、商业、工业地产等	9
4.1 住宅物业	9
4.2 研发楼物业	11
4.3 商办配套物业	13
4.4 工业物业及其他类型	14
5. 公司业绩预测和估值	14
5.1 公司 EPS 预测	14
5.2 公司 RNAV 预测	15
6. 公司投资建议	15
7. 主要不确定因素	16
财务报表分析和预测	17

图目录

图 1	金桥园区区域优势明显	5
图 2	上海金桥经济技术开发区的区域分布	5
图 3	公司控股股东结构	6
图 4	上海北郊产业园区区位图	6
图 5	上海北郊产业园核心区一期局部	6
图 6	上海金桥经济技术开发区依据园区产业发展的规律进行蜕变	7
图 7	生产性服务业载体—碧云国际社区	8
图 8	生产性服务业载体—Office park	8
图 9	公司营收稳定和净利润稳健增长	8
图 10	2018 年上半年公司主营业务为地产租赁	8
图 11	近年来公司主营业务毛利率保持稳中有升	9
图 12	近年来公司费用率水平有所下降	9
图 13	碧云花园 II 期地块区位图	10
图 14	碧云花园 II 期地块现场情况	10
图 15	上海金桥中环碧云庭服务公寓块区位图	11
图 16	上海金桥中环碧云庭服务公寓	11
图 17	碧云尊邸区位图	11
图 18	碧云尊邸景观示意图	11
图 19	由度工坊区位图	12
图 20	由度工坊实景图	12
图 21	office park II 期区位图	12
图 22	office park II 期景观示意图	12
图 23	北郊未来产业园区区位图	13
图 24	北郊未来产业园景观示意图	13
图 25	啦啦宝都商业办公项目区位规划图	14
图 26	啦啦宝都商业办公项目景观示意图	14

表目录

表 1	公司 2017 年项目情况一览表	9
表 2	公司住宅物业情况一览表.....	10
表 3	公司研发楼物业情况一览表	11
表 4	公司商办配套物业情况一览表	13
表 5	公司工业物业情况一览表.....	14
表 6	2018-2019 年公司房地产项目结转面积和结转收入预测表.....	14
表 7	2018-2019 年公司租赁业务收入预测表（百万元）	15
表 8	2018-2019 年公司分项目业务收入预测表（百万元）	15
表 9	公司 RNAV 估值表（百万元）	15
表 10	上海自贸区相关的上市公司的估值（收盘价日期为 2018.9.19）	16

1. 公司是深根金桥的新兴城区开发运营商

1.1 金桥开发区将打造自贸金桥、智造金桥和城市副中心

1990年，国家级经济技术开发区-上海金桥经济技术开发区成立。开发区规划面积27.38平方公里，分为北区和南区（分别为18.48平方公里、8.9平方公里）。2014年12月，金桥开发区片区20.48平方公里纳入了中国（上海）自由贸易区。

目前，开发区四大传统产业（汽车及零部件产业、现代家电产业、生物医药及食品产业和电子信息产业）已转型为“新能源汽车产业”、“智能装备产业”、“移动视讯产业”和“金融科技产业”的“3+1”新型产业结构，并逐步发展成为上海重要的先进制造业核心功能区、生产性服务聚集区、战略性新兴产业区和生态工业示范区。

截至2017年底，金桥开发区实现工业总产值2343亿元，增长23.7%，实现营收6908亿元，增长10.6%；其中生产性服务业实现营收3672亿元，增长13%，占园区总收入的53.2%。目前，金桥开发区已形成以通用汽车为龙头的汽车产业集群，正不断向新能源及智能网联汽车方向转型。在智能装备产业，开发区重点布局机器人、3D打印、智能测控装置与部件，智能制造系统和智能工厂解决方案等。在国内网络视讯产业中的视频播控领域，打造“内容+平台+硬件创新+服务”完整产业链。金融科技产业方面，开发区聚焦金融云平台、金融征信、投资大数据、消费大数据等金融大数据领域。

未来，开发区将依托双自联动、科创中心，试点个人将科技成果、知识产权等无形资产入股和转让政策，打造“自贸金桥”；依托中国智造2025，鼓励体制内的创新人才向市场释放，建设海外制造业人才自由港，打造“智造金桥”；依托上海2035，打造创新创业生态完善、产城融合和生态文明提升的国际一流智造区，打造“金桥城市副中心”。

图1 金桥园区区域优势明显



资料来源：公司网站、海通证券研究所

图2 上海金桥经济技术开发区的区域分布



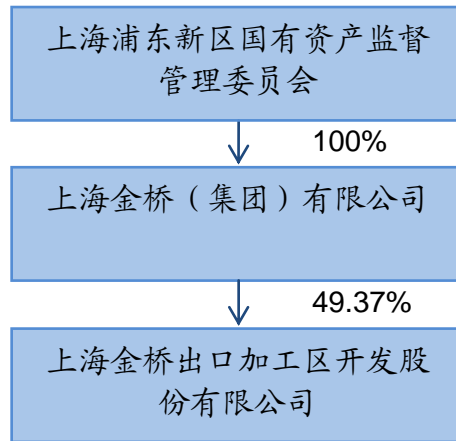
资料来源：公司网站、海通证券研究所

1.2 公司在金桥开发区打造产业地产品牌

1992年11月，上海金桥出口加工区开发股份有限公司正式成立。1993年3月，公司在上交所A股上市（浦东金桥，600639）；同年5月，公司在B股挂牌（金桥B股，900911）。目前，公司主要在上海金桥经济技术开发区内从事工业、办公、科研、住宅、商业的开发、运营和管理，业务涵盖出租、出售、管理和增值服务。公司正采取租售结合、以租为主的经营模式向新兴城区开发运营商转型。2015年6月，作为首批改革试点企业之一，公司成为浦东新区国资委一级直属企业。

经过27年的发展，公司以“新兴城区开发运营商”的总体定位，成功打造了金桥开发区和碧云国际社区。目前，公司在金桥开发区内拥有厂房、办公楼、住宅、商铺以及教育、休闲配套等各类投资性物业约230万平及约35.45万平出租土地。公司的核心竞争力主要是新兴城区的设计、开发、经营和管理于一体的“集成”开发能力。

2017年底，公司注册资本11.22亿元，资产总额204.85亿元，归母净资产89.39亿元；实现主营业务收入16.74亿元，净利润7.37亿元，2017年，公司运营管理的金桥开发区企业累计实现营业收入6908亿元，总产值2342亿元。

图3 公司控股股东结构


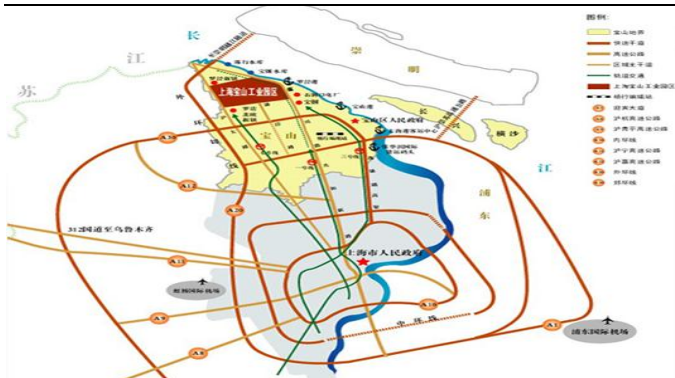
资料来源：公司 2017 年年报、海通证券研究所

1.3 上海北郊产业园将成为公司后续开发重点

为打造上海“区区合作、品牌联动”的新型示范基地，上海宝山工业园区管理委员会与上海金桥（集团）有限公司联合开发东至潘泾河、西至沪太路、南至石太路、北至金石路，规划面积约 7.3 平方公里的上海北郊未来产业园项目。该园区定位为集总部研发、高端住宅、商务配套于一体的产城融合新区，由双方合作组建公司（上海金讯资产经营有限公司）作为开发主体进行分期开发、建设运营。

首期开发项目为：东至萧云路、西至沪太路、南至金池路、北至罗北一号河区域，总占地面积约 183 亩，将打造成为以工业设计、研发中试、企业总部、科技孵化、专业技术平台等为重点的创新型示范科技园。金桥集团将发挥在高科技产业园区、生产性服务业功能区、商务园区的开发优势，负责项目规划定位、产业研究、融资担保等工作。

2013 年 7 月，宝山工业园区与金桥集团正式签订了《战略合作协议》。双方已确定园区西南部核心区域四幅近 800 亩的地块作为首个合作的“园中国”开发项目。集团将推出碧云北郊社区、office park、闻道园等子品牌，将之打造为有特色的商业休闲和商务区、当代文化的创意产业区、北郊特色旅游区、国际教育基地和生态示范基地。

图4 上海北郊产业园区位图


资料来源：公司网站、海通证券研究所

图5 上海北郊产业园核心区一期局部


资料来源：公司网站、海通证券研究所

2. 公司模式探讨—工业制造类园区品牌扩张力强

2.1 成长模式：品牌竞争力和资本输出是关键

我们认为，从园区功能上看，我国开发区大体可划分为研发创新类（例如张江高科）和工业制造类（金桥开发区）两种。

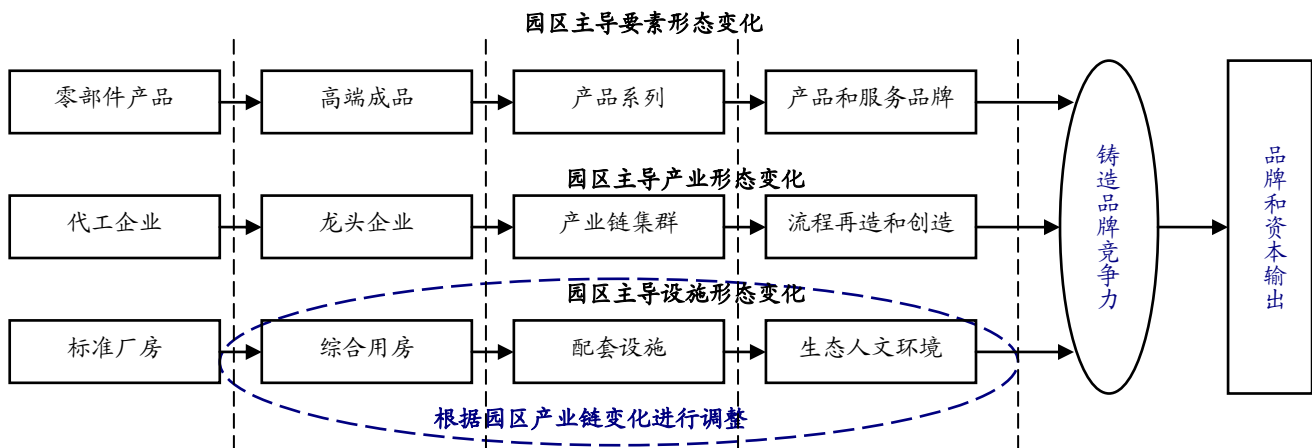
不同于研发创新类园区，目前，尽管工业制造类园区的政策优势已基本消失，但是工业制造类园区产业链条可以随着龙头企业的入驻而逐步成形，并向前端总部和后端循环再利用延伸。随着时间推移，园区根据产业链的升级和更迭进行再造。由此，工业制造类园区的品牌竞争力逐步形成。此后，园区可以通过适当的客户捆绑、服务管理输出和资本扩张等方法，实现在园区外业务的品牌输出。

2.2 运营模式：依据产业链进行蜕变，打造品牌竞争力

作为工业制造类园区的公司，品牌和资本输出能力是未来成长的关键，而要塑造这种服务品牌就要努力打造公司对区内产业链的高度适应能力和服务能力。

上海金桥经济技术开发区自 1990 年成立以来，已实现从“代工厂”向“智慧谷”的蜕变。从园区要素形态看，金桥开发区因高起点而越过了初期的零部件加工、直接升级到高端制造、再到产品系列极大丰富，直至产品和服务品牌的创造过程；以此相应地，金桥产业形态也越过代工企业云集阶段，直接进入产业龙头入驻引领，再到多个优势产业链集群生成，直至流程优化和再造的全过程；为此，金桥园区从初期为龙头企业打造各式厂房和综合性用房，到为产业链完善各类配套设施，直至日益注重生态人文环境的打造。

图6 上海金桥经济技术开发区依据园区产业发展的规律进行蜕变



资料来源：公司网站、海通证券研究所

而上述“创新求变”的品牌竞争力的本质就是服务，其具体体现就是金桥园区生产性服务业的兴起和集聚。

2.3 生产性服务业：碧云国际社区、Office park

随着金桥开发区产业链的集聚，公司适时加大了生产性服务业的发展力度。从具体的生产性服务业载体看，主要是碧云国际社区和“生产性服务业集聚区”- Office park。

在上海有着“西有虹桥古北，东有金桥碧云”的碧云国际社区位于上海浦东新区北中心位置，占地 4 平方公里，塑造出一个品位不凡，绿意盎然的城中之城。社区以浓郁的异国格调、卓越的文化品味、多元的社交氛围，吸引了五十多个国家和地区的千余户外籍家庭入住，打造了“最适合国际家庭居住的国际化社区”。社区以租赁方式为主，注重生活配套建设，强调生态环保。产品类型包括碧云别墅、碧云别墅-银杏苑、碧云花园等。

图7 生产性服务业载体—碧云国际社区


资料来源：公司网站、海通证券研究所

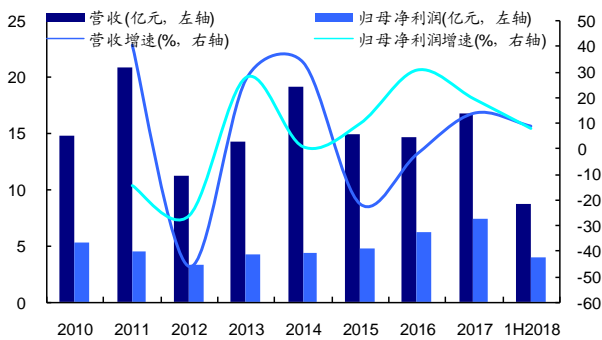
图8 生产性服务业载体—Office park


资料来源：公司网站、海通证券研究所

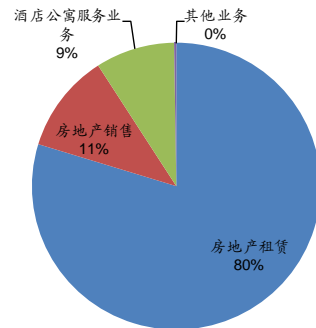
Office park 位于上海浦东新金桥路 27 号，毗邻碧云国际社区，东靠中环线金桥路段，西靠红枫路，北靠新金桥路，南靠明月路。项目性质是办公，占地面积 22.5 万平，容积率 0.55，绿化率为 51%。它是上海公园式研发楼的代表，总部经济、研发办公是其清晰的定位，园区内 15 幢美式和法式现代风格的研发办公楼和 2 幢员工餐厅，每幢研发楼设有独立地下车库，周边生活配套高端。

3. 经营情况—主营为租赁和少量房产销售，业绩稳健

2017 年，公司主营业务收入和净利润实现稳健增长，分别达到 16.74 亿元和 7.37 亿元，同比分别增加 13.92%和 19.57%。2018 年上半年，公司实现主营业务收入和净利润分别为 8.79 亿元和 4.00 亿元，同比分别增加 8.90%和 7.87%。2018 年上半年，公司总营业收入为 8.79 亿元，其中房地产租赁收入 7.00 亿元，占比 79.7%，房地产销售收入 9800 万元，占比 11.15%，酒店公寓服务业务收入 7815 万元，占比 8.89%。

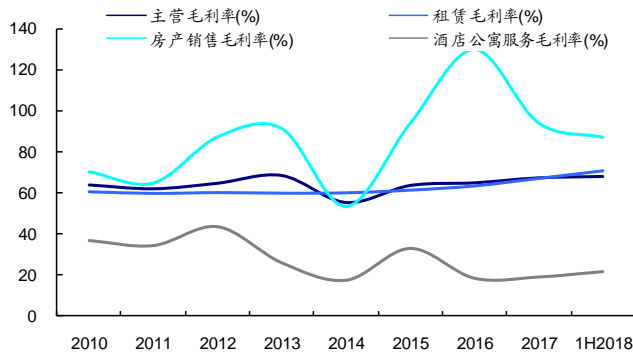
图9 公司营收稳定和净利润稳健增长


资料来源：Wind 资讯、海通证券研究所

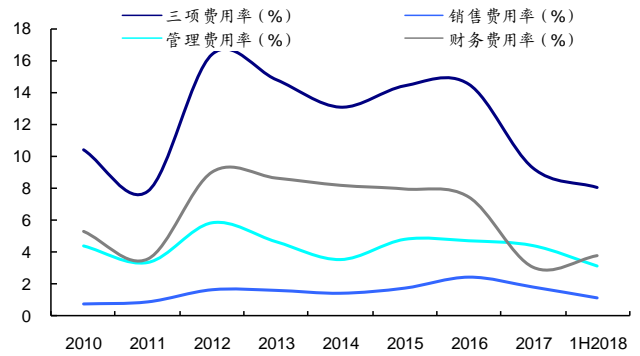
图10 2018 年上半年公司主营业务为地产租赁


资料来源：Wind 资讯、海通证券研究所

公司主营业务毛利率稳中有升。2018 年上半年，公司主营业务、房地产租赁、房地产销售、酒店公寓服务业务的毛利率分别为 67.88%、70.41%、86.87%、21.23%。三项费用率呈现下降趋势。2018 年上半年，公司三项费用率为 8.01%。

图11 近年来公司主营业务毛利率保持稳中有升


资料来源: Wind 资讯、海通证券研究所

图12 近年来公司费用率水平有所下降


资料来源: Wind 资讯、海通证券研究所

4. 公司资产涵盖住宅、商业、工业地产等

截止 2017 年底, 公司在营项目和在建项目主要分布在金桥开发区, 涵盖住宅、研发楼、办公楼、商业、酒店、配套、工业、土地储备, 地上建面分别为 67.29 万平、81.61 万平、5.69 万平、24.78 万平、1.98 万平、10.03 万平、89.32 万平和 50.30 万平, 上述项目和土地储备合计 331 万平 (含在营、在建等项目)。

表 1 公司 2017 年项目情况一览表

项目名称	公司权益	地上建筑面积 (万平)	权益建筑面积 (万平)
住宅	100.00%	67.29	67.29
研发楼	100.00%	81.61	81.61
办公楼	100.00%	5.69	5.69
商业	100.00%	24.78	24.78
酒店	100.00%	1.98	1.98
配套	100.00%	10.03	10.03
工业	100.00%	89.32	89.32
土地储备	100.00%	50.30	50.30
合计		331.00	331.00

资料来源: 2017 年公司年报、海通证券研究所

4.1 住宅物业

2017 年底, 公司各类住宅物业建面约 67.29 万平。其中, 已建成在营的主要住宅物业包括碧云别墅、碧云花园、碧云服务公寓等, 而在建的住宅物业主要是碧云壹零和 S11 地块 (碧云尊邸)。

其中, 碧云国际社区 2012 年荣获中国住建部颁发的“中国人居环境范例奖”。该社区位于上海浦东新区北中心位置, 占地四平方公里, 具有低密度、高规格、高品位的特点。该社区以租赁方式为主, 吸引了来自五十多个国家和地区的千余户外籍家庭入住, 打造了一个真正的“最适合国际家庭居住的国际化社区”。

表 2 公司住宅物业情况一览表

项目名称	公司权益	地上建筑面积 (万平)	权益建筑面积 (万平)
S5 地块碧云别墅一、二、三期	100.00%	3.26	3.26
S6 地块碧云别墅四、五、六期	100.00%	3.64	3.64
S4 地块碧云花园一期	100.00%	7.75	7.75
S8 地块碧云花园二期	100.00%	4.83	4.83
S8F 地块碧云国际社区人才公寓一期	100.00%	0.82	0.82
S8DE 地块碧云国际社区人才公寓二期	100.00%	4.64	4.64
S3 地块银杏苑	100.00%	4.88	4.88
S1 服务式公寓	100.00%	3.60	3.60
碧云公馆 (其中服务式公寓 51805.5 m ² (地上面积))	100.00%	8.87	8.87
碧云壹零	100.00%	14.60	14.60
S11 地块 (碧云尊邸)	100.00%	10.40	10.40
合计		67.29	67.29

注: 蓝色部分为在建项目, 其余为竣工在营项目。
资料来源: 2017 年公司年报、海通证券研究所

4.1.1 碧云花园 II 期

碧云花园 II 期共分为 ABCDEF 六个组团, 包括了德式、法式、英式等平层公寓, 以及叠加, 联排等多类型别墅。其中, AB 组团为全开放的围合式公寓小区, 有大片草坪与公共交通相隔。小区共有公寓 140 套, 公寓以二房三房为主。碧云花园 II 期 CDEF 组团则为联排、叠加别墅小区, 小区设有大面积的绿化覆盖, 有着浓厚的乡村风情。小区共有别墅 245 套, 户均面积约 170-420 平米, 多以三房四房为主。

图13 碧云花园 II 期地块区位图



资料来源: 公司网站、海通证券研究所

图14 碧云花园 II 期地块现场情况



资料来源: 公司网站、海通证券研究所

4.1.2 碧云服务公寓

碧云花园服务公寓旗下包括碧云阁、碧云苑和碧云庭三个主品牌。每个项目根据不同定位标准配置对应的设施设备, 包括健身设施, 游泳池, 早餐厅, 商务中心, 现代化厨房, 娱乐中心等, 并提供一房, 两房和三房等不同类型的房型。

上海金桥中环碧云庭服务公寓位于浦东新区的两条主要道路张扬路与金桥路的交界处, 主要提供两房和三房的服务公寓以及高级公寓, 以满足到浦东长期工作的高级顾问人员和中层管理人员的需求。该公寓提供有健身设施, 早餐厅, 商务中心和居民可以使用的大型健康中心。同时, 配备齐全的厨房, 一个娱乐中心和一个舒适的休闲区域。

图15 上海金桥中环碧云庭服务公寓区位图


资料来源：公司网站、海通证券研究所

图16 上海金桥中环碧云庭服务公寓


资料来源：公司网站、海通证券研究所

4.1.3 金桥 S11 地块 (碧云尊邸)

碧云尊邸位于碧云国际社区的中部，北靠碧云路，南至明月楼，西邻白桦路，东到云山路。是地上建面约 10.40 万平，地下建面约 9.58 万平的住宅项目。该项目在西北角布置高层住宅，南部布置高档多层住宅，东北角靠近社区中心广场布置配套商业，这样就形成了南低北高，东低西高的空间格局。几个不同区域通过两轴一环区分。同时，项目沿碧云路布置沿街商业，并延续到配套商业部分。

图17 碧云尊邸区位图


资料来源：百度地图、海通证券研究所

图18 碧云尊邸景观示意图


资料来源：公司网站、海通证券研究所

4.2 研发楼物业

公司研发楼物业包括由度工坊、Office Park、北郊未来产业园等物业，合计建筑面积约 81.61 万平。

表 3 公司研发楼物业情况一览表

研发楼项目名称	公司权益	地上建筑面积 (万平)	权益建筑面积 (万平)
T28 地块由度工坊	100.00%	8.86	8.86
G2 地块 Office Park	100.00%	8.90	8.90
杉达大厦	100.00%	0.46	0.46
金领之都 A 区	100.00%	15.33	15.33
T36	100.00%	9.40	9.40
OFFICE PARK II 地铁板块	100.00%	10.11	10.11
北郊未来产业园一期	100.00%	25.00	25.00
由度工坊 III 期 (31-02)	100.00%	3.30	3.30
由度工坊 II 期 (34-06)	100.00%	0.25	0.25
合计		81.61	81.61

注：蓝色部分为正在开发项目，其余为竣工在营项目。

资料来源：2017 年公司年报、海通证券研究所

4.2.1 由度工坊(T28)

由度工坊(T28)位于上海浦东金桥开发区腹地—川桥路 501 号，是以咪咕视讯为龙头的网络视听产业园区板块主要组团。项目性质为研发办公，总建筑面积 15 万平，其中地上约 9 万平，地下约 6 万平。由度工坊是金桥 Office Park 系列的研发办公园区，整个建筑群包括 12 幢楼，相互围合成半开放性的内部庭院，配套有员工餐厅、便利店、会议中心和健身中心（有游泳池）。地下两层整体连通可提供近 1000 个车位。

图19 由度工坊区位图



资料来源：公司网站、海通证券研究所

图20 由度工坊实景图



资料来源：公司网站、海通证券研究所

4.2.2 Office Park II

office park II 期位于浦东新区金皖路 55 号，北临金海路，东临东陆路，地铁 9 号线金桥站上盖。4 栋地上建筑共约 10 万平（包含商业约 6800 平方米），地下三层约 6.4 万平，是代表金桥转型新兴产业和服务经济的一个地标建筑，与地铁站无缝衔接整体设计。从“金桥之门”进入金桥开发区直接连接的是近 200 万平的研发楼、写字楼、跨国公司总部等构成的一个现代化产业之城。其中，地铁上盖办公楼具有小面积灵活分割的办公空间满足高科技中小微企业的需求，地下部分和地铁站配套了商业服务设施。

图21 office park II 期区位图



资料来源：公司网站、海通证券研究所

图22 office park II 期景观示意图



资料来源：公司网站、海通证券研究所

4.2.3 北郊未来产业园

北郊未来产业园位于宝山工业区内，毗邻北欧新镇美兰湖。项目东至萧云路、南至金池路、西至沪太路、北至罗北一号河。是占地 12 万平，总建面 37 万平，其中地上建面约 25 万平，地下建面约 12 万平的科研设计产业园区，是上海首块 C65 总部研发类用地。项目重点推进智能制造、新材料、移动互联网和健康产业等四大产业，为实现人类更美好的未来提供创业孵化、设计研发、生产贸易的生态平台。

图23 北部未来产业园区位图


资料来源：公司网站、海通证券研究所

图24 北部未来产业园景观示意图


资料来源：公司网站、海通证券研究所

4.3 商办配套物业

公司商办及其研发物业包括写字楼、商业和酒店，以及配套项目。公司商办配套物业合计建筑面积约 42.48 万平。

表 4 公司商办配套物业情况一览表

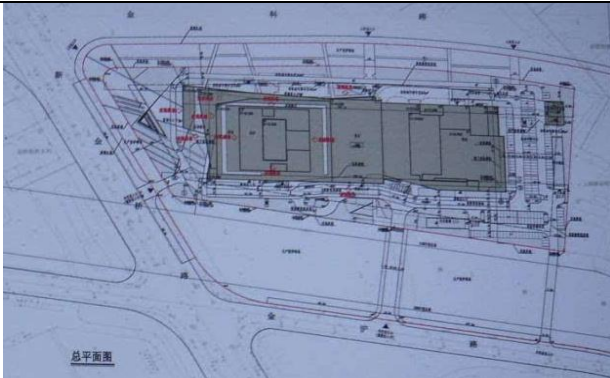
办公楼项目名称	公司权益	项目建筑面积 (万平)	权益建筑面积 (万平)
新金桥大厦	100.00%	3.58	3.58
新金桥广场的办公楼	100.00%	1.24	1.24
碧云公馆的办公楼	100.00%	0.86	0.86
合计		5.69	5.69
商业项目名称	公司权益	项目建筑面积 (万平)	权益建筑面积 (万平)
红枫路商业街	100.00%	0.15	0.15
梦家园展示中心	100.00%	0.18	0.18
家乐福金桥商场	100.00%	3.82	3.82
S7 地块体育休闲中心	100.00%	2.04	2.04
杨高路以北区域沿街商铺	100.00%	0.37	0.37
新金桥广场的商业	100.00%	0.50	0.50
T17-B1 地块碧云 90 商业中心	100.00%	2.46	2.46
T20 锦艺大厦 (美林阁)	100.00%	1.06	1.06
S1 商铺	100.00%	0.78	0.78
碧云公馆 (商业)	100.00%	2.72	2.72
啦啦宝都商业项目	100.00%	10.70	10.70
合计		24.78	24.78
酒店项目名称	公司权益	项目建筑面积 (万平)	权益建筑面积 (万平)
新金桥广场的酒店		1.98	1.98
学校、配套及其他项目名称	公司权益	项目建筑面积 (万平)	权益建筑面积 (万平)
德威幼儿园	100.00%	0.57	0.57
德威英国学校	100.00%	1.88	1.88
德威学校体育中心	100.00%	0.62	0.62
平和双语学校	100.00%	3.90	3.90
平和高中部	100.00%	0.83	0.83
吴昌硕纪念馆	100.00%	0.53	0.53
T14-1 地块由家人才公寓	100.00%	0.88	0.88
碧云国际社区配套设施	100.00%	0.82	0.82
合计		10.03	10.03
商办配套物业总计		42.48	42.48

注：蓝色部分为正在开发项目，其余为竣工在营项目。

资料来源：2017 年公司年报、海通证券研究所

啦啦宝都商业办公项目位于金桥城市副中心，南至新金桥路，东至金沪路，西邻金科路。是一个建面 14.7 万平，其中地上建面 10.7 万平，地下建面约 4 万平的商业办公项目。该项目包括一个购物中心及一栋商业办公。购物中心包括零售商业、餐饮、影城（含 IMAX）等业态，打造一个最适合人群的休闲消费、工作的场所。

图25 啦啦宝都商业办公项目区位规划图



资料来源：搜狐财经、海通证券研究所

图26 啦啦宝都商业办公项目景观示意图



资料来源：公司网站、海通证券研究所

4.4 工业物业及其他类型

公司工业物业包括厂房和工业土地。公司的工业物业及其他类型权益建筑面积在 139.62 万平。

表 5 公司工业物业情况一览表

项目名称	公司权益	地上建筑面积 (万平)	权益建筑面积 (万平)
工业厂房、仓库	100%	89.32	89.32
其他工业土地储备	100%	50.30	50.30
合计		139.62	139.62

注：蓝色部分为正在开发项目，其余为竣工在营项目。
资料来源：2017 年公司年报、海通证券研究所

5. 公司业绩预测和估值

5.1 公司 EPS 预测

根据公司项目进度，我们预计 2018 年公司合计结算面积约 0.62 万平，合计结算收入 3.10 亿元；2019 年，我们预计将有更多项目进入结算，合计结算面积 0.97 万平，同时假设销售结算价格增速为 3%，则合计结算收入为 4.99 亿元。

表 6 2018-2019 年公司房地产项目结转面积和结转收入预测表

项目	18 年结算面积 预测值 (万平)	19 年结算面积 预测值 (万平)	18 年销售价格 假设 (元/平)	19 年销售价格 假设 (元/平)	18 年结算收入 预测值 (百万 元)	19 年结算收入 预测值 (百万 元)
碧云国际社区配套设施	0.02	0.02	60000	61800	9.00	14.48
啦啦宝都商业项目	0.29	0.45	60000	61800	174.00	280.03
碧云壹零	0.32	0.50	40000	41200	126.77	204.02
合计	0.62	0.97			309.77	498.54

注：假设 2019 年的销售价格增速为 3%。
资料来源：公司 2017 年年报、海通证券研究所

同时，我们测算公司 2018-2019 年的房地产租金收入分别为 14.02 亿元和 15.20 亿元；酒店公寓服务及其它收入复合增速均为 10%，2018-2019 年分别达到 1.72 亿元和 1.89 亿元。

表 7 2018-2019 年公司租赁业务收入预测表（百万元）

物业	总建筑面积(万平)	每平方米月租金（万元）		结算收入（百万元）	
		2018E	2019E	2018E	2019E
碧云国际社区别墅、公寓等	37.65	105.00	110.25	436.46	473.23
碧云国际社区、新金桥广场等	14.76	90.00	94.50	146.69	159.04
软件园、由度工坊等	54.14	45.00	47.25	268.95	291.60
通用厂房等	90.85	30.00	31.50	300.91	326.26
学校、配套等	11.09	45.00	47.25	55.10	59.74
碧云公馆、新金桥广场等	16.73	75.00	78.75	138.54	150.21
新金桥大厦、碧云公馆、新金桥广场等	8.31	60.00	63.00	55.08	59.72
	233.54	450.00	472.50	1401.71	1519.79

资料来源：公司 2017 年年报、海通证券研究所

由此可知，公司 2018-2019 年合计营业总收入分别为 18.83 亿元和 22.07 亿元。由此，我们预计 2018-2019 年公司将分别实现净利润 8.14 亿元和 9.86 亿元，则公司 2018-2019 年 EPS 分别为 0.73 元和 0.88 元。

表 8 2018-2019 年公司分项目业务收入预测表（百万元）

业务收入	2018E	2019E
房地产开发收入	309.77	498.54
租赁业务收入	1401.71	1519.79
酒店公寓服务及其他业务收入	171.55	188.70
合计	1883.03	2207.03

注：业绩预测来自海通证券地产组盈利预测。

资料来源：公司 2017 年年报、海通证券研究所

5.2 公司 RNAV 预测

我们测算公司对应 RNAV 是 20.85 元。

表 9 公司 RNAV 估值表（百万元）

酒店公寓服务及其他业务	188.16
地产业务净权益增加值	8767.01
租赁业务权益增加值	5513.24
2017 年净资产账面价值	8939.28
NAV（百万元）	23407.69
股本（百万股）	1122.41
RNAV（元/股）	20.85

资料来源：公司 2017 年年报、海通证券研究所

6. 公司投资建议

投资建议：受益国资改革和自贸区建设，“优于大市”评级。公司主要从事上海金桥出口加工区内的工业地产和园区开发和租售业务。我们认为，未来公司租赁收入每年有望保持 10% 稳定增长。碧云尊邸（S11 项目）已于 2017 年 7 月全面开工。建筑面积 20 万平临港碧云壹零开盘销售良好。我们认为，上海自贸区建设有望给公司土地带来价值重估，未来公司国资改革有望推动公司进一步发展。我们预计公司 2018、2019 年 EPS 分别是 0.73 和 0.88 元。根据目前上海自贸区标的动态 PE 估值，给予公司 2018 年 16-20 倍 PE，对应的合理价值区间为 11.68-14.60 元，给予公司“优于大市”评级。

表 10 上海自贸区相关的上市公司的估值（收盘价日期为 2018.9.19）

代码	股价（元/股）	EPS（元/股）		PE（倍）	
		2018E	2019E	2018E	2019E
外高桥	16.13	0.68	0.78	23.72	20.68
张江高科	9.95	0.38	0.45	26.18	22.11
均值				24.95	21.40

资料来源：wind 资讯、海通证券研究所

7. 主要不确定因素

公司租售业务面临加息和政策调控风险，以及经济下滑风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标 (元)					营业总收入	1673.83	1883.03	2207.03	2574.77
每股收益	0.66	0.73	0.88	1.03	营业成本	549.19	668.90	757.33	828.38
每股净资产	7.96	8.69	9.57	10.60	毛利率%	67.19%	64.48%	65.69%	67.83%
每股经营现金流	-0.10	0.17	0.56	0.52	营业税金及附加	114.75	75.32	88.28	102.99
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	营业税金率%	6.86%	4.00%	4.00%	4.00%
价值评估 (倍)					营业费用	29.90	18.83	22.07	25.75
P/E	17.03	15.43	12.74	10.88	营业费用率%	1.79%	1.00%	1.00%	1.00%
P/B	1.41	1.29	1.17	1.06	管理费用	73.61	60.26	66.21	77.24
P/S	7.50	6.67	5.69	4.88	管理费用率%	4.40%	3.20%	3.00%	3.00%
EV/EBITDA	12.80	13.96	11.18	8.86	EBIT	906.37	1059.73	1273.14	1540.41
股息率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	财务费用	50.98	60.56	60.82	59.70
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	3.05%	3.22%	2.76%	2.32%
毛利率	67.19%	64.48%	65.69%	67.83%	资产减值损失	3.10	-2.62	-1.33	-1.25
净利润率	43.88%	43.24%	44.66%	44.82%	投资收益	119.71	83.80	100.56	120.67
净资产收益率	8.25%	8.35%	9.18%	9.70%	营业利润	976.16	1085.58	1314.21	1602.64
资产回报率	3.60%	3.88%	4.55%	5.17%	营业外收支	-3.68	0.00	0.00	0.00
投资回报率	23.03%	23.22%	26.58%	28.08%	利润总额	972.48	1085.58	1314.21	1602.64
盈利增长 (%)					EBITDA	1260.25	1129.59	1337.33	1598.37
营业收入增长率	13.92%	12.50%	17.21%	16.66%	所得税	237.92	271.40	328.55	448.74
EBIT 增长率	21.47%	16.92%	20.14%	20.99%	有效所得税率%	24.47%	25.00%	25.00%	28.00%
净利润增长率	19.29%	10.84%	21.06%	17.07%	少数股东损益	-2.90	0.00	0.00	0.00
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	737.46	814.19	985.66	1153.90
资产负债率	55.2%	52.3%	49.3%	45.6%					
流动比率	0.63	0.72	0.82	0.90	资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
速动比率	0.22	0.21	0.24	0.24	货币资金	815.05	798.34	1027.28	1036.58
现金比率	0.56	0.54	0.70	0.71	应收款项	208.02	201.19	235.81	275.10
经营效率指标					存货	3016.26	3736.85	4378.26	5191.05
应收帐款周转天数	39.00	39.00	39.00	39.00	其它流动资产	540.15	540.15	540.15	540.15
存货周转天数	1950.81	1853.27	1945.93	2140.52	流动资产合计	4592.63	5291.26	6194.27	7056.45
总资产周转率	0.09	0.09	0.10	0.12	长期股权投资	5.56	5.56	5.56	5.56
固定资产周转率	1.72	2.17	3.03	4.39	固定资产	938.27	868.43	791.60	707.09
					在建工程	4038.48	3976.20	3913.93	3851.65
					无形资产	260.87	253.27	245.66	238.06
					非流动资产合计	15891.96	15672.21	15461.32	15248.98
现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	资产总计	20484.59	20963.47	21655.59	22305.42
净利润	734.56	814.19	985.66	1153.90	短期借款	1280.00	1280.00	1280.00	1280.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款	1838.45	1352.34	1378.02	1356.56
非现金支出	356.98	67.25	62.87	56.70	预收账款	1558.13	1752.88	2054.48	2396.80
非经营收益	-86.24	-23.24	-39.74	-60.98	其它流动负债	10.89	10.89	10.89	10.89
营运资金变动	-1111.97	-668.03	-378.28	-568.69	流动负债合计	7255.70	7300.39	7594.85	7877.78
经营活动现金流	-106.67	190.17	630.50	580.94	长期借款	1727.00	2947.00	4559.00	5982.00
资产	-9.16	149.88	146.70	154.38	其它长期负债	2326.47	726.47	-1473.53	-3683.53
投资	24.34	0.00	0.00	0.00	非流动负债合计	4053.47	3673.47	3085.47	2298.47
其他	121.09	-83.80	-100.56	-120.67	负债总计	11309.17	10973.86	10680.32	10176.26
投资活动现金流	136.27	66.08	46.14	33.71	实收资本	1122.41	1122.41	1122.41	1122.41
债权募资	-194.99	-380.00	-588.00	-787.00	普通股股东权益	8939.28	9753.47	10739.12	11893.02
股权募资	120.00	0.00	0.00	0.00	少数股东权益	236.14	236.14	236.14	236.14
其他	-383.43	-60.56	-60.82	-59.70	负债和所有者权益合计	20484.59	20963.47	21655.59	22305.42
融资活动现金流	-458.43	-440.56	-648.82	-846.70					
现金净流量	-428.83	-184.31	27.83	-232.04					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 09 月 19 日

资料来源: 公司年报 (2017), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

涂力磊 房地产行业
谢益 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： 中国恒大,中国国贸,新潮中宝,华侨城 A,中粮地产,海航基础,我爱我家,国创高新,光大嘉宝,金科股份,合景泰富集团,福星股份,光明地产,天健集团,粤泰股份,中华企业,旭辉控股集团,中骏集团控股,蓝光发展,华发股份,招商蛇口,北京城建,融创中国,中国海外发展,彩生活,金融街,龙湖集团,金地集团,绿景中国地产,外高桥

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)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

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

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

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

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

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
顾潇啸(021)23219394 gxx8737@htsec.com
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
联系人
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@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
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
联系人
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
梁镇(021)23219449 lz11936@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 chen Yao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
薛涵(021)23154167 xh11528@htsec.com
联系人
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
李波(021)23154484 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
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com

中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@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
相姜(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
联系人
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
孙建(021)23154170 sj10968@htsec.com
联系人
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
吴佳桢(010)56760092 wjs11852@htsec.com
范国钦(021)23154384 fgc12116@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
联系人
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
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
联系人
史岳 sy11542@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@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
刘欣(010)58067933 lx11011@htsec.com
强超廷(021)23154129 qct10912@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
联系人
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
李骥(021)23154513 lj11875@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com
联系人
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 尹琴(021)23154119 yl11569@htsec.com 石坚(010)58067942 sj11855@htsec.com	煤炭行业 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 张向伟(021)23154141 z xw10402@htsec.com 联系人 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 联系人 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com 联系人 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张戈(010)50949962 zy12258@htsec.com 联系人 张峥青(021)23219383 zzq11650@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 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com 党新龙(0755)82900489 dxl12222@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 联系人 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
建筑建材行业 钱佳佳(021)23212081 qjj10044@htsec.com 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 联系人 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 联系人 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com 刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com
建筑工程行业 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 张欣劼 z xj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf h12225@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(021)23212041 cy10867@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
军工行业 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com 张恒昶 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 联系人 林加力(021)23214395 lj112245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 联系人 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣楨永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com 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
 宗亮 zl11886@htsec.com
 巩柏含 gbh11537@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 liwj@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
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
 马晓男 mxn11376@htsec.com
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 张思宇 zsy11797@htsec.com
 慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com
 王朝领 wcl11854@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com
 吴尹 wy11291@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 杜飞 df12021@htsec.com
 张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
 李婕 lj12330@htsec.com
 欧阳亚群 oyyq12331@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