

投资评级 **买入** 维持

## 双轮驱动奠基石，城市更新拓未来

### 股票数据

6个月内目标价(港元)	3.07
11月10日收盘价(港元)	2.50
52周股价波动(港元)	1.88-2.50
总股本/流通A股(亿股)	47/47
总市值/流通市值(亿港元)	117/117

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	4.6	12.6	16.8
相对涨幅(%)	-1.3	5.1	6.6

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 涂力磊

Tel: (021) 23219747

Email: tll5535@htsec.com

证书: S0850510120001

联系人: 金晶

Tel: (021) 23154128

Email: jj10777@htsec.com

### 投资要点:

- 2015年完成资产重组，绿景中国成功上市。**公司前身是成立于1992年的新泽控股，专注于苏州房地产市场。2014年，黄康境先生通过收购股权的方式成为公司大股东，并更名为“绿景中国”。2015年，黄先生将其控股的绿景控股股份作价137.85亿港元注入上市公司，并配售8亿股份，完成全部上市动作。
- 绿景中国完成资产注入之后，形成了房地产开发与销售、商业物业投资与经营、综合服务三大业务板块的经营模式，并向管理精细化、标准化迈进。**
- 地产投资秉持“双核战略”，重点布局珠三角。**房地产开发与销售是公司的核心主营业务，投资秉持“双核战略”，即“深耕核心城市，聚焦城市核心”。公司目前在香港、深圳、苏州以及广东茂名拥有多个项目，并有数个持作未来开发或计划重建或订约收购项目，拥有优质土地储备约410万平方米，绝大多数集中在珠三角区域。
- 商业开拓两大品牌，与地产形成协同效应。**公司的商业地产业务拥有“NEO”和“佐岭”两大商业品牌，合计建筑面积达到约42.0万平方米。我们预计苏州NEO、深圳红树湾壹号佐岭中心将在2018-2019年开业。商业物业带来的租金收入覆盖融资成本60%以上，经常性收入(租金收入加上综合服务收入)完全覆盖融资成本，为公司住宅开发与销售业务提供现金流支持，形成协同效应。
- 联手大股东，土储获取模式独特。**公司专注旧改十多年，从2002年开始介入深圳城市更新，迄今已有10个竣工项目，4个在建或待开发项目通过城市更新获得土地。公司在土地获取模式上与绿景集团形成联动，由绿景集团整合资源进行前期工作，前期工作完成后，控股股东将根据开发节奏在适当的时间注入到上市公司。绿景集团及上市公司的控股股东黄康境先生已向上市公司提供意向函，拟将其持有的土地储备(包括但不限于1200万平方米)择机注入上市公司。
- 投资建议：“买入”评级。**公司深耕珠三角多年，土地储备获取模式独特，主打城市更新项目，与控股股东形成联动，使得上市公司层面土地成本低廉、毛利率高企。截至2017年11月10日，公司收盘价为2.50港元(对应人民币2.12元)，公司2017、2018年EPS分别为人民币0.20元和0.25元，对应PE为10.59倍和8.47倍。我们给予公司2017年13倍PE，对应目标价为人民币2.60元(港币3.068元)，“买入”评级。**风险提示:**政策调控风险；项目进展不及预期。**汇率按照港币：人民币=1:1.18计算。**

### 主要财务数据及预测(单位:人民币)

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1210.27	4590.16	5553.08	6705.23	8044.71
(+/-) YoY (%)	-76.9	279.3	21.0	20.7	20.0
净利润(百万元)	417.78	802.30	962.05	1150.96	1388.39
(+/-) YoY (%)	-76.08	92.04	19.91	19.64	20.63
全面摊薄EPS(元)	0.09	0.17	0.20	0.25	0.30
毛利率(%)	52.5	50.0	49.8	49.7	49.6
净资产收益率(%)	5.30	8.95	10.07	11.23	12.52

 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

## 目 录

1. 绿景中国发展历程.....	5
1.1 公司上市历程.....	5
1.2 股权结构.....	6
1.3 绿景发展历程.....	6
2. 公司主营业务分析.....	7
2.1 房地产开发与销售.....	7
2.2 商业物业投资与经营.....	8
2.3 综合服务.....	9
3. 公司三大战略优势.....	10
3.1 重点布局珠三角，顺应粤港澳大湾区战略.....	10
3.2 与控股股东联动合作，土储获取模式独特.....	12
3.3 住宅商业双轮驱动，确保现金流稳定.....	15
4. 财务状况.....	15
4.1 营业收入受地产结算影响较大.....	15
4.2 资本结构均衡，财务管理稳健.....	17
5. 盈利预测.....	17
6. 风险提示.....	18
财务报表分析和预测.....	19

## 图目录

图 1	公司前身新泽控股主要业务情况.....	5
图 2	黄先生收购新泽控股，成为公司实际控制人.....	5
图 3	黄先生将绿景控股注入上市公司.....	6
图 4	绿景发展历程.....	7
图 5	深圳绿景山庄实景图.....	7
图 6	深圳绿景蓝湾半岛社区实景图.....	7
图 7	茂名绿景国际花城示意图.....	8
图 8	苏州锦泽苑.....	8
图 9	公司“NEO”系列产品.....	9
图 10	深圳绿景锦江酒店实景图.....	10
图 11	美国加州 Vanlee 酒店实景图.....	10
图 12	公司在深圳的项目位置示意图.....	11
图 13	粤港澳大湾区城市组成.....	11
图 15	深圳住宅类用地供应与成交情况.....	12
图 16	深圳城市更新流程图.....	13
图 17	绿景在城市更新方面积累了丰富经验.....	13
图 18	绿景独特的土地获取模式.....	14
图 19	白石洲旧改项目推进流程.....	15
图 20	项目位置示意图.....	15
图 21	公司经常性收入能够完全覆盖融资成本.....	15
图 22	2014-2016 年营业收入按业务板块划分（百万元）.....	16
图 23	2014-2016 年毛利率和净利率（%）.....	16
图 24	2014-2016 年房地产开发与销售情况.....	16
图 25	2014-2016 年房地产结转情况.....	16
图 26	2014-2016 年商业物业投资情况.....	16
图 27	2014-2016 年综合服务情况.....	16
图 28	香港房地产开发类企业平均资产负债率（%）.....	17
图 29	截至 2016 年末公司债务到期情况.....	17

## 表目录

---

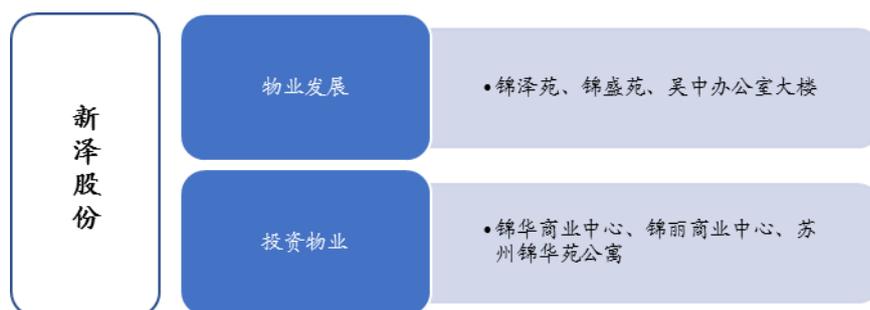
表 1	截至 2017 年 6 月 30 日公司股权结构 .....	6
表 2	公司土地储备情况.....	8
表 3	公司“佐险”系列产品 .....	9
表 4	2017-2019 年公司各板块业务情况预测（百万元） .....	17
表 5	公司盈利预测表（百万元） .....	18
表 6	H 股市场可比股 .....	18

## 1. 绿景中国发展历程

### 1.1 公司上市历程

绿景中国前身是成立于1992年的新泽控股,新泽控股2004年在香港联交所上市(股票代码:00095),上市以来一直专注在苏州从事物业发展及投资业务。根据2014年年报,公司物业发展项目有锦泽苑、锦盛苑、吴中办公室大楼,持有的投资物业位于苏州市高新区主要商业中心区,包括锦华商业中心、锦丽商业中心、苏州锦华苑公寓。

图1 公司前身新泽控股主要业务情况

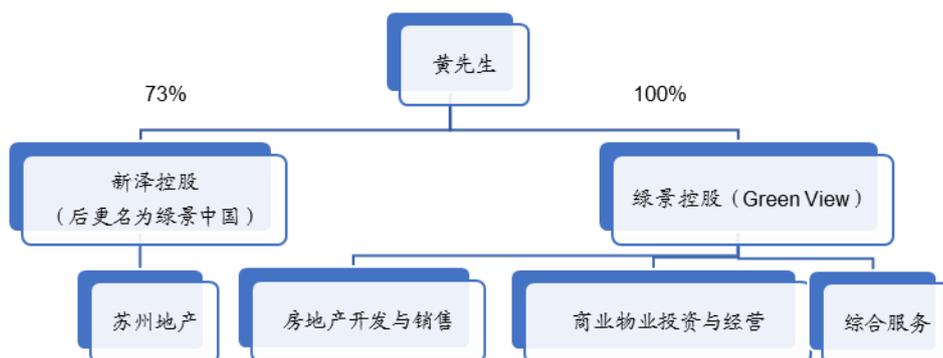


资料来源:2014年年报,海通证券研究所

2014年5-6月,黄先生收购了新泽控股大股东的64.8%股权,完成后向余下股东提出收购,最终以总价12.1亿港元现金对价收购了新泽控股81.5%股权。2014年7-8月,黄先生减持至73%,使得绿景的公众持股比例恢复到25%以上,符合港交所交易要求。2014年9月,新泽控股正式更名为绿景(中国)地产投资有限公司(简称“绿景中国”)。

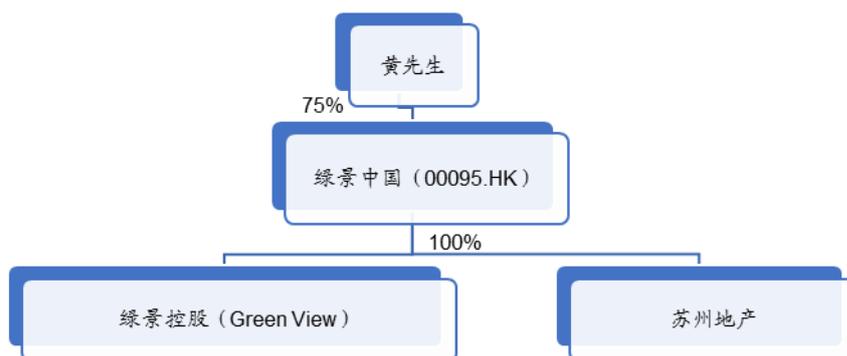
黄先生还全资控股绿景控股有限公司(“Green View”)(简称“绿景控股”),为其房地产开发业务的主要经营实体。绿景控股主要在珠江三角洲地区一带开展业务活动,自开展运营以来,已开发16个已竣工项目,主要包括城市精品住宅、佐岭中心、NEO都市商务综合体和酒店,总占地面积约43.82万平米,总建筑面积约185.43万平米。

图2 黄先生收购新泽控股,成为公司实际控制人



资料来源:绿景路演资料,海通证券研究所

2015年6月,黄先生宣布将绿景控股股份作价137.85亿港元注入上市公司,对价支付方式包括发行普通股、可转换优先股和部分通过新股配售筹得的资金。由于绿景控股资产体量较大,交易构成反向收购,因此公司根据相关上市规则被视为新上市申请人,该交易征得香港联交所和香港证监会同意,于2015年11月完成资产注入。至此,绿景完成上市全部动作。

**图3 黄先生将绿景控股注入上市公司**


资料来源：绿景路演资料，海通证券研究所

## 1.2 股权结构

上市公司在 2015 年重大资产重组完成之后，紧接着进行了 8 亿股的配售，包括向万科全资附属公司 Wkland Investments V Limited 配售了 3 亿股，向深圳平安大华汇通财富管理有限公司配售了 3 亿股，向其余 25 名承配人配售了 2 亿股。收购事项、配售等完成之后，黄先生直接和间接持有上市公司 75.0% 的股权，万科 A 间接持有上市公司 6.39% 股权，平安大华汇通持有上市公司 6.39% 的股权，其余承配人持有 4.26% 股权，公众股东持有 7.96% 的股权。截至 2015 年 12 月 31 日，平安大华汇通持有的 6.39% 股权已转让至 Toplist Investment Limited。

从 2015 年末开始，公司股权结构进入稳定期，截至 2017 年中报，股东结构并未发生变化。其中，可转换优先股的发行是为了代替普通股支付部分对价，以满足黄先生对绿景资产注入的 25% 公众持股比例要求，于 2015 年 11 月 30 日发行，总规模约 70.32 亿港元，优先股息率为每年 0.2%。可转债发行于 2016 年 11 月 6 日，本金金额 1 亿美元，由建银国际认购，到期日为 2018 年 11 月 6 日，票面利率 5.5%，转换为 2.76 港元/股。

**表 1 截至 2017 年 6 月 30 日公司股权结构**

截至 2017 年 6 月 30 日						假设全部可转换优先股均已转换	假设全部可转换优先股和可转债均已转换	假设全部可转换优先股、可转债和期权均已转换
股东	流通股数量 (股)	占全部已发行股本比例 (%)	可转换优先股数量 (股)	可转债数量	期权数量	占已发行股本比例 (%)	占已发行股本比例 (%)	占已发行股本比例 (%)
黄康境先生	3,520,187,094	75.0%	3,265,646,936	NA	NA	83.7%	80.9%	78.3%
万科	300,000,000	6.4%	NA	NA	NA	3.7%	3.6%	3.5%
list Investments	300,000,000	6.4%	NA	NA	NA	3.7%	3.6%	3.5%
建银国际	NA	0.0%	147,826,087	281,159,420	NA	1.8%	5.1%	4.9%
董事和员工	NA	0.0%	NA	NA	278,800,000	NA	NA	3.2%
其他公众股东	573,395,698	12.2%	NA	NA	NA	7.1%	6.8%	6.6%
合计	4,693,582,792	100.0%	3,413,473,023	281,159,420	278,800,000	100%	100%	100.0%

资料来源：绿景中国地产 2017 年 7 月路演资料，海通证券研究所

值得注意的是，万科参与本次配售，成为上市公司第二大股东。我们认为，公司未来资产注入预期、城市旧改综合实力和潜在发展空间是万科看中绿景、入股绿景的原因。我们认为，万科与上市公司有望在项目层面展开合作。

## 1.3 绿景发展历程

黄先生 100%控股的、注入上市公司的资产绿景控股 (Green View) 成立于 1995 年, 黄先生在 1997 年取得控股权。1998 年, 绿景控股开始涉足地产行业, 开发首个房地产项目——绿景山庄。1998-2008 年, 绿景控股通过城市更新, 在深圳完成几个高端地产项目, 包括蓝湾半岛社区、绿景花园二期、中城天邑花园等, 此外进驻珠海市场, 打造凤凰山一号项目。2008-2014 年, 绿景控股在房地产开发的基础上, 成功拓展了商业和酒店两大业务板块, 创立了“佐岭”和“NEO”两大商业品牌, 开发了绿景锦江酒店。2014 年至今, 黄先生收购新泽控股, 并将绿景控股注入上市公司, 实现市场化和资本化经营, 业务方面持续开发深圳核心地段项目, 包括绿景虹湾花园、绿景红树湾一号等, 同时拿下首个香港项目——流浮山项目和首个美国项目——Vanillee 酒店落地, 开启向香港和美国等地开始海外扩张。

图4 绿景发展历程



资料来源: 绿景中国官网, 海通证券研究所

## 2. 公司主营业务分析

绿景中国完成资产注入之后, 形成了房地产开发与销售、商业物业投资与经营、综合服务三大业务板块的经营模式, 并向管理精细化、标准化迈进。

### 2.1 房地产开发与销售

房地产开发与销售是公司的核心主营业务, 公司截至目前已竣工 20 个房地产项目, 住宅开发定位以城市精品住宅为主, 总建筑面积达到约 294 万平方米, 主要位于深圳、苏州等城市的核心地段, 代表性项目有深圳绿景山庄、绿景新苑、蓝湾半岛社区、绿景花园、中城天邑花园, 茂名绿景国际花城, 江苏锦华苑、锦泽苑、锦盛苑等。

图5 深圳绿景山庄实景图



资料来源: 公司官网, 海通证券研究所

图6 深圳绿景蓝湾半岛社区实景图



资料来源: 公司官网, 海通证券研究所

**图7 茂名绿景国际花城示意图**


资料来源：公司官网，海通证券研究所

**图8 苏州锦泽苑**


资料来源：公司官网，海通证券研究所

公司秉持的投资战略为“双核战略”，即“深耕核心城市，聚焦城市核心”。公司目前在香港、深圳、苏州以及广东茂名拥有多个项目，并有数个持作未来开发或计划重建或订约收购项目，拥有优质土地储备约 410 万平方米。其中，已完成项目剩余可售建筑面积 21.5 万平方米，在建项目总建筑面积为 94.6 万平方米，待开发项目总建筑面积为 171.7 万平方米，计划重建或约定收购作未来开发项目总建筑面积为 127.1 万平方米。

**表 2 公司土地储备情况**

项目	地区	所有权	实际或预计竣工时间	总建筑面积(平方米)	集团应占总建筑面积(平方米)	土地储备(平方米)
<b>已完成项目</b>						
绿景虹湾花园	深圳福田	100%	2015	367605	292412	15093
小计				367605	292412	215093
<b>在建项目</b>						
绿景红树湾一号一期	深圳福田	100%	2017	305450	231450	231450
绿景国际花城(B区)	茂名化州	100%	2019	555969	555969	555969
苏州 NEO 都市商务综合体	苏州吴中	100%	2018	81539	81539	81539
美景项目	深圳南山	100%	2019	97214	76808	76808
小计				1040172	945766	945766
<b>待开发项目</b>						
绿景国际花城剩余地块	茂名化州	100%	2021 后	1693182	1693182	1693182
流浮山项目	香港流浮山	75%	2021	23880	23880	23880
小计				1717062	1717062	1717062
<b>计划重建或约定收购作未来开发项目</b>						
绿景红树湾一号二期	深圳福田	100%	2019	158777	79400	79400
黎光项目	深圳宝安	100%	2020	156300	112300	112300
			2020	250000	220000	220000
			2021 后	542900	380000	380000
珠海东大凯威科技园	珠海香洲	100%	2021	467301	450010	450010
梅林项目	深圳福田	100%	2021	48000	28800	28800
小计				1623278	1270510	1270510
总计				4748117	4225750	4148431

资料来源：绿景中国地产 2017 年 7 月路演资料，海通证券研究所

## 2.2 商业物业投资与经营

公司商业地产开发类型主要为独立商业项目及包含住宅的商住综合体项目。公司通过稳健和优质的商业经营管理，一方面享受物业升值的投资回报，另一方面享受稳定的租金收入和现金流。公司的商业地产业务拥有“NEO”和“佐岭”两大商业品牌，合计建

筑面积达到约 42.0 万平方米。

1) “NEO” 品牌定位为大型都市商务综合楼。公司目前已经开发并运用深圳 NEO 大厦，是位于深圳福田中心区西区的城市综合上午综合体和标志性建筑。同时，公司已将“NEO”品牌推广至外地市场，位于苏州市五中去经济开发区的苏州 NEO 正在建设当中，预计 2019 年开业。

图9 公司“NEO”系列产品



资料来源: 公司官网、绿景中国地产 2017 年 7 月路演资料、2016 年年报, 海通证券研究所

2) “佐险” 品牌定位为社区型生活时尚及购物中心模式，有机融合住宅物业与商业配套，以满足社区与社区周边居民购物、娱乐、社交、保健、教育等多方面需求。目前，公司已经开发并运营三个佐险中心，包括香颂佐险中心、1866 佐险中心及绿景虹湾佐险中心；正在开发建设中的有两个，绿景国际花城佐险中心及绿景红树湾壹号佐险中心预计于 2017 年底及 2018 年开始运营。

表 3 公司“佐险”系列产品

	城市	进度	开业日期	出租率
香颂佐险中心	深圳	运营中	2013 年 5 月	89% <sup>1</sup>
1866 佐险中心	深圳	运营中	2014 年 5 月	94% <sup>1</sup>
绿景虹湾佐险中心	深圳	运营中	2017 年 1 月	95% <sup>2</sup>
绿景国际花城佐险中心	茂名	竣工	2017 年底	NA
红树湾壹号佐险中心	深圳	在建	2018 年	NA

注: 1、截至 2016 年 12 月 31 日; 2、截至 2017 年 3 月 31 日  
资料来源: 绿景中国地产 2017 年 7 月路演资料, 海通证券研究所

## 2.3 综合服务

公司向旗下住宅及商业物业的客户及租户提供综合服务，包括物业管理服务、酒店运营及其他。

公司通过其全资子公司深圳市绿景纪元物业管理服务有限公司和深圳市绿景物业管理服务有限公司为其大多数房地产开发项目（包括核心商业地产）提供全面的物业管理服务，

包括保安服务、物业维护、管理配套设施等综合服务，合计管理面积约为 225 万平米。

酒店运营方面，公司 2011 年 4 月开始运营绿景锦江酒店。酒店位于深圳市福田区的中心商务区，位置优越，占地面积 4978 平方米，总建筑面积为 25751 平方米，设有超过 330 间房间、两间多功能会议室、一间宴会厅视像会议室等设备，2017 年上半年平均入住率为 76%。公司 2017 年新收购了位于美国加州 Covina 的 Vanlee 酒店，标志着集团业务的国际化。酒店占地 22652 平方米，目前处于升级过程中。酒店拥有约 258 间客房，活动场地超过 9000 平方米，预计 2018 年完工。

图10 深圳绿景锦江酒店实景图



资料来源：绿景锦江酒店官网，海通证券研究所

图11 美国加州 Vanlee 酒店实景图



资料来源：绿景中国地产 2017 年 7 月路演资料，海通证券研究所

### 3. 公司三大战略优势

公司从规模以及布局上来看属于区域型（珠三角区域）房企，受珠三角区域市场影响较大。我们认为，公司在战略布局、土储获取、业务模式等三大方面具备一定优势。

#### 3.1 重点布局珠三角，顺应粤港澳大湾区战略

公司现已布局苏州、深圳、珠海、茂名、香港，海外已通过收购酒店 Vanlee 进入洛杉矶。其中，深圳是公司重点深耕城市，2011-2017 年连续七年以综合实力位列深圳房企前十名，项目集中在福田、龙华及落户等核心区域。未来，公司表示将继续坚持“双核”战略思想，一方面整合和进一步巩固在深圳已有的稳固地位，注重发展珠三角地区（如珠海、东莞）；一方面利用苏州经验，通过收购积极拓展长三角市场；另一方面，继续扩大在香港和美国等地海外业务，并在全国其他一二线城市寻求机会。

图12 公司在深圳的项目位置示意图



资料来源：绿景中国地产 2017 年 7 月路演资料，海通证券研究所

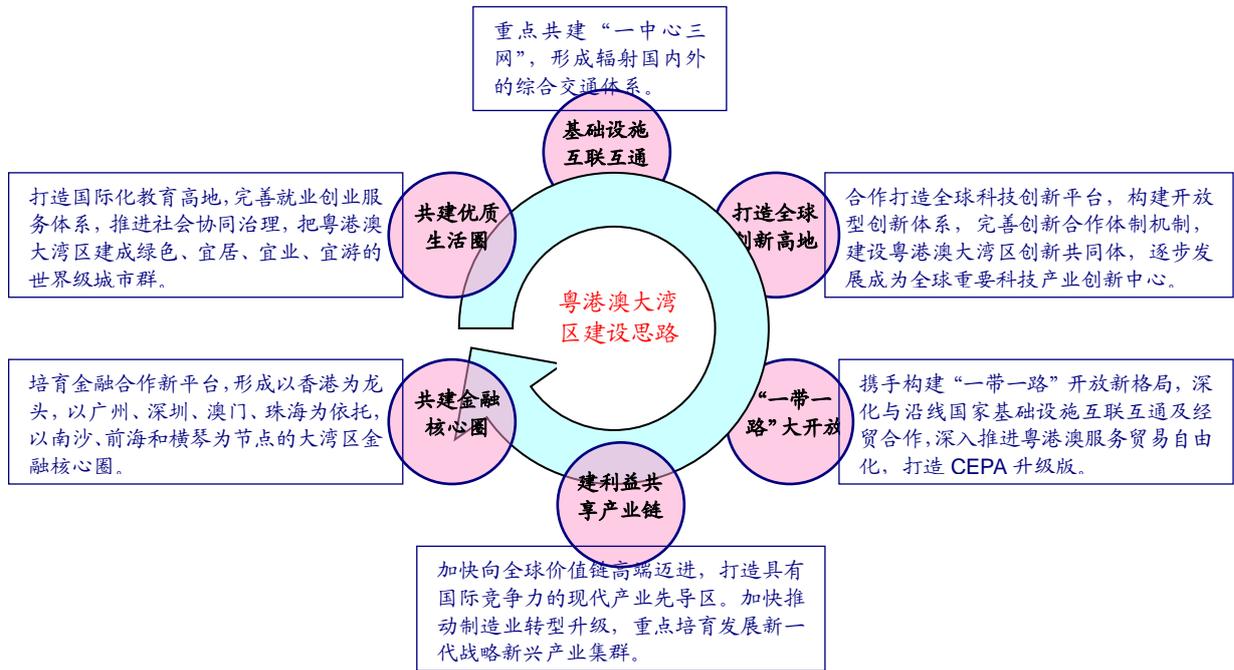
公司布局顺应粤港澳大湾区战略。粤港澳大湾区是指包括广州、佛山、肇庆、深圳、东莞、惠州、珠海、中山、江门 9 市和香港、澳门两个特别行政区形成的城市群。截至 2016 年底，粤港澳大湾区经济规模体量将近 9.3 万亿人民币，人均生产总值达到约 14 万人民币。中国国务院总理李克强在 2017 年 3 月召开的第十二届全国人大五次会议室的政府工作报告中正式提出粤港澳大湾区发展思路，重点发展六大方面。我们认为，公司现有在手项目大多数集中在粤港澳大湾区范围内，包括深圳、广州、珠海、香港，随着大湾区交通、创新、金融、产业、文化等方面持续优化、繁荣发展，公司有望大幅受益。

图13 粤港澳大湾区城市组成



资料来源：绿景中国地产 2017 年 7 月路演资料，海通证券研究所

图14 粤港澳大湾区建设思路

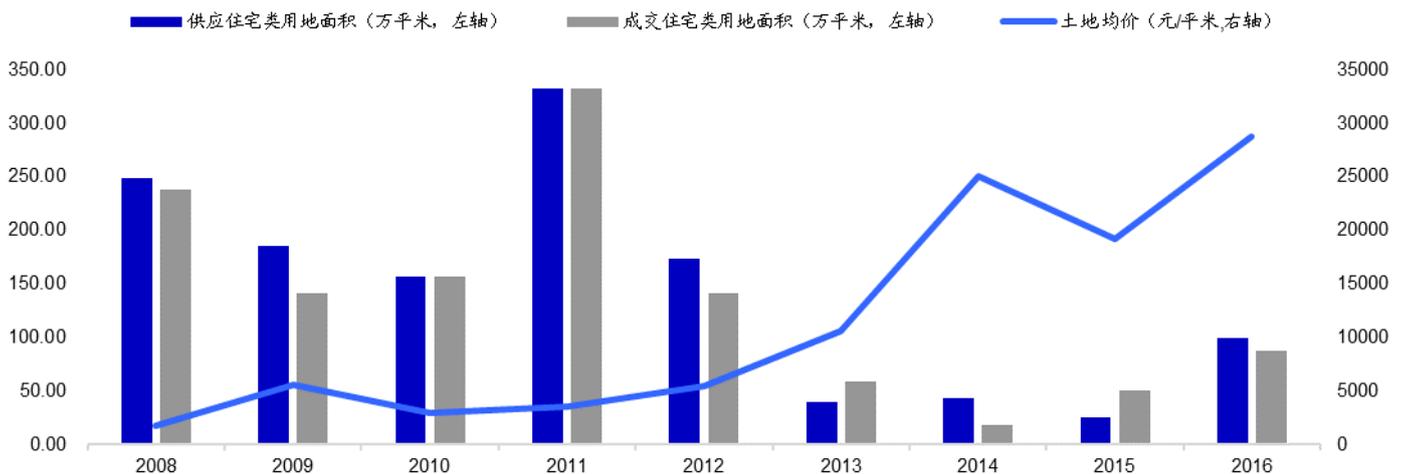


资料来源：绿景中国地产 2017 年 7 月路演资料、海通证券研究所

### 3.2 与控股股东联动合作，土储获取模式独特

深圳的土地市场较为独特，新增土地供应量极为有限，自 2013 年以来住宅类用地供应与成交面积一直维持在低位，而土地均价则急速上升。城市更新逐渐成为土地供应的主要来源方式，占到新增土地供应比重逐步提升，2016 年达到 56.9%。

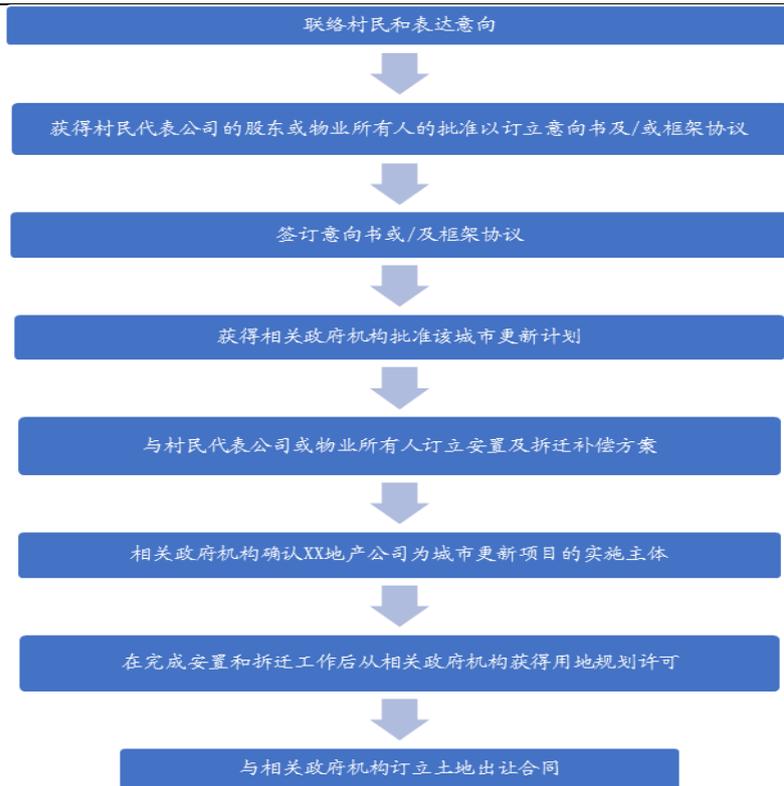
图15 深圳住宅类用地供应与成交情况



资料来源：Wind、海通证券研究所

深圳的城市更新流程较为复杂，前期工作存在风险，项目推进也存在不确定性，直到与相关政府机关订立土地出让合同，才算是一级开发工作完成、二级开发工作开始的标志，也是前期风险出清的节点。

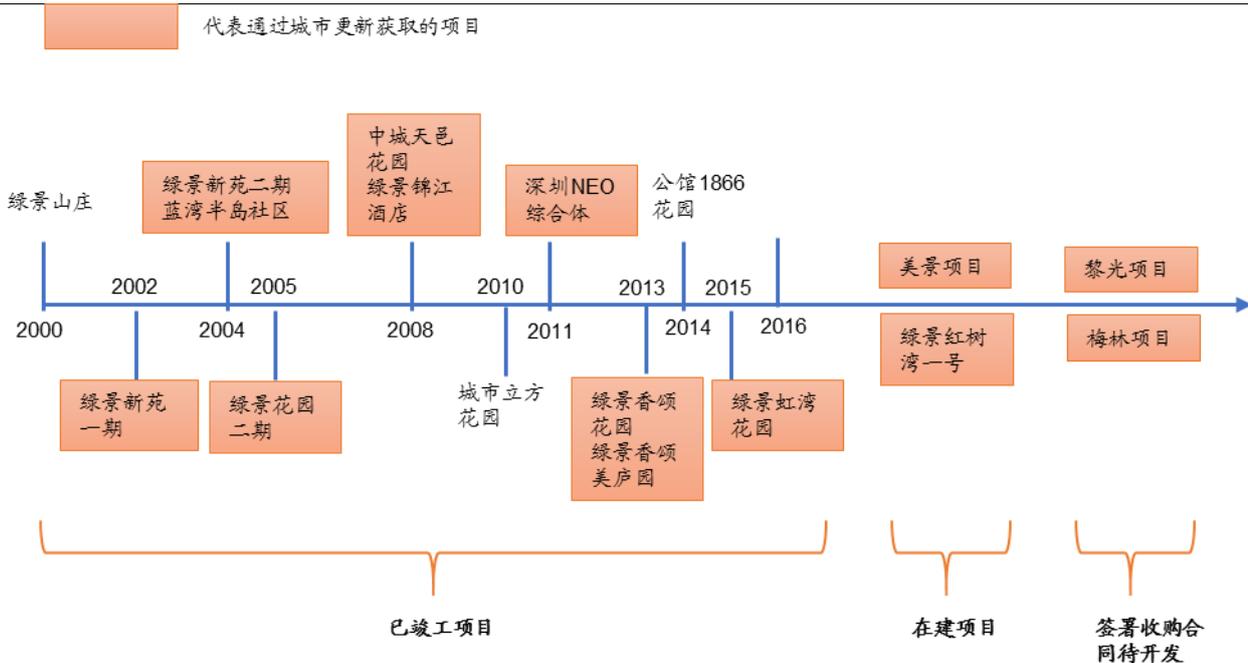
图16 深圳城市更新流程图



资料来源：绿景中国地产 2017 年 7 月路演资料，海通证券研究所

公司采用双向扩张的土地获取模式，包括公开市场竞争和通过城市更新方式获取土地。早在 2002 年，公司就完成了第一个深圳的城市更新项目绿景新苑一期，在此后 15 年时间里，已竣工的深圳项目中有 9 个是通过城市更新取得土地，在建或待开发的 4 个深圳项目全部由城市更新取得土地。公司是深圳城市更新的先行者，经验丰富，坐享先发优势。

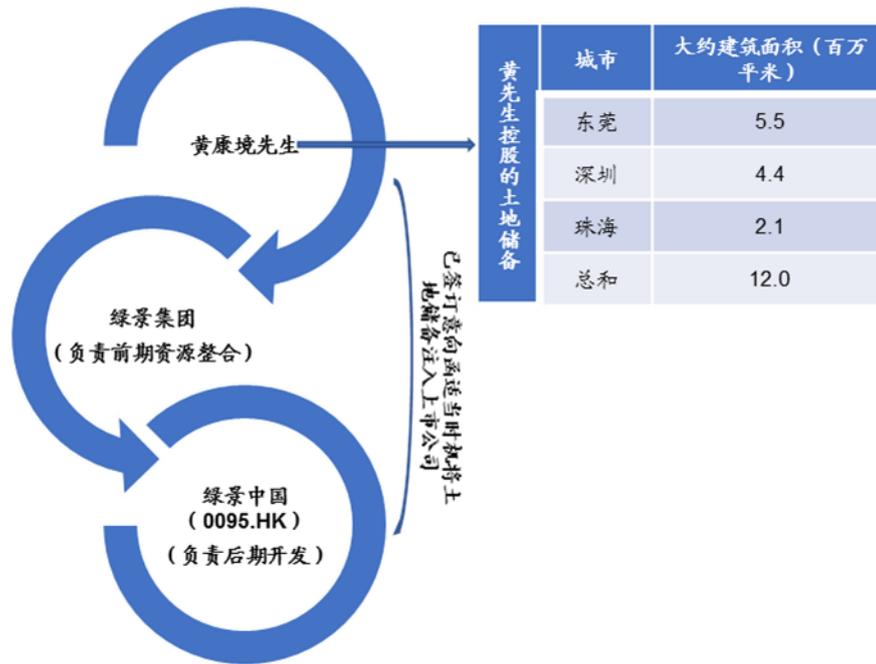
图17 绿景在城市更新方面积累了丰富经验



资料来源：绿景中国地产 2017 年 7 月路演材料，海通证券研究所

通过与母公司（绿景集团）的联动，公司已成功总结出一套完善而标准化的土地获取模式，为公司提供充足的具有成本优势、较高毛利并可可持续发展的土地供应。模式上由绿景集团整合资源进行前期工作，前期工作完成后，控股股东将根据开发节奏在适当的时间注入到上市公司。此番操作对上市公司来说有以下利好：一来无需为土地储备积压大量资金，降低财务压力；二来规避了前期风险和时间的不确定性；三来更多依赖城市更新模式降低了土地成本，提升了毛利率；最后，资产注入的方式和节奏灵活，可配合上市公司需求。公司控股股东黄康境先生已向上市公司提供意向函，拟于适当时机将其持有的土地储备（包括但不限于现在控制的约 1200 万平方米土地）注入绿景地产。

图18 绿景独特的土地获取模式



资料来源：绿景中国地产 2017 年 7 月路演，海通证券研究所

值得一提的是，控股股东黄先生间接控制的深圳绿景房地产开发有限公司参与了白石洲旧改的前期工作。白石洲旧改是深圳目前最大的城市更新项目。早在 2005 年，深圳市和南山区两级政府开展白石洲旧村改造的研究工作。2014 年，白石洲旧改列入年度更新计划。2016 年，白石洲五村土地确权基本完成，深圳市规划国土委南山管理局对白石洲旧改规划草案进行公示，正式走到“规划编制与审批”阶段。但离项目重建仍有多级台阶，包括拆迁补偿安置协议的签订、实施主体确认、建筑物拆除、更新项目用地审批等。

根据深圳市规土委公示文件，白石洲旧改位于南山区沙河街道沙河五村片区，东临华夏街，南临深南大道，西临沙河街，北临香山西街；更新单元用地面积约 48.01 万平方米，拆除用地面积约 45.95 万平方米，开发建设用地面积约 30.38 万平方米，计容积率建筑面积约为 347.96 万平方米。其中，住宅 125 万平方米（含保障性住房 5 万平方米），商业、办公及旅馆业建筑 104.50 万平方米，商务公寓 112 万平方米，其余为公共配套等。

图19 白石洲旧改项目推进流程

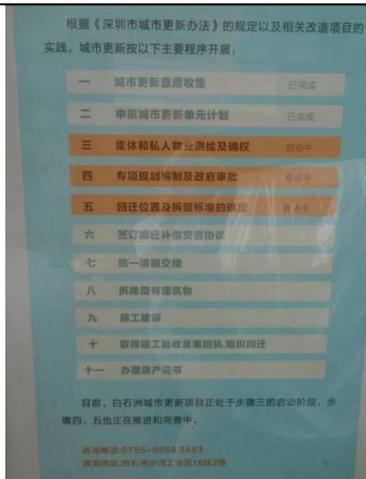


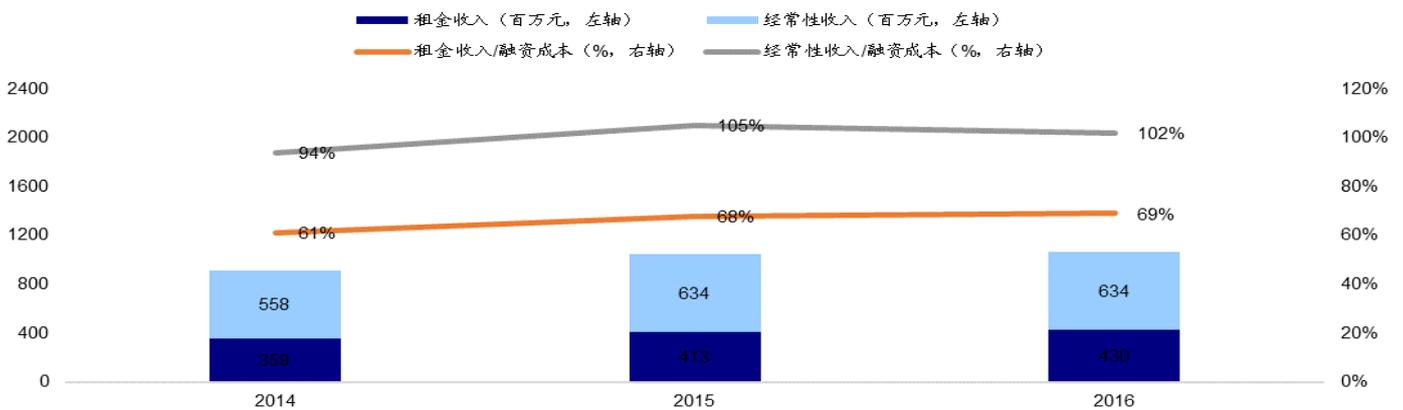
图20 项目位置示意图



### 3.3 住宅商业双轮驱动，确保现金流稳定

公司依靠商业+住宅的双向业务模式，将房地产开发和商业物业投资的优势进行了有效结合，实现了整体业务的协同效应。住宅开发及销售为商业项目发展提供了现金流，而商业物业的稳定收入使得公司能应对住宅市场的波动，且享有物业增值收益。

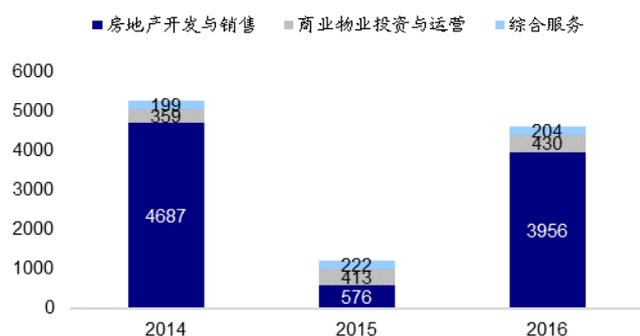
图21 公司经常性收入能够完全覆盖融资成本



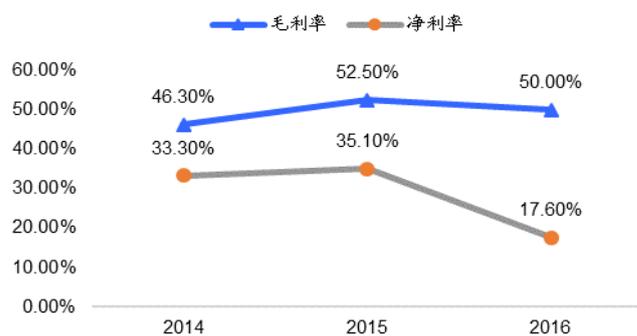
## 4. 财务状况

### 4.1 营业收入受地产结算影响较大

公司 2014-2016 年营业收入分别为 52.45 亿元、12.10 亿元和 45.90 亿元；毛利率分别为 46.30%、52.50%和 50.00%；净利率分别为 33.30%、35.10%和 17.60%，处于业内较高水平。过去三年，公司毛利率保持在 45%及以上的高水平，主要得益于主打城市更新的拿地方式下土地成本较低，项目聚焦深圳和珠三角核心地区价格相对坚挺，精细化管理下成本控制得当，多年地产开发经验积累了良好的口碑。

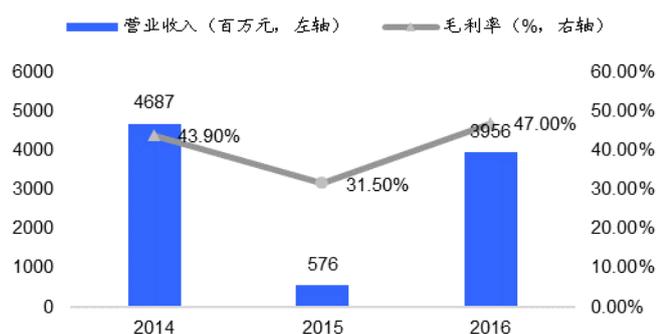
**图22 2014-2016 年营业收入按业务板块划分 (百万元)**


资料来源: 公司 2014-2016 年年报, 海通证券研究所

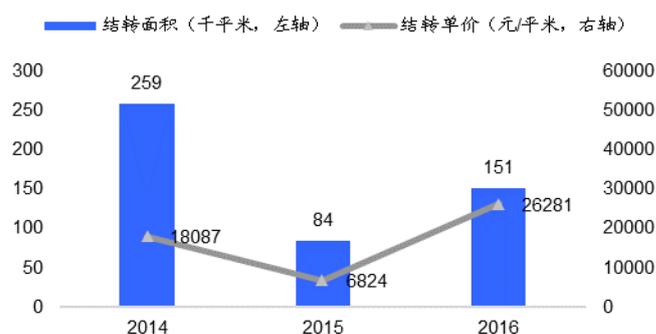
**图23 2014-2016 年毛利率和净利率 (%)**


资料来源: 公司 2014-2016 年年报, 海通证券研究所

房地产开发与销售是公司的主要收入来源, 2014-2016 年营收分别为 46.87 亿元、5.76 亿元和 39.56 亿元, 分别占营业收入的 89.4%、47.6%和 86.2%, 2015 年收入显著下滑是由于交楼结转面积少。房地产开发与销售 2014-2016 年毛利率分别为 43.9%、31.5%、47.0%, 处于业内较高水平。

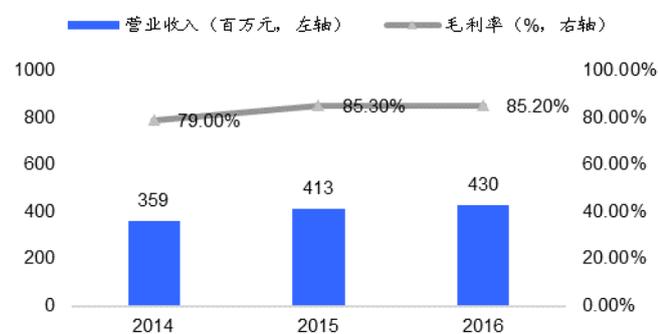
**图24 2014-2016 年房地产开发与销售情况**


资料来源: 公司 2014-2016 年年报, 海通证券研究所

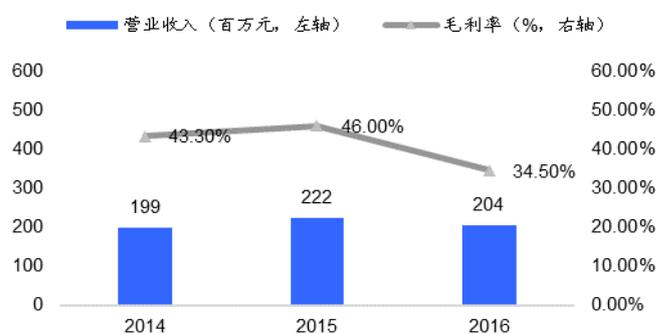
**图25 2014-2016 年房地产结转情况**


资料来源: 绿景中国地产 2017 年 7 月路演资料, 海通证券研究所

公司商业物业投资稳健增长, 2014-2016 年营业收入分别为 3.59 亿元、4.13 亿元、4.30 亿元, 年均复合增长率为 9.4%; 毛利率分别为 79.0%、85.3%和 85.2%, 保持稳定。随着绿景国际花城佐岭中心、绿景红树湾一号佐岭中心、苏州 NEO 的逐渐开业, 商业物业投资业务在 2018-2019 年有望保持稳健增长。

**图26 2014-2016 年商业物业投资情况**


资料来源: 公司 2014-2016 年年报, 海通证券研究所

**图27 2014-2016 年综合服务情况**


资料来源: 公司 2014-2016 年年报, 海通证券研究所

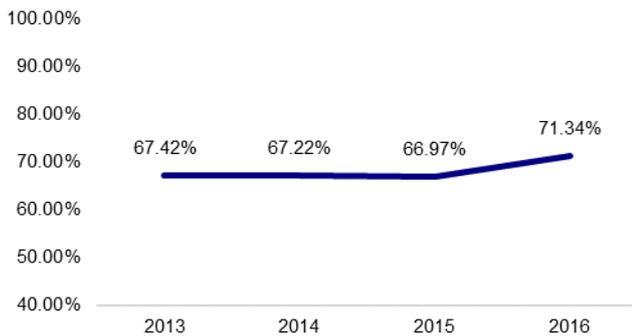
公司综合服务 2014-2016 年营业收入分别为 1.99 亿元、2.22 亿元和 2.04 亿元, 年均复合增长率为 1.3%, 基本保持稳定; 毛利率分别为 43.3%、46.0%和 34.5%。随着

Vanlee 酒店装修升级完毕以及佐岭、NEO 系列的逐渐开业, 公司综合服务收入有望小幅增长。

## 4.2 资本结构均衡, 财务管理稳健

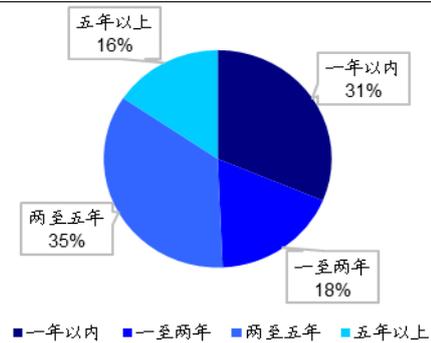
截至 2016 年 12 月 31 日, 公司境外债务总额为 12.81 亿元, 境内债务总额为 106.95 亿元, 现金余额为 45.31 亿元, 资产负债率为 64.50% (2015 年为 66.80%), 处于业内中档水平; 平均融资成本为 6.20%, 较上年的 6.50% 小幅下滑; 资本回报率为 8.90%, 较上年的 5.30% 大幅提升。从公司债务到期情况来看, 一年以内、一至两年、两至五年、五年以上分别占到总债务的 31%、18%、35%、16%, 较为均衡。

图28 香港房地产开发类企业平均资产负债率 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图29 截至 2016 年末公司债务到期情况



资料来源: 公司 2016 年年报, 海通证券研究所

## 5. 盈利预测

绿景中国完成资产注入之后, 形成了房地产开发与销售、商业物业投资与经营、综合服务三大业务板块的经营模式。我们根据三大业务板块项目进度, 预计公司 2017-2019 年营业总收入分别为 55.53 亿元, 67.05 亿元, 80.45 亿元, 营业成本分别为 27.90 亿元、33.75 亿元、40.56 亿元。

表 4 2017-2019 年公司各板块业务情况预测 (百万元)

	2016	2017E	2018E	2019E
房地产开发与销售收入	3956	4866	5936	7183
增速 (YOY)	587.4%	23.0%	22.0%	21.0%
毛利率	47.0%	47.0%	47.0%	47.0%
成本	2097	2579	3146	3807
商业物业投资收入	430	473	544	626
增速 (YOY)	4.1%	10.0%	15.0%	15.0%
毛利率	85.2%	85.0%	85.0%	85.0%
成本	64	71	82	94
综合服务收入	204	214	225	236
增速 (YOY)	-7.9%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	34.5%	34.5%	34.5%	34.5%
成本	134	140	147	155
营业收入总计	4590	5553	6705	8045
营业成本总计	2294	2790	3375	4056

资料来源: 公司 2016 年年报, 海通证券研究所

我们预计 2017-2019 年公司将分别实现净利润 9.62 亿元、11.51 亿元、13.88 亿元, 按照最新总股本计算, 则公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.20 元、0.25 元、0.30 元。

表 5 公司盈利预测表(百万元)

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4590.16	5553.08	6705.23	8044.71
营业成本	2294.21	2790.17	3375.19	4055.51
营业总毛利	2295.95	2762.91	3330.05	3989.20
投资物业之公允价值变动	247.50	202.00	96.00	157.00
其他经营净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收入/支出-经营	108.45	84.00	85.00	82.00
销售费用	58.29	72.19	87.17	104.58
管理费用	348.70	422.03	509.60	611.40
财务费用	406.50	494.22	596.77	715.98
金融资产公允价值变动损益	15.02	3.00	3.00	3.00
应占共同控制实体损益	-0.01	-0.05	-0.04	-0.06
除税前溢利	1853.42	2063.41	2320.48	2799.18
所得税	1044.76	1093.61	1160.24	1399.59
税后净利润	808.67	969.80	1160.24	1399.59
少数股东损益	6.37	7.76	9.28	11.20
归属于母公司的净利润	802.30	962.05	1150.96	1388.39
股本(百万股)	4694.18	4694.18	4694.18	4694.18
每股收益(元/股)	0.17	0.20	0.25	0.30

资料来源: 公司 2016 年年报、海通证券研究所

公司深耕珠三角多年, 土地储备获取模式独特, 主打城市更新项目, 与控股股东形成联动, 使得上市公司层面土地成本低廉、毛利率高企。此外, 控股股东名下尚有约 1200 万平方米的城市更新项目, 未来有望注入公司。截至 2017 年 11 月 10 日, 公司收盘价为 2.50 港元(对应人民币 2.12 元), 公司 2017、2018 年 EPS 分别为人民币 0.20 元和 0.25 元, 对应 PE 为 10.59 倍和 8.47 倍。我们给予公司 2017 年 13 倍 PE, 对应目标价为人民币 2.60 元(港币 3.068 元), “买入”评级。

表 6 H 股市场可比股(股价为 2017 年 11 月 10 日收盘价)

公司	股价 (人民币元每股)	EPS (元/股)		PE (倍)	
		2017E	2018E	2017E	2018E
中国恒大	26.64	1.87	2.55	14.25	10.45
融创中国	31.36	1.85	1.94	16.95	16.16
碧桂园	10.44	0.76	1.06	13.74	9.85
绿城中国	8.14	0.91	0.99	8.95	8.22
平均				13.47	11.17
绿景中国	2.12	0.20	0.25	10.59	8.47

资料来源: Wind 数据, 绿景中国 EPS 为海通预测数据, 其余 EPS 为 wind 一致预测, 海通证券研究所

## 6. 风险提示

政策调控风险; 项目进展不及预期。

## 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
<b>每股指标 (元)</b>					营业收入	4590.16	5553.08	6705.23	8044.71
每股收益	0.17	0.20	0.25	0.30	营业成本	2294.21	2790.17	3375.19	4055.51
每股净资产	1.96	2.09	2.24	2.42	<b>营业总毛利</b>	2295.95	2762.91	3330.05	3989.20
每股经营现金流	-0.16	0.31	0.21	0.35	投资物业之公允价值变动	247.50	202.00	96.00	157.00
<b>成长率 (%)</b>					其他经营净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业收入	279.27	20.98	20.75	19.98	其他收入/支出-经营	108.45	84.00	85.00	82.00
除税前溢利	213.56	11.33	12.46	20.63	销售费用	58.29	72.19	87.17	104.58
净利润	92.04	19.91	19.64	20.63	管理费用	348.70	422.03	509.60	611.40
<b>获利能力与收益质量 (%)</b>					财务费用	406.50	494.22	596.77	715.98
毛利率	50.02	49.75	49.66	49.59	金融资产公允价值变动损益	15.02	3.00	3.00	3.00
净利率	17.48	17.32	17.17	17.26	应占共同控制实体损益	-0.01	-0.05	-0.04	-0.06
销售费用/营业收入	1.27	1.30	1.30	1.30	<b>除税前溢利</b>	1853.42	2063.41	2320.48	2799.18
财务费用/营业收入	8.86	8.90	8.90	8.90	所得税	1044.76	1093.61	1160.24	1399.59
<b>偿债能力 (%)</b>					<b>税后净利润</b>	808.67	969.80	1160.24	1399.59
资产负债率	64.52	65.17	64.59	64.33	少数股东损益	6.37	7.76	9.28	11.20
流动资产/总资产	44.46	46.98	48.38	51.10	<b>归属于母公司的净利润</b>	802.30	962.05	1150.96	1388.39
流动比率	1.98	2.01	2.10	2.16	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
速动比率	0.70	0.71	0.77	0.84	现金及现金等价物	2592.25	3110.70	3421.77	4106.12
<b>运营能力</b>					交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
资产周转率	0.18	0.20	0.23	0.25	其他短期投资	200.00	0.00	0.00	0.00
存货周转率	0.21	0.21	0.21	0.20	应收款项合计	1259.64	1574.42	1847.95	2217.54
应收账款周转天数	100.16	103.49	100.59	100.61	存货	5534.48	5811.20	6101.76	6406.85
					其他流动资产	1938.99	2714.59	2986.04	3544.98
					<b>流动资产合计</b>	11525.35	13210.91	14357.53	16275.50
					固定资产净值	294.19	264.77	291.25	262.12
					权益性投资	6.48	6.48	6.48	6.48
					持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
					可供出售投资	561.05	617.16	648.01	648.01
					其他长期投资	12227.02	12471.56	12720.99	12975.41
					商誉及无形资产	231.60	231.60	231.60	231.60
					土地使用权	0.00	0.00	0.00	0.00
					其他非流动资产	1078.83	1318.78	1420.11	1451.08
					<b>非流动资产合计</b>	14399.17	14910.35	15318.44	15574.71
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>总资产</b>	25924.52	28121.26	29675.97	31850.21
净利润	802.30	962.05	1,150.96	1,388.39	应付账款及票据	921.44	829.30	787.83	787.83
折扣摊销	39.93	38.39	42.23	38.01	应交税金	768.15	1152.23	1613.12	2097.05
营运资金变动	-2,237.20	894.88	-894.88	1,073.86	交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非现金调整	652.23	-435.04	696.06	-835.27	短期借贷及长期借贷当期到期部分	3580.32	3938.35	3741.43	3928.51
<b>经营活动现金净流</b>	-742.74	1,460.28	994.37	1,664.99	其他流动负债	546.54	655.85	688.64	723.07
出售固定资产收到的现金	21.19	22.25	23.36	24.53	<b>流动负债合计</b>	5816.45	6575.72	6831.02	7536.46
资本支出	-173.85	-191.24	-200.80	-210.84	长期借贷	8396.13	8983.86	9433.05	9904.70
投资减少	-201.10	140.77	126.69	139.36	其他非流动负债	2514.28	2765.71	2903.99	3049.19
其他投资活动产生的现金流净额	-1,141.41	-1,255.55	-1,180.22	-1,239.23	<b>非流动负债合计</b>	10910.41	11749.57	12337.05	12953.90
<b>投资活动现金净流</b>	-1,495.17	-1,283.77	-1,230.96	-1,286.17	归属母公司股东权益	8964.51	9551.17	10250.86	11089.95
债务增加	3,851.82	770.36	808.88	490.99	少数股东权益	233.15	244.81	257.05	269.90
股本增加	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>股东权益合计</b>	9197.66	9795.97	10507.91	11359.85
支付的股利合计	-40.12	216.62	275.11	349.39	<b>总负债及总权益</b>	25924.52	28121.26	29675.97	31850.21
其他筹资活动产生的现金流量净额	-496.88	-645.94	-536.13	-536.13					
<b>筹资活动现金净流</b>	3,314.82	341.04	547.86	304.25					
汇率变动影响	0.77	0.89	-0.19	1.29					
<b>现金净增加额</b>	1,077.69	518.45	311.07	684.35					

资料来源: 公司年报 (2016), 海通证券研究所

备注: 货币单位为人民币

## 信息披露

### 分析师声明

涂力磊 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： 国创高新,中国国贸,中国恒大,嘉凯城,浦东金桥,西藏城投,海航基础,华侨城 A,光大嘉宝,新湖中宝,\*ST 松江,黑牡丹,中华企业,南山控股,粤泰股份,福星股份,天健集团,金科股份,格力地产,光明地产,万业企业,三湘印象,莱茵体育,中洲控股,龙湖地产,旭辉控股集团,彩生活,金融街,华发股份,蓝光发展

### 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 副所长  
(021)23219422 kljiang@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  
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  
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 sxa11398@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 chenyaoyao@htsec.com  
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com  
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com  
薛涵 xh11528@htsec.com  
皮灵(021)23154168 pl10382@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  
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  
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  
高宇(021)23154132 gs10373@htsec.com  
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com  
联系人  
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com  
唐一杰 021-23219406 tj11545@htsec.com

### 中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com  
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@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  
毛建平(021)23154134 mjp10376@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(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  
吴佳桢 01056760092 wjs11852@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  
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  
刘欣(010)58067933 lx11011@htsec.com  
联系人  
强超廷(021)23154129 qct10912@htsec.com  
毛云聪(010)58067907 myc11153@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  
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com  
李骥(021)23154513 lj11875@htsec.com

### 房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com  
谢盐(021)23219436 xiey@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  
 尹苓(021)23154119 yl11569@htsec.com  
 石坚 010-58067942 sj11855@htsec.com

**基础化工行业**

刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com  
 刘强(021)23219733 lq10643@htsec.com  
 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com  
 联系人  
 张翠翠 zcc11726@htsec.com  
 李智 021-23219392 lz11785@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

**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

**建筑工程行业**

杜市伟 dsw11227@htsec.com  
 毕春晖(021)23154114 bch10483@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  
 张恒昶 zhx10170@htsec.com  
 联系人  
 张宇轩 zyx11631@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  
 刘璐 ll11838@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

**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(021)23154137 hl11570@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  
 李丹 021-23154401 ld11766@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

**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

**银行行业**

林媛媛(0755)23962186 lly9184@htsec.com  
 联系人  
 谭敏沂 tmy10908@htsec.com

**造纸轻工行业**

衣楨永 yzy12003@htsec.com  
 曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com  
 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com

**电力设备及新能源行业**

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

**通信行业**

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com  
 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com  
 联系人  
 庄宇(010)50949926 zy11202@htsec.com  
 张峥青 zzq11650@htsec.com

**纺织服装行业**

梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com  
 于旭辉(021)23219411 yxh10802@htsec.com  
 联系人  
 马榕(021)23219431 mr11128@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 zhl11756@htsec.com

**食品饮料行业**

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com  
 成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com  
 联系人  
 唐宇(021)23219389 ty11049@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

**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  
季唯佳(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  
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com  
陈铮茹 czr11538@htsec.com  
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com  
杜飞 df12021@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