

投资评级 中性 首次覆盖

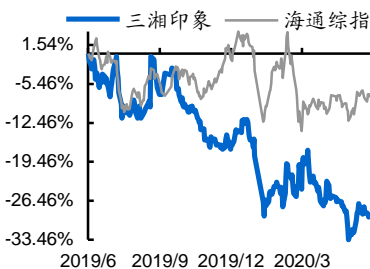
## 经营逐步改善, 绿色科技地产+文化 IP 双向赋能显成效

### 股票数据

06月19日收盘价(元)	4.00
52周股价波动(元)	3.58-5.78
总股本/流通A股(百万股)	1371/1184
总市值/流通市值(百万元)	5485/4737

### 相关研究

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	3.1	1.0	-3.4
相对涨幅(%)	-0.5	-5.7	-17.6

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 金晶

Tel: (021) 23154128

Email: jj10777@htsec.com

证书: S0850518120002

分析师: 涂力磊

Tel: (021) 23219747

Email: tll5535@htsec.com

证书: S0850510120001

### 投资要点:

- “地产+文化”双主业经营格局。**2016年公司布局旅游文化演艺产业,收购观印象艺术发展有限公司100%股权,确立“地产+文化”双主业经营格局。2017年5月,公司与IDG资本和云锋基金签署了战略合作协议,携手资本市场进行文旅资源整合。2018年公司加大转型力度,入股美国维亚康姆中国重要战略合作伙伴维康金杖。
- 房地产业务稳中有升,项目布局核心城市。**2019年公司实现销售面积10.81万平方米,同比增长80.15%;实现销售金额39.14亿元,同比增长40.35%。截止2019年末,公司累计土地储备剩余可开发建筑面积85.32万平方米,在建和拟建合计规划计容建筑面积约35.93万平方米,项目位于上海、杭州、河北燕郊。**主力项目进入销售和结算周期,有望带动业绩上行。**2020年,公司计划全面推进河北燕郊项目建设,确保三湘印象名邸(上海浦东)销售,力争杭州海尚观邸和上海三湘海尚云邸清盘。根据我们的测算,印象名邸、海尚观邸、海尚云邸三个项目对应的剩余货值分别为33.98亿元、24.14亿元、42.77亿元。特别是三湘印象名邸在2019年末基本已是实景展现,我们预计最快有望于2020年结算,最迟也会于2021年开始结算。我们认为,随着上述项目进入销售和竣工节奏,公司的房地产销售、结算收入和结算利润有望实现稳步上升。
- 观印象保持行业领先地位,科技地产+文化双向赋能显成效。**观印象拥有“印象”、“又见”、“最忆”、“归来”四大演出品牌系列,目前已公演以及制作、签约项目累计达到18个。2019年,公司新签约一部作品《印象·华山传奇》,之前签约的《归来遵义·长征之路》、《印象滇池》、《印象太极》、《最忆韶山冲》四部作品进入关键制作阶段。IP开发与打造能力、实力雄厚的编创团队、卓越的竞争力品牌,三大核心优势助力公司保持行业领先地位。此外,公司与湖南广播电视台强强联手共同开发的位于上海徐汇滨江的芒果广场项目落地以及公司入股的维康金杖在长三角地区的杭州、南京、苏州、湖州、绍兴等地洽谈项目落地,都标志着公司绿色科技地产+文化IP双向赋能开始突显成效。
- 投资建议: 给予“中性”评级。**我们预计公司2020-2021年EPS分别为0.29元、0.44元,截止2020年6月19日,公司收盘于4.00元,对应2020和2021年PE在14.01倍和9.02倍。我们给予公司2020年15-17倍PE估值,合理价值区间在4.28-4.85元,较每股RNAV(7.10元)折让幅度为31.6%-39.7%,给予“中性”评级。**风险提示:**1) 房地产开发业务销售和结算不及预期; 2) 公司文化业务推进不及预期。

### 主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1633	1988	2513	3803	5237
(+/-)YoY(%)	-34.0%	21.7%	26.4%	51.3%	37.7%
净利润(百万元)	-456	282	391	608	816
(+/-)YoY(%)	-271.8%	161.9%	38.8%	55.4%	34.1%
全面摊薄EPS(元)	-0.33	0.21	0.29	0.44	0.59
毛利率(%)	40.4%	36.4%	36.6%	36.8%	37.0%
净资产收益率(%)	-8.1%	4.8%	5.8%	8.3%	10.0%

资料来源: 公司年报(2018-2019), 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 基本情况 .....	5
1.1 公司发展历程 .....	5
1.2 公司股权结构 .....	5
1.3 公司主营业务 .....	7
2. 房地产业务 .....	7
2.1 房产销售稳中有升，项目布局核心城市 .....	8
2.2 绿色科技地产领域的领先优势 .....	9
3. 文化业务 .....	11
3.1 收购观印象，切入文化领域 .....	11
3.2 四大演出品牌系列，打造高端文旅演艺内容 .....	11
3.3 三大核心优势，保持行业领先地位 .....	12
3.4 绿色科技地产+文化精品 IP 双向赋能，开拓发展新思路 .....	13
4. 财务分析 .....	13
4.1 营收情况不断改善，成本管控初见成效 .....	13
4.2 资产规模相对稳定，杠杆水平保持健康 .....	14
4.3 融资和分红情况 .....	15
5. 盈利预测及投资建议 .....	16
5.1 盈利预测 .....	16
5.2 投资建议 .....	17
6. 风险提示 .....	17
财务报表分析和预测 .....	18

## 图目录

图 1	公司发展历史.....	5
图 2	黄氏家族持股情况.....	6
图 3	2015-2019 年公司营业收入分板块构成情况.....	7
图 4	2015-2019 年公司各项业务毛利率情况(%) .....	7
图 5	2015-2019 年公司房地产销售面积及同比增速 .....	8
图 6	2015-2019 年公司房地产销售金额及同比增速 .....	8
图 7	2015-2019 年公司房地产销售收入及同比增速 .....	9
图 8	2015-2019 年公司房屋租赁业务营收情况 .....	9
图 9	2015-2019 年公司建筑施工业务营收情况 .....	9
图 10	“太阳能与建筑一体化”技术 .....	10
图 11	“光伏发电与建筑一体化”技术.....	10
图 12	2015-2019 年公司营业收入变化情况 .....	13
图 13	2015-2019 年公司净利润变化情况 .....	13
图 14	2015-2019 年公司毛利率和净利率变化情况.....	14
图 15	2016-2019 年公司三项费用变化情况 .....	14
图 16	2015-2019 年公司总资产规模及增速 .....	14
图 17	2015-2019 年公司净资产规模及增速 .....	14
图 18	2015-2019 年公司资产负债率情况 .....	15
图 19	2015-2019 年公司剔除预收账款后的资产负债率情况 .....	15
图 20	2015-2019 年公司净负债率情况.....	15
图 21	2015-2019 年公司流动与速动比率情况.....	15
图 22	公司历年融资情况(亿元) .....	15
图 23	2019 年公司融资的期限结构 .....	15

## 表目录

表 1 公司十大股东持股情况 .....	6
表 2 公司董事和高管历史减持情况 .....	6
表 3 公司历史回购情况 .....	7
表 4 公司在建项目 .....	9
表 5 公司绿色地产获奖情况 .....	10
表 6 观印象在业绩承诺期内实现净利润情况(万元) .....	11
表 7 承诺人合计应向三湘印象进行补偿的股份总数及应返还的现金分配数 .....	11
表 8 观印象已公演、已签约项目情况 .....	12
表 9 公司历年分红情况 .....	16
表 9 公司营业收入分项预测表(百万元) .....	16
表 10 公司 RNAV 估值表(百万元) .....	17
表 11 市场可比公司估值情况(按 2020 年 6 月 19 日收盘价计算) .....	17

## 1 基本情况

### 1.1 公司发展历程

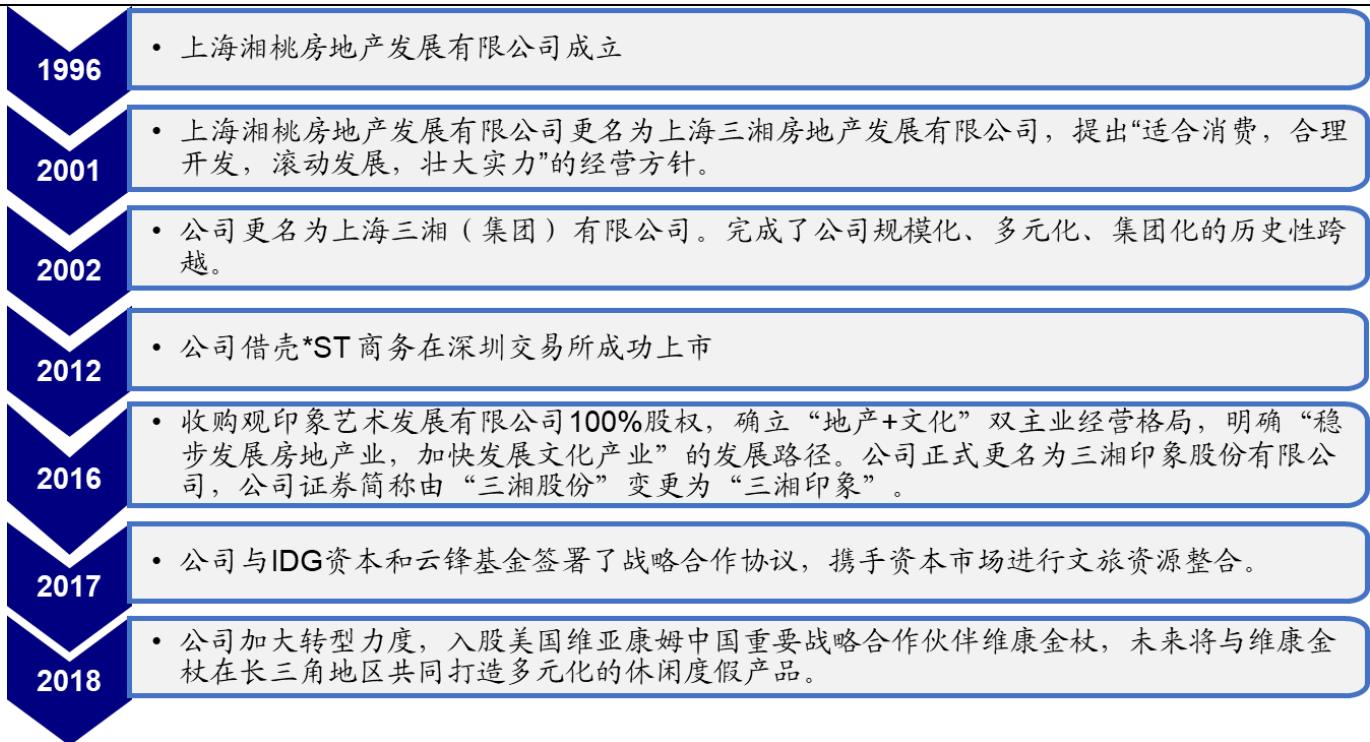
公司前身为 1996 年 9 月成立的上海湘桃房地产发展有限公司。2001 年 1 月，上海湘桃房地产发展有限公司更名为上海三湘房地产发展有限公司，提出“适合消费，合理开发，滚动发展，壮大实力”的经营方针。2002 年 6 月，公司更名为上海三湘（集团）有限公司，成立了上海三湘集团。至此，公司开启规模化、多元化、集团化跨越式发展。

2012 年公司借壳\*ST 商务在深圳交易所成功上市，为公司进一步发展提供助力。2015 年公司正式加盟德国可持续建筑委员会（DGNB），并将公司地产业务定位为“绿色科技建筑”。

2016 年公司布局旅游文化演艺产业，收购观印象艺术发展有限公司 100% 股权，确立“地产+文化”双主业经营格局，明确“稳步发展房地产业，加快发展文化产业”的发展路径。2016 年 10 月，公司正式更名为三湘印象股份有限公司，公司证券简称由“三湘股份”变更为“三湘印象”。

2017 年 5 月，公司与 IDG 资本和云锋基金签署了战略合作协议，携手资本市场进行文旅资源整合。2018 年公司加大转型力度，入股美国维亚康姆中国重要战略合作伙伴维康金杖，未来将与维康金杖在长三角地区共同打造多元化的休闲度假产品。

图1 公司发展历史

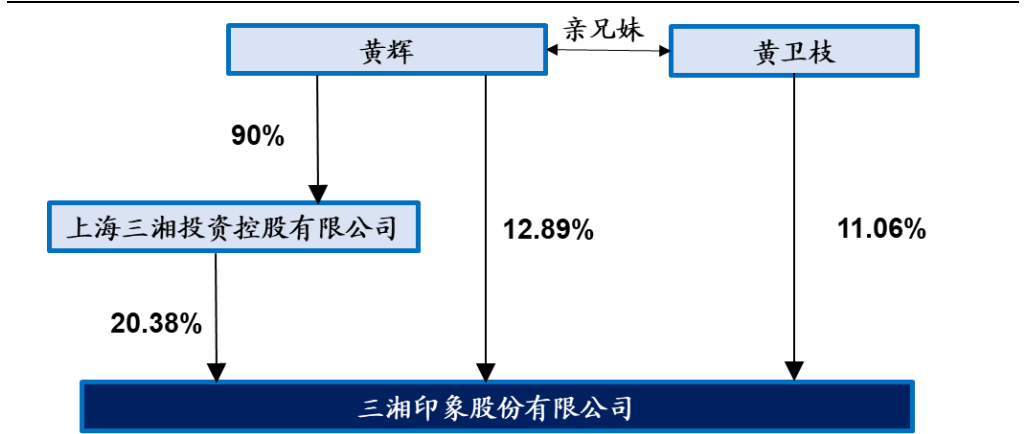


资料来源：公司官网，公司 2018 年年报，海通证券研究所

### 1.2 公司股权结构

截止 2020 年一季报，公司控股股东为上海三湘投资控股有限公司，实际控制人为黄辉先生。黄辉先生通过上海三湘投资控股有限公司持有上市公司 20.38% 股份，同时直接持有上市公司 12.89% 的股份。前十大普通股股东中，自然人黄卫枝女士（与黄辉先生系亲兄妹关系）持有 11.06% 的股份。黄氏家族合计持有上市公司 44.33% 的股权。

图2 黄氏家族持股情况



资料来源：公司 2020 年一季报，海通证券研究所

截止 2020 年一季报，公司十大股东中 Impression Creative Inc. 和上海观印向投资中心（有限合伙）分别持有上市公司 6.57% 和 4.09% 的股份。该两家为 2016 年公司发行股份及支付现金购买观印象股权时的交易对手方。兴业全球基金（定增 111 号）、钜洲资产管理（上海）有限公司、李建光先生分别持有上市公司 2.0%、1.78%、1.68% 的股份，均为 2016 年公司发行股份募配套资金的定增对象。刘红波先生持有上市公司 1.8% 的股权，为 2019 年三季度新进股东。汇添富基金-上海银行-易昕持有上市公司 1.07% 的股权，为 2014 年 12 月以来的长期股东。整体来看，公司的实控人地位稳固，控制权清晰，十大股东较为稳定。

表 1 公司十大股东持股情况

股东名称	股东性质	持股比例 (%)	持股数量 (股)	持有有限售条件的股份数量 (股)	质押或冻结情况	
					股份状态	数量 (股)
上海三湘投资控股有限公司	境内非国有法人	20.38%	279489084	0	质押	119600000
黄辉	境内自然人	12.89%	176806302	0	质押	166000000
黄卫枝	境内自然人	11.06%	151609659	0	质押	127000000
Impression Creative Inc.	境外法人	6.57%	90103846	90103846		
上海观印向投资中心（有限合伙）	境内非国有法人	4.09%	56050000	56050000		
兴业全球基金-上海银行-兴全定增 111 号特定多客户资产管理计划	其他	2.00%	27453846	0		
刘红波	境内自然人	1.80%	24620513	0		
钜洲资产管理（上海）有限公司	境内非国有法人	1.78%	24402329	0		
李建光	境内自然人	1.68%	23082506	17311879	质押	23076923
汇添富基金-上海银行-易昕	其他	1.07%	14661787	0		

资料来源：公司 2020 年一季报，海通证券研究所

此外，我们梳理了 2017 年以来公司董事和高管的历史减持情况。主要是董事李建光先生自 2019 年 11 月至 2020 年 5 月累计减持公司 0.98% 的股份。

表 2 公司董事和高管历史减持情况

高管及董事名称	减持方式	减持期间	减持股数 (股)	占公司总股本比例 (%)	减持后持有公司股份股数 (股)	减持后占总股本比例 (%)
李建光	集中竞价	2020/5/6~2020/5/27	5770627	0.42%	17311879	1.26%
李建光	集中竞价	2019/11/4~2019/12/17	7692225	0.56%	23082506	1.68%
张涛	集中竞价	2017/7/28	245000	0.02%	739000	0.05%
李晓红	集中竞价	2017/2/22	586353	0.05%	3218000	0.23%



资料来源:《2017-02-23 关于公司高管减持公司股份的公告》,《2017-07-29 关于高级管理人员减持股份计划实施完毕的公告》,《2019-12-19 关于董事股份减持计划实施完成的公告》,《2020-05-28 关于董事股份减持计划实施完成的公告》,海通证券研究所

公司在 2018 年、2020 年做过两次回购。2018 年 11 月 28 日,公司发布《关于以集中竞价方式回购股份的报告书》,截止 2019 年 5 月 31 日,公司以集中竞价方式累计回购股份数量为 20.84 百万股,占公司总股本的 1.5196%,最高成交价为 5.79 元/股,最低成交价为 3.81 元/股,成交总金额约为 1.02 亿元(不含交易费用),支付的总金额为 1.02 亿元(含交易费用)。2020 年 2 月 5 日,公司发布《回购报告书》,截至 2020 年 5 月 29 日,本次回购方案期限内公司以集中竞价方式累计回购股份数量为 16.57 百万股,占公司总股本的 1.208%,其中,最高成交价为 4.45 元/股,最低成交价 3.96 元/股,成交总金额约 6995.93 万元(不含交易费用)。

表 3 公司历史回购情况

回购期限	回购计划		日期	完成情况			
	拟用资金区间(万元)	回购价格上限(元/股)		回购股份数量(股)	占总股本比重(%)	成交价格区间(元/股)	成交总金额(元)
2018 年 10 月 31 日起七个月内	10000-20000	10.0	截至 2019 年 5 月 31 日	20837700	1.5196%	3.81-5.79	101873002.6
2020 年 2 月 2 日起六个月内	5000-10000	6.8	截至 2020 年 5 月 29 日	16571200	1.208%	3.96-4.45	69959269.23

资料来源:《2018-11-28 关于以集中竞价方式回购股份的报告书》,《2019-06-01 关于回购公司股份实施完成的公告》,《2020-02-05 回购报告书》,《2020-06-02 关于回购公司股份的进展公告》,海通证券研究所

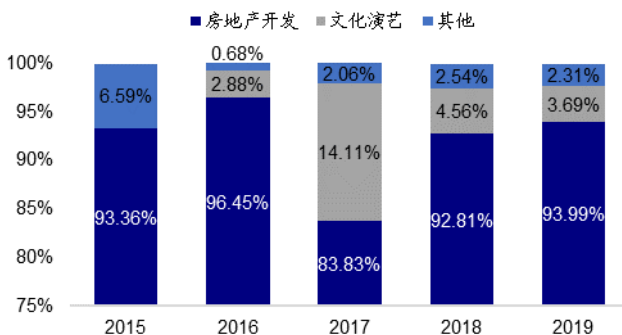
### 1.3 公司主营业务

公司坚持“加快发展文化产业,稳步发展房地产业,推动两大产业协同发展”的战略,明确绿色科技地产与文化精品 IP 双向赋能的发展思路。主营业务包括文化演艺和房地产开发两大板块。

公司营业收入按业务板块可分为房地产开发业务、文化演艺业务和其他业务。在房地产开发业务中,公司营业收入又分为房地产销售、房屋租赁和建筑施工三个方面。房地产开发业务占公司营业收入比重最大,文化演艺的收入占比在 2017 年达到高峰之后显著下降。2019 年公司房地产开发业务收入占主营业务收入的 93.99%,文化演艺业务占比为 3.69%,其他业务占比 2.31%。

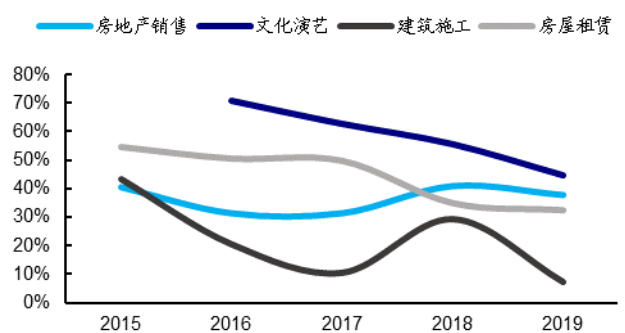
2019 年公司房地产销售、房屋租赁、建筑施工和文化演艺的毛利率分别为 37.62%、32.53%、7.26%、44.63%。公司房地产销售、房屋租赁、建筑施工、文化演艺四项业务的毛利率近期均有所下滑。

图 3 2015-2019 年公司营业收入分板块构成情况



资料来源:wind,海通证券研究所

图 4 2015-2019 年公司各项业务毛利率情况 (%)



资料来源:wind,海通证券研究所

## 2. 房地产业务

公司房地产业务以上海三湘(集团)有限公司为核心体,是集建筑安装、建材加

工、装饰设计、房产经纪、广告传播、物业管理于一体的全产业链服务商，具有房地产开发、金属门窗工程、装饰施工、物业服务四个国家一级资质。

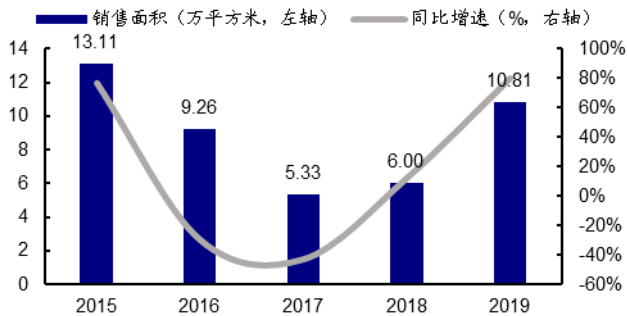
## 2.1 房产销售稳中有升，项目布局核心城市

公司的房地产销售面积和金额在 2015-2017 年经历了持续的下滑，又自 2017 年开始稳步回升。2019 年公司主要销售了上海三湘海尚云邸、上海三湘海尚福邸、杭州海尚观邸、河北三湘森林海尚城、上海三湘海尚城、上海三湘海尚名邸六个项目，共实现销售面积 10.81 万平方米，同比增长 80.15%；实现销售金额 39.14 亿元，同比增长 40.35%。

由于公司旗下项目数量不多，导致房地产结算收入波动较大。公司在 2016 年主要结算了上海嘉定的三湘海尚名邸项目、上海普陀的中鹰黑森林等项目，带动房地产销售收入达到 64.00 亿元。2017 年开始房地产销售收入出现显著下滑。2019 年公司房地产销售业务营业收入为 17.84 亿元，占营业收入比重为 89.73%。

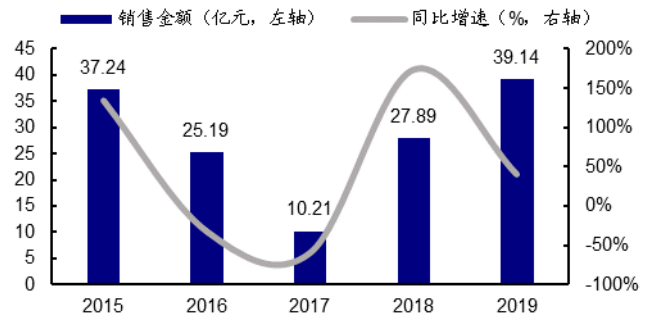
2020 年，公司计划全面推进“三湘森林海尚城（河北燕郊）”项目建设；加快周转速度，提升公司其他存量项目的销售去化率，确保“三湘印象名邸（上海浦东）”项目于 2020 年实现销售；“海尚观邸（浙江杭州）”和“三湘海尚云邸（上海崇明）二期”两个项目力争实现清盘。其中，三湘印象名邸（上海浦东）规划计容建面约 2.79 万平方米，假设单价为 12.18 万元/平米，对应货值为 33.98 亿元，项目 2019 年末基本已是实景展现，我们预计最快有望于 2020 年结算，最迟也会于 2021 年开始结算。杭州海尚观邸可售面积约 11.92 万平米，已累计销售 6.66 万平米，剩余可售面积约 5.27 万平米，假设单价为 45800 元/平米，对应货值为 24.14 亿元。上海三湘海尚云邸可售面积为 19.25 万平米，累计已销售 7.37 万平米，剩余可售面积约 11.88 万平米，假设单价为 3.6 万元/平米，对应货值为 42.77 亿元。我们认为，随着上述项目进入销售和竣工节奏，房地产销售的收入和利润有望实现稳步上升。

图5 2015-2019 年公司房地产销售面积及同比增速



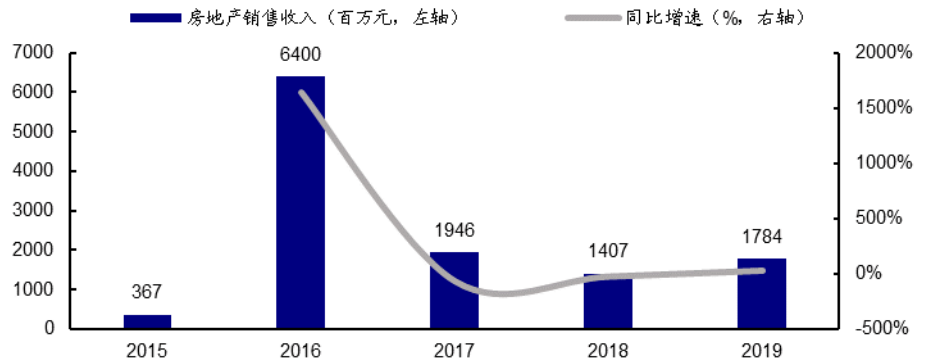
资料来源：公司 2015-2019 年报，海通证券研究所

图6 2015-2019 年公司房地产销售金额及同比增速



资料来源：公司 2015-2019 年报，海通证券研究所

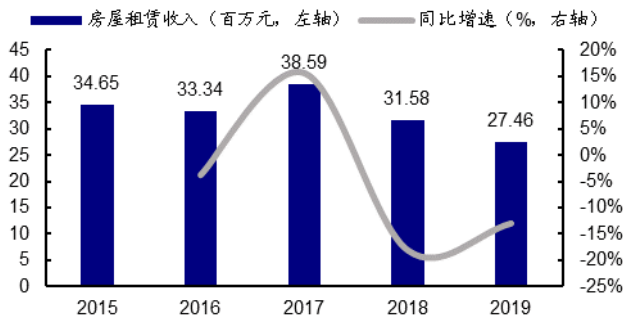


**图7 2015-2019 年公司房地产销售收入及同比增速**


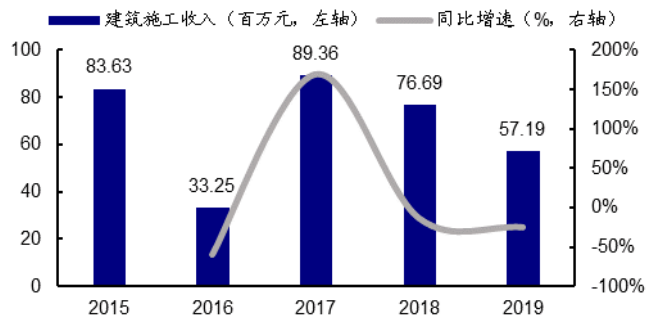
资料来源：公司 2015-2019 年年报，海通证券研究所

除房地产销售业务外，公司房地产业务板块还有房屋租赁和建筑施工两大业务。

2019 年，公司实现房屋租赁收入 0.27 亿元，同比下降 13%。截止 2019 年末，公司累计已出租面积 7.12 万平方米，全部位于上海，项目业态主要为商场和店铺。2019 年，公司实现建筑施工收入 0.57 亿元，同比下降 25.43%；

**图8 2015-2019 年公司房屋租赁业务营收情况**


资料来源：公司 2015-2019 年年报，海通证券研究所

**图9 2015-2019 年公司建筑施工业务营收情况**


资料来源：公司 2015-2019 年年报，海通证券研究所

土地储备方面，公司在 2018-2019 年内无新增土地储备。截止 2019 年末，公司累计土地储备主要为河北燕郊的三湘森林海尚城 16-19 号地块，总占地面积为 26.22 万平方米，剩余可开发建筑面积 85.32 万平方米。截止 2019 年末，公司在建和拟建项目合计占地面积 15.08 万平方米，合计规划计容建筑面积约 35.93 万平方米。公司坚持精准、稳健的房地产投资策略，未来将根据市场形势，在深耕上海房地产市场的同时，积极参与长三角、京津冀和粤港澳大湾区三大城市群开发建设。

**表 4 公司在建项目**

项目名称	项目地域	上市公司权益比例	项目状态	占地面积 (平方米)	规划建筑面积 (平方米)	总投资金额 (万元)	累计投资金额 (万元)
三湘印象名邸	上海浦东	100%	在建	13965.00	27930.60	315679.80	255477.49
海尚观邸	杭州江干	100%	在建	37352.00	82174.40	340392.00	337351.53
三湘森林海尚城 14 号地块	河北燕郊	50.49%	在建	48000.00	119817.00	90701.94	32219.55
三湘森林海尚城 15 号地块	河北燕郊	50.49%	在建	51444.00	129336.87	125111.56	20171.59
合计				150761.00	359258.87	871885.30	645220.16

资料来源：2019 年年报，海通证券研究所

## 2.2 绿色科技地产领域的领先优势

公司房地产板块主要以绿色建筑开发运营为发展方向,成功打造了极具影响力的“花城系列”“海尚系列”和“印象系列”等标准化产品体系。伴随着新技术的不断发展,公司不断加强投入,逐步从“绿色科技建筑技术集成商”迭代升级为“绿色智能生活服务商”。

2019年,公司加强研发和技术创新,形成了“太阳能与建筑一体化”、“室内空气净化与建筑一体化”、“光伏发电与建筑一体化”、“AI智能家居集控系统”和“智能梯控管理系统”五大核心技术,并已在智能家居场景中实现远程移动控制,同时不断加强AI技术的研发和应用,利用语音人机交互技术提升用户居住体验。目前运用分布式光伏发电技术的崇明三湘森林海尚项目已交付使用。公司第一代AI技术的语音控制系统已在崇明三湘海尚云邸项目和浦东三湘印象名邸项目投入使用。

**图10 “太阳能与建筑一体化”技术**


资料来源:2018年年报,海通证券研究所

**图11 “光伏发电与建筑一体化”技术**


资料来源:2018年年报,海通证券研究所

公司在绿色科技地产领域深耕多年,拥有丰富的经验积淀和技术积累。2019年申报国家专利3项,取得国家专利2项,累计取得国家专利总计25项,累计完成3项科研课题。2019年公司荣获中国国际房地产与建筑科技展览会“2019年度创新力绿色开发企业”;公司还获得由标准排名研究院和新华社《环球》杂志环球智库评选的“2019中国绿色地产TOP30”“2019中国房企绿色信用指数TOP50(中期)”。

截至2019年末,公司开发项目中,获国家绿色建筑创新奖1个,国家绿色三星项目5个,国家健康三星项目1个,国家绿色二星项目3个,上海市节能示范工程项目4个,上海市工程建设奖最高质量“白玉兰奖”项目4个,多项目申报国家绿色三星运营标识。

**表5 公司绿色地产获奖情况**

事项	数量
国家专利	25
科研课题	3
国家绿色建筑创新奖	1
国家绿色三星项目	5
国家健康三星项目	1
国家绿色二星项目	3
上海市节能示范工程项目	4
上海市建设工程“白玉兰奖”	4
申报国家绿色三星运营标识	多项

资料来源:2019年年报,海通证券研究所

### 3. 文化业务

#### 3.1 收购观印象，切入文化领域

2016年，公司以发行股份及支付现金相结合的方式收购观印象艺术发展有限公司原股东 Impression Creative Inc.、上海观印向投资中心（有限合伙）持有的观印象 100% 的股权。根据公司与观印象全体股东签订的《利润预测及补偿协议》，观印象全体股东承诺观印象 2015 年度、2016 年度、2017 年度和 2018 年度实现的扣除非经常性损益前后孰低的合并报表口径下归属于母公司所有者的净利润分别不低于 1 亿元、1.3 亿元、1.6 亿元和 1.63 亿元。公司 2019 年 4 月 30 日披露的《关于重大资产重组事项业绩承诺实现情况及业绩补偿方案的公告》显示，观印象在承诺期内实现净利润 38538.76 万元，完成率 69.69%，未能兑现承诺。

**表 6 观印象在业绩承诺期内实现净利润情况（万元）**

期间	承诺净利润	实现净利润	差异数	完成率 (%)
2015 年度	10000.00	10046.21	46.21	100.46%
2016 年度	13000.00	12535.03	-464.97	96.42%
2017 年度	16000.00	13196.35	-2803.65	82.48%
2018 年度	16300.00	2761.17	-13538.83	16.94%
合计	55300.00	38538.76	-16761.24	69.69%

资料来源：《2019-04-30 关于重大资产重组事项业绩承诺实现情况及业绩补偿方案的公告》，海通证券研究所

根据《利润预测及补偿协议》的约定，承诺人应以其所持有的三湘印象股份向三湘印象进行业绩补偿及资产减值补偿，对三湘印象在业绩承诺期内实施的现金分配进行相应返还。Impression Creative Inc. 和上海观印向投资中心（有限合伙）总计应补偿 146062938 股，应返还现金分配数 73316028.82 元。以上所补偿的股份由三湘印象以总价人民币 1.00 元的价格回购并予以注销。截止公司 2019 年年报披露日，业绩补偿事项仍在进行中，尚未履行完成。

**表 7 承诺人合计应向三湘印象进行补偿的股份总数及应返还的现金分配数**

序号	补偿方	补偿股份总数（股）	返还现金分配数（元）
1	Impression Creative Inc.	90047801.00	45199331.63
2	上海观印向投资中心（有限合伙）	56015137.00	28,16697.19
	合计	146062938.00	73316028.82

资料来源：《2019-04-30 关于重大资产重组事项业绩承诺实现情况及业绩补偿方案的公告》，海通证券研究所

目前，公司文化板块主要以观印象艺术发展有限公司为业务平台，以打造“国内高端文化旅游演艺内容创制机构”为主航道。观印象以“讲好中国故事、展示文化魅力、助推区域发展”为愿景，致力于旅游文化演艺的策划、创意、制作和投资业务，是目前国内顶级的文化演出编创和版权运营机构之一。观印象目前的盈利模式为“演出创作”+“知识产权许可”+“艺术团运营管理”+“股东权益分红”模式，主要收入来源于演出艺术创作、演出票务分成、内容维护、运营管理费以及股东权益分红等。

#### 3.2 四大演出品牌系列，打造高端文旅演艺内容

目前，观印象的旅游文化演艺产品涵盖山水实景演出和情境体验剧两大类型，拥有“印象”、“又见”、“最忆”、“归来”四大演出品牌系列，目前已公演以及制作、签约项目累计达到 18 个。经典代表作有 G20 峰会文艺演出《最忆是杭州》、中国第一部山水实景演出《印象刘三姐》、中国第一部室内情景体验剧《又见平遥》、中国第一部漂移式多维体验剧《知音号》、国家“一带一路”倡议下首个丝路文旅项目《又见敦煌》以及首个走出国门的海上丝路文旅项目《又见马六甲》等。

2019 年，公司新签约一部作品《印象·华山传奇》，之前签约的《归来遵义·长征

之路》、《印象滇池》、《印象太极》、《最忆韶山冲》四部作品进入关键制作阶段。

表 8 观印象已公演、已签约项目情况

序号	项目名称	项目所在地	项目状态
收购完成前	1 印象刘三姐	广西桂林阳朔	已公演
	2 印象丽江	云南丽江	已公演
	3 印象大红袍	福建南平武夷山	已公演
	4 印象普陀	浙江舟山	已公演
	5 印象武隆	重庆武隆	已公演
	6 又见平遥	山西平遥	已公演
	7 又见五台山	山西五台山	已公演
收购完成后	8 又见敦煌	甘肃敦煌	已公演
	9 最忆是杭州	浙江杭州	已公演 (老项目改版)
	10 知音号	湖北武汉	已公演
	11 又见马六甲	马来西亚马六甲	已公演
	12 归来三峡	重庆奉节	已公演
	13 归来遵义·长征之路	贵州遵义	制作中
	14 最忆韶山冲	湖南韶山	制作中
	15 印象滇池	云南昆明	制作中
	16 印象太极	河南焦作	制作中
	17 腾冲火山	云南腾冲	已签约
	18 印象·华山传奇	陕西华阴	已签约

资料来源：2019 年年报，海通证券研究所

### 3.3 三大核心优势，保持行业领先地位

**行业领先的文化演艺 IP 开发与打造能力优势。**2003 年，观印象在国内首创实景演艺先河。经过十多年的积淀，观印象潜心 IP 开发创作，逐步打造成为久负盛名的文旅演艺品牌，成功开创了“印象”“又见”“最忆”和“归来”四大系列 IP 以及一个漂移式多维体验单品剧目《知音号》，且观印象大多数作品都选址于 5A 级核心景区，创作者们利用不可复制的原生态自然之美，深度挖掘当地历史文脉。

**实力雄厚的编创团队优势。**观印象是由张艺谋、王潮歌和樊跃三位导演创立的顶级文旅演艺创意制作和版权运营公司，已在国内外成功打造了十余台高端旅游文化演艺产品。2019 年，公司进一步稳固与三位导演的合作，分别与张艺谋导演和樊跃导演签署了项目服务合同，并与王潮歌导演就部分已公演项目的维护服务工作及新项目合作进行了磋商。同时，观印象经过十几年发展和积累，已与国内外最顶尖的艺术编创、舞台设备供应商、舞美设计、经营管理人才建立了紧密、多样的长期合作。

**卓越的竞争力品牌优势。**观印象系列演出已形成“文化演艺—带动旅游—商贸服务—拉动就业—吸引投资”的产业链条，通过将当地的一台演出变成一个 IP，再进行与此 IP 相关的衍生开发从而形成一整套产业链。如福建武夷山地区在“印象大红袍”IP 的影响推动下，武夷山当地与茶叶相关的企业则由 2005 年的不足 100 家发展到如今的 5000 多家，此外在这个新引擎的推动下还推出了忘山茶生活、温泉、玻璃景观长廊等一系列衍生品。

公司通过充分挖掘“观印象”品牌价值，进一步巩固其品牌优势地位，不仅在自身业务拓展过程中获得市场的高度认可，而且，将为上市公司各业务条线的土地获取、项目合作、资源扩张、市场进入、人才吸引等方面带来了较为明显的推动作用。2019 年度应各地政府及投资方的邀请，公司先后派出多个考察团队赴全国 20 余地进行项目考察。



### 3.4 绿色科技地产+文化精品 IP 双向赋能，开拓发展新思路

公司与湖南广播电视台强强联手共同开发的芒果广场项目位于上海徐汇滨江核心地区“西岸传媒港”内，该项目占地 1.8 万平方米，地上计容面积 6.9 万平方米。该项目以湖南电视台的文创空间“芒果盒子”作纽带，连接商务办公等综合业态，将打造集数字媒体、科技应用、潮流艺术、沉浸式展览发布和节目录制等多重元素的智娱空间。

2018 年底，三湘印象入股美国维亚康姆中国重要战略合作伙伴维康金杖。维康金杖的文旅产品包括尼克主题乐园、主题酒店、主题商业和 MTV 流行音乐小镇以及动漫产业、文旅地产等多种业态。目前维康金杖在长三角地区的杭州、南京、苏州、湖州、绍兴等地洽谈项目落地。

另外，公司参投华人文化二期（上海）股权投资中心（有限合伙），旨在对于文娱、科技及消费等领域布局。

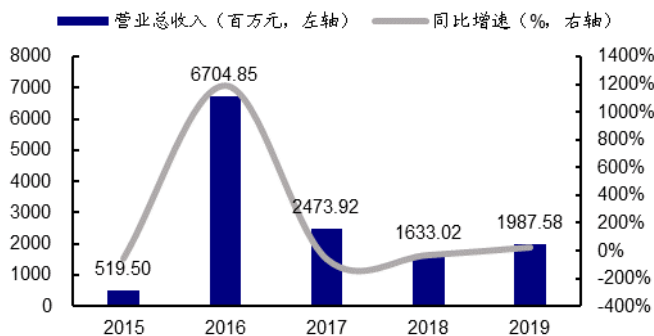
## 4. 财务分析

### 4.1 营收情况不断改善，成本管控初见成效

近五年来公司业务格局发生变化，经营状况变动幅度较大。2016 年，三湘海尚名邸、虹桥三湘广场、中鹰黑森林项目部分交房结转收入及合并观印象增加的收入导致营业总收入大幅增加，达到 67.05 亿元，较 2015 年同比增速达 1191%。2019 年，公司实现营业总收入 19.88 亿元，同比增长 22%，增速由负转正。

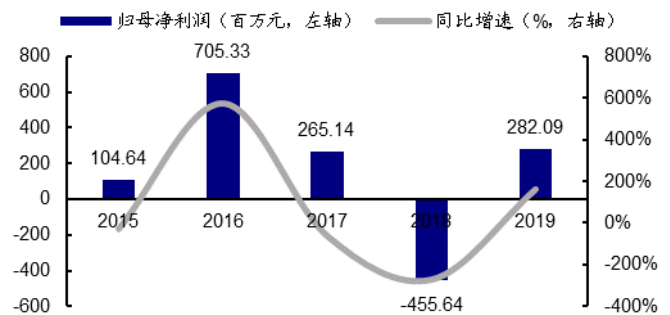
2018 年，公司归母净利润为 -4.56 亿元，较 2017 年同比下降 272%，系公司确认无形资产、商誉减值损失所致。2019 年，公司实现归母净利润 2.82 亿元，归母净利润由负转正。

图12 2015-2019 年公司营业收入变化情况



资料来源：wind，海通证券研究所

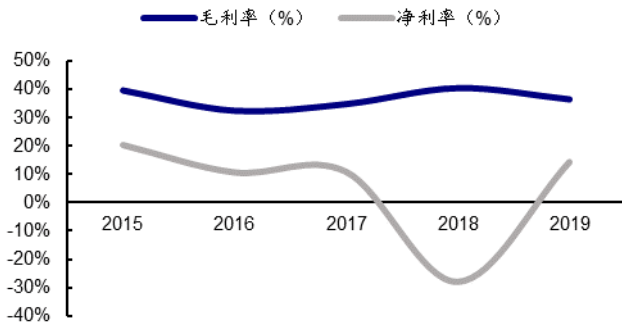
图13 2015-2019 年公司净利润变化情况



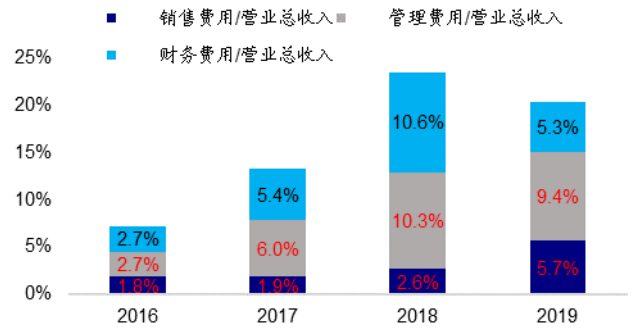
资料来源：wind，海通证券研究所

公司加强成本管控与绩效管理，利润率有所好转。2018 年，公司由于费用化借款利息支出和职工薪酬及中介费用增加，导致三项费用占营业总收入达 23.56%，较 2017 年上升 10.31 个百分点。

2019 年经营计划中，公司提出以业绩为导向，加强成本与资金管理，改革绩效评价体系与分配机制，优化与健全制度体系，精简组织层级，优化队伍结构。2019 年，公司三项费用占营业总收入比重为 20.40%，同比下降 3.16 个百分点，但仍处于较高水平。2019 年，公司毛利率为 36.37%，较 2018 年下滑 4.03 个百分点。公司净利率由负转正，为 14.19%。

**图14 2015-2019 年公司毛利率和净利率变化情况**


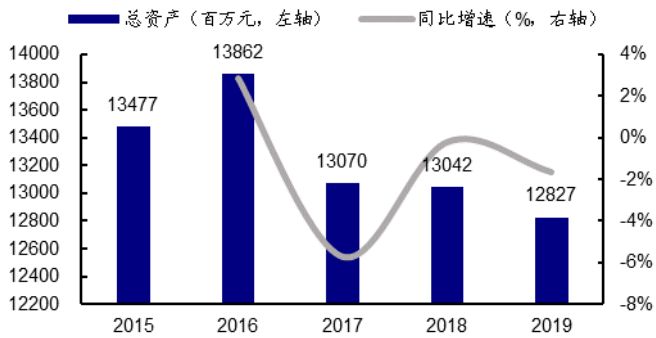
资料来源: wind, 海通证券研究所

**图15 2016-2019 年公司三项费用变化情况**


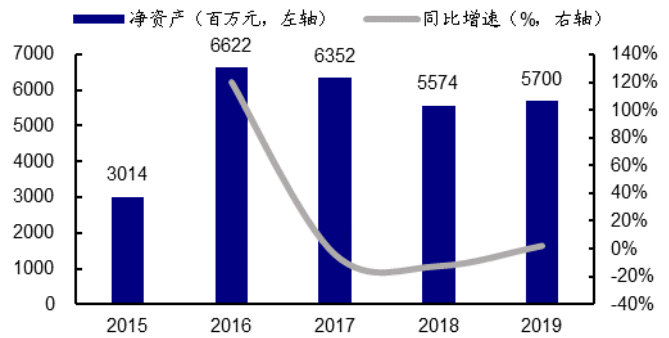
资料来源: wind, 海通证券研究所

## 4.2 资产规模相对稳定, 杠杆水平保持健康

2016 年收购观印象, 公司资产规模显著增加, 此后小幅下滑, 目前保持相对稳定。截止 2019 年末, 公司资产总额为 128.27 亿元, 同比小幅下降 1.65%; 公司净资产总额为 57.00 亿元, 同比小幅上升 2.26%。

**图16 2015-2019 年公司总资产规模及增速**


资料来源: wind, 海通证券研究所

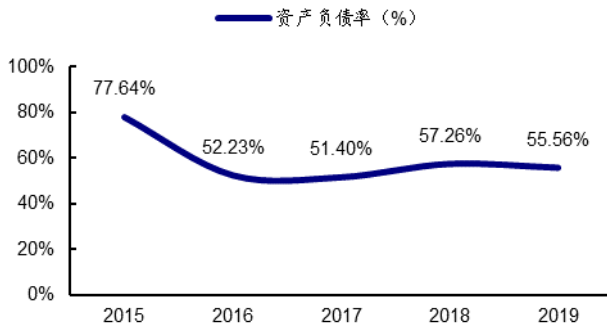
**图17 2015-2019 年公司净资产规模及增速**


资料来源: wind, 海通证券研究所

公司杠杆水平健康, 负债情况有所改善。2019 年, 公司资产负债率为 55.56%, 同比小幅下降 1.70 个百分点; 剔除预收账款后的资产负债率为 30.27%, 同比下降 15.92 个百分点; 净负债率为 42.21%, 同比大幅下降 36.52 个百分点。2019 年, 公司流动与速动比率均有所下降, 分别为 2.53 倍和 0.40 倍, 暂无还款压力。

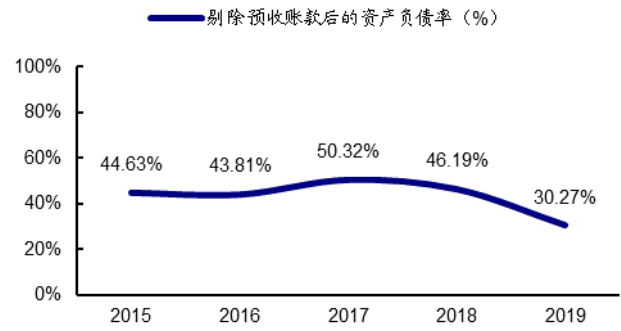


图18 2015-2019 年公司资产负债率情况



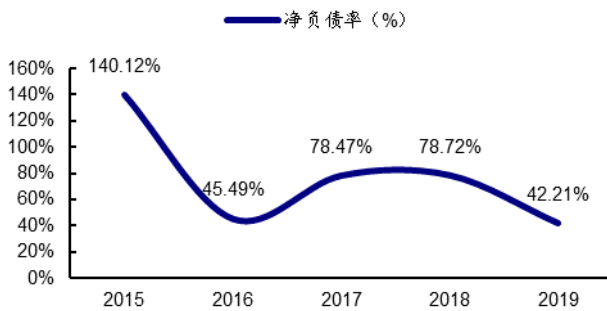
资料来源: wind, 海通证券研究所

图19 2015-2019 年公司剔除预收账款后的资产负债率情况



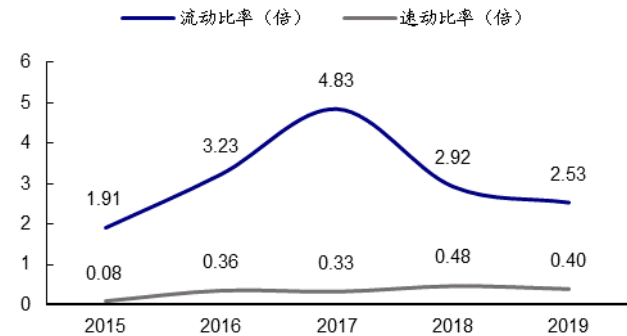
资料来源: wind, 海通证券研究所

图20 2015-2019 年公司净负债率情况



资料来源: wind, 海通证券研究所

图21 2015-2019 年公司流动与速动比率情况

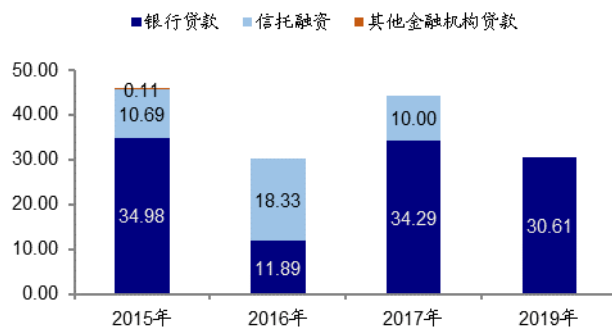


资料来源: wind, 海通证券研究所

### 4.3 融资和分红情况

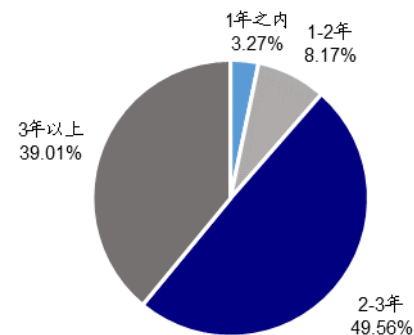
公司遵循资金使用效率高、资本结构佳的原则配置资源,近五年来公司融资渠道以银行贷款和信托融资为主。截止 2019 年末,公司融资余额合计为 30.61 亿元,全部来自银行贷款。其中,一年之内到期的为 1.00 亿元,占比 3.27%; 1-2 年内到期的为 2.50 亿元,占比 8.17%; 2-3 年内到期的为 15.17 亿元,占比 49.56%; 三年以上到期的为 11.94 亿元,占比 39.01%,融资期限结构较为合理。

图22 公司历年融资情况 (亿元)



资料来源: 2015-2019 年年报, 海通证券研究所  
注: 公司 2018 年无融资活动

图23 2019 年公司融资的期限结构



资料来源: 2019 年年报, 海通证券研究所

分红方面, 公司分别在 2016 年半年度、2017 年半年度、2017 年年度进行了分红; 2018 年和 2019 年都没有进行现金分红, 也不进行资本公积转增股本。

表 9 公司历年分红情况

分红年度	归母净利润(百万元)	现金分红金额(含税, 百万元)	每股现金股利(含税, 元)	股利支付率(含其他方式)
2016 年半年度	460.75	138.88	0.1004	30.14%
2016 年	705.33	0.00	-	0.00%
2017 年半年度	92.56	276.35	0.2000	298.55%
2017 年	265.14	276.35	0.2015	104.23%
2018 年	-455.64	0.00	-	不适用
2019 年	282.09	0.00	-	33.42%

资料来源: 2016-2019 年年报, 海通证券研究所

## 5. 盈利预测及投资建议

### 5.1 盈利预测

我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 25.13 亿、38.03 亿、52.37 亿, 分别实现归属于母公司所有者净利润 3.91 亿、6.08 亿、8.16 亿, 对应 EPS 分别为 0.29 元、0.44 元和 0.59 元。以上测算中, 我们保守估计了三湘印象名邸(上海浦东)的结算进程, 假设从 2021 年开始结算。实际上该项目在 2019 年末基本是实景展示, 若 2020 年销售及竣工交付顺利, 则有望从 2020 年开始结算, 提振公司业绩。

表 9 公司营业收入分项预测表(百万元)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
房地产业务收入	1407.29	1783.54	2225.07	3463.20	4839.98
增速(%)	-27.68	26.74	24.76	55.64	39.75
毛利率(%)	40.75	37.62	37.50	37.50	37.50
文化业务收入	75.93	73.43	146.86	176.23	211.48
增速(%)	-78.24	-3.29	100.00	20.00	20.00
毛利率(%)	55.61	44.63	45.00	45.00	45.00
建筑施工业务收入	76.69	57.19	65.77	75.63	86.98
增速(%)	-14.18	-25.43	15.00	15.00	15.00
毛利率(%)	29.41	7.26	7.26	7.26	7.26
房屋租赁业务收入	31.58	27.46	24.71	32.13	36.95
增速(%)	-18.17	-13.05	-10.00	30.00	15.00
毛利率(%)	34.98	32.53	30.00	32.50	32.50
其他主营业务收入	39.56	43.72	48.09	52.90	58.19
增速(%)	-21.79	10.52	10.00	10.00	10.00
毛利率(%)	21.68	9.73	9.50	9.50	9.50
其他业务收入	1.98	2.24	2.46	2.71	2.98
增速(%)	360.47	13.13	10.00	10.00	10.00
毛利率(%)	89.48	83.21	84.00	84.00	84.00
营业收入总计	1633.02	1987.58	2512.97	3802.81	5236.55
增速(%)	-33.99	21.71	26.43	51.33	37.70
营业成本总计	973.33	1264.65	1593.65	2401.57	3300.04
毛利率(%)	40.40	36.37	36.58	36.85	36.98

资料来源: 公司 2018、2019 年年报, 海通证券研究所

我们假设  $\beta$  为 1.2, 无风险利率 2.50%, 市场预期收益率 10%, 税率 25%, 债务成本 8%, 债务比率 55%, 则 WACC 为 8.48%, 四舍五入取 8.50% 作为 WACC 值, 则测算出公司对应的 RNAV 为 7.10 元。

**表 10 公司 RNAV 估值表 (百万元)**

WACC	8.50%
地产业务净权益增加值 (百万元)	3575.54
其他业务 (百万元)	305.59
2019 年净资产账面价值 (百万元)	5849.53
RNAV (百万元)	9730.66
股本 (百万股)	1371.27
每股 RNAV (元/股)	7.10

资料来源: 公司 2019 年年报, 海通证券研究所

## 5.2 投资建议

公司三湘印象名邸 (上海浦东) 项目有望于 2020 年实现销售, 海尚观邸 (浙江杭州) 和 “三湘海尚云邸 (上海崇明) 二期” 两个项目有望清盘, 河北燕郊项目持续推进。我们认为, 随着上述项目的推进和销售, 公司的房地产开发业务有望实现收入和利润的双提升。文化方面, 随着公司印象太极等剧完成制作并确认制作收入, 该板块的收入和利润也有望双提升。此外, 公司绿色科技地产+文化精品 IP 双向赋能开始落地, 为公司的长期增长提供了新动力。

我们预计公司 2020-2021 年 EPS 分别为 0.29 元、0.44 元, 截止 2020 年 6 月 19 日, 公司收盘于 4.00 元, 对应 2020 和 2021 年 PE 在 14.01 倍和 9.02 倍。我们给予公司 2020 年 15-17 倍 PE 估值, 合理价值区间在 4.28-4.85 元, 较每股 RNAV (7.10 元) 折让幅度为 31.6%-39.7%, 给予 “中性” 评级。

**表 11 市场可比公司估值情况 (按 2020 年 6 月 19 日收盘价计算)**

公司	股价 (人民币元/股)	EPS (元/股)			PE (倍)			PEG
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2020E
万科 A	25.95	3.44	4.03	4.71	7.54	6.44	5.51	0.38
保利地产	14.56	2.34	2.75	3.24	6.22	5.29	4.49	0.30
招商蛇口	16.67	2.03	2.39	2.84	8.21	6.97	5.87	0.38
陆家嘴	11.05	0.91	0.91	1.00	12.14	12.14	11.05	2.51
(地产类) 均值						7.71	6.73	0.89
宋城演艺	18.43	0.92	0.32	0.61	20.03	57.59	30.21	-3.10
丽江股份	5.94	0.37	0.15	0.36	16.05	39.60	16.50	-29.10
(文化类) 均值						48.60	23.36	-16.10
三湘印象	4.00	0.21	0.29	0.44	19.44	14.01	9.02	0.30

资料来源: 三湘印象 EPS 为海通预测数据, 其余 EPS 为 Wind 一致预测值, 海通证券研究所

备注: 1. PEG 的 G 按照预测的 2019-2021 年净利润年化复合增速计算。

## 6. 风险提示

1) 房地产开发业务销售和结算不及预期; 2) 公司文化业务推进不及预期。

**财务报表分析和预测**

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>1988</b>	<b>2513</b>	<b>3803</b>	<b>5237</b>
每股收益	0.21	0.29	0.44	0.59	营业成本	1265	1594	2402	3300
每股净资产	4.27	4.92	5.36	5.96	毛利率%	36.4%	36.6%	36.8%	37.0%
每股经营现金流	1.66	0.25	0.36	-0.40	营业税金及附加	100	107	165	232
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	5.0%	4.3%	4.3%	4.4%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	113	89	133	184
P/E	19.44	14.01	9.02	6.72	营业费用率%	5.7%	3.5%	3.5%	3.5%
P/B	0.94	0.81	0.75	0.67	管理费用	187	236	365	503
P/S	1.75	2.18	1.44	1.05	管理费用率%	9.4%	9.4%	9.6%	9.6%
EV/EBITDA	16.96	13.21	8.95	7.59	EBIT	324	487	737	1018
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	106	100	100	109
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	5.3%	4.0%	2.6%	2.1%
毛利率	36.4%	36.6%	36.8%	37.0%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	14.2%	15.6%	16.0%	15.6%	投资收益	23	29	44	61
净资产收益率	4.8%	5.8%	8.3%	10.0%	<b>营业利润</b>	<b>299</b>	<b>487</b>	<b>753</b>	<b>1042</b>
资产回报率	2.2%	2.7%	3.7%	4.2%	营业外收支	46	49	49	47
投资回报率	2.3%	3.1%	4.4%	5.2%	<b>利润总额</b>	<b>345</b>	<b>537</b>	<b>802</b>	<b>1090</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	379	535	788	1071
营业收入增长率	21.7%	26.4%	51.3%	37.7%	所得税	134	209	313	425
EBIT 增长率	-18.3%	50.4%	51.5%	38.0%	有效所得税率%	38.9%	39.0%	39.0%	39.0%
净利润增长率	161.9%	38.8%	55.4%	34.1%	少数股东损益	-71	-64	-119	-151
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>282</b>	<b>391</b>	<b>608</b>	<b>816</b>
资产负债率	55.6%	55.1%	57.1%	60.5%					
流动比率	2.53	2.35	2.08	2.04	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
速动比率	0.39	0.40	0.36	0.32	货币资金	655	1000	1100	1200
现金比率	0.15	0.19	0.17	0.15	应收账款及应收票据	97	118	181	248
<b>经营效率指标</b>					存货	9165	10042	11185	13562
应收帐款周转天数	17.78	17.16	17.37	17.30	其它流动资产	958	1025	1124	1229
存货周转天数	2645	2300	1700	1500	流动资产合计	10875	12185	13590	16239
总资产周转率	0.15	0.17	0.23	0.27	长期股权投资	724	1074	1444	1834
固定资产周转率	33.45	33.01	40.14	45.45	固定资产	59	76	95	115
					在建工程	0	1	3	4
					无形资产	193	165	137	109
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	非流动资产合计	1952	2357	2780	3224
净利润	282	391	608	816	<b>资产总计</b>	<b>12827</b>	<b>14542</b>	<b>16371</b>	<b>19463</b>
少数股东损益	-71	-64	-119	-151	短期借款	100	72	160	332
非现金支出	70	48	51	53	应付票据及应付账款	222	324	466	650
非经营收益	-40	-10	-23	-3	预收账款	3245	3769	4563	5237
营运资金变动	2033	-28	-28	-1269	其它流动负债	740	1025	1342	1739
<b>经营活动现金流</b>	<b>2275</b>	<b>337</b>	<b>489</b>	<b>-554</b>	流动负债合计	4306	5191	6530	7958
资产	-11	28	27	23	长期借款	2634	2634	2634	3634
投资	23	-455	-475	-495	其它长期负债	187	187	187	187
其他	62	98	113	130	非流动负债合计	2821	2821	2821	3821
<b>投资活动现金流</b>	<b>73</b>	<b>-328</b>	<b>-335</b>	<b>-342</b>	<b>负债总计</b>	<b>7127</b>	<b>8012</b>	<b>9351</b>	<b>11779</b>
债权募资	1322	-28	87	1173	实收资本	868	1371	1371	1371
股权募资	0	503	0	0	归属于母公司所有者权益	5850	6744	7352	8168
其他	-3697	-139	-141	-176	少数股东权益	-150	-214	-333	-484
<b>融资活动现金流</b>	<b>-2375</b>	<b>337</b>	<b>-54</b>	<b>996</b>	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>12827</b>	<b>14542</b>	<b>16371</b>	<b>19463</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-26</b>	<b>345</b>	<b>100</b>	<b>100</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 06 月 19 日; (2) 以上各表均为简表  
 资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

金晶 房地产行业  
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: 中国恒大,中国国贸,光大嘉宝,碧桂园,金科股份,大悦城,旭辉控股集团,中骏集团控股,金地集团,招商蛇口,金融街,万科A,阳光城,招商积余

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 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; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> 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。	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。
	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

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  
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com  
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com  
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com  
联系人  
应镓娟(021)23219394 yjx12725@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  
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  
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com  
颜伟(021)23219914 yw10384@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  
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com  
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com  
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com  
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  
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com  
联系人  
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com  
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

### 固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com  
姜珺珊(021)23154121 jps10296@htsec.com  
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com  
联系人  
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

### 策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com  
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com  
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com  
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com  
周旭辉 zhx12382@htsec.com  
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com  
李姝醒 lsx11330@htsec.com  
曾知(021)23219810 zz9612@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  
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

### 中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com  
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com  
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com  
联系人  
王园沁 02123154123 wyq12745@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  
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com  
联系人  
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  
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com  
范国钦 02123154384 fngq12116@htsec.com  
联系人  
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com  
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com

### 汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com  
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com  
联系人  
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com  
郑蕾 23963569 zl12742@htsec.com  
房乔华 0755-82900477 fqh12888@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  
傅逸帆(021)23154398 fufy11758@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  
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

### 互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com  
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com  
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com  
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

### 有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com  
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com  
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com  
联系人  
郑景毅 zjy12711@htsec.com

### 房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com  
谢益(021)23219436 xiey@htsec.com  
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com  
杨凡(010)58067828 yf11127@htsec.com



**电子行业**

陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com  
 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com  
 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com  
 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com  
 联系人  
 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@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  
 联系人  
 王涛(021)23219760 wt12363@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 xbq6583@htsec.com  
 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  
 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com

**计算机行业**

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com  
 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com  
 于成龙 ycl12224@htsec.com  
 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com  
 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com

**通信行业**

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com  
 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com  
 张峥青(021)23219383 zzz11650@htsec.com  
 张戈 01050949962 zy12258@htsec.com  
 联系人  
 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com

**非银行金融行业**

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com  
 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com  
 李芳洲(021)23154127 lzf11585@htsec.com  
 联系人  
 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com

**交通运输行业**

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com  
 罗月江(010)56760091 lyj12399@htsec.com  
 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com  
 陈宇(021)23219442 cy13115@htsec.com

**纺织服装行业**

梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com  
 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com  
 联系人  
 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com

**建筑建材行业**

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com  
 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com  
 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com  
 颜慧菁 yhj12866@htsec.com

**机械行业**

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com  
 周丹 zd12213@htsec.com  
 联系人  
 吉晟(021)23154653 js12801@htsec.com

**钢铁行业**

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com  
 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com

**建筑工程行业**

张欣劼 zxj12156@htsec.com  
 李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com  
 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com

**农林牧渔行业**

丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com  
 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com  
 联系人  
 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com

**食品饮料行业**

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com  
 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com  
 颜慧菁 yhj12866@htsec.com  
 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com  
 联系人  
 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com

**军工行业**

张恒昶 zhx10170@htsec.com  
 张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com  
 联系人  
 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com

**银行行业**

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com  
 解巍巍 xww12276@htsec.com  
 林加力(021)23154395 lj12245@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  
 许樱之 xyz11630@htsec.com

**家电行业**

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com  
 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com  
 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com  
 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com

**造纸轻工行业**

衣楦永(021)23212208 yzy12003@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  
 辛丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com  
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com  
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com  
 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com  
 巩柏舍 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 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  
 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  
 王朝领 wcl11854@htsec.com  
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com  
 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

**北京地区销售团队**

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com  
 郭楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com  
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com  
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com  
 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com  
 李婕 lj12330@htsec.com  
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com  
 郭金垚(010)58067851 gjy12727@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](http://www.htsec.com)