

投资评级 优于大市 首次覆盖

安全边际高，盈利趋于稳健

股票数据

07月03日收盘价(元)	28.05
52周股价波动(元)	23.88-34.87
总股本/流通A股(百万股)	294/294
总市值/流通市值(百万元)	8198/8198

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-0.5	-7.8	-6.3
相对涨幅(%)	-0.8	0.5	-5.1

资料来源: 海通证券研究所

分析师:汪立亭

Tel:(021)23219399

Email:wanglt@htsec.com

证书:S0850511040005

分析师:李宏科

Tel:(021)23154125

Email:lhk11523@htsec.com

证书:S0850517040002

联系人:高瑜

Tel:(021)23219415

Email:gy12362@htsec.com

投资要点:

- 东北商业龙头，大股东持续增持彰显信心。**①2018年收入降10.8%至239亿元，归母净利增12.7%至9.9亿元，2011-18年收入和净利CAGR各为-3%和20%；截至2018年底拥有百货79家，超市39家，电器商场26家，门店总数144家。②公司实控人为大商集团及其一致行动人大商投资管理，2015-1Q2019持续增持至27.05%，二股东安邦保险2015年底举牌，累计增至15%，测算平均持股成本各为35.96元/股、33.53元/股，2019/7/3收盘价(28.05元/股)较持股成本分别折价22%和16.33%。2017年5月，大股东承诺3年内解决同业竞争问题。
- 扩张路径：不断加密东北，逐步扩大华北。**①**区域：**1998年进入辽宁、黑龙江；2005年进军华北，重点发展山东、河南两省，通过并购/自建/租赁等方式拓展门店；②**业态：**公司前期以百货业务为主，1993年试水房地产业务，2001年开始加强大卖场建设，2003年涉足家电连锁；③**商圈：**公司区域扩张较早，且多通过收购老字号商场进入市场，门店大多集中在城市核心商圈。
- 业务经营：老店改造升级，加强激励人效提升。**①**全业态、多商号运作：**以百货/购物中心为主力，辅以超市电器业态，细分客群，划分高端百货麦凯乐、流行百货千盛、购物中心新玛特，打造新商号“大商城市乐园”，建设商业综合体；②**老店调改，联营转租赁：**2016-18年，完成大庆百货大楼、青岛麦凯乐等10个改造工程，部分主力门店毛利出现止跌回升，截至2018年末尚未完工的在建项目计划总投资1.52亿元，尚需投资7745万元；③**“创业合伙”&“联销承包”：**核心骨干投资性创业，基层员工超额分配增量利润，2018年员工人数降12%至1.6万人，人均毛利增16%至39.2万元/人。
- 财务&估值：盈利趋稳，安全边际&重估价值高。**①**毛利稳步回升，人工/毛利下降：**2018年毛利额止跌回升，销管费/毛利处于行业平均，人工/毛利降幅显著；②**有息负债率低，盈利较好且趋稳：**经营活动现金流净额2004年以来持续高于资本开支，有息负债率维持低位，扣非净利率2015年以来持续提升，扣非ROE行业居前；③**高比例自持物业：**权益自有物业170万平米占比39%，测算RNAV(谨慎)208亿元，较2019/7/3市值有1.52倍空间；④**估值历史底部：**PB-LF、PE-TTM、PS-TTM(2019/7/3)分别为1.0/8.0/0.4倍，均处历史与行业低位。
- 盈利预测与估值：**预计2019-2021收入分别为229亿元、225亿元、226亿元，归母净利润分别为10.8亿元、11.3亿元、11.8亿元，同比增长9.6%、4.1%、4.5%，2019-2021年EPS分别为3.68元、3.84元和4.01元，参考同业给以2019年9-11倍PE，对应合理价值区间33.16-40.53元，首次覆盖给予“优于大市”投资评级。
- 风险提示：**市场竞争加剧；老店改造效果不达预期；创新业态发展不达预期；财务数据波动较大。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	26744	23867	22854	22529	22553
(+/-)YoY(%)	-4.8%	-10.8%	-4.2%	-1.4%	0.1%
净利润(百万元)	877	988	1082	1127	1178
(+/-)YoY(%)	24.7%	12.7%	9.6%	4.1%	4.5%
全面摊薄EPS(元)	2.98	3.36	3.68	3.84	4.01
毛利率(%)	22.6%	25.9%	27.7%	29.2%	30.5%
净资产收益率(%)	11.9%	12.2%	11.8%	11.0%	10.3%

资料来源: 公司年报(2017-2018), 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. 概况：东北商业龙头，大股东持续增持彰显信心.....	5
1.1 经营情况：2011-18 年净利 CAGR20%，稳步增长	5
1.2 股权结构：大股东持续增持彰显信心	6
2. 扩张路径：不断加密东北，逐步扩大华北	8
2.1 区域扩张：并购/自建/租赁并举，多种方式拓展门店	8
2.2 门店布局：区域扩张早，收购老字号商场，占据核心商圈	9
3. 业务经营：老店改造升级，加强激励人效提升	10
3.1 业态结构丰富，增强集客能力	10
3.2 老店改造升级，联营转租赁	11
3.3 推行“合伙创业”&“联销承包”	12
4. 财务&估值：盈利趋稳，安全边际&重估价值高.....	13
4.1 毛利稳步回升，人工费用率下降	13
4.2 有息负债率低，持续盈利能力强	14
4.3 高比例自有物业，重估价值高	15
4.4 公司估值处于历史和行业低位	16
5. 盈利预测与估值	17
5.1 盈利预测：预计 2019-2021 年 EPS3.68 元、3.84 元和 4.01 元.....	17
5.2 估值：给以 2019 年 9-11 倍 PE，合理价值区间 33.16-40.53 元	18
6. 风险提示	18
财务报表分析和预测	19

图目录

图 1	公司营业收入及增速 (2003-1Q2019)	5
图 2	公司归母净利润及增速 (2003-1Q2019)	5
图 3	公司各省门店数 (家, 2018)	5
图 4	公司各区域收入结构 (% , 2018)	5
图 5	公司各省份门店分布情况 (家, 截至 2018 年末)	6
图 6	公司各业态面积 (万平方米, 2018)	6
图 7	公司各业态门店占比 (% , 2018)	6
图 8	大商集团改制前后公司股权结构变化	7
图 9	公司跨区扩展历程 (1937-2011 年)	9
图 10	公司核心城市门店所处商圈情况	10
图 11	公司各业态收入结构 (% , 2018)	11
图 12	公司各商圈收入结构 (% , 2018)	11
图 13	公司员工人数 (2005-2018)	13
图 14	公司人均毛利 (2005-2018)	13
图 15	公司毛利额及增速 (2003-1Q2019)	13
图 16	公司人工、租金、折旧摊销费/毛利 (% , 2011-2018)	13
图 17	主要零售公司销管费用/毛利额 (% , 2016-2018)	13
图 18	公司经营活动现金净额及资本开支 (2003-1Q2019)	14
图 19	公司财务费用及财务费用率 (2003-1Q2019)	14
图 20	公司扣非净利润及增速情况 (2003-2018)	14
图 21	公司扣非净利率情况 (% , 2003-2018)	14
图 22	主要零售公司扣非 ROE 情况 (% , 2016-2018)	15
图 23	公司 2011 年至今 PB 估值 (20110401-20190703)	16
图 24	行业前 10 位公司 PB 比较 (倍, 20190703)	16
图 25	公司 2011 年至今 PE 估值 (20110401-20190703)	17
图 26	行业前 10 位公司 PE 比较 (倍, 20190703)	17
图 27	公司 2011 年至今 PS 估值 (20110401-20190703)	17
图 28	行业前 10 位公司 PS 比较 (倍, 20190703)	17

表目录

表 1 公司前十大股东 (截至 1Q2019 末)	6
表 2 拟定增注入资产 2012 年收入和盈利情况	7
表 3 大股东增持成本 (截至 2019/7/3)	8
表 4 二股东增持成本 (截至 2019/7/3)	8
表 5 公司 2018 年各地区分业态门店情况	9
表 6 公司主要在建工程情况表 (2018 年)	11
表 7 公司收入前 15 门店经营情况 (2016-2018)	12
表 8 公司有息负债及有息负债率情况 (百万元, 2010-1Q2019)	14
表 9 公司门店自持比例及重估价值	15
表 10 公司每股 RNAV 与同行可比公司对比 (20190703)	16
表 11 公司分业态收入预测 (百万元)	17
表 12 同行业可比公司估值情况 (20190703)	18

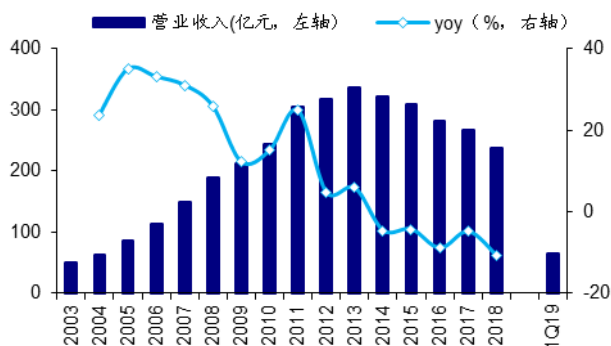
1. 概况：东北商业龙头，大股东持续增持彰显信心

大商股份前身始建于1937年，1982年改名为“大连商场”，1993年11月22日于上交所上市，主要经营百货、超市、家电连锁业态。公司门店主要集中在辽宁、黑龙江、山东、河南、江苏、四川6省，截至2018年底，公司拥有百货79家，超市39家，电器商场26家，门店总数144家。

1.1 经营情况：2011-18年净利CAGR20%，稳步增长

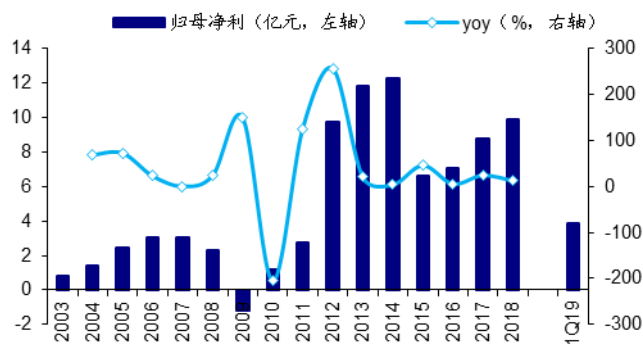
收入持续下滑，利润稳步增长。公司2011-18年收入和净利CAGR各为-3%和20%；其中2018年收入降10.8%至239亿元，归母净利润增12.7%至9.9亿元，扣非净利润增15.6%至9.8亿元。我们认为，公司收入与利润增速不一致主要由部分门店联营租赁所致，经营调整后公司归母净利润保持稳步增长。

图1 公司营业收入及增速 (2003-1Q2019)



资料来源：公司2003-2018年报及2019季报，海通证券研究所

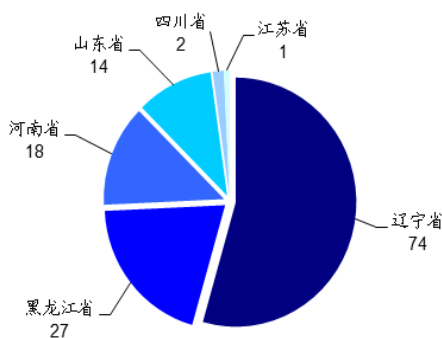
图2 公司归母净利润及增速 (2003-1Q2019)



资料来源：公司2003-2018年报及2019季报，海通证券研究所

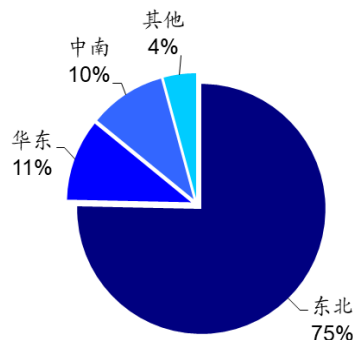
东北为主力区域，稳健跨区扩张，逐步走向全国。①门店：截至2018年末，公司门店总数144家，总面积约443万平方米，其中东北门店101家，占比70%。②收入：东北成熟老区2018年实现收入180亿元，占比75%；华东、中南收入分别为25亿元和24亿元，占比11%和10%。

图3 公司各省门店数 (家, 2018)



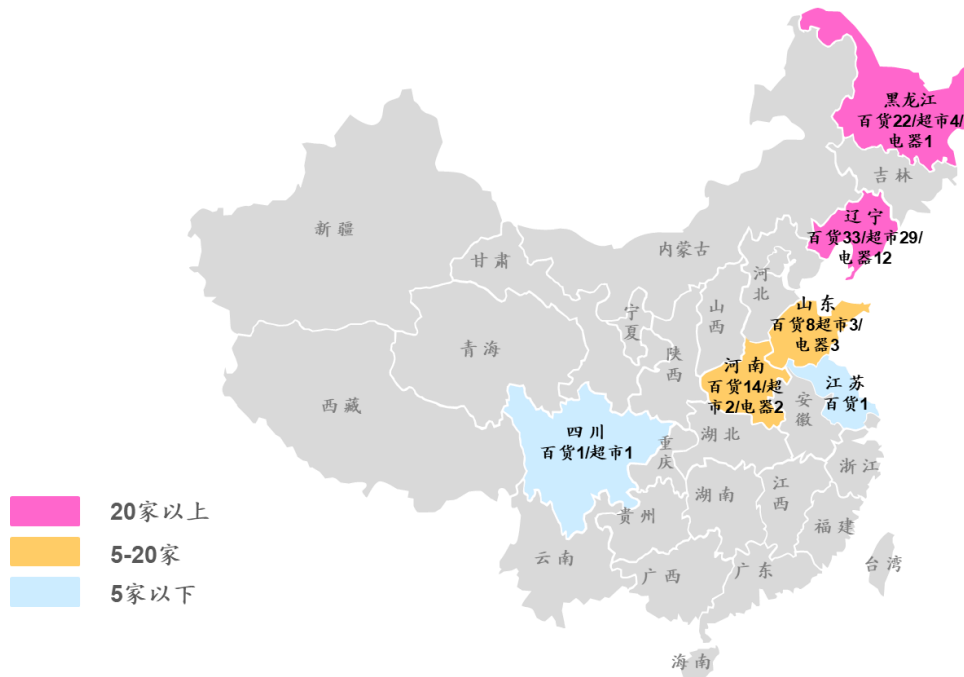
资料来源：公司2018年报，海通证券研究所

图4 公司各区域收入结构 (% , 2018)



资料来源：公司2018年报，海通证券研究所

图5 公司各省份门店分布情况 (家, 截至 2018 年末)

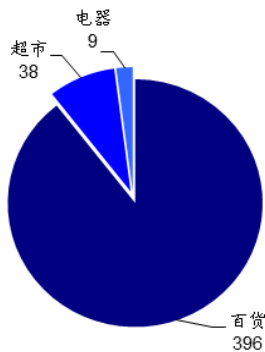


注: 以百货门店数为划分标准

资料来源: 公司 2018 年报, 海通证券研究所

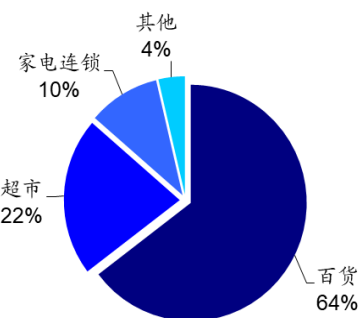
百货为主力业态, 较早涉足超市电器多业态经营。公司以百货业态为主, 2001-03 年逐步涉足超市、电器等, 形成多业态结构。截至 2018 年末, 公司共拥有 79 家百货, 39 家超市, 26 家电器, 实现全业态布局, 其中百货面积 396 万平方米, 占比 89%。

图6 公司各业态面积 (万平方米, 2018)



资料来源: 公司 2018 年报, 海通证券研究所

图7 公司各业态门店占比 (% , 2018)



资料来源: 公司 2018 年报, 海通证券研究所

1.2 股权结构: 大股东持续增持彰显信心

公司实际控制人为大商集团, 截至 2019 年 3 月末, 大股东大商集团及其一致行动人大商投资管理合计持股 7946 万股, 占总股本比例 27.05%; 二股东安邦人寿保险持股 4403 万股, 占比 15%; 大连国商 (国资) 持股 2501 万股, 占比 8.52%。

表 1 公司前十大股东 (截至 1Q2019 末)

前十大股东名称	持股数量 (万股)	占比总股本 (%)
大商集团	7660	26.08
安邦人寿保险	4403	14.99
大连国商	2501	8.52
中央汇金	872	2.97

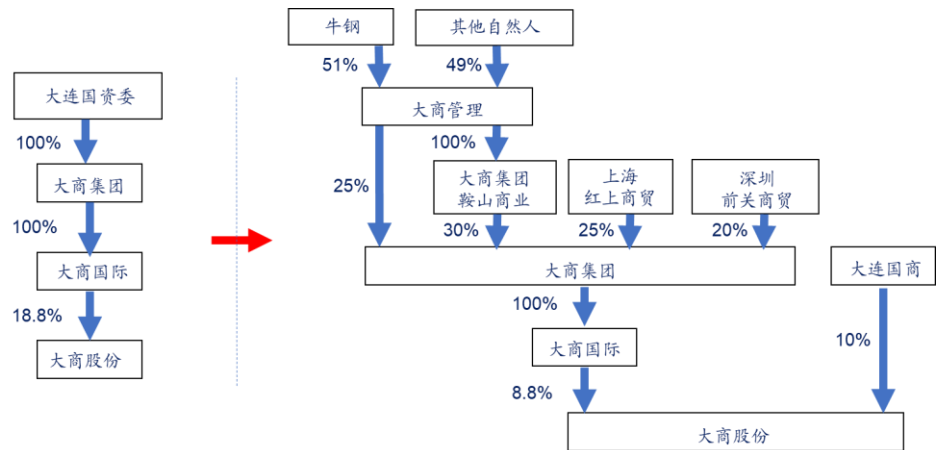
陆股通	807	2.75
富国天惠精选基金	801	2.73
毛越明	477	1.62
全国社保基金 104 组合	301	1.02
大商投资管理	286	0.97
大连国际信托	252	0.86

资料来源: Wind, 海通证券研究所

大商集团改制后, 公司实控人逐渐由国企变为民企。

2009 年, 大商集团改制, 大商国际将 10% 股权划转给大连国商, 大连国资委将持有的大商集团股权作价 1.84 亿元分别向深圳曼妮芬转让 40%、浙江红蜻蜓转让 33.33%、波司登转让 26.67%, 大商管理在改制后出资 6154 万元占比 25%。2009-2015 年期间, 深圳曼妮芬、浙江红蜻蜓、波司登分别将股权转让给大商集团鞍山商业、上海红上商贸、深圳前关商贸。

图8 大商集团改制前后公司股权结构变化



资料来源: 公司公告 20090609、20130528, 报喜鸟公告 20150916, 海通证券研究所

2011 年, 大商集团成为大股东, 通过大商国际持股 8.8%, 二股东大连国商 (国资) 持股 8.54%; 2013 年 5 月, 公司拟定增注入大股东资产, 包括①大商集团资产: 2012 年收入 14.75 亿元, 占比大商集团 26.7%, 2013 年承诺净利润 1.38 亿元, 对价 22.24 亿元, 对应 PE16.1x; ②大商管理资产: 2012 年收入 34.85 亿元, 占比大商管理 33.6%, 2013 年承诺净利润 2.48 亿元, 对价 26.61 亿元, 对应 PE10.7x。若当时定增完成后, 大商集团、大商管理及其一致行动人持股比例将提升至 34.46%。2013 年 6 月, 因时机不成熟, 定增方案未能获股东大会通过。

表 2 拟定增注入资产 2012 年收入和盈利情况

所属公司	业态	收入 (亿元)	成本 (亿元)	毛利率 (%)	收入变动 (%)	成本变动 (%)	毛利率变动 (%)
大商集团	百货	8.87	7.21	18.73	-1.69	-1.81	0.10
	超市	3.29	2.88	12.58	27.17	26.04	0.79
	电器专营	2.58	2.38	7.99	-0.48	-0.85	0.34
	合计	14.75	12.47	15.48	3.79	3.67	0.10
大商管理	百货	22.29	18.21	18.29	45.88	44.63	0.71
	超市	5.98	5.12	14.38	146.55	144.19	0.83
	电器专营	6.59	5.66	14.08	4.53	-2.51	6.20
	合计	34.85	28.99	16.82	45.19	41.45	2.19

资料来源: Wind, 公司公告 20130528, 海通证券研究所

2015年,大商国际注销,其所持8.8%股份划转至大商集团;大商集团及其一致行动人大商投资管理2015-1Q2019持续增持至27.05%,累计耗资约19.3亿元,测算平均持股成本35.96元/股,2019年7月3日收盘价(28.05元/股)较持股成本分别折价22%。

2017年5月,大股东承诺3年内解决同业竞争问题。大商集团2017年收入380亿元,归母净利润25亿元(大商股份2017年收入267亿元,归母净利润8.8亿元);此外,截至1Q2019末,大商集团持有友好集团25%股权,为控股股东;大商集团和大商管理分别持有中兴商业11.44%和6.95%股权,合计18.39%,为其第二大股东。

表3 大股东增持成本(截至2019/7/3)

	增持股份数(万股)	均价(元)	增持股份占比总股本(%)	累计持股占比总股本(%)
2015	563	34.26	1.92	10.72
2016	1762	34.07	6.00	16.72
2017	2427	39.68	8.26	24.99
2018	607	28.16	2.07	27.05
合计/平均	5360	35.96	18.25	

资料来源:Wind,海通证券研究所

二股东安邦保险自2015年底开始举牌,2014-2016年持股累计增至15%,2018年10月16日,安邦保险集团、安邦养老保险将所持股份全部转让给安邦人寿保险。我们测算安邦保险平均持股成本为33.53元/股,2019年7月3日收盘价(28.05元/股)较持股成本分别折价16.33%。

表4 二股东增持成本(截至2019/7/3)

时间	买入账户	增持股数(万股)	均价(元/股)	占比总股本(%)
2014	安邦保险集团-传统保险	209	36.29	0.71
2015/12/12	安邦养老保险-团体万能产品	275	41.13	0.94
2015/12/12	安邦养老保险-团体万能产品	682	43.65	2.32
2015/12/22	安邦人寿保险-保守型投资组合	1980	49.97	6.74
2016	安邦人寿保险-保守型投资组合	1257	39.96	4.28
合计/平均		4403	33.53	15.00

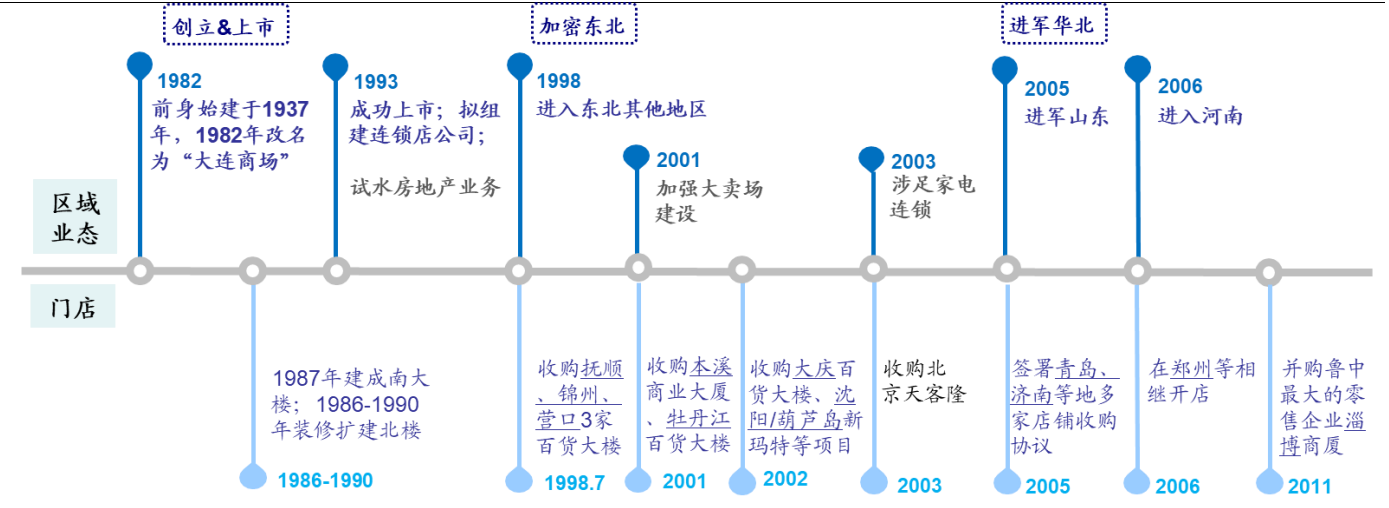
资料来源:Wind,海通证券研究所

2. 扩张路径: 不断加密东北, 逐步扩大华北

2.1 区域扩张: 并购/自建/租赁并举, 多种方式拓展门店

始于大连, 扩张东北, 进军鲁豫。公司前身始建于1937年, 1982年改名为“大连商场”, 1998年进军东北其他地区, 分别进入抚顺、锦州、营口、本溪、牡丹江、大庆、沈阳、葫芦岛等城市; 2005年开始进军华北、华中、西南, 重点发展山东、河南两省。

通过并购/自建/租赁方式拓展门店。公司发展前期通过收购快速实现跨区扩张, 随后通过自建、租赁等方式加密区域网络布局。公司前期经营业务以百货为主, 1993年试水房地产业务, 2001年开始加强大卖场建设, 2003年涉足家电连锁。截至2018年底, 公司拥有百货79家, 超市39家, 电器商场26家, 门店总数144家。

图9 公司跨区扩展历程 (1937-2011年)


资料来源: 公司各期财报, 招股说明书摘要, 海通证券研究所

表5 公司2018年各地区分业态门店情况

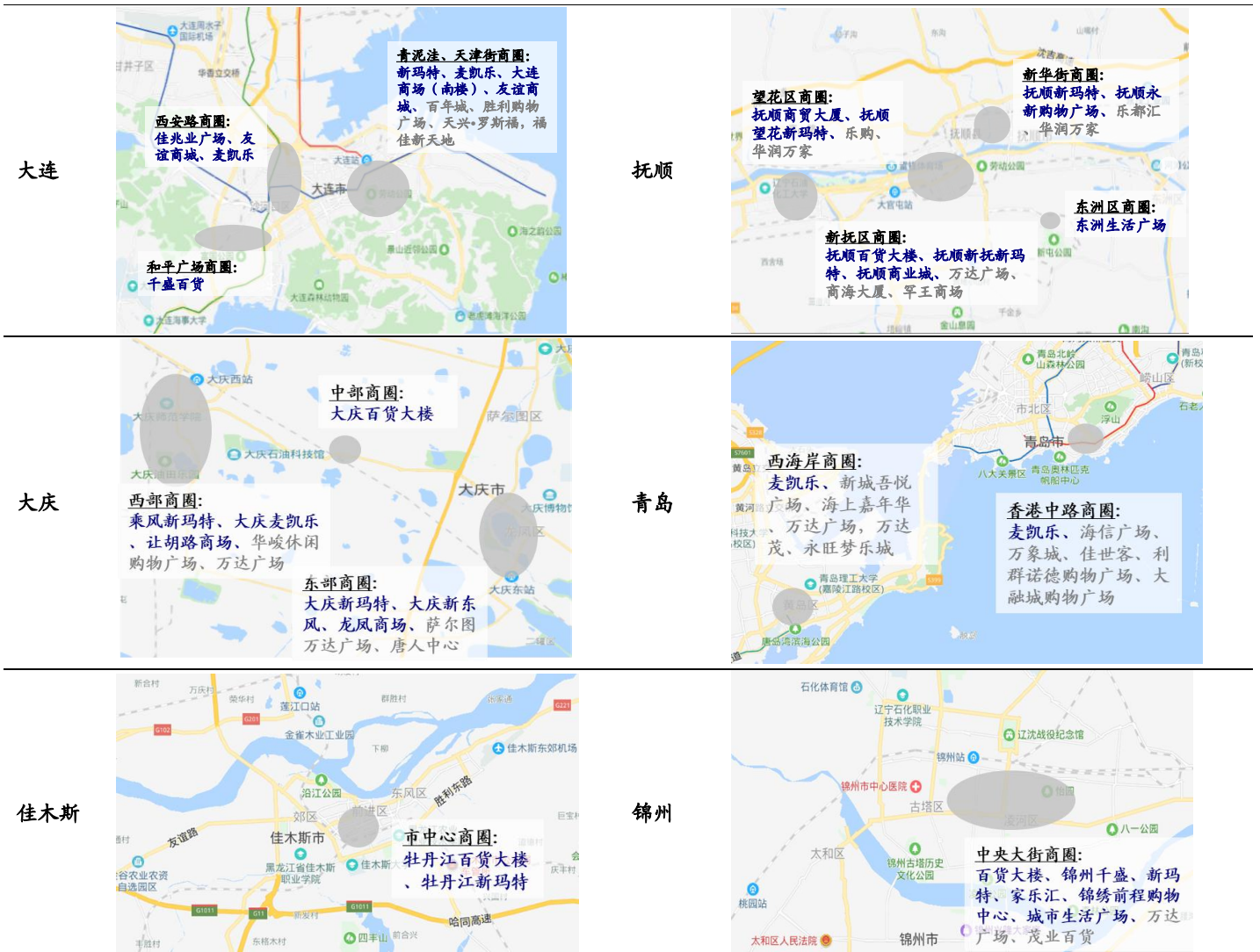
业态	省份	城市	自有门店		租赁门店		业态	省份	城市	自有门店		租赁门店		
			门店数量 (家)	建筑面积 (万平方米)	门店数量 (家)	建筑面积 (万平方米)				门店数量 (家)	建筑面积 (万平方米)	门店数量 (家)	建筑面积 (万平方米)	
百货	辽宁	大连	3	19.22	7	31.31	超市	辽宁	大连	1	1.35	21	18.3	
		沈阳	2	11.34	3	19.59			抚顺	4	4.5	2	3.85	
		抚顺	5	16.65	5	20.71			锦州	0	0	1	1.68	
		锦州	0	2.29	5	30.85			黑龙江 大庆	1	0.34	3	2.75	
		盘锦	1	2.29	0	0			河南 郑州	0	0	1	2.02	
		阜新	1	1.27	1	4.4			河南 新乡	0	0	1	1.8	
	黑龙江	大庆	6	24.54	4	28.57		山东 鲁中	0	0	3	0.27		
		哈尔滨	0	0	0	0		四川 自贡	1	0.86	0	0		
		牡丹江	5	27.63	1	6.22								
		佳木斯	3	10.23	3	14.45								
	河南	郑州	0	0	7	40.37		电器	辽宁	大连	0	0	9	2.46
		新乡	1	2.74	2	14.43				沈阳	0	0	1	0.48
		信阳	0	0	2	8.6				抚顺	1	0.54	0	0
		漯河	1	4.83	1	3.2				盘锦	0	0	1	0.39
	山东	青岛	1	10.38	1	5.62			黑龙江 哈尔滨	0	0	1	0.7	
		鲁中	5	21.14	0	3.02			河南 郑州	0	0	1	0.5	
		威海	1	3.28	0	0			河南 信阳	0	0	1	0.19	
	四川	自贡	1	2.63	0	0			山东 鲁中	0	0	3	1	
江苏	苏北	0	0	1	4.48	其他	0		0	8	2.89			

资料来源: Wind, 公司2018年报, 海通证券研究所

2.2 门店布局: 区域扩张早, 收购老字号商场, 占据核心商圈

自建收购老字号商场, 门店集中核心商圈。公司区域扩张较早, 且大多通过收购老字号商场进入市场, 门店集中在城市的核心商圈。大连门店集中在青泥洼、天津街、西安路、和平广场商圈; 抚顺门店分布在新抚区、望花区、东洲区、新华街商圈; 大庆门店分布在东部、中部、西部商圈; 青岛门店分布在香港中路、西海岸商圈; 佳木斯和锦州门店分别集中在市中心和中央大街两处核心商圈。

图10 公司核心城市门店所处商圈情况



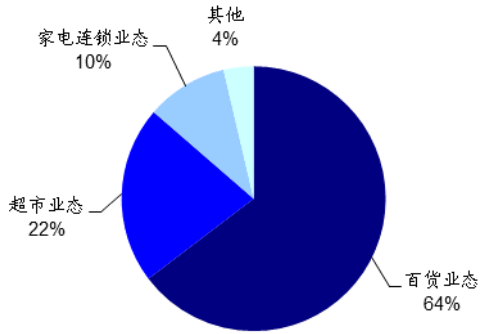
资料来源：公司 2018 年报，百度地图，海通证券研究所

3. 业务经营：老店改造升级，加强激励人效提升

3.1 业态结构丰富，增强集客能力

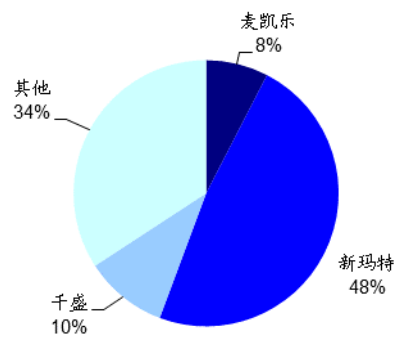
全业态、多商号经营，消费客群精准覆盖。公司以百货/购物中心为主力业态，2018 年收入占比 64%；2001-03 年逐步涉足超市、电器等，形成多业态结构，2018 年收入占比分别为 22%和 10%。同时，分多商号运作，对消费群体精细定位，依差异划分档次，包含麦凯乐（高端百货，6 家），新玛特（大型购物中心，38 家），千盛（流行百货，8 家），其他多为老字号品牌（27 家）等。（门店数为 2018 年数据）

图11 公司各业态收入结构 (%，2018)



资料来源：公司 2018 年报，海通证券研究所

图12 公司各商圈收入结构 (%，2018)



资料来源：公司 2018 年报，海通证券研究所

打造新商号——大商城市乐园。为抓住消费升级趋势下行业发展的趋势，公司倾力打造实体商业专业平台——大商城市乐园，目标是将其整体打造为一座现代化、国际化、生态化、艺术化的地标性实体商业综合体。

烟台大商城市乐园为首个拟建项目，2017年11月29日通过竞拍方式获得项目土地使用权，2019年4月10日，交于中建八局进行建设，计划工期981天。①**地址**：项目位于青年路以东，西大街以北，大海阳路以西，北马路以北，分为A1、A2、A3三个地块；②**面积**：规划总用地面积约7.41公顷，其中A1地块可建设用地面积6.28公顷，A2地块可建设用地面积0.65公顷，A3地块可建设用地面积0.48公顷，总建筑面积约53万平方米；③**成本**：建设成本16.49亿元，土地出让金8.75亿元，按出让面积6.28万平计算，均价1.39万/平米。

3.2 老店改造升级，联营转租赁

面对市场景气度下滑，公司积极进行老店装修改造，实现品牌和形象的全面升级。①**环境**：突出时尚流行元素，改造店堂环境、装饰店外街区，形成大商独有的商业格调和氛围；②**布局**：在商品布局陈列上进行颠覆性创新，调改商品陈列方式，设立澳洲商品馆、韩国商品馆、日本商品馆等特色商品馆；③**业态**：增加高端餐饮、文化、体育、演艺要素，体现店铺生活化，满足不同客层。

2016-18年，已完成大庆百货大楼、青岛麦凯乐、牡丹江百货、朝阳新玛特等10个改造工程，截至2018年末，尚未完工的在建项目计划总投资1.52亿元，尚需投资7745万元。

表6 公司主要在建工程情况表 (2018年)

项目名称	计划投资额 (万元)	累计投入额 (万元)	尚需投资额 (万元)	工程进度 (%)
大连青泥超市改造工程	1490	44.7	1445	3
抚顺百货改造工程	3902	312.2	3590	8
淄博商厦改造工程	893	330.4	563	37
大连商场改造工程	1305	535.1	770	41
锦州千盛改造工程	137	74	63	54
大庆百货改造工程	3123	2030	1093	65
抚顺商业城改造工程	20	16	4	80
抚顺商贸大厦改造工程	13	10.4	2.6	80
新乡大商百货装修工程	4285	4071	214.3	95
大庆百货大楼改造工程	3426	3426		100
青岛麦凯乐改造工程	2303	2073		100
牡丹江百货改造工程	2102	84.1		100
朝阳新玛特改造工程	987	987		100

齐齐哈尔新玛特改造工程	800	800	100
本溪商业大厦改造工程	672	672	100
沈阳铁西新玛特改造工程	150	145.5	100
鸡西新玛特改造工程	96	96	100
意兰服装店铺装修工程	10	5	100
锦州百货纺织品联营楼	-	99.2	100

资料来源: Wind, 公司 2018 年年报, 海通证券研究所

通过丰富业态, 丰富经营, 向调整要效益。2016-18 年, 部分主力门店毛利出现止跌回升, 其中大连新玛特总店连续 3 年毛利正增长, 齐齐哈尔新玛特 2018 年增长 16%, 沈阳新玛特、郑州总店、锦州千盛购物广场 2018 年均增长 8%。

表 7 公司收入前 15 门店经营情况 (2016-2018)

店铺名称	地区	开业时间	建筑面积 (万平米)	物业所有权	18 年收入 (万元)	18 年毛利率 (%)	毛利变动 (%)			收入变动 (%)		
							2016	2017	2018	2016	2017	2018
麦凯乐大连总店	大连	1998.09.19/ 2011.10.06	4.65 本馆/ 4.32 新馆	自有/ 租赁物业	12.25	23%	-2%	-3%	1%	-9%	3%	-2%
大庆新玛特	大庆	2001.12.01	6.84	自有物业	9.7	26%	-3%	-2%	-13%	-10%	-14%	-19%
大连新玛特总店	大连	2001.09.18	13.16	自有物业	9.33	29%	2%	1%	5%	-14%	5%	-5%
淄博商厦店	鲁中	1996.12.30	7.36	自有物业	9.19	17%	1%	-3%	2%	0%	6%	-3%
大庆百货大楼	大庆	1983.05.01	9.77	自有物业	8.84	24%	3%	-3%	-7%	-13%	-14%	-20%
抚顺百货大楼	抚顺	1998.07.22	3.28	自有物业	6.42	22%	-9%	-6%	-2%	-12%	-3%	-12%
沈阳新玛特	沈阳	2002.12.05	9.55	自有物业	6.04	22%	-18%	0%	8%	-13%	1%	5%
麦凯乐青岛总店	青岛	2006.09.30	11.4	自有/租赁物业	5.89	26%	-10%	-17%	4%	-15%	-14%	-14%
郑州总店	郑州	2009.01.18	7.2	租赁物业	5.6	24%	-	8%	8%	-	-3%	-3%
锦州千盛购物广场	锦州	2010.02.09	7.89	租赁物业	5.49	22%	1%	-3%	8%	-3%	-2%	-4%
齐齐哈尔新玛特	大庆	2008.10.18	7.82	租赁物业	5.46	27%	-5%	-1%	16%	-6%	-2%	-10%
佳木斯新玛特	佳木斯	2007.12.29	8.34	租赁物业	4.89	26%	1%	-3%	2%	-4%	-2%	-7%
牡丹江新玛特	牡丹江	2004.01.08	7.01	自有物业	4.57	29%	-3%	2%	7%	-5%	2%	-9%
锦州百货大楼	锦州	1952.10.01/ 2013.10.01	2.29 A 座/ 4.28 B 座	自有/租赁物业	4.51	22%	20%	-16%	-4%	10%	-11%	-20%
麦凯乐西安路店	大连	2004.12.25	2.65	租赁物业	4.23	24%	0%	2%	1%	-1%	3%	-3%

资料来源: 公司 2016-2018 年报, 海通证券研究所

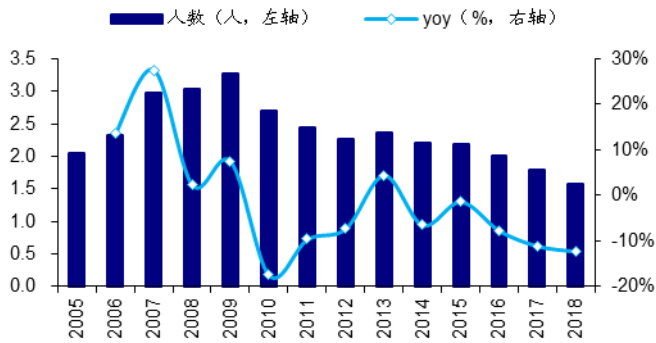
3.3 推行“合伙创业”&“联销承包”

2015 年, 公司开始加强信息系统建设, 限期切换 MIS 系统并完成资金系统与 MIS 系统、OA 系统、大商卡系统、NC 系统的无缝对接, 运用信息技术建设强大总部, 提升运营效率。

2017 年开始, 公司改革激励和管理模式, 推行“合伙创业、联销承包”。**①合伙创业:** 在中高级管理人员和核心骨干层面建立投资性创业制度, 发展和分享经营成果, 获取增量利润分配, 激发管理活力;**②联销承包:** 卖手包销, 由基层优秀的卖手、员工直接承担经营目标, 以内部承包方式约定超销收入, 激发基层员工的积极性和创造性, 吸引国内外更多营销人才进入公司, 共创经营佳绩。

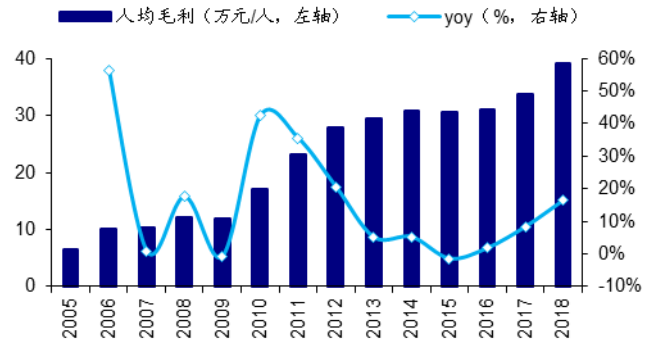
2015-18 年公司员工数量从 2.19 万人下降到 1.58 万人, 人均毛利从 30.5 万元/人提升至 39.2 万元/人, 人效提升显著。

图13 公司员工人数 (2005-2018)



资料来源：公司 2005-2018 年报，海通证券研究所

图14 公司人均毛利 (2005-2018)



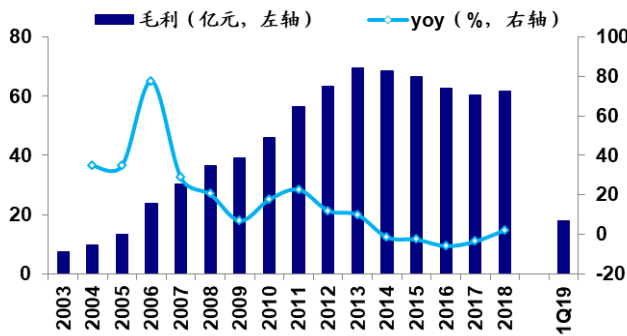
资料来源：公司 2005-2018 年报，海通证券研究所

4. 财务&估值：盈利趋稳，安全边际&重估价值高

4.1 毛利稳步回升，人工费用率下降

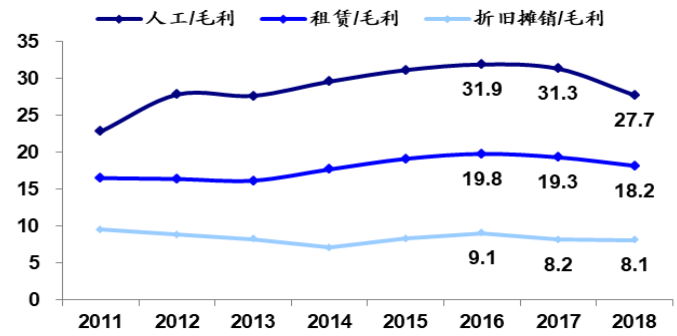
由于存在统计口径的变化，我们从毛利角度分析各项指标更为清晰。2018年，公司毛利额止跌回升，同比增长2.2%至62亿元；销管费用/毛利降1.8pct至69.6%，处于行业平均；人工+租金+折旧摊销/毛利降4.8pct至53.9%，其中人工/毛利降3.6pct，降幅最为显著。

图15 公司毛利额及增速 (2003-1Q2019)



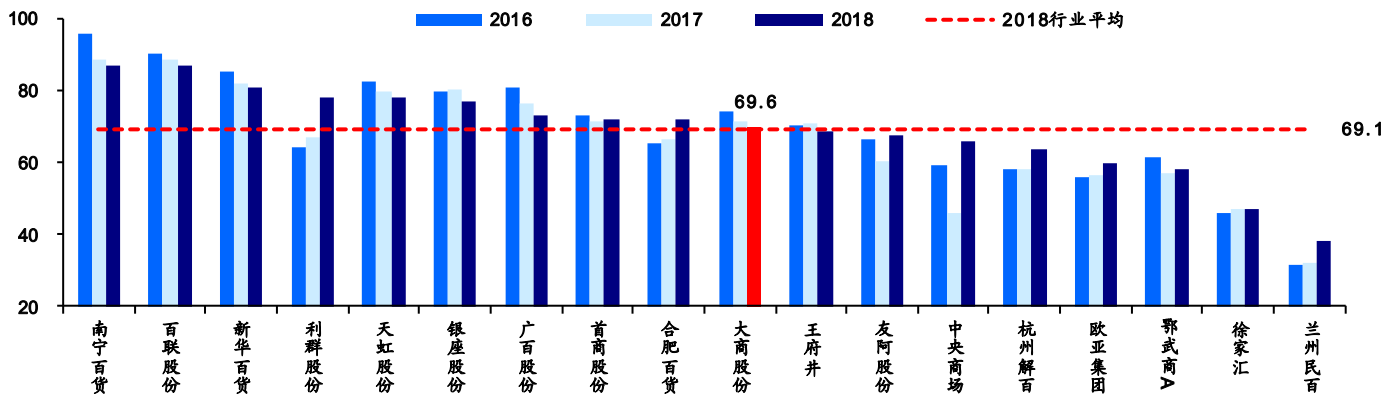
资料来源：Wind，海通证券研究所

图16 公司人工、租金、折旧摊销费/毛利 (%，2011-2018)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图17 主要零售公司销管费用/毛利额 (%，2016-2018)

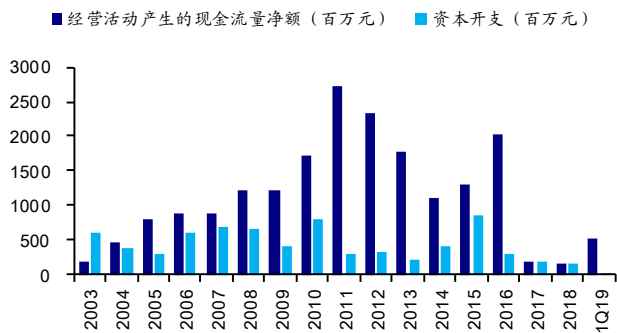


资料来源：Wind，海通证券研究所

4.2 有息负债率低，持续盈利能力强

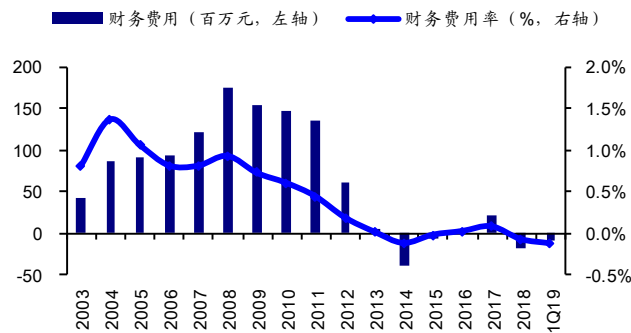
2004 年以来经营活动现金流净额持续高于资本开支；1Q19 资本开支为 0.32 亿元，远低于同期经营活动现金流净额 5.24 亿元；2013 年以来财务费用大幅减少，1Q19 财务费用率仅-0.13%；1Q19 末有息负债 7 亿元，有息负债率维持在 4% 的低位，资产负债结构佳。

图18 公司经营活动现金流净额及资本开支 (2003-1Q2019)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图19 公司财务费用及财务费用率 (2003-1Q2019)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

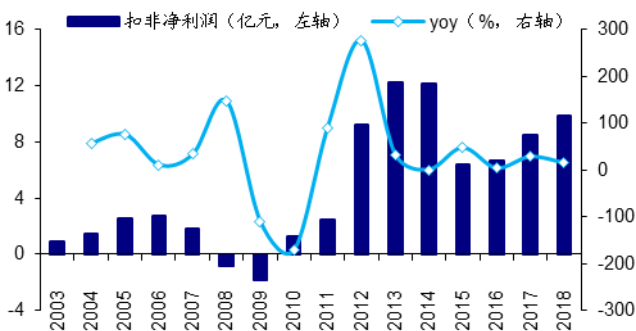
表 8 公司有息负债及有息负债率情况 (百万元, 2010-1Q2019)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	1Q2019
应付债券	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
长期借款	1067.2	307.0	458.0	304.7	90.0	385.6	379.9	136.1	0.0	0.0
短期借款	645.3	718.3	816.8	604.3	428.9	988.7	931.7	596.0	441.6	638.9
1 年内到期的长期负债	140.0	615.0	15.0	115.0	59.8	46.6	20.8	137.0	77.0	62.0
合计有息负债	1852.5	1640.3	1289.8	1024	578.7	1420.9	1332.4	869.2	518.6	700.9
有息负债率 (%)	16%	12%	9%	7%	4%	9%	7%	5%	3%	4%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

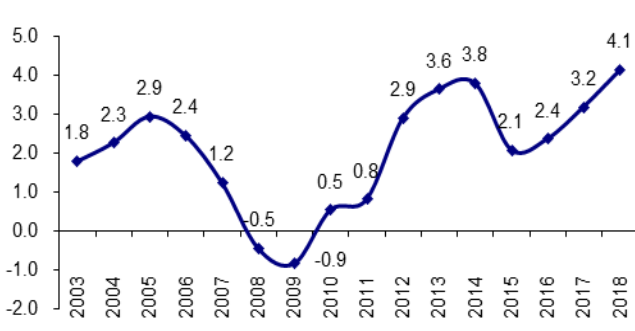
盈利能力趋稳且行业居前，2018 年扣非归母净利润增 15.6%至 9.8 亿元，扣非净利率从 2015 年的 2.1%提升至 2018 年的 4.1%，扣非 ROE 12.8%，显著高于行业平均水平 8.2%，且 2016-2018 年持续提升。

图20 公司扣非净利润及增速情况 (2003-2018)



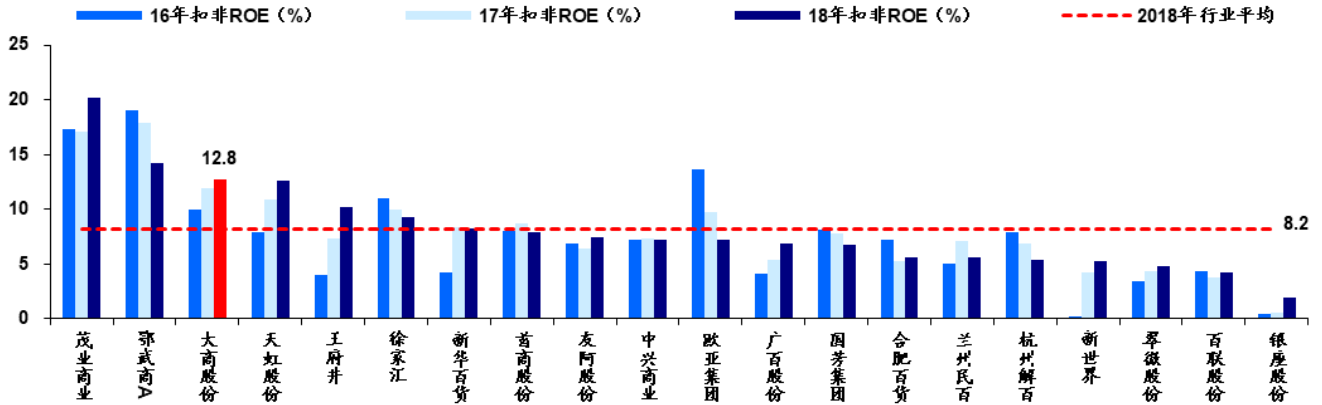
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图21 公司扣非净利率情况 (% , 2003-2018)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图22 主要零售公司扣非 ROE 情况 (%，2016-2018)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

4.3 高比例自有物业，重估价值高

公司门店自持比例高，2018 年末总建筑面积 436 万平米，权益自有物业 170 万平米，占比 39%；由于门店大多开业时间早，当前物业重估价值较高，测算资产重估价值（谨慎）158 亿元，RNAV 为 208 亿元（每股 RNAV 为 70.82 元），较 2019/7/3 市值有 1.52 倍空间，居同行业可比公司较高水平。

表 9 公司门店自持比例及重估价值

门店	持股比例	建筑面积 (万平米)	权益自有面积 (万平米)	重估单价 (万元/平米)		资产价值 (亿元)		开业时间
				中性	谨慎	中性	谨慎	
大连新玛特总店	100%	13.2	13.2	1.9	1.5	25.3	20.2	2001
麦凯乐青岛总店	100%	10.4	10.4	2	1.6	20.8	16.6	2006
沈阳新玛特	100%	9.6	9.6	2	1.6	19.1	15.3	2002
麦凯乐大连总店	100%	4.7	4.7	2.2	1.8	10.4	8.3	1998
淄博商厦店	100%	7.4	7.4	1.3	1	9.4	7.5	1996
大庆百货大楼	100%	9.8	9.8	1	0.8	9.4	7.5	1983
大庆新玛特	100%	6.8	6.8	1.1	0.9	7.7	6.1	2001
铁岭新玛特	100%	5.3	5.3	1.4	1.2	7.6	6.1	2007
漯河新玛特	100%	4.8	4.8	1.2	1	5.8	4.6	1905
牡丹江新玛特	100%	7	7	0.8	0.6	5.6	4.5	2004
鸡西新玛特中心街店	100%	7.7	7.7	0.6	0.5	4.9	4	2010
淄博中润新玛特店	100%	5.3	5.3	0.8	0.6	4.2	3.4	2014
大庆新东方购物广场	100%	4.2	4.2	1	0.8	4.1	3.2	2002
抚顺百货大楼	100%	3.3	3.3	1.2	1	3.9	3.1	1998
威百大厦	100%	3.3	3.3	1.2	1	3.9	3.1	1993
大连商场南楼	100%	1.4	1.4	2.2	1.8	3.2	2.5	1988
佳木斯百货大楼	100%	4.7	4.7	0.6	0.5	3	2.4	1978
本溪商业大厦	100%	3.7	3.7	0.8	0.6	2.9	2.3	2000
鸡西新玛特广益街店	100%	4.6	4.6	0.6	0.5	2.9	2.3	2004
吉林百货大楼	100%	1.8	1.8	1.6	1.3	2.9	2.3	2005
邹平新玛特店	100%	5.8	5.8	0.5	0.4	2.8	2.2	2014
牡丹江百货大楼	100%	3.1	3.1	0.9	0.7	2.7	2.2	1983
抚顺新玛特	100%	2.2	2.2	1.2	1	2.7	2.2	2002
其他		306.4	40.2			32.3	25.8	
合计		436.2	170.1			197.4	157.9	

权益自有物业占比
39%

 注：重估单价中性预测参考门店所在商圈其他物业销售单价，谨慎预测在中性预测基础上下调 20%
 资料来源：Wind，公司 2018 年年报，海通证券研究所

表 10 公司每股 RNAV 与同行可比公司对比 (20190703)

公司	实控人持股 %	总面积 万平	自有物业 万平	占比 %	资产价值 亿元	中性			谨慎			空间 %	股价 元
						RNAV 亿元	每股 RNAV 元	资产价值 亿元	RNAV 亿元	每股 RNAV 元			
大商股份	27.05	436	170	39	197	248	84.27	200	158	208	70.82	152	28.05
银座股份	37.64	234	117	50	132	136	26.10	409	106	109	21.01	310	5.13
欧亚集团	24.52	401	350	87	204	153	95.92	408	163	112	70.29	272	18.88
百联股份	51.83	289	197	68	394	556	31.16	217	315	477	26.74	172	9.82
鄂武商 A	28.72	138	127	92	251	232	30.15	181	200	182	23.64	120	10.73
新世界	22.28	33	27	81	118	130	20.02	175	94	106	16.37	125	7.28
合肥百货	38.00	182	107	58	89	111	14.18	172	71	93	11.89	128	5.22
杭州解百	68.26	46	21	47	70	100	13.92	160	56	86	11.97	124	5.35
华联股份	25.39	91	56	62	149	165	6.01	135	120	135	4.92	92	2.56
广百股份	56.38	59	14	24	43	60	17.62	111	35	52	15.09	81	8.35
王府井	26.73	265	85	32	192	238	30.63	97	153	199	25.69	65	15.54
首商股份	77.85	88	23	26	62	85	12.85	84	50	72	10.96	57	6.98
茂业商业	84.61	141	75	54	178	148	8.56	68	142	113	6.51	28	5.10
徐家汇	30.37	17	11	65	47	56	13.50	55	37	47	11.24	29	8.73

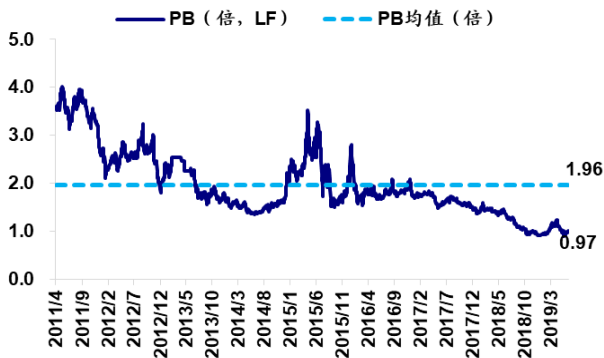
注：资产负债表项取最新财报数据；重估单价中性预测参考门店所在商圈其他物业销售单价，谨慎预测在中性预测基础上下调 20%；

RNAV=资产价值+现金-有息负债

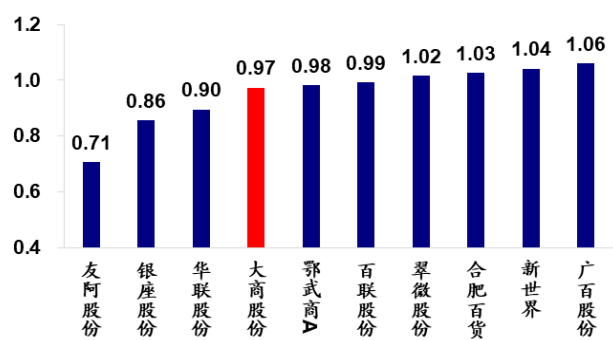
资料来源：各公司定期报告，WIND，海通证券研究所

4.4 公司估值处于历史和行业低位

截至 20190703，公司各项估值指标均处于历史期间（20110401-20190703）与行业（由低到高排序）低位。①PB-LF: 0.97 倍，约为历史均值（1.96 倍）一半，处于同行业公司第 4 位；②PE-TTM: 8.0 倍，明显低于历史均值（15.9 倍），处于同行业公司第 2 位；③PS-TTM: 0.4 倍，位于历史均值（0.4 倍）附近，位列同行业公司第 3 位。

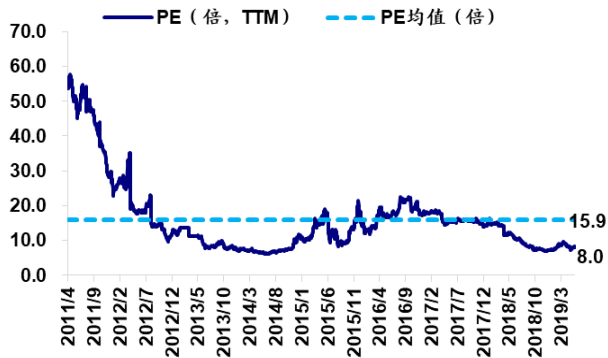
图 23 公司 2011 年至今 PB 估值 (20110401-20190703)


资料来源：Wind，海通证券研究所

图 24 行业前 10 位公司 PB 比较 (倍, 20190703)


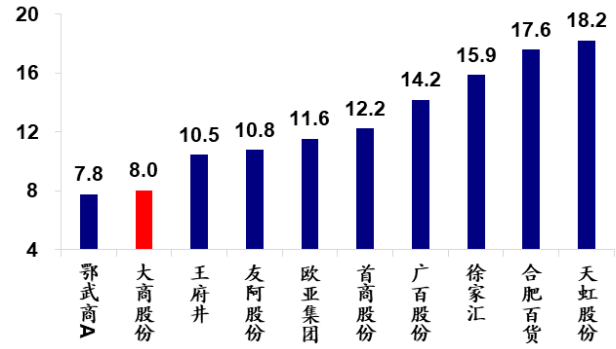
资料来源：Wind，海通证券研究所

图25 公司 2011 年至今 PE 估值 (20110401-20190703)



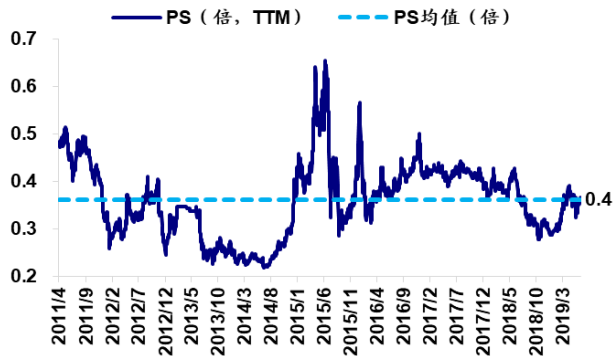
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图26 行业前 10 位公司 PE 比较 (倍, 20190703)



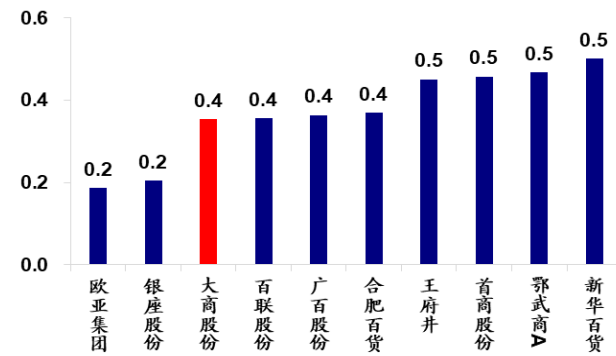
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图27 公司 2011 年至今 PS 估值 (20110401-20190703)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图28 行业前 10 位公司 PS 比较 (倍, 20190703)



资料来源: Wind, 海通证券研究

5. 盈利预测与估值

5.1 盈利预测: 预计 2019-2021 年 EPS3.68 元、3.84 元和 4.01 元

基于以上对公司业务经营及财务指标的分析与判断, 我们进一步作如下假设:

①**百货**: 预计存量店铺陆续进行升级改造, 增加局部配套、改善购物环境、优化品牌结构、提升服务水平, 及时关闭亏损落后店铺, 实现优胜劣汰, 2019-2021 年收入分别增长-3.47%、-0.98%和 0.31%, 毛利率各为 17.55%、18.13%、18.46%;

②**超市**: 预计持续进行业态和品类调整, 供应链水平优化, 收入降幅逐年收窄, 2019-2021 年收入分别增长-12%、-8%、-6%, 毛利率各为 13.5%、13.8%、14%;

③**连锁电器**: 预计供应链资源不断整合, 商品管控持续加强, 收入降幅逐年收窄, 2019-2021 年收入分别增长-15%、-12%、-10%, 毛利率均为 11.36%。

我们预计公司 2019-2021 年收入分别为 229 亿元、225 亿元、226 亿元, 归母净利润分别为 10.8 亿元、11.3 亿元、11.8 亿元, 同比增长 9.6%、4.1%、4.5%, 2019-2021 年 EPS 分别为 3.68 元、3.84 元和 4.01 元。

表 11 公司分业态收入预测 (百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
百货						
收入	16362	15488	13450	12983	12855	12896
yoy	-10.76%	-5.34%	-13.16%	-3.47%	-0.98%	0.31%

	毛利率	17.05%	16.99%	16.96%	17.55%	18.13%	18.46%
超市							
收入		5713	5388	4508	3967	3649	3430
	yoy	-6.17%	-5.68%	-16.35%	-12.00%	-8.00%	-6.00%
	毛利率	11.50%	11.88%	13.06%	13.50%	13.80%	14.00%
电器连锁							
收入		2733	2529	2077	1766	1554	1398
	yoy	-6.92%	-7.49%	-17.85%	-15.00%	-12.00%	-10.00%
	毛利率	9.78%	9.28%	11.36%	11.36%	11.36%	11.36%
其他							
收入		3280	3339	3833	4139	4470	4828
	yoy	-5.56%	1.80%	14.79%	8.00%	8.00%	8.00%
	毛利率	78.01%	76.06%	80.21%	80.00%	80.00%	80.00%
营业总收入		28088	26744	23867	22854	22529	22553
	yoy	-8.90%	-4.79%	-10.75%	-4.24%	-1.42%	0.11%
	毛利率	22.33%	22.61%	25.89%	27.68%	29.24%	30.52%

资料来源：公司 2017-2018 年报，海通证券研究所

5.2 估值：给以 2019 年 9-11 倍 PE，合理价值区间 33.16-40.53 元

考虑到公司作为东北商业龙头，老店改造升级盈利能力提升，自持物业比例高，占据核心商圈，重估价值大。从 PE 角度，参考同行业给以 2019 年 9-11 倍 PE，对应合理价值区间 33.16-40.53 元；同时从 PB 角度，给以 1.1-1.3 倍 PB，对应合理价值区间 34.31-40.55 元。综合考虑，给以合理价值区间 33.16-40.53 元，首次覆盖给予“优于大市”投资评级。

表 12 同行业可比公司估值情况 (20190703)

简称	王府井	天虹股份	欧亚集团	合肥百货	百联股份	平均
PE (倍, 2019)	9.6	15.8	11.0	16.6	19.0	14.4
PB (倍, 2019)	1.0	2.3	0.9	1.0	1.0	1.3

资料来源：Wind 一致预期，海通证券研究所

6. 风险提示

(1) 市场竞争加剧等因素，导致收入增速和毛利率下滑。公司店网主要分布区域新增商业地产项目众多，新开门店持续增加，区域市场严重饱和，人均商业面积供需失衡，且线上线下持续整合，同行业和跨行业竞争格局持续冲击公司经营。

(2) 老店改造效果不达预期。公司面对行业格局的发展变化主动改革，进行门店环境布局改造，增加体验业态等，由于改造工程完工时间不长，改造效果还需要密切跟踪。同时，由于各项措施尚待推进和完善，且改革调整会触及原有利益，效果有可能未达预期或者时间较长。

(3) 创新业态发展不达预期。公司将新建新一代商业综合体“城市乐园”，项目建设周期较长、投入资金较大，尚未给公司带来回报，会给公司带来一定的经营管理压力。公司不断追求自我变革，创新发展，也可能对行业发展出现认知及判断偏差，导致新业态发展效果不达预期。

(4) 财务数据波动较大。公司目前处于调整阶段，经营模式、业态、品类等均存在较大调整的可能性，从而带来财务数据及相关指标的较大波动。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	23867	22854	22529	22553
每股收益	3.36	3.68	3.84	4.01	营业成本	17688	16529	15941	15670
每股净资产	27.51	31.19	35.03	39.04	毛利率%	25.9%	27.7%	29.2%	30.5%
每股经营现金流	0.56	4.68	3.82	3.81	营业税金及附加	280	286	298	311
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.2%	1.3%	1.3%	1.4%
价值评估 (倍)					营业费用	1517	1553	1618	1690
P/E	7.19	7.61	7.31	6.99	营业费用率%	6.4%	6.8%	7.2%	7.5%
P/B	0.88	0.90	0.80	0.72	管理费用	2786	2852	2970	3103
P/S	0.35	0.36	0.37	0.37	管理费用率%	11.7%	12.5%	13.2%	13.8%
EV/EBITDA	1.36	2.53	2.35	2.20	EBIT	1597	1635	1702	1778
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-18	-59	-65	-73
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.1%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
毛利率	25.9%	27.7%	29.2%	30.5%	资产减值损失	69	0	0	0
净利润率	4.1%	4.7%	5.0%	5.2%	投资收益	82	80	80	80
净资产收益率	12.2%	11.8%	11.0%	10.3%	营业利润	1633	1781	1854	1938
资产回报率	5.6%	5.9%	5.8%	5.8%	营业外收支	-12	0	0	0
投资回报率	25.3%	19.7%	17.1%	15.1%	利润总额	1621	1781	1854	1938
盈利增长 (%)					EBITDA	2098	1635	1702	1778
营业收入增长率	-10.8%	-4.2%	-1.4%	0.1%	所得税	570	623	649	678
EBIT 增长率	10.6%	2.4%	4.1%	4.5%	有效所得税率%	35.2%	35.0%	35.0%	35.0%
净利润增长率	12.7%	9.6%	4.1%	4.5%	少数股东损益	63	75	78	82
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	988	1082	1127	1178
资产负债率	52.7%	48.5%	44.6%	41.5%					
流动比率	1.3	1.4	1.5	1.6	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	0.9	1.0	1.1	1.2	货币资金	4774	4774	4715	4806
现金比率	0.6	0.6	0.6	0.7	应收账款及应收票据	281	254	255	254
经营效率指标					存货	3687	2955	2850	2802
应收帐款周转天数	4.3	4.1	4.1	4.1	其它流动资产	2171	3128	3623	4216
存货周转天数	65.3	65.3	65.3	65.3	流动资产合计	10913	11111	11442	12077
总资产周转率	1.4	1.3	1.2	1.1	长期股权投资	25	25	25	25
固定资产周转率	4.7	4.5	4.1	3.8	固定资产	4870	5270	5720	6120
					在建工程	17	217	317	417
					无形资产	806	806	806	806
					非流动资产合计	6755	7355	7905	8405
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	17668	18465	19347	20482
净利润	988	1082	1127	1178	短期借款	442	600	400	400
少数股东损益	63	75	78	82	应付票据及应付账款	3368	3341	3240	3180
非现金支出	570	0	0	0	预收账款	1343	1280	1264	1264
非经营收益	10	-67	-68	-71	其它流动负债	2994	2565	2559	2494
营运资金变动	-1467	284	-14	-69	流动负债合计	8146	7786	7463	7338
经营活动现金流	164	1374	1123	1120	长期借款	0	0	0	0
资产	-144	-597	-547	-497	其它长期负债	1167	1167	1167	1167
投资	300	0	0	0	非流动负债合计	1167	1167	1167	1167
其他	96	-920	-420	-520	负债总计	9313	8953	8630	8505
投资活动现金流	252	-1517	-967	-1017	实收资本	294	294	294	294
债权募资	-382	158	-200	0	普通股股东权益	8079	9161	10288	11466
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	276	351	429	511
其他	-350	-16	-15	-12	负债和所有者权益合计	17668	18465	19347	20482
融资活动现金流	-732	143	-215	-12					
现金净流量	-316	0	-59	91					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 07 月 03 日

资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

汪立亭 批发和零售贸易行业, 社会服务行业
李宏科 批发和零售贸易行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解, 清晰准确地反映了作者的研究观点, 结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 锦江股份, 欧亚集团, 鄂武商 A, 拉芳家化, 莱绅通灵, 凯撒旅游, 首旅酒店, 永辉超市, 海底捞, 百联股份, 步步高, 周大生, 美吉姆, 众信旅游, 王府井, 合肥百货, 小米集团-W, 老凤祥, 红旗连锁, 家家悦, 爱婴室, 利群股份, 苏宁易购, 黄山旅游, 天虹股份, 中公教育, 宋城演艺

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

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
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
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
联系人
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 chenyaoyao@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
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
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
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
周旭辉 zhx12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒(021)23219401 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

中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 ynmniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
联系人
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
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
联系人
范国钦 02123154384 fgg12116@htsec.com
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
吴佳桢 0755-82900465 wjjs11852@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

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
谢茂莹 xmx12344@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
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
陈晓航(021)23154392 cxh11840@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
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹琴(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 联系人 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 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 x bq6583@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 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@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 张戈 01050949962 zy12258@htsec.com 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 李芳洲(021)23154127 l fz11585@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江 (010) 56760091 ljy12399@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@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 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@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 刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com 联系人 周慧琳(021)23154399 zh11756@htsec.com
建筑工程行业 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 张欣劼 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf12225@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 联系人 孟亚琦 myq12354@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 张恒暄 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 林加力(021)23214395 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 联系人 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣植永(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 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	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 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 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