

# 新世界 (600628.SH) 百货零售行业

评级: 增持 维持评级

公司研究

市价(人民币): 8.47元

目标(人民币): 9.97元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	531.80
总市值(百万元)	45.04
年内股价最高最低(元)	9.52/5.44
沪深300指数	2330.03
上证指数	2115.98



## 163 地块开业在即, 增长与改革前景可期

### 公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.405	0.444	0.476	0.522	0.609
每股净资产(元)	3.88	4.20	4.55	5.07	5.55
每股经营性现金流(元)	0.72	0.84	0.10	0.89	0.96
市盈率(倍)	18.03	15.19	17.71	16.15	13.83
行业优化市盈率(倍)	18.71	14.36	15.85	15.85	15.85
净利润增长率(%)	4.17%	9.72%	7.15%	9.65%	16.76%
净资产收益率(%)	10.44%	10.58%	10.47%	10.30%	10.98%
总股本(百万股)	531.80	531.80	531.80	531.80	531.80

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **商业突破在即: 163 地块 14 年底或 15 年初开业, 南外滩建设值得期待。** 1) **新世界城**, 位于中国客流最大的南京路步行街的西端起点, 经营优秀, 是历年全国百货单店营收前三, 年营收增速稳定在 10% 左右; 2) 位于南京东路靠近外滩的 **163 地块**, 近 11 万平建面、定位一流精品百货的新世界名品城开业在即, 未来至少相当于再添一个新世界城; 3) 随着**南外滩滨水区**综合改造的完成开放, 黄浦江 8.3 公里岸线将全线打通, 对于公司位于黄浦江沿岸的商业将有先于迪斯尼开园等推动更快、更显著的提升效应。
- **其他主业增长稳健: 中医药稳增, 酒店位优, 物业增长确定。** 1) 看好公司**蔡同德堂**营收与利润率都逐年稳增的中医药业务的未来发展; 2) 位置优越、门店大堂开在南京路上的五星级**丽笙大酒店**, 虽近年营收较世博盛况时有所下滑, 但管理优而利润率较高, 未来全新南外滩建成以及迪斯尼开园、上海自贸区推进提升城市价值与客流等都将利好酒店业务迎来新的繁荣; 3) 公司**物业**人员负担轻、位置好、毛利率高, 而随着 14 年底前后 163 地块建成开业将新增出租物业、16 年后**杜莎夫人蜡像馆**将进入新的 10 年收租期, 未来**增长确定**。
- **国企改革大势所趋, 业绩与估值双提升有望。** 1) 随着**兰生**并入**东浩**打响上海国企改革第一枪, 改革趋势确定: 未来不论是股权激励的体制优化, 还是资产整合注入或战略投资者的引入, 都将催化公司业绩与估值的进一步提升; 2) 作为黄浦区国资委、新世界集团与公司共同拥有的 163 项目, 未来若能全部收归上市公司, 不但将利用新项目的长期运营管理, 也将利于本区优质国有资产资本化的推进, 我们认为, 这将是较大概率事件。

### 投资建议

- 我们认为, 随着 163 地块结构封顶, 新世界名品城开业在即; 而公司位置决定了其将较大受益于上海市政府主导推进的 8.3 公里黄浦江全岸线建设所带来的新商业繁荣; 长远看, 国企改革亦将给公司业绩估值都带来提升。所以, 从短、中、长期看, 公司业绩向上的催化条件皆充分。建议**增持**。

### 估值

- 我们给予公司未来 6-12 个月 9.97 元目标价位; 对应公司 14 年 EPS 0.522, 其中商业 0.301、医药 0.072、酒店 0.066、物业 0.037 (营业外收入 0.04) 分别给予 15、20、10 和 5xPE, 共计 6.88 元; 再加 163 地块 49% 权益的 RNAV3.09 元。

### 风险

- 宏观经济严重下行; 国企改革低于预期。

赵海春 联系人

(8621)60870938  
zhaohc@gjzq.com.cn

黄挺

分析师 SAC 执业编号: S1130511030028  
(8621)60230220  
huangting@gjzq.com.cn

## 内容目录

163 项目开业、南外滩新建，商业突破在即 .....	4
新世界城，踞步行街西端，稳居历年单店第二 .....	4
163 项目开业在即，再添一个新世界 .....	6
南外滩新建、迪斯尼开园、自贸区推进，未来增长强劲 .....	7
医药、酒店、物业齐增，其他主业稳健 .....	8
百年蔡同德堂，中药产业链完整，营利皆稳增 .....	8
五星丽笙位置优越，浦江新建先受益 .....	9
先有 163 项目增量，后有蜡像馆收租，物业增长确定 .....	9
国企改革趋势定，资产整合概率大 .....	9
改革序幕已拉开，趋势确定 .....	9
163 项目，股权同根，经营全权，整合概率大 .....	10
盈利预测: .....	11
商业增长稳定，预计未来三年仍能保持 10%以上增速 .....	11
医药稳增、酒店将迎来新的繁荣、物业增长确定 .....	11
估值与投资建议: .....	13
估值 .....	13
投资建议 .....	14
附录：三张报表预测摘要 .....	15

## 图表目录

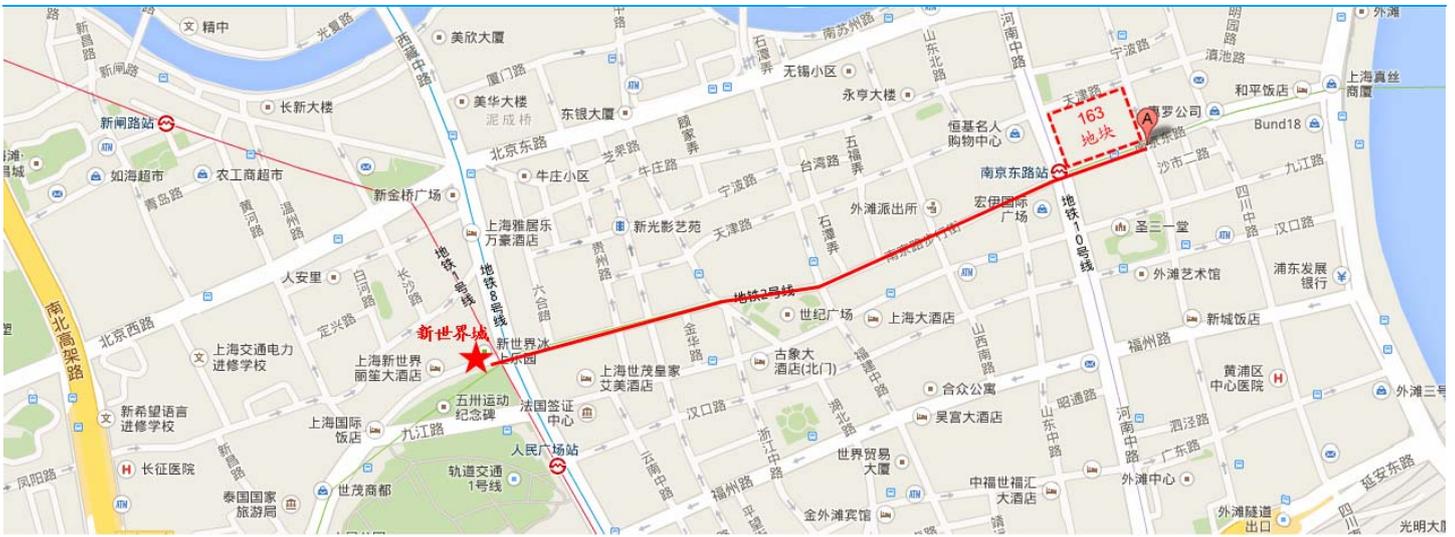
图表 1: 新世界城与未来 163 地块的新世界名品城 .....	4
图表 2: 新世界城经营面积分布 .....	5
图表 3: 商业是公司营收主力, 新世界城是目前商业的唯一贡献来源 .....	5
图表 4: 新世界城百货单店销售额全国第十, 上海第二 .....	6
图表 5: 香港全球最小, 仍在开业单季提高零售 10% .....	8
图表 6: 日本迪斯尼带动当地零售翻倍增长 .....	8
图表 7: 上海市黄浦区国资委旗下企业 .....	10
图表 8: 经过增资与划转, 新世界目前拥有 163 项目 49% 股权 .....	10
图表 9: 商业营收增速预计将在 10% 以上 .....	11
图表 10: 商业利润率可能在 13 年下滑后回稳 .....	11
图表 11: 医药未来三年增速 6%、8%、10% .....	11
图表 12: 医药毛利率将稳步增长 .....	11
图表 13: 丽笙酒店营收在今年微降后将企稳 .....	12
图表 14: 酒店的毛利率将保持向上的态势 .....	12
图表 15: 新世界物业收入将获稳定增量 .....	12
图表 16: 新世界的物业盈利能力将保持增长 .....	12
图表 17: 销售预测 .....	13
图表 18: 163 地块 RNAV 归属上市公司权益的计算 .....	14
图表 19: 14 年 EPS 估值计算 .....	14

## 163 项目开业、南外滩新建，商业突破在即

### 新世界城，踞步行街西端，稳居历年单店第二

- 公司第一主业-商业增长稳定。位于西藏中路与南京西路交叉口的新世界城，贡献公司主营七成、利润六成；南京路步行街是中国客流最大的商业街；新世界城是此街上经营最优秀的商家，公司经营团队稳定（相对于其他国资旗下老总的数年一次的调动，公司老总十多年未变），是历年百货单店营收全国前十，上海第二，年营收增速稳定在 10% 左右。
- 南京路步行街，和淮海路同是上海最繁华商圈；东起外滩，西至静安寺与延安西路交汇，全长 5.5 公里，是上世纪中国对外开放的先行者和各国租界云集地，号称“十里洋场”。
- 新世界城位于南京路步行街西端，国际饭店、人民广场、上海市人民政府、上海市博物馆、美术馆、城市规划馆等都步行可达；而地面公交与地下地铁众多，有 18 路、23 路、46 路、隧道三线等数十条公交线路站点以及一号线、二号线、八号线等地铁换乘站，交通便利。

图表1：新世界城与未来 163 地块的新世界名品城



来源：公司公告，国金证券研究所

- 新世界城总建筑面积 21 多万平方米，是一座集购物、娱乐、宾馆、餐饮、休闲于一体的生活广场，由新世界购物广场、新世界娱乐广场、新世界丽笙大酒店、新世界美食休闲广场、新世界立体停车场五个板块组成。其中：购物占 35%，主要经营国内外知名品牌；宾馆占 28%，五星级的新世界丽笙大酒店拥有浦西最高的 45F 旋转餐厅和上海最高的 47F 星空酒吧；文化和娱乐占 15%，拥有一批“国内领先，世界一流”的文化娱乐项目，包括全球第 6 家、大陆首家的英国杜莎夫人蜡像馆---上海杜莎夫人蜡像馆（新世界城）、上海第一家室内真冰溜冰场---新世界真冰溜冰场、新世界上影华威影城和上海歌城；餐饮占 8.5%，主要经营港澳台品牌的时尚餐饮；商务办公及辅助设施占 13.5%。

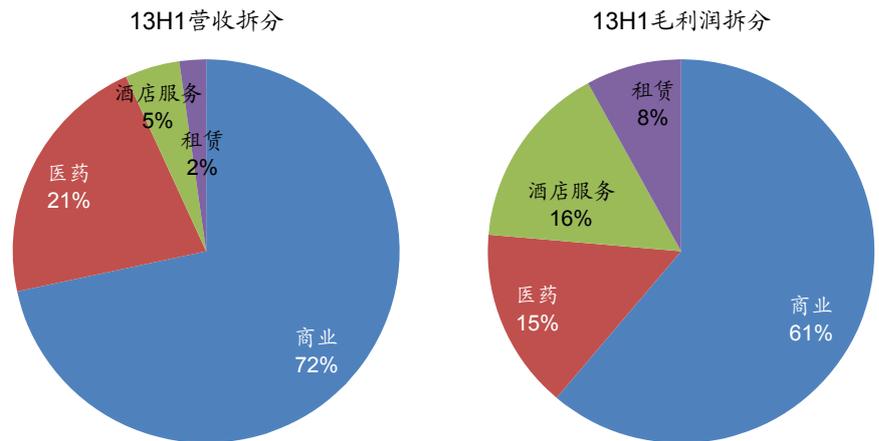
图表2: 新世界城经营面积分布



来源: 公司公告, 网站, 国金证券研究所

- 商业贡献公司主业营收与利润的 7 成与 6 成, 新世界城是公司目前商业的唯一收入来源; 而新世界城由于位处最核心商圈以及旅游人口最常前往地段, 团队稳定, 经营优秀, 虽然遭遇经济下行、需求下滑等打击, 仍能保持 10% 左右的营收增速与利润的正增长。

图表3: 商业是公司营收主力, 新世界城是目前商业的唯一贡献来源



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表4: 新世界城百货单店销售额全国第十, 上海第二

2012年全国著名百货单体店销售额20亿元以上俱乐部

2012年全国著名百货单体店销售额20亿元以上俱乐部					上海2012年单体百货销售20强排行榜		上海2011年单体百货销售20强排行榜			
销售排名	百货店名称	星级指数	销售额(亿元)	水分指数(亿元)	排名	商场名称	零售额(亿元)	排名	商场名称	零售额(亿元)
1	北京新光天地	7	72.46	1-2	1	第一八佰伴	45	1	上海第一八佰伴	45.05
2	杭州大厦	6	59.07	0.5-1.5	2	上海新世界城	35.5	2	上海新世界城	32.36
3	长春欧亚	3	49	10-15	3	久光百货	22.7	3	上海久光百货	23.16
4	上海第一八佰伴	5	45	0.5-1	4	第一百货商店	18.5	4	上海市第一百货商店	20.32
5	南京金鹰新街口店	5	41.5	0.5-1	5	东方商厦旗舰店	17.7	5	东方商厦旗舰店	18.5
6	南京中央商场	3	40.7	5-8	6	汇金百货徐汇店	10.8	6	汇金百货徐汇店	12.64
7	北京翠微大厦	4	36	0.5-1	7	置地广场商厦	9.9	7	上海置地广场商厦	10.21
8	长春卓展	6	36	1.5-2.5	8	太平洋百货徐汇店	8.4	8	太平洋百货徐汇店	9.35
9	武汉广场	4	36	1.5-2.5	9	永安百货	8.3	9	东方商厦南京东路店	8.05
10	上海新世界城	3.5	34.7	0.5-1.5	10	东方商厦中环店	8.2	10	永安百货	7.78
11	沈阳中兴	5	33	1.5-2.5	11	东方商厦南京东路店	7.4	11	东方商厦中环店	7.76
12	成都王府井	5	31.5	0.1-0.5	12	虹桥友谊商城	6.6	12	上海虹桥友谊商城	7.48
13	哈尔滨远大	5	30.5	0.5-1	13	上海六百	5.9	13	上海六百	5.92
14	沈阳卓展	6	30.5	1.5-2.5	14	东方商厦奉贤店	5.5	14	太平洋百货淮海店	5.51
15	杭州银泰武林店	4	29	1.5-2.5	15	东方商厦杨浦店	4.5	15	东方商厦杨浦店	4.41
16	西安开元	3.5	28	0.1-0.5	16	太平洋百货淮海店	4.4	16	东方商厦奉贤店	4.26
17	广州友谊环市东店	5	28	1-1.5	17	东方商厦青浦店	4.2	17	上海黄金广场	3.87
18	石家庄北国商城	4	28	2-2.5	18	黄金广场	3.9	18	东方商厦青浦店	3.55
19	重庆新世纪百货世纪新都	4	27.7	0.5-1.5	19	浦东永安百货	3.4	19	太平洋百货不夜城店	3.31
20	北京燕莎友谊	5.5	27	0.5-1	20	东方商厦嘉定店	3.3	20	东方商厦嘉定店	3

来源: 联商网, 国金证券研究所

### 163 项目开业在即, 再添一个新世界

- 位于南京东路靠近外滩的 163 地块、建面近 11 万平米、定位一流精品百货的新世界名品城(名字待确定)开业在即, 未来公司的商业营收, 至少是再添一个新世界城。(位置详见前文第 3 页图表 1)
- 163 地块, 几经起伏, 随着自贸区、迪斯尼等带动的城市升值中稀缺地段价值再现。
  - 虽在经济与房价下行预期中、于 2007 年 8 月 24 日首次竞得 163 街坊地块的苏宁环球, 后来以退地告终; 但距今 6 年多之前的楼板价也高到 6.69 万元/平方米, 此地块优越位置与稀缺价值也可见一斑。
  - 与苏宁环球的拿地价相比, 2010 年 2 月 8 日新黄浦集团联合竞标成功的价格 34.1 亿元折合 3.22 万元的楼板价, 不可谓不划算。
  - 据搜房网讯, 上海 2013 年经营性用地出让收入成功突破 2000 亿元大关, 创历史新高; 自今年 3 月份以来, 经营性用地出让月度总金额均成功突破 100 亿元大关后, 该成绩成功延续至年末, 保持近 10 个月的连续纪录。其中, 今年 9、12 月份, 两个月上海市经营性用地出让金分别达到 403 亿元、345 亿元高位水平。截至 12 月 20 日, 2013 年上海经营性用地(剔除动迁安置房地)共成交 215 幅地块, 较去年增加 76 幅; 成交占地面积为 855.25 万平方米, 与 2012 年全年相比, 增长 67%; 建筑面积为 1750 万平方米, 比去年同期增长 74%。
- 新旧百货项目定位错层, 相得益彰, 未来商业收入增长在望。
  - 老店新世界城, 在南京路步行街西端, 定位中端偏上, 目前客流构成 40%国内外地、20%外国、20%上海本地消费者; 公司深刻理解并顺应 2012 年以来消费主力人群 80、90 后的兴起, 以及他们更“宅”更网购的特点, 通过坚持“文化领先, 双轮驱动, 两翼发展”的发展战略, 更多在购物中心中增添文化与休闲娱乐元素, 使得公司所处的黄金地段优势得以放大发挥。
  - 新店 163 项目(名字待定), 在南京路步行街的东侧, 靠近南黄浦, 既与老的新世界百货错位经营, 覆盖更广消费群, 又在步行

街东西两侧遥相呼应、辐射中心城区、叠加品牌影响。新店总建面约 11 万平米，定位高端精品百货；据赢商网 13 年 11 月报道，新店将实现“三个 3”的目标：用 3 年时间精心打造，确保 30 年不落后，铸造上海外滩建筑 300 年经典；随着 12 月 8 日项目结构封顶，新店的招商工作也早已全面展开，公司将做强做精“食品、饰品、包袋、钟表、鞋类、女装”七大品类，实现国际大牌占 40%、国际一般品牌 30%、港澳台品牌 20%以及内地知名品牌占 10%的 4、3、2、1 品牌战略。

### 南外滩新建、迪斯尼开园、自贸区推进，未来增长强劲

- 随着黄浦区 2013 年高起点推进的、作为黄浦区金融集聚带的重要组成部分的**南外滩滨水区**综合改造的完成开放，黄浦江 8.3 公里岸线将全线打通，对于公司位于黄浦江沿岸的商业将有先于迪斯尼开园等推动更快、更显著的提升效应。
  - 南外滩改造进行时，40 亿巨资投入旧城改造。
    - 据东方网报道，作为“文化先行区”的黄浦区，今年区级财政用于旧改资金 40-50 亿，同时注重利用社会资本，创新融资工具、融资手段增加资金投入，资金问题能够较好地化解。
    - 黄浦区目前仍有二级以下旧里 136 万平方米，今年已排定**董家渡 18 号地块、太平桥 124 街坊等 6 个启动项目**，计划完成旧改签约 4000 户以上。
    - 今年黄浦区将高起点推进南外滩滨水区综合改造，启动中山南路地下通道和 594、596 地块项目建设，细化完善**滨江公共岸线贯通方案**，加快推进复兴地块土地储备和规划方案优化设计；“南外滩的整体开放，不仅会成为黄浦的新优势。今后一段时间，也是上海重要的功能性开发地块。”
    - 在黄浦由“文化大区”向“文化强区”迈进中还将深入实施环人民广场文化演艺集聚区建设，实质性启动中国大戏院修缮工程，推进黄浦剧场功能优化。
  - 上述所有不论是董家渡等改建、还是黄浦旧弄改造、大戏院修缮等，都将很大程度提高黄浦区及南外滩区域的客流量，对本地零售商业将起到显著的推升作用。
- 随着上海**自贸区**的推进所带来的城市价值提升，以及上海**迪斯尼** 2015 年开业（近日已宣告将扩建），必将使本地核心商圈的零售企业受益。
  - 相较于 2009 年国家发改委公布的“上海迪斯尼乐园项目通过核准”显示的上海迪斯尼占地仅 116 公顷，小于扩建后的香港迪斯尼(126 公顷)，将成全球最小迪斯尼，2013 年 12 月 10 日迪士尼首席财务长 Jay Rasulo 透露，上海迪斯尼目前占地达 1000 公顷，以面积计算仅次于美国佛罗里达州及法国巴黎，是迪士尼第三大的主题公园。
  - 日本和香港迪斯尼建成后带动当地零售效应显著（见下表），可以预期，待 2015 年迪斯尼落成开业后，将带动大量衍生礼品销量的暴增；而老凤祥作为百年老字号以及黄金饰品的投资收藏与礼品配饰兼具的属性，将能从中有较大收益。

图5: 香港全球最小, 仍在开业单季提高零售 10%

	1999-2005筹建期	2005-2008 一期	建设 2008 二期筹建期
迪斯尼度假区的主要举措	1999年香港政府与迪斯尼达成协议, 兴建香港迪斯尼乐园, 2003年1月, 乐园正式动工	2004年7月, 增设三个游乐设施 2007年5月, 探险世界改为海盗世界 2007年7月增设两项游乐设施,	2008年增设小小世界、海底奇兵海龟语等游乐设施 二期建造中……
区域的影响	<p>基础建设: 为发展迪斯尼, 政府投资修建<b>竹篙湾铁路线</b>, 于2005年开通</p> <p>社会就业: 香港迪斯尼开业前, 旅游、酒店、零售等行业薪水<b>上涨5%-10%</b>, 乐园内清洁工的月薪9000<b>超过</b>同期大学毕业生的均价8000元, 香港失业率从<b>5.7%回落到5%</b>。</p> <p>社会导向: 迪斯尼开业前, 报考酒店管理专业的学生数量<b>猛增</b>, 很多家长子女一起<b>连夜排队</b>报名。</p> <p>房地产: 受迪斯尼开业的影响, 香港核心地区的旺角、尖沙咀和铜锣湾的商铺<b>供不应求</b>、<b>租金大幅上涨</b>。</p>	<p>旅游业: 05年10月开始访港人次明显上升, 月最低访港人次在200万以上, 年访港旅客创新高, 超过2300万人次, 同比<b>增长7.1%</b>。 2004年1月访港人次达到219万, 同比增长<b>15.62%</b>。</p> <p>酒店业: 四星级酒店在9月和10月的房价将得到<b>30%-100%</b>的涨幅, 入住率达到<b>90%</b>。</p> <p>房地产: 能观看到迪斯尼烟花的区域的一二手楼盘价格和成交量<b>上涨25%左右</b>。迪斯尼开幕后, 每天近20%的游客参观与迪斯尼隔海相望的<b>碧堤3期</b>。2006年底商业核心区的租金<b>上涨15%-20%</b>。</p> <p>零售业: 由于“迪斯尼效应”, 香港零售市场2006年第四季度的销售<b>增长将达10%</b>。</p>	<p>区域形象定位: 大屿山依托香港新机场, 打造<b>迪斯尼乐园为核心</b>, 打造<b>旅游、商业功能为主导</b>建设<b>香港新的游憩商业区</b>, 一个<b>高尔夫球场</b>和另一个<b>主题公园</b>等配套设施正在<b>规划建设</b>中。</p> <p>旅游业: 香港政府欲借迪斯尼的影响, 在港兴建<b>多项游乐设施 (大屿山缆车与香港湿地公园)</b>, 以促进<b>香港旅游业由“购物游”向“游乐游”转变</b>。</p>

来源: 世联地产, 国金证券研究所

图6: 日本迪斯尼带动当地零售翻倍增长

	1983-1991起步期	1991-2001发展期	2001-至今成熟期
迪斯尼度假区的发展	1983年迪斯尼乐园建成开放, 开园火爆, 游客剧增 每年不断兴建新型游乐设施	2000年大型商业设施「Iksplan」建成, 2001年迪斯尼海洋乐园的开放运营	2008年7月, 度假区最大的酒店—迪斯尼陆地饭店开幕 10月太阳马戏团的常驻剧场落成
区域发展	<p>酒店业: 周边大型旅馆住宿设施诞生, 酒店客房价格提高, 入住率<b>达90%</b>以上</p> <p>交通基础设施建设: 1988年JR京叶线开通, 新浦安车站、舞滨车站开通</p> <p>房地产: 1991年迪士尼度假区周边区域每平米的土地卖到<b>400万日元</b>, 同比东京都市圈均价为<b>194万日元</b>, 该地成为东京都市圈地<b>价涨幅最高</b>的地方</p>	<p>旅游业: 度假区周边修建<b>母亲牧场</b>、各种博物馆、寺庙等<b>历史人文旅游项目</b>, 增加游客<b>停留时间</b></p> <p>酒店业: 舞滨站东京湾沿岸大批<b>五星级酒店</b>群落成</p> <p>基础设施配套: 浦安市<b>运动公园</b>开放, 为游客提供<b>更多选择</b>和<b>配套</b></p>	<p>区域形象定位: 迪斯尼所在的舞滨已从一个破旧的渔村海港成为了浦安市乃至东京都市圈<b>著名的旅游休闲板块</b>, 成为能代表日本的城市的<b>休养地</b>。</p> <p>区域就业: 到08年截止, 迪斯尼度假区提供了<b>13600个</b>就业岗位, 其中<b>11%</b>属于正式员工</p> <p>商业配套: 大规模的商业设施<b>投资建设</b>, <b>高铺转租</b>, 租金<b>快速提高</b>, 同比<b>增长2-3倍</b></p>
其他影响	<p>零售业: 日本掀起了一股“迪斯尼热”: 迪斯尼服装热、迪斯尼游乐热等, 1983年当年迪斯尼商品零售业产值增加近<b>200%</b>, 现在每年也创造着<b>数亿</b>的产值;</p> <p>旅游业: 90年代开始, 迪斯尼的成功带动日本兴起一股<b>旅游地产热</b>, 全国各地到处兴建主题公园。1995年, 日本拥有年游客接待量超过100万人次的大型主题公园<b>29家</b>, 全年游客接待量合计<b>7500万人次</b>, 年营业额为<b>15亿美元</b>, 相关房地产也如火如荼。</p>		

## 医药、酒店、物业齐增, 其他主业稳健

### 百年蔡同德堂, 中药产业链完整, 营利皆稳健

- 公司医药业务生产、供应、销售、医疗“四位一体”产业链齐全, 不但有中药片剂工厂还有金陵东路上的**草药门诊-上海群力草药店**; 我们看好公司**中医药未来发展**。
- 公司拥有沪上四大国药号“胡庆余堂”、“童涵春”、“蔡同德”、“雷允上”之一的**蔡同德堂**。
  - 上海蔡同德堂药号创始于清光绪八年(1882年), 由宁波布商蔡嵎青从汉口迁来上海, 是国内开业最早、规模最大的中华老字号商店。最大优势是**全国唯此一家**, 无区域、地域之争。商店以道地药材, 精制饮片、参茸银耳、丸散膏丹、胶露药酒饮誉海内外, 尤素以**补膏补酒**见长, 历史上的**虎骨木瓜酒**、**洞天长春膏**中外闻名。
- 2007年, 公司受让了上海蔡同德药业有限公司**10%**的股权后, 对其持股比例就上升到了**60%**的控股股权, 并自此拥有了“蔡同德堂”及其自主知识产权的“群力”品牌。
- 作为是南京路步行街上的**唯一一家中华老字号**中药店, 经历了**2009年**公司与蔡同德药业有限公司共同斥资扩建的蔡同德, 堂层由原来的**四层**升高为**八层**、纯经营面积**翻倍**增至**三千多**平方米, 有着**飞梁翘檐**、**古朴典雅**的外表和**中西合璧**、**豁达敞亮**的内部装饰结构, 专业经营**中药饮片**、**中西成药**、**天然名贵参茸补品**、**保健品**、**医疗器械**等**五千多种**品种, 成为上海地区经营**规模最大**、**品种最多**、**药材最全**的**中医药实体店**。
- 上海群力草药店的前身, 是**1924年**在上海陆家浜开设的“明济堂”草药铺, 是一家以**诊疗癌症**、**疑难杂症**为特色的中华老字号企业, 享有“**沪上草药第一家**”的美誉。现位于上海市金陵东路**396号**。一楼是**营业大厅**, 面积达**300余**平方米, 设有**成药柜**、**西药柜**、**参茸药酒柜**、**营养补品柜**和**医疗器械柜**, 具有**代客煎膏**、**切参**等业务; 二楼是“**群力中医门诊部**”, 是一个**医疗门诊**, 现有**医生20**余名, 门诊场地楼面**1100**平方米; 三楼则是**门诊部的配药间**和**药品仓库**, 面积**1000**余平方米; 经销**中草药1000**余种、**中成药700**余种。
- 蔡同德药业有限公司还拥有**蔡同德药品连锁有限公司**、**蔡同德堂中药制药厂**和**吴江上海蔡同德堂中药饮品有限公司**等子公司, 为公司提供**产品和销售网络的支持**。

### 五星丽笙位置优越，浦江新建先受益

- 位置优越、门店大堂开在南京路上的五星级丽笙大酒店，虽近年受困于消费不旺，新增酒店供应过大，其营收较世博盛况时有所下滑；但其管理优而利润率较高，未来全新南外滩建成以及迪斯尼开园等带动旅游人口上升都将是未来业绩的有力催化。
- 上海新世界丽笙大酒店是 2005 年开业的、公司旗下准五星酒店，拥有 520 间客房，3 间餐厅和 2 间酒吧，宴会及会议设施，卫星电视，水疗中心，游泳池，健身中心等。位于酒店顶层，距地面 208 米的位于 45 层的旋景餐厅和 47 层的星空酒店以其独特的外观和良好口碑，使酒店成为市中心的新地标。
- 酒店开业最高峰是在 2010 年世博会期间，当年营收高达 2.06 亿元；目前营收虽降至 1.6 亿元左右，但酒店的优秀管理与其得天独厚的位置优势（步行 15 分钟即可到达外滩）使其毛利率并未下降；我们预计，未来随着新南外滩全新打造、迪斯尼开园以及上海自贸区的推进，比较带动旅游客流的再次上升，重现酒店繁荣。

### 先有 163 项目增量，后有蜡像馆收租，物业增长确定

- 公司物业子公司，人员负担轻、位置好、毛利率高，而随着 14 年底前后 163 地块建成开业将新增出租物业、16 年后杜莎夫人蜡像馆将进入新的 10 年收租期，未来增长确定。
- 根据现有的新世界城物业收入贡献来推算，现有车库及出租营收占比 2%而毛利占比 8%；未来新开业的 163 地块项目位置更是寸土寸金，物业在其整体商业利润中的占比估计也不会少 8%~10%。
- 新世界杜莎夫人蜡像馆是于 2006 年开张的，租用新世界城第 10 层，9200 平方米的面积，另加上位于大厦底层西南角面积约 80 平方米的区域作为其收银与入口接待台。
- 杜莎夫人蜡像馆的租赁期限为 20 年，第一个 10 年为免租期，免租期内只免租金；蜡像馆不但每年为公司带来高达百万人参观客流，增加集客力，而且更有助于提升整个新世界商圈的层次，推动文化消费。

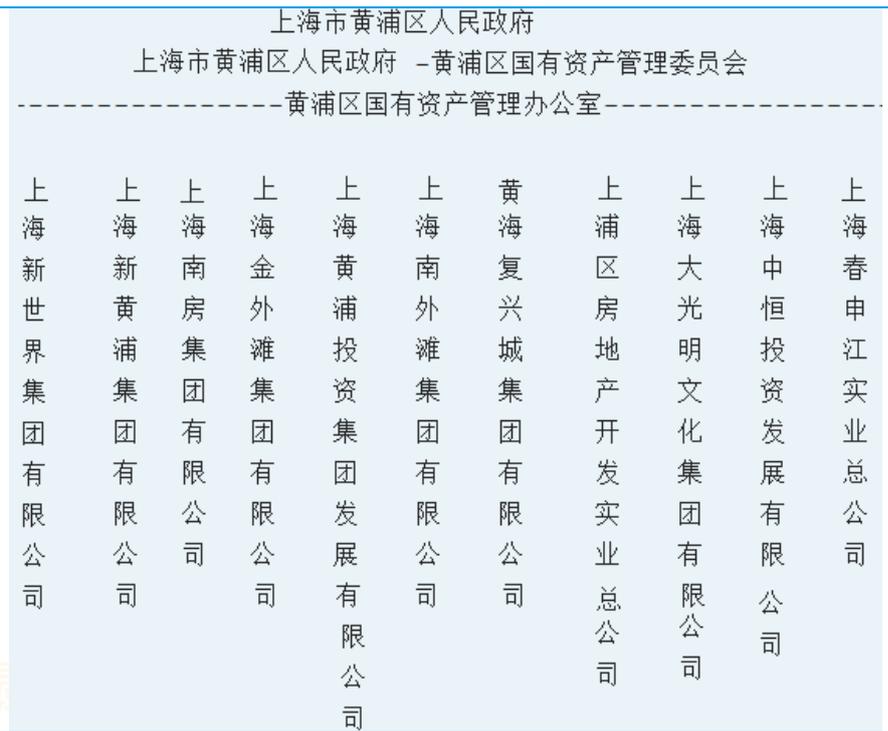
### 国企改革趋势定，资产整合概率大

#### 改革序幕已拉开，趋势确定

- 上海国企改革趋势确定：随着兰生并入东浩打响整合第一枪，东方创业旗下子公司东松公司公告推行股权激励，上海国企改革已超预期快速启动，未来不论是股权激励的体制优化，还是资产整合注入或战略投资者的引入，都将催化公司业绩与估值的进一步提升。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

图表7: 上海市黄浦区国资委旗下企业

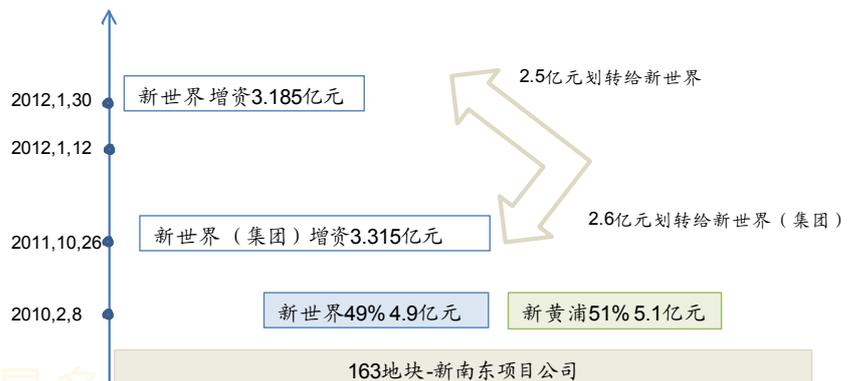


来源: 公司公告, 国金证券研究所

163 项目, 股权同根, 经营全权, 整合概率大

- 作为黄浦区国资委、新世界集团与公司共同拥有的 163 项目, 未来若能全部收归上市公司, 不但将利用新项目的长期运营管理, 也将利于本区优质国有资产资本化的推进, 我们认为, 将是较大概率事件。
  - 新世界和新黄浦都是黄浦区国企总公司控股子公司, 黄浦国资持有新世界 25.21% 的股份。

图表8: 经过增资与划转, 新世界目前拥有 163 项目 49% 股权



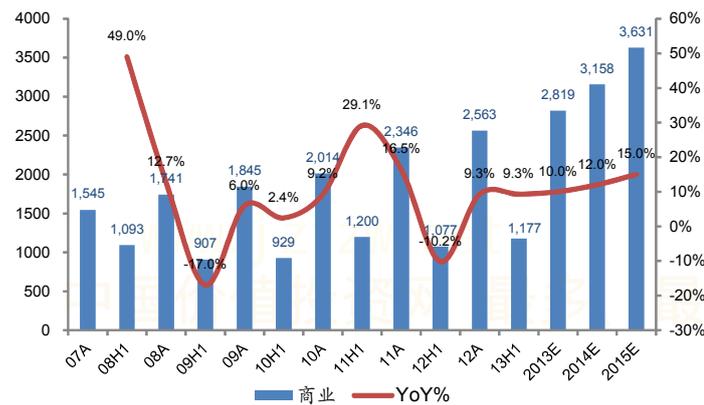
来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 盈利预测:

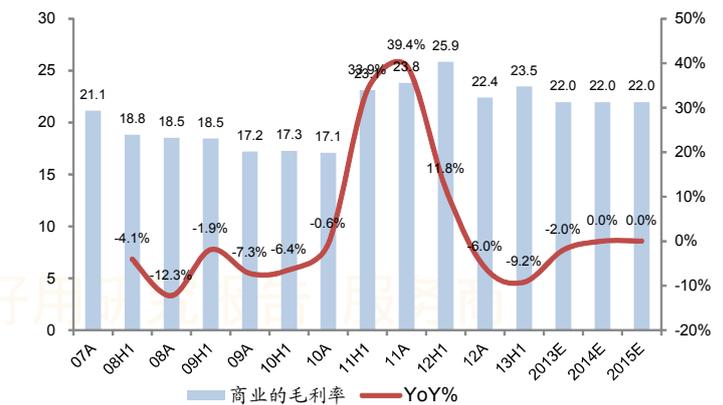
#### 商业增长稳定，预计未来三年仍能保持 10%以上增速

- 我们预计，公司新世界城的营收在南外滩、迪斯尼以及上海自贸区推进下，将可保持 10%以上的增速；但在购物中心竞争激烈又面临电商冲击的情况下，在新的 163 项目开业并成熟贡献利润前，公司商业的利润率难有增长。
- 假设公司未来 13、14、15 年营收增速保持在 10%、12%、15%，利润率则可能因为今年黄金暴跌而带来的销量大增中带来公司销售毛利率的下降（因为黄金饰品类是低毛利率商品），而未来两年毛利率则可能持平。

图表9：商业营收增速预计将在 10%以上



图表10：商业利润率可能在 13 年下滑后回稳

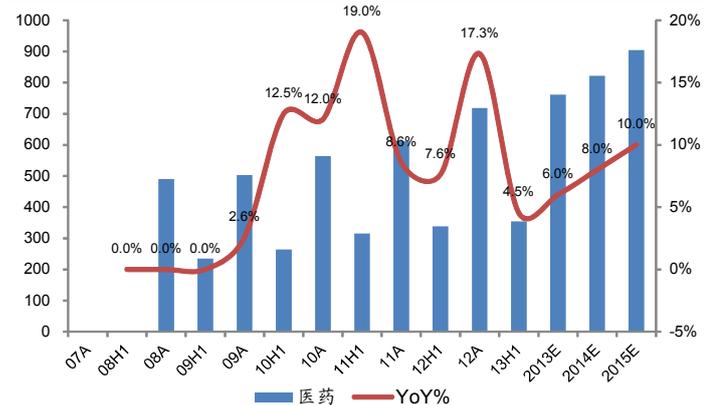


来源：公司公告，国金证券研究所

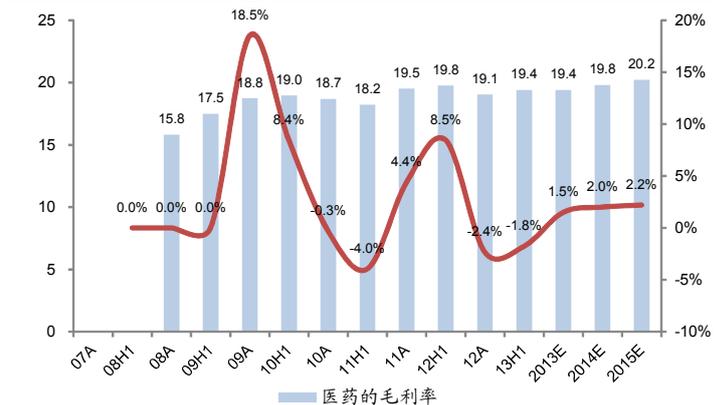
#### 医药稳增长、酒店将迎来新的繁荣、物业增长确定

- 我们预计，公司控股的蔡同德堂及其旗下群力草药店、中药饮片厂等，都将盈利与营收同增长；预计未来三年营收增速 6%、8%、10%，而毛利率增速 1.5%、2%、2.2%。

图表11：医药未来三年增速 6%、8%、10%



图表12：医药毛利率将稳步增长



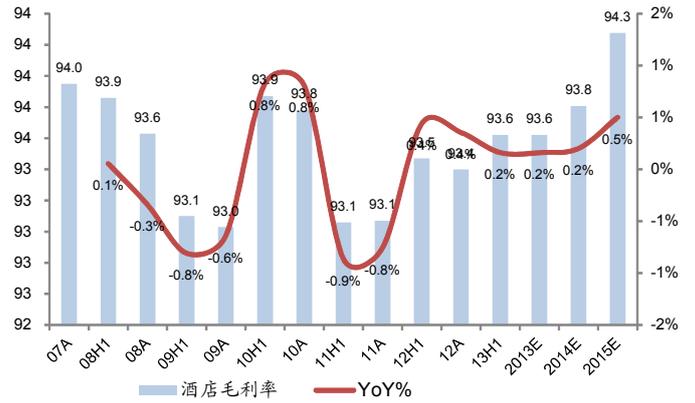
来源：国金证券研究所

- 我们预计新世界丽笙酒店，将在明后年随着南外滩新景观建成、迪斯尼开园以及未来自贸区推进带动城市价值与客流提升而获得新的繁荣。
- 因此，假设公司酒店业务在经历今年的轻微下降后，明后年营收增速将走稳，而盈利能力仍将持续向上的态势。

图表13: 丽笙酒店营收在今年微降后将企稳



图表14: 酒店的毛利率将保持向上的态势



来源: 国金证券研究所

■ 我们预计公司的物业收入将在 163 地块项目在 14 年底 15 年初左右的开业而获得确定的增量; 并将在 2016 年后杜莎夫人蜡像馆进入收租十年后再添增量。

图表15: 新世界物业收入将获稳定增量



图表16: 新世界的物业盈利能力将保持增长



来源: 国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

图表17: 销售预测

产品销售收入 (单位: 人民币百万元)

项目	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>商业</b>								
销售收入 (百万元)	1,740.97	1,844.65	2,014.46	2,345.97	2,563.06	2,819.37	3,157.69	3,631.34
增长率 (YOY)	N/A	5.96%	9.21%	16.46%	9.25%	10.00%	12.00%	15.00%
毛利率	18.54%	17.20%	17.09%	23.83%	22.41%	21.96%	21.96%	21.96%
销售成本 (百万元)	1,418.15	1,527.41	1,670.26	1,787.01	1,988.78	2,200.29	2,464.33	2,833.98
增长率 (YOY)	N/A	7.70%	9.35%	6.99%	11.29%	10.64%	12.00%	15.00%
毛利 (百万元)	322.82	317.24	344.20	558.96	574.28	619.07	693.36	797.37
增长率 (YOY)	N/A	-1.73%	8.50%	62.39%	2.74%	7.80%	12.00%	15.00%
占总销售额比重	70.24%	72.67%	70.97%	73.86%	73.05%	73.94%	74.77%	75.67%
占主营业务利润比重	50.97%	53.79%	49.43%	63.27%	62.00%	62.62%	63.66%	64.63%
<b>医药</b>								
销售收入 (百万元)	490.46	503.08	563.63	612.08	718.06	761.14	822.04	904.24
增长率 (YOY)	N/A	2.57%	12.04%	8.60%	17.31%	6.00%	8.00%	10.00%
毛利率	15.82%	18.76%	18.69%	19.51%	19.05%	19.41%	19.80%	20.23%
销售成本 (百万元)	412.85	408.72	458.29	492.69	581.26	613.41	659.29	721.28
增长率 (YOY)	N/A	-1.00%	12.13%	7.51%	17.98%	5.53%	7.48%	9.40%
毛利 (百万元)	77.61	94.36	105.34	119.39	136.80	147.74	162.75	182.96
增长率 (YOY)	N/A	21.58%	11.64%	13.34%	14.58%	8.00%	10.16%	12.42%
占总销售额比重	19.79%	19.82%	19.86%	19.27%	20.47%	19.96%	19.46%	18.84%
占主营业务利润比重	12.25%	16.00%	15.13%	13.51%	14.77%	14.94%	14.94%	14.83%
<b>酒店</b>								
销售收入 (百万元)	202.54	143.27	206.24	167.38	163.24	159.98	159.98	163.17
增长率 (YOY)	N/A	-29.26%	43.95%	-18.84%	-2.47%	-2.00%	0.00%	2.00%
毛利率	93.63%	93.04%	93.77%	93.06%	93.40%	93.62%	93.81%	94.28%
销售成本 (百万元)	12.90	9.97	12.84	11.61	10.77	10.21	9.91	9.34
增长率 (YOY)	N/A	-22.71%	28.79%	-9.58%	-7.24%	-5.23%	-2.93%	-5.73%
毛利 (百万元)	189.64	133.30	193.40	155.77	152.47	149.77	150.07	153.84
增长率 (YOY)	N/A	-29.71%	45.09%	-19.46%	-2.12%	-1.77%	0.20%	2.51%
占总销售额比重	8.17%	5.64%	7.27%	5.27%	4.65%	4.20%	3.79%	3.40%
占主营业务利润比重	29.94%	22.60%	27.77%	17.63%	16.46%	15.15%	13.78%	12.47%
<b>物业</b>								
销售收入 (百万元)	44.55	47.42	54.00	51.02	64.36	72.73	83.64	100.36
增长率 (YOY)	N/A	6.44%	13.88%	-5.52%	26.15%	13.00%	15.00%	20.00%
毛利率	97.26%	94.71%	98.90%	96.70%	97.39%	99.16%	99.16%	99.16%
销售成本 (百万元)	1.22	2.51	0.59	1.68	1.68	0.61	0.70	0.84
增长率 (YOY)	N/A	105.50%	-76.32%	183.44%	-0.23%	-63.63%	15.00%	20.00%
毛利 (百万元)	43.33	44.91	53.41	49.34	62.68	72.12	82.93	99.52
增长率 (YOY)	N/A	3.65%	18.91%	-7.62%	27.05%	15.05%	15.00%	20.00%
占总销售额比重	1.80%	1.87%	1.90%	1.61%	1.83%	1.91%	1.98%	2.09%
占主营业务利润比重	6.84%	7.61%	7.67%	5.58%	6.77%	7.29%	7.61%	8.07%
销售总收入 (百万元)	2478.52	2538.42	2838.33	3176.45	3508.72	3813.21	4223.34	4799.12
销售总成本 (百万元)	1845.12	1948.61	2141.98	2292.99	2582.49	2824.52	3134.22	3565.44
毛利 (百万元)	633.40	589.81	696.35	883.46	926.23	988.70	1089.11	1233.68
平均毛利率	25.56%	23.24%	24.53%	27.81%	26.40%	25.93%	25.79%	25.71%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

## 估值与投资建议:

### 估值

中国价值投资网 ■ 我们给予公司未来 6-12 个月 9.97 元目标价位, 对应公司 14 年 EPS0.522, 其中商业 0.301、医药 0.072、酒店 0.066、物业 0.037 (营业外收入 0.04) 分别给予 15、20、10 和 5xPE, 共计 6.88 元; 再加 163 地块 49% 权益的 RNAV3.09 元。

图表 18: 163 地块 RNAV 归属上市公司权益的计算

重估单价:	8	万元/每平方米
面积:	105805	平方米
物业重估价值:	84.64	亿元
净负债	17.60	亿元
净值	67.04	亿元
股本	5.32	亿元
RNAV	12.60	元
归属上市公司权益的RNAV	6.18	元
折价率50%	3.09	元

注1: 据公司2010年2月8日公告, 地上建筑不超过65805平方米, 地下建筑约4万平方米

注2: 2013年南京东路及黄浦区其他商业物业的整栋售价在6.5~12万/平米, 我们保守的选取靠近下限的8万

注3: 考虑若真要整体出售兑现, 还是会有流动性折价, 所以我们选取最保守的折价率50%, 通常是15~25%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 19: 14 年 EPS 估值计算

税前利润占比	EPS 拆分	分别对应股价	估值
7.76%	0.040	营业外收入	
92.24%	0.445	商业、医药、酒店、地产	
主营利润占比			
63.66%	0.307	商业	15
14.94%	0.072	医药	20
13.78%	0.066	酒店	10
7.61%	0.037	物业	5
		3.09	163地块 RNAV 的 49% 权益
对应股价		9.97	

来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 投资建议

- 我们认为, 随着 163 地块结构封顶, 新世界名品城开业在即; 而公司位置决定了其将较大受益于上海市政府主导推进的 8.3 公里黄浦江全岸线建设所带来的新商业繁荣; 长远看, 国企改革亦将给公司业绩估值都带来提升。所以, 从短、中、长期看, 公司业绩向上的催化条件皆充分, 建议增持。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	3,030	3,223	3,548	3,813	4,223	4,799	货币资金	389	737	534	550	750	960
增长率		6.4%	10.1%	7.5%	10.8%	13.6%	应收款项	702	629	541	972	1,076	1,223
主营业务成本	-2,143	-2,328	-2,584	-2,825	-3,134	-3,565	存货	149	166	168	156	156	156
%销售收入	70.7%	72.2%	72.8%	74.1%	74.2%	74.3%	其他流动资产	19	13	3	7	8	9
毛利	887	895	964	989	1,089	1,234	流动资产	1,259	1,546	1,245	1,685	1,990	2,348
%销售收入	29.3%	27.8%	27.2%	25.9%	25.8%	25.7%	%总资产	25.0%	27.8%	24.0%	30.1%	33.3%	36.5%
营业税金及附加	-37	-42	-41	-43	-47	-54	长期投资	563	881	879	884	883	883
%销售收入	1.2%	1.3%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	固定资产	3,086	3,012	2,945	2,892	2,969	3,057
营业费用	-136	-137	-144	-157	-174	-198	%总资产	61.2%	54.1%	56.7%	51.7%	49.7%	47.5%
%销售收入	4.5%	4.2%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	无形资产	133	127	127	127	134	141
管理费用	-333	-329	-338	-366	-405	-461	非流动资产	3,785	4,023	3,953	3,905	3,988	4,082
%销售收入	11.0%	10.2%	9.5%	9.6%	9.6%	9.6%	%总资产	75.0%	72.2%	76.0%	69.9%	66.7%	63.5%
息税前利润 (EBIT)	380	388	441	423	462	521	<b>资产总计</b>	<b>5,044</b>	<b>5,568</b>	<b>5,198</b>	<b>5,589</b>	<b>5,977</b>	<b>6,430</b>
%销售收入	12.5%	12.0%	12.4%	11.1%	10.9%	10.9%	短期借款	2,393	2,759	2,081	2,330	2,422	2,429
财务费用	-98	-101	-129	-121	-129	-128	应付款项	606	591	616	593	658	748
%销售收入	3.2%	3.1%	3.6%	3.2%	3.1%	2.7%	其他流动负债	87	111	223	197	142	230
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	流动负债	3,087	3,461	2,920	3,120	3,221	3,408
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	7	5	2	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>3,094</b>	<b>3,466</b>	<b>2,922</b>	<b>3,120</b>	<b>3,221</b>	<b>3,408</b>
营业利润	281	287	312	301	333	393	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,913</b>	<b>2,063</b>	<b>2,234</b>	<b>2,418</b>	<b>2,696</b>	<b>2,951</b>
营业利润率	9.3%	8.9%	8.8%	7.9%	7.9%	8.2%	少数股东权益	36	39	42	51	61	71
营业外收支	3	15	12	28	28	28	<b>负债股东权益合计</b>	<b>5,044</b>	<b>5,568</b>	<b>5,198</b>	<b>5,589</b>	<b>5,977</b>	<b>6,430</b>
税前利润	284	302	324	329	361	421	<b>比率分析</b>						
利润率	9.4%	9.4%	9.1%	8.6%	8.5%	8.8%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-72	-80	-80	-68	-74	-86	<b>每股指标</b>						
所得税率	25.4%	26.5%	24.7%	20.5%	20.5%	20.5%	每股收益	0.389	0.405	0.444	0.476	0.522	0.609
净利润	212	222	244	262	287	335	每股净资产	3.597	3.880	4.201	4.547	5.069	5.549
少数股东损益	5	6	7	9	9	11	每股经营现金净流	0.898	0.721	0.838	0.097	0.886	0.959
归属于母公司的净利润	207	215	236	253	278	324	每股股利	0.110	0.110	0.120	0.130	0.000	0.130
净利率	6.8%	6.7%	6.7%	6.6%	6.6%	6.8%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	10.81%	10.44%	10.58%	10.47%	10.30%	10.98%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	4.10%	3.87%	4.55%	4.53%	4.64%	5.04%
净利润	204	220	244	262	287	335	投入资本收益率	6.52%	5.86%	7.61%	7.00%	7.09%	7.60%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	109	104	97	97	96	96	主营业务收入增长率	10.97%	6.36%	10.09%	7.48%	10.76%	13.63%
非经营收益	109	92	130	104	115	118	EBIT增长率	14.58%	2.04%	13.73%	-4.15%	9.35%	12.79%
营运资金变动	56	-33	-26	-411	-27	-38	净利润增长率	17.27%	4.17%	9.72%	7.15%	9.65%	16.76%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>478</b>	<b>383</b>	<b>445</b>	<b>52</b>	<b>471</b>	<b>510</b>	总资产增长率	27.89%	10.40%	-6.64%	7.52%	6.94%	7.57%
资本开支	-27	-12	-30	-19	-151	-162	<b>资产管理能力</b>						
投资	0	17	10	-3	0	0	应收账款周转天数	15.5	15.3	16.2	18.0	18.0	18.0
其他	-462	144	138	0	0	0	存货周转天数	22.1	24.7	23.6	25.4	25.4	25.4
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-489</b>	<b>149</b>	<b>118</b>	<b>-22</b>	<b>-151</b>	<b>-162</b>	应付账款周转天数	75.8	75.1	65.9	50.9	50.9	50.9
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	371.8	341.1	302.9	267.1	230.5	194.3
债权募资	870	366	-678	119	92	8	<b>偿债能力</b>						
其他	-182	-210	-89	-133	-212	-146	净负债/股东权益	102.82%	96.18%	67.97%	72.07%	60.64%	48.61%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>687</b>	<b>156</b>	<b>-767</b>	<b>-13</b>	<b>-120</b>	<b>-138</b>	EBIT利息保障倍数	3.9	3.8	3.4	3.5	3.6	4.1
<b>现金净流量</b>	<b>676</b>	<b>688</b>	<b>-204</b>	<b>16</b>	<b>200</b>	<b>210</b>	资产负债率	61.35%	62.25%	56.20%	55.82%	53.89%	53.00%

来源：公司年报、国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	2	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	2.00	2.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
- 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net