

苏宁环球 (000718.SZ) 房地产开发行业

评级: 买入 首次评级

公司研究

市场价格 (人民币): 8.98 元
目标价格 (人民币): 11.00-12.00 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)	1,910.36
总市值(百万元)	27,251.03
年内股价最高最低(元)	13.88/5.96
沪深 300 指数	3314.11
深证成指	10640.42



整合关键资源、大格局转型医美文体

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.373	0.297	0.379	0.516	0.595
每股净资产(元)	2.39	3.00	3.25	3.63	4.10
每股经营性现金流(元)	0.39	1.04	0.13	-0.14	0.03
市盈率(倍)	18.03	44.47	23.71	17.40	15.10
行业优化市盈率(倍)	27.70	46.45	37.29	37.29	37.29
净利润增长率(%)	56.50%	18.05%	27.68%	36.24%	15.27%
净资产收益率(%)	15.64%	9.88%	11.66%	14.20%	14.51%
总股本(百万股)	2,043.19	3,034.64	3,034.64	3,034.64	3,034.64

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- ❖ **中报利空缓解, 全年业绩无忧:** 2016年8月31日公司发布中报, 报告期实现营业收入 18.5 亿, 同比减少 50.8%, 实现归属于上市公司股东的净利润 1.7 亿, 同比减少 45.8%。业绩增速下滑主要和结算周期相关, 考虑到去年销售额增长 29.4%, 预计今年整体业绩会恢复到 20% 左右的增长。
- ❖ **充分受益南京市场地价上涨, 动态 RNAV 显著提升:** 公司未结算项目资源中, 南京按建面占比约 75%, 按货值占比约 85%。而南京房地产市场自 2015 年 Q4 以来表现强劲, 地价相比房价增长更为显著, 公司的存货价值持续走高。我们测算公司 RNAV8.7 元, 考虑地价上涨后动态 RNAV9.4 元, 相当于地产板块整体估值 286 亿, 公司股价安全边际显著。
- ❖ **医美落地超预期, 大健康市场空间大开:** 中国医美市场需求持续增长, 而品牌医疗资源相对缺乏, 预计 2020 年医美市场规模超过 4500 亿, 未来五年年均增速 39%。今年 7 月 15 日, 苏宁环球健康和韩国 ID 集团在大陆成立合资公司艾迪医疗, 注册资本 6 亿, 首期投资额 18 亿, 公司借此打造苏宁体系内的医疗技术资源。此外, 苏宁环球健康还与集团下属公司设立超规模 50 亿医美产业基金, 主要从事医美行业相关产业链的股权投资业务, 目前正在进行相关资产的收购。医疗美容医院门诊拓展方面, 今年或达到 20 家。
- ❖ **动漫娱乐齐头并进、文化板块或迎催化剂:** 公司子公司苏宁环球传媒去年成为 Redrover 第一大股东, 之后与其在中国成立合资公司红漫科技, 合拍的首部电影预计年内上映, 表现值得期待。Redrover 在 2016/2017 目标营业利润分别为 0.8 亿和 1 亿。2015 年 11 月, 公司战略投资韩国第三大娱乐公司 FNC, 以推展国内千亿级演艺市场, 后续的影视剧也将逐步呈现。
- ❖ **发起设立长寿健康保险、大金融开始落地:** 2016 年 8 月 23 日, 公司与海南第一投资控股集团有限公司等公司签署协议共同出资发起设立长寿健康保险股份有限公司, 公司拟出资 1.45 亿元人民币, 占投资标的注册资本的 14.5%。此次投资标志着公司大金融转型工作迈出了坚实的第一步。

投资建议

- ❖ 预计公司 2016 年 EPS 0.38 元, 对应当前股价仅 24 倍 PE, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- ❖ 业绩释放偏缓、转型落地不及预期。

胡华如 分析师 SAC 执业编号: S1130516010001
(86755)83831622
huhuaru@gjzq.com.cn

常兆亮 联系人
(8621)60935529
changzhaoliang@gjzq.com.cn

贾翔夫 联系人
(8621)60230248
jiaxiangfu@gjzq.com.cn

内容目录

大幅受益南京房地产市场，地产安全边际高	3
三大战略转型方向，彰显格局与空间	4
布局大文化动作频频，动漫娱乐齐头并进	5
转型医疗美容，大健康战略空间大开	6
大金融迈出坚实第一步	8
分产品盈利预测	8
风险提示	8

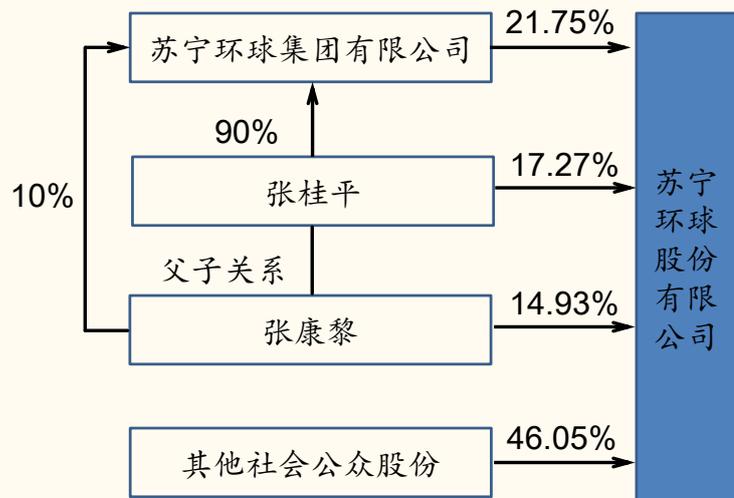
图表目录

图表 1：公司股权控制图（截止到 2016 中报）	3
图表 2：未结项目南京占比 75%（按建面，万方）	3
图表 3：未结项目南京占比 85%（按货值，亿）	3
图表 4：南京住宅市场供需显著改善（万方）	4
图表 5：南京市地价/房价持续走高	4
图表 6：考虑地价上涨后 RNAV 为 9.42 元	4
图表 7：三大战略发展方向空间广阔	5
图表 8：公司产业集团架构	5
图表 9：RedRover 3D VR 技术	6
图表 10：FNC 旗下艺人情况	6
图表 11：伊尔美港华股权结构清晰	7
图表 12：ID 医美产业是韩国第一医美品牌	7
图表 13：公司医美线下布局蓝图	7
图表 14：医美市场规模未来五年年均增长 39%	7

大幅受益南京房地产市场，地产安全边际高

- 苏宁环球股份有限公司（以下简称“公司”）是江苏地产龙头企业，发展历史近 30 年，公司于 2005 年在深交所上市，作为以地产为主营业务的上市公司，常年位居全国地产企业前 20 强。截止到去年底，公司有近百个房地产项目开发经验，建筑面积超过千万平方米，代表作有“苏宁·天润城”、“苏宁·威尼斯水城”、“苏宁·城市之光”、“苏宁·天御国际广场”等。公司早期深耕南京北外滩，之后向无锡、苏州拓展，后来在上海、芜湖、昆明等城市布局，包括商业地产和住宅项目。
- 公司的第一大股东为苏宁环球集团有限公司，持股 21.75%，董事长张桂平持股 17.27%，董事张康黎持股 14.93%。截止到上半年末，公司员工持股 5200 万股，占总股本比例为 1.71%。

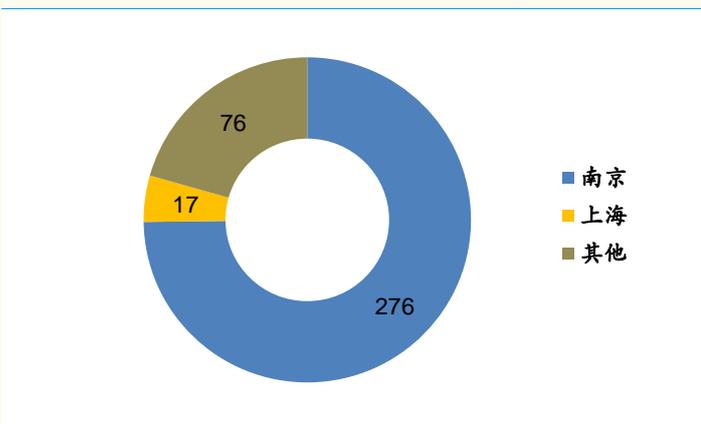
图表 1：公司股权控制图（截止到 2016 中报）



来源：公司公告、国金证券研究所

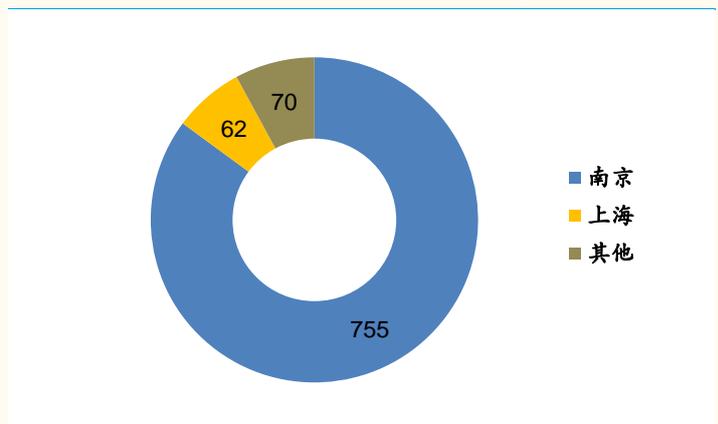
- 公司当前未结算的地产项目主要分布在南京、上海、吉林、芜湖、宜兴和昆明，我们测算的未结算建面合计约 370 万方，其中南京（考虑佛手湖项目）占比 74.6%，如果按货值测算南京占比高达 85%。

图表 2：未结项目南京占比 75%（按建面，万方）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：未结项目南京占比 85%（按货值，亿）

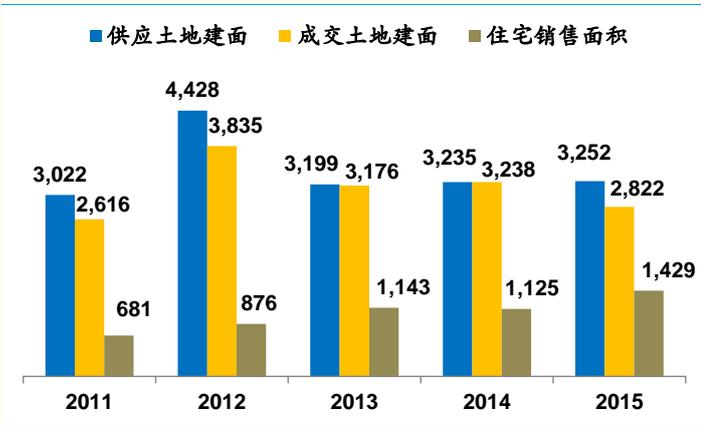


来源：公司公告，国金证券研究所

- 南京房地产市场供给严重不足，从 2012 年开始，住宅用地供应建面明显回落，2015 年住宅用地成交建面明显减少，而与此同时住宅销售面积持续创出新高，南京市的新房供求关系发生了显著变化。

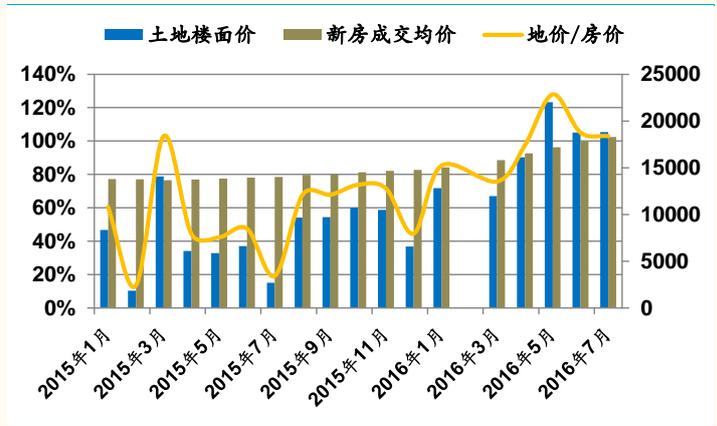
- 从价格上看，从 2015Q3 开始，南京市住宅用地成交价格持续走高，相比而言房价增速明显落后地价，平均的住宅用地成交均价/新房销售均价之比持续走高，最高在 2016 年 5 月达到 1.28。

图表 4：南京住宅市场供需显著改善（万方）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：南京市地价/房价持续走高



来源：Wind，国金证券研究所

- 公司在南京的项目主要是威尼斯水城、天润城、佛手湖项目、天华硅谷庄园、紫金朝阳府和浦东大厦，除了紫金朝阳府外，其余项目均在江北区，存货价值持续受益于地价的快速上涨，销售去化风险很小。我们按当前售价估算出公司的每股 RNAV 为 8.7 元。
- 如果考虑地价上涨隐含的房价涨幅来测算的话，公司的项目不仅可以通过开发的方式变现，还可以通过一次性转让的方式变现，相当于不需要按 WACC 折现，我们按这种方式估算的 RNAV 为 9.4 元，相当于地产板块估值 286 亿。

图表 6：考虑地价上涨后 RNAV 为 9.42 元

WACC	7.3%	
开发类物业增值	17,298.35	百万元
总股本	3,034.64	百万股
开发类物业每股增值（假设开发法）	5.70	元
账面每股净资产	3.00	元
RNAV	8.70	元
考虑地价上涨后 RNAV	9.42	元
股价	8.98	元
折价率	4.7%	

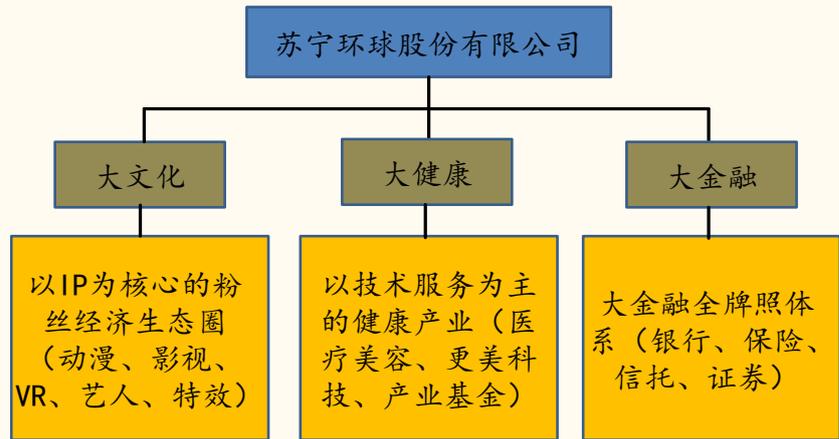
来源：公司公告，国金证券研究所

三大战略转型方向，彰显格局与空间

- 2015 年是公司战略转型的关键年份，这一年公司依托原有地产主业的资金优势和资源整合能力，并充分考虑产业之间的协同效应，确定了大文体、大健康和大金融的转型目标。去年以文体产业为先驱奠定良好开局，今年主要在医美领域寻求突破，布局关联健康产业领域。
- 公司的大文化战略以独特 IP 打造为核心，涉及到动漫、影视、艺人、VR、特效等，按照“粉丝新经济”的典型特征和变化趋势逐步打造苏宁文化生态圈。

- 公司的大健康产业目前主要涉及医疗美容，通过打造品牌连锁美容医院、整合核心城市相关资源，将韩国领先技术和人才与中国的消费市场深度结合，公司已经发布了苏亚医美计划。后续公司可能会逐步切入到美容器械、药物等相关领域。
- 公司大金融产业目前涉及到产业基金、保险等。2016年8月23日，公司与海南第一投资控股集团有限公司等多家企业签署《关于设立长寿健康保险股份有限公司之发起人协议》，共同出资发起设立长寿健康保险。公司拟出资1.45亿，占注册资本的14.5%。

图表 7：三大战略发展方向空间广阔

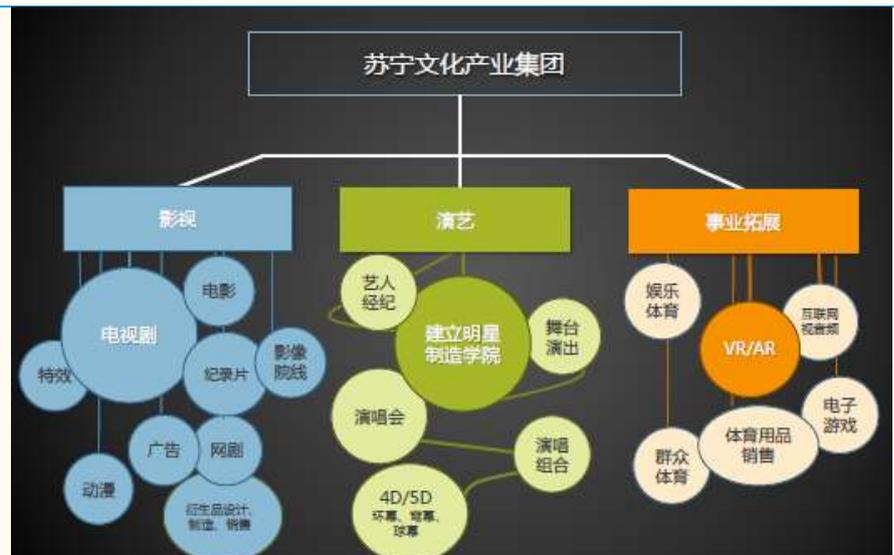


来源：公司公告、国金证券研究所

布局大文化动作频频，动漫娱乐齐头并进

- 公司文化产业集团主要是通过公司下属全资子公司苏宁环球传媒有限公司（以下简称苏宁环球传媒）实际运作，详细的架构版图和相关细分领域如下所示。

图表 8：公司产业集团架构



来源：公司公告、国金证券研究所

- 收购韩国 Redrover 动漫公司奠定技术基础。2015年6月15日，苏宁环球传媒耗资2.54亿，通过认购韩国株式会社新股536万股、收购Redrover法人HA-HOE-JIN持有的145万股，合计持有Redrover 20.2%股权，成为其第一大股东。Redrover成立于2004年6月，是一家以3D

技术为基础，经营全球动漫、3D/4D 软硬件等领域的企业，该会社由制作部、版权授权事业部和 CS 事业部组成，分别从事动漫制作销售、影响版权分销和开发 3D/4D 软硬件设备及影院业务。在三大主业中，动漫制作和版权授权贡献 70% 的收入来源。Redrover 2016 和 2017 两年的目标营业额约合人民币分别为 4.4 和 5.7 亿，目标营业利润分别为 0.81 和 1 亿。

- **设立红漫科技首次进军电影制作。**2015 年 9 月 20 日，苏宁环球传媒与韩国 RedRover 株式会社签署合资合同，共同出资设立上海红漫科技有限公司（之后核准名），公司注册资本 1 亿元，其中苏宁环球传媒投资 6700 万元，占注册资本的 67%。公司 2019 年末的目标是制作 5 部作品在全球上映，预计 2016 年底将在中国和美国同步上映电影 Spark，该剧是以西游记人物制作的三维立体动画电影，是中韩签订 NTA 之后的首部合拍片。预计红漫科技 2017 年收入能达到 3.4 亿，利润规模 1.5 亿。

图表 9: RedRover 3D VR 技术



来源：互联网、国金证券研究所

图表 10: FNC 旗下艺人情况



来源：互联网、国金证券研究所

- **战略投资韩国 FNC 公司构建粉丝经纪。**2015 年 11 月 26 日，苏宁环球传媒耗资 3 亿，通过收购韩国 FNC Entertainment 部分股权（约合人民币 1.19 亿）、同时认购 FNC 新发行股份（1.84 亿）的方式，成为 FNC 第二大股东（合计持有 22% 股权）。FNC Entertainment 成立于 2006 年，前身是 FNC Music，2012 年更名并成为一家综合娱乐公司。FNC 还成立了自己的音乐教育系统 FNC Academy。2014 年 12 月 FNC Entertainment 在韩国高斯达克市场成功上市，从销售额指标来看，仅落后于韩国（珠）SM 娱乐公司和（珠）YG 娱乐公司。
- **设立合资公司开拓国内市场。**2016 年 5 月 14 日，苏宁环球传媒与韩国 FNC 共同出资成立上海红熠文化传播有限公司，公司注册资本为 1.2 亿人民币，其中苏宁环球传媒占比 51%。
- **2016 年公司正式成立文化产业集团，由东方卫视创始人陈梁担任首席执行官，继续扩大文化版图，促使文化产业全面落地。**截止目前，公司已在电影、电视剧、纪录片等多方面取得突破。《破风》是公司拍摄的第一部电影，已于今年 6 月获得中国电影华表奖优秀故事片奖项；《天下粮田》是公司拍摄的第一部电视剧，目前已经杀青。

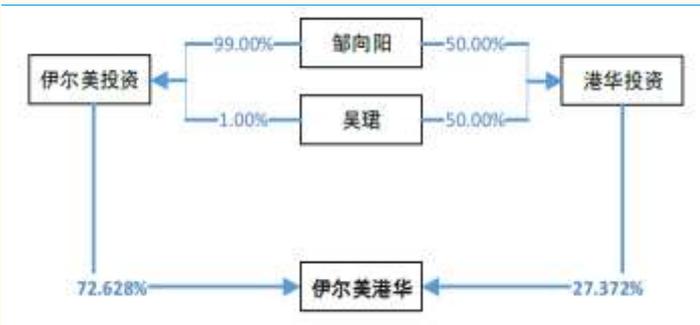
转型医疗美容，大健康战略空间大开

- **大健康板块主要由公司全资子公司苏宁环球健康投资发展有限公司（以下简称“苏宁环球健康”）运作实施。**
- **定增收购控股伊尔美港华。**自 2016 年 1 月初到 7 月 18 日复牌期间，公司筹划非公开发行股份购买资产的事项。2016 年 7 月 16 日，公司发布了预案修订稿。上市公司拟向伊尔美投资和港华投资收购其合计持有的伊尔美港华医疗美容医院有限公司（以下简称“伊尔美港华”）80% 的股权，其中

40%股权由公司发行股份的方式支付（10.7 元，972 万股），其余以现金支付，80%股权交易价格约 2.08 亿。伊尔美港华于 2010 年成立，主营收入为医疗美容服务收入，包括整形外科、美容皮肤科、美容牙科、美容中医科服务等。主要定位于高净值人群的整形美容咨询、医疗服务以及私人订制服务，兼顾中端客户群体的基础性整形美容服务，在整个长三角地区具有较强的品牌影响力。伊尔美港华承诺，标的资产 2016-2018 年实际净利润不低于 0.23、0.28 和 0.3 亿。

- **战略投资韩国 ID 医院、合资成立艾迪医疗。**2016 年 7 月 15 日，苏宁环球健康与韩国 ID 健康集团签署正式协议，认购 ID 健康集团发行的普通股 8.8 万股（合计人民币 2.9 亿），双方在大陆成立合资公司（即苏宁环球艾迪医疗投资有限公司，简称“艾迪医疗”），注册资本金不低于 6 亿，其中苏宁环球健康出资 3.6 亿，占注册资本 60%。韩国株式会社 ID 健康产业集团为韩国最大的健康医疗集团，产业包括 ID 医美、化妆品、干细胞、健康检测、培训等业务，拥有全球一流的产业技术能力、韩国顶尖的专业人才团队、高效的全球客户导流及医美市场营销能力，集团深耕韩国，立足亚洲，辐射全球，其中 ID 医美产业为全球知名的大韩民国第一医美品牌。艾迪医疗首期投资额 18 亿。苏宁环球健康为艾迪医疗及下属医院提供选址场地、医疗牌照和市场推广资源，ID 健康所控制的美容整形医院与合资公司及下属医院签订独家服务及劳务派遣协议，为下属医院提供医美管理、技术服务和派驻韩国专业持证医生护士团队。

图表 11：伊尔美港华股权结构清晰



来源：互联网、国金证券研究所

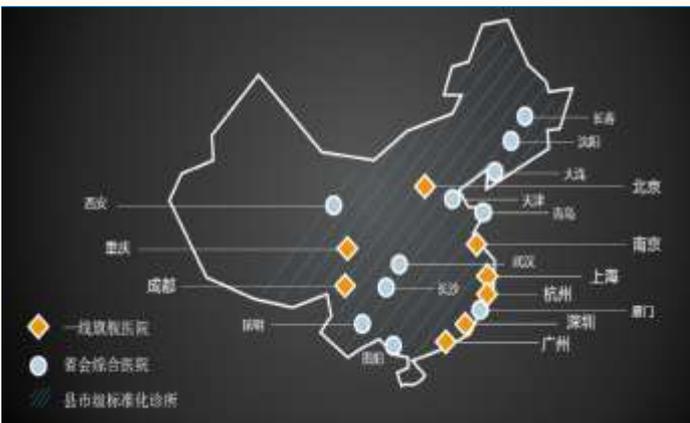
图表 12：ID 医美产业是韩国第一医美品牌



来源：公司网站、国金证券研究所

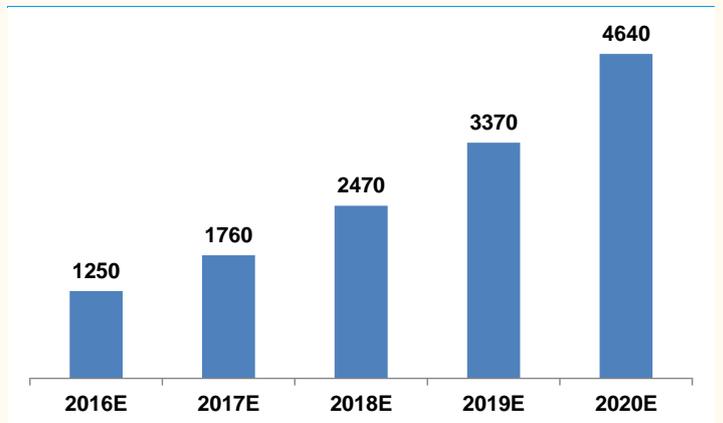
- **与集团下属公司合资成立 50 亿产业基金。**2016 年 7 月初，苏宁环球健康与苏宁环球集团子公司合资成立了医美产业基金，基金注资 50 亿元，主要投资医美行业的企业股权，包括整形医院及上下游相关标的。截止目前，产业基金正在收购北京完美创意科技有限公司（更美 APP，主要业务是运营医美社区、电商平台及相关医疗美容事业，有望成为公司医美板块的主要流量资源）、北京美联臣医疗美容医院有限公司等多家资产。

图表 13：公司医美线下布局蓝图



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 14：医美市场规模未来五年年均增长 39%



来源：Wind、ISAPS、国金证券研究所

- **中国医美市场空间广阔。**近年来，随着我国人均可支配收入的提高、移动互联网信息传播的便捷化、发达国家时尚意识的深入影响，我国医疗美容市场需求有明显的、持续的增长，这也逐步打开了医美的市场空间。根据专业机构测算，我国医美行业预计市场规模于 2020 年超过 4,500 亿元，年均复合增速近 39%，前景十分广阔。
- **专业品牌医美机构相对缺失。**目前，我国的医疗美容机构大致分为公立医院整形外科和民营医疗美容机构两大类，其中民营医疗美容医院拥有超过 80% 的市场份额。由于目前国内大多数美容医院的医疗技术差距不大，推出的医美服务也参差不齐，消费者往往在广告效应的驱使下在就近区域追求便捷化的美容服务，美容医疗机构的辨识度往往只停留在区域。我国年轻人消费观念不断升级，对美的追求意识也在提高，而移动互联网新型平台加速了这种观念和效果的传播，催生出互联网的渠道价值，同时也加强了医美行业内消费者与医院之间的联动，这为品牌医疗资源的整合和崛起打下基础。我们认为，公司在国内梳理医美品牌，整合相关医疗资源，将国际先进的技术和服资源引入国内，是十分契合消费者诉求的。

大金融迈出坚实第一步

- 大金融方面，公司计划打造创新金融平台，通过资本杠杆支持产业发展。2016 年 8 月 23 日，公司与海南第一投资控股集团有限公司等公司签署协议共同出资发起设立长寿健康保险股份有限公司，公司拟出资 1.45 亿元人民币，占投资标的注册资本的 14.5%。此次投资标志大金融转型工作迈出了坚实的第一步。

分产品盈利预测

- 地产板块预计 2016-2018 年结算收入分别为 88/108/125 亿元，考虑到公司销售价格的溢价，我们预计平均毛利率为 35%。文体娱乐板块，根据公司公告和相关的业绩承诺，我们预计 2016-2018 年净利润规模约 0.2、1.0 和 1.2 亿。医美板块，根据公司收购资产和线下布局的进度，我们预计 2016-2018 年净利润规模为 0、1.5 和 2.0 亿。
- 预计公司 2016 年 EPS 0.38 元，对应当前股价 24 倍 PE，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 业绩释放偏缓、转型落地不及预期。

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)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	6,721	5,457	7,375	9,100	11,430	13,680	货币资金	1,830	1,608	5,232	3,469	4,134	5,234
增长率		-18.8%	35.2%	23.4%	25.6%	19.7%	应收款项	245	243	548	1,118	1,404	1,681
主营业务成本	-4,800	-3,392	-4,871	-5,927	-7,475	-8,964	存货	17,013	17,987	16,376	20,785	26,214	31,434
%销售收入	71.4%	62.2%	66.0%	65.1%	65.4%	65.5%	其他流动资产	784	954	1,243	832	1,049	1,257
毛利	1,921	2,064	2,504	3,173	3,955	4,716	流动资产	19,871	20,793	23,399	26,204	32,801	39,606
%销售收入	28.6%	37.8%	34.0%	34.9%	34.6%	34.5%	%总资产	96.0%	97.3%	94.4%	92.4%	93.8%	93.4%
营业税金及附加	-610	-458	-669	-810	-1,017	-1,218	长期投资	32	218	818	819	818	818
%销售收入	9.1%	8.4%	9.1%	8.9%	8.9%	8.9%	固定资产	423	198	166	1,028	1,064	1,686
营业费用	-189	-188	-173	-273	-343	-410	%总资产	2.0%	0.9%	0.7%	3.6%	3.0%	4.0%
%销售收入	2.8%	3.5%	2.3%	3.0%	3.0%	3.0%	无形资产	21	19	163	299	303	306
管理费用	-148	-129	-139	-182	-229	-274	非流动资产	826	584	1,385	2,148	2,186	2,811
%销售收入	2.2%	2.4%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%	%总资产	4.0%	2.7%	5.6%	7.6%	6.2%	6.6%
息税前利润 (EBIT)	974	1,289	1,523	1,908	2,366	2,815	资产总计	20,697	21,376	24,784	28,352	34,987	42,417
%销售收入	14.5%	23.6%	20.7%	21.0%	20.7%	20.6%	短期借款	1,680	3,995	2,690	1,844	3,762	6,359
财务费用	-5	-32	-107	-154	-245	-375	应付款项	10,759	10,099	9,763	12,858	16,170	19,363
%销售收入	0.1%	0.6%	1.5%	1.7%	2.1%	2.7%	其他流动负债	290	399	703	1,259	1,480	1,694
资产减值损失	-18	-32	-48	-4	-1	-1	流动负债	12,728	14,493	13,156	15,962	21,412	27,416
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	3,640	2,009	2,009	2,009	2,009	2,010
投资收益	-15	-15	-17	-17	-17	-17	其他长期负债	0	0	54	53	53	53
%税前利润	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	负债	16,368	16,502	15,220	18,024	23,475	29,480
营业利润	935	1,210	1,350	1,733	2,103	2,422	普通股股东权益	4,316	4,875	9,107	9,857	11,028	12,438
营业利润率	13.9%	22.2%	18.3%	19.0%	18.4%	17.7%	少数股东权益	12	0	457	471	485	499
营业外收支	1	-10	-10	3	3	3	负债股东权益合计	20,697	21,376	24,784	28,352	34,987	42,417
税前利润	936	1,201	1,341	1,736	2,106	2,425	比率分析						
利润率	13.9%	22.0%	18.2%	19.1%	18.4%	17.7%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-282	-438	-458	-573	-527	-606	每股指标						
所得税率	30.1%	36.5%	34.2%	33.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.238	0.373	0.297	0.379	0.516	0.595
净利润	654	763	882	1,163	1,580	1,819	每股净资产	2.113	2.386	3.001	3.248	3.634	4.099
少数股东损益	167	0	-18	14	14	14	每股经营现金净流	1.162	0.393	1.039	0.129	-0.136	0.030
归属于母公司的净利润	487	763	900	1,149	1,566	1,805	每股股利	0.100	0.200	0.100	0.130	0.130	0.130
净利率	7.2%	14.0%	12.2%	12.6%	13.7%	13.2%	回报率						
							净资产收益率	11.29%	15.64%	9.88%	11.66%	14.20%	14.51%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	2.35%	3.57%	3.63%	4.05%	4.48%	4.26%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	7.05%	7.53%	7.00%	8.98%	10.24%	9.88%
净利润	654	763	882	1,163	1,580	1,819	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	52.53%	-18.81%	35.16%	23.39%	25.60%	19.69%
非现金支出	80	95	112	49	71	86	EBIT 增长率	-20.75%	32.37%	18.17%	25.27%	24.00%	18.97%
非经营收益	-124	283	44	492	337	486	净利润增长率	-43.55%	56.50%	18.05%	27.68%	36.24%	15.27%
营运资金变动	1,764	-338	2,113	-1,314	-2,400	-2,298	总资产增长率	8.14%	3.28%	15.94%	14.40%	23.40%	21.24%
经营活动现金净流	2,374	802	3,152	390	-412	92	资产管理能力						
资本开支	-11	-11	-5	-1,039	-106	-707	应收账款周转天数	8.6	11.6	15.0	15.0	15.0	15.0
投资	-700	-648	-561	-1	0	0	存货周转天数	1,280.5	1,882.9	1,287.5	1,280.0	1,280.0	1,280.0
其他	0	0	-50	-17	-17	-17	应付账款周转天数	129.8	240.5	180.2	200.0	200.0	200.0
投资活动现金净流	-711	-659	-616	-1,057	-123	-724	固定资产周转天数	22.9	13.2	8.2	37.1	24.3	31.6
股权募资	0	100	3,758	0	0	0	偿债能力						
债权募资	841	424	-1,409	-847	1,917	2,598	净负债/股东权益	80.63%	90.18%	-5.02%	4.24%	14.68%	24.65%
其他	-1,941	-988	-967	-250	-718	-866	EBIT 利息保障倍数	181.4	40.7	14.2	12.4	9.7	7.5
筹资活动现金净流	-1,100	-464	1,382	-1,097	1,200	1,732	资产负债率	79.09%	77.20%	61.41%	63.57%	67.09%	69.50%
现金净流量	563	-321	3,917	-1,763	665	1,100							

来源：公司年报、国金证券研究所

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	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

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

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 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

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%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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：021-60753903

传真：021-61038200

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：010-66216979

传真：010-66216793

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：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD