

2017年05月02日

公司研究

评级：买入（维持）

研究所

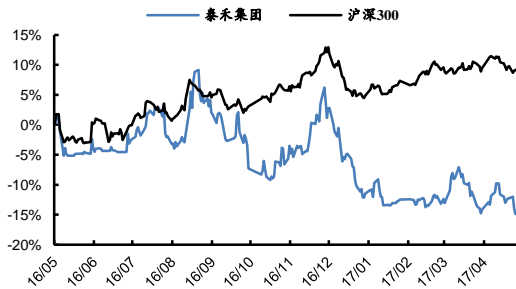
证券分析师：  
010-88576686

王嵩 S0350517010001  
wangs@ghzq.com.cn

## 核心区域布局深入，未来业绩有望大幅释放

### ——泰禾集团（000732）年报&一季报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
泰禾集团	-0.9	-2.7	-14.9
沪深300	-0.5	1.5	9.0

市场数据

2017-04-28

当前价格（元）	17.00
52周价格区间（元）	16.80 - 22.45
总市值（百万）	21155.66
流通市值（百万）	21131.77
总股本（万股）	124445.07
流通股（万股）	124304.55
日均成交额（百万）	79.07
近一月换手（%）	7.78

相关报告

《泰禾集团（000732）深度报告：经典院落筑就底蕴，深入布局核心城市》——2016-11-30

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

## 事件：

**泰禾集团发布2016年年报及2017年一季报：**公司2016年实现营业收入207.3亿元，同比增长39.9%，实现归母净利润17.1亿元，同比增长28.8%，对应EPS 1.37元；ROE为11.96%，较2015年减少8.67pct。

2017年一季度，公司实现营业收入44.1亿元，同比增长24.5%，实现归母净利润2.3亿元，同比下降28.4%。

## 投资要点：

- 毛利率显著下降，投资收益增厚利润：**2016年公司实现营收及归母净利润分别为207.3亿元和17.1亿元，同比分别增长39.9%和28.8%，扣非后归母净利润为10.2亿元，同比则下降25.6%。公司非经常性损益大幅增加主要是由于年内出售持有的东兴证券3600万股产生投资收益5.93亿元，增厚公司净利润4.43亿元，展望2017年，由于公司前期深耕三大重点区域的战略布局使得2016年所销售项目多位于涨价幅度较大的一、二线城市，包括丽春湖院子等核心项目相继进入结转周期，预计公司2017年地产结算收入及净利润均将有明显提升。
- 销售水平稳步提升，院子系产品多点位布局：**2016年公司实现房地产主业收入204.52亿元，相较2015年同期增长40%。参考克尔瑞统计数据，泰禾集团全年实现销售金额400亿元，再创历史新高，而2017年一季度公司已实现销售额241.2亿元，同比增幅高达235%，排名则上升至全国第14名，其中丽春湖院子一季度累计签约金额达23.3亿元，成为全国一季度别墅销冠。尽管去年十月份以来各地调控政策逐步升级，但公司旗下包括丽春湖院子、杭州院子、姑苏院子在内的院子系列产品仍在持续掀起市场追捧的热潮，丽春湖院子自去年面世以来累计认购金额已高达65亿元，泰禾打造的院子品牌已深入人心，成为豪宅典范，业已构成“十四城二十二院”的恢弘版图，公司2017年销售额有望达到700亿。
- 拿地延续强势扩张，项目并购力度加大：**2016年公司在项目获取上合计投入资金266.4亿元（含土拍和并购），再创历史新高，新增土地储备204万平方米，计容建筑面积为396万平方米，依旧延续着逆市扩张的势头。区域布局方面，除了进一步提升公司在上海、北京、福州、厦门等强势市场的地位外，公司初步在华南市场扎下脚跟，在上海区域新进入苏州市场，同时至2017年已新进入太原、南昌、济南、合肥等二线省会城市，进一步加大了公司在二线核心城市的战略布局。在拿地方式上，公司近年来加大了项目并购的力度，全年共计有8个项目通过并购的方式获取。

- 截止 2016 年末，公司已拿地未开工建筑面积为 727 万平方米，我们估算其总货值超 2800 亿元。从项目面积分布来看，福建、珠三角、北京、长三角分别占比 47.6%、20.6%、16.2%和 15.5%，若以货值口径来统计，则北京、珠三角、长三角三大区域货值已达到 2153 亿元，核心区域的储备居于各地产企业中前列，我们认为这将使得公司未来业绩存在极大的弹性，并有望充分受益该区域房地产市场中长期热度的提升。
- **财务压力可控，债务结构优化：**公司于 2016 年采取多元融资渠道，年内完成发行小公募公司债、私募公司债及中期票据，合计融资 95 亿元，此外获得了金融机构总对总授信超 800 亿元，同时公司股权及债权融资计划正持续推进。截至 2016 年末，公司综合融资成本降至 7.62%，债务结构的优化将使公司拥有持续扩张的资本。尽管公司 2017 年一季度末的短期借款与一年内到期的非流动负债之和上升至 267 亿元，有效负债率亦上涨至 73.6%，但考虑到 2017 年公司项目热销将产生大量的现金回流，叠加目前手中货币资金 271.5 亿元，整体财务水平仍不失稳健。
- **投资建议：**作为中式豪宅鼻祖，公司始终坚持精品战略，旗下院子系列产品在楼市调控期仍受到市场追捧，未来几年有望实现销售业绩的大幅释放。同时公司依旧延续着强势扩张的趋势，于三大重点区域布局逐步深入，并进一步加大了在二线省会城市的项目并购力度，截至目前公司在核心城市的货值储备超 2000 亿，居地产企业中前列，公司 2017 年销售额有望突破 700 亿，（基于审慎原则，暂不考虑非公开发行对公司业绩及股本的影响）我们预测公司 2017-2018 年 EPS 分别为 2.03 元和 2.39 元，对应 PE 分别为 8.4 倍和 7.1 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**调控政策导致房地产市场大幅波动风险；公司部分地产项目由于拿地价格较高，未来若房价下跌，存在减值风险；非公开发行推进不及预期等。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	20728	36176	52735	63765
增长率(%)	40%	75%	46%	21%
净利润（百万元）	1707	2526	2980	3426
增长率(%)	29%	48%	18%	15%
摊薄每股收益（元）	1.37	2.03	2.39	2.75
ROE(%)	9.48%	13.11%	14.36%	15.25%

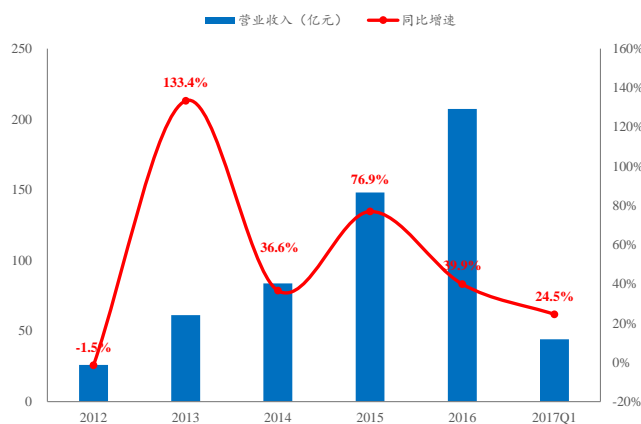
资料来源：公司数据、国海证券研究所

## 1、毛利率显著下降，投资收益增厚利润

2016 年公司实现营收及归母净利润分别为 207.3 亿元和 17.1 亿元，同比分别增长 39.9% 和 28.8%，扣非后归母净利润为 10.2 亿元，同比则下降 25.6%。公司非经常性损益大幅增加主要是由于年内出售持有的东兴证券 3600 万股产生投资收益 5.93 亿元，增厚公司净利润 4.43 亿元，而扣非后净利润出现下降一方面是由于公司近年拿地成本明显抬升，另一方面，2016 年地产结算项目中福建省内的项目占比较大，导致地产业务毛利率大幅下降 9.33pct 至 21.2%。

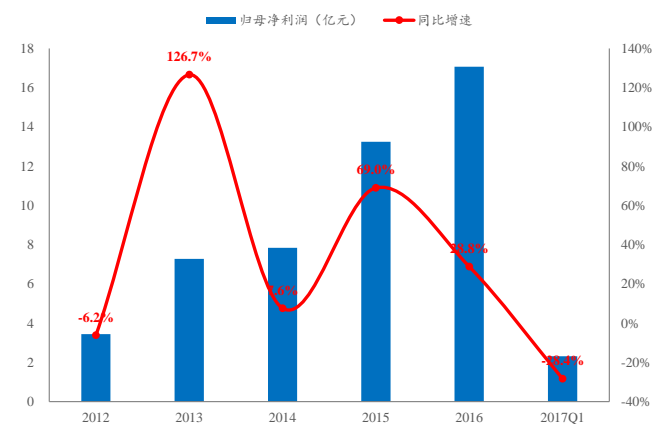
展望 2017 年，由于公司前期深耕三大重点区域的战略布局使得 2016 年所销售项目多位于涨价幅度较大的一、二线城市，包括丽春湖院子等核心项目在 2017 年下半年相继进入结转周期，预计公司 2017 年地产结算收入及净利润均将有明显提升。

图表 1: 泰禾集团各年度营收及同比增速



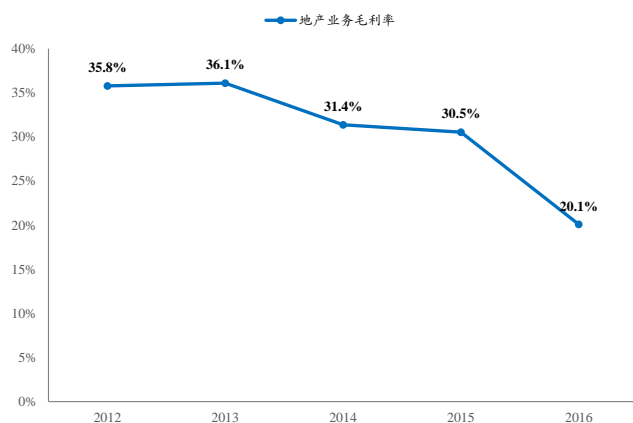
资料来源：公司公告、国海证券研究所

图表 2: 泰禾集团各年度归母净利润及同比增速



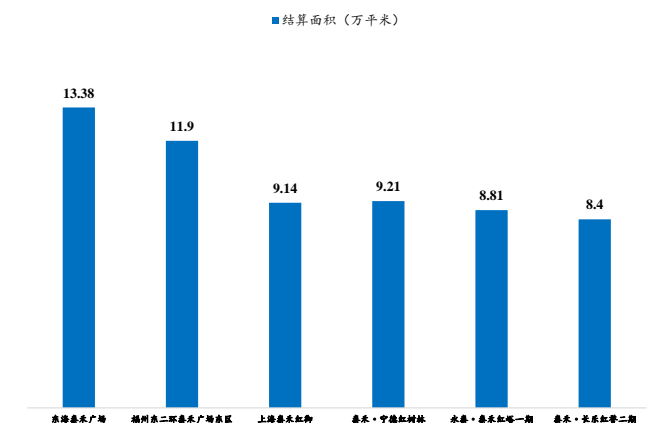
资料来源：公司公告、国海证券研究所

图表 3: 泰禾集团地产业务毛利率下降



资料来源：公司公告、国海证券研究所

图表 4: 泰禾集团 2016 年主要结算项目

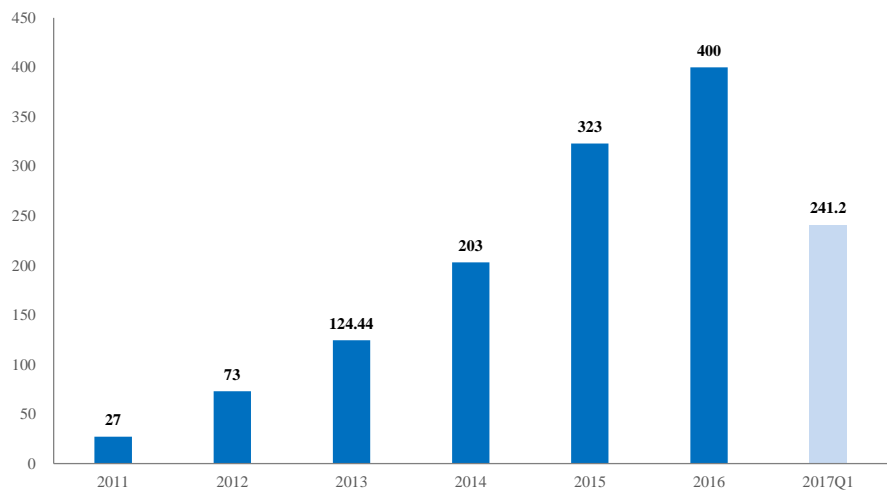


资料来源：公司公告、国海证券研究所

## 2、销售水平稳步提升，院子系产品多点位布局

2016年公司实现房地产主业收入204.52亿元，相较2015年同期增长40%。参考克尔瑞统计数据，泰禾集团全年实现销售金额400亿元，再创历史新高，而2017年一季度公司已实现销售额241.2亿元，同比增幅高达235%，排名则上升至全国第14名，其中丽春湖院子一季度累计签约金额达23.3亿元，成为全国一季度别墅销冠。尽管去年十月份以来各地调控政策逐步升级，但公司旗下包括丽春湖院子、杭州院子、姑苏院子在内的院子系列产品仍在持续掀起市场追捧的热潮，丽春湖院子自去年末面世以来累计认购金额已高达65亿元，泰禾打造的院子品牌已深入人心，成为豪宅典范，业已构成“十四城二十二院”的恢弘版图，公司2017年销售额有望达到700亿。

图表 5: 泰禾集团历年房地产销售额



资料来源：公司公告、克尔瑞、国海证券研究所

图表 6: 泰禾院子系列全国布局版图



资料来源：公司微信公众号、国海证券研究所

商业地产方面，公司全年实现销售收入 64.1 亿元，同比增长 101.7%，结转面积 26.42 万平方米，其中北京长安中心、北京泰禾中央广场等商业项目整体去化良好，福建省内的福州东二环泰禾广场东区商业产品、泉州东海泰禾广场等凭借较高的性价比同样成为投资者首选。此外，公司自持物业也取得较高的增值，目前总可租赁面积达 5.5 万平米，已经开业的福州东二环泰禾广场、福州五四北泰禾广场、石狮泰禾广场等，客流不断增长，商业经营活跃，并保持着较高的出租率。

图表 7：泰禾集团 2016 年商业地产出租情况

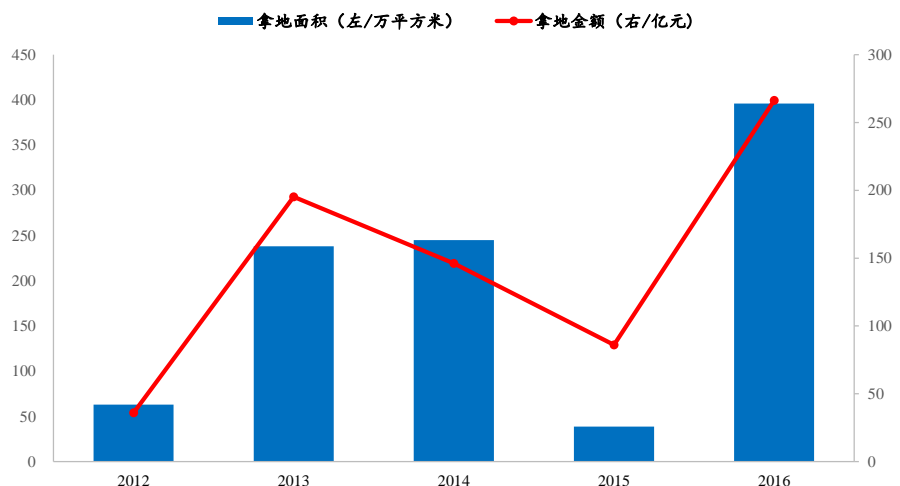
项目名称	总可租赁面积 (平方米)	已出租面积 (平方米)	出租率
福州五四北泰禾广场	68,127.48	66,914.83	98%
福州东二环泰禾广场	95,490.51	86,084.44	90%
福州东二环泰禾广场东区商铺	11,378.12	0.00	0%
石狮泰禾广场	58,373.17	55,715.35	95%
北京泰禾中央广场	42,607.48	0.00	0%

资料来源：公司公告、国海证券研究所

### 3、拿地延续强势扩张，项目并购力度加大

土地拓展方面，除了进一步提升公司在上海、北京、福州、厦门等强势市场的地位外，公司在华南广深区域积极拓展，一举拿下五个项目，初步在华南市场扎下脚跟；在上海区域新进入苏州市场，获取了姑苏区及吴中区两个优质项目，北京区域则新拓展了张家口崇礼度假村项目，同时至 2017 年已新进入太原、南昌、济南、合肥等二线省会城市，进一步加大了公司在二线核心城市的战略布局。2016 年公司在项目获取上合计投入资金 266.4 亿元(含土拍和并购)，再创历史新高，新增土地储备 204 万平方米，计容建筑面积为 396 万平方米，泰禾依旧延续着逆市扩张的势头。

图表 8：泰禾历年拿地情况



资料来源：公司公告、国海证券研究所

图表 9：泰禾集团 2016 年新增土地情况

项目	权益比例	项目位置	占地面积 (万平方米)	计容建筑面积 (万平方米)	土地总价/ 股权收购 价 (万元)
上海泰禾院子	45%	上海市杨浦区新江湾城	13.2	14.85	72.99
泰禾名城	47%	福州长乐市首占新区	3.36	8.74	3.02
昌平南邵项目	80%	北京市昌平区南邵镇 0303-07 地块	4.88	12.19	14.25
佛山院子	100%	顺德区乐从镇天虹路南侧、永盛路以西地块	12.07	48.28	37.25
泰禾姑苏院子	50%	苏州市姑苏区虎丘路西、硕房庄路两侧	8.47	11.66	30.36
泰禾新天地	80%	东莞市东城区主山社区	2.62	11.79	3.56
长兴岛 1 号院	51%	崇明县长兴岛凤凰镇 CX01 单元 07-04 地块	8.98	13.47	20.42
长兴岛 1 号院	50%	崇明县长兴岛凤凰镇 CX01 单元 09-03 地块	11.49	17.23	27.02
坪山中央广场	100%	坪山新区中山大道与比亚迪路交汇处西北角地块	10.73	36.5	57.20
尹山湖项目	100%	苏州吴中开发区郭新东路北侧、清禾路两侧	6.32	18.51	30.99
鼓山院子	80%	福州市晋安区鼓山镇樟林村	4.62	4.71	1.60
桂山院子	80%	福州市晋安区新店镇桂山村	6.38	6.7	5.50
珠海泰禾中央广场	100%	珠海保税区 35 号地块	7.19	28.76	12.00
南京路子铺项目	99.99%	南京市秦淮区路子铺 G47 号地块	1.38	8	5.25
汀溪院子	50%	厦门市同安区 12-02 汀溪管理单元同南公路东侧、盛之乡酒店南侧	8.44	9.25	27.84
蓝山院子	70%	漳州长泰十里蓝山旅游度假区	38.97	49.41	3.85
泰禾福州湾项目	40%	福州市仓山区城门镇三江口	19.68	41.93	13.69
西湖蒋村项目	100%	杭州市西湖区蒋村单元 XH0605-18 地块	7.64	18.35	14.00
张家口崇礼项目	80%	张家口市崇礼区四台嘴乡转枝莲村	20.1	20.1	0.21
北京辉盛庭公寓	100%	朝阳区东四环中路 58 号的远洋国际中心 B 座	-	2.7	11.83
巽寮湾滨海项目	60%	惠州市惠东县巽寮滨海旅游度假区赤砂村地段	6.98	12.56	3.52
<b>合计</b>			<b>203.5</b>	<b>395.69</b>	<b>266.4</b>

资料来源：公司公告、国海证券研究所

在拿地方式上，公司近年来加大了项目并购的力度，2016 年共计有 8 个项目通过并购的方式获取，此外泰禾还利用自身品牌优势，与北科建、信达地产、华发地产、世茂地产、大名城、福能集团等建立了稳固的合作关系，适时降低开发风险的同时实现强强联手、优势互补。

图表 10：泰禾集团 2016 年通过并购获取项目

收购公司	收购比例	投资金额 (万元)	获取项目
东莞金泽置业项目	80%	35620	东莞泰禾新天地
福建泰康	80%	16000	鼓山院子
福州冠业	80%	55000	桂山院子
启航物流	100%	120000	珠海泰禾中央广场
南京华誉	99.99%	52500	中华门泰禾广场
长泰永隆、福建乐统	70%	38500	福建长泰十里蓝山
华夏世纪园	40%	136870	福州湾
张家口崇礼项目	80%	2130	亚龙湾度假村

资料来源：公司公告、国海证券研究所

图表 11: 泰禾集团 2017 年至今通过并购获取项目

收购公司	收购比例	投资金额 (万元)	获取地块
山西俊嘉	95%	106240	太原市龙城大街以北, 晋阳湖以东的并政地国用 (2016) 第 00116 号地块和并政地国用 (2016) 第 00171 号地块土地使用权
蓝天碧水	67%	24000	南昌市新建区岭背林场老屋村的御湖半山项目土地使用权
济南信豪、泰悦集团	100%	101169.75	济南东都项目
富阳乐多、杭州多乐、野风乐多	富阳乐多 51%、 杭州多乐 25.5%、 野风乐多 51%	110268.7	杭州富阳银湖街道野风山项目
庐阳置业	40%	800	合肥合淮路项目
新华都置业	60%	178742.5	白塘湾国际旅游度假城项目

资料来源: 公司公告、国海证券研究所

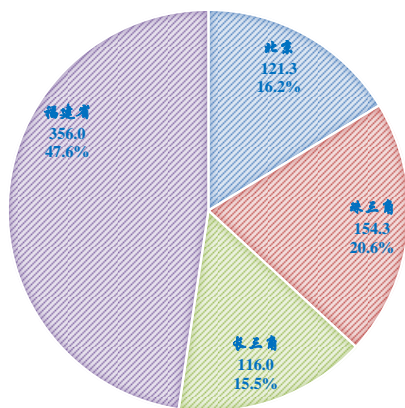
图表 12: 泰禾集团采取合作方式开发多个项目

合作企业	权益比例	合作项目
北科建	49%	北科建泰禾·丽春湖院子
信达地产	45%	信达泰禾·上海院子
信达地产	100%	信达泰禾金尊府 (代建及销售管理)
华发股份	50%	泰禾华发·姑苏院子
世茂股份	50%	厦门汀溪院子

资料来源: 公司公告、国海证券研究所

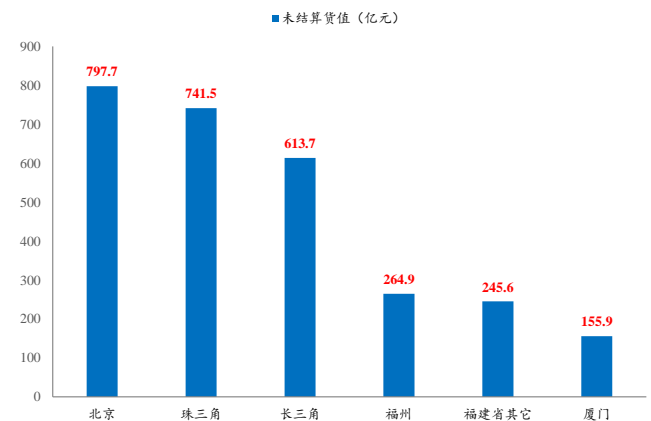
截止 2016 年末, 公司已拿地未开工建筑面积为 727 万平方米, 我们估算其总货值超 2800 亿元。从项目面积分布来看, 福建、珠三角、北京、长三角分别占比 47.6%、20.6%、16.2%和 15.5%, 若以货值口径来统计, 则北京、珠三角、长三角三大区域货值已达到 2153 亿元, 核心区域的储备居于各地产企业中前列, 我们认为这将使得公司未来业绩存在极大的弹性, 并有望充分受益该区域房地产市场中长期热度的提升。

图表 13: 泰禾集团住宅地产权益未结算面积分布



资料来源: 公司公告、国海证券研究所

图表 14: 泰禾集团住宅地产未结算货值分布



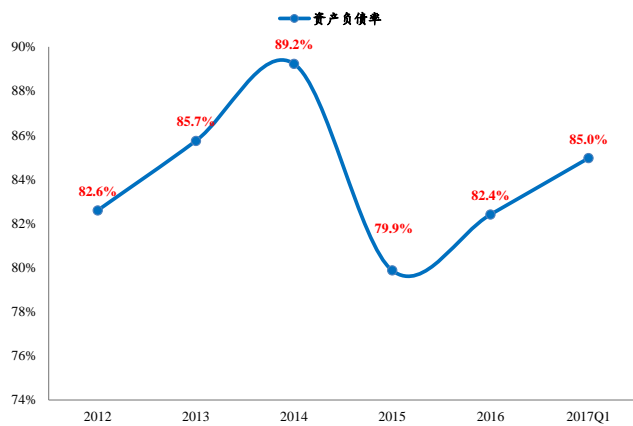
资料来源: 公司公告、国海证券研究所

## 4、财务压力可控，债务结构优化

公司于 2016 年采取多元融资渠道，年内完成发行小公募公司债、私募公司债及中期票据，合计融资 95 亿元，此外获得了金融机构总对总授信超 800 亿元。同时公司股权及债权融资计划正持续推进，其中 2016 年度非公开发行股票方案已上报中国证监会审核，目前已完成反馈意见回复；非公开发行不超过 60 亿元公司债券的申请已取得深交所无异议函，等待最终的发行。截至 2016 年末，公司综合融资成本降至 7.62%，债务结构的优化将使公司拥有持续扩张的资本。

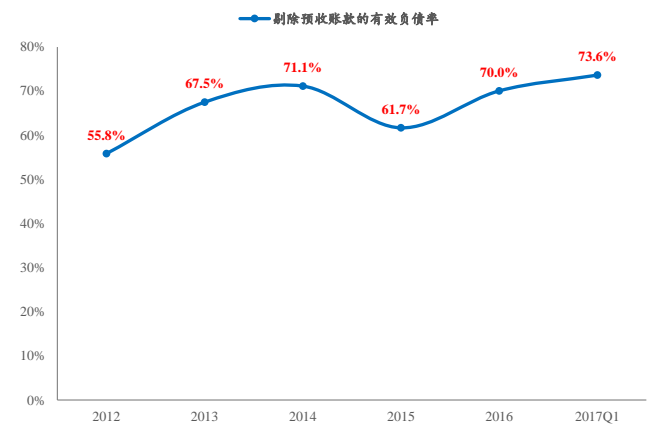
尽管公司 2017 年一季度末的短期借款与一年内到期的非流动负债之和上升至 267 亿元，有效负债率亦上涨至 73.6%，但考虑到 2017 年公司项目热销将产生大量的现金回流，叠加目前手中货币资金 271.5 亿元，整体财务水平仍不失稳健。

图表 15: 泰禾集团资产负债率



资料来源: Wind、国海证券研究所

图表 16: 泰禾集团剔除预收账款后的有效负债率



资料来源: Wind、国海证券研究所

图表 17: 泰禾集团 2016 年融资情况

发行时间	名称	发行金额	利率	期限	发行方式
2016 年 3 月	16 泰禾 01	30 亿	7.3%	3 年	非公开
2016 年 5 月	16 泰禾 02	30 亿	6%	5 年	公开
2016 年 5 月	16 泰禾 03	15 亿	7.2%	5 年	公开
2016 年 5 月	16 泰禾 MTN001	20 亿	6.2%	3 年	中期票据

资料来源: 公司公告、国海证券研究所

图表 18: 泰禾集团各贷款类型融资情况

贷款类型	金额(亿元)	占比	成本
银行贷款	309.61	41.06%	6.79%
非银行贷款	269.51	35.74%	8.40%
公司债、中票(3-5年)	175	23.21%	7.19%
<b>总计</b>	<b>754.11</b>	<b>100%</b>	<b>7.62%</b>

资料来源: 公司公告、国海证券研究所

2015 年 7 月公司公布员工持股计划方案，至 2016 年 1 月，公司通过二级市场购买公司股票 47633261 股完成员工持股计划的建仓，购买均价 23.79 元/股，占公



司总股本 3.83%，股票锁定期已于 2017 年 1 月 14 日届满，存续期将于 2017 年 7 月 16 日届满，公司目前价格倒挂高达 40%，为股价提供较高的安全边际。

图表 19：泰禾集团员工持股计划方案

员工持股计划方案内容	
参与人员	董监高、公司管理人员及骨干员工，不超过 500 人
参与方式	二级市场购买
资金来源	合法薪酬、自筹资金和法律法规允许的其他方式
存续期	2 年，首期锁定期已于 2017 年 1 月 14 日届满，存续期将于 2017 年 7 月 16 日届满
购买股票数量	47633261 股，占公司总股本的 3.83%
持股均价	23.79 元/股

资料来源：公司公告、国海证券研究所

## 5、投资建议

作为中式豪宅鼻祖，公司始终坚持精品战略，旗下院子系列产品在楼市调控期仍受到市场追捧，未来几年有望实现销售业绩的大幅释放。同时公司依旧延续着强势扩张的趋势，于三大重点区域布局逐步深入，并进一步加大了在二线省会城市的项目并购力度，截至目前公司在核心城市的货值储备超 2000 亿，居地产企业中前列，公司 2017 年销售额有望突破 700 亿，（基于审慎原则，暂不考虑非公开发行对公司业绩及股本的影响）我们预测公司 2017-2018 年 EPS 分别为 2.03 元和 2.39 元，对应 PE 分别为 8.4 倍和 7.1 倍，维持“买入”评级。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	20728	36176	52735	63765
增长率(%)	40%	75%	46%	21%
净利润（百万元）	1707	2526	2980	3426
增长率(%)	29%	48%	18%	15%
摊薄每股收益（元）	1.37	2.03	2.39	2.75
ROE(%)	9.48%	13.11%	14.36%	15.25%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

## 6、风险提示

- 1) 调控政策导致房地产市场大幅波动风险；
- 2) 公司部分地产项目由于拿地价格较高，未来若房价下跌，存在减值风险
- 3) 非公开发行推进不及预期等。

图表 20: 泰禾集团盈利预测表

证券代码:	000732.SZ				股价:	17.00	投资评级:	买入		日期:	2017-04-28
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E		
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>						
ROE	9.5%	13.1%	14.4%	15.2%	EPS	1.37	2.03	2.39	2.75		
毛利率	21.6%	24.2%	23.2%	23.2%	BVPS	14.46	15.48	16.68	18.05		
期间费率	13.5%	14.7%	15.5%	15.9%	<b>估值</b>						
销售净利率	8.2%	7.0%	5.7%	5.4%	P/E	12.39	8.38	7.10	6.18		
<b>成长能力</b>					P/B	1.18	1.10	1.02	0.94		
收入增长率	39.9%	74.5%	45.8%	20.9%	P/S	1.02	0.58	0.40	0.33		
利润增长率	28.8%	47.9%	18.0%	15.0%							
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>		
总资产周转率	0.17	0.23	0.28	0.30	<b>营业收入</b>	<b>20728</b>	<b>36176</b>	<b>52735</b>	<b>63765</b>		
应收账款周转率	3.49	3.49	3.49	3.49	营业成本	16256	27425	40507	48964		
存货周转率	0.18	0.30	0.41	0.46	营业税金及附加	1377	2404	3504	4237		
<b>偿债能力</b>					销售费用	615	1519	2637	3188		
资产负债率	82%	86%	87%	88%	管理费用	437	760	1107	1594		
流动比	2.48	1.94	1.82	1.78	财务费用	372	650	947	1145		
速动比	0.44	0.59	0.65	0.69	其他费用 / (-收入)	674	0	0	0		
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>营业利润</b>	<b>2345</b>	<b>3418</b>	<b>4033</b>	<b>4636</b>		
现金及现金等价物	10641	27242	37049	45941	营业外净收支	(35)	0	0	0		
应收款项	5946	10378	15128	18293	<b>利润总额</b>	<b>2310</b>	<b>3418</b>	<b>4033</b>	<b>4636</b>		
存货净额	88855	98845	108520	116605	所得税费用	596	882	1041	1197		
其他流动资产	2431	6040	8648	10311	<b>净利润</b>	<b>1714</b>	<b>2536</b>	<b>2992</b>	<b>3440</b>		
<b>流动资产合计</b>	<b>107873</b>	<b>141891</b>	<b>168608</b>	<b>190403</b>	少数股东损益	7	10	12	14		
固定资产	1895	2054	2114	2492	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1707</b>	<b>2526</b>	<b>2980</b>	<b>3426</b>		
在建工程	0	356	656	916	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>		
无形资产及其他	141	141	141	141	<b>经营活动现金流</b>	<b>(10141)</b>	<b>2317</b>	<b>3839</b>	<b>1251</b>		
长期股权投资	838	838	958	992	净利润	1714	2536	2992	3440		
<b>资产总计</b>	<b>123365</b>	<b>159366</b>	<b>187971</b>	<b>211987</b>	少数股东权益	7	10	12	14		
短期借款	14309	26472	28345	31747	折旧摊销	49	102	110	113		
应付款项	6338	10706	14469	14576	公允价值变动	366	0	0	0		
预收帐款	15237	26592	38765	46873	营运资金变动	(12276)	(331)	725	(2315)		
其他流动负债	7611	9438	11137	13511	<b>投资活动现金流</b>	<b>(10586)</b>	<b>(2133)</b>	<b>(2012)</b>	<b>(2229)</b>		
<b>流动负债合计</b>	<b>43495</b>	<b>73208</b>	<b>92717</b>	<b>106706</b>	资本支出	(1053)	(515)	(360)	(638)		
长期借款及应付债券	56689	61756	69167	77467	长期投资	(827)	0	(120)	(34)		
其他长期负债	1465	1412	1596	1596	其他	(8706)	(1618)	(1533)	(1557)		
<b>长期负债合计</b>	<b>58153</b>	<b>63168</b>	<b>70763</b>	<b>79063</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>37327</b>	<b>15968</b>	<b>7794</b>	<b>9989</b>		
<b>负债合计</b>	<b>101649</b>	<b>136377</b>	<b>163480</b>	<b>185770</b>	债务融资	32397	17231	9284	11701		
股本	1244	1244	1244	1244	权益融资	3796	0	0	0		
股东权益	21716	22989	24491	26218	其它	1134	(1263)	(1490)	(1713)		
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>123365</b>	<b>159366</b>	<b>187971</b>	<b>211987</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>16600</b>	<b>16151</b>	<b>9621</b>	<b>9010</b>		

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

## 【分析师承诺】

王嵩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。