

保利地产 (600048.SH) 房地产开发行业

评级：增持 首次评级

公司研究

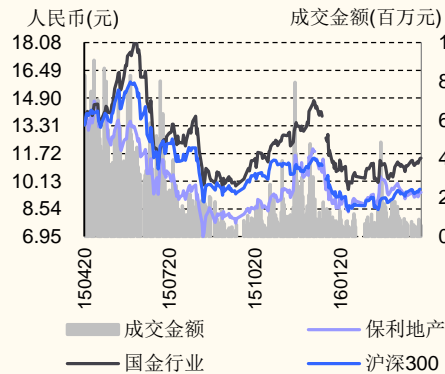
市场价格(人民币)：9.49元

内外兼修、稳健均好

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

年内股价最高最低(元) 14.73/6.95
沪深300指数 3275.83



公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	1.137	1.148	1.325	1.483	1.724
每股净资产(元)	5.72	6.65	7.84	9.00	10.59
每股经营性现金流(元)	-0.97	1.65	-8.70	-2.39	-1.59
市盈率(倍)	9.52	9.27	7.16	6.40	5.50
行业优化市盈率(倍)	27.70	46.45	37.54	37.54	37.54
净利润增长率(%)	13.52%	1.21%	15.41%	11.98%	16.21%
净资产收益率(%)	19.87%	17.27%	16.89%	16.49%	16.28%
总股本(百万股)	10,729.75	10,755.25	10,756.72	10,756.72	10,756.72

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- ❖ **毛利率企稳回升、ROE 小幅下降**：2015 年公司实现营业收入 1,234.3 亿，同比增长 13.2%；税后净利润同比增长 18.2%，高于营收增速主要是因为结算毛利率从前年的 32.0% 提升至 33.2%；但归属于上市公司股东净利润 123.5 亿，增速仅为 1.2%，增速不显著主因少数股东权益为 44.8 亿，相比前年增长 120.7%。同时由于净资产的膨胀，公司 ROE 下降 3 个百分点至 18.6%。从拿地情况看，公司 2015 年拿地权益占比 76.2%，高于 2014 和 2013 年水平，预计未来两年少数股东损益占比会有所降低。
- ❖ **销售连创新高、资金回笼优异**：2015 年公司实现销售面积 1218.3 万平方米，销售额 1541.0 亿元，同比分别增长 14.2% 和 12.7%。2016 年 Q1 销售再创新高，完成销售面积 343.5 万方、销售额 451.3 亿，同比分别增长 117.2% 和 131.4%。另外，公司去年实现销售回笼金额 1529 亿元，回笼率达 99%，较 2014 年提升 13 个百分点。受益于资金加速回流，公司经营性现金流量净额同比大幅增长 2.7 倍。
- ❖ **土地拓展积极、结构继续优化**：2015 年公司全年共新增地块 50 个，新增容积率面积约 1308 万方，获取成本 656 亿，同比增长 52.9%；其中，新增权益容积率面积 997 万平方米，权益占比 76%，同比提升 6%。从拿地结构上看，一二线城市新增容积率面积和土地成本分别为 1109 万方和 611 亿元，占比达 85% 和 93%，结构持续优化。
- ❖ **多元融资改善财务、资本结构持续优化**：2015 年全年公司累计发行 60 亿中期票据和 50 亿公司债，综合融资成本为 5.2%。加上 2016 年以来成功发行的两期公司债（5 年期票面利率仅为 2.96%），使得综合融资成本降低。除此之外，公司 100 亿定增也于今年一月获得证监会批准，顺利发行后将显著降低公司净负债率水平，优化公司资产结构。

投资建议

- ❖ 公司作为 A 股板块非常优质的国企业地产公司，必然是国企业地产资源整合的重要平台。考虑到公司销售增长和存货结构的优化，我们预计公司 2016 年实现 EPS1.33 元，对应当前股价仅 7.1 倍 PE，再考虑到公司中长期受益市占率的提升，首次覆盖给予增持评级。

风险

- ❖ 下半年销售低于预期、国企改革低于预期。

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

内容目录

公司简介.....	3
毛利率回升、但结转项目权益比降低.....	4
销售连创新高、资金回笼提速.....	4
资本结构显著优化.....	5
四季度拿地积极、结构继续优化.....	6
财务状况改善、战略转型积极.....	7
投资建议.....	8
风险提示.....	8

图表目录

图表 1: 销售额表现继续向好.....	3
图表 2: 净资产规模增长稳健.....	3
图表 3: 核心盈利指标增速表现.....	4
图表 4: 摊薄 ROE 小幅下降.....	4
图表 5: 3 月销售面积创 2015 年 7 月以来新高.....	5
图表 6: 3 月销售额创 2015 年 7 月以来新高.....	5
图表 7: 资产负债结构明显优化.....	6
图表 8: 2015 年主要拿地情况.....	7
图表 9: 2015 年以来发债情况.....	7

公司简介

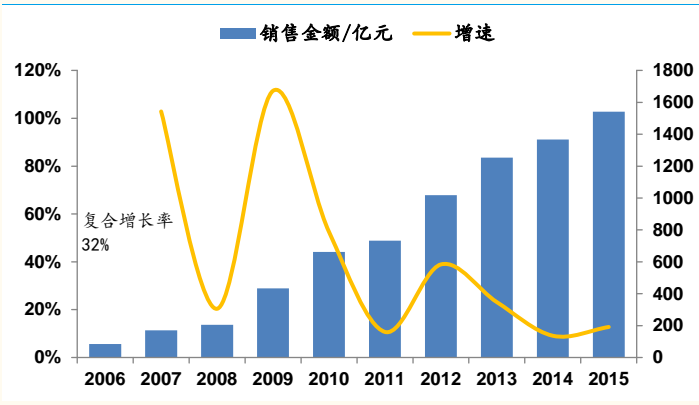
保利房地产（集团）股份有限公司是中国保利集团控股的大型国有房地产上市公司，国家一级房地产开发资质企业，连续五年荣膺中国房地产行业领导公司品牌。2006年7月，公司股票在上海证券交易所上市，并入选“2008年度中国上市公司优秀管理团队”，2013年荣获上市公司综合实力第二名，风险控制第一名。2013年，保利物业获评中国物业管理行业 Top200 第二名、百强企业首选服务品牌第二名。

保利地产成立于1992年，经过十年扎实发展，2002年成功完成股份制改造，遂开始实施全国化战略，加强专业化运作，连续实现跨越式发展。公司上市以来，从06年到15年合同销售额由84亿增长到1541亿，年复合增长率38%；总资产由06年的165亿增长到15年4048亿，年复合增长率为43%。公司深度聚焦发达城市群，从上市之初布局城市为10个，截至15年底，公司完成了覆盖珠三角、长三角、环渤海、中部、西南主要经济圈，遍布全国60个主流城市的战略布局，拥有292家控股子公司，业务拓展到房地产开发、建筑设计、工程施工、物业管理、销售代理以及商业会展、酒店经营等相关行业。此外，公司自2015年起开始尝试海外投资，新进入澳大利亚悉尼、墨尔本和英国伦敦，海外战略有效实施。

公司收入构成较为简单，房地产开发业务营业收入占公司营业总收入的96.1%。在20余年专业开发过程中，公司形成了以商品住宅开发销售为主、经营性物业开发持有为辅的综合开发风格；以“和者筑善”为价值理念，致力于创造自然、建筑、人文交融的人居生活，打造了康居、善居、逸居、尊居四大品牌系列，包含花园系、心语系、香槟系、公馆系、林语系、康桥系、十二橡树系等多种品类，涵盖住宅、写字楼、星级酒店、购物中心、商贸会展、高端休闲地产等多种业态。

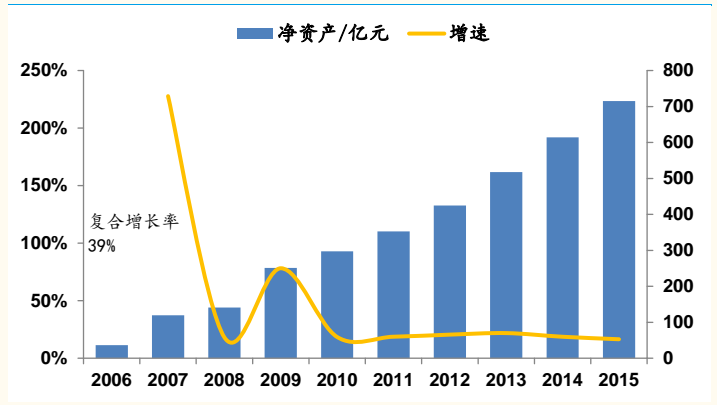
公司在稳健发展房地产主业的同时，积极探寻新的增长路径，以更好的应对市场变化。公司将基本形成以房地产开发经营为主，社区消费服务和房地产金融为翼的“一主两翼”的业务板块布局。通过三者协同作用，逐步构建“多元”的利润增长模式。在养老地产业务方面，公司全面落实“三位一体”养老战略，在继续做好北京“和熹会”养老机构试点的同时，新增上海西塘“和熹会”试点项目，并同步推进在广州、成都等地养老机构的筹备工作；推进居家、社区养老服务，在保利社区内正式启动健康生活馆，全国已在6个社区完成健康生活馆的投入和运营；在房地产金融领域，公司持续做大市场规模。年内，公司信保基金累计管理规模413亿元，连续四年稳居“中国房地产基金十强”榜单。同时，公司与保利投资、中金公司共同成立保利资本，为进一步探索和发展房地产金融业务开辟新通道。除此之外，公司已于2015年9月底推出首个社区O2O商业“若比邻”，凸显公司转型决心，正式迈入社区O2O亿万蓝海市场。

图表 1：销售额表现继续向好



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 2：净资产规模增长稳健

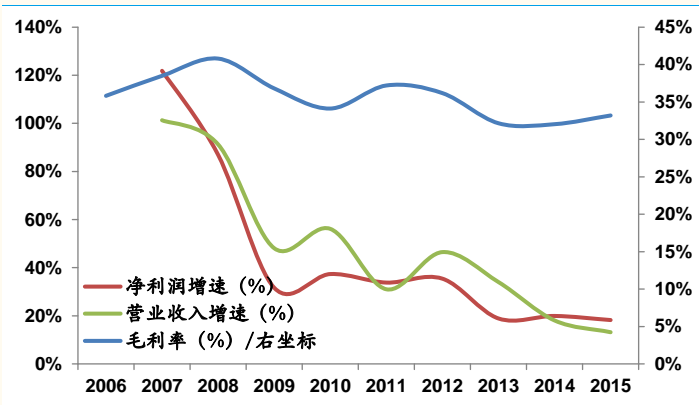


来源：公司公告、国金证券研究所

毛利率回升、但结转项目权益比降低

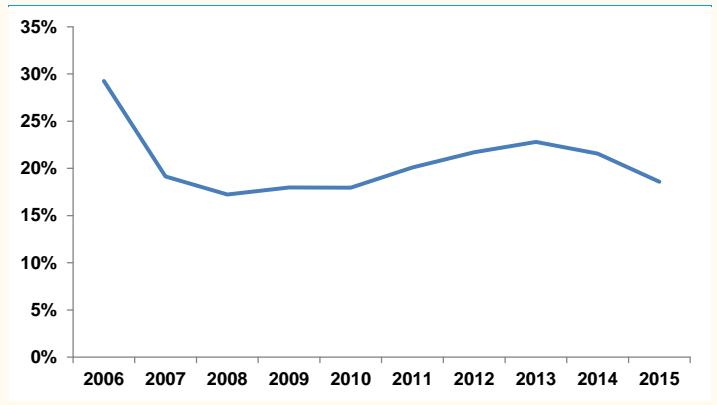
- 2015 年公司实现营业收入 1,234.3 亿元，同比增长 13.2%，其中房地产业务结转收入 1,186.2 亿元，同比增长 12.4%，主要是由于本年竣工交楼面积同比增长。公司全年实现净利润 168 亿，同比增长 18.2%。在行业利润空间缩小的背景下，公司净利润增速超过营业收入增速的主要原因如下：一方面公司四季度已售房地产项目在年内竣工交付结转毛利率较高，拉动公司全年毛利率平稳恢复（公司综合毛利率为 33.2%，同期上涨 1.2%，其房地产业务增加了 1.3%），带动公司整体盈利改善。另一方面，在行业整体利润率下滑的背景下，得益于良好的成本控制，公司管理费同比下降 0.04%且增长率低于公司营业收入增幅。与此同时，公司全年实现归属母公司净利润仅同比微增 1.2%至 123.4 亿元，主要是由于本期合作项目结转比例大幅上升，少数股东损益占净利润比重攀升（达到 20%，同比扩大 11 个百分点）。
- ROE 小幅下降 2.6%至 18.6%。根据杜邦分析法，主要是由于归属母公司净利润 / 净利润大幅下降，同比降幅高达 12.35%。而该项指标的大幅下降也同样是因为少数股东权益占比提升。尽管通过合作方式获取的土地会降低项目权益，从而影响到公司的归母净利润，但该方式也有利于减少竞争，在整体行业利润率被压缩的背景下更好的保证公司整体利润率水平的稳步提升。从拿地角度来看，公司 2015 年新增土地权益建面约 1,033 万平米，新增总建面约 1,304 平米，新增土地权益占比 76%（2014 年拿地平均权益 69.9%），因此我们预计将来少数股东损益占净利润比较高的情况将在未来逐步改善。

图表 3：核心盈利指标增速表现



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 4：摊薄 ROE 小幅下降



来源：公司公告、国金证券研究所

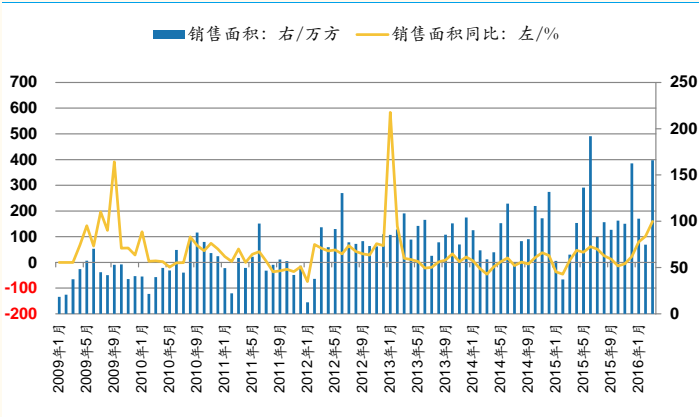
销售连创新高、资金回笼提速

- 公司 2015 年实现销售面积 1218.3 万平方米，实现销售额 1541.0 亿元，同比分别增长 14.2% 和 12.7%。受益于 2016 年开年以来降首付和减契税和营业税等房地产政策红利刺激购房消费需求大量释放，2016 年 1-3 月，公司实现签约面积 343.5 万平方米，同比增长 117.2%；实现签约金额 451.3 亿元，同比增长 131.4%。3 月销售均价 13407.7 元，同比增长 14.4%，且 3 月销售面积和销售金额均创下历史同期最高水平，也是 2015 年 7 月以来的新高。按各个区域销售情况来看，公司在珠三角、长三角和环渤海三大城市群分别实现签约金额 505、324 和 321 亿元，成渝、中部地区也分别突破 160 亿元。同时，公司核心城市群战略表现突出，核心城市销售金额贡献占比超过 90%，除北、上、广以及部分优质二线城市继续表现良好之外，南京、东莞、合肥以及海西经济群的销售也超过 50 亿元，具备成为销售百亿城市的潜质。从项目储备角度来看，公司项目储备资源丰富且集中在核心城市，公司共有在建拟建项目 270 个，规划总建筑面积 1.35 亿平方米，待开发土地总建筑面积 5,482 万平方米，其中一二线城市占比约为

74%，按每年 1700 万的新开工量，基本满足公司 2-3 年的开发需求，未来可售货值充裕。

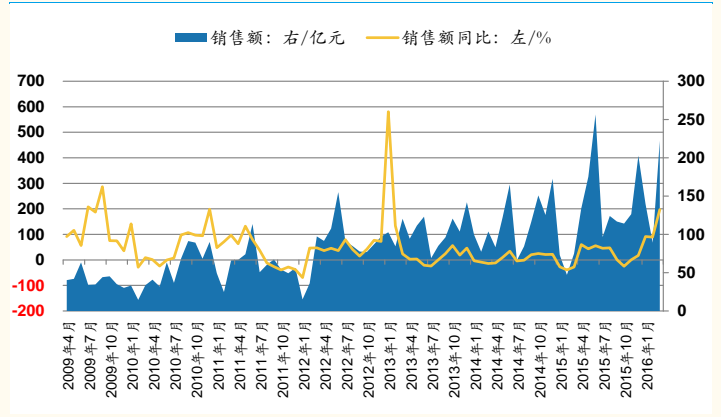
- 销售增加，资金回笼加速。在销售获得稳步提升的同时，公司加强销售回笼的管理，全年实现销售回笼金额 1,529 亿元，回笼率达 99%，较去年提升 13 个百分点。同时，受益于销售增长，资金回流加速，公司经营性现金流量净额同比大幅增长了 2.7 倍。除此之外，公司的期末资产负债率为 76.0%，比年初下降 1.9 个百分点，扣除预收账款后的其他负债占总资产的比例为 43.1%，同比下降 3.9%，资产负债结构得到有效优化。

图表 5：3 月销售面积创 2015 年 7 月以来新高



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 6：3 月销售额创 2015 年 7 月以来新高

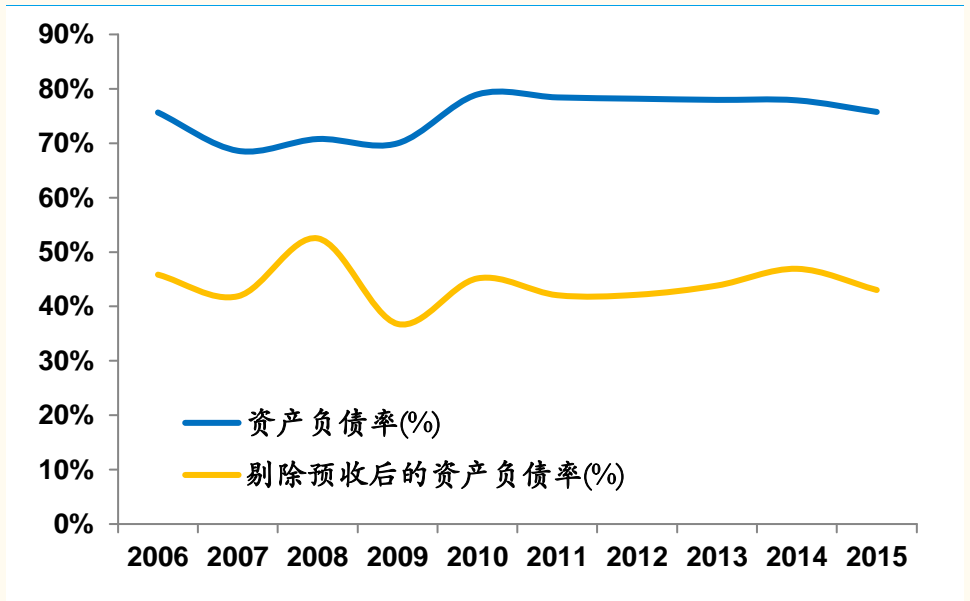


来源：公司公告、国金证券研究所

资本结构显著优化

- 2015 年，公司对负债结构进行了调整。全年累计发行 60 亿元中期票据和 50 亿元公司债，直接融资比重上升至 15%；同时，公司三年期以上长期借款同比增加 145 亿元至 375 元，占比提升至 31%。
- 通过公司债、中票等低成本的融资方式，有效降低公司综合融资成本。截至 2015 年末，公司有息负债综合成本为 5.2%，较去年下降 1.3 个百分点。全年利息支出较 2014 年节约近 6 亿元。
- 2015 年末，公司资产负债率为 75.95%，比年初下降 1.94 个百分点，有息负债总额为 1201 亿元，扣除预收账款后的其他负债占总资产的比例为 43.1%，相比 2014 年有明显的降低。

图表 7: 资产负债结构明显优化



来源: 国金证券研究所

四季度拿地积极、结构继续优化

- 公司 2015 年前三季度拿地偏谨慎, 前三季土地总价占销售额比重 30%, 同比收窄 5 个百分点, 但公司自 2015 年 9 月份以来拿地开始加速, 第四季度权益拿地金额合计约 410 亿元, 占全年总权益拿地金额的 80%, 使得全年拿地金额对累计销售额比例恢复至 33% 水平, 同比增加 1.6%。2015 年, 公司全年共新增地块 50 个, 新增容积率面积约 1308 万平方米, 获取成本 656 亿元, 同比增长 52.9%; 新增权益容积率面积 997 万平方米, 权益地价为 431 亿元, 平均楼面均价 5169 元/平方米, 权益比例为 76%。同时, 从拿地区域结构上看, 公司实施差异化拓展策略, 加大了市场复苏快、库存压力小的一二线城市的拓展力度, 优化了土地储备结构。全年, 公司一二线城市新增容积率面积和土地成本分别 1109 万方和 611 亿元, 占比达 85% 和 93%。其中, 公司一线城市土地获取面积和金额占比继续提升, 分别为 15% 和 45%, 较 2014 年提升 2 个和 6 个百分点。
- 新开工不及预期, 但新推货源弹性依然充足。2015 年公司采取审慎的项目开发节奏, 计划新开工面积 1500 万方, 实际新开工面积 1403 万方, 较去年下降 20.82%; 计划竣工面积 1450 万方, 实际竣工面积 1404 万方, 较去年上升 3.01%。但公司项目储备资源丰富且集中在核心城市, 公司共有在建拟建项目 270 个, 规划总建筑面积 1.35 亿平方米, 待开发土地总建筑面积 5482 万平方米, 其中一二线城市占比约为 74%, 按每年 1700 万的新开工量, 基本满足公司 2-3 年的开发的弹性需求。2016 年, 公司计划完成房地产直接投资 1673 亿元, 计划新开工面积 1750 万平方米, 计划竣工面积 1650 万平方米。

图表 8: 2015 年主要拿地情况

项目名称	出让方	签约金额 (万元)	我方权益金额
上海保利大场镇项目	宝山区规土局	410,000	410,000
泉州保利丰泽项目	泉州市国土局	282,200	282,200
北京保利未来科技城项目	北京市国土局	420,000	252,000
南京保利应天大街项目	南京市国土局	216,000	216,000
北京保利首开常营项目	北京市国土局	330,000	165,000
珠海保利十字门项目	珠海市国土局	280,436	140,218
福州保利加洋项目	福州市国土局	334,000	133,600
上海保利赵巷项目	青浦区规土局	261,600	129,492
佛山保利绿岛花园	佛山市国土局	103,155	103,155
南京保利蔚蓝	南京市国土局	190,000	95,190

来源: Wind, 国金证券研究所

财务状况改善、战略转型积极

- 2015 年全年公司累计发行 60 亿元中期票据和 50 亿元公司债, 综合融资成本为 4.13%。加上 2016 年以来成功发行的两期公司债, 其 5 年期票面利率仅为 2.95%-2.96%, 进一步使得综合融资成本降至 3.7%, 极具成本优势且丰富了公司的资金流。同时, 公司债务结构更加安全, 三年期以上长期借款同比增加 145 亿元至 375 元, 占比提升至 31%。除此之外, 公司的 100 亿元非公开发行业也于近日获得证监会通过, 如若顺利发行, 将显著降低公司净负债率水平, 优化公司资产结构。

图表 9: 2015 年以来发债情况

时间	品种	规模 (亿元)	期限	票面利率
2016 年 2 月	公司债券	20 亿元	5 年	2.96%
		30 亿元	10 年	4.19%
2016 年 1 月	公司债券	25 亿元	5 年	2.95%
		25 亿元	7 年	3.19%
2015 年 12 月	公司债券	30 亿元	5 年	3.40%
		20 亿元	7 年	3.68%
2015 年 5 月	中票	30 亿元	5 年	4.60%
2015 年 2 月	中票	30 亿元	5 年	4.70%

来源: Wind, 国金证券研究所

- 公司发展战略是以房地产开发经营为主、房地产金融和社区消费服务为辅的“一住两翼”的业务板块为基础, 逐步构建相互协同、多元的利润增长模式。
- 自 2015 年上半年公司发布其 5P 战略以来, 战略转型步伐不断推进。主要体现在:
 - 在养老地产领域方面, 公司全面落实“三位一体”养老战略, 在继续做好北京“和熹会”养老机构试点的同时, 新增上海西塘“和熹会”试点项目, 并同步推进在广州、成都等地养老机构的筹备工作; 推进居家、社区养老服务, 在保利社区内正式启动健康生活馆, 全国已经在 6 个社区完成健康生活馆的投入运营; 成功举办第二届中国老龄博览会, 进一步提升公司在养老领域的市场影响力。
 - 在房地产金融业务板块, 公司旗下的信保基金累计管理规模 413 亿元, 连续四年稳居“中国房地产基金十强”榜单。同时, 公司与保利投资、中金公司共同成立保利资本, 为进一步探索和发展房地产金融业务开辟新的通道。

- 在社区 O2O 服务板块，公司已于 9 月底推出首个社区 O2O 商业“若比邻”正式落成，凸显公司坚定转型决心，正式迈入社区 O2O 这片亿万蓝海市场。
- 公司坚定推进走出去战略，发展海外市场。2015 年，公司海外战略正式落地，在澳大利亚的悉尼、墨尔本的房地产项目已成功实现销售，在伦敦核心区域实现写字楼收购。未来公司将继续在欧美等发达国家寻求拓展机会，通过核心资产收购与住宅开发并举的方式平衡海外资产结构。

投资建议

公司作为 A 股板块非常优质的国企类地产公司，必然是国企类地产资源整合的重要平台。考虑到公司销售增长和存货结构的优化，我们预计公司 2016 年实现 EPS1.33 元，对应当前股价仅 7.1 倍 PE，再考虑到公司中长期受益市占率的提升，首次覆盖给予增持评级。

风险提示

下半年销售低于预期、国企改革低于预期。

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	92,356	109,056	123,429	145,270	175,720	206,740	货币资金	33,753	40,070	37,485	41,325	42,568	44,635
增长率	18.1%	13.2%	17.7%	21.0%	17.7%		应收账款	10,072	21,031	33,543	19,055	23,096	26,905
主营业务成本	-62,655	-74,123	-82,453	-96,459	-117,733	-137,896	存货	239,907	267,192	288,266	320,959	385,905	446,669
%销售收入	67.8%	68.0%	66.8%	66.4%	67.0%	66.7%	其他流动资产	19,276	22,566	25,382	9,648	11,775	13,792
毛利	29,700	34,934	40,975	48,811	57,988	68,845	流动资产	303,008	350,858	384,675	390,987	463,344	532,000
%销售收入	32.2%	32.0%	33.2%	33.6%	33.0%	33.3%	%总资产	96.5%	95.9%	95.3%	95.6%	96.3%	96.7%
营业税金及附加	-9,522	-11,148	-12,157	-14,672	-17,150	-20,426	长期投资	8,097	10,984	14,351	14,352	14,351	14,351
%销售收入	10.3%	10.2%	9.8%	10.1%	9.8%	9.9%	固定资产	1,985	2,478	3,155	3,807	3,634	4,047
营业费用	-2,185	-2,402	-2,731	-3,356	-3,848	-4,590	%总资产	0.6%	0.7%	0.8%	0.9%	0.8%	0.7%
%销售收入	2.4%	2.2%	2.2%	2.3%	2.2%	2.2%	无形资产	52	60	84	33	37	40
管理费用	-1,576	-1,723	-1,872	-2,150	-2,689	-3,101	非流动资产	10,932	14,908	19,151	18,194	18,024	18,440
%销售收入	1.7%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	%总资产	3.5%	4.1%	4.7%	4.4%	3.7%	3.3%
息税前利润 (EBIT)	16,417	19,662	24,216	28,633	34,301	40,728	资产总计	313,940	365,766	403,826	409,181	481,368	550,440
%销售收入	17.8%	18.0%	19.6%	19.7%	19.5%	19.7%	短期借款	20,995	28,669	35,295	132,203	158,909	171,947
财务费用	-986	-1,271	-2,328	-2,783	-6,504	-7,827	应付款项	151,674	165,622	196,411	67,944	82,819	97,061
%销售收入	1.1%	1.2%	1.9%	1.9%	3.7%	3.8%	其他流动负债	-6,034	-6,978	-9,872	3,333	3,744	4,155
资产减值损失	-60	-563	-156	-112	-121	-197	流动负债	166,635	187,313	221,834	203,481	245,472	273,163
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	75,101	90,495	66,412	72,412	84,412	102,412
投资收益	635	1,153	993	802	1,202	989	其他长期负债	3,051	7,085	18,447	18,393	18,393	18,393
%税前利润	3.9%	6.1%	4.3%	3.0%	4.1%	2.9%	负债	244,787	284,893	306,693	294,286	348,277	393,968
营业利润	16,007	18,981	22,724	26,540	28,877	33,692	普通股股东权益	51,763	61,410	71,516	84,355	96,761	113,907
营业利润率	17.3%	17.4%	18.4%	18.3%	16.4%	16.3%	少数股东权益	17,390	19,463	25,618	30,541	36,330	42,565
营业外收支	95	51	176	100	121	144	负债股东权益合计	313,940	365,766	403,826	409,181	481,368	550,440
税前利润	16,102	19,032	22,901	26,640	28,998	33,837	比率分析						
利润率	17.4%	17.5%	18.6%	18.3%	16.5%	16.4%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-4,237	-4,800	-6,073	-7,467	-7,252	-9,058	每股指标						
所得税率	26.3%	25.2%	26.5%	28.0%	25.0%	26.8%	每股收益	1.506	1.137	1.148	1.325	1.483	1.724
净利润	11,864	14,231	16,828	19,173	21,745	24,779	每股净资产	7.252	5.723	6.648	7.842	8.995	10.589
少数股东损益	1,117	2,031	4,480	4,923	5,789	6,235	每股经营现金净流	-1.367	-0.975	1.653	-8.697	-2.388	-1.591
归属于母公司的净利润	10,747	12,200	12,348	14,250	15,956	18,544	每股股利	0.100	0.213	0.215	0.130	0.130	0.130
净利率	11.6%	11.2%	10.0%	9.8%	9.1%	9.0%	回报率						
							净资产收益率	20.76%	19.87%	17.27%	16.89%	16.49%	16.28%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	3.42%	3.34%	3.06%	3.48%	3.31%	3.37%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	7.19%	7.10%	8.19%	6.10%	6.52%	6.64%
净利润	11,864	14,231	16,828	19,173	21,745	24,779	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	34.03%	18.08%	13.18%	17.70%	20.96%	17.65%
非现金支出	393	909	619	366	401	491	EBIT增长率	17.73%	19.76%	23.16%	18.24%	19.79%	18.74%
非经营收益	136	-187	994	6,145	8,118	9,746	净利润增长率	27.36%	13.52%	1.21%	15.41%	11.98%	16.21%
营运资金变动	-22,148	-25,411	-656	-119,233	-55,950	-52,133	总资产增长率	24.99%	16.51%	10.41%	1.33%	17.64%	14.35%
经营活动现金净流	-9,754	-10,458	17,785	-93,549	-25,686	-17,117	资产管理能力						
资本开支	-101	-78	-62	-757	12	-566	应收账款周转天数	8.3	9.5	9.6	9.4	9.7	9.5
投资	-2,212	-3,531	-2,827	-1	0	0	存货周转天数	1,251.2	1,248.5	1,229.4	1,214.5	1,196.4	1,182.3
其他	87	440	286	802	1,202	989	应付账款周转天数	91.6	101.6	121.9	102.0	102.0	102.0
投资活动现金净流	-2,226	-3,169	-2,603	44	1,213	423	固定资产周转天数	7.8	8.3	9.3	9.3	6.9	6.3
股权募资	4,512	3,956	2,190	0	-2,151	0	偿债能力						
债权募资	16,980	27,600	-8,147	102,908	38,706	31,038	净负债/股东权益	94.48%	106.50%	85.05%	158.13%	164.66%	158.57%
其他	-8,980	-11,689	-11,763	-5,563	-10,838	-12,277	EBIT利息保障倍数	16.7	15.5	10.4	10.3	5.3	5.2
筹资活动现金净流	12,512	19,867	-17,719	97,345	25,716	18,761	资产负债率	77.97%	77.89%	75.95%	71.92%	72.35%	71.57%
现金净流量	532	6,240	-2,538	3,840	1,243	2,067							

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