

城市深耕稳定投资, 财务稳健利润之王

投资要点

- **盈利能力行业领先, 费用控制优势明显。**公司 2022H1 实现营业收入 1038 亿元, 同比减少 3.8%, 实现归母净利润 167.4 亿元, 同比减少 19.4%, 公司归母净利润下行的主要原因在于行业整体利润下滑。公司 2022H1 毛利率和归母核心净利率分别为 23.5% 和 16.7%, 均处于龙头企业前列, 销售和管理费用率之和为 3.2%, 处于行业较低水平。
- **销售排名逆势提升, 土储充足且优质。**2022 年 1-7 月公司实现销售额 1570 亿元, 同比下降 32.6%, 1-7 月累计销售排名逆势提升至第 4 名。公司聚焦重点城市, 一线城市销售占比提高 10.1pp 至 36.8%, 北京、天津、香港、广州 4 个城市合约销售金额超百亿元, 29 个城市市占率位居当地市场前三。公司保持较高的投资力度, 2022H1 公司新增 21 幅土地, 新增楼面面积 358 万方, 拿地金额为 480 亿元, 拿地销售比为 40.8%。公司持续创新投资模式, 上半年非公项目投入资金 125 亿元。截至 2022 年 6 月末, 公司土地储备为 4705 万方, 一线(含香港)和强二线城市土储占总土储达 63%。
- **稳步投资商业物业, 构建生态型城市综合运营体系。**2022H1 公司商业收入实现 26.5 亿元, 同比增长 6.2%。其中写字楼业务收入为 17.5 亿元, 同比增长 1%, 出租率达到 85.6, 业务收入中一线城市项目占比 52%, 成熟项目经营表现优异; 购物中心业务收入为 6.4 亿元, 同比增长 23%, 出租率达到 92.6%, 同店租金收入同比上升 2.4%。截至 6 月末公司自持商业物业总建筑面积 615 万平方米, 储备项目共 490 万平方米。
- **财务稳健, 融资成本降低。**1) “三条红线”全部“绿档”达标。公司 2022H1 扣预资产负债率为 54.9%, 净负债率为 39.0%, 现金短债比为 2.4。2) 现金充裕。2018-2022H1 现金及现金等价物由 842 亿元上涨至 1253 亿元, 资金充足。3) 信用评级维持较高评级。2021 年公司获得评级机构最高投资评级: 惠誉 A-/稳定; 穆迪 Baa1/稳定; 标准普尔 BBB+/稳定。4) 融资成本连年下降。2018-2022H1 公司融资成本由 4.30% 降至 3.44%。
- **盈利预测与投资建议:** 预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 416.5/439.8/462.2 亿元, 增速分别为 3.7%/5.6%/5.1%, 给予公司 2022 年 6 倍 PE, 目标价 22.86 元(26.18 港元), 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 竣工交付低于预期、销售及回款不及预期、政策调控风险等。

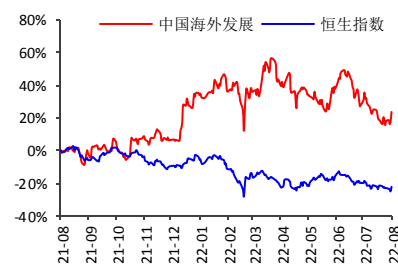
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	242536	249859	265107	278574
增长率	29.6%	3.0%	6.1%	5.1%
归属母公司净利润(百万元)	40155	41651	43982	46224
增长率	-8.5%	3.7%	5.6%	5.1%
每股收益 EPS(元)	3.67	3.81	4.02	4.22
PE	4.40	4.77	4.52	4.30
PB	0.51	0.52	0.46	0.42

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王颖婷
执业证号: S1250515090004
电话: 023-67610701
邮箱: wyting@swsc.com.cn
联系人: 池天惠
电话: 13003109597
邮箱: cth@swsc.com.cn
联系人: 刘洋
电话: 18019200867
邮箱: ly21@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	15.82-27.15
流通 A 股(亿股)	25.29
52 周内股价区间(港元)	109.45
总市值(亿元)	2,336.73

相关研究

目 录

1 背靠中海集团，盈利能力行业领先	1
2 深耕重点城市，持续蓝海战略	4
3 回款能力增强，财务维持稳健	7
4 盈利预测与估值	8
4.1 盈利预测	8
4.2 相对估值	9
5 风险提示	9

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构图.....	2
图 3: 2022H1 营业收入同比减少 3.8%.....	2
图 4: 2022H1 归母净利润同比减少 19.4%.....	2
图 5: 2021 年龙头企业归母净利润排名 (亿元).....	3
图 6: 2022H1 净利率略有下滑.....	3
图 7: 2021 年龙头企业销售、管理费用率之和排名.....	3
图 8: 2021 年龙头企业毛利率排名.....	3
图 9: 2021 年龙头企业净利率排名.....	3
图 10: 2022 年 1-7 月累计销售额同比下降 32.6%.....	4
图 11: 2022 年 1-7 公司累计销售额位居行业第 4 名.....	4
图 12: 2022H1 拿地销售比为 40.8%.....	4
图 13: 百强房企拿地销售比.....	4
图 14: 2022H1 拿地金额的城市能级分布.....	5
图 15: 2022H1 新增总货值的城市能级分布.....	5
图 16: 2022H1 土地储备达到 4705 万方.....	5
图 17: 2022H1 一线 (含香港) 和强二线城市土储占比为 63%.....	5
图 18: 2022H1 商业收入同比增长 6.2% (亿元).....	6
图 19: 截至 2022H1 写字楼建筑面积占比为 58%.....	6
图 20: 2022 年及以后自持商业物业入市计划 (万平).....	6
图 21: 2022H1 销售回款金额达到 850 亿元.....	7
图 22: 2022H1 已售未结转金额 1586 亿元.....	7
图 23: 2022H1 “三道红线” 全部绿档达标.....	7
图 24: 2022H1 现金及现金等价物 1253 亿元.....	7
图 25: 公司有息负债结构.....	8
图 26: 2018-2022H1 公司加权平均借贷成本持续下降.....	8
图 27: 2022H1 有息债券到期结构.....	8

表 目 录

表 1: 分业务收入.....	9
表 2: 可比公司估值.....	9
附: 财务报表.....	10

1 背靠中海集团，盈利能力行业领先

中国海外发展股份有限公司成立于 1979 年，总部位于香港，隶属于中国建筑集团有限公司，秉承“我们经营幸福”的使命，矢志成为卓越的国际化不动产开发运营集团。公司涵盖不动产开发、城市运营、创新业务三大主营业务，具备行业领先的设计、开发、建造、运营、物业服务等全产业链整合联动能力，坚持“主流城市、主流地段、主流产品”的投资策略，持续强化蓝海战略。公司共经历四个阶段：

(1) 根植香港，承建起步 (1979-1991)：中海以承建起步，自力更生，艰苦创业。1979 年中国海外建筑工程公司在香港成立，1998 年相继在内地成立深圳公司，在香港成立地产、房屋、土木三个二级公司，“本地化、商业化、集团化”战略迈出实质性步伐。

(2) 跻身前列，两翼齐飞 (1992-2008)：1992 年中国海外发展于香港上市，实现公司治理的战略性转变，1995 年获得在香港新机场的激烈竞争中脱颖而出，承建业务跻身香港市场前列，2005 年中国建筑国际集团在香港上市，实现了承接业务与地产业务的两翼齐飞、生产经营和资本经营的双轮驱动。

(3) 专业发展，多元探索 (2009-2016)：2009 年公司首个 BT 项目，基建投资业务全国布局拉开序幕，2010 年-2016 年地产业务乘势而进，跨过千亿门槛，公司先后并购贝壳电器、远东环球、中信地产，注入中建地产，分拆中海物业，资本运作频繁高效，从而形成了专业化发展、多元化探索的业务格局。地产业务的国际化星火初燃，步伐稳健。

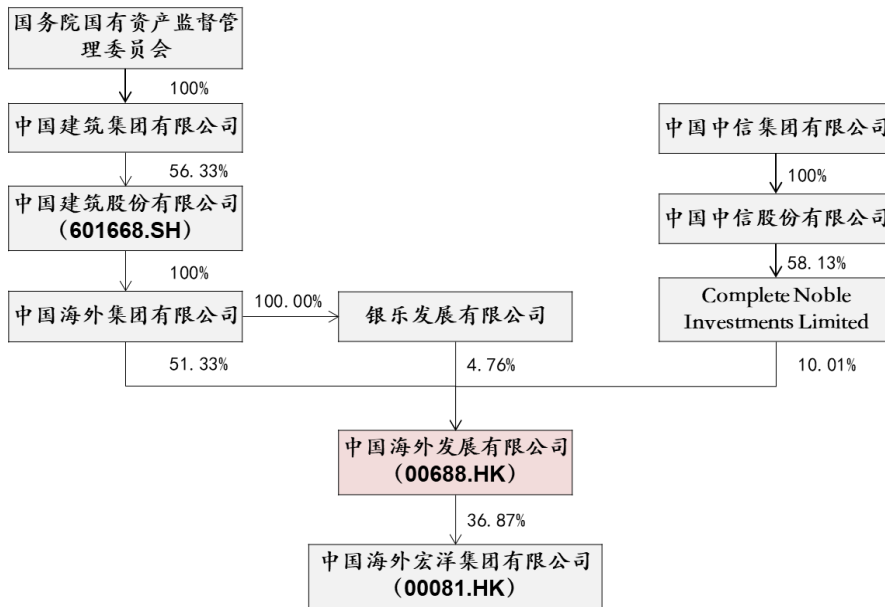
(4) 稳中求进，全力奋进 (2017-至今)：中海集团坚持稳中求进，贯彻新发展理念，致力实现又好又快高质量发展，成为世界一流的投资建设运营服务商。

图 1：公司发展历程



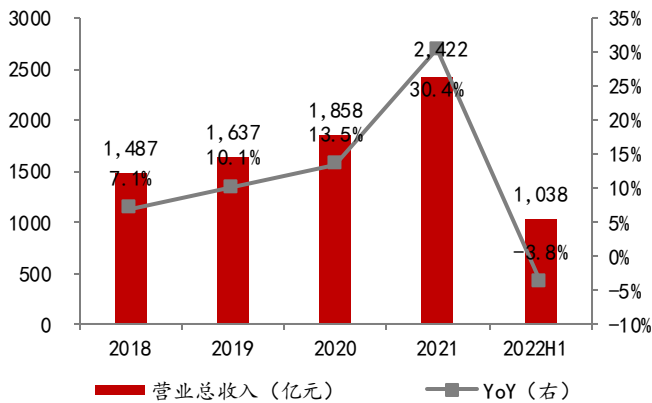
数据来源：公司官网，西南证券整理

公司股权结构稳定，母公司实力雄厚。母公司中国海外集团直接持有公司 51.33% 股份，实际控制人为中国建筑股份有限公司。中国海外集团旗下有中国海外发展有限公司、中国建筑国际集团有限公司等五家上市公司，涵盖不动产开发与运营、承建与基建投资、物业服务等业务领域，是中国内地市场评级最优、品牌价值最高、单一业权写字楼规模最大的不动产开发运营商，以及港澳地区最大的工程承建商、最大的中资物业投资商和最大的公共设施管理服务商。

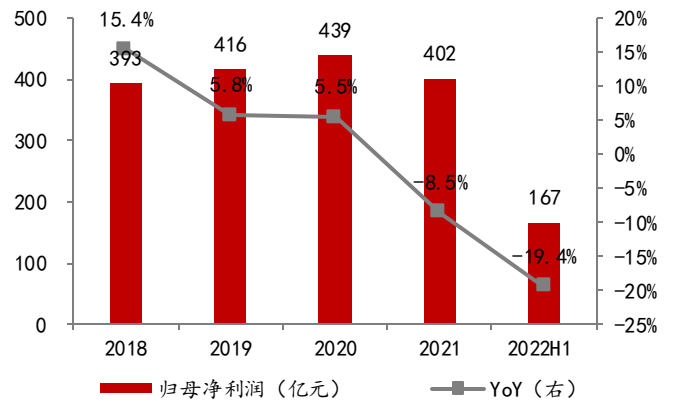
图 2：公司股权结构图


数据来源：wind，西南证券整理

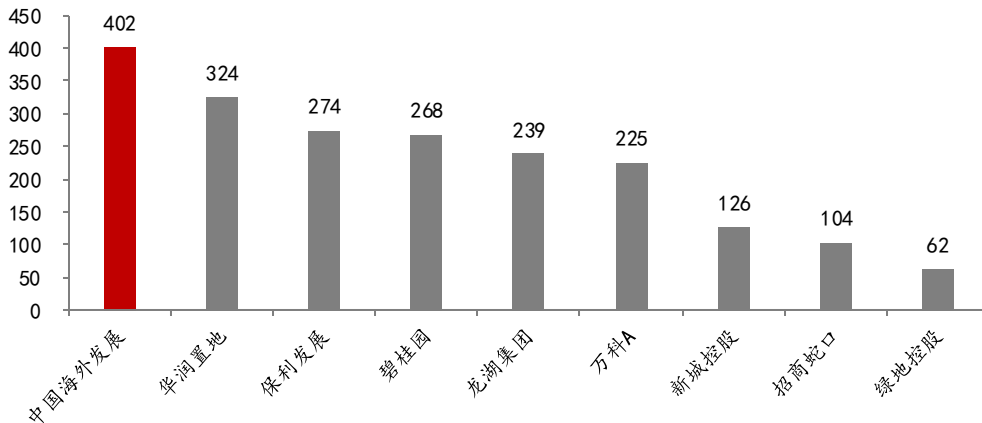
营业收入稳定增长，归母净利润位居第一。公司 2022H1 实现营业收入 1038 亿元，同比减少 3.8%，2018-2021 年 CAGR 为 17.7%。2022H1 实现归母净利润 167.4 亿元，同比减少 19.4%，公司归母净利润下行的主要原因在于行业整体利润下行。2021 年公司归母净利润 402 亿元，在头部企业中位居第一。

图 3：2022H1 营业收入同比减少 3.8%


数据来源：公司公告，西南证券整理

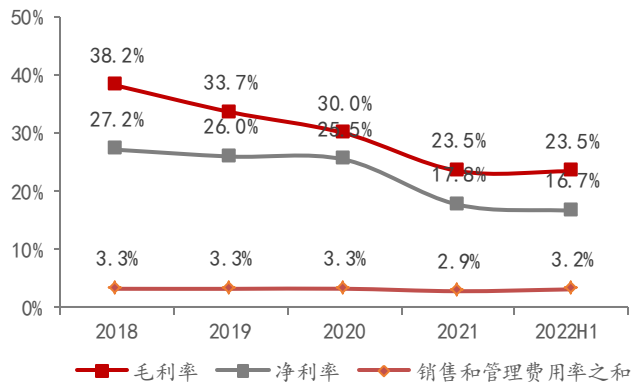
图 4：2022H1 归母净利润同比减少 19.4%


数据来源：公司公告，西南证券整理

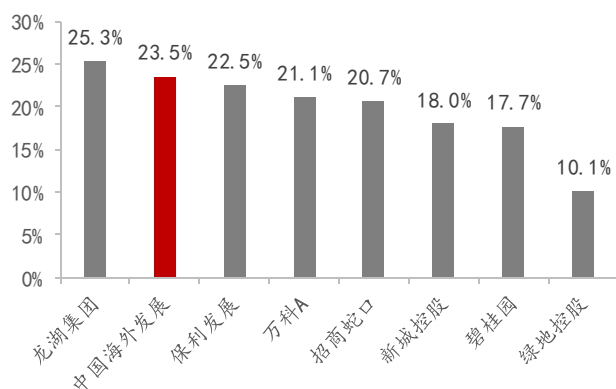
图 5：2021 年龙头企业归母净利润排名（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

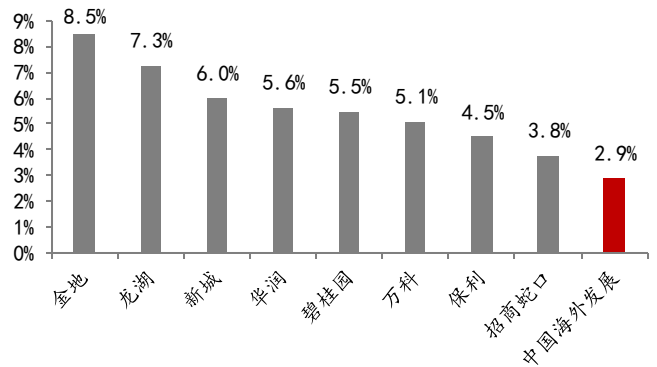
费用控制能力及盈利能力居于行业前列。受行业环境影响，公司 2022H1 毛利率和归母核心净利率分别为 23.5% 和 16.7%，净利率略有下滑。2021 年公司毛利率和净利率均处于龙头企业前列，毛利率排名第二，仅次于龙湖集团。公司 2022H1 销售和管理费用率之和为 3.2%，处于行业较低水平，2021 年凭借费用控制能力的优势，净利率领跑行业。

图 6：2022H1 净利率略有下滑


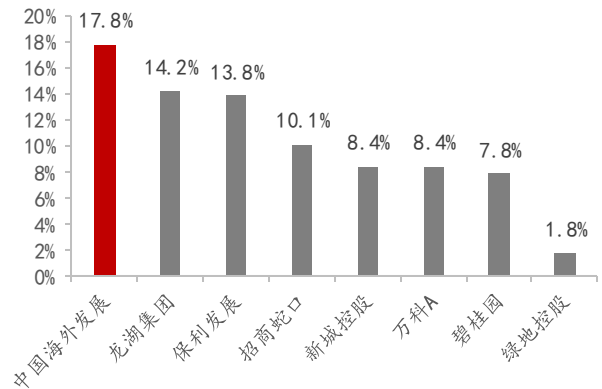
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：2021 年龙头企业毛利率排名


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：2021 年龙头企业销售、管理费用率之和排名


数据来源：公司公告，西南证券整理

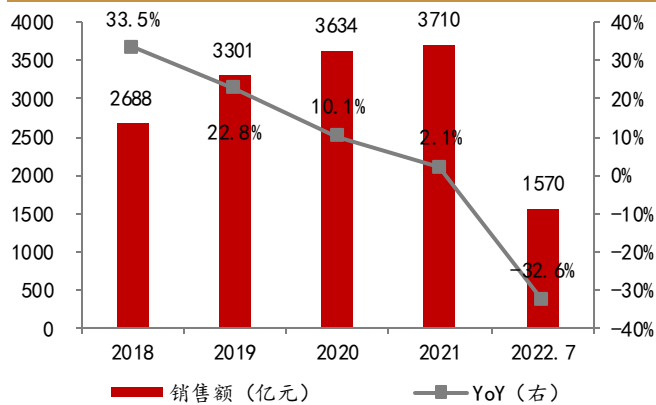
图 9：2021 年龙头企业净利率排名


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 深耕重点城市，持续蓝海战略

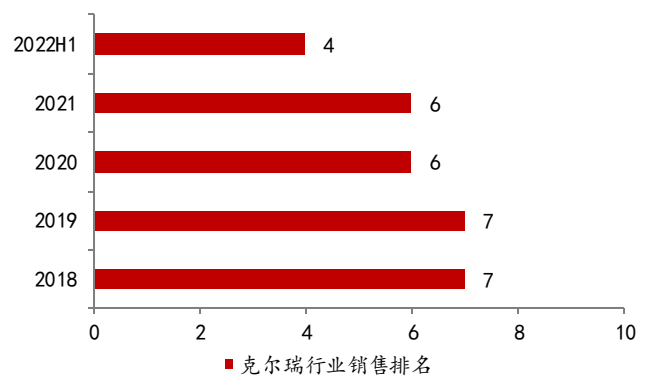
销售金额表现稳健，销售排名逆势提升。2022 年 1-7 月公司实现销售额 1570 亿元，同比下降 32.6%，与同行相比跌幅较小。2018-2021 年公司销售始终排在行业前十的位置，在行业销售下滑的情况下，公司销售排名逆势提升，2022 年 1-7 月累计销售额上升至第 4 名。公司聚焦重点城市，2022 上半年一线城市销售占比提高 10.1pp 至 36.8%，4 个城市（北京、天津、香港、广州）合约销售金额均超过百亿元，29 个城市市占率位居当地市场前三。

图 10：2022 年 1-7 月累计销售额同比下降 32.6%



数据来源：克而瑞，西南证券整理

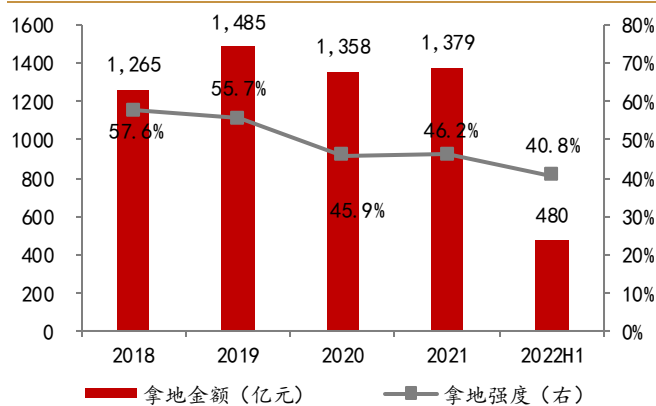
图 11：2022 年 1-7 公司累计销售额位居行业第 4 名



数据来源：克而瑞，西南证券整理

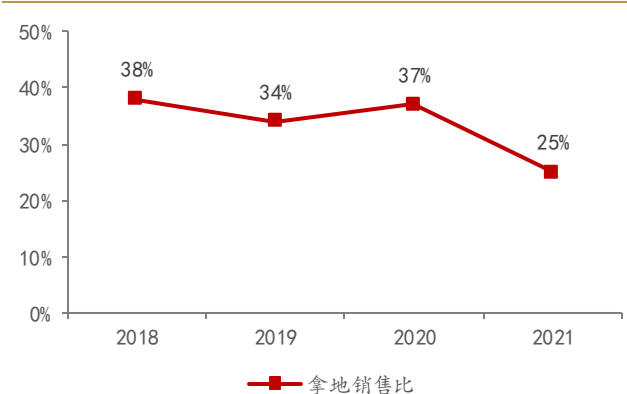
保持拿地强度，逆势稳定投资。由于行业销售下滑，百强房企拿地强度逐渐下滑，2021 年达到历史新低。然而公司 2021 年拿地金额相较于 2020 年不减反增，达到 1379 亿元，2022H1 公司新增 21 幅土地，新增总楼面面积为 358 万方，拿地金额为 480.1 亿元，拿地销售比为 40.8%，保持较高水平。

图 12：2022H1 拿地销售比为 40.8%



数据来源：公司公告，西南证券整理

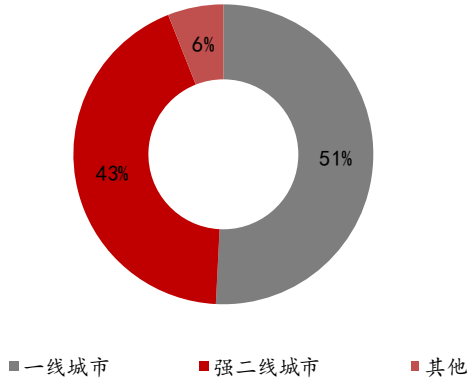
图 13：百强房企拿地销售比



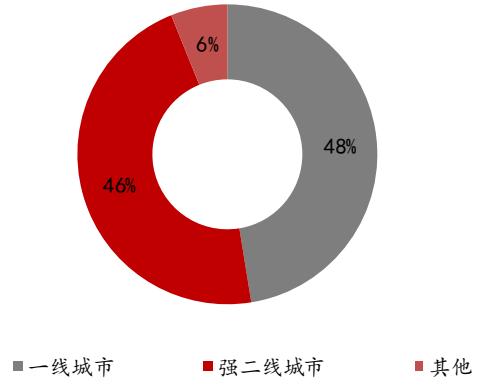
数据来源：中指院，西南证券整理

深耕重点城市，持续蓝海战略。公司坚持“主流城市、主流地段、主流产品”的投资策略，深耕经济增长好、人口净流入的重点城市。从拿地金额的城市能级分布来看，公司 2022H1 拿地金额达到 480 亿元，一线城市、强二线城市和其他城市占比分别为 50.8%、43.2%、6.0%。从新增总货值的城市能级分布来看，公司 2022H1 新增总货值达到 949 亿元，一线城市、强二线城市和其他城市分别占比 47.4%、46.4%、6.1%。公司持续强化蓝海战略、创新投资模

式，积极与重点城市优质“大业主”全方位深入战略合作，上半年非公项目投入资金 125 亿元，其中于三大重点城市（上海、广州、成都）并购项目投入资金超过百亿元。

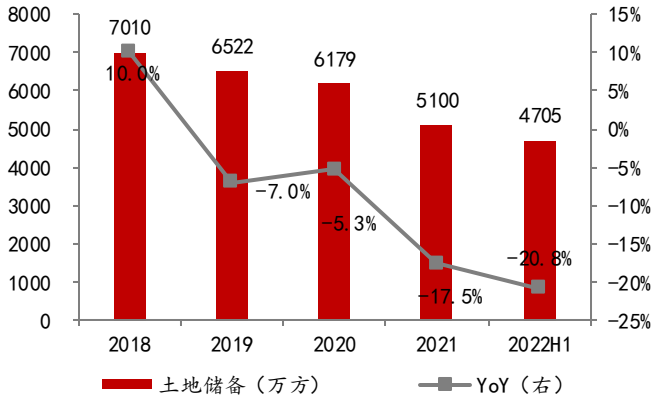
图 14：2022H1 拿地金额的城市能级分布


数据来源：公司公告，西南证券整理

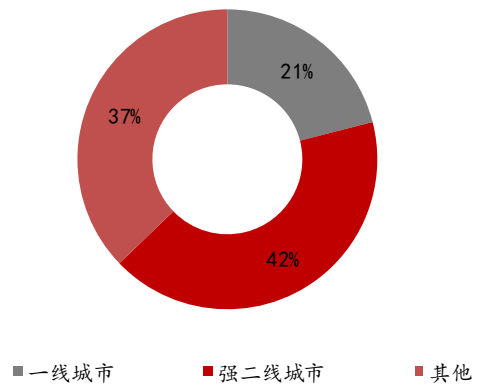
图 15：2022H1 新增总货值的城市能级分布


数据来源：公司公告，西南证券整理

土地储备充足，集中于一线和强二线城市。公司 2022H1 土地储备达到 4705 万方，同比减少 20.8%，仍可以满足 2-3 年的销售需求，土地储备下降的主要在于公司保持谨慎的拿地态度，但销售情况仍保持较好水平。从土储的城市能级分布来看，2022H1 一线城市、强二线城市和其他城市占比分别为 21%、42%和 37%，一线（含香港）和强二线城市土储占总土储达 63%。

图 16：2022H1 土地储备达到 4705 万方


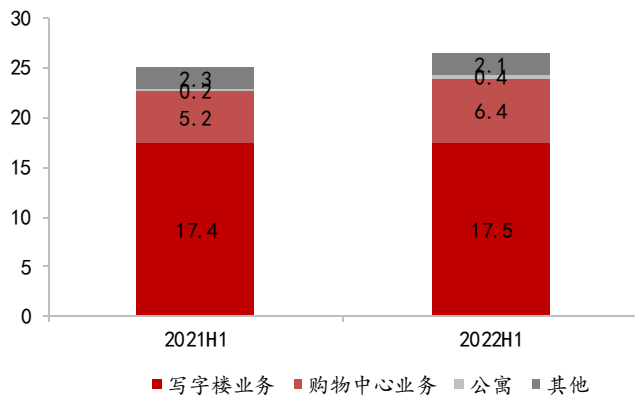
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 17：2022H1 一线（含香港）和强二线城市土储占比为 63%


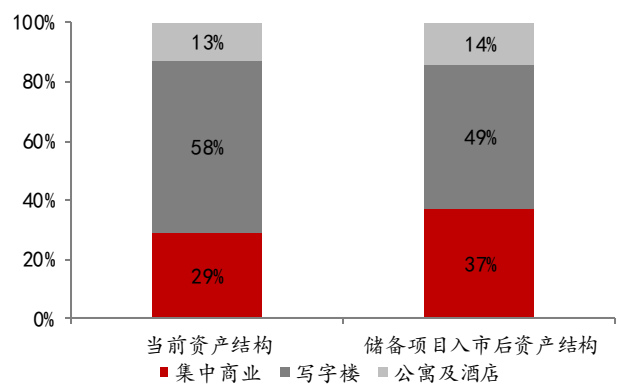
数据来源：公司公告，西南证券整理

稳步投资商业物业，构建生态型城市综合运营体系。公司以中海系甲级写字楼、环宇系购物中心为核心引擎，以自由办公、长租公寓、酒店、物流地产及产业园、康养养老产业等多元业态协同赋能。2022H1 公司商业收入实现 26.5 亿元，同比增长 6.2%。其中写字楼业务收入为 17.5 亿元，同比增长 1%，业务收入中一线城市项目占比 52%，出租率达到 85.6%，成熟项目经营表现优异；购物中心业务收入为 6.4 亿元，同比增长 23%，出租率达到 92.6%，同店租金收入同比上升 2.4%。截至 2022H1 公司自持商业物业总建筑面积为 615 万平方米，除此之外，储备项目为 490 万平方米，储备项目入市后购物中心占比将由 29% 上升至 37%。公司计划逐渐扩大购物中心建筑面积，2023 年购物中心计划入市面积达到 14 万方，2024 年以后购物中心计划入市面积达到 125 万方。由商业物业业务构建而成的生态型城市综合运

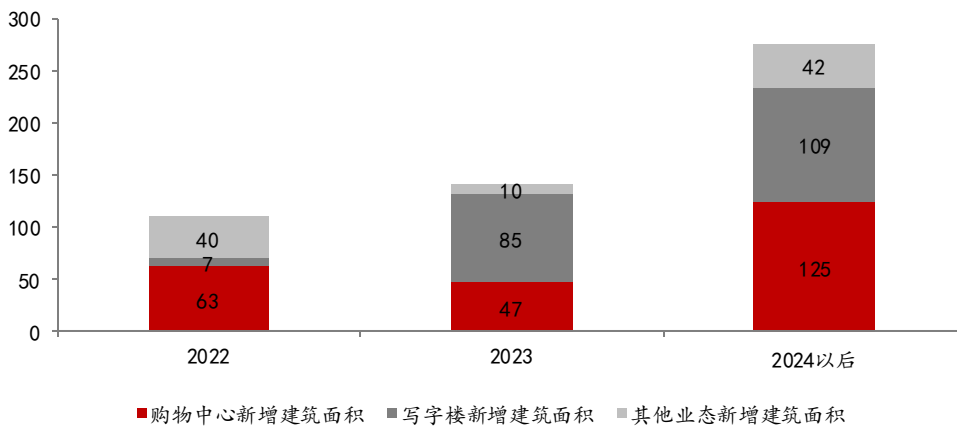
营体系，既能带来长期稳定收益，同时也能平衡风险、获取资源，支撑各业务的全链条竞争力提升。

图 18：2022H1 商业收入同比增长 6.2% (亿元)


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 19：截至 2022H1 写字楼建筑面积占比为 58%


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 20：2022 年及以后自持商业物业入市计划 (万平)


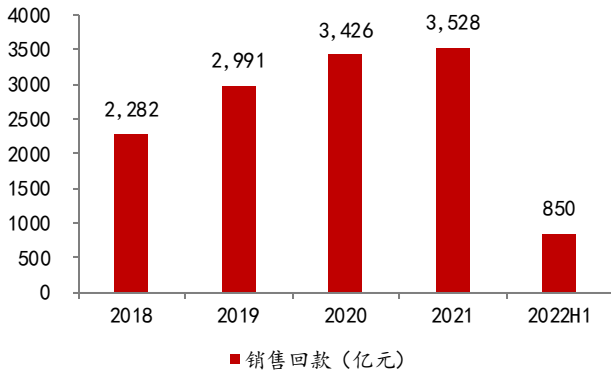
数据来源：公司公告，西南证券整理

多元业务协同发展。 1) 规划及建筑设计业务：公司积极布局建筑、设计及房地产上下游产业链，旗下华艺设计为覆盖建筑设计、规划设计、策划及顾问咨询、专项技术设计、EPC 工程总承包、装饰科技设计工程的全产业链建筑设计综合企业，是国家级高新技术企业，持有“建筑工程”与“城乡规划”双甲级资质，中国百强设计院之一。2) 康养养老产业：公司致力打造新中式养老生活品牌，以康养发展策略为目标，创立了中海锦年康养品牌，持有并运营青岛、济南、天津、无锡等多个国标四星级、国标五星级养老机构。3) 物流地产及产业园：公司持续布局物流及产业地产，建设优质、科技化的国际一流物流园区及产业园区，提供高标准的现代化仓储物流服务，进一步优化产业园专业化运营结构。截至 2021 年，公司的产业园区项目已布局天津、合肥等城市，园区内产业业态涵盖生命科技、高端医疗、现代物流等。

3 回款能力增强，财务维持稳健

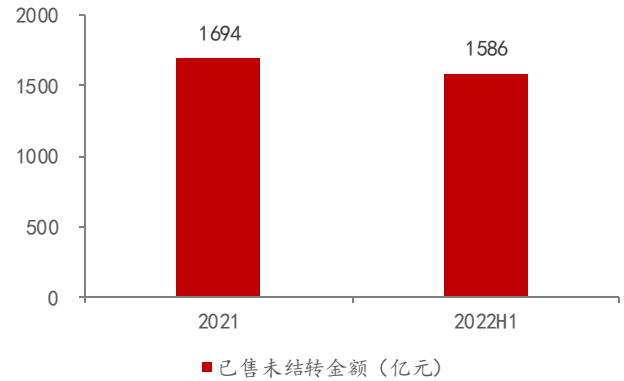
销售回款能力增强，可结算资源充足。公司坚持以现金流管理为中心，持续抓签约、促回款、加快资金回笼的速度。公司 2022H1 销售回款金额达到 850 亿元，销售回款率为 88%，同比上升 1.3pp。截至 2022 年 6 月底，公司已售未结转金额 1586 亿元，可结算资源充足。

图 21：2022H1 销售回款金额达到 850 亿元



数据来源：公司公告，西南证券整理

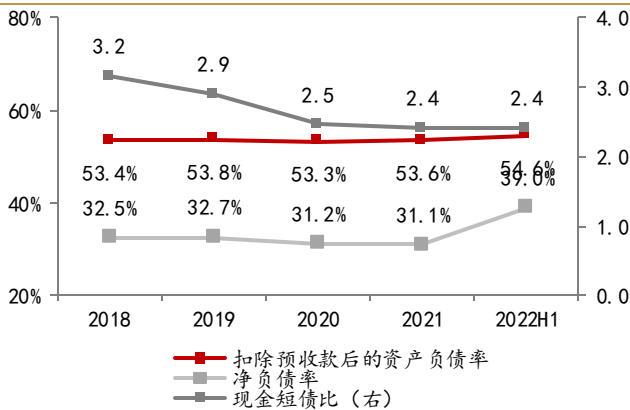
图 22：2022H1 已售未结转金额 1586 亿元



数据来源：公司公告，西南证券整理

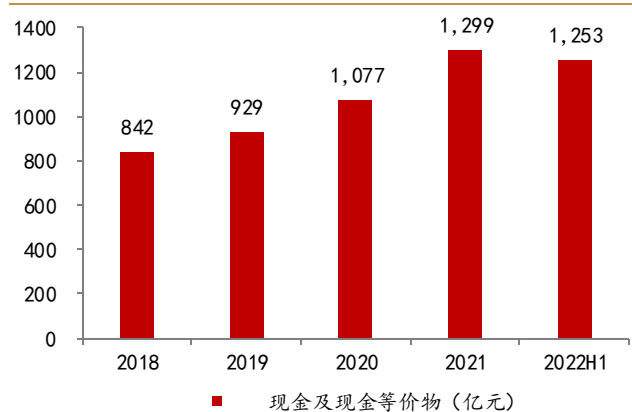
财务维持稳健，信用评级维持较高水平。公司 2022H1 扣预资产负债率为 54.6%，净负债率为 39.0%，现金短债比为 2.4，“三道红线”处于绿档。2018-2022H1 现金及现金等价物由 842 亿元上涨至 1253 亿元，资金充足。2022H1 公司获得评级机构最高投资评级：惠誉 A- / 稳定；穆迪 Baa1 / 稳定；标准普尔 BBB+ / 稳定，市场对公司财务稳健性和偿债能力给予高度认可。公司将发挥财务稳健、资金充裕优势巩固市场地位。

图 23：2022H1 “三道红线”全部绿档达标



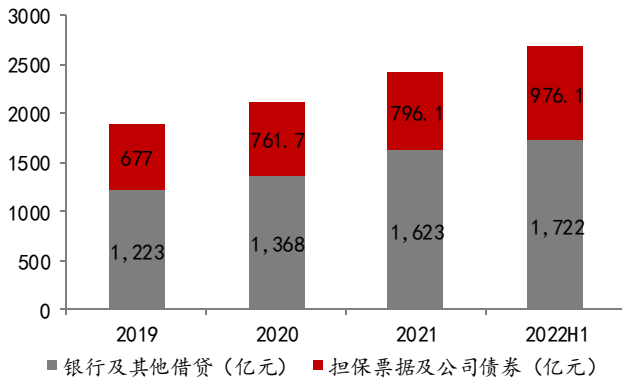
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 24：2022H1 现金及现金等价物 1253 亿元

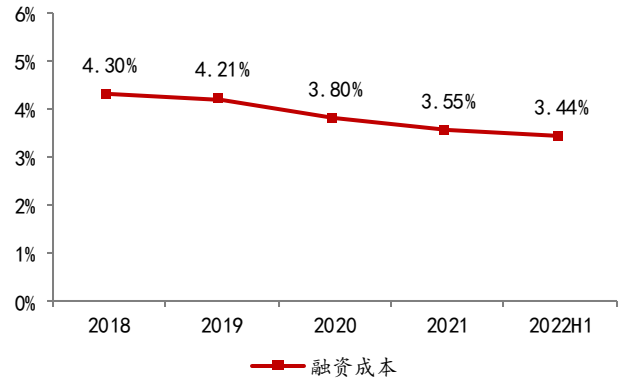


数据来源：公司公告，西南证券整理

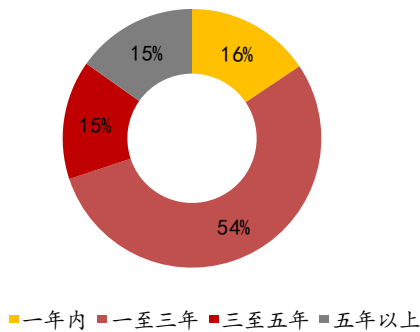
债务结构优化，融资成本持续下降。公司 2022H1 有息负债共 2698 亿元，其中银行及其他贷款和担保票据及公司债券分别为 1722 亿元和 976 亿元，银行及其他贷款占 63.8%。从有息债券的期限结构来看，1-3 年期债券占比超过五成。2018-2022H1 公司融资成本由 4.30% 降至 3.44%。

图 25：公司有息负债结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 26：2018-2022H1 公司加权平均借贷成本持续下降


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 27：2022H1 有息债券到期结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司销售表现稳健，上半年销售降幅小于行业整体水平，排名呈现逆势提升，且截至 2022 年中公司已售未结转金额 1586 亿元，可结算资源充足，预计公司物业发展业务 2022-2024 年结算金额增速分别为 3%/6%/5%；

假设 2：截至 2022H1 公司储备商业物业项目总建筑面积为 490 万平方米，随着储备项目逐渐入市，预计公司物业投资业务 2022-2024 年租金收入增速分别为 10%/10%/8%；

假设 3：公司其他业务 2022-2024 年营业收入增速分别为 5%/10%/8%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入

单位：百万元人民币		2021A	2022E	2023E	2024E
物业开发	收入	236,356	243,446	258,053	270,956
	增速	31%	3%	6%	5%
物业投资	收入	4,667	5,134	5,647	6,099
	增速	15%	10%	10%	8%
其他	收入	1,218	1,279	1,407	1,519
	增速	28%	5%	10%	8%
合计	收入	242,241	249,859	265,107	278,574
	增速	30%	3%	6%	5%
	毛利率	23.5%	23.5%	23.5%	23.5%

数据来源：公司公告，西南证券

4.2 相对估值

预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 416.5/439.8/462.2 亿元，增速分别为 3.7%/5.6%/5.1%。我们选取华润置地、万科 A、龙湖集团、保利发展作为可比公司，2022 年可比公司平均 PE 为 6.3 倍。给予公司 2022 年 6 倍 PE，目标价 22.86 元（26.18 港元），首次覆盖给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

代码	简称	市值 (亿元)	归母净利润(百万元)				市盈率 PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
1109.HK	华润置地	1,896	32,401	34,089	37,701	42,500	5.9	5.6	5.0	4.5
000002.SZ	万科 A	1,855	22,524	24,391	26,615	28,851	10.2	7.6	7.0	6.4
0960.HK	龙湖集团	1,344	23,854	26,774	29,982	33,883	7.6	5.0	4.5	4.0
600048.SH	保利发展	1,966	27,388	28,170	30,642	34,305	6.8	7.0	6.4	5.7
平均值							7.6	6.3	5.7	5.1

数据来源：Wind，西南证券整理（截至 2022.8.25）

5 风险提示

- 1) 房地产竣工交付低于预期；
- 2) 销售及回款不及预期；
- 3) 政策调控风险等。

附：财务报表

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	648,957	686,553	722,193	763,724	营业收入	242,241	249,859	265,107	278,574
现金	129,861	137,749	143,658	154,521	其他收入	296	0	0	0
应收账款	6,288	9,328	9,608	10,290	营业成本	185,215	191,040	202,698	212,995
存货	450,620	474,512	499,999	526,483	销售费用	3,778	3,897	4,135	4,345
其他	62,187	64,963	68,928	72,429	管理费用	3,191	3,248	3,446	3,621
非流动资产	220,950	243,720	266,503	289,299	财务费用	-1,373	-1,324	-1,262	-1,432
固定资产	5,077	4,850	4,636	4,436	除税前溢利	63,130	64,907	68,539	72,034
无形资产	56	53	50	47	所得税	20,068	20,121	21,247	22,330
其他	215,817	238,817	261,817	284,817	净利润	43,062	44,786	47,292	49,703
资产总计	869,907	930,272	988,696	1,053,023	少数股东损益	2,906	3,135	3,310	3,479
流动负债	293,901	304,480	310,612	320,235	归母净利润	40,155	41,651	43,982	46,224
短期借款	38,221	44,721	51,221	57,721	EBITDA	50,761	51,984	55,124	57,896
应付账款及票据	79,339	79,861	79,118	78,656	EPS (元)	3.67	3.81	4.02	4.22
其他	176,341	179,899	180,273	183,859					
非流动负债	218,900	223,900	228,900	233,900	主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
长期负债	197,302	202,302	207,302	212,302	成长能力				
其他	21,598	21,598	21,598	21,598	营业收入	30.38%	3.14%	6.10%	5.08%
负债合计	512,800	528,380	539,512	554,135	归属母公司净利润	-8.54%	3.72%	5.60%	5.10%
普通股股本	74,034	74,034	74,034	74,034	获利能力				
储备	269,109	310,760	354,742	400,966	毛利率	23.54%	23.54%	23.54%	23.54%
归属于母公司权益	343,560	385,211	429,193	475,417	净利率	17.78%	17.92%	17.84%	17.84%
少数股东权益	13,546	16,681	19,992	23,471	ROE	11.69%	10.81%	10.25%	9.72%
股东权益合计	357,106	401,892	449,184	498,888	ROIC	5.80%	5.49%	5.35%	5.17%
负债和股东权益	869,907	930,272	988,696	1,053,023	偿债能力				
					资产负债率	58.9%	56.8%	54.6%	52.6%
					净负债比率	29.6%	27.2%	25.6%	23.2%
					流动比率	2.21	2.25	2.33	2.38
					速动比率	0.63	0.65	0.66	0.69
					营运能力				
					总资产周转率	0.29	0.28	0.28	0.27
					应收账款周转率	31.22	32.00	28.00	28.00
					应付账款周转率	2.31	2.40	2.55	2.70
					每股指标(元)				
					每股收益	3.67	3.81	4.02	4.22
					每股经营现金	2.06	0.74	0.51	0.89
					每股净资产	31.39	35.20	39.21	43.44
					估值比率				
					P/E	4.40	4.77	4.52	4.30
					P/B	0.51	0.52	0.46	0.42
					EV/EBITDA	5.57	5.70	5.47	5.22
现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E					
经营活动现金流	22,565	8,131	5,532	9,695					
净利润	40,155	41,651	43,982	46,224					
折旧摊销	408	310	297	284					
少数股东权益	2,906	3,135	3,310	3,479					
营运资金变动及其他	-20,905	-36,965	-42,056	-40,292					
投资活动现金流									
资本支出	-226	-80	-80	-80					
其他投资	-14,239	-11,091	-10,551	-10,011					
筹资活动现金流									
普通股增加	-108	0	0	0					
借款增加	38,846	11,500	11,500	11,500					
已付股利	-10,732	-573	-493	-241					
其他	-13,580	0	0	0					
现金净增加额	22,197	7,888	5,909	10,863					

数据来源：公司公告，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于恒生指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于恒生指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于恒生指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn