

投资评级 优于大市 维持

股票数据

| | |
|-----------------|-------------|
| 04 月 30 日收盘价(元) | 14.54 |
| 52 周股价波动(元) | 12.40-18.35 |
| 总股本/流通 A 股(百万股) | 1007/1007 |
| 总市值/流通市值(百万元) | 14646/14646 |

相关研究

《经营稳健增长，负债率进一步降低》
2019.04.19

市场表现



| | | | |
|-----------|-----|-----|------|
| 沪深 300 对比 | 1M | 2M | 3M |
| 绝对涨幅(%) | 6.5 | 2.7 | -7.4 |
| 相对涨幅(%) | 0.0 | 3.4 | -5.2 |

资料来源：海通证券研究所

分析师:金晶

Tel:(021)23154128

Email:jj10777@htsec.com

证书:S0850518120002

分析师:涂力磊

Tel:(021)23219747

Email:tl5535@htsec.com

证书:S0850510120001

年报及一季报点评：疫情冲击短期经营，看好 2H 业绩回升

投资要点：

- **2019 年年报点评：1) 经营表现靓丽，归母净利润同增 25.53%。**报告期内，公司实现营业收入 35.30 亿元，同比增长 11.3%；利润总额 13.01 亿元，同比增长 25.64%；归母净利润为 9.72 亿元，同比增长 25.53%。2019 年预计向全体股东每 10 股派发现金红利 3.80 元(含税)，共计派发股利约 3.83 亿元。
- **2) 经营情况稳步向好，商城租金及出租率改善显著。**报告期，公司营业收入的主要贡献为写字楼、商城、酒店、公寓于 2018 年 4 月起停业进行装修改造无收入。商城业态平均租金为 982 元/平米/月，平均出租率为 94.9%，较 2018 年增加 5.5 个百分点。商城的营业收入较 2018 年有所增加，主要是国贸东楼商城于 2018 年 7 月完成竣工验收备案投入使用后新增收入，以及商城整体出租率及租金水平较 2018 年上升。
- **3) 利润率进一步提升，资产规模持续扩大。**公司毛利率为 53.41%，同比上升 1.85 个百分点；净利率为 27.55%，同比上升 3.12 个百分点。总资产规模 118.02 亿元，同比增长 6.40%；净资产规模 75.73 亿元，同比增长 9.40%。
- **2020 年展望。**2020 年，公司预计实现营业收入 31.8 亿元，成本费用 18.8 亿元，税金及附加 3.2 亿元，利润总额 10.0 亿元。
- **2020 年一季报点评：Q1 经营受疫情影响，酒店业务近乎停摆导致业绩下滑。**2020Q1 公司实现营业收入 7.30 亿元，同比减少 14.69%；实现归母净利润 2.04 亿元，同比减少 16.78%。主要是受新冠肺炎疫情的影响，酒店经营受到严重冲击，公司来自于酒店的经营收入较上年同期减少约 1.0 亿元，降幅达 65.8%。受疫情影响，写字楼租金同比上升，出租率小幅下滑；而商城的租金同比小幅下滑，出租率小幅回升。
- **投资建议：维持“优于大市”评级。**中国国贸 2020Q1 业绩受疫情冲击下滑幅度较大，主要是酒店业务收入下滑较大。我们预计，随着各地疫情防控降级、人员流动增加，酒店业务有望逐步恢复，叠加公寓有望 2020Q3 投入运营，2020 年下半年的收入和现金流表现会有显著改善。此外，公司资本开支显著减少，负债率较低，长期借款还款能力无忧，中长期的分红能力优秀。截至 2020 年 4 月 30 日，中国国贸收盘价为 14.54 元，对应 2020 年和 2021 年 PE 在 15.61 倍和 13.53 倍。我们给予公司 2020 年 20-24XPE，合理价值区间在 18.62-22.35 元，维持公司“优于大市”评级。**风险提示：**1) 经济下行导致写字楼、商城需求不足；2) 行业面临基本面下行风险。

主要财务数据及预测

| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 3171 | 3530 | 3331 | 3780 | 3953 |
| (+/-)YoY(%) | 14.6% | 11.3% | -5.6% | 13.5% | 4.6% |
| 净利润(百万元) | 775 | 972 | 938 | 1083 | 1160 |
| (+/-)YoY(%) | 22.0% | 25.5% | -3.5% | 15.4% | 7.2% |
| 全面摊薄 EPS(元) | 0.77 | 0.97 | 0.93 | 1.07 | 1.15 |
| 毛利率(%) | 51.6% | 53.4% | 54.5% | 53.8% | 54.2% |
| 净资产收益率(%) | 11.2% | 12.8% | 11.6% | 12.4% | 12.3% |

资料来源：公司年报 (2018-2019)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

事件:

公司 2020 年 4 月 28 日公告 2019 年年度报告, 4 月 30 日公告 2020 年第一季度报告。

2019 年年报点评:

经营表现靓丽, 归母净利润同增 25.53%

报告期内, 公司实现营业收入 35.30 亿元, 同比增长 11.33%; 利润总额 13.01 亿元, 同比增长 25.64%; 归属于母公司净利润为 9.72 亿元, 同比增长 25.53%; 实现 (稀释) 每股收益 0.97 元, 同比增长 25.97%; 2019 年预计向全体股东每 10 股派发现金红利 3.80 元 (含税), 共计派发股利约 3.83 亿元, 占归属于上市公司股东净利润的比率为 39.36%, 同比下降 2.25 个百分点。

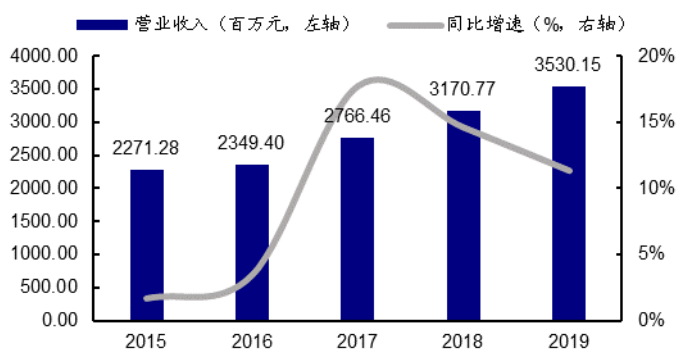
截止报告期末, 三项费用占收入比为 8.46%, 同比减少 1.56 个百分点。2019 年公司销售费用为 1.00 亿元, 同比增长 15.50%; 管理费用为 8546 万元, 同比下降 0.63%; 财务费用 1.13 亿元, 同比大幅下降 22.10%。

表 1 公司利润表情况

| 单位: 百万元 | 2019 | 2018 | YOY% | 海通分析 |
|-----------|---------|---------|---------|--|
| 一、营业总收入 | 3530.15 | 3170.77 | 11.33% | |
| 二、营业总成本 | 2263.39 | 2141.26 | 5.70% | |
| 营业成本 | 1644.63 | 1536.00 | 7.07% | 主要系国贸中心东楼商城投入使用后, 在收入增加的同时, 相应的营业成本有所增加。 |
| 营业税金及附加 | 320.24 | 287.72 | 11.30% | |
| 销售费用 | 100.44 | 86.96 | 15.50% | |
| 管理费用 | 85.46 | 86.00 | -0.63% | |
| 财务费用 | 112.62 | 144.58 | -22.10% | |
| 资产减值损失 | 0.00 | 0.00 | 0.00% | |
| 投资净收益 | 7.22 | 11.23 | -35.65% | |
| 三、营业利润 | 1283.18 | 1061.42 | 20.89% | |
| 加: 营业外收入 | 23.44 | 16.10 | 45.55% | |
| 减: 营业外支出 | 5.24 | 41.72 | -87.44% | |
| 四、利润总额 | 1301.38 | 1035.80 | 25.64% | |
| 减: 所得税 | 328.29 | 260.33 | 26.11% | |
| 五、净利润 | 973.08 | 775.47 | 25.48% | |
| 减: 少数股东损益 | 0.66 | 0.82 | -20.39% | |
| 归属母公司净利润 | 972.43 | 774.65 | 25.53% | |
| 六、每股收益 | | | | |
| 稀释每股收益(元) | 0.97 | 0.77 | 25.97% | |

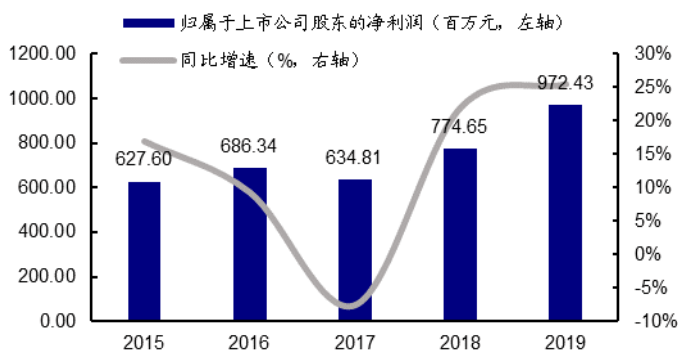
资料来源: 公司 2018、2019 年年报, 海通证券研究所

图1 公司 2015-2019 年营业收入情况



资料来源: 公司 2015-2019 年年报, 海通证券研究所

图2 公司 2015-2019 年归属于上市公司股东的净利润情况

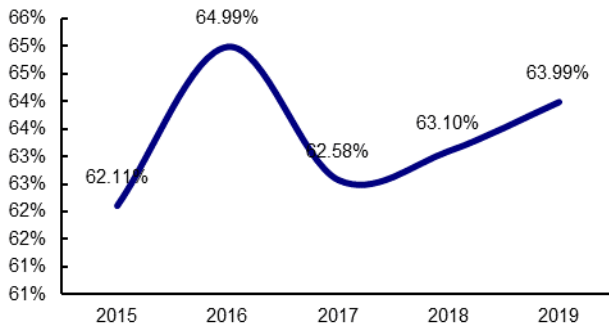


资料来源: 2015-2019 年年报, 海通证券研究所

经营情况稳步向好，商城租金及出租率改善显著

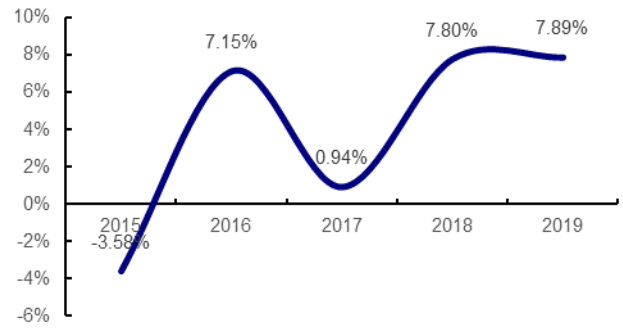
报告期内，公司的营业收入分为物业租赁及管理、酒店经营，分别占营业收入比重为 81.14%、18.86%，其中物业租赁及管理销售毛利率为 63.99%，较 2018 年增加 0.89 个百分点；酒店经营销售毛利率为 7.89%，较 2018 年增加 0.09 个百分点。物业租赁及管理又分为写字楼、商城、公寓及其他业态，报告期内营业收入分别占到主营业务收入的 44.46%、26.91%、0%、9.77%。商城的营业收入较 2018 年有所增加，主要是国贸东楼商城于 2018 年 7 月完成竣工验收备案投入使用后新增收入，以及商城整体出租率及租金水平较 2018 年上升；公寓于 2018 年 4 月起停业进行装修改造，本期为暂停业状态。

图3 公司 2015-2019 年物业租赁及管理销售毛利率 (%)



资料来源：公司 2015-2019 年年报，海通证券研究所

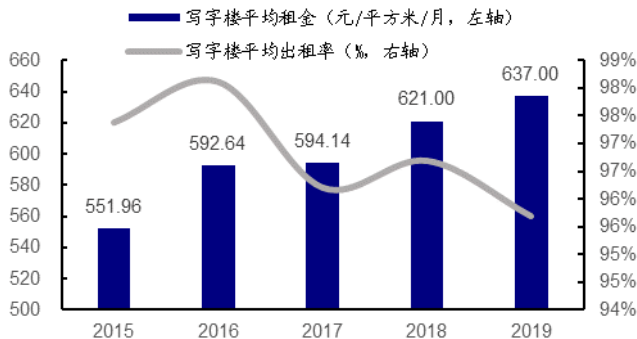
图4 公司 2015-2019 年酒店经营毛利率 (%)



资料来源：2015-2019 年年报，海通证券研究所

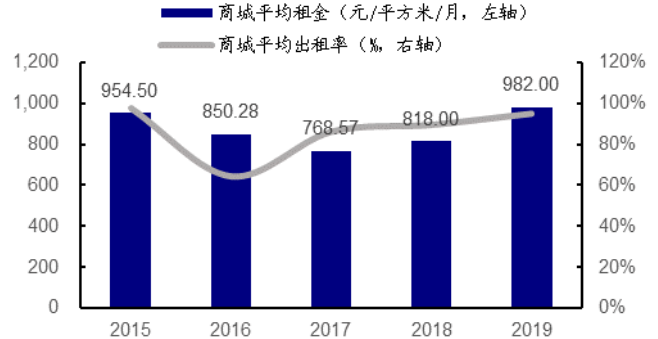
报告期内，公司写字楼业态的平均租金为 637 元/平米/月，平均出租率 95.7%，较 2018 年减少 1.0 个百分点；商城业态平均租金为 982 元/平米/月，平均出租率为 94.9%，较 2018 年增加 5.5 个百分点。

图5 2015-2019 年公司写字楼平均租金和出租率



资料来源：公司 2015-2019 年年报，海通证券研究所

图6 2015-2019 年公司商城平均租金和出租率



资料来源：公司 2015-2019 年年报，海通证券研究所

利润率进一步提升，资产规模持续扩大

报告期，公司毛利率为 53.41%，同比上升 1.85 个百分点；净利率为 27.55%，同比上升 3.12 个百分点。截至报告期末，公司资产负债率为 35.83%，同比下降 1.76 个百分点；净负债率为 19.16%，同比下降 11.72 个百分点；剔除预收账款资产负债率为 34.77%，同比下降 1.49 个百分点。

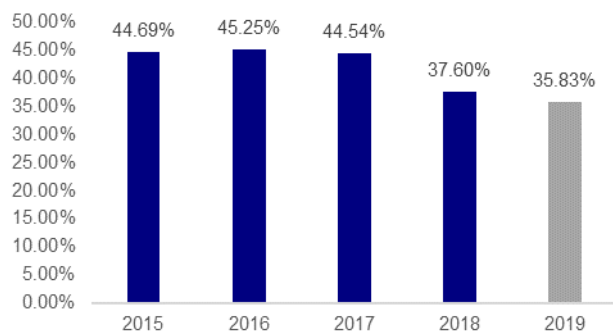
截至报告期末，公司总资产规模 118.02 亿元，同比增长 6.40%；净资产规模 75.73 亿元，同比增长 9.40%；货币资金为 12.12 亿元，同比大幅增长 123.34%，主要系筹资活动产生的现金净流出减少所致；一年内到期的非流动负债为 0 元，主要是因为本期偿还了到期的“14 国贸 01”公司债券 5 亿元。

表 2 公司资产负债表、现金流量表和其他核心财务数据分析

| (%) | 2019 | 2018 | Ppt | 海通分析 |
|-------------|----------|----------|-----------|---------------------------------|
| 毛利率 | 53.41% | 51.56% | 1.85 | |
| 净利率 | 27.55% | 24.43% | 3.12 | |
| 资产负债率 | 35.83% | 37.60% | -1.76 | |
| 净负债率 | 19.16% | 30.87% | -11.72 | 主要系公司一年内到期的非流动负债减少所致。 |
| 三项费用占收入比 | 8.46% | 10.01% | -1.56 | |
| ROE（摊薄） | 12.85% | 11.19% | 1.65 | |
| (百万元) | 2019 | 2018 | YOY (%) | 海通分析 |
| 总资产 | 11802.42 | 11092.73 | 6.40% | |
| 净资产 | 7573.06 | 6922.32 | 9.40% | |
| 货币现金 | 1212.16 | 542.75 | 123.34% | 主要系筹资活动产生的现金净流出减少所致。 |
| 预收账款 | 125.78 | 148.15 | -15.10% | |
| 一年内到期的非流动负债 | 0.00 | 499.99 | -100.00% | 主要系本期偿还了到期的“14 国贸 01”公司债券 5 亿元。 |
| 经营活动现金流净额 | 1537.17 | 1444.51 | 6.41% | |

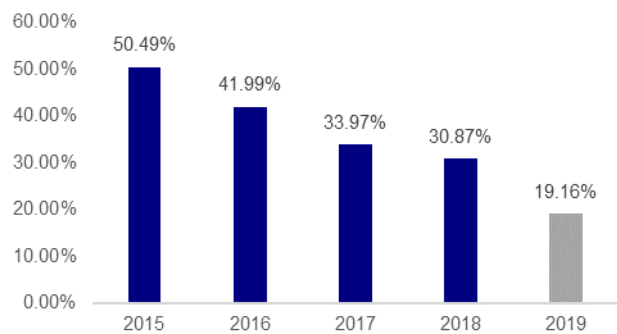
资料来源：公司 2018、2019 年年报，海通证券研究所

图7 公司 2015-2019 年资产负债率



资料来源：wind，海通证券研究所

图8 公司 2015-2019 年净负债率



资料来源：wind，海通证券研究所

2020 年展望

2020 年，公司预计实现营业收入 31.8 亿元，成本费用 18.8 亿元，税金及附加 3.2 亿元，利润总额 10.0 亿元。与 2019 年相比，营业收入和利润总额均有所减少，主要是受新冠肺炎疫情影响，公司来自于写字楼和商城的租金收入以及酒店的营业收入均将较上年有所减少。

2020 年一季报点评：

Q1 经营受疫情影响，酒店业务近乎停摆导致业绩下滑

2020 年第一季度，公司实现营业收入 7.30 亿元，较上年同期减少 14.69%；一季度公司实现归属于母公司净利润 2.04 亿元，较上年同期减少 16.78%；实现（稀释）每股收益 0.20 元，较上年同期减少 16.78%。报告期内经营性活动产生的现金流净额为 3.57 亿元，较上年同期减少 18.11%。报告期内公司营业收入、归属于上市公司股东的净利润、经营活动产生的现金流量净额等均较上年同期减少，主要是受新冠肺炎疫情的影响，酒店经营受到严重冲击，公司来自于酒店的经营收入较上年同期减少约 1.0 亿元，降幅达 65.8%。

2020 年第一季度，写字楼平均租金为 640 元/平米/月，比上年同期增加 10 元/平米/月；平均出租率为 94.5%，比上年同期减少 0.6 个百分点。其中，三期 A 阶段项目中的写字楼平均出租率为 91.4%，同比下滑 5.1 个百分点，主要是受部分租户退租和合约到期、写字楼市场高供应量以及新冠肺炎疫情导致新租放缓和市场需求受到抑制等因素影响。商城平均租金为

925 元/平米/月，同比下滑 26 元/平米/月，平均出租率为 95.6%，同比上升 2.5 个百分点。商城平均租金低于上年同期，主要是受新冠肺炎疫情影响，部分租户经营出现困难，公司对商城租户减免了部分租金和物业管理费。国贸公寓由南、北两座 30 层高的公寓楼组成，建筑面积约为 8 万平方米。为进一步提升国贸公寓档次以及市场竞争力，公司于 2018 年 4 月开始对国贸公寓进行整体装修改造。截至目前，国贸公寓装修改造项目的施工收尾工作因新冠肺炎疫情影响有所推迟；如果疫情在短期内得到有效的控制，公司力争 2020 年第三季度投入运营。

盈利预测

我们预计 2020-2022 年营业收入分别为 33.31 亿元、37.80 亿元、39.53 亿元，预计归母净利润分别为 9.38 亿元、10.83 亿元、11.60 亿元，对应 EPS 分别在 0.93 元、1.07 元、1.15 元。

表 3 公司营业收入和成本分拆预测（百万元）

| | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 写字楼 | 1570 | 1523 | 1573 | 1613 |
| 商场 | 950 | 881 | 929 | 967 |
| 公寓 | 0 | 83 | 199 | 211 |
| 其他 | 345 | 345 | 414 | 497 |
| 物业租赁及管理收入 | 2864 | 2832 | 3115 | 3288 |
| 毛利率（%） | 63.99% | 63.60% | 63.60% | 63.60% |
| 物业租赁及管理成本 | 1031 | 1031 | 1134 | 1197 |
| 酒店经营收入 | 666 | 499 | 664 | 664 |
| 增速（%） | 0.6% | -25.0% | 33.0% | 0.0% |
| 毛利率（%） | 7.89% | 3.00% | 7.80% | 7.80% |
| 酒店经营成本 | 613 | 484 | 612 | 612 |
| 营业收入总计 | 3530 | 3331 | 3780 | 3953 |
| 增速（%） | 11.3% | -5.6% | 13.5% | 4.6% |
| 营业成本总计 | 1645 | 1515 | 1746 | 1809 |
| 毛利率（%） | 53.4% | 54.5% | 53.8% | 54.2% |

资料来源：2019 年年报，海通证券研究所

我们预计 2022 年公司自由现金流为 16.76 亿元，考虑偿还长期借款的影响因素，调整后的自由现金流为 14.79 亿元。我们假设贝塔值为 1.2，无风险利率 3.6%，市场预期收益率为 10%，税率 25%，债务成本 4.41%，债务比率 36%，则 WACC 为 8.41%。按照自由现金流法计算的中值约为 240 亿元，按照最新股本计算下对应股价为 23.84 元。

表 4 基于 WACC 和永续增长率的敏感性分析及公司永续现金流法下估值

| | | | | |
|--------------|-----------|-------|-------|-------|
| 假设条件 | | | | |
| 调整后 FCF（百万元） | 1479 | | | |
| 现值（百万元） | 1259 | | | |
| WACC | 8.41% | | | |
| 永续增长率敏感区间 | WACC 敏感区间 | | | |
| | （百万元） | 7.0% | 8.4% | 9.8% |
| | 1% | 21190 | 17181 | 14448 |
| | 3% | 32415 | 24011 | 19067 |
| | 5% | 66088 | 38875 | 27537 |

资料来源：海通证券研究所

投资建议：维持“优于大市”评级。

中国国贸 2020Q1 业绩受疫情冲击下滑幅度较大，主要是酒店业务收入下滑较大。我们预计，随着各地疫情防控降级、人员流动增加，酒店业务有望逐步恢复，叠加公寓有望 2020Q3 投入运营，2020 年下半年的收入和现金流表现会有显著改善。此外，公司资本开支显著减少，负债率较低，长期借款还款能力无忧，中长期的分红能力优秀。我们选取了 A 股的一些含持有商业物业的公司作对比，但各家的主营模式上略有差异，中国国贸是更纯粹的商业地产股票，以租赁与经营业务为核心，且资产位置处于北京核心地段，更为优质。截至 2020 年 4 月 30 日，中国国贸收盘价为 14.54 元，对应 2020 年和 2021 年 PE 在 15.61 倍和 13.53 倍。我们给予公司 2020 年 20-24XPE，合理价值区间在 18.62-22.35 元，维持公司“优于大市”评级。

表 5 市场相关“商业地产”公司估值情况（按 2020 年 4 月 30 日计算）

| 公司 | 收盘价 (人民币 元/股) | EPS (元/股) | | | PE (倍) | | | PEG |
|------|---------------------|-----------|-------|-------|--------|-------|-------|------|
| | | 2019 | 2020E | 2021E | 2019 | 2020E | 2021E | |
| 陆家嘴 | 11.71 | 0.91 | 0.95 | 1.07 | 12.87 | 12.33 | 10.94 | 1.46 |
| 浦东金桥 | 14.28 | 0.97 | 1.22 | 1.52 | 14.72 | 11.70 | 9.39 | 0.46 |
| 平均 | | | | | 13.79 | 12.02 | 10.17 | 0.96 |

资料来源：Wind 数据，陆家嘴、浦东金桥 EPS 为 Wind 一致预期，海通证券研究所
备注：原可比公司小商品城已没有 wind 一致预期，故替换为浦东金桥。

风险提示：1）经济下行导致写字楼、商城需求不足； 2）行业面临基本面下行风险。

财务报表分析和预测

| 主要财务指标 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 利润表（百万元） | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 每股指标（元） | | | | | 营业总收入 | 3530 | 3331 | 3780 | 3953 |
| 每股收益 | 0.97 | 0.93 | 1.07 | 1.15 | 营业成本 | 1645 | 1515 | 1746 | 1809 |
| 每股净资产 | 7.52 | 8.03 | 8.67 | 9.34 | 毛利率% | 53.4% | 54.5% | 53.8% | 54.2% |
| 每股经营现金流 | 1.53 | 1.45 | 1.71 | 1.71 | 营业税金及附加 | 320 | 302 | 343 | 359 |
| 每股股利 | 0.38 | 0.42 | 0.44 | 0.48 | 营业税金率% | 9.1% | 9.1% | 9.1% | 9.1% |
| 价值评估（倍） | | | | | 营业费用 | 100 | 95 | 102 | 107 |
| P/E | 15.06 | 15.61 | 13.53 | 12.63 | 营业费用率% | 2.8% | 2.9% | 2.7% | 2.7% |
| P/B | 1.93 | 1.81 | 1.68 | 1.56 | 管理费用 | 85 | 87 | 91 | 96 |
| P/S | 4.15 | 4.40 | 3.88 | 3.71 | 管理费用率% | 2.4% | 2.6% | 2.4% | 2.4% |
| EV/EBITDA | 10.12 | 8.07 | 6.78 | 5.93 | EBIT | 1379 | 1332 | 1497 | 1582 |
| 股息率% | 2.6% | 2.9% | 3.0% | 3.3% | 财务费用 | 113 | 96 | 87 | 70 |
| 盈利能力指标（%） | | | | | 财务费用率% | 3.2% | 2.9% | 2.3% | 1.8% |
| 毛利率 | 53.4% | 54.5% | 53.8% | 54.2% | 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 净利率 | 27.5% | 28.2% | 28.6% | 29.3% | 投资收益 | 7 | 7 | 8 | 8 |
| 净资产收益率 | 12.8% | 11.6% | 12.4% | 12.3% | 营业利润 | 1283 | 1247 | 1428 | 1532 |
| 资产回报率 | 8.2% | 7.7% | 8.4% | 8.8% | 营业外收支 | 18 | 8 | 20 | 20 |
| 投资回报率 | 10.1% | 9.3% | 9.9% | 10.3% | 利润总额 | 1301 | 1255 | 1448 | 1552 |
| 盈利增长（%） | | | | | EBITDA | 1886 | 1796 | 1961 | 2047 |
| 营业收入增长率 | 11.3% | -5.6% | 13.5% | 4.6% | 所得税 | 328 | 316 | 365 | 391 |
| EBIT 增长率 | 17.5% | -3.4% | 12.3% | 5.7% | 有效所得税率% | 25.2% | 25.2% | 25.2% | 25.2% |
| 净利润增长率 | 25.5% | -3.5% | 15.4% | 7.2% | 少数股东损益 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 偿债能力指标 | | | | | 归属母公司所有者净利润 | 972 | 938 | 1083 | 1160 |
| 资产负债率 | 35.8% | 33.5% | 32.4% | 28.4% | | | | | |
| 流动比率 | 1.10 | 1.72 | 2.29 | 2.62 | 资产负债表（百万元） | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 速动比率 | 1.06 | 1.69 | 2.25 | 2.59 | 货币资金 | 1212 | 2078 | 3209 | 3878 |
| 现金比率 | 0.77 | 1.41 | 1.96 | 2.29 | 应收账款及应收票据 | 422 | 379 | 445 | 466 |
| 经营效率指标 | | | | | 存货 | 33 | 30 | 35 | 36 |
| 应收帐款周转天数 | 43.60 | 41.57 | 43.00 | 43.00 | 其它流动资产 | 52 | 53 | 59 | 63 |
| 存货周转天数 | 7.29 | 7.19 | 7.22 | 7.21 | 流动资产合计 | 1719 | 2540 | 3748 | 4442 |
| 总资产周转率 | 0.30 | 0.27 | 0.29 | 0.30 | 长期股权投资 | 15 | 18 | 21 | 24 |
| 固定资产周转率 | 1.91 | 1.93 | 2.37 | 2.69 | 固定资产 | 1847 | 1722 | 1597 | 1472 |
| | | | | | 在建工程 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | 无形资产 | 510 | 495 | 479 | 464 |
| | | | | | 非流动资产合计 | 10084 | 9629 | 9170 | 8706 |
| 现金流量表（百万元） | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 资产总计 | 11802 | 12169 | 12917 | 13148 |
| 净利润 | 972 | 938 | 1083 | 1160 | 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 少数股东损益 | 1 | 1 | 1 | 1 | 应付票据及应付账款 | 32 | 29 | 34 | 35 |
| 非现金支出 | 507 | 464 | 464 | 465 | 预收账款 | 126 | 123 | 129 | 130 |
| 非经营收益 | 104 | 101 | 86 | 73 | 其它流动负债 | 1409 | 1321 | 1477 | 1527 |
| 营运资金变动 | -47 | -48 | 88 | 28 | 流动负债合计 | 1566 | 1474 | 1639 | 1692 |
| 经营活动现金流 | 1537 | 1456 | 1722 | 1727 | 长期借款 | 2160 | 2100 | 2040 | 2040 |
| 资产 | -407 | 6 | 18 | 18 | 其它长期负债 | 503 | 503 | 503 | 0 |
| 投资 | -1 | -33 | -33 | -33 | 非流动负债合计 | 2663 | 2603 | 2543 | 2040 |
| 其他 | 6 | 33 | 38 | 41 | 负债总计 | 4229 | 4077 | 4182 | 3732 |
| 投资活动现金流 | -402 | 6 | 23 | 26 | 实收资本 | 1007 | 1007 | 1007 | 1007 |
| 债权募资 | 5 | -60 | -60 | -503 | 普通股股东权益 | 7570 | 8088 | 8731 | 9411 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 少数股东权益 | 3 | 3 | 4 | 5 |
| 其他 | -478 | -536 | -553 | -581 | 负债和所有者权益合计 | 11802 | 12169 | 12917 | 13148 |
| 融资活动现金流 | -473 | -596 | -613 | -1084 | | | | | |
| 现金净流量 | 662 | 866 | 1131 | 669 | | | | | |

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 30 日

资料来源：公司年报（2019），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

金晶 房地产行业
涂力磊 房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：中国恒大,光大嘉宝,碧桂园,中国国贸,金科股份,大悦城,旭辉控股集团,中骏集团控股,金地集团,招商蛇口,金融街,万科A,阳光城

投资评级说明

| 1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | 类 别 | 评 级 | 说 明 |
|--|--------|------|--------------------------------|
| | 股票投资评级 | 优于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上； |
| | | 中性 | 预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间； |
| | | 弱于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下； |
| | | 无评级 | 对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。 |
| | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上； |
| | | 中性 | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间； |
| | | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。 |

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。