

买入(首次)

鲁商置业

天时、地利、人和

目标价格:

11.6 元

当前价格:

8.24 元

报告摘要:

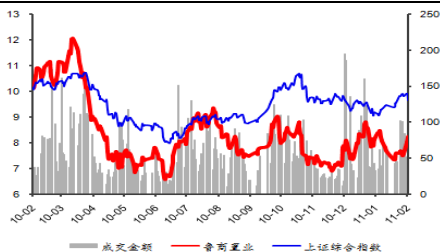
市场数据

房地产行业指数	1391.10
三个月涨跌幅	2.55%
上证综合指数	2932.25
沪深 300 指数	3251.91

基础数据

每股净资产(元)	0.74
资产负债率(%)	91.85%
总股本(百万)	1000
流通股(百万)	339

相对股价表现



相关研究

德邦证券房地产研究小组

联系人: 黄玉梅

8621-68761616-8288

huangym@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼, 200122

http://www.tebon.com.cn

城市综合体大型开发商初具雏形: 09 年完成重组, 是山东国资委旗下国有地产企业。公司正处于起步阶段, 定位大型的城市综合体开发商。

在人民币升值的大背景下, 地产的投资属性依然存在。当住宅投资的途径被政策调控堵住之后, 商业地产将成为投资资金的首选标的。

公司当前发展正值天时、地利、人和:

- 区域规划、交通改善助推经济大省再次腾飞: 山东 GDP 全国排名第三, 人均 GDP 全国排名第八。2011 年初国务院正式批复《山东半岛蓝色经济区发展规划》, 随后《济南都市圈城际轨道交通规划》出台, 将在济南与周边主要城市之间形成半小时直达时距, 区域各城市之间构成 1 小时交通圈。这都将是山东经济再次发展的契机。
- 山东省地产以刚性需求为主, 消费状况相对健康。但是随着经济的发展、交通的改善、人口的流动等因素, 供需存在缺口, 地产发展空间巨大。
- 城市化进程, 城市综合体地标工程需求增加, 表现为: (1) 新兴产业的引进, 对办公环境的要求增加, 由于二三线城市过去对于办公楼区域, 存在没有整体的规划, 相对分散; 以及投入较少, 存量不多的现象。(2) 城市化进程中, 对于便民的百货、超市需求增加。(3) 作为城市发展的形象, 综合体地标的的需求也在增加。

大股东鲁商集团拥有百货、超市、旅游、教育等多元资源, 能够对上市公司给予资金支持和资源支持。

盈利预测及估值分析: 我们认为公司未来面临销售收入提升、盈利能力进一步改善的转折, 给予公司“买入”评级。2010-2012 年公司营业收入将达到 27 亿、46.8 亿和 67 亿, 对应 EPS0.44 元、0.97 元和 1.37 元。2011 年 PE 为 8.53 倍。从 RNAV 计算, 每股价值 13.5 元, 对应当前价格折价 40%。给予 2011 年 12 倍的 PE, 对应目标价 11.6 元。

目录

1.山东城市综合体开发商.....	2
2.山东地产：天时、地利、人和	3
2.1 区域规划助推经济大省再次腾飞	3
2.2 交通规划相继出台	4
2.3 山东地产消费相对健康.....	5
2.4 城市化进程，城市综合体地标工程需求增加	6
3.大股东的支持.....	6
4.商业地产投资属性的替代效应将显现	7
5. 财务状况尚可	8
6. 盈利预测	8

图表

图表 1 公司的股权结构及主要分子公司	2
图表 2 2009 年和 2011 年项目储备结构对比.....	3
图表 3 2011 年项目储备的地域分布.....	3
图表 4 山东省 GDP 排名 2010 年 单位：亿元.....	3
图表 5 人均 GDP 排名，2010 年 单位：元/年.....	3
图表 6 京沪高铁站点图	4
图表 7 2001-2010 年商品房供销状况	5
图表 8 土地供应的缺口逐渐增大	5
图表 9 大股东旗下的产业子公司	7
图表 10 房地产销售价格指数	8
图表 11 土地价格指数	8
图表 12 2010-2013 年结算面积和结算金额预测	9

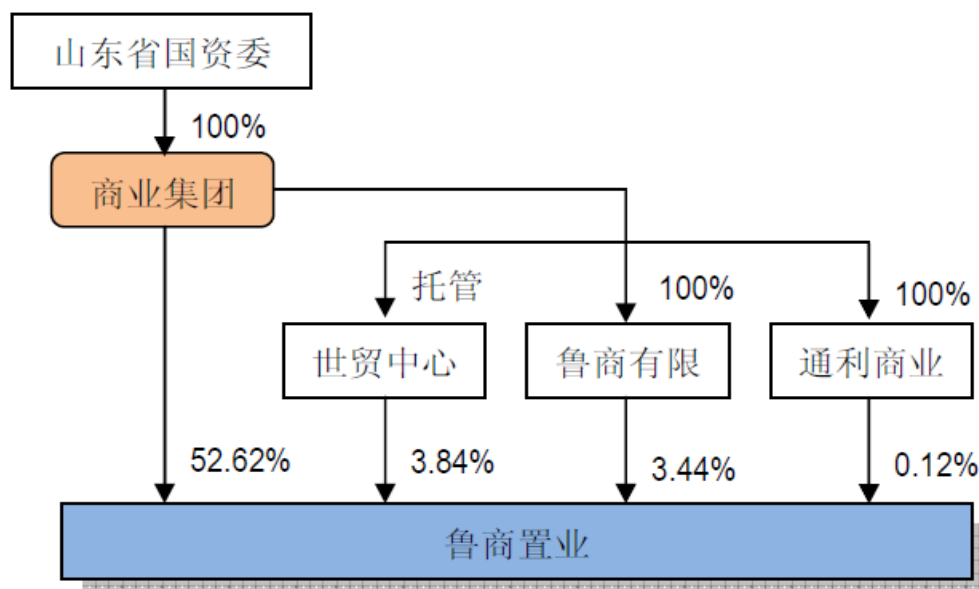
1. 山东城市综合体开发商

2008 年底，公司进行了重大资产重组。通过重大资产重组，公司将原有化纤、纺织、动力、药品、医疗、教育资产出售给重组方，并取得山东省商业房地产开发有限公司 100% 股权、山东银座地产有限公司 100% 股权、北京银座合智房地产开发有限公司 100% 股权、山东省鲁商置业有限公司 100% 股权、泰安银座房地产开发有限公司 87% 股权以及东营银座房地产开发有限公司 85% 股权。由此公司主营业务由分散的六大业务转变为专一的房地产开发与经营业务。

完成重组后，公司成为山东鲁商集团旗下的地产上市平台，隶属山东省国资委（图表 1）。重组完成之初，公司定位并不清晰，从土地储备来看，还是以住宅开发为主，约有 60-70% 的储备项目为住宅和别墅（图表 2）。但是 2010 年下半年，公司频频出手大型的商住项目。可以显示，公司战略逐渐清晰：将利用大股东在百货、超市、旅游、酒店、教育等方面的资源，以二三线城市为主要对象，发展大型城市综合体。

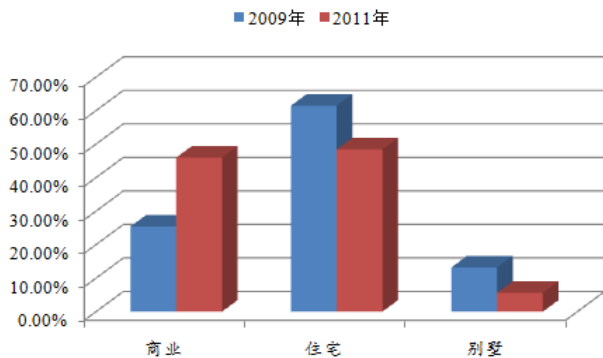
截止到目前，公司项目储备 865 万 m^2 ，公司商住储备比例基本各占一半，未来商业的比例还有可能增加。区域上，以济南、青岛为核心，逐渐向外辐射。

图表 1 公司的股权结构及主要分子公司

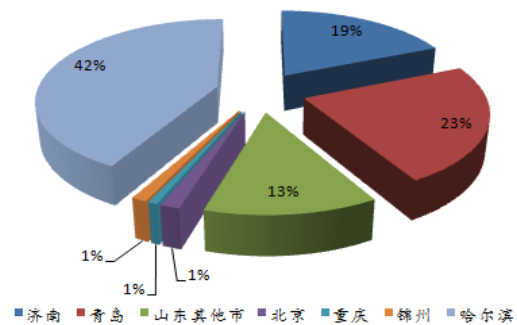


资料来源：公司公告，德邦研究

图表 2 2009 年和 2011 年项目储备结构对比



图表 3 2011 年项目储备的地域分布



资料来源:公司公告, 德邦研究

2. 山东地产：天时、地利、人和

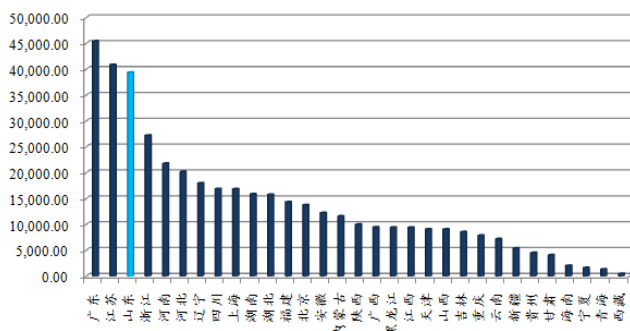
尽管鲁商置业上市之后，城市综合体业务还处于起步和发展阶段，但是通过对山东、公司的调研，我们认为，公司正处于天时、地利、人和的大背景下，发展前景可观。

2.1 区域规划助推经济大省再次腾飞

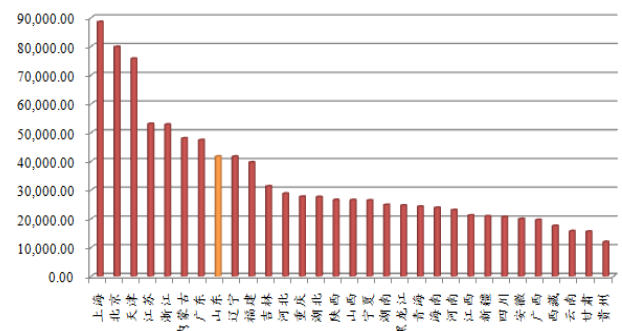
山东省经济大省，2010 年 GDP 总值排名全国第三，人均 GDP 排名全国第八。山东省共有 17 个省市，以青岛、烟台、济南、潍坊为核心，4 市的 GDP 总额占全省的 40%。

2011 年 1 月 4 日，国务院正式批复《山东半岛蓝色经济区发展规划》。这是“十二五”开局之年第一个获批的国家发展战略，也是我国第一个以海洋经济为主题的区域发展战略。山东半岛濒临渤海与黄海，东与朝鲜半岛、日本列岛隔海相望，西连黄河中下游地区，南接长三角地区，北临京津冀都市圈。地理位置优越、资源丰富，半岛蓝色经济发展规划将是山东经济再次发展的契机。

图表 4 山东省 GDP 排名 2010 年 单位：亿元



图表 5 人均 GDP 排名，2010 年 单位：元/年



资料来源:国家统计局, 德邦研究

2.2 交通规划相继出台

与经济规划配套而行的就是交通的改善。山东省“十二五”规划纲要提出，到 2015 年，铁路运营里程由目前的 3840 公里增加到 6100 公里，复线率达到 60%，电气化率达到 98%，高速铁路运营里程 358 公里。

随即《济南都市圈城际轨道交通规划》出台。根据《济南都市圈城际轨道交通规划》，建设周期为 2010 年至 2030 年的济南都市圈城际轨道交通，将把济南与淄博、泰安、莱芜、德州、聊城、滨州、东营连接起来。届时，城际轨道交通以大约 200 公里/小时的速度，将在济南与周边主要城市之间形成半小时直达时距，区域各城市之间构成 1 小时交通圈、工作圈和生活圈，让区域内市民出行、工作、生活如在同一座城市。

山东与上海、北京的距离也将随着京沪高铁的开通而缩短。京沪高速铁路于 2008 年 4 月 18 日开工，从北京南站出发终止于上海虹桥站，总长度 1318 公里，总投资约 2209 亿元。2010 年 11 月 15 日铺轨完成，将于 2011 年 6 月通车。它的建成将使北京和上海之间的往来时间，缩短到 5 小时以内。全线纵贯北京、天津、上海三大直辖市和河北、山东、安徽、江苏四省。

图表 6 京沪高铁站点图



资料来源：互联网，德邦研究

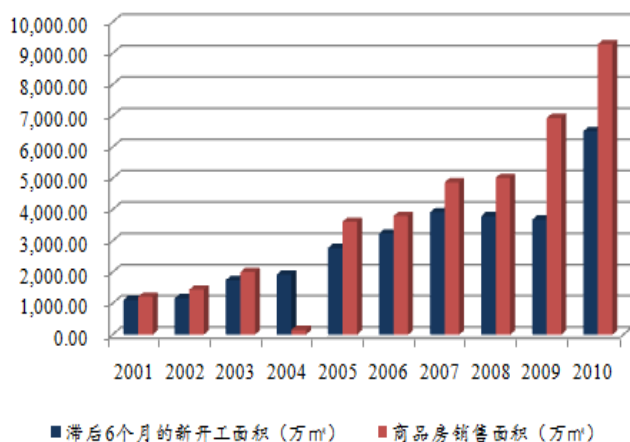
2.3 山东地产消费相对健康

山东省内地产消费状况相对健康。2010 年山东省商品房销售额 3666 亿，销售面积 9291 万 m^2 ，销售均价 3946 元/ m^2 ，低于全国商品房销售均价 5029 元/ m^2 。从涨幅上看，以 2009 年为例，全国平均房价涨幅 23.18%，涨幅第一的为上海 57%，山东省平均房价涨幅仅 18%。从居民支付能力来看，以全省平均水平来计算，房价收入比为 4.7（家庭人口为 2，房屋面积 100 m^2 ），处于国际普遍认为的认为 4-6 的合理区间内。

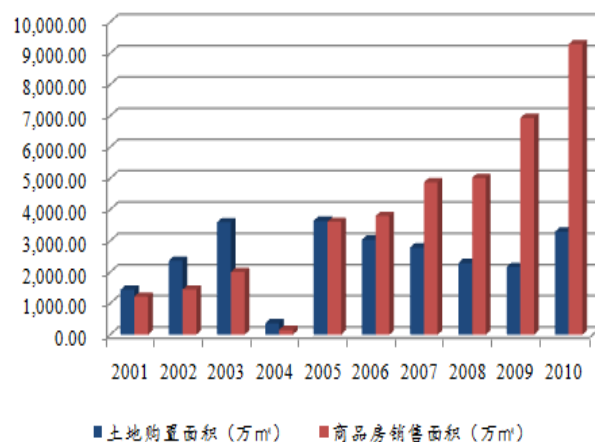
我们认为有几方面原因：一是人口流入较少，以刚性需求为主，根据山西统计局 07 年调查显示，根据 2007 年 1%人口抽样调查数据推算，全省流动人口总量约为 691 万人，较 2000 年第五次人口普查增加了 422.1 万人，其中 50%为省内流动。总流动人口占当年户籍人口的 7%。从调研了解到，投资性需求的比例约占 10%左右。二是城市化率有待提高。山东省城市化率 2009 年仅为 37.46%，低于全国平均水平，因此房价的地区结构性差异会比较大。

但是山东房地产市场发展的空间巨大。表现为：（1）随着区域经济规划的出台和落实，交通的改善，山东经济面临大发展的机遇；（2）《半岛蓝色经济区发展规划》中提到，到 2020 年，海洋生产总值年均增长 12%以上，人均地区生产总值达到 13 万元左右，城镇化水平达到 70%左右。再加上随着交通的改善、人口流动加大，住房需求巨大；（3）分析山东省商品房供销情况（图表 7），2008 年以前山东省商品房基本处于供销平衡状态，2009-2010 年供销缺口明显增大。另一方面从土地供应来看，土地购置面积从 2006 年开始，就呈现逐年下滑的状态（图表 8），且远远小于商品房销售面积。总的来看，山东商品房供销缺口较大，看好山东地产市场。

图表 7 2001-2010 年商品房供销状况



图表 8 土地供应的缺口逐渐增大



资料来源：中国指数研究院，德邦研究

2.4 城市化进程，城市综合体地标工程需求增加

随着经济的发展，尤其是二线城市，城市综合体的需求将增加。我们认为主要反映在以下几点：（1）新兴产业的引进，对办公环境的要求增加，由于二三线城市过去对于办公楼区域，存在没有整体的规划，相对分散；以及投入较少，存量不多的现象。（2）城市化进程中，对于便民的百货、超市需求增加。（3）作为城市发展的形象，综合体地标的的需求也在增加。

从以下几则报道中，也能看出山东主要城市对城市综合体的需求：

（1）济南将启动城中村改造。106 个集中居住社区济南市出台城中村改造相关规划，计划将现有城中村整合为 50 个成片改造项目和 5 个重点建设片区，将现有的 309 个城中村整合建设成 106 个集中居住社区。

（2）济南 16 个城市综合体布局初定。四城区均有分布编竣的“十二五”济南市城市综合体规划透露，济南重点建设 16 个城市综合体总用地 40 平方公里，可开发建筑面积约 7000 万 m^2 。其中老城区规划城市综合体 6 个，东部新区 4 个，西部新区 2 个，滨河新区 4 个。

（3）潍坊市与鲁商集团签订战略合作框架协议，潍坊滨海新区招商引资，酒店、零售、地产多方进行综合开发。

我们认为，鲁商置业定位城市综合体，是符合天时、地利的大背景。

3. 大股东的支持

鲁商集团，隶属山东人民政府国资委。拥有商业、地产、酒店等多元化资产和资源。2010 年集团总收入 350 亿。根据集团“双千亿规划”，2015 年集团销售收入将达到 1000 亿，2020 年达到 2000 亿。地产将作为大股东旗下重要的资产，而被大力扶持和推动。

做城市综合体的核心竞争力，一是在于资金实力，城市综合体通常都是 50-100 万 m^2 的大盘，对开发商资金运用的实力较高。二是资源的利用。万达广场最初的成功就是能与沃尔玛等大商场的合作，产生资源的协同效应。我们认为这两方面大股东鲁商集团都能对上市公司给予支持：一是不考虑大股东的信贷额度，截止 10 年 3 季度，大股东给予上市公司的资金支持就有 13 亿，反映在应收账款和一年内到期的非流动负债。二，兄弟公司的联动方面已经产生了良好的效益。如济南的鲁商广场，联手银座百货，成功运营，

当前写字楼的价格达到 14000 元/m²，而商铺的销售价格最高达到了 6.5 万元/m²。我们认为这种模式具有很强的复制性，像港汇、万达的异地扩张的成熟经验来看，公司省外扩张的前景也是可期的。

图表 9 大股东旗下的产业子公司

行业	具体情况
零售	银座集团，司已拥有 90 多家大型现代化商场、140 多家便民连锁超市，经营面积 260 多万平方米，从业人员 14 万多人，经营方式涉及现代百货、大型综合超市、家居、便利店、购物中心等多种业态，经营网络分布在山东省、河北省石家庄市、邢台市及河南濮阳等地。
制药	所属行业涉及药品、消毒制剂、保健食品、食品、化妆品、医疗器械和原料药，拥有“润洁”、“润舒”、“施沛特”、“明仁”“颐莲”等多个知名品牌。
地产	鲁商置业，注册资金人民币 10 亿元，年开发量逾 200 万平方米，总开发规模超 600 万平方米。开发业态涵盖了大型购物广场、商业步行街、住宅、写字楼、酒店等。
酒店	山东银座旅游集团，2009 年 3 月 31 日成立。旗下拥有酒店、餐饮、文化休闲以及旅行社等多个产业，从业人员近万人。其中，在济南拥有五星级索菲特银座大饭店一家、在淄博开办五星级银座华美达酒店一家，在建星级酒店有齐鲁宾馆项目、青岛凯悦国际酒店项目、临沂铂尔曼酒店项目和济南奥体中心万怡酒店项目；目前已营业的四星级酒店有银座泉城大酒店、济宁银座佳悦酒店、莱芜银座佳悦酒店；目前山东省内“银座佳驿”品牌经济型连锁酒店已达 20 余家。
教育	鲁商集团教育业在济南、青岛、烟台、淄博拥有三所大专院校和一所本科院校，在校生 5 万人；还在山东、北京、河南等地发展了 100 多家双语艺术幼儿园。
传媒	鲁商传媒集团旗下的媒体和业务主要有《山东商报》、山东新闻网、《新浪潮》杂志、《精品》杂志、《都市精品》杂志、《新聊斋》杂志、《诗书画》杂志，与新华社山东分社合作的新华手机报山东版，以及山东商报电子音像出版社、山东鲁商润民广告公司、济南飞鸿速达报刊发行公司、上优文化传播（上海）有限公司。
其他	山东永兴集团有限公司的前身是山东永兴矿业投资有限公司，经营范围主要为矿业投资及资本运营。

资料来源：德邦研究

4. 商业地产投资属性的替代效应将显现

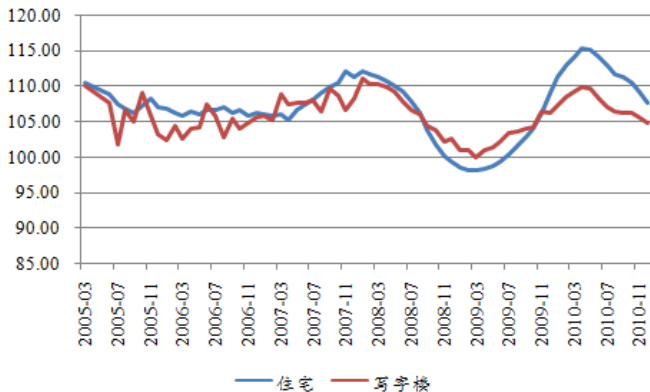
我们认为在人民币升值的大背景下，地产的投资属性依然存在。而当前调控政策来看，仅是针对住宅，并没有提到商业地产。对商业地产的销售影响较小，通常情况下，只需五成首付，执行基准利率，并且不存在限购停购。

从价格的角度来看，商住价格倒挂，价值存在低估（图表 10-11）。从投资收益率来看，商业地产的收益率高于住宅，也高于一年期存款利率。中投顾问最新发布的《2010-2015 年中国商业地产市场投资分析及前景预测报告》显示，目前商铺回报率大约在 7%-8%之

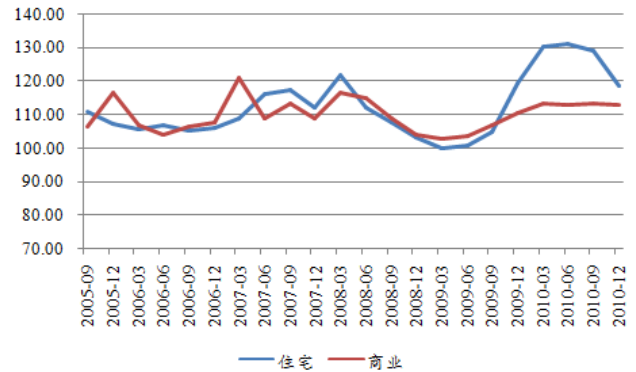
间，写字楼投资回报率约为 5%-6% 之间，住宅市场的租金回报率不足 3%。

在此情况下，我们认为地产商业地产将会成为投资资金的主要流向。商业地产的销售将在住宅低迷时期，成为投资的标的。

图表 10 房地产销售价格指数



图表 11 土地价格指数



资料来源:中国指数研究院, 德邦研究

5. 财务状况尚可

公司当前账面的资产负债率很高，2010 年 3 季度达到 91.85%，但是仔细看来，主要原因在于：一是预收账款 33 亿，占比较大，二是由于重组时未分配利润存在近 7 亿的亏损，减少了账面净资产。如果扣除这些，公司的资产负债率还处于较为合理的范畴。同时计入负债的大股东近 13 亿的资金支持，近乎零成本。

2011 年公司计划新开工 200 万 m^2 ，同比增长 100%。2011 年需要支付的地价合计约 50-60 亿。2010 年销售回款预计 50 亿，如果按计划销售，预计 2011 年回款将达到 80 亿。整体来看财务状况尚可。当然，也不排除公司还有拿地和加快建设的可能性，对于资金的筹措，除大股东继续加大支持外，公司也会考虑银行借款、信托等融资方式。

6. 盈利预测

毛利率将提升

据我们预测，公司当前在售的项目取得时间较早，平均单位成本（土地+建安等）为 6200

元/m², 平均销售价格 11700 元/m², 平均毛利率 53%。但是公司 2009 年整体毛利率 36.14%, 2010 年 3 季度为 34.98%。我们认为, 一方面近期结算的这些项目主要是 2009 年销售, 销售价格偏低, 另一方面随着毛利偏高的国奥城、济南鲁商广场、常春藤等项目的结算, 未来毛利率将逐步提升。

结算进度

2011 年销售主力项目为青岛鲁商中心、凤凰城、常春藤等项目。预计 2010-2013 年结算面积分别为 33.5 万 m²、48.5 万 m²、59 万 m² 和 65 万 m²。其中 2011-2012 年商业的结算金额占比能达到 43% 和 57%。

图表 12 2010-2013 年结算面积和结算金额预测

楼盘信息汇总	结算面积 (万 m ²)				结算金额 (万元)			
	2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013
国奥城	0	7	8	10	0	91000	120000	150000
东营银座广场	0	4	4	2	0	24000	24000	12000
鲁商广场(泉城中心)	2	3.5	0	0	40000	87500	0	0
济南常春藤	10	5	8	17	40000	25000	40000	85000
动感世代	0.5	4	4	1.5	2250	20000	20000	7500
凤凰城	5	8	10	12	25000	40000	50000	60000
蓝岸国际	5	5	5	3	40000	42500	42500	25500
青岛鲁商中心	0	0	8	12	0	0	240000	360000
一山一墅	0	4	3	2	0	36000	27000	18000
云山原筑	3	2	2	0	27000	18000	18000	0
蓝岸丽舍	4	4	4	0.89	68000	68000	68000	15130
御龙湾	4	2	3	5	28000	16000	24000	35000
合计	33.5	48.5	59	65.39	270250	468000	673500	768130

资料来源: 德邦研究

盈利预测

我们认为 2010-2012 年公司营业收入将达到 27 亿、46.8 亿和 67 亿, 对应 EPS0.44 元、0.97 元和 1.37 元。2011 年 PE 为 8.53 倍。从 RNAV 计算, 每股价值 13.5 元, 对应当前价格折价 40%。给予公司 2011 年 12 倍的 PE, 对应目标价 11.6 元。

资产负债表					单位:百万元					利润表					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	7,155	7,668	9,809	12,514	营业收入	2,500	2,703	4,680	6,735	营业成本	1,596	1,637	2,632	3,830	营业税金及附				
现金	831	811	702	674	加	234	270	468	674	营业费用	57	86	150	216	管理费用	38	41	70	101
应收账款	516	384	240	299	财务费用	1	12	3	-9	资产减值损失	-2	0	0	0	公允价值变动净	0	0	0	0
其他应收款	24	27	23	40	投资净收益	12	0	0	0	汇兑净收益	0	0	0	0	营业利润	588	657	1,357	1,924
预付款项	834	982	1,316	1,915	营业外净收支	-2	0	0	0	利润总额	586	657	1,357	1,924	所得税	146	164	339	481
存货	4,941	5,456	7,519	9,575	未确认的投资	0	0	0	0	净利率	440	493	1,018	1,443	少数股东损益	1	25	51	72
其他流动资产	7	8	9	10	归属母公司净利润	439	468	967	1,371	EBITDA	594	669	1,361	1,915	EPS (元)	0.44	0.47	0.97	1.37
非流动资产	81	86	82	83	EBITDA	594	669	1,361	1,915	EPS (元)	0.44	0.47	0.97	1.37	主要财务比率				
长期股权投资	50	37	31	34	归属于母公司净利润	439	468	967	1,371	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	成长能力				
固定资产	1	8	8	7	EBITDA	594	669	1,361	1,915	营业收入	-4.2%	8.1%	73.2%	43.9%	营业收入	-4.2%	8.1%	73.2%	43.9%
无形资产	42	0	0	0	EPS (元)	0.44	0.47	0.97	1.37	营业利润	-395.7%	11.7%	106.6%	41.8%	营业利润	-395.7%	11.7%	106.6%	41.8%
其他非流动资产	-13	40	44	42	归属于母公司净利润	439	468	967	1,371	归属于母公司净	-247.7%	6.5%	106.6%	41.8%	归属于母公司净	-247.7%	6.5%	106.6%	41.8%
资产总计	7,236	7,754	9,892	12,597	EBITDA	594	669	1,361	1,915	盈利能力					毛利率(%)	36.1%	39.4%	43.8%	43.1%
流动负债	4,982	5,107	6,227	6,972	EPS (元)	0.44	0.47	0.97	1.37	净利率(%)	17.6%	17.3%	20.7%	20.4%	净利率(%)	17.6%	17.3%	20.7%	20.4%
短期借款	200	700	700	700	归属于母公司净利润	439	468	967	1,371	ROE(%)	68.6%	42.2%	46.6%	39.8%	ROE(%)	68.6%	42.2%	46.6%	39.8%
应付账款	542	113	940	592	EBITDA	594	669	1,361	1,915	ROIC(%)	24.8%	22.1%	30.0%	26.7%	ROIC(%)	24.8%	22.1%	30.0%	26.7%
其他流动负债	4,240	4,295	4,587	5,680	归属于母公司净利润	439	468	967	1,371	偿债能力					资产负债率(%)	90.4%	84.7%	77.7%	71.1%
非流动负债	1,561	1,461	1,461	1,978	EBITDA	594	669	1,361	1,915	流动比率	1.44	1.50	1.58	1.79	流动比率	1.44	1.50	1.58	1.79
长期借款	1,257	1,257	1,257	1,774	归属于母公司净利润	439	468	967	1,371	速动比率	1.00	0.43	0.37	0.42	速动比率	1.00	0.43	0.37	0.42
其他非流动负债	304	204	204	204	EBITDA	594	669	1,361	1,915	营运能力					总资产周转率	0.50	0.36	0.53	0.60
负债合计	6,543	6,568	7,688	8,951	EPS (元)	0.44	0.47	0.97	1.37	净资产周转率	3.20	3.09	2.94	2.44	净资产周转率	3.20	3.09	2.94	2.44
少数股东权益	53	78	128	201	归属于母公司净利润	439	468	967	1,371	每股指标					每股指标				
股本	1,001	1,001	1,001	1,001	EBITDA	594	669	1,361	1,915	(元)					EPS	0.44	0.47	0.97	1.37
资本公积	319	319	319	319	归属于母公司净利润	439	468	967	1,371	每股净资产	0.64	1.11	2.07	3.44	每股净资产	0.64	1.11	2.07	3.44
留存收益	-680	-212	755	2,126	EBITDA	594	669	1,361	1,915	每股经营现金流	0.05	0.03	-0.11	-0.55	每股经营现金流	0.05	0.03	-0.11	-0.55
归属母公司股东权益	640	1,108	2,075	3,445	归属于母公司净利润	439	468	967	1,371	估值比率					P/E	18.77	17.62	8.53	6.02
负债和股东权益	7,236	7,754	9,892	12,597	EBITDA	594	669	1,361	1,915	P/B	12.89	7.44	3.98	2.39	P/B	12.89	7.44	3.98	2.39
现金流量表					单位:百万元					每股指标					估值比率				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	48	26	-112	-551	经营活动现金流	48	26	-112	-551	经营活动现金流	48	26	-112	-551	经营活动现金流	48	26	-112	-551
净利润	440	493	1,018	1,443	净利润	440	493	1,018	1,443	净利润	440	493	1,018	1,443	净利润	440	493	1,018	1,443
折旧摊销	5	1	1	1	折旧摊销	5	1	1	1	折旧摊销	5	1	1	1	折旧摊销	5	1	1	1
财务费用	1	12	3	-9	财务费用	1	12	3	-9	财务费用	1	12	3	-9	财务费用	1	12	3	-9
投资损失	-12	0	0	0	投资损失	-12	0	0	0	投资损失	-12	0	0	0	投资损失	-12	0	0	0
营运资金变动	-382	-487	-1,130	-1,988	营运资金变动	-382	-487	-1,130	-1,988	营运资金变动	-382	-487	-1,130	-1,988	营运资金变动	-382	-487	-1,130	-1,988
其他经营现金流	-4	7	-4	2	其他经营现金流	-4	7	-4	2	其他经营现金流	-4	7	-4	2	其他经营现金流	-4	7	-4	2
投资活动现金流	-186	-12	7	-3	投资活动现金流	-186	-12	7	-3	投资活动现金流	-186	-12	7	-3	投资活动现金流	-186	-12	7	-3
资本支出	7	0	0	0	资本支出	7	0	0	0	资本支出	7	0	0	0	资本支出	7	0	0	0
长期投资	-26	12	-7	3	长期投资	-26	12	-7	3	长期投资	-26	12	-7	3	长期投资	-26	12	-7	3
其他投资现金流	-205	0	0	0	其他投资现金流	-205	0	0	0	其他投资现金流	-205	0	0	0	其他投资现金流	-205	0	0	0
筹资活动现金流	50	-34	-3	526	筹资活动现金流	50	-34	-3	526	筹资活动现金流	50	-34	-3	526	筹资活动现金流	50	-34	-3	526
短期借款	-2,653	700	0	0	短期借款	-2,653	700	0	0	短期借款	-2,653	700	0	0	短期借款	-2,653	700	0	0
长期借款	89	1,057	0	517	长期借款	89	1,057	0	517	长期借款	89	1,057	0	517	长期借款	89	1,057	0	517
普通股增加	-109	574	0	0	普通股增加	-109	574	0	0	普通股增加	-109	574	0	0	普通股增加	-109	574	0	0
资本公积增加	-285	-151	0	0	资本公积增加	-285	-151	0	0	资本公积增加	-285	-151	0	0	资本公积增加	-285	-151	0	0
其他筹资现金流	3,009	-2,213	-3	9	其他筹资现金流	3,009	-2,213	-3	9	其他筹资现金流	3,009	-2,213	-3	9	其他筹资现金流	3,009	-2,213	-3	9
现金净增加额	-100	-20	-109	-28	现金净增加额	-100	-20	-109	-28	现金净增加额	-100	-20	-109	-28	现金净增加额	-100	-20	-109	-28

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%
中性 – Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 -10% - +10%
减持 – Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。