

## 业绩实现稳定增长，销售拿地质量双升

### ——2019 年年报点评

业绩稳定增长，利润率有所下行。2019 年公司实现营业收入 337.9 亿，同比增长 52.4%，实现归属于上市公司股东的净利润 23.8 亿，同比增长 15.3%，EPS0.61 元。公司业绩增长一方面来源于结算规模增加，而公司归母净利增速不及营业收入的原因在于：1、公司房地产结算毛利率较 2018 年下降 5.0 个百分点至 37.9%；2、随着公司业务规模的扩大，公司费用率有所提升，较 2018 年分别提升 0.3 和 0.4 个百分点；3、报告期内公司少数股东损益占比较 2018 年提升 5.1 个百分点至 35.8%。

销售弹性十足，拿地质量双升。2019 年公司全年实现销售面积 290 万平，同比增长 90.8%，实现销售金额 710.8 亿，同比增长 62.9%。2019 年，公司持续完善投资布局，优化投资节奏，以低成本获取土地。全年新拓展 7 个城市，获取 22 个项目，总计容面积 500 万平方米，同比增长 66%，对应总价 276.2 亿。新获取土地均为聚焦产业基础好、人口导入强、市场基本面健康的二线及强三线城市。

持有物业表现稳健，静待新增项目开业。持有业务方面，公司在报告期内继续巩固提升自身在商业地产领域的优势地位，积极推动品牌推广、第二条产品线“大悦春风里”项目落地、商业项目收并购以及管理输出。报告期末，公司持有已开业 10 个大悦城购物中心及 1 个祥云小镇项目（不含管理输出项目）。购物中心可出租面积共计 86 万平方米，全年平均出租率 97%，全年实现租金收入 31.8 亿元。

融资实现突破，杠杆明显改善。公司积极开展融资活动，股权融资实现重大突破。2019 年 12 月，公司成功完成非公开发行股份足额募集资金 24.26 亿元，为自 2018 年以来唯一一单 A 股房地产股权融资成功足额发行的案例。2019 年，公司整体融资成本进一步降低，杠杆结构持续改善，公司短债压力较 2018 年下降 26.9 个百分点至 164.4%，净负债率也较 2018 年下降 73.5 个百分点至 97.7%，债务结构更加合理，资金实力及抗风险能力进一步提升，为公司未来发展提供了强有力支持。

维持买入评级，维持原目标价 8.50 元不变。我们预计 2020-2022 年公司 EPS 为 0.59/0.70/0.87 元，对应当前价格 PE 分别 9.3x/7.9x/6.3x，我们维持原目标价 8.50 元不变。

#### 预测和比率

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万)	33,787	41,855	48,038	55,311
净利润(百万)	2,378.5	2,538.1	2,986.5	3,726.0
净利润增长率	71.3%	6.7%	17.7%	24.8%
EPS	0.61	0.59	0.70	0.87
P/E	9.0	9.3	7.9	6.3

请参阅最后一页的重要声明

## 大悦城(000031)

维持

买入

竺劲

zhujinbj@csc.com.cn

18621097792

执业证书编号：S1440519120002

江宇辉

jiangyuhui@csc.com.cn

18621759430

执业证书编号：S1440517120002

发布日期：2020 年 04 月 01 日

当前股价：5.38 元

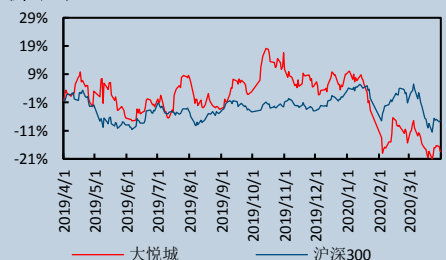
目标价格 6 个月：8.50 元

#### 主要数据

##### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-3.58/2.86	-25.07/-15.05	-16.69/-11.89
12 月最高/最低价 (元)			8.05/5.14
总股本 (万股)			428,631.33
流通 A 股 (万股)			181,372.3
总市值 (亿元)			230.6
流通市值 (亿元)			97.58
近 3 月日均成交量 (万)			1,726.34
主要股东			
明毅有限公司			53.8%

#### 股价表现



#### 相关研究报告

20.01.20	【中信建投房地产】大悦城(000031): 业绩符合预期，拿地扩张积极
20.01.03	【中信建投房地产开发 II】大悦城(000031):定增顺利完成，险资+商业模式

## 1 业绩稳定增长，利润率有所下行

业绩保持稳定成长，利润率出现下行趋势。2019 年公司实现营业收入 337.9 亿，同比增长 52.4%，实现归属于上市公司股东的净利润 23.8 亿，同比增长 15.3%，EPS0.61 元。公司业绩增长一方面来源于结算规模增加，公司 2019 年公司实现结算面积 96.6 万平米，同比增长 54.3%，带动结算收入规模较 2018 年增长 121.9% 至 282.8 亿。另一方面在于公司重组后持有物业收入规模增加，报告期内公司投资物业及相关服务收入 51.4 亿元，同比增加 17.4%；酒店经营收入 8.4 亿元，同比增长 14.9%；物业及其他管理收入 6.9 亿元，同比增加 40.8%。

而公司归母净利增速不及营业收入的原因在于：

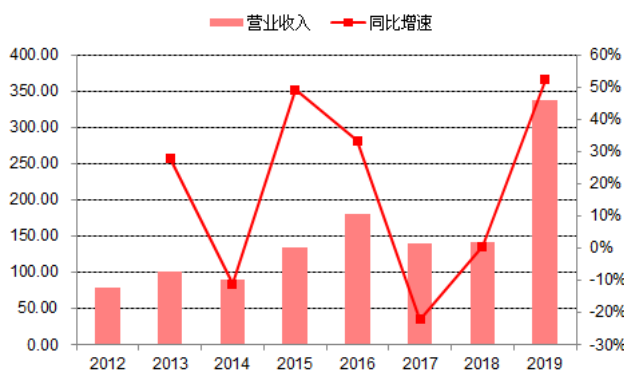
1、公司主要结算资源北京京西祥云、上海前滩、上海南桥半岛、深圳天悦壹号、深圳祥云国际、深圳云景国际、成都中粮祥云里、重庆鸿云、沈阳中粮隆玺、南京中粮祥云、长沙项目、苏州中粮祥云国际、海南红塘悦海等项目利润率较以前项目有所下降，公司房地产结算毛利率较 2018 年下降 5.0 个百分点至 37.9%，带动公司综合毛利率较 2018 年下降了 1.3 个百分点。

2、随着公司业务规模的扩大，公司费用率有所提升，2019 年公司销售费用率和管理费用率分别为 4.0% 和 4.7%，较 2018 年分别提升 0.3 和 0.4 个百分点。

3、报告期内公司结算项目合作比例较高，带动公司少数股东损益占比较 2018 年提升 5.1 个百分点至 35.8%。

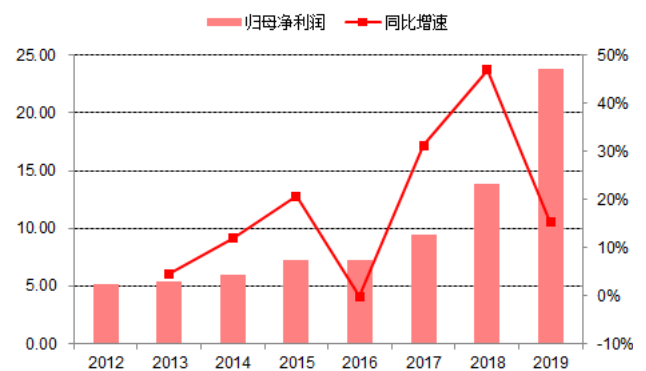
综上所述导致公司 2019 年综合净利率降至 11.0%，较 2018 年下降 3.2 个百分点。截至到 2019 年末，公司预收款规模达到 297.8 亿，同比增长 33.1%，占到全年营业收入的 88.1%，有效保障公司今年业绩的平稳增长。

图：营业收入增长 52.4%



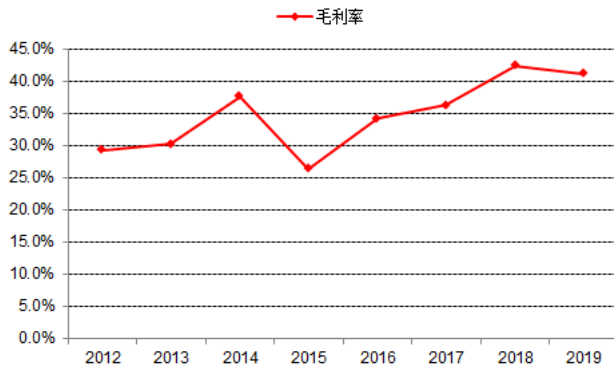
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图：归母净利增长 15.3%



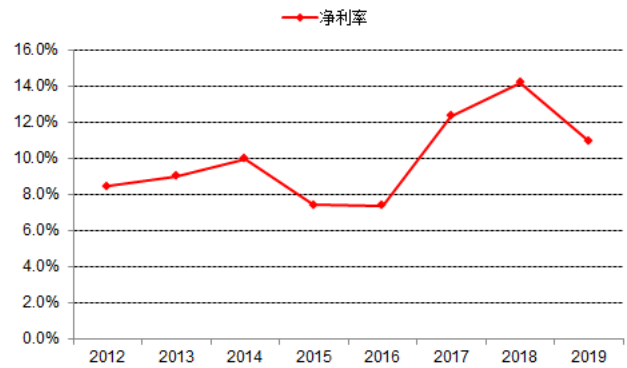
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图：毛利率降至 41.2



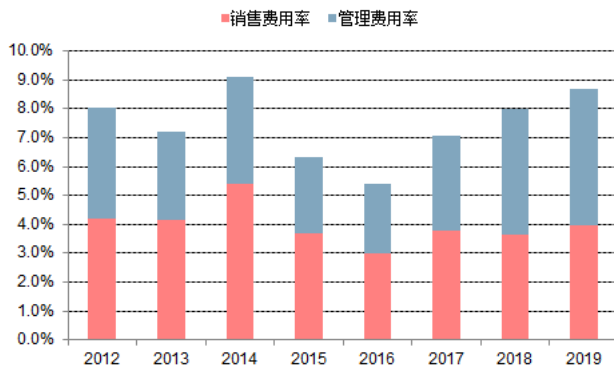
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图：净利率降至 11.0%



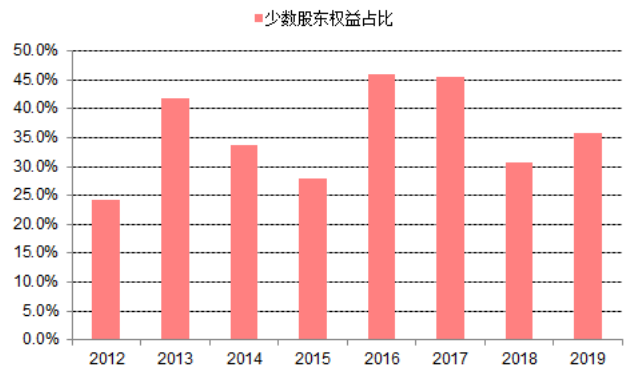
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图：费用率有所上升



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

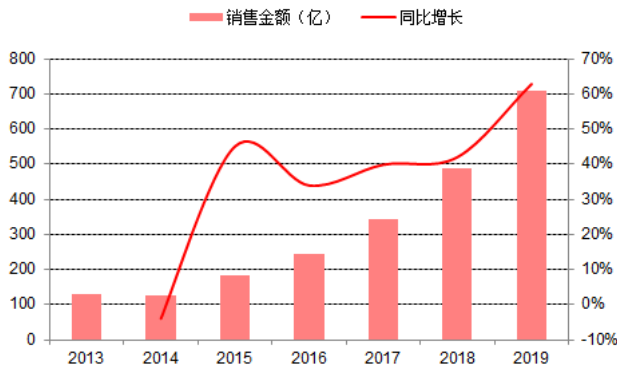
图：少数股东损益占比进一步提升



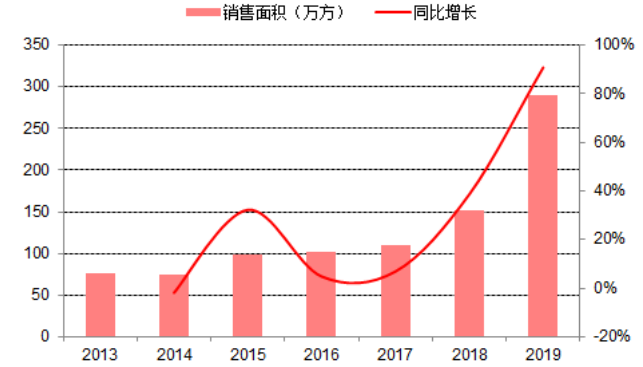
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

## 2 销售弹性十足，拿地质量双升

**销售弹性十足，拿地质量双升。**2019 年公司全年实现销售面积 290 万平，同比增长 90.8%，实现销售金额 710.8 亿，同比增长 62.9%，超额完成年初 600 亿销售目标，实现销售均价 24511 元/平，较 2018 年同比下降 23.6%，主要因为销售结构原因，成都、南京、沈阳、西安以及三线的绍兴、嘉兴等城市销售均价偏低拉低了总体均价，但仍处于较高水平。从结构上看公司销售金额贡献主要来自于一二线核心城市。当前公司剩余可售面积达到 991.8 万平，按照 2019 年销售均价计算，剩余可售货值达 2431 亿，叠加公司自 2019 年以来不断提升运营效率，拿地至开工平均周期较大运营体系施行前同比缩短 2.2 个月，拿地到开盘周期较大运营体系施行前同比缩短 5.6 个月，我们预计公司今年销售规模有望在去年基础上保持进一步增长。

**图：销售金额达到 710.8 亿**


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

**图：销售面积达到 290 万平**


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

2019 年，公司以“精准投资”为纲，实现拿地量与质的双重提升。公司本着稳中求好的原则，持续完善投资布局，优化投资节奏，以低成本获取土地。全年新拓展 7 个城市，获取 22 个项目，总计容面积 500 万平方米，同比增长 66%，对应总价 276.2 亿。新获取土地均为聚焦产业基础好、人口导入强、市场基本面健康的二线及强三线城市，其中二线城市占比 74.6%，三线城市占比 25.4%，为高质量发展打下良好基础。公司充分利用“中粮”与“大悦城”品牌优势，推动重点区域战略布局，获取成规模的优质土储，与西安、青岛、武汉、长沙、郑州、成都等多个城市或地区达成战略合作，积极推动相关项目落地，2019 年，公司在济南、三亚成功落地大悦城综合体，截至到 2019 年末土地储备合计达到 2429.2 万平，

此外公司还积极参与城市更新，通过城市更新方式获取项目。目前，除在售的深圳中粮天悦壹号、深圳祥云国际、深圳云景国际、69 区创芯研发中心等城市更新项目外，公司还申报了深圳宝安 25 区城市更新项目、深圳金帝食品厂城市更新项目、深圳宝安区长营地块城市更新单元及深圳宝安区全一地块城市更新单元、深圳宝安区福海街道的大洋工业统筹片区启动区城市更新项目等项目。目前，公司在深圳宝安区拥有物业建筑面积约 131 万平方米。其中新安片区建筑面积约 26 万平方米；福永片区建筑面积约 106 万平方米。

**表：公司全年土地拓展规模创新高**

宗地或项目名称	区域	土地面积 (万平)	建筑面积 (万平)	权益比例	土地价款 (亿)	权益地价 (亿)
三亚东岸片区商办地块	三亚	2.08	9.35	59.59%	5.61	3.34
重庆市巴南区李家沱组团地块 (重庆浣溪锦云)	重庆	4.47	9.34	50.00%	4.86	2.43
宁波鄞州东南智慧园地块	宁波	1.70	5.10	33.00%	5.00	1.65
重庆两江水土组团 G 分区 (重庆祥云赋)	重庆	8.63	11.56	100.00%	7.80	7.80
苏州相城望亭地块	苏州	9.58	19.17	19.90%	15.62	3.11
天津武清区 042 号地块	天津	2.39	3.83	100.00%	1.94	1.94
成都眉山仁寿首批 5 宗地块	眉山	10.89	20.80	36.40%	2.62	0.95
惠州龙门龙城地块	惠州	5.59	19.58	100.00%	4.78	4.78
天津中北祥云	天津	4.83	6.28	100.00%	13.46	13.46
昆明市西山区螺狮湾城市棚户区改造项目 4 宗地块	昆明	11.32	68.92	17.88%	40.80	7.29
台州黄岩区西城街道金带路西侧、仪凤街北侧地块	台州	19.78	29.67	100.00%	31.84	31.84

广东江门新会地块	江门	5.86	17.59	100.00%	12.12	12.12
沈阳市苏家屯区金桔路北 2 号地块	沈阳	10.69	22.45	70.00%	10.10	7.07
武汉市新洲区 P（2019）025 号地块	武汉	3.53	9.89	50.00%	2.03	1.01
武汉市新洲区 P（2019）113 号地块	武汉	9.40	23.50	50.00%	3.51	1.76
哈尔滨市双城区 SG2019106 号地块	哈尔滨	9.57	22.98	51.00%	2.93	1.50
天津市滨海新区空港经济区 23 号地块	天津	14.77	23.62	50.00%	33.15	16.58
济南市历城区七宗地块	济南	21.17	76.76	35.75%	31.44	11.24
武汉市蔡甸区 P（2019）130 号宗地	武汉	16.55	47.50	51.00%	11.29	5.76
三亚市吉阳区总部经济及中央商务区东岸 4 地块	三亚	6.33	30.14	30.29%	16.39	4.96
江门市 JCR2019-114（新会 19）号地块	江门	4.29	10.72	50.00%	6.77	3.39
温岭市 XQ040108 地块	台州	4.47	11.18	34.00%	12.15	4.13

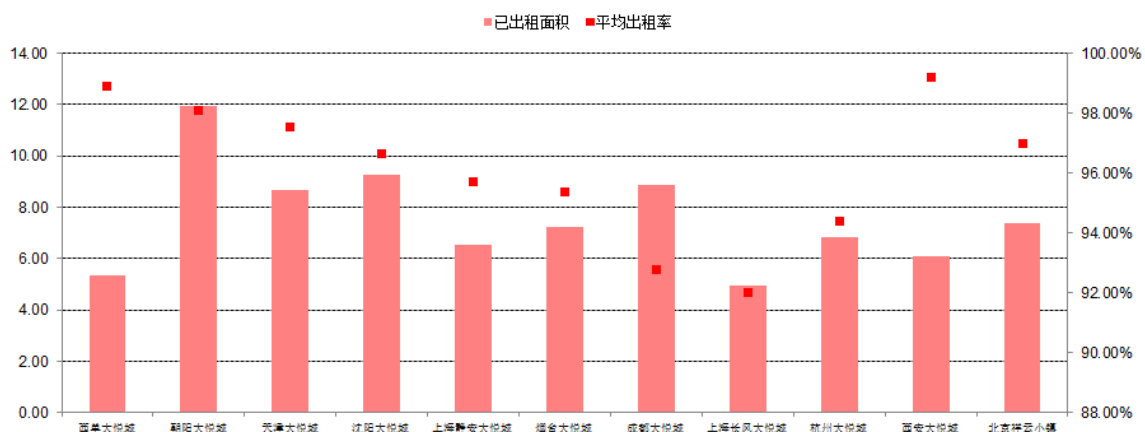
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

### 3 持有物业表现稳健，静待新增项目开业

持有业务方面，公司在报告期内继续巩固提升自身在商业地产领域的优势地位，积极推动品牌推广、第二条产品线“大悦春风里”项目落地、商业项目收并购以及管理输出。其中，今年推动多个“大悦春风里”项目在北京、苏州、青岛等城市落地，同时在长沙、南京、广州、成都、重庆等地开展大悦城项目的收并购以及管理输出。

报告期末，公司持有已开业 10 个大悦城购物中心及 1 个祥云小镇项目（不含管理输出项目），分别位于北京、上海、天津、沈阳、成都、杭州、烟台、西安等 8 个城市。购物中心可出租面积共计 86 万平方米，全年平均出租率 97%，全年实现租金收入 31.8 亿元。此外，公司还通过管理输出模式运营天津和平大悦城项目及昆明大悦城项目。同时，公司拥有在建及拟建的大悦城 8 个，位于北京、武汉、重庆、成都、济南、三亚等城市；在建拟建的大悦城春风里 3 个及祥云小镇项目 1 个，位于北京、苏州、青岛等城市。

图：大悦城平均出租率达到 97%



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

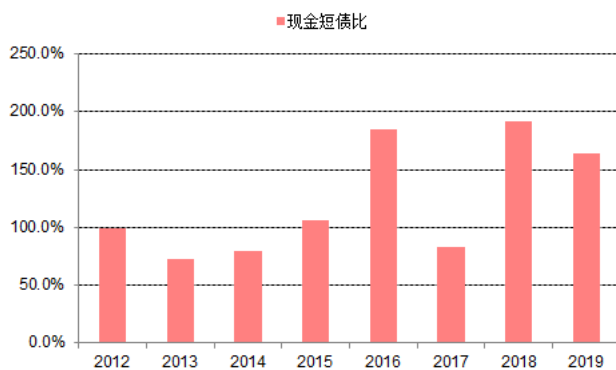
**表：在建大悦城及大悦春风里项目**

项目	所在地区	总建筑面积（万平）	购物中心面积（万平）	预计开业时间
<b>在建拟建大悦城项目</b>				
北京石景山大悦城	北京石景山区	22	10	2020
重庆大悦城	重庆渝北区	60	14.4	2021
武汉光谷大悦城	武汉光谷	70	19	2021
成都天府大悦城	成都天府区	48	22	2022
沈阳大悦城 E 馆	沈阳大东区	12	12（含购物中心及塔楼公寓）	2022
<b>在建拟建大悦春风里项目</b>				
北京槐新大悦春风里	北京丰台区	29	5	2020
青岛即墨大悦春风里	青岛即墨区	28	12（含购物中心、商业街及公寓）	2020
北京火神庙大悦春风里	北京大兴区	14	14	2020
苏州大悦春风里	苏州相城区	33	18	2021

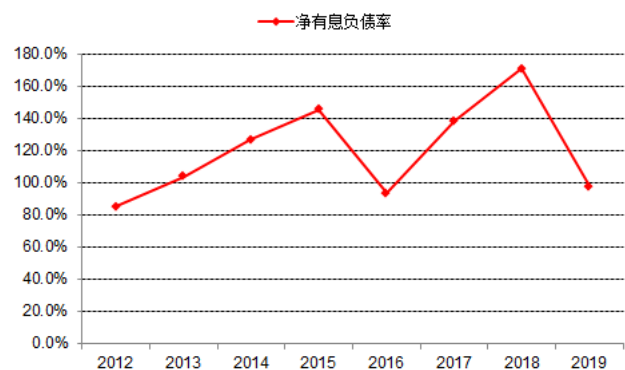
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

## 4 融资实现突破，杠杆明显改善

**融资实现突破，杠杆明显改善。**公司积极开展融资活动，股权融资实现重大突破。2019 年 12 月，公司成功完成非公开发行股份足额募集资金 24.26 亿元，为自 2018 年以来唯一一单 A 股房地产股权融资成功足额发行的案例。引入持股比例超过 5% 以上的险资战略投资者太平人寿，进一步优化公司资本和治理结构。债权融资方面，公司子公司大悦城地产有限公司完成 8 亿美元美元银团贷款低息融资；中粮置业投资有限公司于 2019 年年初发行 23.6 亿元公司债券，又于第四季度成功获批 30 亿元公司债券、10 亿元中期票据及 30 亿元永续期中票。2019 年，公司整体融资成本进一步降低，杠杆结构持续改善，公司短债压力较 2018 年下降 26.9 个百分点至 164.4%，净负债率也较 2018 年下降 73.5 个百分点至 97.7%，债务结构更加合理，资金实力及抗风险能力进一步提升，为公司未来发展提供了强有力支持。

**图：毛利率及归母净利**


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

**图：销售管理费用率**


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

## 5 盈利预测与投资建议：维持买入评级，维持原目标价 8.50 元不变。

我们预测 2020-2022 年公司 EPS 为 0.59/0.70/0.87 元。

我们对公司 2020-2022 年盈利预测做如下假设：

1、公司收入的增长主要来自于房地产业务，我们预计公司 2020-2022 年的房地产合同销售额增速分别为 12.7%/25.1%/20.1%。

2、参考过去几年的房地产销售情况，我们预计公司 2020-2022 年的房地产结算收入增速分别为 27.5%/14.9%/15.0%。

3、公司近年来利润率有所调整，我们预计 2020-2022 年公司房地产业务结算毛利率分别为 30.3%/32.5%/33.1%。

4、公司 2020-2022 年的所得税率维持在 40%。

公司是目前 A 股房地产企业中最具优势的商业地产龙头房企，同时 16 年以来开始相对进取的发展速度不断推动开发业务的快速扩张，今年公司顺利完成重组后，各项财务指标均得到明显改善，展望未来，公司当前正进入业务扩张快车道，随着城市运营商战略的不断推进，公司开发业务和商业地产业务规模的不断成长，公司的价值将得到市场的重新审视和评估，预计公司 2020-2022 年的 EPS 分别为 0.59/0.70/0.87 元，维持买入评级，维持原目标价 8.50 元不变。

### 风险提示：

- 1、房地产行业调控政策持续，导致一二线城市市场热度下行；
- 2、未开业大悦城和大悦春风里项目可能因开业时间未达预期无法贡献业绩；
- 3、公司地产开发业务缓慢的结算节奏持续，使得实际结算业绩未达预期。

**财务报表及指标预测**

利润表					资产负债表				
指标名称	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	33,787	41,855	48,038	55,311	货币资金	27,598	24,000	30,030	36,060
减:					预付账款	882	1,882	2,882	3,882
营业成本	19,866	27,501	31,157	35,560	存货	75,768	132,388	202,903	287,042
毛利率	41.2%	34.3%	35.1%	35.7%	其他流动资产	29,208	29,156	29,156	29,156
营业税金及附加	3,638	2,971	3,695	4,338	<b>流动资产</b>	133,780	187,832	265,480	356,772
营业费用	1,344	1,823	2,127	2,527	投资性房地产	28,373	28,381	28,391	28,403
营业费用率	4.0%	4.4%	4.4%	4.6%	递延所得税资产	2,075	2,755	3,656	4,802
管理费用	1,593	2,143	2,627	3,127	<b>非流动资产</b>	49,403	69,222	119,050	246,371
管理费用率	4.7%	5.1%	5.5%	5.7%	<b>资产总计</b>	<b>183,183</b>	<b>257,054</b>	<b>384,530</b>	<b>603,143</b>
财务费用	1,659	1,736	2,513	4,346	短期借款	3,196	7,288	21,723	46,295
财务费用率	4.9%	4.1%	5.2%	7.9%	应付账款	10,951	12,381	14,654	17,493
资产减值损失	-238	0	0	0	预收款项	29,775	104,116	197,992	311,344
<b>营业利润</b>	<b>5,987</b>	<b>6,247</b>	<b>7,398</b>	<b>9,282</b>	应交税费	6,177	(3,303)	(15,463)	(30,665)
营业利润率	17.7%	14.9%	15.4%	16.8%	其他流动负债	34,737	50,521	45,095	62,377
营业外收入	100	0	0	0	<b>流动负债</b>	84,837	171,003	264,000	406,845
营业外支出	94	0	0	0	长期负债	45,378	36,033	65,795	135,611
<b>利润总额</b>	<b>6,005</b>	<b>6,247</b>	<b>7,398</b>	<b>9,282</b>	递延所得税负债	679	939	1,265	1,657
所得税费用	2,300	2,514	3,004	3,719	<b>非流动性负债</b>	55,805	39,597	69,685	139,892
所得税率	38.3%	40.2%	40.6%	40.1%	<b>负债合计</b>	<b>140,642</b>	<b>210,600</b>	<b>333,684</b>	<b>546,736</b>
<b>净利润</b>	<b>3,705</b>	<b>3,732</b>	<b>4,393</b>	<b>5,563</b>	股本	4,286	4,286	4,286	4,286
少数股东损益	1,327	1,194	1,406	1,836	少数股东权益	23,130	24,324	25,730	27,565
<b>归属母公司股东的净利润</b>	<b>2,378</b>	<b>2,538</b>	<b>2,988</b>	<b>3,727</b>	<b>股东权益合计</b>	<b>42,541</b>	<b>46,454</b>	<b>50,846</b>	<b>56,407</b>
<b>现金流量表</b>					<b>负债及股东权益总计</b>	<b>183,183</b>	<b>257,054</b>	<b>384,530</b>	<b>603,143</b>
<b>指标名称</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>主要财务指标</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
销售商品、提供劳务	38,684	116,114	141,711	168,340	<b>增长率 (%)</b>				
购买商品、接受劳务	23,031	80,741	96,352	110,635	营业收入	139.3%	23.9%	14.8%	15.1%
职工支出	1,917	2,160	2,700	3,240	营业利润	109.9%	4.1%	18.4%	25.5%
税费支出	7,258	16,975	20,908	24,918	净利润	71.3%	6.7%	17.7%	24.8%
<b>经营现金流</b>	<b>4,065</b>	<b>16,237</b>	<b>21,751</b>	<b>29,548</b>	<b>利润率 (%)</b>				
取得借款	33,993	24,293	72,464	154,479	毛利率	41.2%	34.3%	35.1%	35.7%
偿还债务	27,415	16,787	33,638	42,663	EBIT Margin	22.4%	17.7%	18.4%	18.4%
<b>融资现金流</b>	<b>6,093</b>	<b>2,812</b>	<b>32,677</b>	<b>100,626</b>	ROE	19.1%	17.1%	17.7%	19.5%
现金及等价物增加额	7,999	-3,598	6,000	6,000	ROA	2.0%	1.5%	1.1%	0.9%



## 分析师介绍

**竺劲:** 中信建投证券研究发展部地产金融组组长, 房地产兼建筑行业首席分析师。专注于房地产开发、房地产金融、房地产互联网及大数据、物业管理等领域研究。曾就职于申银万国证券研究所、东方证券研究所等机构。获得 2018/2019 年最佳行业金牛分析师奖(房地产行业), 2018/2019 年财新资本市场分析师成就奖(房地产行业)大陆区第 2/3 名。

**江宇辉:** 中南财经政法大学管理学学士, 上海财经大学金融硕士, 2015 年加入中信建投房地产研究团队, 曾获 2015 年第十三届新财富房地产最佳分析师第二名, 2016 年第十四届新财富房地产最佳分析师第五名, 2017 年第十五届新财富房地产最佳分析师第三名。

## 研究服务

### 北京保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn  
郭洁 010-85130212 guojie@csc.com.cn  
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn  
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn  
高思雨 010-8513 gaosiyu@csc.com.cn  
刘京昭 - liujingzhao@csc.com.cn

### 北京公募组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn  
任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn  
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn  
李星星 021-68821600 lixingxing@csc.com.cn  
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn  
金婷 jinting@csc.com.cn  
夏一然 xiayiran@csc.com.cn  
杨洁 010-86451428 yangjiezgs@csc.com.cn

### 社保组

吴桑 010-85159204 wusang@csc.com.cn  
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

### 创新业务组

高雪 010-86451347 gaoxue@csc.com.cn  
杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn  
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn  
黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn  
陈基轅 chenjiyuan@csc.com.cn  
诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

### 上海公募组

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn  
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn  
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn  
范亚楠 021-68821600 fanyanan@csc.com.cn  
薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn  
章政 zhangzheng@csc.com.cn  
李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn  
王定润 021-68801600 wangdingrun@csc.com.cn

### 深广公募组

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn  
张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn  
XU SHUFENG 0755-23953843  
xushufeng@csc.com.cn  
程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn  
陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B  
座 12 层（邮编：100010）  
电话：(8610) 8513-0588  
传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大  
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）  
电话：(8621) 6882-1612  
传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心  
B 座 22 层（邮编：518035）  
电话：(0755) 8252-1369  
传真：(0755) 2395-3859