

拓普集团 (601689.SH) 汽车零部件行业

评级：买入 首次评级

公司点评

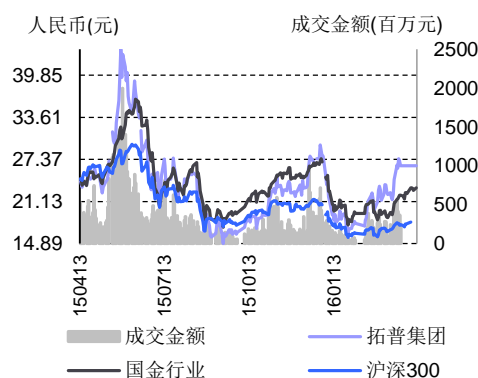
市场价格(人民币): 26.42元

智能汽车核心标的 精准卡位执行层 ——拓普集团 (601689) 定增点评

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	170.70
总市值(百万元)	17,149.22
年内股价最高最低(元)	43.70/14.89
沪深 300 指数	3264.49
上证指数	3053.07



公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.653	0.767	0.640	0.789	1.038
每股净资产(元)	2.76	2.84	3.64	4.62	5.92
每股经营性现金流(元)	0.63	0.88	0.82	0.97	1.11
市盈率(倍)	N/A	N/A	43.50	30.91	23.49
行业优化市盈率(倍)	13.42	21.74	38.41	32.31	32.31
净利润增长率(%)	39.49%	17.53%	4.15%	23.18%	31.58%
净资产收益率(%)	23.63%	27.04%	21.98%	21.31%	21.90%
总股本(百万股)	520.00	520.00	649.10	649.10	649.10

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件概述

- 公司发布定增预案, 并将于 4 月 12 日复牌: 拟发行不超过 1.3 亿股, 发行价格不低于 21.47 元/股, 募集资金不超过 28 亿元, 用于“汽车智能刹车系统项目”和“汽车电子真空泵项目”, 精准卡位智能汽车执行层。

分析与判断

- **精准卡位智能汽车执行层, 牢牢把握智能化趋势。**电动化、智能化是未来汽车行业发展趋势, 2016 年是智能汽车元年, 产业步伐加快倒逼法规放开。智能汽车产业链包括感知、判断、执行、互联, 其中执行层面主要有紧急自动刹车系统 (AEB)、自适应巡航系统 (ACC)、车道保持系统 (LKS) 等。2016 年 3 月, 大众、通用、丰田等二十家车企在美国签订了一份协议, 到 2022 年将 AEB 作为新车的标准配置, 仅美国潜在 AEB 需求就超千万套。汽车智能刹车系统 (IBS) 作为执行层的关键模块, 公司拟定增 22 亿用于年产 150 万套 IBS, 精准卡位智能汽车执行层面, 该项目建设期 2 年, 预计达产后将贡献约 30 亿收入与 6.3 亿净利润。
- **电子真空泵顺应电动化趋势, 小产品大利润。**工信部《乘用车燃料消耗量限值》等标准强制要求在 2020 年实现油耗 5L/百公里的目标, 电动化、涡轮增压、混合动力是未来发展的趋势, 而此趋势为电子真空泵创造巨大市场需求。国内外电子真空泵市场基本由海拉等公司占据, 公司已批量生产, 预估 2015 年贡献营收约 5,000 万元 (约 13 万套), 性价比优势明显, 预计将逐步实现进口替代。公司拟定增 6 亿用于年产 260 万套电子真空泵, 项目建设期 2 年, 预计达产后将贡献 10 亿元收入与 1.5 亿净利润。

投资建议

- **NVH 龙头, 转型争做智能汽车执行端巨头。**公司是 NVH (减震降噪) 龙头, 绑定大客户通用全球与吉利共增长, 转型争做智能汽车执行端巨头, 精准卡位智能汽车执行层面, 智能刹车系统与电子真空泵顺应汽车智能化、电动化趋势, 未来空间巨大。不考虑外延与此次定增, 预估 16-17 年 EPS 分别为 0.79、1.04 元, 对应 PE 31、23 倍, 给予买入评级。

风险

- 汽车行业持续低迷; 公司新兴业务进展不及预期。

崔琰

分析师 SAC 执业编号: S1130516020002
(8621)60230251
cuiyan@gjzq.com.cn

1 公司概况：汽车 NVH 领域中掌握同步研发能力的龙头供应商

- 公司是汽车 NVH（即减振降噪及舒适性控制）领域龙头企业。公司主要产品为扭震、悬置、衬套等三大类橡胶减震器以及前围板、行李箱隔板、顶棚、主地毯等隔音器；公司橡胶减震器销售额国内排名第一，隔音器销售额国内排名第六。公司凭借优质的产品，客户覆盖通用汽车、吉利、长安福特、一汽大众、上海汽车、北京奔驰、克莱斯勒、奥迪、宝马等国内外知名品牌汽车制造商。

图表 1：公司橡胶减震器在汽车中的应用



来源：招股说明书，国金证券研究所

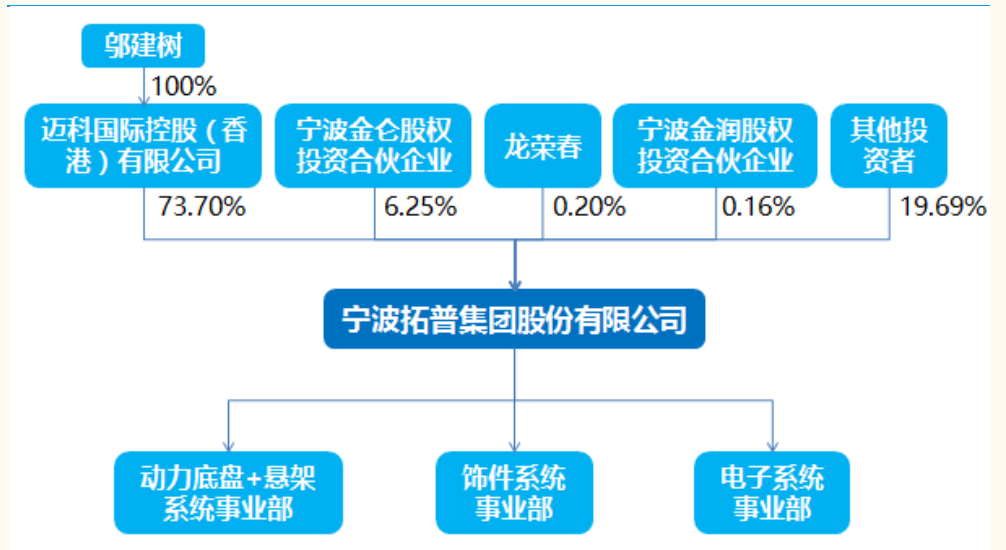
图表 2：公司隔音器在汽车中的应用



来源：招股说明书，国金证券研究所

- 研发实力雄厚，是国内汽车 NVH 领域为数不多具备整车同步研发能力的 NVH 零部件供应商。公司研发实力雄厚，研发中心被认定为“国家级测试中心”，并于 2013 年成立博士后流动站。公司凭借一流的研发能力、生产工艺及制造水平先后进入通用汽车、克莱斯勒、奥迪、宝马等汽车制造商巨头全球采购体系，并与美国通用、克莱斯勒等终端客户及其一级供应商在同步研发过程中确定战略合作关系。
- 大股东持股比例高，并引入科学的职业经理人制度。迈科香港为公司控股股东，持有公司 73.70% 的股份，邬建树通过持有公司控股股东迈科香港 100% 的股权成为公司的实际控制人；本次增发后，邬建树持股比例将下降 62.25%，仍为公司实际控制人。公司长期以来十分重视现代企业制度建设，借鉴国际先进的管理模式，引入职业经理人模式，形成较为合理的权力制衡体系。

图表 3：公司股权结构



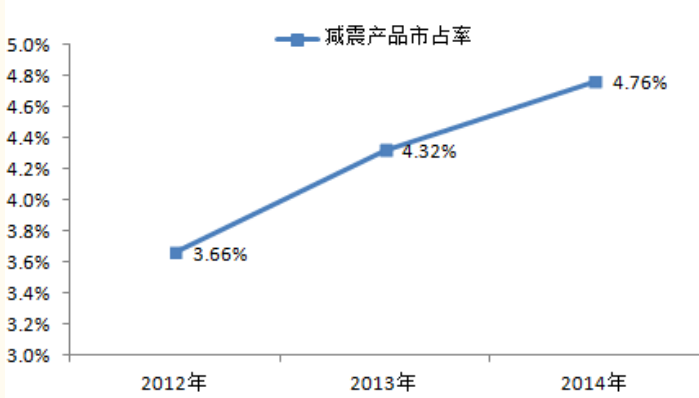
来源：公司公告，国金证券研究院

2 传统主业：绑定通用与吉利 打造全球 NVH 领导者

2.1 减震器与隔音器市场拓展顺利 不断提高市占率

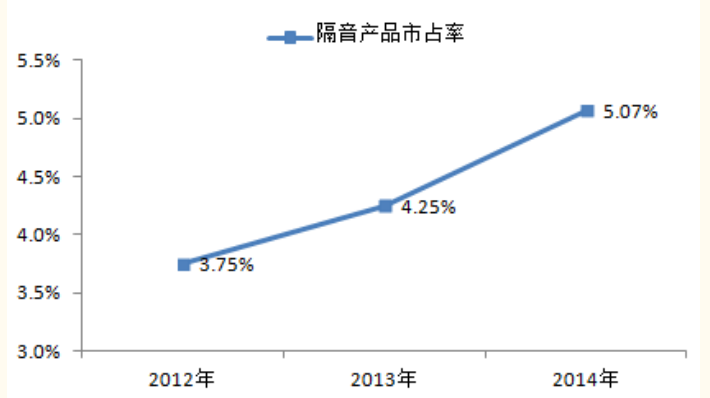
- 公司减震器与隔音器的市场占有率不断提高。公司橡胶减震器销售额连续多年国内排名第一，2014 年市场占有率达到 4.76%，并逐步上升，巩固行业龙头地位。公司隔音器销售额国内排名第六，并逐步提升产品的市场占有率（2014 年市占率达到 5.07%），在行业中处于领先地位。通用汽车是公司的第一大客户，占减震器主营业收入的 10% 以上，占隔音器主营业收入的 40% 以上。

图表 4：近三年拓普集团橡胶减震器的市场占有率情况



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 5：近三年拓普集团隔音器的市场占有率情况



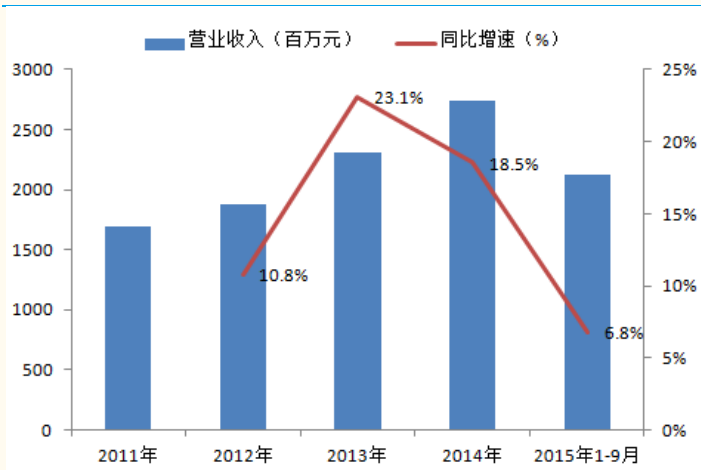
来源：招股说明书，国金证券研究所

- 与通用汽车合作紧密，获得通用汽车全球 10 亿元大单。公司产品获得通用汽车认证，并于 2015 年 12 月拿到通用汽车未来 8 年总计 10 亿元的汽车 NVH 液压减震器订单，开始作为通用汽车的 E2XX 全球平台唯一的液压减震器供应商。拿到通用汽车订单是公司快速实现全球化战略的重要一步，未来公司将在巩固现有通用汽车、克莱斯勒、奥迪和宝马等海外客户的同时，逐步拓展其他品牌客户，实现全球战略，打造全球汽车零部件供应商巨头。

2.2 主营产品：主业减震降噪稳定增长 IBS 与电子真空泵将带动业绩飞涨

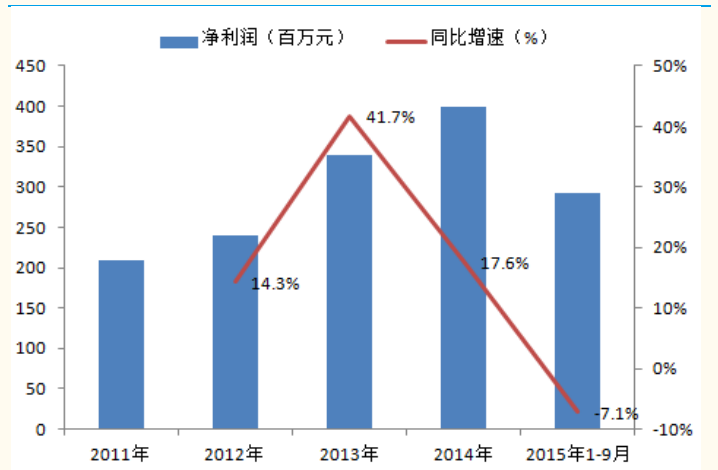
- 未来三年净利润有望达 14 亿元。2011-2014 年，公司营业收入年均复合增长率为 17.4%；2015 年 1-9 月份，公司营业收入达到 21.2 亿元，同比增长 6.8%，优于市场整体表现（2015 年 1-9 月，整车累计销量同比增长 0.3%）。公司业绩优于市场整体表现的主要原因是减震器、内饰功能件营业收入增长稳定，汽车悬架与智能电子刹车系统营业收入快速增长。2011-2014 年，公司净利润年均复合增长率为 24.0%；2015 年 1-9 月份，公司实现净利润 2.9 亿元，同比下降 7.1%，主要是由研发投入和销售费用增长所致。未来公司 IBS 与电子真空泵有望成功量产并铺货，将带来业绩快速增长。

图表 6: 营业收入及同比增速 (单位: 百万元, %)



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

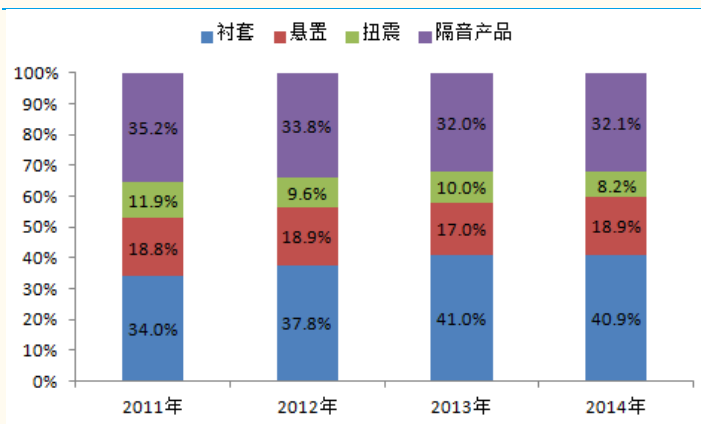
图表 7: 净利润及同比增速 (单位: 百万元, %)



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

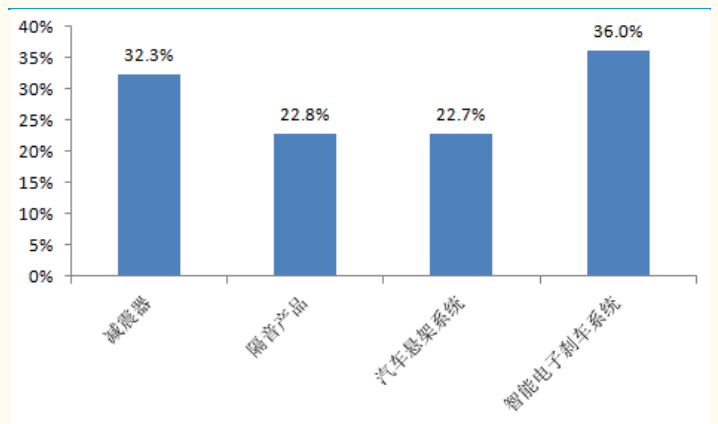
- 主营业务毛利率高, 智能刹车系统 (IBS) 与电子真空泵有望再次提升整体毛利率。公司毛利主要来源于减震器与隔音器, 占比高达 98%。其中, 减震器的毛利率一直保持在 30% 以上, 2015 年 1-9 月减震器整体毛利率为 32.3%; 新增产品汽车悬架系统的毛利率达到 22.7%; IBS 与电子真空泵由于技术含量高, 毛利率高达 36.0%。随着悬架系统、IBS 和电子真空泵的陆续放量, 毛利率有望再度提高。

图表 8: 公司 2011-2014 年毛利构成 (%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 9: 公司 2015Q3 各产品毛利率 (%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

3 定增 28 亿元 精准卡位智能汽车执行层

- 2016 年 4 月 11 日，公司发布非公开发行股票预案，拟向不超过 10 名特定对象非公开发行股票不超过 130,414,532 股，发行价格不低于 21.47 元/股，募集资金不超过 28 亿元，扣除发行费用后将用于“汽车智能刹车系统项目”和“汽车电子真空泵项目”。

图表 10：公司定增主要实施项目

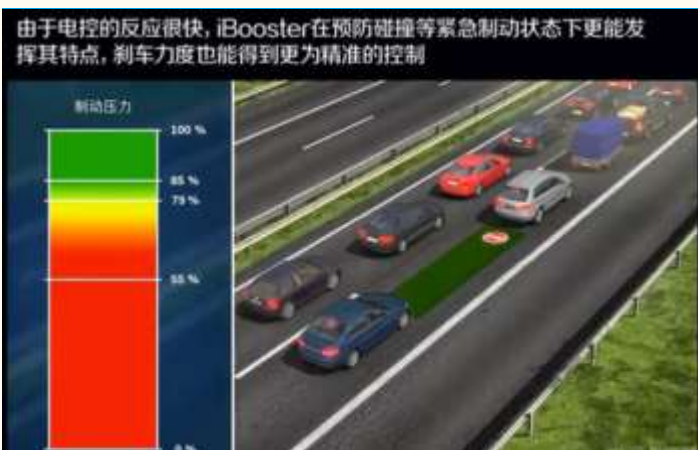
项目名称	募集资金使用金额 (万元)	项目建设期	形成产能	净利润 (万元)	项目回收期 (年)
汽车智能刹车系统项目	220,000	24 个月	150 万套汽车智能刹车系统 (IBS)	62,251	5.51
汽车电子真空泵项目	60,000	24 个月	260 万套汽车电子真空泵	15,607	5.87

来源：公司公告，国金证券研究所

3.1 精准卡位智能汽车执行层 找准智能刹车系统切入

- **精准卡位智能汽车执行层，牢牢把握智能化趋势。**智能汽车是未来五年的大机会，2016 年是智能汽车元年，产业步伐加快倒逼法规放开。智能汽车产业链包括感知、判断、执行、互联，其中执行层面主要有紧急自动刹车系统 (AEB)、自适应巡航系统 (ACC)、车道保持系统 (LKS) 等。2016 年 3 月，大众、通用、丰田等二十家车企在美国签订了一份协议，到 2022 年将 AEB 作为新车的标准配置，仅美国潜在需求就超千万套。汽车智能刹车系统 (IBS) 作为执行层的关键模块，公司拟定增 22 亿用于年产 150 万套 IBS，精准卡位智能汽车执行层，项目建设期 2 年，预计达产后将贡献约 30 亿收入与 6.3 亿净利润。
- **智能刹车系统 (IBS) 让自动驾驶更进一步。**IBS，是利用传感器感知驾驶员踩下刹车的力度和速度，并将信号处理之后传给制动泵中的电机，在机电放大机构的驱动下，推动制动泵工作，从而实现电控制动。IBS 不仅能有效降低制动距离，提高安全性，还可以很好地提高能量使用效率。与传统的液压真空助力制动不同，IBS 可以根据电信号调节制动力度，所以很轻松在同一辆车上，可以实现多种模式的制动效果，驾驶员甚至可以自行调节制动灵敏度，提高驾驶乐趣。IBS 还可以和各种主被动安全设备的完美配合，包括帮助驾驶员实现自动或者紧急状态下的制动，例如当紧急情况预警系统发现前方有危险时，IBS 可以在 120 毫秒的时间内自动把制动力增加到最大值，这个反应时间比传统制动块三倍，从而有效缩短刹车距离，提高车辆安全性。

图表 11：IBS 反应更快、控制更精准



来源：公开资料，国金证券研究所

图表 12：IBS 也可与各种主动安全设备的完美配合，实现精准制动效果



来源：公开资料，国金证券研究所

3.2 公司合作伙伴通用积极应对汽车智能化时代的到来

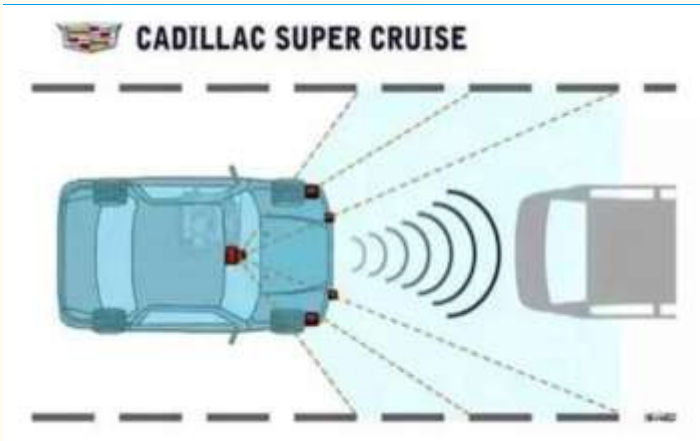
3.2.1 通过并购加速自动驾驶技术研发

- **通用汽车收购 Cruise Automation，加码自动驾驶技术研发。**2016 年 3 月 11 日，通用汽车宣布斥资 10 亿美元收购位于旧金山的无人驾驶技术初创公司 Cruise Automation，并入通用汽车新成立的自动驾驶汽车研发部门，加速自动驾驶技术研发，以跟福特和特斯拉等对手展开竞争。Cruise Automation 成立于 2013 年，最初主要开发汽车自动导航技术，后来将重点转为汽车加装无人驾驶“套件”，其目前已开发的产品具备高速公路上自动巡航和车道保持功能。自动驾驶技术已达产业化重要节点，传统汽车厂商纷纷通过并购无人驾驶技术初创公司等方式，加速自动驾驶技术研发，努力在汽车智能化时代到来时分得一杯羹。

3.2.2 自动驾驶与智能互联并重

- **通用汽车宣布 2016 年实现 Super Cruise 和 V2V 技术的应用，推动自动驾驶与智能互联相融合。**通用汽车于 2015 年在中国智能汽车国际论坛上明确提出，2017 款凯迪拉克部分特定车型将采用先进的智能互联汽车技术，而 Super Cruise 和 V2V(Vehicle-to-Vehicle communication)技术也将于 2016 年实现应用。“Super Cruise”是通用汽车推出的自动驾驶技术，它可以实现汽车在高速公路驾驶环境下的自动跟车、刹车以及速度控制；V2V 通讯技术能够让相互靠近的汽车之间互相发送诸如位置、速度以及行驶方向等基本的安全信息。Super Cruise 与 V2V 两种智能技术的结合，不仅可以降低在高速公路上交通拥堵及长途驾驶等情况下的疲劳感，提高驾驶的舒适性，也可以大大减少汽车碰撞事故的发生。

图表 13: Super Cruise 技术可实现自动跟车、刹车以及速度控制等功能



来源：公开资料，国金证券研究所

图表 14: V2V 技术可实现相互靠近车辆之间的信息交换，并在可能发生危险时提前预警



来源：公开资料，国金证券研究所

3.2.3 押注车辆共享 抢占自动驾驶商业化先机

- **与共享出行服务提供商 Lyft 建立战略合作，收购 Sidecar，提前布局车辆共享。**2016 年 1 月 4 日，通用汽车宣布向共享出行服务提供商 Lyft 投资 5 亿美元，建立长期战略联盟，支持 Lyft 车辆共享业务的持续高速增长。二者的合作基于对自动驾驶汽车的统一认知：自动驾驶汽车的商业化在未来将首先应用于共享领域，而非私家车。双方将依托通用汽车的自动驾驶技术以及 Lyft 多样化的车辆共享服务，联合开发自动驾驶汽车的专车服务网络。Lyft 将通过位于美国多个城市的租赁中心为需要短租服务的驾驶员优先提供通用自动驾驶汽车的产品。2016 年 1 月 19 日宣布收购已于 2015 年 12 月 31 日停止运营的共享出行服务公司 Sidecar 的技术和资产，交易

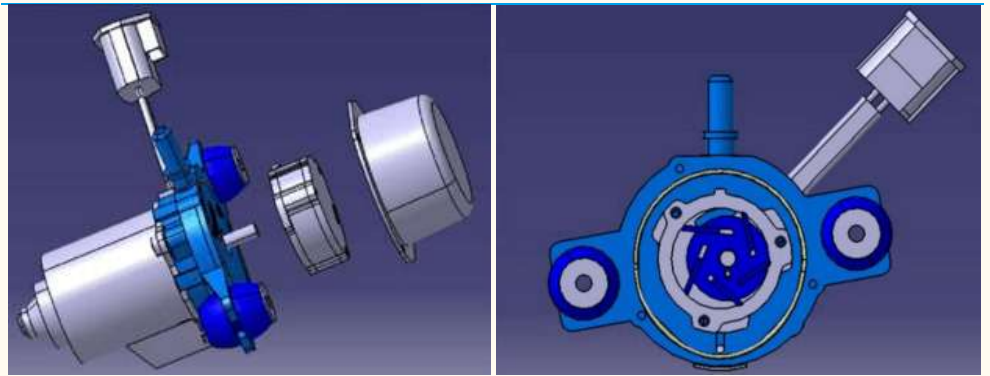
金额 3800 美元。Sidecar 团队中的 20 人加盟通用，包括 CTO Jahan Khanna、联合创始人兼 CEO Sunil Paul。收购 Sidecar 所得的资产和员工将会用于支持与 Lyft 的结盟。通过收购 Sidecar 并与 Lyft 建立战略合作，通用汽车押注车辆共享，抢占自动驾驶商业化先机。

- **成立全资子公司 Maven，综合布局车辆共享业务。**2016 年 1 月 20 日，通用宣布推出全新汽车共享项目——Maven，由通用总裁丹·阿曼（Dan Ammann）直接负责，将用于整合运营通用汽车目前在车辆共享领域的所有项目。Maven 的用户无需再使用车钥匙，只需要通过智能手机 APP 便可以与车辆进行无缝互联，如按位置或车辆类型搜索并预定、解锁、并远程启动车辆，打开加热与制冷系统等。Maven 将是通用汽车打造自动驾驶汽车网络的重要战略组成部分。

3.3 电子真空泵应用范围广 市场空间大

- **电子真空泵广泛应用于新能源汽车和配备涡轮增压发动机车型。**电子真空泵是通过外载电机达到相应真空度的，完全不依赖于发动机的运转，被广泛应用于新能源汽车和采用涡轮增压发动机的汽车车型。电子真空泵主要由控制单元、电机、叶片泵组和消音单元构成；控制单元控制电机工作，电机驱动叶片泵组，叶片泵组旋转产生真空。

图表 15：汽车电子真空泵

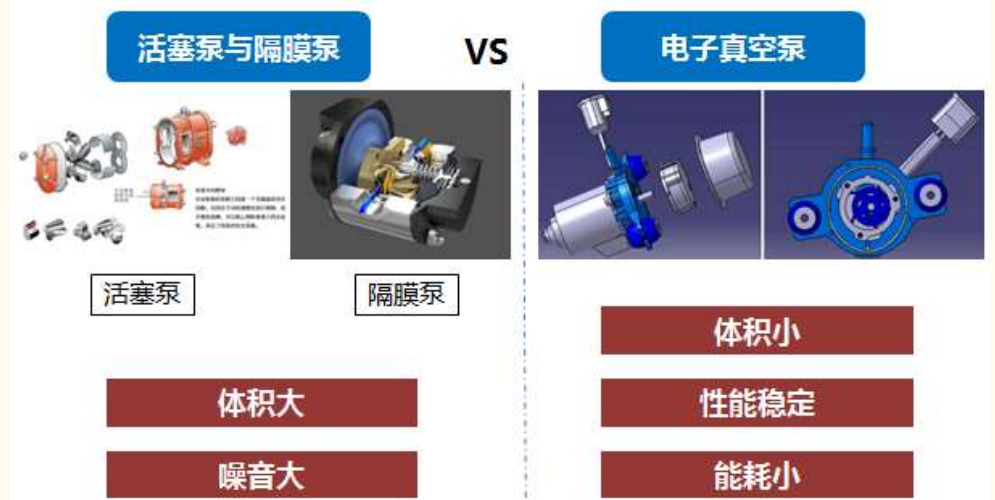


来源：公开资料，国金证券研究所

3.3.1 新能源汽车对电子真空泵需求大

- **电子真空泵成为新能源汽车刹车辅助泵的首要选择。**由于没有发动机，电动汽车产生不了真空源，因此需要配备一个电动真空泵，用于产生真空从而进行辅助刹车。一般新能源汽车主要的刹车辅助泵主要有三大类：活塞泵、隔膜泵和电子真空泵。由于活塞泵与隔膜泵体积和噪音过大，难以满足消费者需求；电子真空泵具有体积小、性能稳定和能耗小等优点，成为电动汽车等新能源汽车刹车辅助泵的首要选择。

图表 16: 活塞泵、隔膜泵与电子真空泵性能对比



来源：公开资料，国金证券研究所

3.3.2 涡轮增压发动机的推广为电子真空泵带来了机会

- 多技术共同应对燃料限制，涡轮增压的节油效果最为明显。为了应对 2020 年的燃耗限制，传统汽车主要的节能技术将集中在轻量化、发动机技术、变速箱技术和混合动力。发动机的技术水平直接影响着油耗的高低，因此发动机技术也一直都是整车厂的重点突破方向。主要的发动机技术有涡轮增压、双可变进排气门正时、缸内直喷和发动机起停技术。其中，涡轮增压节油效果最为明显，节油效果可达 10-15%，是最有可能优先推广的发动机技术。
- 随着涡轮增压发动机的推广，电子真空泵迎来。根据中国汽车报报道，涡轮增压技术在中国新车市场中的渗透率约为 20%。2015 年中国涡轮增压发动机的年销量约为 500 万台，预计到 2020 年将达到 1,700 万台，平均年复合增长率约为 30%。假设台电子真空泵的单价为 260 元，2020 年预计配备涡轮增压发动机车型的电子真空泵的市场容量将达到 44 亿元。

3.3.3 累计 10 年研发经验 电子真空泵迎来高速增长期

- 电子真空泵顺应汽车智能化、电动化与节能化趋势，市场空间广阔。电子真空泵可以通过控制模块实现刹车助力的智能化，使刹车达到最优化，减少能源消耗，是公司顺应汽车智能化、电动化与节能化趋势的重要布局，未来发展看好。
- 电子真空泵成为公司新的业绩增长点。公司早在 2005 年就成立了汽车电子系统事业部，并于 2011 年 9 月成立了拓普智能刹车子公司，是国内自主品牌中少数可以实现电子真空泵量产的企业之一，主要竞争对手是大陆与海拉。电子真空泵 2015 年全年营业收入有望达到 5,000 万元，考虑到公司拟定增 6 亿用于年产 260 万套电子真空泵，预计 2018 年达产后将贡献 10 亿元收入与 1.5 亿净利润。

4 投资建议与风险提示

- **投资建议：NVH 龙头，转型争做智能汽车执行端巨头。**公司是 NVH（减震降噪）龙头，绑定大客户通用全球与吉利共增长，转型争做智能汽车执行端巨头，精准卡位智能汽车执行层面，智能刹车系统与电子真空泵顺应汽车智能化、电动化趋势，未来空间巨大。不考虑外延与此次定增，预估 16-17 年 EPS 分别为 0.79、1.04 元，对应 PE 31、23 倍，给予买入评级。
- **风险提示：**汽车行业持续低迷；公司新兴业务进展不及预期。

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)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	1,875	2,309	2,737	2,948	3,548	4,651	货币资金	112	124	95	126	412	778
增长率		23.1%	18.5%	7.7%	20.4%	31.1%	应收款项	392	556	604	674	840	1,140
主营业务成本	-1,322	-1,594	-1,929	-2,079	-2,531	-3,312	存货	393	452	530	572	707	925
%销售收入	70.5%	69.0%	70.5%	70.5%	71.3%	71.2%	其他流动资产	46	46	63	32	40	50
毛利	553	715	808	869	1,017	1,340	流动资产	943	1,179	1,292	1,404	2,000	2,893
%销售收入	29.5%	31.0%	29.5%	29.5%	28.7%	28.8%	%总资产	53.2%	55.6%	50.9%	51.7%	58.8%	65.9%
营业税金及附加	-11	-15	-13	-15	-18	-22	长期投资	33	49	60	60	60	60
%销售收入	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	668	741	972	1,084	1,168	1,253
营业费用	-113	-125	-141	-147	-169	-223	%总资产	37.7%	35.0%	38.3%	39.9%	34.3%	28.6%
%销售收入	6.0%	5.4%	5.1%	5.0%	4.8%	4.8%	无形资产	119	118	138	142	149	156
管理费用	-164	-180	-225	-249	-277	-364	非流动资产	828	941	1,245	1,311	1,401	1,494
%销售收入	8.7%	7.8%	8.2%	8.5%	7.8%	7.8%	%总资产	46.8%	44.4%	49.1%	48.3%	41.2%	34.1%
息税前利润 (EBIT)	266	395	428	459	553	730	资产总计	1,771	2,120	2,537	2,715	3,401	4,387
%销售收入	14.2%	17.1%	15.6%	15.6%	15.6%	15.7%	短期借款	110	0	255	22	0	0
财务费用	-10	-13	-3	-7	5	12	应付款项	461	571	710	699	873	1,162
%销售收入	0.5%	0.6%	0.1%	0.2%	-0.1%	-0.3%	其他流动负债	80	87	72	76	98	121
资产减值损失	-2	-19	-4	0	0	0	流动负债	651	658	1,037	798	972	1,282
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0	0	1
投资收益	12	16	17	20	21	22	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	4.3%	3.9%	3.7%	4.1%	3.5%	2.8%	负债	651	658	1,037	798	972	1,283
营业利润	265	378	438	472	579	765	普通股股东权益	1,097	1,436	1,475	1,891	2,403	3,076
%营业收入	14.2%	16.4%	16.0%	16.0%	16.3%	16.4%	少数股东权益	24	26	25	26	27	28
营业外收支	17	17	27	12	15	18	负债股东权益合计	1,771	2,120	2,537	2,715	3,401	4,387
税前利润	282	395	464	484	594	783	比率分析						
利润率	15.1%	17.1%	17.0%	16.4%	16.8%	16.8%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-39	-54	-65	-67	-81	-108	每股指标						
所得税率	13.7%	13.6%	13.9%	13.9%	13.7%	13.8%	每股收益	0.468	0.653	0.767	0.640	0.789	1.038
净利润	243	341	400	417	513	675	每股净资产	2.109	2.762	2.837	3.636	4.620	5.916
少数股东损益	0	2	1	1	1	1	每股经营现金净流	0.566	0.631	0.882	0.824	0.968	1.106
归属于母公司的净利润	243	339	399	416	512	674	每股股利	0.000	0.000	0.185	0.000	0.000	0.000
净利率	13.0%	14.7%	14.6%	14.1%	14.4%	14.5%	回报率						
							净资产收益率	22.19%	23.63%	27.04%	21.98%	21.31%	21.90%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	13.74%	16.01%	15.73%	15.31%	15.05%	15.35%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	投入资本收益率	18.64%	23.34%	20.99%	20.36%	19.66%	20.28%
净利润	243	341	400	417	513	675	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	10.82%	23.14%	18.54%	7.71%	20.36%	31.10%
非现金支出	86	107	105	122	139	157	EBIT 增长率	13.66%	48.48%	8.37%	7.18%	20.67%	31.94%
非经营收益	-7	-9	-13	-23	-35	-40	净利润增长率	18.31%	39.49%	17.53%	4.15%	23.18%	31.58%
营运资金变动	-28	-111	-33	-87	-114	-217	总资产增长率	9.37%	19.67%	19.69%	7.01%	25.29%	28.98%
经营活动现金净流	294	328	459	429	503	575	资产管理能力						
资本开支	-82	-176	-380	-176	-215	-232	应收账款周转天数	60.6	65.3	66.6	72.0	75.0	78.0
投资	-31	-4	-14	0	0	0	存货周转天数	100.9	96.7	93.0	100.5	102.0	102.0
其他	13	8	9	20	21	22	应付账款周转天数	115.7	114.2	115.6	115.0	118.0	120.0
投资活动现金净流	-100	-172	-385	-156	-194	-210	固定资产周转天数	124.8	101.6	108.6	107.2	91.0	70.7
股权募资	0	0	0	0	0	0	偿债能力						
债权募资	-150	-110	255	-233	-22	1	净负债/股东权益	-0.16%	-8.51%	10.68%	-5.41%	-16.95%	-25.03%
其他	-38	-32	-381	-9	-1	0	EBIT 利息保障倍数	26.0	30.7	131.8	67.2	-114.6	-59.4
筹资活动现金净流	-188	-142	-126	-242	-23	1	资产负债率	36.74%	31.03%	40.86%	29.39%	28.57%	29.24%
现金净流量	6	14	-52	31	286	366							

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