

醋化股份 (603968.SH) 多种化学品行业

评级：增持 首次评级

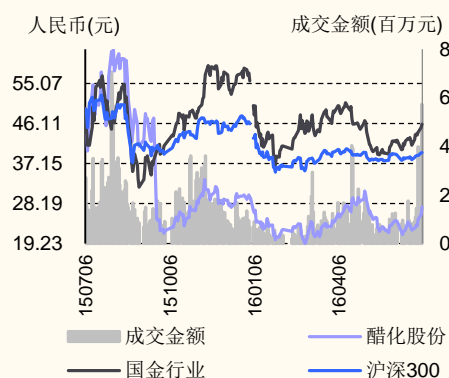
公司深度研究

市场价格 (人民币): 27.42 元
 目标价格 (人民币): 30.00-35.00 元

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)	136.60
总市值(百万元)	5,606.84
年内股价最高最低(元)	62.72/19.23
沪深 300 指数	3207.38
上证指数	3006.39



山梨酸 (钾) 与医药中间体行业有望迎来供需改善

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	1.300	0.508	0.532	0.595	0.687
每股净资产(元)	6.81	5.31	5.84	6.43	7.12
每股经营性现金流(元)	1.90	0.82	1.15	0.68	0.71
市盈率(倍)	N/A	58.12	51.50	46.05	39.92
行业优化市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润增长率(%)	59.43%	4.24%	4.80%	11.82%	15.38%
净资产收益率(%)	19.09%	9.57%	9.12%	9.25%	9.65%
总股本(百万股)	76.68	204.48	204.48	204.48	204.48

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司是醋酸及其下游衍生品生产的龙头企业:** 公司是全球山梨酸 (钾) 的龙头企业, 同时涉足医药农药中间体、颜料中间体等领域。公司近年来收入平稳增长, 盈利能力维持稳定。同时公司在醋酸化工领域深耕多年, 下游产品线丰富, 具有较强的发展潜力与成长空间。其中, 食品添加剂业务的山梨酸 (钾) 与医药中间体业务的乙酰乙酸甲酯是公司的重要产品。
- **公司两大主要产品 山梨酸 (钾) 与乙酰乙酸甲酯有望迎来价格上涨:** 公司业绩弹性最大的两类主要产品有望迎来价格上涨。山梨酸 (钾) 落后重污染产能不断淘汰, 市场集中度持续提升, 下游替代苯甲酸钠的进程持续推进, 供需格局有望进一步改善; 乙酰乙酸甲酯行业受益于江苏天成化工的产能永久性关停, 行业供需格局发生较大程度改变。下游维生素 E 需求稳定的情况下, 供给端的冲击将使得产品价格得到提振。
- **公司募投项目顺利推进 相关产品有望迎来量价齐升:** 公司原有 2.7 万吨山梨酸 (钾) 和 2 万吨的乙酰乙酸甲酯产能。募投项目 1.1 万吨山梨酸 (钾) 以及 2 万吨的乙酰乙酸甲酯项目进展顺利, 公司相关产品有望迎来量价齐升。

投资建议

- 我们认为公司充分受益于相关产品的行业供需改善。公司现有产能情况下, 山梨酸 (钾) 价格每上涨 1000 元, 公司 EPS 增厚 0.11 元; 乙酰乙酸甲酯上涨 1000 元, 公司 EPS 增厚 0.08 元。公司主要产品具有极强的业绩弹性。

估值

- 考虑到公司所处行业供需改善以及募投项目的顺利推进, 我们预计公司 2016-2018 年的 EPS 分别为 0.53 元、0.60 元以及 0.69 元。对公司首次覆盖给予增持评级。

风险

- 下游食品、医药等行业需求急速放缓 环保管控力度低于预期

贺国文 分析师 SAC 执业编号: S1130512040001
 (8621)60230235
 hegw@gjzq.com.cn

内容目录

公司是国内醋酸化工领域的龙头企业	3
公司管理结构清晰 主营产品群丰富	3
公司收入与盈利水平维持稳定 资产结构持续改善	4
山梨酸（钾）、乙酰乙酸甲酯等产品有望迎来价格上涨	4
山梨酸（钾）行业有望受益于产品替代与环保收紧	5
供给端格局重构将有望改变双乙烯酮-乙酰乙酸甲酯产业链的现状	6
醋化股份充分受益行业供需格局改善 未来成长性值得期待	8

图表目录

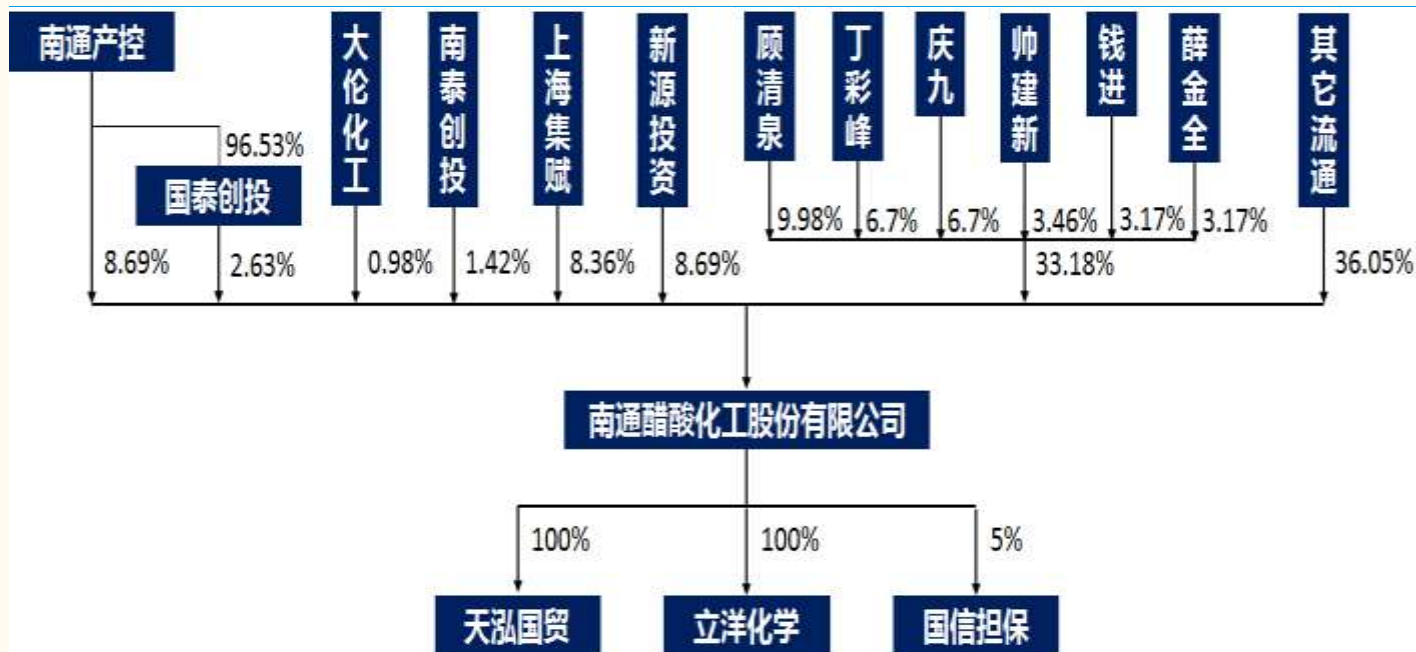
图表 1：公司股权结构图	3
图表 2：公司各项主营业务收入比重	3
图表 3：公司主营收入保持稳定	4
图表 4：公司净利润维持稳定发展态势	4
图表 5：食品、医药等领域产品毛利率维持高位	4
图表 6：公司资产负债率呈现逐年下降的趋势	4
图表 7：公司主要产品产业链分布	5
图表 8：食品加工行业产值持续提升	5
图表 9：国内软饮料产量持续提升	5
图表 10：国内现行最新版食品添加剂使用标准	6
图表 11：2015 年国内山梨酸及山梨酸钾产能分布	6
图表 12：维生素 E 价格近年来维持强势上涨	7
图表 13：国内维生素 E 出口量持续增长	7
图表 14：VE 占饲料的成本比重持续下降 下游价格敏感度显著下滑	7
图表 15：国内双乙烯酮产能集中度较高	8
图表 16：国内主要乙酰乙酸甲酯产能（万吨）	8
图表 17：国内主要双乙烯酮产能外售量测算（万吨）	8
图表 18：公司分产品盈利预测表	9

公司是国内醋酸化工领域的龙头企业

公司管理结构清晰 主营产品群丰富

- 南通醋酸化工股份有限公司（简称“醋化股份”）是国内食品添加剂领域的龙头企业。公司深耕醋酸及其下游衍生品，产品群涵盖食品添加剂、医药农药中间体、颜料中间体等领域。醋化股份历史最早可上溯到 1958 年，并于 2001 年进行公司改制，公司在醋酸产业链浸淫多年，拥有极强的技术研发优势与丰富的客户资源。

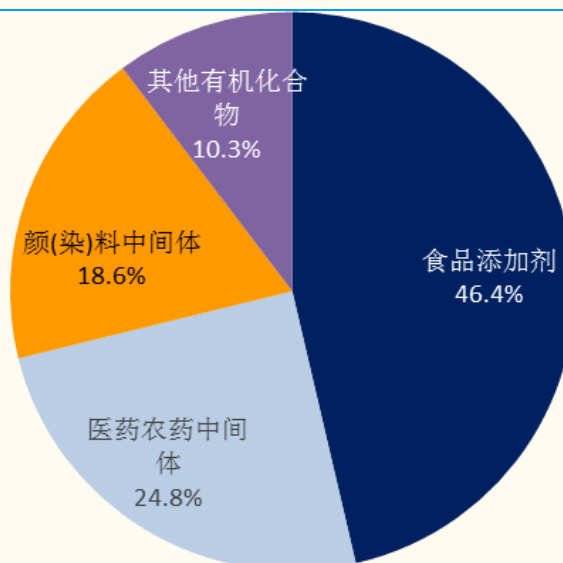
图表 1：公司股权结构图



来源：Wind，国金证券研究所

- 公司三大领域细分产品主要包括：（1）食品、饲料添加剂：山梨酸（钾）、脱氢乙酸（钠）；（2）医药、农药中间体：乙酰乙酸甲（乙）酯；（3）颜（染）料中间体：乙酰乙酰苯胺类产品；公司也应客户需求经营部分其他有机化学产品的生产及销售，包括双乙烯酮、乙腈等。

图表 2：公司各项主营业务收入比重

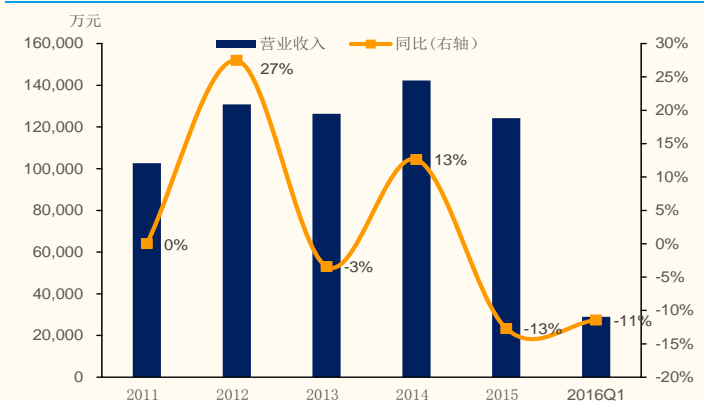


来源：Wind，国金证券研究所

公司收入与盈利水平维持稳定 资产结构持续改善

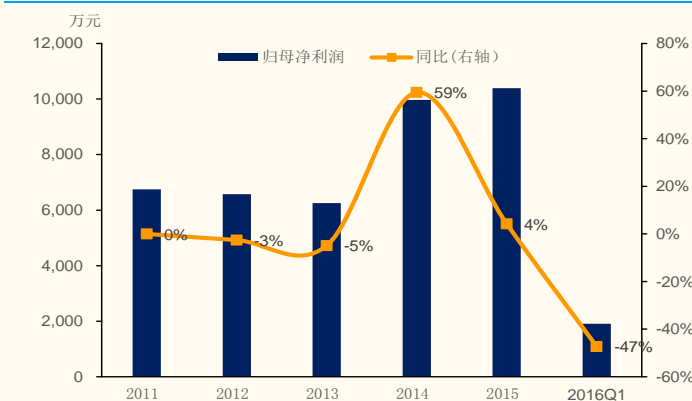
- 公司产品受益于下游主要领域，食品、医药、农业等行业的平稳发展，收入以及盈利能力近年来维持稳中有增的发展态势。2015-2016 年收入出现下滑的主要原因在于上游大宗产品的价格下跌导致公司整体收入规模出现一定程度的下滑。

图表 3：公司主营收入保持稳定



来源：Wind，国金证券研究所

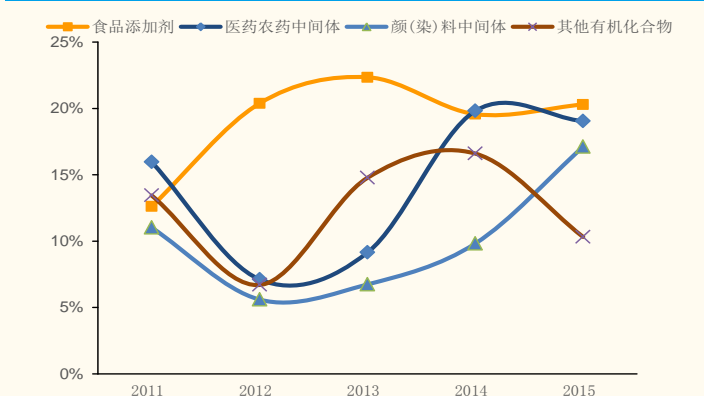
图表 4：公司净利润维持稳定发展态势



来源：Wind，国金证券研究所

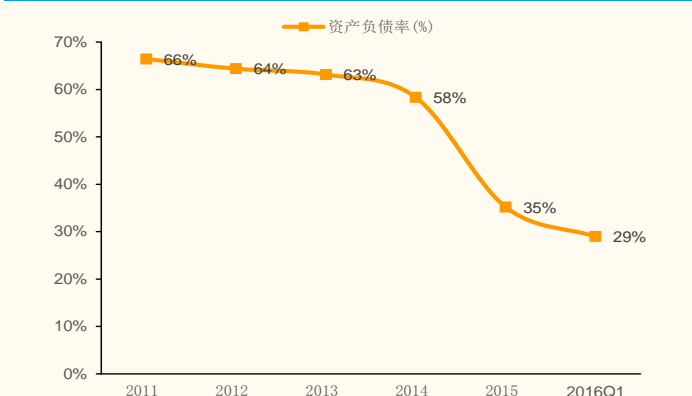
- 公司各项产品盈利能力多年来维持在较高水平。食品、医药行业的稳定需求以及行业格局，决定了公司食品添加剂、医药中间体等产品多年来维持较高的毛利率，且呈现稳中有增的趋势。同时，由于公司下游客户的结构稳定以及公司卓越的运行效率，公司资产结构保持持续改善的态势。

图表 5：食品、医药等领域产品毛利率维持高位



来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：公司资产负债率呈现逐年下降的趋势



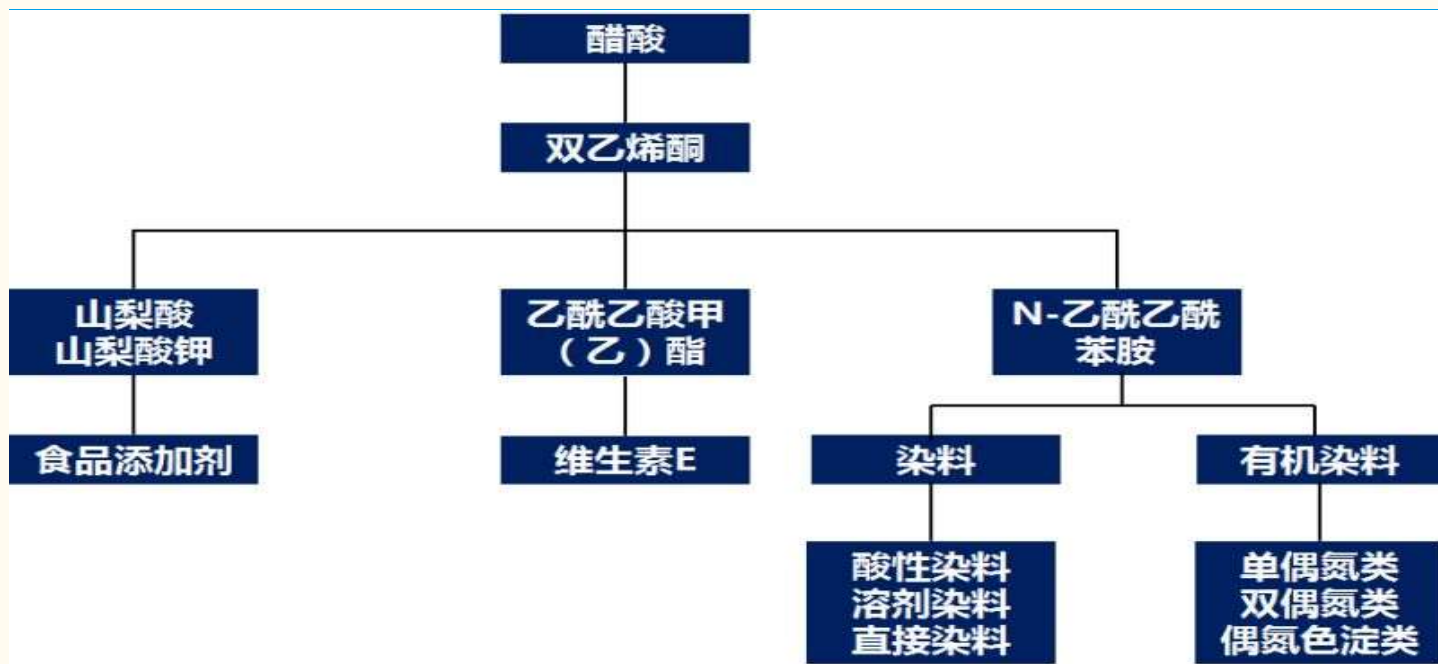
来源：Wind，国金证券研究所

- 公司主要产品对下游客户具有较强的使用粘性，产品进入客户供货体系的标准较为严格且进入后不易更换，为公司发展提供了优质的护城河。我们认为公司在食品添加剂领域受益于行业集中度提升及产品结构改善，医药及农药中间体业务受益于行业整体的全球产业转移。公司成长性值得期待。

山梨酸（钾）、乙酰乙酸甲酯等产品有望迎来价格上涨

- 公司主要产品是以醋酸为基础的衍生产品，凭借多年来深耕产业链不断开拓下游各类产品，并逐步形成下游以食品、医药、农药、颜料等领域为主的消费结构。我们主要看好山梨酸（钾）与乙酰乙酸甲酯的投资机会。
- 公司三大领域产品包括：食品添加剂的主要产品包括山梨酸及山梨酸钾，是全球范围内重要的食品防腐剂，目前国内产业集中度较高，下游需求稳定且具有不断替代苯甲酸钠的趋势；医药农药中间体产品包括吡啶系列产品、乙酰乙酸甲酯及乙酯等，下游产品包括各类农药产品以及维生素 E 等原料药，在产业转移的背景下有望实现持续增长；颜料中间体类产品以乙酰乙酰苯胺类为主，下游需求稳定为公司业务提供一定的安全边际。

图表 7：公司主要产品产业链分布

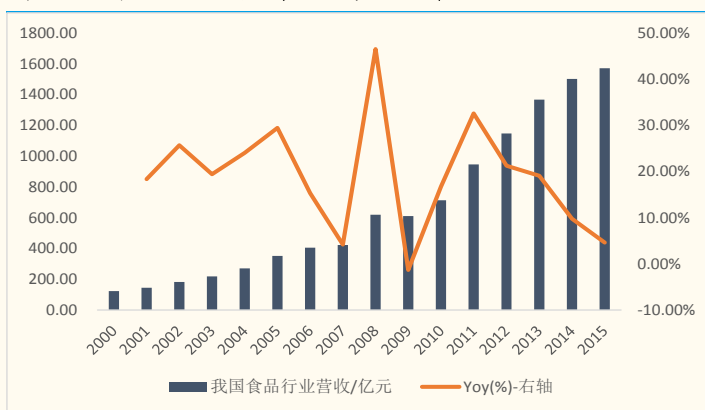


来源：公司公告，国金证券研究所

山梨酸（钾）行业有望受益于产品替代与环保收紧

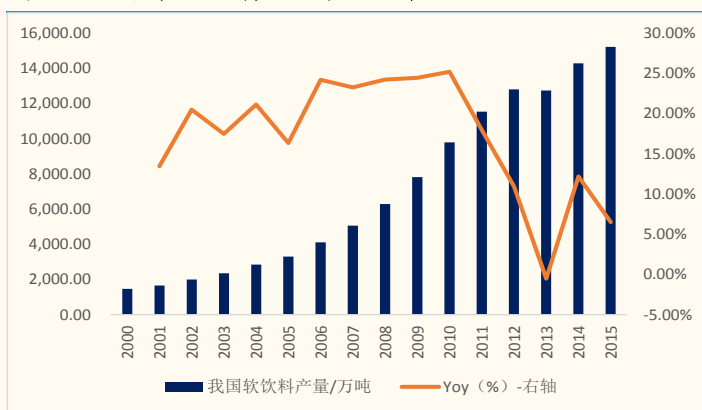
- 山梨酸及盐（山梨酸钾）主要用于食品防腐，和传统产品苯甲酸钠相比，其毒性仅为其 1/40，防腐效果是其 5-10 倍，在国外市场具备较为成熟的应用。但国内市场由于成本（山梨酸钾市场价 2-2.1 万/吨，是苯甲酸钠价格的两倍多）和使用习惯等因素规模偏低，未来具备较大增长空间。

图表 8：食品加工行业产值持续提升



来源：Wind，国金证券研究所

图表 9：国内软饮料产量持续提升



来源：Wind，国金证券研究所

- 我国山梨酸钾替代苯甲酸钠的进程有望加快。根据中国绿色食品发展中心制定并通过农业部标准审定的《绿色食品饲料及饲料添加剂使用准则》中表明，国内 A 级绿色食品将禁止使用苯甲酸及苯甲酸钠。对标海外食品防腐剂领域的演化路径，消费升级背景下的添加剂升级替代是一个自然进程。
- 国内山梨酸（钾）需求伴随着国内伴随着食品添加剂标准的提升而逐步增加。早在 1996 年山梨酸钾的在食品中的使用量便被添加在相关标准中，2002 年卫生部对乳制品、肉灌肠等领域的山梨酸钾最大使用量进一步提高。2011 年的最新添加标准中显示多个食品生产领域的山梨酸钾最大使用量进一步提升。行业需求水平稳步提升。

图表 10：国内现行最新版食品添加剂使用标准

食品名称	最大使用量 (g/kg)	食品名称	最大使用量 (g/kg)
面包	0.075	果冻	0.5
熟肉制品	1.0	配制酒	0.4
杂粮灌肠制品	1.5	饮料类 (包装饮料除外)	0.5
胶基糖果	1.5	醋	1.0
经表面处理的鲜水果、新鲜蔬菜	0.5	调味糖浆	1.0
风味棍、冰棍类	0.5	蛋制品 (改变其物理性状)	1.5
氢化植物油	1.0	预制水产品 (半成品)	0.075
干酪和再制干酪及类似品	1.0	肉灌肠类	1.5

来源：CNKI，国金证券研究所

- 需求端稳定增长，供给端格局趋于稳定，行业供需关系维持均衡态势。行业经历了 2011 与 2012 年产能的大幅扩张之后，总体格局已保持稳定。目前国内总产能有 18 万吨，但是考虑到近几年来环保持续收紧导致小产能的关停，预计目前有效产能在 14 万吨左右。我们估算国内总需求量在 12 万吨左右，考虑到装置每年的检修情况下，80%的开工率是比较正常的，供需格局基本维持紧平衡态势。

图表 11：2015 年国内山梨酸及山梨酸钾产能分布

企业	地点	山梨酸 (万吨)	山梨酸钾 (万吨)	合计
王龙集团	江苏余姚			5.0
金能科技	山东济南			1.4
昆达生物	山东临沂			3.0
醋化股份	江苏南通			2.7+1.1 (扩建)
保圣科技	浙江杭州			装置已退出
天成化工	江苏南通			1.8 (已永久关停)
如皋市江北添加剂	江苏南通	0.5	0.6	1.1
如皋市长江食品	江苏南通	0.4	0.4	0.8
大赛璐	广西南宁	0.2	0.5	0.7
江西新龙王	江西新余			0.7
先锋科技	山东临沂	0.3	0.4	0.7
百事特	江苏南通			0.6
奥凯生物	江苏南通	0.2	0.0	0.2
名义产能合计				18

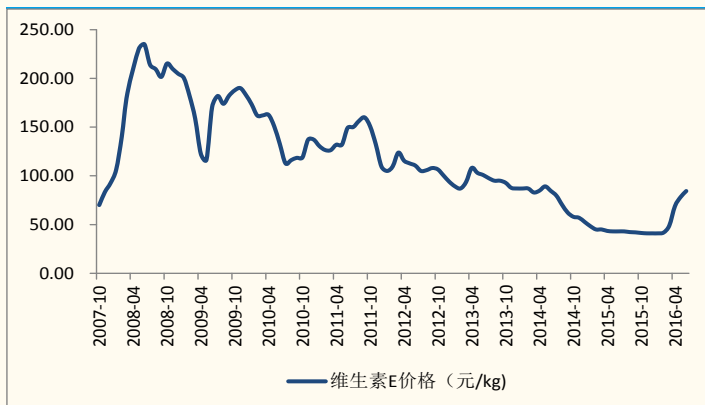
来源：中国产业信息网，国金证券研究所

- 小产能退出导致行业集中度持续提升，行业 CR5 超过 90%，除去醋化股份在 2016-2017 年会有扩产计划外行业产能扩张有限。山梨酸及钾的环保压力是有效制约行业的无序扩张的主要原因。山梨酸（钾）生产过程产生废水量很大（吨产品副产 5-6 吨废水）、废水成分复杂、处理难度较高（COD 超过 10000，包含各种有机酸、醛、酮等数十种有机物，SS，氨氮）。环保或将成为行业灰天鹅起飞之地。
- 我们认为公司山梨酸（钾）业务将维持稳定。公司该业务由于下游客户稳定，进入供货体系需要一定壁垒，所以该项业务为公司提供足够的安全边际：在行业不出现供给侧灰天鹅的情况下，目前稳定的产业格局将维持行业内参与者的收入及盈利能力；在行业供给收缩时，产品价格上涨将为公司提供极大的业绩弹性。

供给端格局重构将有望改变双乙烯酮-乙酰乙酸甲酯产业链的现状

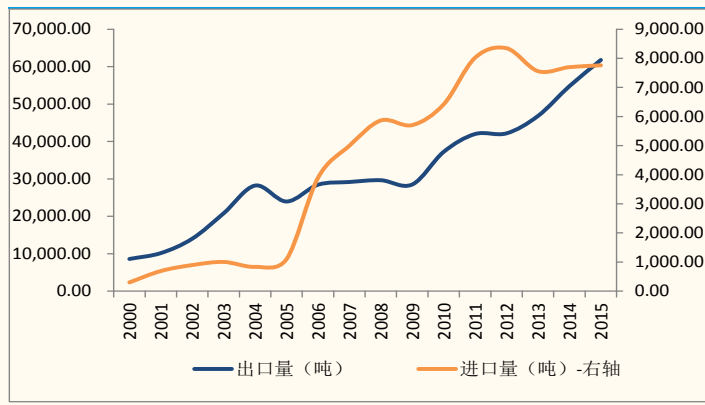
- 乙酰乙酸甲酯作为生产维生素 E 的重要中间体，近年来受益于下游的全球产能转移需求得到稳定释放。同时，产品供给端主要集中于醋化股份、宁波王龙、天成化工等少数企业中，行业集中度较高。

图表 12: 维生素 E 价格近年来维持强势上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 13: 国内维生素 E 出口量持续增长



来源: Wind, 国金证券研究所

- 维生素 E 受益于下游需求的持续好转, 今年年初以来价格维持强势上涨, 出口量稳步提升。我们认为维生素 E 未来将继续受益于国内关键中间体的产业转移与国产化进程, 国内 VE 的全球市场份额有望进一步提升。维生素 E 下游的主要需求饲料成本占比持续下降, VE 的需求有望维持稳定。

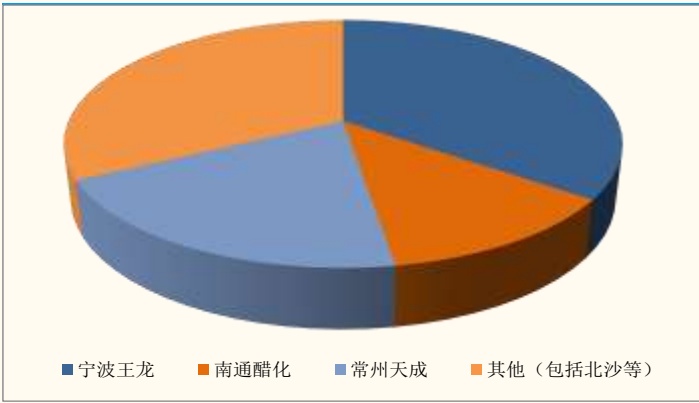
图表 14: VE 占饲料的成本比重持续下降 下游价格敏感度显著下滑



来源: 博亚和讯, 国金证券研究所

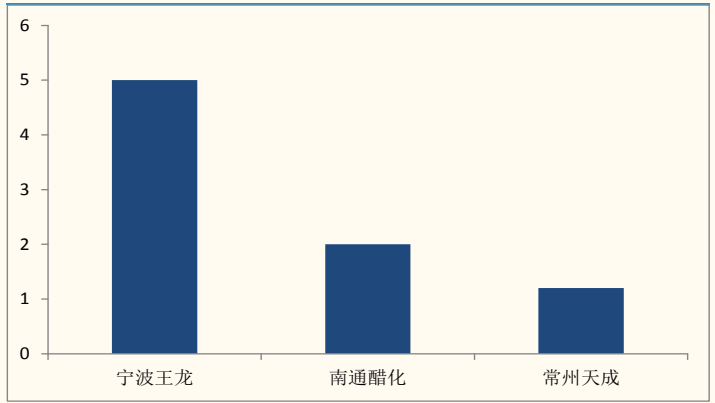
- 2016 年 4 月江苏省南通市常州外国语学校搬迁至新校址后, 493 名学生检出皮炎、血液指标异常等, 个别查出淋巴瘤、白血病等。经检测, 该校地下水、空气均检出污染物。学校附近正在开挖的地块上曾是 3 家化工厂, 专家称校区受到的污染与化工厂地块上污染物吻合。作为国内山梨酸(钾)重要生产商的天成化工位列上述三家化工厂之中。
- 受到本次事件的持续发酵的影响, 南通市海安县已经对该地区周围主要化工厂下达停产令, 包括常隆、华达、常宇、天成化工等公司已全面停产。据最新的环保处理结果, 天成化工的常州装置预计将永久迁离。公司或将永久退出本行业, 该行业供给端格局有望重构。
- 下游 VE 需求稳定的背景下, 供给端的格局重构将对行业造成较大冲击。天成化工拥有双乙烯酮(甲酯的原材料)产能 4 万吨, 乙酰乙酸甲酯产能 1.2 万吨, 其中双乙烯酮占到全国总产能的 20%。国内双乙烯酮产能集中度显著高于下游乙酰乙酸甲酯的产能集中度。

图表 15: 国内双乙烯酮产能集中度较高



来源: 国金证券研究所

图表 16: 国内主要乙酰乙酸甲酯产能 (万吨)



来源: 国金证券研究所

- 江苏天成化工的双乙烯酮产业链的产能关停, 将彻底改变全产业链的供需格局。国内诸如宁波王龙、醋化股份的双乙烯酮以自用为主, 外售量较少, 天成化工是国内最大的双乙烯酮外售产能, 产能关停将造成双乙烯酮的市场流通量急剧萎缩。我们根据生产 1 吨山梨酸(钾)消耗 0.4 吨双乙烯酮、生产 1 吨乙酰乙酸甲酯消耗 0.7 吨双乙烯酮对供需改变假设如下:

图表 17: 国内主要双乙烯酮产能外售量测算 (万吨)

	双乙烯酮产能	双乙甲酯产能	消耗双乙烯酮量	山梨酸(钾)产能	消耗双乙烯酮量	双乙烯酮外售量
宁波王龙	7	5	3.5	9	3.6	-0.1
南通醋化	2.5	2	1.4	2.7	1.08	0.02
常州天成	4	1.2	0.84	1.8	0.72	2.44

来源: 国金证券研究所

- 天成化工的双乙烯酮外售量在 2.5 万吨左右, 我们假设剩余的 6.5 万吨双乙烯酮产能全部用于市场流通, 那本次产能关停造成供给端减少约 28%。考虑到其他的双乙烯酮产能下游也有乙酰乙酸甲酯的配套(比如北沙制药), 我们认为对双乙烯酮的供给影响可能超过了市场流通量的 30%。
- 我们认为本次天成化工的环保灰天鹅时间将对醋酸-双乙烯酮极其下游衍生品产业链形成中长期的深远影响。中期来看, 上游双乙烯酮供需紧张将导致成本推动产业链价格上涨; 长期来看, 全产业链的环保压力将有望对产业链供需关系造成进一步失衡。
- 我们认为双乙烯酮价格将大概率出现上涨。下游维生素 E 景气度有望持续, 同时维生素 E 的生产成本对于乙酰乙酸甲酯的价格敏感度较低; 双乙烯酮价格上涨有望在需求稳定的背景下, 进一步成本推动下游乙酰乙酸甲酯、山梨酸(钾)的价格上涨。具有一体化装置公司(如醋化股份)将充分受益这一过程。随着募投项目的稳步推进公司相关产品有望享受到量价齐升的态势。

醋化股份充分受益行业供需格局改善 未来成长性值得期待

- 公司充分受益本次供给端冲击。公司具有 2.7 万吨山梨酸(钾)产能以及 2 万吨的乙酰乙酸甲酯产能, 产品的价格上涨弹性极大。根据我们的测算, 山梨酸(钾)价格上涨 1000 元公司 EPS 增厚 0.11 元, 乙酰乙酸甲酯价格上涨 1000 元公司 EPS 增厚 0.08 元, 具有较强的业绩弹性。
- 公司募投项目进展顺利, 1.1 万吨山梨酸(钾)项目以及 2 万吨乙酰乙酸甲酯项目有望在 2016-2017 年投产并释放业绩。我们认为, 募投项目的投放将进一步加剧上游双乙烯酮的供需紧张格局, 同时进一步增厚公司业绩。

图表 18: 公司分产品盈利预测表

	2016E	2017E	2018E
食品添加剂 (百万元)	748	770	836
毛利率	20%	20%	20%
医药农药中间体 (百万元)	335	360	380
毛利率	19%	19%	19%
颜料中间体 (百万元)	240	240	240
毛利率	9.0%	10.0%	10.0%
其他有机化合物 (百万元)	130	150	160
毛利率	10%	11%	12%
总收入 (百万元)	1453	1520	1616
综合毛利率	17%	17%	17%

来源: Wind, 国金证券研究所

- 考虑到公司所处行业供需改善以及募投项目的顺利推进, 我们预计公司 2016-2018 年的 EPS 分别为 0.53 元、0.60 元以及 0.69 元。对公司首次覆盖给予增持评级。

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)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	1,264	1,423	1,242	1,453	1,520	1,616	货币资金	241	214	680	900	967	1,065
增长率		12.6%	-12.7%	17.0%	4.6%	6.3%	应收账款	168	228	209	196	205	218
主营业务成本	-1,067	-1,169	-1,012	-1,205	-1,257	-1,333	存货	89	87	98	99	103	110
%销售收入	84.5%	82.1%	81.5%	82.9%	82.7%	82.5%	其他流动资产	32	22	15	15	17	18
毛利	196	255	230	248	263	283	流动资产	529	550	1,002	1,210	1,293	1,410
%销售收入	15.5%	17.9%	18.5%	17.1%	17.3%	17.5%	%总资产	41.5%	43.9%	59.8%	68.8%	75.5%	81.2%
营业税金及附加	-5	-8	-8	-7	-8	-8	长期投资	7	7	7	8	7	7
%销售收入	0.4%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	固定投资	665	618	585	461	323	222
营业费用	-32	-32	-31	-36	-38	-40	%总资产	52.1%	49.3%	34.9%	26.2%	18.9%	12.8%
%销售收入	2.5%	2.3%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	无形资产	72	70	68	78	87	96
管理费用	-70	-79	-86	-94	-100	-108	非流动资产	746	702	673	549	419	327
%销售收入	5.5%	5.6%	6.9%	6.5%	6.6%	6.7%	%总资产	58.5%	56.1%	40.2%	31.2%	24.5%	18.8%
息税前利润 (EBIT)	89	135	105	110	117	126	资产总计	1,275	1,252	1,674	1,759	1,711	1,737
%销售收入	7.1%	9.5%	8.5%	7.6%	7.7%	7.8%	短期借款	329	337	250	295	129	0
财务费用	-30	-19	-3	-1	5	17	应付款项	242	198	200	250	246	261
%销售收入	2.4%	1.3%	0.3%	0.1%	-0.4%	-1.0%	其他流动负债	15	23	14	19	20	20
资产减值损失	-2	-11	-4	0	0	0	流动负债	585	558	464	565	396	281
公允价值变动收益	4	-5	1	0	0	0	长期贷款	64	32	0	0	0	0
投资收益	2	0	4	2	2	2	其他长期负债	156	140	125	0	0	0
%税前利润	2.9%	0.1%	3.3%	1.6%	1.4%	1.3%	负债	805	730	589	565	396	281
营业利润	65	101	103	111	124	145	普通股股东权益	470	522	1,085	1,194	1,316	1,456
营业利润率	5.1%	7.1%	8.3%	7.6%	8.2%	8.9%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	9	16	15	13	14	15	负债股东权益合计	1,275	1,252	1,674	1,759	1,711	1,737
税前利润	73	118	118	124	138	160	比率分析						
利润率	5.8%	8.3%	9.5%	8.5%	9.1%	9.9%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-11	-18	-14	-15	-17	-19	每股指标						
所得税率	14.7%	15.4%	11.9%	12.0%	12.0%	12.0%	每股收益	0.815	1.300	0.508	0.532	0.595	0.687
净利润	63	100	104	109	122	140	每股净资产	6.127	6.807	5.307	5.839	6.435	7.122
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.495	1.900	0.824	1.152	0.685	0.706
归属于母公司的净利润	63	100	104	109	122	140	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	4.9%	7.0%	8.4%	7.5%	8.0%	8.7%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	13.31%	19.09%	9.57%	9.12%	9.25%	9.65%
净利润	63	100	104	109	122	140	总资产收益率	4.90%	7.96%	6.20%	6.19%	7.11%	8.09%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	投入资本收益率	8.84%	12.87%	6.94%	6.49%	7.12%	7.61%
非现金支出	61	76	70	51	39	22	增长率						
非经营收益	26	23	-2	8	-2	-13	主营业务收入增长率	-3.42%	12.62%	-12.72%	16.98%	4.61%	6.32%
营运资金变动	-35	-52	-3	68	-18	-6	EBIT增长率	6.17%	51.42%	-22.32%	4.37%	6.52%	7.58%
经营活动现金净流	115	146	169	236	140	144	净利润增长率	-4.89%	59.43%	4.24%	4.80%	11.82%	15.38%
资本开支	-76	-62	-52	81	105	85	总资产增长率	3.94%	-1.75%	33.70%	5.05%	-2.69%	1.50%
投资	0	0	0	-1	0	0	资产管理能力						
其他	-2	4	4	2	2	2	应收账款周转天数	33.8	33.0	40.6	30.0	30.0	30.0
投资活动现金净流	-78	-58	-48	82	107	87	存货周转天数	31.0	27.4	33.4	30.0	30.0	30.0
股权募资	0	0	469	0	0	0	应付账款周转天数	48.0	47.0	47.2	50.0	50.0	50.0
债权募资	-6	-24	-118	-80	-166	-129	固定资产周转天数	189.5	155.6	162.0	100.8	51.3	2.8
其他	-61	-69	-13	-17	-14	-4	偿债能力						
筹资活动现金净流	-67	-93	338	-97	-180	-134	净负债/股东权益	31.39%	29.69%	-39.60%	-50.63%	-63.66%	-73.11%
现金净流量	-30	-5	459	220	67	98	EBIT利息保障倍数	3.0	7.3	31.6	100.5	-21.8	-7.5
							资产负债率	63.15%	58.32%	35.19%	32.12%	23.12%	16.17%

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