

北方稀土 (600111.SH) 有色金属行业

评级：中性首次评级

公司研究

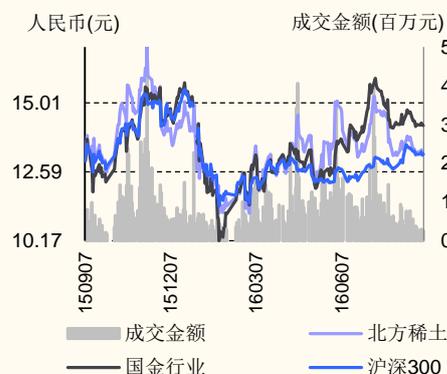
市场价格 (人民币): 13.19 元
目标价格 (人民币): 13.00-14.00 元

轻稀土霸主，重新崛起有待时

长期竞争力评级：等于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	3,633.07
总市值(百万元)	47,920.14
年内股价最高最低(元)	16.96/11.13
沪深 300 指数	3314.11
上证指数	3067.35



公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.265	0.090	0.085	0.109	0.127
每股净资产(元)	3.43	2.29	2.35	2.45	2.56
每股经营性现金流(元)	0.29	0.75	0.29	0.16	0.15
市盈率(倍)	97.48	156.38	163.26	126.80	108.68
行业优化市盈率(倍)	22.11	26.06	27.28	27.28	27.28
净利润增长率(%)	-59.15%	-49.35%	-5.65%	28.75%	16.66%
净资产收益率(%)	7.74%	3.92%	3.59%	4.45%	4.96%
总股本(百万股)	2,422.04	3,633.07	3,633.07	3,633.07	3,633.07

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **产能出清任重道远，稀土价格恐将长期低迷：**2011年前后，稀土价格暴涨，催生大量稀土私采行为；目前稀土开采和冶炼分离产能仍严重过剩，稀土需求小幅增长，价格恐将长期低迷。
- **轻稀土霸主，肩负整合北方稀土产业重任：**公司是六大稀土集团之一，拥有的开采和冶炼分离指标占全国的比重超过 50%，轻稀土市场拥有绝对定价权；公司肩负整合北方稀土产业的重任，通过原料供应、准入、市场换取等方式，换取部分稀土企业的股权，截至 2016 年初，中国北方稀土集团组建完毕。
- **近看补贴扶持，远看收储打黑：**包头市政府出台稀土补贴扶持政策，下半年公司销量有望增加，6-8 月草根调研数据亦从侧面证实该点；远期公司业绩改善还看收储打黑，收储有望直接改善公司业绩，打黑若立法执法双管齐下，价格边际改善效果或较大。

投资建议

- 我们看好包头稀土补贴给公司带来的业绩改善，关注收储打黑的进展情况，首次覆盖，给予中性评级。

估值

- 我们给予公司未来 6-12 个月 13.09 元目标价位，相当于 154x16PE。

风险

- 公司作为稀土全产业链的公司，面临“国家收储进程低于预期，打黑效果低于预期，其它原因导致的稀土价格下跌”的风险。

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

廖淦 联系人
(86755)83830558
liaogan@gjzq.com.cn

宋小浪 联系人
(86755)83831051
songxiaolang@gjzq.com.cn

内容目录

暴涨之后，稀土价格长期低迷.....	3
轻稀土霸主，肩负整合北方稀土产业重任.....	7
近看补贴扶持，远看收储打黑.....	9
风险提示.....	11

图表目录

图表 1：2010 年前后，稀土出口和开采政策经历巨变.....	3
图表 2：2011 年前后，氧化镨钕价格经历“过山车”行情.....	3
图表 3：2011 年前后，氧化镝、氧化铽价格经历“过山车”行情.....	4
图表 4：非法稀土占流通稀土比例 50%	4
图表 5：2015 年，国内镨钕金属实际产量约 4 万吨.....	5
图表 6：2016 年全球稀土需求增速预计为 4.5%.....	5
图表 7：稀土需求主要分布在永磁、冶金/机械、石油/化工领域.....	6
图表 8：稀土冶炼分离产能是冶炼分离指标的 4 倍	6
图表 9：产能过剩，镨钕价格低迷恐将持续.....	7
图表 10：产能过剩，镝铽价格低迷恐将持续.....	7
图表 11：北方稀土旗下子公司众多.....	7
图表 12：公司采购稀土矿浆的定价机制.....	8
图表 13：2016 年第一批稀土开采和冶炼分离指标中，北方稀土占比过半.....	8
图表 14：公司持续整合国内北方的稀土产业.....	9
图表 15：草根统计：北方稀土下半年对外发货量大增.....	10
图表 16：2016 年，3800 吨国储因价格过低而流标.....	10
图表 17：近年的打黑举措一览.....	11
图表 18：可比公司盈利和估值水平预测.....	11

暴涨之后，稀土价格长期低迷

■ 价格暴涨，催生私矿横行

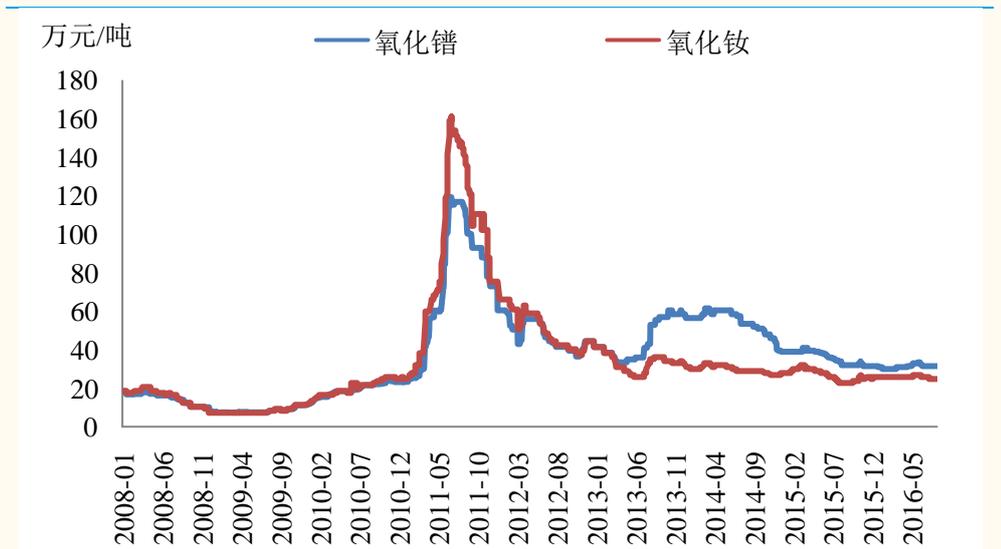
2010年，由于稀土出口和开采政策的变化，导致稀土供给收缩预期大幅加强。随后，稀土价格出现了大幅度的上涨，同时也催生了大量私采、走私稀土的行为。价格暴涨过后，由于私采稀土的行为泛滥，稀土供应严重过剩，稀土价格陷入了长期的低迷状态。

图表 1：2010 年前后，稀土出口和开采政策经历巨变

时间	政策变动	行业整顿
2010 年	国家对稀土矿实行开采总量控制管理；发放了 30259 吨出口配额（同比削减 40%，将稀土出口关税从 15% 上调到 25%	2010 年 5 月 17 日，国土资源部部长徐绍史主持召开第 11 次部长办公会，审议通过《稀土等矿产开发秩序专项整治行动方案》，5 月 18 日，国土资源部发出《关于开展全国稀土等矿产开发秩序专项行动的通知》：从 2010 年 6 月至 11 月集中开展稀土等矿产开发秩序专项整治

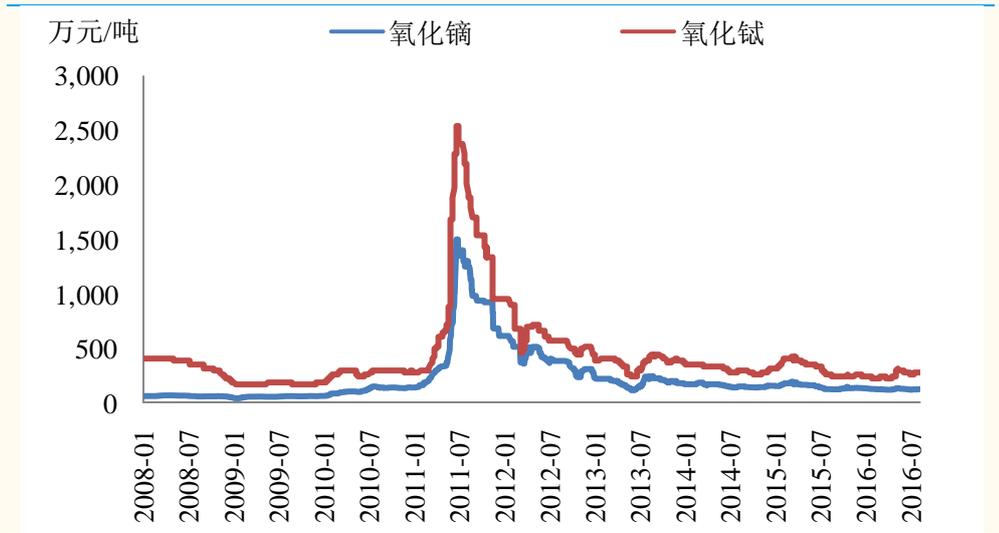
来源：国金证券研究所

图表 2：2011 年前后，氧化镨钕价格经历“过山车”行情



来源：国金证券研究所

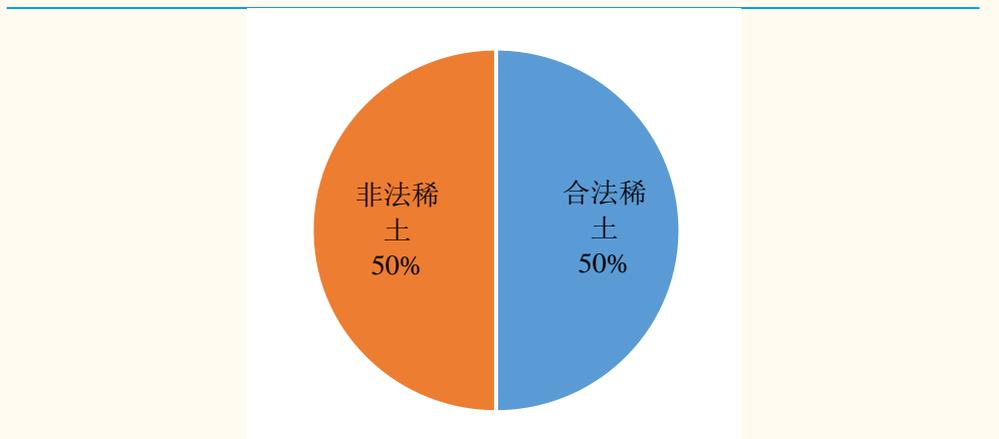
图表3：2011年前后，氧化镨、氧化铽价格经历“过山车”行情



来源：国金证券研究所

根据百川资讯的统计数据，2015年，4万吨镨钕金属对应镨钕氧化物约4.8-5.2万吨，考虑到稀土精矿中镨钕的比重一般是25%左右，因此，推测稀土精矿（折REO）分离产量约为19.2-20.8万吨。2015年，稀土冶炼分离指标为10万吨。也就是说，目前市面上流动的稀土，约有50%并不属于合法稀土范畴。

图表4：非法稀土占流通稀土比例50%



来源：百川资讯，国金证券研究所

图表 5：2015 年，国内镨钕金属实际产量约 4 万吨

地区	企业数量	年产能	年产量	开工率
福建	1	2000	800	40%
甘肃	1	2500	1500	60%
广西	2	6000	1500	25%
湖南	1	1000	400	40%
江苏	1	1200	800	67%
江西	7	18500	8000	43%
辽宁	2	5000	1500	30%
内蒙古	9	24000	12000	50%
四川	3	7500	3500	47%
浙江	1	8000	7000	88%
山东	2	2000	1000	50%
其他	15	6000	3000	50%
总计	45	83700	41000	49%

来源：百川资讯，国金证券研究所

■ 需求预计保持低速增长态势

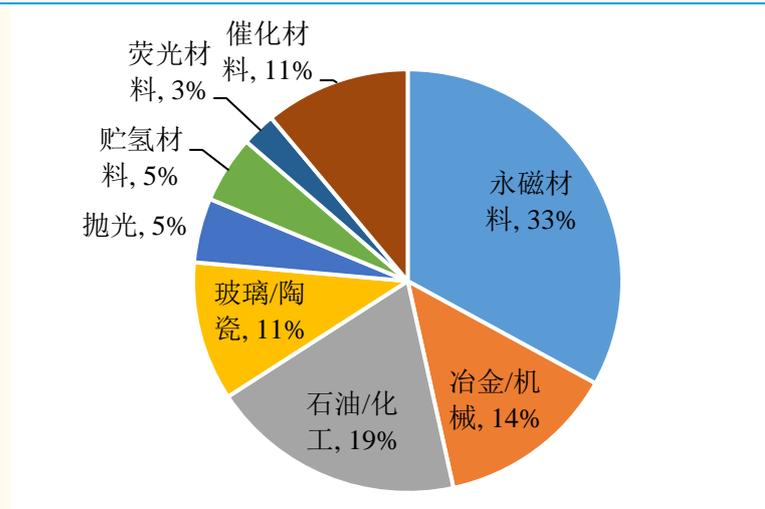
据我们测算，2016 年，稀土需求呈现小幅增长的趋势，全球消费量合计将达到 86735 吨，增速约为 4.5%。其中，永磁材料、冶金/机械、玻璃/陶瓷领域均保持了较为快速的增长速度，抛光粉、贮氢材料、荧光材料领域则陷入了一定程度的衰退。

图表 6：2016 年全球稀土需求增速预计为 4.5%

应用领域	稀土消耗量（单位：吨）	占比	增速
永磁材料	28,622.50	33%	7%
冶金/机械	11,763.14	14%	8%
石油/化工	16,718.72	19%	3%
玻璃/陶瓷	9,175.57	11%	7%
抛光	4,246.73	5%	-4%
贮氢材料	4,426.46	5%	-3%
荧光材料	2,220.82	3%	-8%
催化材料	9,561.36	11%	3%
合计	86,735.32	100%	4.49%

来源：Lynas, Molycorp, Roskill, 国金证券研究所

图表 7：稀土需求主要分布在永磁、冶金/机械、石油/化工领域



来源：Lynas, Molycorp, Roskill, 国金证券研究所

■ 产能出清任重道远，稀土价格恐将长期低迷

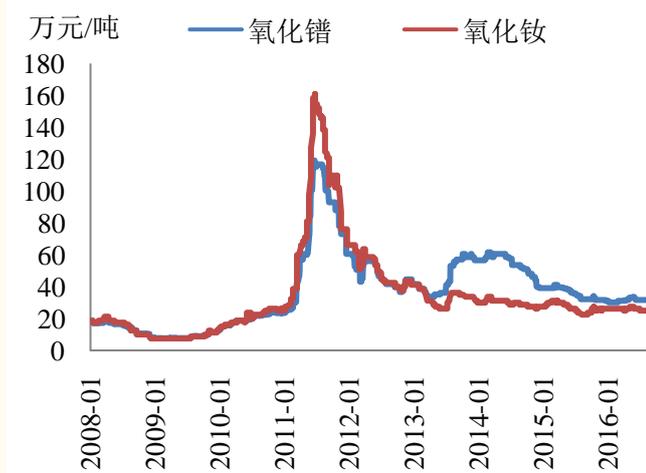
据百川资讯不完全统计，国内稀土冶炼分离产能高达 39 万吨，远超 9 万吨的冶炼分离指标。若按照合法的冶炼分离指标来生产，国内稀土冶炼分离厂的产能利用率不足 25%，因此，冶炼分离厂往往通过采购私矿来填补生产缺口，行业去产能的压力任重而道远。

图表 8：稀土冶炼分离产能是冶炼分离指标的 4 倍

地区	企业数量	矿种	冶炼分离产能	年产量	
				镨钕	镱
内蒙古	8	轻稀土矿	87000	12000	0
甘肃	1	轻稀土矿	15000	8000	80
山东	4	轻稀土矿	42000	3500	0
四川	6	轻稀土矿	33500	4000	0
河北	1	轻稀土矿	2000	300	0
福建	1	重稀土矿	5000	800	80
广东	5	重稀土矿	16400	1500	200
广西	2	重稀土矿	8000	600	80
江苏	11	重稀土矿	45000	4500	400
江西	22	重稀土矿	77600	7000	450
其它	30	重稀土矿	60000	8000	50
合计	91	-	391500	50200	1340

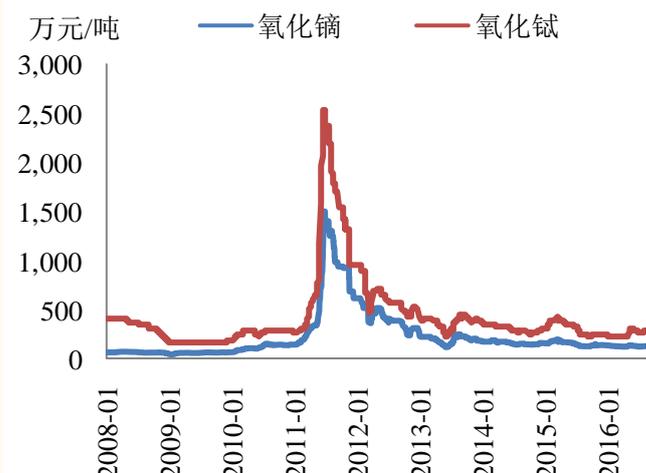
来源：百川资讯，国金证券研究所

图表 9：产能过剩，镨钕价格低迷恐将持续



来源：国金证券研究所

图表 10：产能过剩，镨钕价格低迷恐将持续



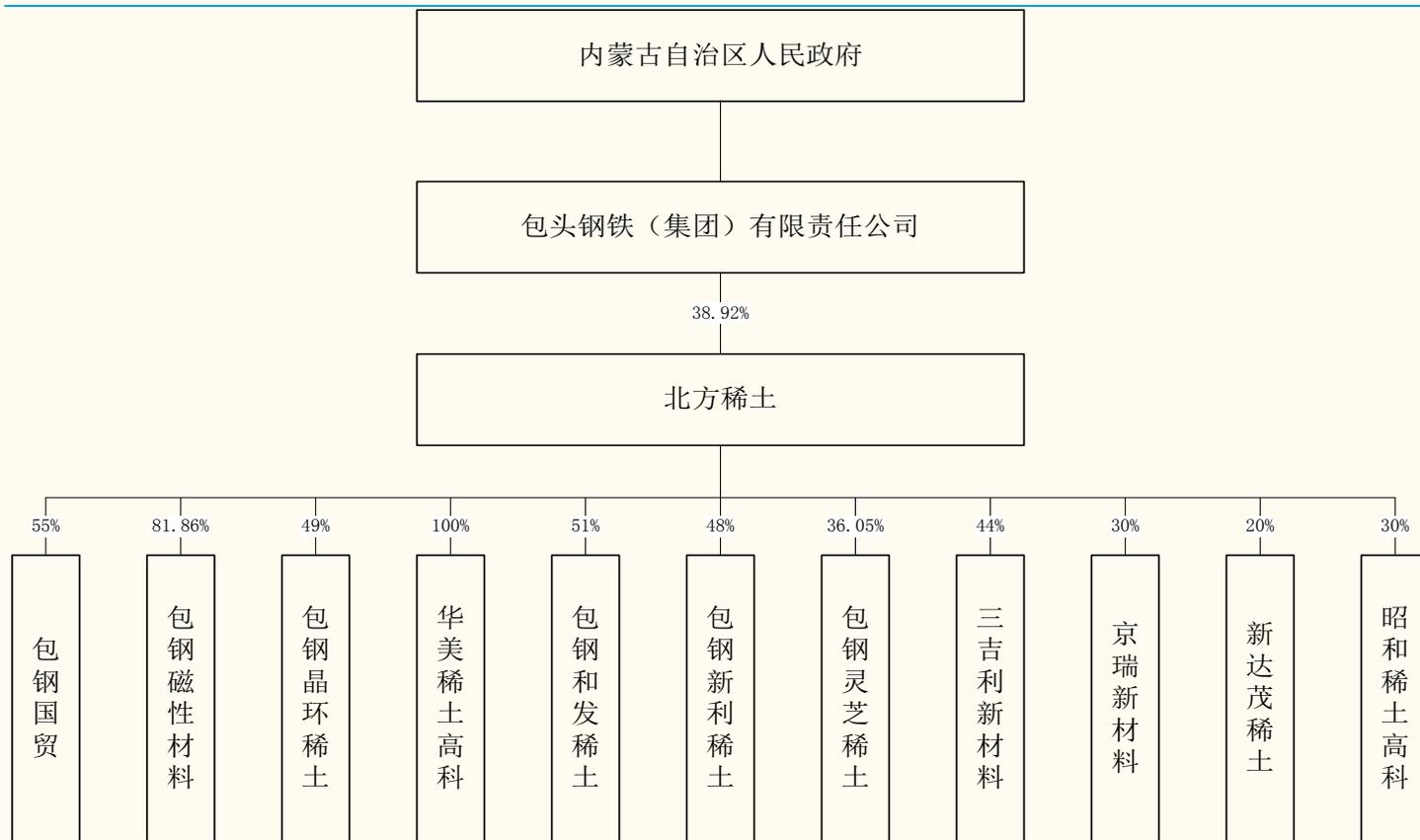
来源：国金证券研究所

轻稀土霸主，肩负整合北方稀土产业重任

■ 隶属包钢集团，旗下子公司众多

公司隶属于包钢集团，由内蒙古自治区政府实际控制。旗下子公司众多，其中包钢国贸负责各类稀土产品的采购、仓储与销售，包钢稀土磁性材料、华美稀土高科、包钢和发稀土等子公司负责稀土产品的冶炼、生产和销售。另外，公司还通过提供稀土原料，出让冶炼分离指标等方式，参股大量稀土企业。

图表 11：北方稀土旗下子公司众多



来源：国金证券研究所

■ 矿浆定价公式制约业绩弹性

公司的稀土原料来自于包钢集团提取铁矿后堆积的尾矿浆。2014年起，尾矿价格依照双方约定的定价公式，每年确定一次，资源所得税由集团公司承担。2016年，双方约定的矿浆价格为380元/吨（不含税），内含公司的毛利率约为30%。未来若稀土价格出现大幅度上涨，矿浆供货价格或也会随之上涨，公司的盈利弹性，在一定程度上，受矿浆定价公式制约。

2014年矿浆定价公式确定以来，公司还未向集团采购过矿浆，一直在使用原有库存的稀土精矿。据测算，从2016年第四季度起，公司或重新向集团采购稀土矿浆，此举或将小幅抬升公司的生产成本。

图表 12：公司采购稀土矿浆的定价机制

$$WP = \frac{25 \times P \times C}{600 \times \frac{(B-1)}{B}} = \frac{P \times C \times B}{24 \times (B - 1)}$$

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 稀土霸主，开采冶炼指标占比过半

公司是北方轻稀土霸主，2016年开采指标和冶炼指标预计分别为59500、45000吨，在全国的指标中占比过半。无论从开采数量、还是开采成本上来看，公司的轻稀土（镨钕）都对市场起到决定性的影响作用。

图表 13：2016 年第一批稀土开采和冶炼分离指标中，北方稀土占比过半

序号	省（区）或中央企业	矿产品	冶炼分离产品	矿产品全国占比	冶炼分离产品全国占比
	全国合计	52500	45000	100.00%	100.00%
	6家稀土大集团	52440	44805	99.89%	99.57%
1	中国五矿集团公司	1070	2351	2.04%	5.22%
	中国铝业公司	6175	7332	11.76%	16.29%
2	其中：中国钢研集团稀土科技有限公司	1300	270	2.48%	0.60%
3	中国北方稀土（集团）高科技股份有限公司	29750	22537	56.67%	50.08%
4	厦门钨业股份有限公司	970	1199	1.85%	2.66%
	中国南方稀土集团有限公司	13375	6839	25.48%	15.20%
5	其中：四川江铜稀土参控股企业	8875	2934	16.90%	6.52%
	广东省稀土产业集团	1100	4547	2.10%	10.10%
6	其中：中国有色建设股份有限公司	0	1625	0.00%	3.61%
二	其他中央企业或省（区）	60	195	0.11%	0.43%
1	湖南省	0	195	0.00%	0.43%
2	云南省	60	0	0.11%	0.00%

来源：国金证券研究所

■ 公司肩负整合北方稀土产业重任

公司是六大稀土集团之一，肩负整合北方稀土产业的重任。公司通过原料供应、准入、市场换取等方式，换取部分稀土企业的股权。至 2016 年初，北方稀土集团已组建完毕。

图表 14：公司持续整合国内北方的稀土产业

公告日	事件	详情
2015 年 8 月 22 日	拟对甘肃稀土新材料股份有限公司增资扩股；拟整合重组内蒙古生一伦稀土材料有限公司	拟以货币或实物方式对甘肃稀土新材料股份有限公司增资扩股，持有其 5% 的股权；北方稀土将以原料供应、准入、市场分别换取邱红军、王兴龙、窦连龙、陈海涛持有的生一伦公司 4%、3.517%、1.655%、0.828% 的股权，持有内蒙古生一伦稀土材料有限公司 10% 的股权。
2015 年 4 月 8 日	与包头市达茂稀土有限公司签署《股权转让协议书》	以原料供应、准入、市场及 1 元为对价，受让达茂稀土持有的新达茂稀土 20% 股权
2014 年 12 月 12 日	北方稀土将整合重组包头市飞达稀土有限责任公司、包头市金蒙稀土有限责任公司、包头市红天宇稀土磁材有限公司、五原县润泽稀土有限责任公司、包头市新源稀土高新材料有限公司	北方稀土将以原料供应、准入、市场换取为代价，分别换取包头市飞达稀土有限责任公司、包头市金蒙稀土有限责任公司、包头市红天宇稀土磁材有限公司、五原县润泽稀土有限责任公司、包头市新源稀土高新材料有限公司 34%、34%、34%、34%、5% 的股权

来源：公司公告，国金证券研究所

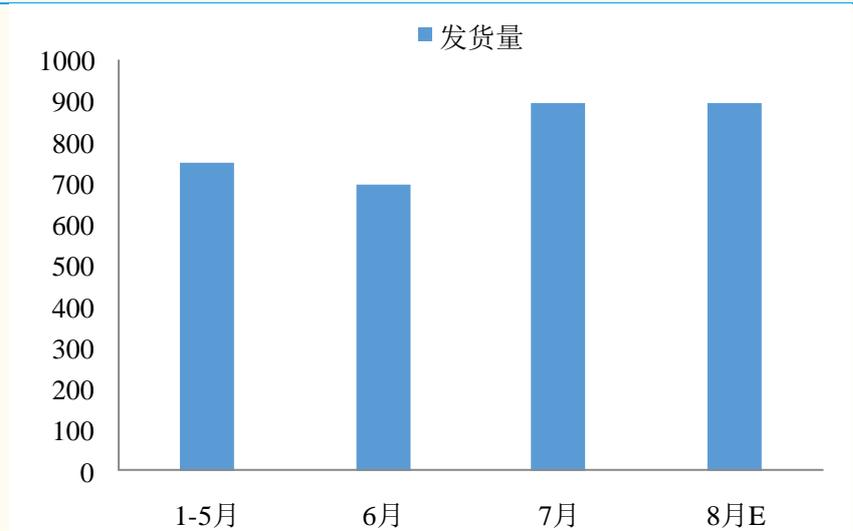
近看补贴扶持，远看收储打黑

■ 包头市政府补贴扶持，下半年销量有望增加

2016 年 5 月，包头市政府制定出台《关于进一步加快稀土产业发展的若干意见》。《意见》指出，北方稀土集团将优先保障包头市地方稀土深加工及应用企业的原料需求，每年保障供应镨钕金属 4000 吨，价格按照北方稀土集团供应所属企业价格执行，以议定价格作为基准价格；镨钕氧化物、镧钕类产品以及其它稀土原料供给量由供需双方协商确定。稀土高新区、相关旗县区政府给予采购稀土原料优惠政策，凡采购北方稀土集团镨钕类产品的企业优惠 5%，镧、钕类产品的企业优惠 10%，其余产品的企业以 5% 的价格补贴；市财政给予采购北方稀土集团原料企业 2 个月账期基准贷款利息补贴。

在地方财政补贴刺激下，2016 年下半年，公司的稀土销量有望显著增加。据我们草根调研的结果，6-7 月快速增加的放货量也从侧面印证了这个判断。

图表 15: 草根统计: 北方稀土下半年对外发货量大增



来源: 百川资讯, 国金证券研究所

■ 亟待国储改善公司业绩

2016H1, 公司的营业收入下降 31.22%, 归属于母公司股东的净利润下降 88%。业绩下滑的主要原因包括稀土产品价格下跌和产品销量减少。2016 年上半年, 氧化镨、氧化钕的价格同比下降了 33%和 16.7%, 据此推算, 公司的稀土产品销量约下降 30%, 部分原因是 2015 年公司参与国储导致销量高基数所致。

2016 年 6 月, 国储局曾向六大稀土集团招标 3800 吨稀土, 但终因价格过低而流标。未来若国家收储顺利达成, 或有望大大改善公司业绩。

图表 16: 2016 年, 3800 吨国储因价格过低而流标

时间	事件	结果
2014 年	国储局收储总量为 1 万吨, 其中氧化镨钕 4000 吨, 氧化镝 1200 吨, 氧化铈、氧化钕各 500 吨, 氧化铽 500 吨, 氧化铕 500 吨, 氧化钇 2500 吨, 氧化铟 300 吨, 氧化镱 90 吨。	2015 年已完成
2016 年 6 月	国储局向六大稀土集团招标收购 3800 吨稀土	因价格过低而流标

来源: 国金证券研究所

■ 稀土涨价看打黑

2013 年至今, 几乎每年都会有一系列的打黑行动, 但收效并不显著。按照我们测算的结果, 业内流动的稀土有 50%是来自于非法渠道。“黑稀土”的屡禁不止, 根源在于无法可依和执法不严。工信部曾表态《稀有金属管理条例》有望在 2016 年年内出台。《条例》包括稀土总量控制以及开采、冶炼和流通等环节的一系列管理方法, 《条例》的出台将从根本上改变稀土行业无法可依的局面。同时, 地方政府若能切实落实《条例》, 从源头打击“黑稀土”, 稀土涨价的边际改善或甚为显著。

图表 17: 近年的打黑举措一览

时间	打黑内容
2013-2014	打击矿山私采行动, 对江西赣州地区进行了集中整治
2015 年	针对“资源综合利用”环节, 检查 5 省的 79 家钕铁硼废料回收企业
2016 年	年内有望出台《稀有金属管理条例》

来源: 国金证券研究所

业绩预测与估值评级

■ 业绩预测

假设 2016 年、2017 年、2018 年的氧化镨、氧化钕价格均为 30.7 和 25.7 万元/吨, 较 2015 年下降 13%和 4%; 氧化镨和氧化钕占稀土产品销量的比重分别是 6%和 21%, 则 2016-2018 年 EPS 分别是 0.085、0.109、0.127。

■ 估值评级

PE 法: 我们选择稀土行业相关个股为可比公司, 可比公司 2016 年 PE 中值为 154 倍。按照 2016 年 EPS=0.085 元, 给予 154 倍 PE, 对应公司股价为 13.09 元。

PB 法: 可比公司 PB 为 5.64 倍, 对应公司股价 12.78 元。

综合 PB 和 PE 法, 我们给予公司目标价 13.09 元 (两种估值取高者)。

首次覆盖给予中性评级。我们预测公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.085、0.109、0.127, 结合行业可比公司 2016 年 PE 法和 PB 法估值, 我们给予公司目标价 13.09 元, 对应 2016 年 PE 为 154 倍, 空间-0.07%, 首次覆盖给予中性评级。

图表 18: 可比公司盈利和估值水平预测

公司名称	当前股价	EPS 预测			PE			PB
		2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E	
广晟有色	52.24	-1.05	0.09	0.40	-49.75	569.06	132.19	31.83
盛和资源	16.16	0.02	0.20	0.31	808.00	81.12	52.71	12.83
ST 五稀	11.83	-0.41	0.08	-	-28.85	153.84	-	5.64
厦门钨业	27.75	-0.61	0.17	0.28	-45.49	163.72	100.43	4.62
包钢股份	2.88	-0.61	0.03	0.05	-4.72	100.70	55.60	1.99
中值	16.16	-0.61	0.09	0.29	-28.85	153.84	78.02	5.64
北方稀土	13.19	0.09	0.09	0.11	146.56	155.18	121.01	5.82

来源: wind, 国金证券研究所。备注: 数据来自 2016 年 9 月 2 日, 除北方稀土为我们预测外, 其他公司预测来自 wind 一致性预期的平均值。

风险提示

国家收储进程低于预期, 打黑效果低于预期, 其它原因导致的稀土价格下跌。

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	8,472	5,838	6,549	5,316	5,316	5,316	货币资金	4,006	2,065	2,333	1,800	2,000	2,200
增长率		-31.1%	12.2%	-18.8%	0.0%	0.0%	应收款项	1,257	2,614	1,595	1,443	1,443	1,443
主营业务成本	-5,391	-3,924	-5,011	-4,128	-4,128	-4,128	存货	7,535	6,917	4,860	5,553	5,553	5,654
%销售收入	63.6%	67.2%	76.5%	77.6%	77.6%	77.6%	其他流动资产	453	293	544	307	307	307
毛利	3,081	1,914	1,538	1,188	1,188	1,188	流动资产	13,251	11,889	9,332	9,102	9,302	9,604
%销售收入	36.4%	32.8%	23.5%	22.4%	22.4%	22.4%	%总资产	71.8%	69.6%	64.2%	69.6%	70.9%	70.5%
营业税金及附加	-35	-20	-50	-35	-35	-35	长期投资	171	227	487	487	487	487
%销售收入	0.4%	0.3%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	2,497	2,510	2,531	2,467	2,225	2,129
营业费用	-51	-58	-79	-53	-53	-53	%总资产	13.5%	14.7%	17.4%	18.9%	17.0%	15.6%
%销售收入	0.6%	1.0%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%	无形资产	886	841	811	540	526	513
管理费用	-867	-769	-701	-569	-569	-569	非流动资产	5,212	5,197	5,206	3,985	3,810	4,028
%销售收入	10.2%	13.2%	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%	%总资产	28.2%	30.4%	35.8%	30.4%	29.1%	29.5%
息税前利润 (EBIT)	2,128	1,066	708	531	531	531	资产总计	18,463	17,086	14,538	13,086	13,111	13,631
%销售收入	25.1%	18.3%	10.8%	10.0%	10.0%	10.0%	短期借款	5,173	4,686	2,745	1,345	1,100	1,223
财务费用	-338	-301	-146	-86	-41	-33	应付款项	2,008	2,108	1,421	1,422	1,422	1,422
%销售收入	4.0%	5.2%	2.2%	1.6%	0.8%	0.6%	其他流动负债	498	-149	224	218	193	203
资产减值损失	-743	-395	-306	-102	0	102	流动负债	7,679	6,645	4,390	2,985	2,715	2,848
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	413	167	0	0	0	1
投资收益	-6	-1	24	23	23	23	其他长期负债	80	125	242	0	0	0
%税前利润	n.a	n.a	6.4%	5.2%	3.9%	3.3%	负债	8,173	6,937	4,631	2,985	2,715	2,849
营业利润	1,041	370	280	366	513	623	普通股股东权益	7,820	8,304	8,316	8,551	8,887	9,312
营业利润率	12.3%	6.3%	4.3%	6.9%	9.6%	11.7%	少数股东权益	2,470	1,845	1,590	1,550	1,510	1,470
营业外收支	168	57	88	80	80	80	负债股东权益合计	18,463	17,086	14,538	13,086	13,111	13,631
税前利润	1,208	427	368	446	593	703	比率分析						
利润率	14.3%	7.3%	5.6%	8.4%	11.2%	13.2%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-258	-164	-311	-178	-237	-281	每股指标						
所得税率	21.4%	38.3%	84.3%	40.0%	40.0%	40.0%	每股收益	0.650	0.265	0.090	0.085	0.109	0.127
净利润	950	263	58	267	356	422	每股净资产	3.229	3.428	2.289	2.354	2.446	2.563
少数股东损益	-624	-380	-268	-40	-40	-40	每股经营现金净流	0.468	0.288	0.746	0.291	0.160	0.150
归属于母公司的净利润	1,574	643	326	307	396	462	每股股利	0.200	0.125	0.030	0.020	0.010	0.010
净利率	18.6%	11.0%	5.0%	5.8%	7.4%	8.7%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	20.13%	7.74%	3.92%	3.59%	4.45%	4.96%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	8.53%	3.76%	2.24%	2.35%	3.02%	3.39%
净利润	950	263	58	267	356	422	投入资本收益率	10.54%	4.39%	0.88%	2.78%	2.77%	2.65%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	311	431	567	335	237	138	主营业务收入增长率	-8.33%	-31.09%	12.18%	-18.82%	0.00%	0.00%
非经营收益	385	368	424	880	-23	-27	EBIT增长率	-25.45%	-49.89%	-33.62%	-25.02%	0.00%	0.00%
营运资金变动	-511	-365	1,659	-425	11	11	净利润增长率	4.22%	-59.15%	-49.35%	-5.65%	28.75%	16.66%
经营活动现金净流	1,135	697	2,708	1,057	580	543	总资产增长率	8.89%	-7.46%	-14.92%	-9.98%	0.19%	3.96%
资本开支	-189	-127	-140	207	18	-377	资产管理能力						
投资	0	-42	-147	0	0	0	应收账款周转天数	25.4	70.9	70.5	70.0	70.0	70.0
其他	-6	4	12	23	23	23	存货周转天数	515.5	672.2	428.9	500.0	500.0	500.0
投资活动现金净流	-195	-165	-275	230	41	-354	应付账款周转天数	78.8	99.0	79.7	80.0	80.0	80.0
股权募资	0	0	0	0	-23	0	固定资产周转天数	93.1	134.0	126.4	148.3	132.3	124.4
债权募资	878	-1,734	-1,736	-1,634	-245	124	偿债能力						
其他	-607	-779	-321	-185	-153	-113	净负债/股东权益	15.36%	27.46%	4.16%	-4.51%	-8.66%	-9.06%
筹资活动现金净流	271	-2,513	-2,057	-1,820	-421	11	EBIT利息保障倍数	6.3	3.5	4.9	6.1	13.0	16.2
现金净流量	1,211	-1,981	377	-533	200	200	资产负债率	44.27%	40.60%	31.86%	22.81%	20.70%	20.90%

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