

# 天汽模 (002510.SZ) 汽车零部件行业

证券研究报告

评级：买入首次评级

公司研究

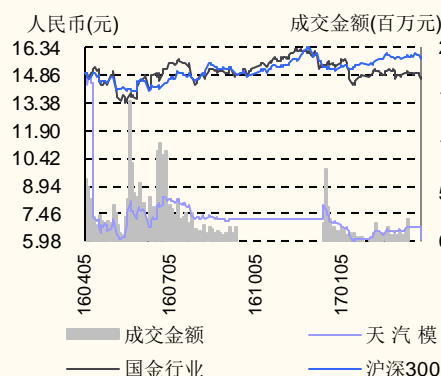
市场价格(人民币)：6.13元

目标价格(人民币)：8.50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)	659.67
总市值(百万元)	5,122.64
年内股价最高最低(元)	14.99/5.98
沪深300指数	3456.05
深证成指	10428.72



## 业绩符合市场预期，期待业绩反转

### 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.399	0.180	0.215	0.273	0.347
每股净资产(元)	4.34	2.42	2.63	2.87	3.17
每股经营性现金流(元)	0.18	0.12	0.09	0.25	0.51
市盈率(倍)	44.44	38.71	31.37	24.77	19.46
行业优化市盈率(倍)	12.86	12.86	12.86	12.86	12.86
净利润增长率(%)	-1.35%	-8.61%	19.86%	26.64%	27.29%
净资产收益率(%)	9.18%	7.42%	8.18%	9.49%	10.93%
总股本(百万股)	411.52	835.67	835.67	835.67	835.67

来源：公司年报、国金证券研究所

### 事件简述

- 公司发布 2016 年年报，实现营收 19.72 亿元，同比增长 9.28%，实现归属于上市公司股东的净利润 1.50 亿元，同比下降 8.61%，EPS0.18 元，与公司 2017 年 2 月份发布的业绩快报基本一致，符合市场预期。同时，公司终止重大重组事项，2017 年 3 月 31 日复牌。

### 投资逻辑

- **毛利率下滑影响业绩，预计 2017 年稳健增长。** 公司营收稳健增长，冲压件业务受竞争加剧影响，毛利率下滑较多，致使公司利润同比下滑。公司模具业务新签订单创新高，欧洲业务减亏，新能源汽车订单持续增长，2017 年有望实现稳健增长。冲压件业务已完成产品结构调整，2017 年经营状况有所提升。我们认为，公司 2017 年业绩将稳健增长。
- **鉴于监管新规及保持控制权稳定考虑，终止重大重组。** 公司原本拟收购超达装备做大做强主业，出于最新监管政策，保障公司控制权稳定方面的考虑，公司已向中国证监会申请撤回本次重组申请文件。公司同时表示，将继续推进公司发展战略，拓展新的利润增长点。
- **新能源汽车业务配套特斯拉等客户，订单持续增长。** 截至目前，公司承接新能源汽车订单达 3 亿元以上，客户主要有特斯拉、国能汽车、蔚来汽车、合众汽车、新大洋等等。新能源车需求增加的同时也带来了公司参与其装焊、冲压业务的合作机会。

### 投资建议

- **立足模具，积极延伸产业链，布局新兴行业，业绩估值有望双提升。** 预计公司 2016~2018 年 EPS 分别为 0.22 元、0.27 元、0.35 元。买入评级，6 个月目标价为 8.5 元。

### 风险

- 新车开发数量不及预期。
- 海外业务发展不及预期。

刘洋 联系人  
yang\_liu@gjzq.com.cn

梁美美 联系人  
(8621)60893120  
liangmeimei@gjzq.com.cn

宋伟健 联系人  
(8621)61036950  
songweijian@gjzq.com.cn

魏立 分析师 SAC 执业编号：S1130516010008  
(8621)60230244  
weili1@gjzq.com.cn

## 内容目录

1. 毛利率下滑影响业绩，预计 2017 年稳健增长.....	3
2. 覆盖件模具行业稳定发展，海外市场空间大.....	4
3. 龙头地位稳固，国际化战略持续推进.....	5
4. 享冲压件行业万亿市场，业务快速发展.....	7
5. 布局航空领域，后续进展值得期待.....	8

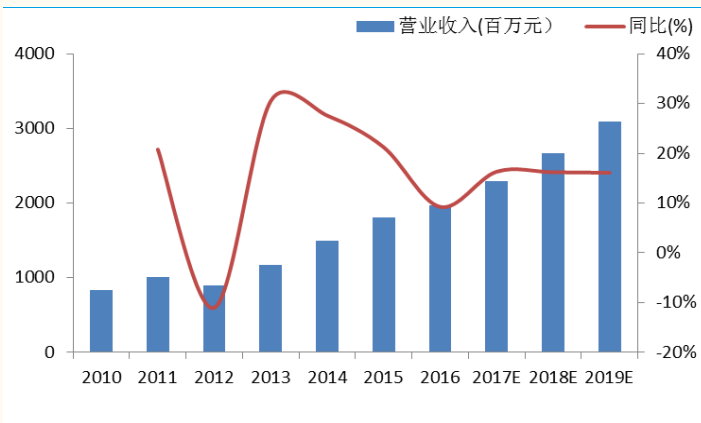
## 图表目录

图表 1：公司营收稳健增长.....	3
图表 2：公司利润水平持续提升.....	3
图表 3：汽车覆盖件主要分为外覆盖件、内覆盖件和结构件.....	4
图表 4：全球汽车覆盖件模具市场规模未来几年有望超千亿.....	5
图表 5：公司模具营收稳定增长.....	6
图表 6：公司模具新签订单稳定增长.....	6
图表 7：海外业务总体保持上升趋势.....	6
图表 8：2020 年全国汽车冲压件市场规模预计将超过 7000 亿元.....	7
图表 9：公司冲压件业务保持较快增长.....	7

## 1. 毛利率下滑影响业绩，预计 2017 年稳健增长

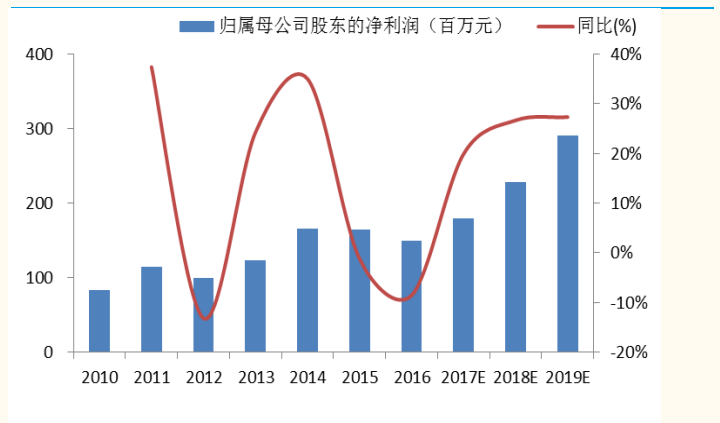
- 公司发布 2016 年年报，实现营收 19.72 亿元，同比增长 9.28%，实现归属于上市公司股东净利润 1.50 亿元，同比下降 8.61%，EPS0.18 元，与公司 2017 年 2 月份发布的业绩快报基本一致，符合市场预期。
- 毛利率下滑影响业绩，预计 2017 年稳健增长。公司营收稳健增长，冲压件业务受竞争加剧影响，毛利率下滑较多，致使公司利润同比下滑。公司模具业务新签订单创新高，欧洲业务减亏，新能源汽车订单持续增长，2017 年有望实现稳健增长。冲压件业务已完成产品结构调整，2017 年经营状况有所提升。我们认为，公司 2017 年业绩将稳健增长。
- 鉴于监管新规及保持控制权稳定考虑，终止重大重组。公司原本拟收购超达装备做大做强主业，出于最新监管政策，保障公司控制权稳定方面的考虑，公司已向中国证监会申请撤回本次重组申请文件。公司同时表示，将继续推进公司发展战略，拓展新的利润增长点。
- 模具业务订单充裕，欧洲业务持续向好。2016 年公司新签模具订单约 13.51 亿元人民币，创历史新高，保证公司未来的持续发展。德国子公司 TMDE 2016 年度亏损 1300 万元，但相较去年同期 3008 万元的亏损，已大幅好转，随着国内公司与德国子公司业务协同提高，德国业务有望扭亏。
- 新能源汽车业务配套特斯拉等客户，订单持续增长。截至目前，公司承接新能源汽车订单达 3 亿元以上，客户主要有特斯拉、国能汽车、蔚来汽车、合众汽车、新大洋等等。新能源车需求增加的同时也带来了公司参与其装焊、冲压业务的合作机会。
- 首次覆盖给予买入评级，6 个月目标价 8.5 元。立足模具，积极延伸产业链，并布局新兴行业，业绩估值有望双提升。预计公司 2016~2018 年 EPS 分别为 0.22 元、0.27 元、0.35 元。给予买入评级，6 个月目标价为 8.5 元。

图表 1：公司营收稳健增长



来源：wind，国金证券研究所

图表 2：公司利润水平持续提升



来源：wind，国金证券研究所

## 2. 覆盖件模具行业稳定发展，海外市场空间大

- **模具是工业化生产必不可少的基础工艺装备，汽车模具支撑汽车工业发展。** 一个国家的模具制造技术水平的高低，不仅是衡量该国家制造水平高低的重要标志，更在很大程度上决定着这个国家所产出的产品的质量、效益以及其新产品开发能力。汽车、电子、电器、仪器仪表、家电、航空航天、建材、电机和通讯器材等产品中，约 60%~80%的零部件都要依靠模具加工成型，因此模具在国际上被称为“工业之母”。汽车模具对于汽车工业的发展作用重大，国家政策一直支持汽车模具的发展。在美国、日本和德国等发达国家，与汽车相关的模具需求占总需求 40%以上。
- **汽车覆盖件模具是汽车模具主要组成部分。** 汽车覆盖件是构成汽车车身表面和内部的冲压件，具有材料薄、形状复杂、质量要求高等特点，覆盖件组装后构成汽车车身或驾驶室的全部外部和内部形状，它既是外观装饰性零件，又是封闭薄壳状的受力零件。覆盖件的制造是汽车车身制造的关键环节，按功能和部位分类，汽车覆盖件可分为外覆盖件、内覆盖件和结构件三类。在美国、日本和德国等发达国家，以汽车覆盖件模具为代表的冲压模具占整个汽车相关模具的比例约为 40%。
- **覆盖件模具行业壁垒较高。** 覆盖件模具行业属于高壁垒行业，这一行业的壁垒主要体现在以下四个方面：技术工艺壁垒，零部件采购体系壁垒，品牌和资质壁垒，资金壁垒这四个方面。目前，我国企业在中高端汽车覆盖件模具生产技术上相对国外有较大差距。

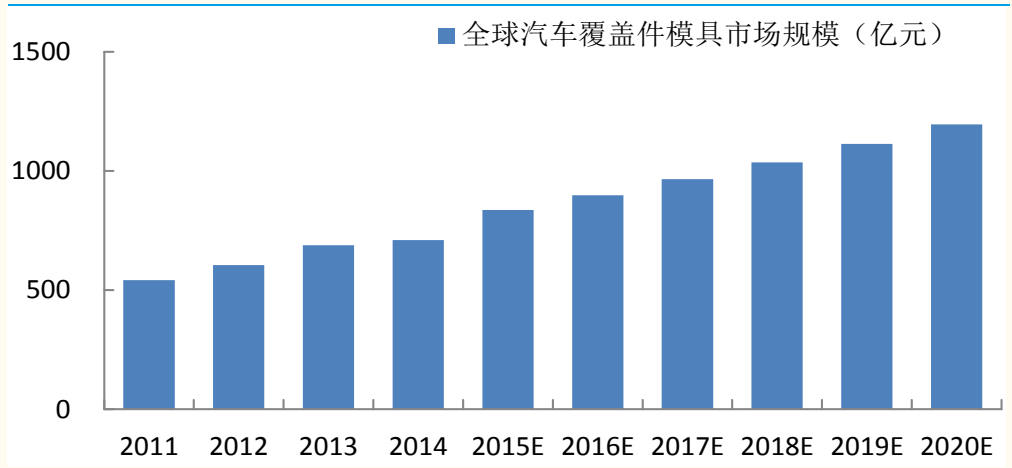
图表 3：汽车覆盖件主要分为外覆盖件、内覆盖件和结构件

名称	简介
外覆盖件	指车身外表面零件，具有尺寸大、型面复杂、表面质量和精度要求高等特点。如：车门外板、发动机盖、顶盖、后行李箱盖、侧围、翼子板。
内覆盖件	指车身内表面零件，一般与外覆盖件接合。如：车门内板、发动机盖内板、行李箱盖内板、地板等。
结构件	指车身内部除内覆盖件以外的其他零件，与内、外覆盖件相比形状尺寸偏中小，表面质量要求相对较低。如：A 柱加强板、前后纵梁等。

来源：国金证券研究所

- **覆盖件模具受汽车产量间接影响，而非直接影响。** 近年来我国汽车产销增速趋于稳定。2009 年我国汽车产销增速均超 45%，2010 年增速也超过 30%。但 2015 年增速已经回落到 5%左右的水平，且随着我国道路拥堵加剧，对汽车上牌等限制增多。我们认为，未来中国汽车产销增速难以回到之前的高增长，将趋于稳定，新车型开发可能会受到一定影响，从而间接影响汽车覆盖件模具。
- **全球汽车覆盖件模具空间未来几年有望超千亿。** 我们假设一款全新车需要的覆盖件模具价值为 1 亿元，一款改装车需要的覆盖件模具价值为 2500 万元，根据我们推算，2011 年到 2014 年我国汽车覆盖件模具市场规模的复合增长率为 14.8%，高于同期汽车产量 7.8%的复合增速。假设 2015-2020 年期间，全国汽车产量复合增速为 3%，我国汽车产量全球占比为 25%，我国汽车覆盖件模具市场规模增速为过去几年的一半，即 7.4%，且我国汽车覆盖件模具市场规模与全球汽车覆盖件市场规模之比为 25%，即与汽车产量之比一致。由此，我们预计到 2018 年，全球汽车覆盖件模具的市场规模（含中国）将超千亿元。

图表 4：全球汽车覆盖件模具市场规模未来几年有望超千亿



来源：国金证券研究所

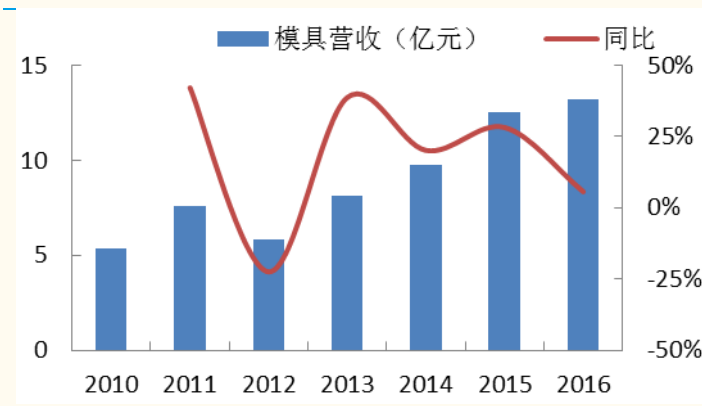
- **行业集中度较低，低端模具生产竞争激烈。**据中国模具工业协会统计，2012 年我国汽车覆盖件模具收入超千万的企业共 28 家，模具销售收入合计 43 亿元，其中销售收入过亿元的企业仅有 13 家，公司份额约 13.62%，排名前五的成飞集成份额约 5.51%，其他规模最大的汽车覆盖件模具制造企业介于两者之间，总体而言，前 10 家规模最大的企业市场份额合计低于 50%，反应出行业集中度较低。相对高端市场只有少数几家骨干企业竞争而言，低端市场的竞争非常激烈。
- **成本优势显著，高端化、国际化提升发展空间。**由于汽车模具不仅是技术、资金密集型行业，且同时是劳动密集型行业，使得人工成本高昂的发达国家在模具制造方面，缺乏成本优势。而随着我国汽车模具设计、制造水平不断提高，骨干企业已能够生产符合国外中高端车型的高质量汽车模具，且价格仅约为日本的 70%，欧美的 50%，使我国汽车模具出口业务形势良好。为此，提升技术，发展高端模具制造，以满足国外厂商需求，从而开拓海外市场，是我国汽车模具企业的发展方向。

### 3. 龙头地位稳固，国际化战略持续推进

- **公司在模具行业具有丰富经验，品牌优势显著，客户数量众多。**天汽模 1995 年成立，在 2003 年完成国有企业改制后，公司发展快速，目前已是我国最大的汽车覆盖件模具供应商，是行业内唯一一家真正实现规模化出口的模具企业。近年来，通过与西班牙 BATZ、德国库卡、日本宫津、美国海克斯等国际知名的模具企业共同承揽项目，以及为客户供应优质产品积累的信誉，使得“天汽模”已成为汽车模具行业公认的优质品牌。
- **公司模具业务持续增长，订单持续超营收，保障未来高增长。**2014 年，公司市场开拓进展顺利，中高档关键覆盖件模具的市场份额进一步提高。2014 年公司累计签订模具订单 12.68 亿元，其中国内市场订单 5.64 亿元，海外市场订单 7.04 亿元。2014 年模具总营收 9.75 亿元，其中海外模具营收 5.55 亿元。目前公司的海外模具新增订单占比与海外模具营收占比均超过了 50%，显示出公司海外市场开拓的强大实力。

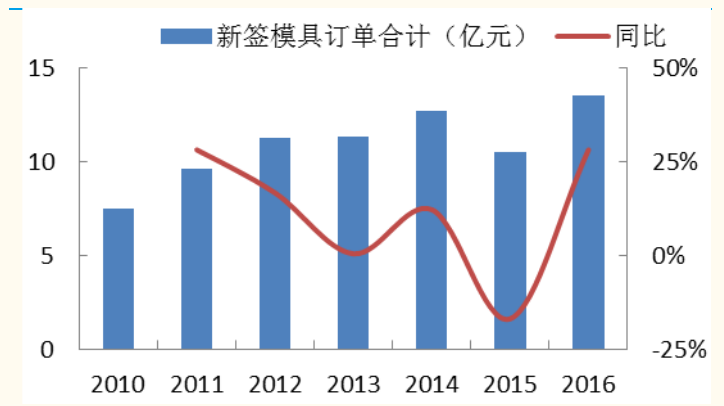


图表 5：公司模具营收稳定增长



来源：公司公告，国金证券研究所

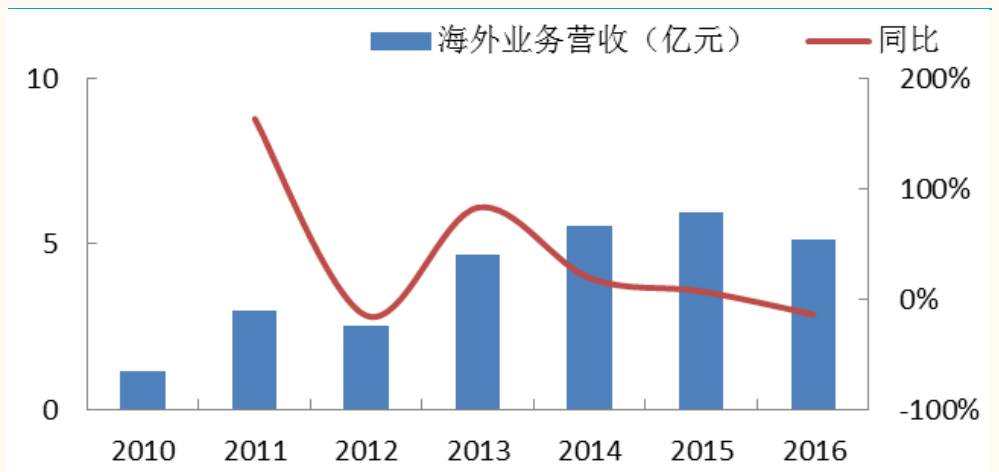
图表 6：公司模具新签订单稳定增长



来源：公司公告，国金证券研究所

- **设立德国子公司，公司积极拓展欧洲市场。**2013 年，公司在德国投资设立了天汽模欧洲模具有限公司（以下简称 ETQM），公司设立 ETQM 目的是建立面向欧洲高端客户的销售、设计和服务平台，进一步拓展公司现有的欧洲模具出口业务，可以更好地为客户提供及时、便利、优质的全方位服务，实现公司国际化战略。同时，因为欧洲的法律制度、政策体系、商业环境、文化特征等均与中国存在比较大的差异，因此通过收购当地公司将更有利于打入欧洲模具市场。
- **并购德国企业 GIW，充分利用其国际客户关系发展海外业务。**2013 年，公司通过 ETQM 收购了德国知名模具企业 GIW 的优质资产。GIW 作为一家设计、生产汽车外板模具、铝板模具、喷涂板模具等高档模具的德国著名专业制造企业，通过为奥迪 A5，保时捷 991、卡宴、劳斯莱斯 RR5、宝马 X6 等多款经典车型分别配套整体侧围、翼子板、车门、技改等关键外板模具，与沃尔沃、路虎、捷豹、奥迪、奔驰、宝马、保时捷等众多国际知名汽车生产商构建了良好的合作关系，公司能充分利用 GIW 的客户资源开拓海外市场，且能够促进 GIW 业务的良性发展。通过对 GIW 的整合，ETQM 实现了 2014 年新签订订单 2.48 亿元，销售收入 1.99 亿元，扭亏为盈的良好局面。2015 年 ETQM 由于成本控制因素带来数千万亏损，2016 年这一方面得到改观，预计随着募投项目的顺利推进，将根本性好转。

图表 7：海外业务总体保持上升趋势

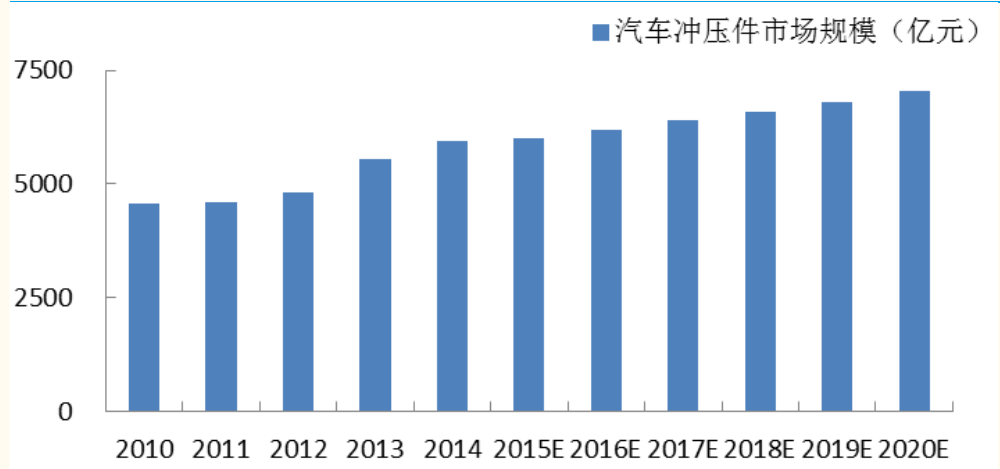


来源：国金证券研究所

#### 4. 享冲压件行业万亿市场，业务快速发展

- 汽车冲压件是汽车重要组成部分。汽车冲压件是汽车主要组成部分，平均每辆车上包含 1500 多个冲压件。其中汽车覆盖件是构成汽车车身表面和内部的冲压件，具有材料薄、形状复杂、质量要求高等特点，覆盖件组装后构成汽车车身或驾驶室的全部外部和内部形状，它既是外观装饰性零件，又是封闭薄壳状的受力零件。据统计，客车、轿车和多数专用汽车车身质量约占整车自身重量 40%~60%，轿车车身大约由 400 个左右的冲压件焊接而成。因此汽车覆盖件在保障汽车安全性、成本和性能等方面起着至关重要的作用。
- 我们假设，(1) 平均每辆车上包含 1500 个冲压件，且汽车构成不发生变化；(2) 未来 5 年我国汽车产量的复合增速为 3%；(3) 不考虑通货影响。由此，我们预计到 2020 年，全国汽车冲压件的市场规模将超过 7000 亿元。

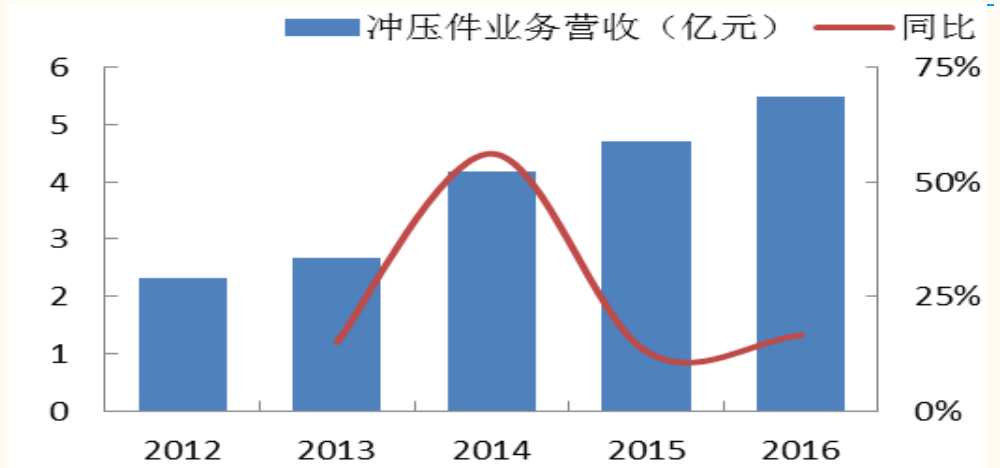
图表 8：2020 年全国汽车冲压件市场规模预计将超过 7000 亿元



来源：wind，国金证券研究所

- **积极开拓市场，保障冲压件业务高速增长。**目前整车行业竞争激烈，轿车领域自主品牌的份额不断被压缩，受此影响天津一汽旗下品牌夏利因竞争力下降导致不断减产。面对大客户减产对冲压件业务的冲击，公司依托在模具市场的优势，在巩固和提高其他现有客户市场份额的同时积极开拓新客户，顺利实现了为北京奔驰和华晨宝马间接供货；与此同时，公司冲压生产线完成了自动化机械手改造，增加废料线，降低工人劳动强度，提高安全生产能力，提升产品品质，进一步增强公司冲压业务的市场竞争力，并保证了冲压件业务的高速增长。

图表 9：公司冲压件业务保持较快增长



来源：公司公告，国金证券研究所

## 5. 布局航空领域，后续进展值得期待

- **公司在推进主业发展的同时，积极进军航空零部件市场。**目前，公司在航空方面设有一家参股公司和一家全资子公司，分别是天津天汽模飞悦航空装备技术有限公司和沈阳天汽模航空零部件有限公司。其中，公司持有飞悦公司 25% 股权，该公司主要从事航空零部件加工、航空工装及地面保障设备的生产；全资子公司沈阳天汽模航空零部件有限公司于 2014 年 9 月成立，主要从事飞机钣金件等零件的生产，目前已承接部分订单。从总量上看，两家公司的业务规模不大，暂时处于运营初期。
- **航空零部件空间广阔，公司布局有望持续。**随着全球化进程加快，未来全球航空飞机需求空间巨大，空客公司认为未来 20 年全球将新增客机和货机 28200 架，波音认为未来 20 年全球将新增客机和货机 34000 架。一架飞机由数万个大小各异的零部件组成，其生产加工分布在全球各地，随着中国航空工业的发展，国内航空零部件制造企业设计、生产和设备工艺等竞争力将会不断加强，未来几年将会分享这场航空盛宴。预计到 2018 年，我国民用航空飞机零部件制造行业将实现近 225 亿的规模。我们认为，公司在做好主业的同时，凭借自身在机械制造领域的优势，进军航空零部件领域，将有助于公司扩大业务规模，提高盈利能力，未来公司在航空领域的进展值得期待。



**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)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,489</b>	<b>1,805</b>	<b>1,972</b>	<b>2,294</b>	<b>2,666</b>	<b>3,095</b>	货币资金	398	377	709	800	1,000	1,300
增长率	21.2%	21.2%	9.3%	16.3%	16.2%	16.1%	应收账款	488	752	809	946	1,128	1,333
<b>主营业务成本</b>	<b>-1,049</b>	<b>-1,347</b>	<b>-1,546</b>	<b>-1,775</b>	<b>-2,052</b>	<b>-2,366</b>	存货	1,243	1,111	1,117	1,410	1,568	1,757
%销售收入	70.5%	74.7%	78.4%	77.4%	77.0%	76.5%	其他流动资产	74	66	90	161	195	217
<b>毛利</b>	<b>440</b>	<b>457</b>	<b>426</b>	<b>519</b>	<b>614</b>	<b>728</b>	流动资产	2,203	2,306	2,725	3,316	3,891	4,606
%销售收入	29.5%	25.3%	21.6%	22.6%	23.0%	23.5%	%总资产	62.8%	62.0%	64.1%	68.7%	73.7%	78.3%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-10</b>	<b>-11</b>	<b>-19</b>	<b>-25</b>	<b>-26</b>	<b>-30</b>	长期投资	429	489	499	500	499	499
%销售收入	0.7%	0.6%	0.9%	1.1%	1.0%	1.0%	固定资产	766	770	836	811	682	565
<b>营业费用</b>	<b>-49</b>	<b>-55</b>	<b>-52</b>	<b>-76</b>	<b>-83</b>	<b>-97</b>	%总资产	21.8%	20.7%	19.6%	16.8%	12.9%	9.6%
%销售收入	3.3%	3.0%	2.6%	3.3%	3.1%	3.2%	无形资产	72	111	133	140	147	154
<b>管理费用</b>	<b>-146</b>	<b>-173</b>	<b>-181</b>	<b>-221</b>	<b>-253</b>	<b>-295</b>	非流动资产	1,306	1,412	1,528	1,512	1,390	1,280
%销售收入	9.8%	9.6%	9.2%	9.6%	9.5%	9.5%	%总资产	37.2%	38.0%	35.9%	31.3%	26.3%	21.7%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>235</b>	<b>219</b>	<b>174</b>	<b>198</b>	<b>252</b>	<b>306</b>	<b>资产总计</b>	<b>3,508</b>	<b>3,718</b>	<b>4,253</b>	<b>4,828</b>	<b>5,280</b>	<b>5,886</b>
%销售收入	15.8%	12.1%	8.8%	8.6%	9.4%	9.9%	短期借款	358	453	471	645	655	550
<b>财务费用</b>	<b>-14</b>	<b>-8</b>	<b>-29</b>	<b>-35</b>	<b>-38</b>	<b>-29</b>	应付款项	1,334	1,302	1,243	1,497	1,739	2,077
%销售收入	1.0%	0.5%	1.5%	1.5%	1.4%	0.9%	其他流动负债	59	93	116	158	157	276
<b>资产减值损失</b>	<b>-29</b>	<b>-56</b>	<b>-42</b>	<b>-30</b>	<b>-32</b>	<b>-30</b>	流动负债	1,750	1,848	1,830	2,300	2,551	2,902
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	3	30	58	64	70	78	其他长期负债	77	68	371	300	300	300
%税前利润	1.6%	15.6%	34.4%	31.2%	27.0%	23.3%	<b>负债</b>	<b>1,827</b>	<b>1,917</b>	<b>2,201</b>	<b>2,600</b>	<b>2,851</b>	<b>3,203</b>
<b>营业利润</b>	<b>195</b>	<b>184</b>	<b>162</b>	<b>198</b>	<b>253</b>	<b>324</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,669</b>	<b>1,788</b>	<b>2,022</b>	<b>2,198</b>	<b>2,400</b>	<b>2,653</b>
营业利润率	13.1%	10.2%	8.2%	8.6%	9.5%	10.5%	少数股东权益	12	14	30	30	30	30
<b>营业外收支</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,508</b>	<b>3,718</b>	<b>4,253</b>	<b>4,828</b>	<b>5,280</b>	<b>5,886</b>
<b>税前利润</b>	<b>202</b>	<b>192</b>	<b>169</b>	<b>206</b>	<b>261</b>	<b>332</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	13.5%	10.6%	8.6%	9.0%	9.8%	10.7%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>所得税</b>	<b>-36</b>	<b>-25</b>	<b>-21</b>	<b>-26</b>	<b>-33</b>	<b>-42</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	17.9%	13.2%	12.3%	12.5%	12.6%	12.7%	每股收益	0.404	0.399	0.180	0.215	0.273	0.347
<b>净利润</b>	<b>166</b>	<b>166</b>	<b>149</b>	<b>180</b>	<b>228</b>	<b>290</b>	每股净资产	4.055	4.344	2.420	2.631	2.871	3.174
少数股东损益	-1	2	-1	0	0	0	每股经营现金净流	-0.005	0.178	0.116	0.095	0.248	0.509
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>166</b>	<b>164</b>	<b>150</b>	<b>180</b>	<b>228</b>	<b>290</b>	每股股利	0.400	0.400	0.340	0.040	0.070	0.080
净利率	11.2%	9.1%	7.6%	7.8%	8.5%	9.4%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	9.97%	9.18%	7.42%	8.18%	9.49%	10.93%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	4.74%	4.42%	3.53%	3.72%	4.31%	4.93%
							投入资本收益率	9.45%	8.42%	5.41%	5.46%	6.50%	7.56%
							<b>增长率</b>						
净利润	166	166	149	180	228	290	主营业务收入增长率	27.65%	21.19%	9.28%	16.32%	16.20%	16.10%
少数股东损益	-1	2	-1	0	0	0	EBIT增长率	49.27%	-6.79%	-20.38%	13.58%	27.11%	21.53%
非现金支出	121	187	142	135	135	127	净利润增长率	35.82%	-1.35%	-8.61%	19.86%	26.64%	27.29%
非经营收益	14	-37	-35	-33	-22	-32	总资产增长率	17.92%	5.99%	14.38%	13.52%	9.37%	11.47%
营运资金变动	-303	-244	-158	-203	-133	41	<b>资产管理能力</b>						
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-2</b>	<b>73</b>	<b>97</b>	<b>79</b>	<b>207</b>	<b>425</b>	应收账款周转天数	85.6	100.5	109.2	105.0	108.0	109.5
资本开支	-61	-78	-100	-75	27	21	存货周转天数	388.5	318.9	263.1	289.9	279.0	271.0
投资	-109	-27	-34	-1	0	0	应付账款周转天数	93.3	90.4	90.5	84.8	85.6	84.6
其他	1	-1	1	64	70	78	固定资产周转天数	175.4	148.5	136.1	103.5	72.6	52.3
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-169</b>	<b>-106</b>	<b>-134</b>	<b>-12</b>	<b>98</b>	<b>99</b>	<b>偿债能力</b>						
股权募资	0	0	0	0	0	0	净负债/股东权益	-2.37%	4.24%	3.02%	6.50%	-1.86%	-16.74%
债权募资	195	107	428	107	10	-104	EBIT利息保障倍数	16.5	25.9	6.1	5.7	6.7	10.4
其他	-35	-59	-58	-84	-115	-120	资产负债率	52.08%	51.55%	51.75%	53.85%	53.99%	54.42%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>160</b>	<b>47</b>	<b>370</b>	<b>23</b>	<b>-105</b>	<b>-224</b>							
<b>现金净流量</b>	<b>-11</b>	<b>15</b>	<b>333</b>	<b>91</b>	<b>200</b>	<b>300</b>							

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	3
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>1.00</b>

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