

# 中材国际 (600970.SH) 其它专用设备行业

评级: 买入 维持评级

公司研究简报

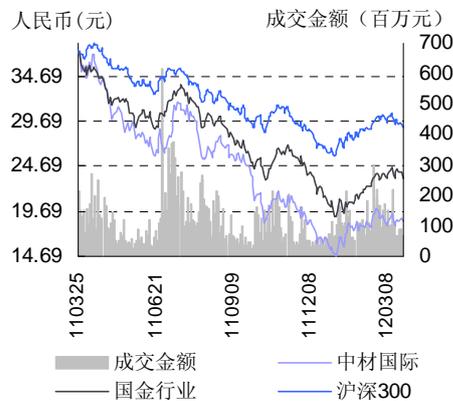
市价(人民币): 18.52元

## 走出 2011, 迈向新增长

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) | 725.76      |
| 总市值(百万元)       | 16,873.22   |
| 年内股价最高最低(元)    | 37.13/14.69 |
| 沪深 300 指数      | 2901.22     |
| 上证指数           | 2612.19     |



### 相关报告

1. 《中材国际 2011 半年报业绩点评》, 2011.8.19

孙鹏

联系人  
(8621)60753921  
sunp@gjzq.com.cn

贺国文

分析师 SAC 执业编号: S1130511030012  
(8621)61038234  
hegw@gjzq.com.cn

### 公司基本情况(人民币)

| 项目          | 2010   | 2011   | 2012E  | 2013E  | 2014E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元)   | 1.878  | 1.688  | 2.019  | 2.702  | 3.257  |
| 每股净资产(元)    | 4.38   | 4.85   | 6.89   | 9.25   | 12.48  |
| 每股经营性现金流(元) | 1.98   | -3.15  | 4.48   | 4.41   | 4.68   |
| 市盈率(倍)      | 21.68  | 9.34   | 9.17   | 6.86   | 5.69   |
| 行业优化市盈率(倍)  | 63.20  | 48.96  | 48.96  | 48.96  | 48.96  |
| 净利润增长率(%)   | 91.62% | 7.87%  | 19.61% | 33.82% | 20.56% |
| 净资产收益率(%)   | 42.89% | 34.79% | 29.30% | 29.21% | 26.11% |
| 总股本(百万股)    | 759.23 | 911.08 | 911.08 | 911.08 | 911.08 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

- 中材国际 11 年营业收入 250.98 亿元, 相比去年同期增长 4.87%; 归属于上市公司股东净利润为 15.38 亿元, 相比去年同期增长 7.87%; 公司基本每股收益是 1.69 元。
- 2011 年利润分配预案为: 每 10 股送红股 2 股, 派现金 5.07 元(含税)

### 经营分析

#### ■ 报告期内公司业务喜忧参半:

- **公司收入、利润增速有所放缓:** 受金融危机后订单下滑影响, 公司营业收入、净利润增速放缓, 相比去年同期分别增长 4.87%、7.87%;
- **毛利率显著提升:** 在剔除物流贸易业务情况下, 公司毛利率同比增长 2.26 个百分点, 分业务结构来看, 设备制造与土建安装的毛利率相比上年同期分别增长 3.64%、3.99%;
- **订单增速较快:** 公司新签订单达到 364 亿, 同比大幅增长 52%, 作为公司主业境内外水泥技术装备工程 11 年新签合同 317 亿元, 同比增长 32%。其中, 新签国内合同 133 亿元, 同比增长 47%; 新签境外合同 184 亿元, 同比增长 22%;
- **物流贸易、装备业务发展迅速:** 11 年物流贸易业务就贡献收入近 30 亿元; 全年新签立磨供货合同 100 余台, 其中 40 台为钢铁行业的矿渣磨;
- 此外, 公司在报告期内立足主业, 对集团部分优质资产进行了**并购整合**, 提升自身主业竞争力。
- **内外联动, 公司将迈向新增长:**
  - **订单较快增长为公司发展奠定基础:** 市场回暖不仅带来订单量的增长, 也带动了订单价的提高, 报告期内, 按不完全统计公司新签合同订单, 吨熟料合同价格超过 130 美元, 创下近年来新高。量价齐升, 将给予公司后续收入、利润更大的弹性, 公司将逐渐步入较快发展期;

- **内部挖潜提升公司盈利能力：**业务架构的重新梳理，有助于减少二级、三级业务部门之间的同业竞争。通过结构调整，资源得到最合理的配置，内部挖潜工作最终将体现在毛利率、净利率提高，盈利水平的显著提升；
- **对外并购进入机遇期：**目前国际金融危机和欧债危机引起资产价格大幅下降，为公司外部并购活动带来了机遇。公司在当前时点如能很好的把握机遇对集团内外资源进行整合并购，将有助于进一步提升公司业务能力，拉动收入、利润增长；
- **拓展多元业务：**光伏、环保等领域发展已经起步，具备量产条件，随着市场逐步打开，将为公司贡献较强的估值弹性。

#### 投资建议

- 我们认为 2011 年 7.87% 的利润增速是过去四年增速的最低值，随着 2011 年高速增长订单的确认、内部挖潜的效果进一步体现，未来传统业务将重新步入较快增长的通道。
- 预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 2.019、2.702、3.257 元，对应估值水平分别为 9 倍、7 倍和 6 倍，具备足够的估值安全边际，而且公司新业务的新进展都将有助于公司估值水平的提升。

## 内容目录

|                        |   |
|------------------------|---|
| 报告期内公司业务喜忧参半.....      | 4 |
| 收入、利润有所放缓 .....        | 4 |
| 毛利率显著提升.....           | 4 |
| 订单增速较快 .....           | 5 |
| 物流贸易、矿山机械新业务迅速拓展 ..... | 5 |
| 立足主业，资产整合可圈可点 .....    | 5 |
| 内外联动，公司将迈向新增长 .....    | 6 |
| 订单较快增长为公司发展奠定基础.....   | 6 |
| 内部挖潜提升公司盈利能力.....      | 7 |
| 对外并购进入机遇期 .....        | 7 |
| 拓展多元业务 .....           | 7 |
| 投资建议 .....             | 7 |
| 附录：三张报表预测摘要 .....      | 9 |

## 图表目录

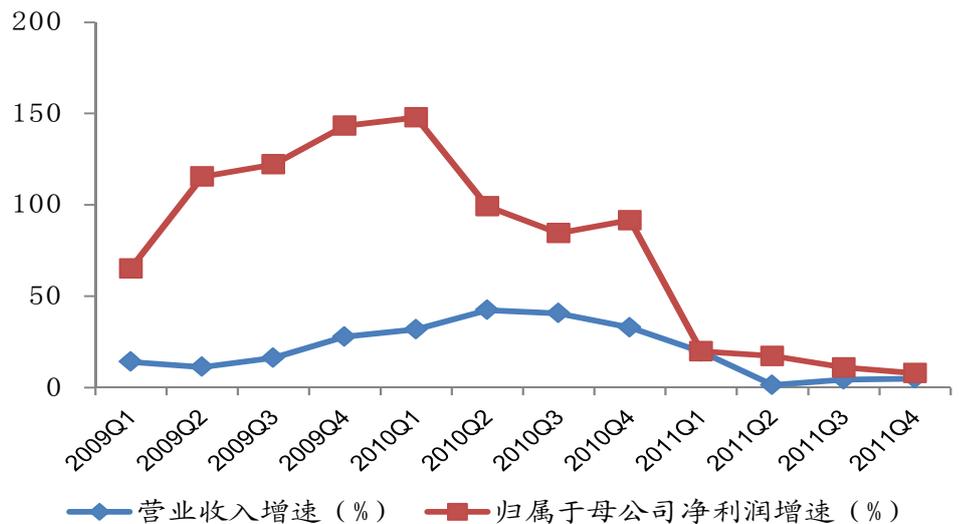
|                                |   |
|--------------------------------|---|
| 图表 1：公司收入、利润增速放缓.....          | 4 |
| 图表 2：公司毛利率显著提升（剔除物流业务） .....   | 4 |
| 图表 3：公司机械设备制造与销售业务毛利率大幅提升..... | 4 |
| 图表 4：公司订单增速较快.....             | 5 |
| 图表 5：报告期内，部分被投资的公司情况.....      | 6 |
| 图表 6：报告期内公司吨熟料合同价格快速攀升 .....   | 7 |

## 报告期内公司业务喜忧参半

### 收入、利润有所放缓

- 报告期内，公司营业收入 250.98 亿元，相比去年同期增长 4.87%，公司归属于股东净利润 15.38 亿元，相比去年同期增长 7.87%，基本每股收益 1.69 元，相比去年同期增长 8.33%。
- 报告期内公司收入、利润增速出现下滑主要原因在于 08 年金融危机后，公司订单快速下滑，10 年订单才开始逐步企稳回升，而水泥工程项目工期一般在 12-18 个月左右，由此推算订单对于公司业绩影响主要出现在 11 年。

图表1：公司收入、利润增速放缓

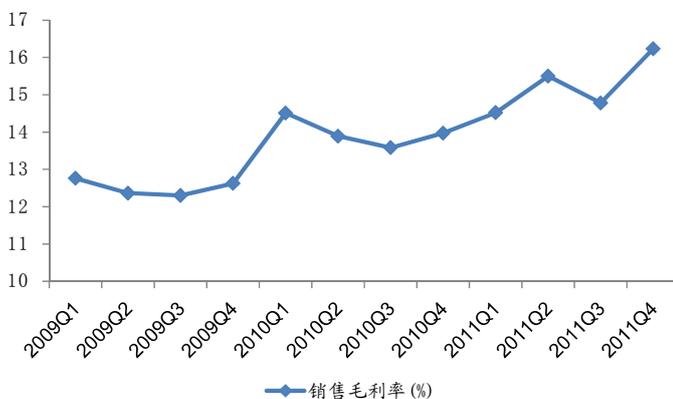


来源：公司公告 国金证券研究所

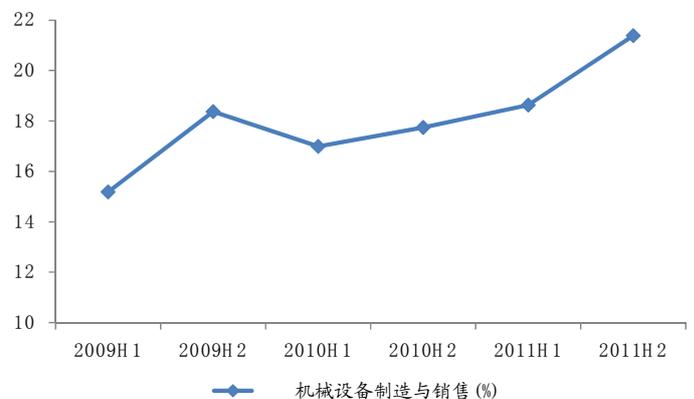
### 毛利率显著提升

- 报告期内，公司盈利能力有了显著提升，综合毛利率同比增长 0.83 个百分点，如果不考虑公司报告期内新增的物流业务，对原有业务进行对比，毛利率将同比增长 2.26 个百分点；受毛利率提升作用，公司净利率同比增长 0.13 个百分点。具体考察公司各项业务毛利率情况，占据公司收入大头的设备制造与土建安装的毛利率相比上年同期有了大幅度提升，其中，设备制造毛利率上涨 3.64 个百分点，土建安装毛利率上涨 3.99 个百分点。

图表2：公司毛利率显著提升（剔除物流业务）



图表3：公司机械设备制造与销售业务毛利率大幅提升

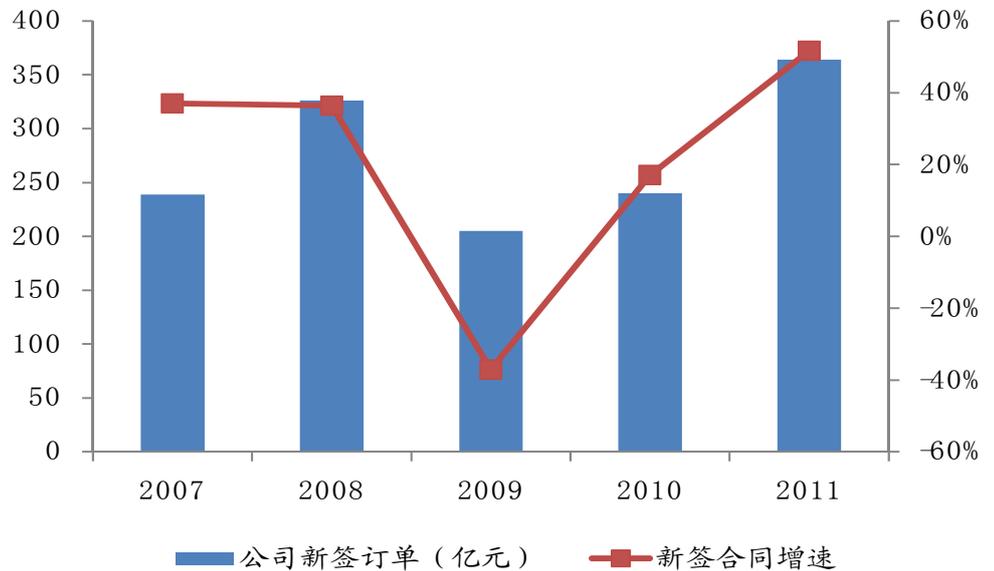


来源：公司公告 国金证券研究所

### 订单增速较快

- 报告期内，公司新签订单达到 364 亿，同比大幅增长 52%，超出我们此前预期。作为公司主业境内外水泥技术装备工程 11 年新签合同 317 亿元，同比增长 32%。其中，新签国内合同 133 亿元，同比增长 47%；新签境外合同 184 亿元，同比增长 22%。

图表4: 公司订单增速较快



来源：公司公告 国金证券研究所

### 物流贸易、矿山机械新业务迅速拓展

- 报告期内，物流贸易、矿山机械业务发展迅速。公司业务及区域优势为物流贸易提供了广阔的平台，11 年物流贸易业务就贡献收入近 30 亿元；目前公司已经成为全球立磨销量最多的供货商，全年新签立磨供货合同 100 余台，凭借其自身出众的物料处理技术，已经在矿山机械市场打开突破口，报告期内新签 40 台为钢铁行业的矿渣磨。

### 立足主业，资产整合可圈可点

- 报告期内，公司立足主业，积极开展资产整合。进一步实现资源的优化配置。公司一方面注销南京中材诚信工程建设监理有限公司等 3 家与公司未来发展方向联系程度不够紧密的子公司，一方面通过置换、购买等手段获得苏州混凝土水泥制品研究院（13.17%股权）、上饶中材机械有限公司、河南中材环保有限公司等优质资产，为公司未来继续做大做强优势主业务铺平道路。

**图表5: 报告期内, 部分被投资的公司情况**

| 被投资的公司名称         | 主要经营活动           | 占被投资公司权益的比例 (%) | 备注  |
|------------------|------------------|-----------------|---|
| 上饶中材机械有限公司       | 矿山机械设备、输送机械设备制造  | 100             | 中材国际全资子公司中材装备集团有限公司收购控股股东中国中材股份有限公司所持上饶中材 100%股权。   |
| 河南中材环保有限公司       | 环保工程设计施工, 除尘装备制造 | 100             | 中材国际全资子公司中材装备集团有限公司收购控股股东中国中材股份有限公司所持河南中材 100%股权。   |
| 苏州混凝土水泥制品研究院有限公司 | 建筑材料及制品的试验、检测、生产 | 13.17           | 中材国际将持有的苏州中材建筑建材设计研究院有限公司 60.98%股权置换为苏州混凝土水泥制品研究院有限公司 13.17%股权。股权置换后中材国际不再持有苏州中材建筑建材设计研究院有限公司股份。之后苏泥院全体股东同比例现金增资, 中材国际增资978.76万元, 股权比例不变。 |
| 中材国际(马来西亚)有限公司   | 水泥生产线土建、安装       | 100             | 中材国际与全资子公司东方贸易公司于2011年4月共同出资设立中材国际(马来西亚)有限公司。中材国际(马来西亚)有限公司英文名称 SEC, 注册资本50万马币, 其中中材国际出资20万马币, 拥有40%股权, 东方贸易公司出资30万马币, 拥有60%股权。           |
| 中材成都重型机械有限公司     | 水泥装备制造与销售        | 100             | 中材成都重型机械有限公司是由公司全资子公司中材装备集团有限公司于2011年4月出资组建的有限责任公司, 注册资本 1000万元。  |
| 溧阳中材环保有限公司       | 废弃物处理运营服务        | 100             | 溧阳中材环保有限公司是由公司全资子公司中材国际环境工程(北京)有限公司于2011年4月出资组建的有限责任公司, 注册资本2009万元。   |

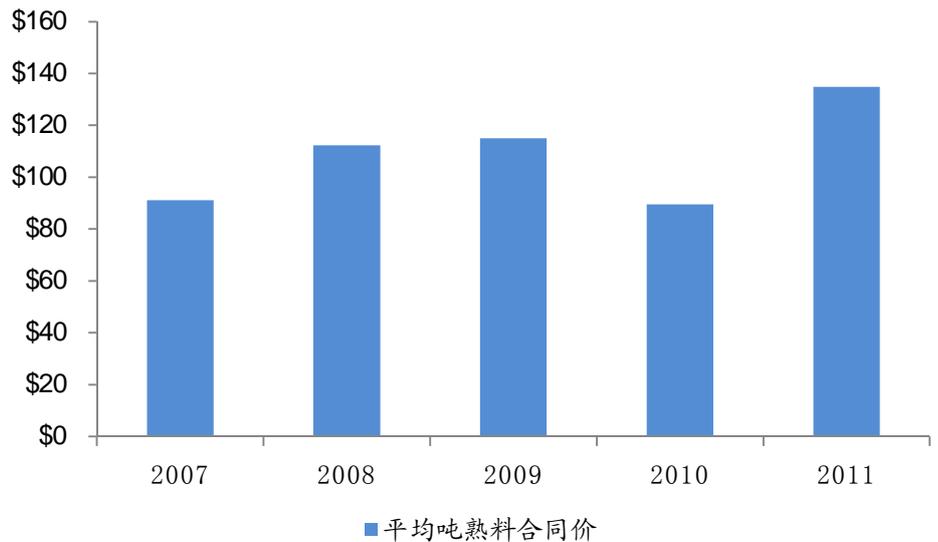
来源: 公司公告 国金证券研究所

## 内外联动, 公司将迈向新增长

### 订单较快增长为公司发展奠定基础

- 上面已经论述, 公司报告期内收入、利润增速下滑的主要原因在于 08 年后订单的快速回落; 同样, 订单状况在 10 年回升也预示着公司收入利润增速在 11 年见底后, 将逐步反弹。
- 报告期内, 受“欧债危机”影响, 主要跨国水泥生产企业投资活动放缓, 印度、俄罗斯、南美等新兴市场整体低于预期, 全球水泥(不含中国)新增产能年签单量约 5300 万吨。今年, 受危机影响逐渐减弱, 欧美及新兴经济体水泥市场逐渐转好, 非洲、东南亚、中东、印度、俄罗斯、巴西等市场需求将较为旺盛。预计全球(不含中国市场)年新增产能将超过 6000 万吨。
- 市场回暖不仅带来订单量的增长, 也带动了订单价的提高, 报告期内, 按照不完全统计, 公司新签合同订单, 吨熟料合同价格超过 130 美元, 创下近年来新高。

图表6: 报告期内公司吨熟料合同价格快速攀升



来源: 公司公告 国金证券研究所

### 内部挖潜提升公司盈利能力

- 订单回升给予公司更为广阔发展的空间, 内部挖潜则给予公司更大的业绩盈利弹性, 公司在报告期内开展了结构整合, 这有助于捋顺公司的业务架构, 减少同业竞争, 增强协同效应, 带动盈利能力的提升。报告期内公司内部结构整合已经逐渐成效, 毛利率、净利率水平同比上升。
- 报告期, 苏州中材整合进入中材国际(南京); 天津天安划归成都院有限公司管理; 组建了中材国际装备集团公司; 建立了内部资金结算中心; 调整了装备有限公司主营业务; 设立中材国际海外事业发展公司。通过组织的整合, 提升了工程项目执行质量和履约能力, 并为装备业务和新业务的较快发展奠定了基础。
- 组织架构整合将推进工程板块组织和人员的深度融合, 这有利于提升工程设计、工程管理的一体化运营水平, 为后续成本控制, 自给率水平提升打下了基础, 公司目前在国内有针对性的推广技术、装备以及“SINOMA”化的生产线, 在引导需求的同时加强标准化。

### 对外并购进入机遇期

- 报告期内, 公司资源整合可圈可点。目前国际金融危机和欧债危机引起资产价格大幅下降, 为公司外部并购活动带来了机遇。中材集团在并购方面拥有丰富经验, 历次并购整合注入的优质资产, 都很好的融入了中材平台, 资源效率得以提升。公司在当前时点如能很好的把握机遇对集团内外资源进行整合并购, 将有助于进一步提升公司业务能力和收入、利润增长。

### 拓展多元业务

- 公司新业务发展已经起步, 具备了量产的条件。光伏、环保领域是未来发展的方向, 随着国家重视投入程度加大, 市场的逐步打开。
- 矿山机械领域, 报告期内, 公司已经成为全球立磨销量最多的供货商, 全年新签订立磨供货合同 100 余台, 其中 40 余台为钢铁行业的矿渣磨, 这充分印证了我们此前的观点, 公司先把水泥和矿业共同性较强的地方(比如粉磨和破碎、输送)作为公司矿业发展的突破口, 凭借公司出众的技术优势, 实现破碎、粉磨等设备在矿山、化工等行业领域的应用。

### 投资建议

- 我们认为 2011 年 7.87% 的利润增速是过去四年增速的最低值，随着 2011 年高速增长订单的确认、内部挖潜的效果进一步体现，未来传统业务将重新步入较快增长的通道。
- 预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 2.019、2.702、3.257 元，对应估值水平分别为 9 倍、7 倍和 6 倍，具备足够的估值安全边际，而且公司新业务的新进展都将有助于公司估值水平的提升。

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)  |               |               |               |               |               |               |
|-----------------------|-------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                       | 2009        | 2010         | 2011          | 2012E        | 2013E        | 2014E        |                 | 2009          | 2010          | 2011          | 2012E         | 2013E         | 2014E         |
| 主营业务收入                | 18,005      | 23,933       | 25,098        | 31,370       | 41,467       | 49,760       | 货币资金            | 7,481         | 8,355         | 5,386         | 8,949         | 12,522        | 16,661        |
| 增长率                   |             | 32.9%        | 4.9%          | 25.0%        | 32.2%        | 20.0%        | 应收款项            | 1,706         | 2,022         | 2,879         | 3,333         | 4,405         | 5,286         |
| 主营业务成本                | -15,732     | -20,589      | -21,384       | -26,986      | -35,667      | -42,801      | 存货              | 2,476         | 2,325         | 4,157         | 4,066         | 5,375         | 6,449         |
| % 销售收入                | 87.4%       | 86.0%        | 85.2%         | 86.0%        | 86.0%        | 86.0%        | 其他流动资产          | 3,345         | 2,962         | 4,356         | 5,400         | 7,137         | 8,563         |
| 毛利                    | 2,273       | 3,344        | 3,714         | 4,385        | 5,800        | 6,959        | 流动资产            | 15,007        | 15,664        | 16,777        | 21,748        | 29,439        | 36,960        |
| % 销售收入                | 12.6%       | 14.0%        | 14.8%         | 14.0%        | 14.0%        | 14.0%        | % 总资产           | 88.7%         | 88.0%         | 88.2%         | 90.7%         | 93.0%         | 94.3%         |
| 营业税金及附加               | -121        | -180         | -204          | -251         | -332         | -398         | 长期投资            | 101           | 117           | 151           | 151           | 151           | 151           |
| % 销售收入                | 0.7%        | 0.8%         | 0.8%          | 0.8%         | 0.8%         | 0.8%         | 固定资产            | 1,324         | 1,514         | 1,604         | 1,653         | 1,683         | 1,692         |
| 营业费用                  | -118        | -137         | -170          | -220         | -290         | -348         | % 总资产           | 7.8%          | 8.5%          | 8.4%          | 6.9%          | 5.3%          | 4.3%          |
| % 销售收入                | 0.7%        | 0.6%         | 0.7%          | 0.7%         | 0.7%         | 0.7%         | 无形资产            | 405           | 394           | 384           | 316           | 294           | 274           |
| 管理费用                  | -981        | -1,161       | -1,350        | -1,694       | -2,239       | -2,687       | 非流动资产           | 1,911         | 2,132         | 2,251         | 2,221         | 2,228         | 2,218         |
| % 销售收入                | 5.4%        | 4.9%         | 5.4%          | 5.4%         | 5.4%         | 5.4%         | % 总资产           | 11.3%         | 12.0%         | 11.8%         | 9.3%          | 7.0%          | 5.7%          |
| 息税前利润 (EBIT)          | 1,053       | 1,866        | 1,990         | 2,220        | 2,938        | 3,526        | <b>资产总计</b>     | <b>16,919</b> | <b>17,796</b> | <b>19,028</b> | <b>23,969</b> | <b>31,667</b> | <b>39,178</b> |
| % 销售收入                | 5.8%        | 7.8%         | 7.9%          | 7.1%         | 7.1%         | 7.1%         | 短期借款            | 99            | 198           | 276           | 0             | 0             | 0             |
| 财务费用                  | 117         | -23          | 6             | -61          | -48          | -46          | 应付款项            | 13,748        | 13,032        | 13,118        | 16,729        | 22,113        | 26,535        |
| % 销售收入                | -0.6%       | 0.1%         | 0.0%          | 0.2%         | 0.1%         | 0.1%         | 其他流动负债          | 495           | 793           | 591           | 454           | 591           | 704           |
| 资产减值损失                | -89         | -174         | -155          | 0            | 0            | 0            | 流动负债            | 14,343        | 14,023        | 13,985        | 17,183        | 22,704        | 27,239        |
| 公允价值变动收益              | 17          | 22           | -32           | 0            | 0            | 0            | 长期贷款            | 65            | 145           | 375           | 375           | 375           | 376           |
| 投资收益                  | -60         | 67           | 25            | 36           | 48           | 64           | 其他长期负债          | 307           | 146           | 137           | 0             | 0             | 0             |
| % 税前利润                | n.a         | 3.7%         | 1.3%          | 1.6%         | 1.6%         | 1.7%         | <b>负债</b>       | <b>14,715</b> | <b>14,315</b> | <b>14,497</b> | <b>17,558</b> | <b>23,079</b> | <b>27,615</b> |
| 营业利润                  | 1,038       | 1,757        | 1,834         | 2,195        | 2,939        | 3,544        | <b>普通股股东权益</b>  | <b>2,107</b>  | <b>3,324</b>  | <b>4,420</b>  | <b>6,277</b>  | <b>8,426</b>  | <b>11,366</b> |
| 营业利润率                 | 5.8%        | 7.3%         | 7.3%          | 7.0%         | 7.1%         | 7.1%         | 少数股东权益          | 97            | 158           | 112           | 133           | 162           | 197           |
| 营业外收支                 | 38          | 47           | 59            | 74           | 98           | 117          | <b>负债股东权益合计</b> | <b>16,919</b> | <b>17,796</b> | <b>19,028</b> | <b>23,969</b> | <b>31,667</b> | <b>39,178</b> |
| 税前利润                  | 1,076       | 1,803        | 1,893         | 2,269        | 3,037        | 3,661        | <b>比率分析</b>     |               |               |               |               |               |               |
| 利润率                   | 6.0%        | 7.5%         | 7.5%          | 7.2%         | 7.3%         | 7.4%         |                 | 2009          | 2010          | 2011          | 2012E         | 2013E         | 2014E         |
| 所得税                   | -254        | -349         | -333          | -408         | -547         | -659         | <b>每股指标</b>     |               |               |               |               |               |               |
| 所得税率                  | 23.6%       | 19.4%        | 17.6%         | 18.0%        | 18.0%        | 18.0%        | 每股收益            | 1.764         | 1.878         | 1.688         | 2.019         | 2.702         | 3.257         |
| 净利润                   | 822         | 1,454        | 1,560         | 1,861        | 2,490        | 3,002        | 每股净资产           | 4.996         | 4.378         | 4.851         | 6.889         | 9.248         | 12.475        |
| 少数股东损益                | 78          | 28           | 22            | 21           | 29           | 35           | 每股经营现金净流        | 1.941         | 1.976         | -3.151        | 4.478         | 4.409         | 4.677         |
| 归属于母公司的净              | 744         | 1,426        | 1,538         | 1,839        | 2,461        | 2,968        | 每股股利            | 1.050         | 0.216         | 0.295         | 0.030         | 0.030         | 0.030         |
| 净利率                   | 4.1%        | 6.0%         | 6.1%          | 5.9%         | 5.9%         | 6.0%         | <b>回报率</b>      |               |               |               |               |               |               |
| <b>现金流量表 (人民币百万元)</b> |             |              |               |              |              |              | 净资产收益率          | 35.31%        | 42.89%        | 34.79%        | 29.30%        | 29.21%        | 26.11%        |
|                       | 2009        | 2010         | 2011          | 2012E        | 2013E        | 2014E        | 总资产收益率          | 4.40%         | 8.01%         | 8.08%         | 7.67%         | 7.77%         | 7.57%         |
| 净利润                   | 822         | 1,454        | 1,560         | 1,861        | 2,490        | 3,002        | 投入资本收益率         | 33.66%        | 39.11%        | 31.53%        | 26.83%        | 26.88%        | 24.22%        |
| 少数股东损益                | 0           | 0            | 0             | 0            | 0            | 0            | <b>增长率</b>      |               |               |               |               |               |               |
| 非现金支出                 | 359         | 411          | 353           | 200          | 218          | 235          | 主营业务收入增长率       | 27.76%        | 32.92%        | 4.87%         | 24.99%        | 32.18%        | 20.00%        |
| 非经营收益                 | 76          | -109         | 14            | -52          | -94          | -129         | EBIT增长率         | 3.90%         | 77.18%        | 6.66%         | 11.58%        | 32.35%        | 20.00%        |
| 营运资金变动                | -454        | -256         | -4,793        | 2,071        | 1,403        | 1,153        | 净利润增长率          | 138.67%       | 91.62%        | 7.87%         | 19.61%        | 33.82%        | 20.56%        |
| <b>经营活动现金净流</b>       | <b>803</b>  | <b>1,500</b> | <b>-2,866</b> | <b>4,080</b> | <b>4,017</b> | <b>4,261</b> | 总资产增长率          | -10.72%       | 5.18%         | 6.93%         | 25.96%        | 32.12%        | 23.72%        |
| 资本开支                  | -449        | -346         | -323          | -108         | -127         | -108         | <b>资产管理能力</b>   |               |               |               |               |               |               |
| 投资                    | -81         | -1           | -115          | 0            | 0            | 0            | 应收账款周转天数        | 22.8          | 18.3          | 21.2          | 21.0          | 21.0          | 21.0          |
| 其他                    | 10          | 4            | -15           | 36           | 48           | 64           | 存货周转天数          | 52.9          | 42.6          | 55.3          | 55.0          | 55.0          | 55.0          |
| <b>投资活动现金净流</b>       | <b>-520</b> | <b>-342</b>  | <b>-452</b>   | <b>-72</b>   | <b>-79</b>   | <b>-44</b>   | 应付账款周转天数        | 67.4          | 65.1          | 75.4          | 75.0          | 75.0          | 75.0          |
| 股权募资                  | 0           | 42           | 0             | 0            | -285         | 0            | 固定资产周转天数        | 25.0          | 22.4          | 22.6          | 18.5          | 14.1          | 11.7          |
| 债权募资                  | -2,676      | 172          | 322           | -396         | 0            | 1            | <b>偿债能力</b>     |               |               |               |               |               |               |
| 其他                    | 2,115       | -311         | -491          | -50          | -79          | -79          | 净负债/股东权益        | -332.59%      | -231.14%      | -104.56%      | -133.80%      | -141.49%      | -140.87%      |
| <b>筹资活动现金净流</b>       | <b>-561</b> | <b>-97</b>   | <b>-169</b>   | <b>-446</b>  | <b>-364</b>  | <b>-78</b>   | EBIT利息保障倍数      | -9.0          | 79.5          | -309.5        | 36.5          | 61.8          | 76.6          |
| <b>现金净流量</b>          | <b>-277</b> | <b>1,061</b> | <b>-3,487</b> | <b>3,562</b> | <b>3,574</b> | <b>4,139</b> | 资产负债率           | 86.97%        | 80.44%        | 76.18%        | 73.26%        | 72.88%        | 70.49%        |

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  |
|----|-----|-----|------|------|------|
| 强买 | 0   | 0   | 0    | 0    | 2    |
| 买入 | 0   | 0   | 1    | 1    | 4    |
| 持有 | 0   | 0   | 0    | 0    | 0    |
| 减持 | 0   | 0   | 0    | 0    | 0    |
| 卖出 | 0   | 0   | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 0   | 0   | 2.00 | 2.00 | 1.75 |

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

| 日期           | 评级 | 市价    | 目标价           |
|--------------|----|-------|---------------|
| 1 2011-01-25 | 买入 | 30.84 | N/A           |
| 2 2011-02-23 | 买入 | 37.26 | N/A           |
| 3 2011-04-14 | 买入 | 36.42 | N/A           |
| 4 2011-07-13 | 买入 | 31.88 | 40.00 ~ 50.00 |
| 5 2011-08-19 | 买入 | 26.30 | N/A           |
| 6 2011-10-14 | 买入 | 21.60 | 50.00 ~ 50.00 |
| 7 2011-10-28 | 买入 | 20.84 | N/A           |
| 8 2011-12-16 | 买入 | 16.71 | N/A           |

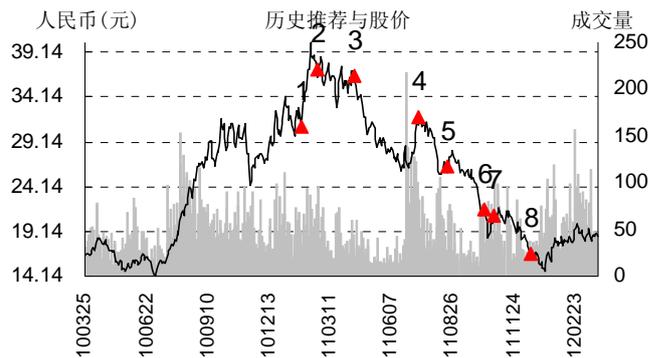
来源：国金证券研究所

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“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5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 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



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：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明:**

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为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                             | 北京                              | 深圳                         |
|--------------------------------|---------------------------------|----------------------------|
| 电话: (8621)-61038271            | 电话: 010-6621 6979               | 电话: 0755-33516015          |
| 传真: (8621)-61038200            | 传真: 010-6621 5599-8803          | 传真: 0755-33516020          |
| 邮箱: researchsh@gjzq.com.cn     | 邮箱: researchbj@gjzq.com.cn      | 邮箱: researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编: 201204                     | 邮编: 100032                      | 邮编: 518026                 |
| 地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼 | 地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层 | 地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B   |