

# 福田汽车 (600166.SH) 货车行业

评级: 增持 上调评级

公司研究简报

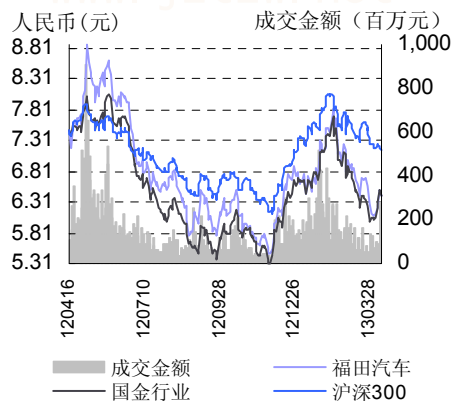
市价(人民币): 6.42元

## 重卡份额持续提升, 可充分受益行业复苏

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)	1,371.71
总市值(百万元)	180.38
年内股价最高最低(元)	8.86/5.46
沪深 300 指数	2462.11
上证指数	2206.78



### 相关报告

- 《经营业绩稳健, 营业外收入大幅增长》, 2012.4.27

吴文钊 分析师 SAC 执业编号: S1130511040006  
(8621)61038231  
wuwz@gjzq.com.cn

厉叶淼 联系人  
(8621)61038244  
liym@gjzq.com.cn

### 公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.546	0.482	0.418	0.468	0.502
每股净资产(元)	4.19	5.24	5.55	5.36	5.73
每股经营性现金流(元)	-0.25	-0.28	0.70	0.63	0.72
市盈率(倍)	-	13.32	15.36	13.72	12.79
行业优化市盈率(倍)	10.50	8.00	7.52	7.52	7.52
净利润增长率(%)	-29.99%	17.43%	-13.20%	11.96%	7.18%
净资产收益率(%)	13.03%	9.19%	7.53%	8.73%	8.75%
总股本(百万股)	2,109.67	2,809.67	2,809.67	2,809.67	2,809.67

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **重卡市场份额持续提升, 可显著受益行业复苏:** 公司 2012 年重卡销量达 8.74 万辆, 市场份额达 13.7%。今年一季度, 公司重卡销量增速继续超越行业整体水平, 市场份额进一步提升至 16.3%。与戴姆勒合资后, 公司产品性能有望提升, 竞争力有望进一步加强。欧曼重卡资产转让给合资公司后将通过投资收益贡献业绩, 评估增值、转让收益等非经常性损益也颇为可观, 这一块预计 2012 年为 20-22 亿元, 2013-2014 年约为 7-9 亿元。
- **轻卡龙头地位依旧稳固, 中高端销量占比提升:** 福田是轻卡领域无可争议的龙头, 2012 年销量 38.6 万辆, 市场份额为 21%, 是第二名与第三名的份额之和。公司 2012 年中高端轻卡销量约 13 万辆, 同比逆势增长 9.2%, 占公司轻卡销量比例已达 31.8%, 结构改善将带来公司盈利能力的提高。
- **福田康明斯 2012 年已扭亏为盈, 前景值得期待:** 福田康明斯产品为康明斯 ISF 2.8L 和 3.8L 柴油机, 项目总规划产能 40 万台, 2012 年销量已近 7 万台, 同比逆势增长 30%, 净利润达 6,829 万元, 成功实现扭亏为盈。当前 ISF 70% 产品出口海外, 随着轻型柴油车国 IV 标准实施在即, 康明斯产品在国内的性价比优势也将更为明显, 届时不仅康明斯自身盈利可显著提升, 福田轻卡的竞争优势也将由此得以持续提升。

### 盈利预测

- 预测公司 2013-2015 年归属母公司股东净利润分别为 11.75、13.15 与 14.1 亿元, 同比增速为下滑 13.2%、增长 11.96% 与 7.18%, 对应 EPS 分别为 0.42、0.47 与 0.50 元。

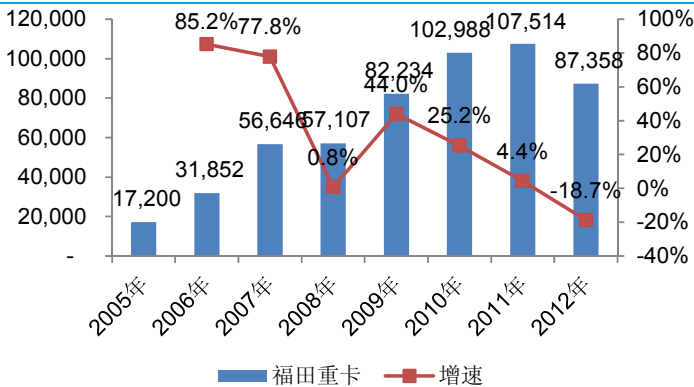
### 估值与投资建议

- 公司当前股价对应 2013 年 PE 为 15 倍, PB 则为 1.23 倍。现阶段重卡需求已开始复苏, 二季度更有望快速增长, 福田由于自身竞争力较强, 增速有望继续超越行业整体水平, 业绩向上弹性更为显著。我们认为现阶段重卡类公司的 PE 估值水平参考意义不强, 而行业需求的发展趋势更为重要。我们上调公司投资评级至“增持”, 建议适当增加配置。

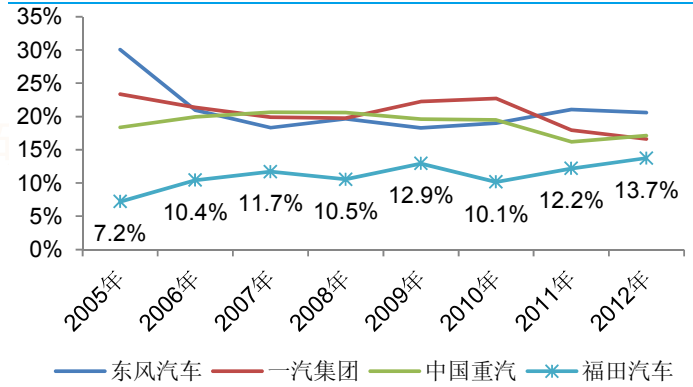
欧曼重卡市场份额持续提升，将可显著受益行业需求复苏

- **欧曼重卡市场份额稳步提升：**福田是重卡行业的后起之秀，公司在 2002 年才正式推出欧曼重卡，但欧曼自推出后便快速成长，2005-2010 年欧曼年复合增速达 43.0%，同期重卡行业增速为 33.5%。2011 年以来，公司市场份额持续提升，2012 年销量达 8.74 万辆，市场份额已达 13.7%，较第一梯队的差距已显著缩小。**2013 年 1-3 月，福田重卡销量为 2.74 万辆，同比增长 8.7%，市场份额则大幅提升至 16.3%。**

图表1：福田重卡近年销量及增速（辆）

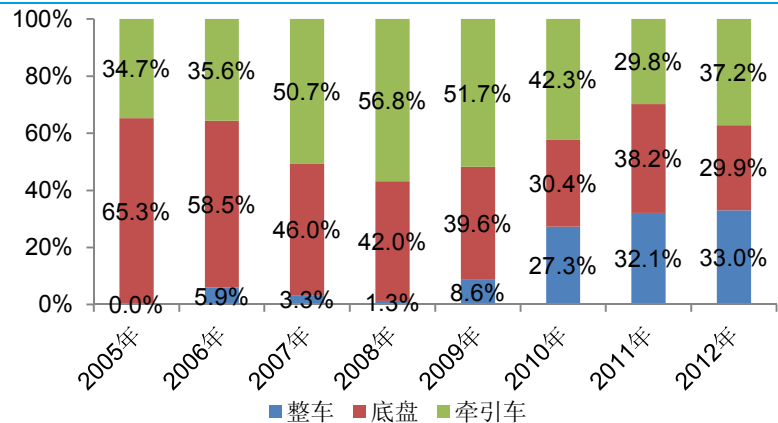


图表2：近年前四大重卡企业市场份额



来源：中汽协、国金证券研究所

图表3：福田近年各类重卡销量占比



来源：中汽协、国金证券研究所

- **与戴姆勒合作有望拓宽空间：**戴姆勒为国际商用车龙头企业，其 2011 年卡车销量达 42.6 万辆，远远超过其余四家国际重卡巨头；戴姆勒已在除中国、印度、俄罗斯三国以外的重卡市场占据领先地位，2011 年在西欧、北美、巴西重卡的市场份额分别为 22.3%、31.9%与 25.2%，均处于领先地位。欧曼与戴姆勒合资后，如果能获得戴姆勒的渠道支持，依靠其自身良好的性价比，有望迅速打开国际市场；同时，戴姆勒重卡在运行里程、保养间隔、出勤率等诸多方面的性能极为优秀，如果能得到戴姆勒的核心技术支持，欧曼重卡的品质有望获得明显提升。

- **重卡将以投资收益体现，预计未来年度非经常性损益约 7-9 亿元：**2012 年中，公司将重卡业务转让给子公司福田戴姆勒，未来重卡的营收与毛利将不再合并报表，业绩将通过投资收益体现，这也是下半年公司营收与毛

利大幅下滑的主要原因。2012年，福田戴姆勒营收 71.56 亿元，净利润则为亏损 2.55 亿元，贡献投资收益为亏损 1.28 亿元。另外，福田将欧曼重卡资产转让给合资公司，出现评估增值、转让收益、设备租赁费用等非经常性损益，未来数年内将持续贡献较多业绩；2012年，福田营业外收入达 27.3 亿元，预计和合资公司相关的收益约为 20-22 亿元；根据各项目损益的确认进度，预计 2013-2014 年带来的非经常性损益约为 7-9 亿元。

图表4: 合资公司主要非经常性损益项目预测 (万元)

类别	细分	总值(万元)	说明	2012年	2013年	2014年
欧曼一工厂入股	评估增值	250,571	按资产折旧进程确认	31,321	31,321	31,321
欧曼二工厂转让	转让收益	57,832	一次性确认	57,832	-	-
H4技术转让	入门费	73,871	首批交付时支付	73,871	-	-
	分期费用	98,130	分5年付清	19,626	19,626	19,626
H4设备租赁	固定费用	57,181	分10年付清	5,718	5,718	5,718
	浮动费用	n/a	单车1,143元, 50万辆封顶	4,572	11,430	13,716
非经常性损益合计		537,585		192,940	68,095	70,381
EPS贡献(元)		2.55		0.91	0.32	0.33

来源: 公司资料等、国金证券研究所

图表5: 福田汽车近两年营业外收入明细 (亿元)

项目名称	2011年	2012年
非流动资产处置	0.01	11.72
商标	-	7.79
专利及专有技术	-	2.42
政府补助	3.48	3.39
其他	0.54	1.95
营业外收入合计	4.02	27.27

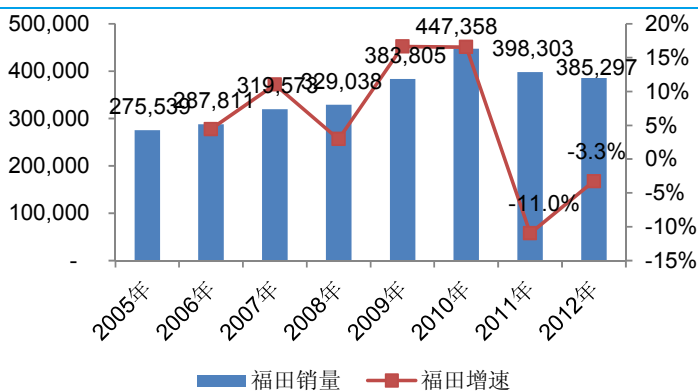
来源: 公司公告、国金证券研究所

- **产能扩张与欧曼 GTL 为增长蓄力:** 欧曼一工厂原设计产能为 8 万辆，经过技改后虽已达 10 万辆，但产能瓶颈仍较为明显。福田在 2010 年初投资 26 亿元建设欧曼二工厂，设计产能 8 万辆；2011 年 4 月，欧曼 GTL 在二工厂下线，也标志着福田重卡产能已达 18 万辆，为未来发展奠定产能基础。欧曼 GTL 在 2012 年 2 月正式上市，其在安全性、舒适性、智能化等诸多方面均颇具开创性，产品已获德国最大产品安全及质量监督机构-德国莱茵 (TuV Rheinland) 的认证；虽然其目前仍搭载潍柴-法士特与康明斯-伊顿的动力总成组合，但依靠先进的生产理念与设计，GTL 仍极具吸引力，未来有望带动欧曼重卡继续稳健增长。

**轻卡龙头地位依旧稳固，中高端销量占比提升有望推动盈利能力**

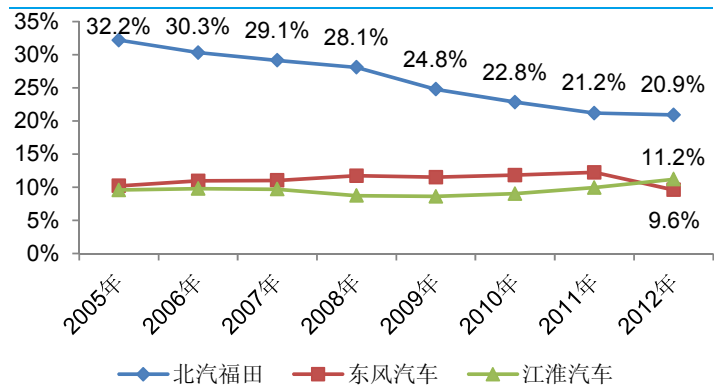
- **轻卡龙头地位依旧稳固:** 从产销规模来看，福田是轻卡领域无可争议的龙头，公司 2012 年轻卡销量达 38.6 万辆，同比下滑 3.3%，基本与行业降幅持平。从份额看，虽然 2005 年以来福田在轻卡的份额从 32.2% 逐步下滑到 21%，但其他两大竞争对手东风与江淮 2012 年份额分别为 11.2% 与 9.6%，福田的份额仍是两家之和。作为行业的绝对龙头，我们认为未来福田轻卡整体销量将跟随行业增长，市场份额有望维持在 20% 左右。

图表6: 福田近年轻卡销量及增速 (辆)



来源: 中汽协、国金证券研究所

图表7: 近年前三大轻卡企业市场份额



中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

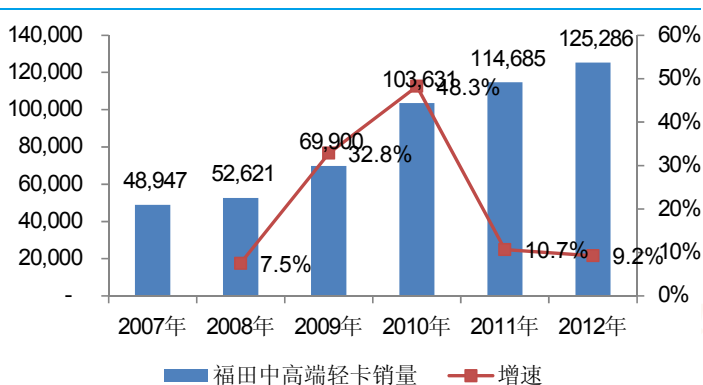
- 中高端轻卡占比持续提升, 盈利能力有望提升: 分产品看, 福田轻卡主要由欧马可、奥铃、时代、瑞沃、萨普(皮卡)等数个系列, 其中欧马可、奥铃、瑞沃与萨普为中高端产品, 时代则为中低端产品。从销量结构看, 中低端的时代系列仍是公司销量主力; 但公司近年中高端轻卡销量增速较快, 2012年中高端轻卡总销量约为13万辆, 占公司整体轻卡比例已达31.8%。

图表8: 福田轻卡产品的概况

轻卡品牌	目标定位	价格	载重量	发动机
欧马可	高端市场	8-12万	1.5-2.0T	福田BJ491/493发动机, 康明斯ISF系列
奥铃	中端市场	7-13万	1.5-4.0T	东风朝柴、一汽大柴、雷沃动力、康明斯ISF系列
时代轻卡	低端市场	2.5-9万	1.0-4.0T	全柴、玉柴、大柴、扬动、朝柴、云内等
时代金刚	轻型自卸车	6-7万	2.0-4.0T	全柴动力、扬柴发动机
瑞沃III	中轻型自卸车	10-13万	2.5-3.0T	扬柴、玉柴等发动机

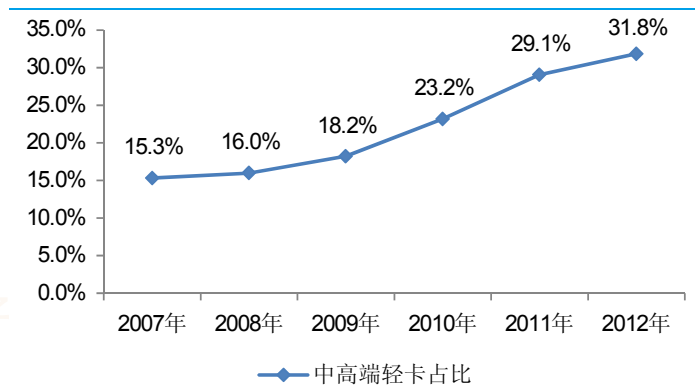
来源: 公司网站等、国金证券研究所

图表9: 福田中高端轻卡销量及增速 (辆)



来源: 公司资料、国金证券研究所

图表10: 福田中高端轻卡销量占比



**福田康明斯销量快速增长，2012年已扭亏为盈，前景值得期待**

- **ISF 系列发动机竞争优势显著：**福田康明斯产品为康明斯新一代 ISF 2.8 升和 3.8 升直列四缸高压直喷式轻型柴油机，为康明斯该系列产品全球唯一的生产基地，项目一期计划建设 6 万台，二期达到 24 万台，三期达到 40 万台，2012 年销量已近 7 万台。
  - 同等排量情况，康明斯柴油机功率高出竞争对手 60%以上；
  - 同等功率情况下，康明斯柴油机排量低于竞争对手 30%以上；
  - 多数企业柴油机产品欧 3 技术不过关，并且不具备欧 4 排放升级的潜力；
  - 康明斯发动机在国内卡车行业具有极强的品牌影响力，昔日中重卡行业销量第一的东风“八平柴”就是搭载东风康明斯公司的柴油机；
  - 随着轻型柴油车国 IV 标准即将实施，对发动机将提出更高的要求，其他轻卡发动机的成本也将有所增加，届时福田康明斯 ISF 产品的性价比优势将更为明显。

**图表11：国内主要轻型柴油机产品的性能概况**

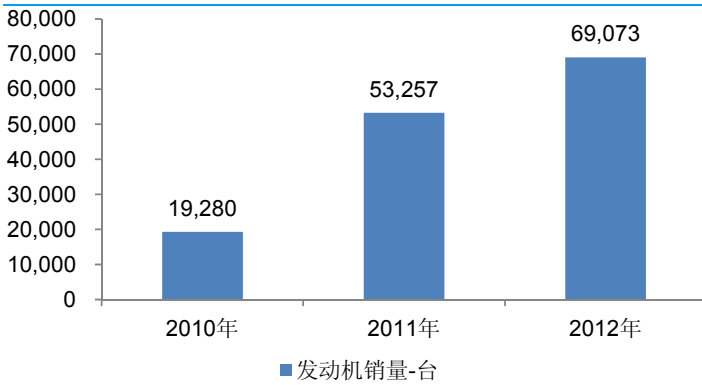
	排量(L)	功率(KW)	升功率(KW/L)	排放
福田康明斯	2.8	80-120	29-43	欧3/欧4
	3.2	105-125	33-39	欧3/欧4
云内动力	2.7	60	22	欧2
	3.8	85	22	欧2
江铃汽车	2.8	85	30	欧2/欧3
	2.4	103	43	欧3/欧4
全柴动力	2.6	68	26	欧3
广西玉柴	2.7	66-85	24-31	欧2/欧3
	4.2	90-103	21-25	欧2
东风汽车	3.3	70	21	欧2
常州柴油机	2.8	72	26	欧2
WD615	9.7	176-300	18-31	欧2/欧3
YC6M	9.8	206-288	21-29	

来源：各公司网站、国金证券研究所

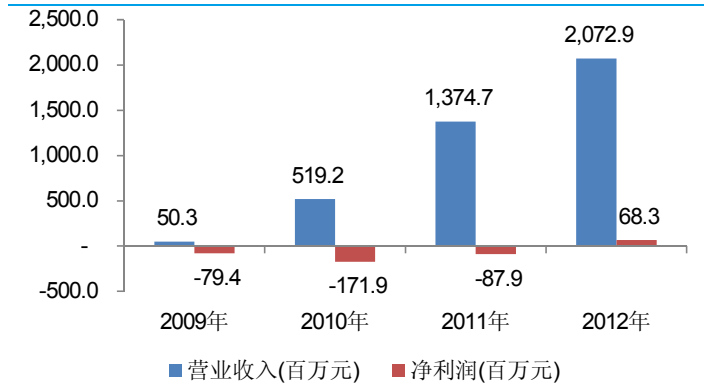
- **福田康明斯销量快速增长，盈利显著改善：**福田康明斯 2010 年实现大规模量产，当年销量近 1.9 万台，亏损达 1.72 亿元；2012 年，公司发动机销量已达 6.9 万台，较 2011 年逆势增长 30%，当年净利润已达 6,829 万元，较 2011 年的亏损 8,791 万元显著改善。
  - **ISF 内配比例的扩大将提升福田轻卡竞争实力：**ISF 系列主配配套皮卡与轻卡，车型包括拓陆者、欧马可（280 与 380）、奥铃 CTX 等，但因售价较高目前仍以出口为主，2012 年配套福田的销量约为 2 万台，仅占福田中高端轻卡销量的 16%。我们认为，国 IV 排放标准将使 ISF 系列的性价比得到显著提升，随着 ISF 产销量的陆续扩大，其配套福田轻卡等比例也有望持续提升，福田轻卡的竞争力也将随之提升。



图表12: 近年福田康明斯发动机销量(台)



图表13: 近年福田康明斯营收与净利润(百万元)



来源: 公司资料、国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

图表14: 福田康明斯给福田汽车配套车型的情况

车型	装配品牌	发动机型号	排放
皮卡	拓陆者	ISF 2.8	国IV
轻卡	欧马可	ISF 2.8/3.8	国III/IV
	C280/C380		
中卡	奥铃CTX	ISF 3.8	国III/IV
	奥铃中卡12版	ISF 3.8	国III/IV

来源: 公司资料、国金证券研究所

### 盈利预测

- 我们预测公司 2013-2015 年营收分别为 324.57、351.33 与 380.34 亿元，同比增速分别为下滑 20.8%、增长 8.2%与 8.3%；2013-2015 年归属母公司股东净利润分别为 11.75、13.15 与 14.1 亿元，同比增速为下滑 13.2%、增长 11.96%与 7.18%，对应 EPS 分别为 0.42、0.47 与 0.50 元。

### 估值与投资建议

- 公司当前股价对应 2013 年 PE 为 15 倍，PB 则为 1.23 倍。重卡行业需求波动较大，相关公司具备良好的业绩弹性。由于现阶段重卡需求已开始复苏，而二季度更有望快速增长，福田则由于自身竞争力较强，增速有望继续超越行业整体水平，业绩向上弹性也更为显著。有鉴于此，我们认为现阶段重卡类公司的 PE 估值水平参考意义不强，而行业需求的发展趋势则更为重要。我们上调公司投资评级至“增持”，建议适当增加配置。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

**图表15: 福田汽车分业务预测数据**

项 目	2010	2011	2012	2013E	2014E
<b>轻卡</b>					
平均售价 (万元/辆)	4.23	3.67	4.33	4.50	4.50
增长率 (YOY)	-5.49%	-13.23%	18.17%	3.85%	0.00%
销售数量 (辆)	537,764	498,541	493,485	542,834	586,260
增长率 (YOY)	12.40%	-7.29%	-1.01%	10.00%	8.00%
销售收入 (百万元)	22,725	18,280	21,383	24,428	26,382
增长率 (YOY)	6.22%	-19.56%	16.98%	14.24%	8.00%
毛利率	13.59%	13.18%	11.21%	11.50%	11.50%
毛利 (百万元)	3,089	2,408	2,398	2,809	3,034
增长率 (YOY)	21.58%	-22.04%	-0.45%	17.16%	8.00%
占总销售额比重	42.48%	35.40%	52.19%	75.26%	75.09%
占主营业务利润比重	48.84%	51.32%	54.51%	67.70%	64.11%
<b>轻客</b>					
平均售价 (元/件)	15.95	14.37	11.14	11.50	11.50
增长率 (YOY)	56.72%	-9.90%	-22.49%	3.21%	0.00%
销售数量 (千件)	23,810	23,306	19,808	20,798	21,838
增长率 (YOY)	11.44%	-2.12%	-15.01%	5.00%	5.00%
销售收入 (百万元)	3,799	3,350	2,207	2,392	2,511
增长率 (YOY)	74.66%	-11.80%	-34.12%	8.37%	5.00%
毛利率	4.86%	7.56%	6.33%	7.00%	7.00%
毛利 (百万元)	185	253	140	167	176
增长率 (YOY)	-7.42%	37.30%	-44.82%	19.76%	5.00%
占总销售额比重	7.10%	6.49%	5.39%	7.37%	7.15%
占主营业务利润比重	2.92%	5.40%	3.18%	4.03%	3.72%
<b>大中客</b>					
平均售价 (元/件)	37.96	47.79	42.94	43.00	43.00
增长率 (YOY)	-9.80%	25.90%	-10.15%	0.14%	0.00%
销售数量 (千件)	3,672	3,020	4,339	4,773	5,250
增长率 (YOY)	-8.25%	-17.76%	43.68%	10.00%	10.00%
销售收入 (百万元)	1,394	1,443	1,863	2,052	2,258
增长率 (YOY)	-17.24%	3.54%	29.10%	10.16%	10.00%
毛利率	10.12%	3.16%	7.24%	8.00%	8.00%
毛利 (百万元)	141	46	135	164	181
增长率 (YOY)	-38.16%	-67.70%	196.19%	21.69%	10.00%
占总销售额比重	2.61%	2.79%	4.55%	6.32%	6.43%
占主营业务利润比重	2.23%	0.97%	3.07%	3.96%	3.82%
<b>其他</b>					
平均售价 (元/件)	11.40	21.17	23.46	24.00	24.00
增长率 (YOY)	76.32%	85.73%	10.81%	2.31%	0.00%
销售数量 (千件)	13,224	7,879	7,151	8,009	8,970
增长率 (YOY)	-2.43%	-40.42%	-9.24%	12.00%	12.00%
销售收入 (百万元)	1,507	1,668	1,677	1,922	2,153
增长率 (YOY)	72.02%	10.66%	0.57%	14.59%	12.00%
毛利率	8.30%	9.13%	42.33%	40.00%	40.00%
毛利 (百万元)	125	152	710	769	861
增长率 (YOY)	15.53%	21.67%	366.41%	8.29%	12.00%
占总销售额比重	2.82%	3.23%	4.09%	5.92%	6.13%
占主营业务利润比重	1.98%	3.24%	16.14%	18.53%	18.20%
销售总收入 (百万元)	53,492	51,646	40,973	32,457	35,133
销售总成本 (百万元)	47,166	46,953	36,575	28,308	30,401
毛利 (百万元)	6,326	4,693	4,399	4,150	4,732
平均毛利率	11.83%	9.09%	10.74%	12.78%	13.47%

来源: 公司资料、国金证券研究所

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)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	53,492	51,646	40,973	32,457	35,133	38,034	货币资金	5,374	4,214	6,232	3,800	4,000	4,200
增长率	-3.5%	-20.7%	-20.8%	8.2%	8.3%		应收款项	1,596	2,365	5,547	1,502	1,618	1,742
主营业务成本	-47,166	-46,953	-36,575	-28,308	-30,401	-32,882	存货	6,651	5,879	4,021	3,858	4,123	4,446
%销售收入	88.2%	90.9%	89.3%	87.2%	86.5%	86.5%	其他流动资产	2,034	1,346	1,289	681	732	791
毛利	6,326	4,693	4,399	4,150	4,732	5,153	流动资产	15,655	13,805	17,089	9,842	10,472	11,179
%销售收入	11.8%	9.1%	10.7%	12.8%	13.5%	13.5%	%总资产	63.5%	49.1%	51.7%	38.0%	38.5%	38.4%
营业税金及附加	-245	-185	-196	-146	-158	-171	长期投资	775	1,327	2,137	2,138	2,137	2,137
%销售收入	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	6,119	9,373	8,698	10,754	11,474	12,766
营业费用	-1,817	-1,533	-2,252	-1,623	-1,757	-1,902	%总资产	24.8%	33.3%	26.3%	41.6%	42.2%	43.8%
%销售收入	3.4%	3.0%	5.5%	5.0%	5.0%	5.0%	无形资产	1,813	3,355	4,350	3,140	3,097	3,055
管理费用	-2,207	-1,725	-2,403	-1,753	-1,880	-2,016	非流动资产	8,987	14,317	15,960	16,034	16,709	17,960
%销售收入	4.1%	3.3%	5.9%	5.4%	5.4%	5.3%	%总资产	36.5%	50.9%	48.3%	62.0%	61.5%	61.6%
息税前利润 (EBIT)	2,057	1,249	-452	628	938	1,064	<b>资产总计</b>	<b>24,641</b>	<b>28,121</b>	<b>33,049</b>	<b>25,876</b>	<b>27,181</b>	<b>29,139</b>
%销售收入	3.8%	2.4%	n.a	1.9%	2.7%	2.8%	短期借款	475	3,401	2,150	307	1,623	1,927
财务费用	-64	-173	-249	-119	-79	-129	应付款项	12,120	10,714	10,994	6,743	7,254	7,846
%销售收入	0.1%	0.3%	0.6%	0.4%	0.2%	0.3%	其他流动负债	529	52	752	543	554	570
资产减值损失	-175	-68	-152	-27	-31	-27	流动负债	13,124	14,168	13,895	7,593	9,431	10,343
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	1,382	1,842	1,396	1,396	1,396	1,397
投资收益	-70	-35	-101	-100	-80	-50	其他长期负债	2,074	3,019	2,732	995	995	995
%税前利润	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	<b>负债</b>	<b>16,580</b>	<b>19,029</b>	<b>18,023</b>	<b>9,984</b>	<b>11,821</b>	<b>12,735</b>
营业利润	1,748	972	-954	382	747	858	<b>普通股股东权益</b>	8,061	8,847	14,731	15,597	15,066	16,110
营业利润率	3.3%	1.9%	n.a	1.2%	2.1%	2.3%	少数股东权益	0	245	295	295	295	295
营业外收支	167	370	2,597	1,000	800	800	<b>负债股东权益合计</b>	<b>24,641</b>	<b>28,121</b>	<b>33,049</b>	<b>25,876</b>	<b>27,181</b>	<b>29,139</b>
税前利润	1,915	1,342	1,643	1,382	1,547	1,658	<b>比率分析</b>						
利润率	3.6%	2.6%	4.0%	4.3%	4.4%	4.4%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-269	-190	-241	-207	-232	-249	<b>每股指标</b>						
所得税率	14.0%	14.1%	14.7%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	1.560	0.546	0.482	0.418	0.468	0.502
净利润	1,646	1,152	1,402	1,175	1,315	1,410	每股净资产	7.642	4.194	5.243	5.551	5.362	5.734
少数股东损益	0	0	49	0	0	0	每股经营现金净流	1.020	-0.249	-0.284	0.699	0.630	0.720
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,646</b>	<b>1,152</b>	<b>1,353</b>	<b>1,175</b>	<b>1,315</b>	<b>1,410</b>	每股股利	0.180	0.280	0.120	0.130	0.130	0.130
净利率	3.1%	2.2%	3.3%	3.6%	3.7%	3.7%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	20.42%	13.03%	9.19%	7.53%	8.73%	8.75%
							总资产收益率	6.68%	4.10%	4.09%	4.54%	4.84%	4.84%
							投入资本收益率	16.18%	6.99%	-1.97%	2.87%	4.11%	4.36%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	19.30%	-3.45%	-20.66%	-20.78%	8.24%	8.26%
							EBIT增长率	40.79%	-39.26%	-136.22%	-238.80%	49.31%	13.46%
							净利润增长率	58.68%	-29.99%	17.43%	-13.20%	11.96%	7.18%
							总资产增长率	39.55%	14.12%	17.52%	-21.71%	5.05%	7.20%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	5.9	8.3	16.8	8.5	8.5	8.5
							存货周转天数	44.7	48.7	49.4	50.0	50.0	50.0
							应付账款周转天数	42.2	47.9	60.5	50.0	50.0	50.0
							固定资产周转天数	27.9	56.4	61.9	95.6	92.7	96.1
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-31.35%	22.23%	-11.26%	-6.94%	0.09%	0.73%
							EBIT利息保障倍数	32.1	7.2	-1.8	5.3	11.8	8.3
							资产负债率	67.29%	67.67%	54.53%	38.58%	43.49%	43.70%

来源：公司年报、国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net



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	6	10	11	15
增持	0	6	6	8	23
中性	0	3	4	4	4
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.80	1.74	1.72	1.73

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

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

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 20%以上；  
增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-20%；  
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%以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

**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: (8621)-61038271

传真: (8621)-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: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

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: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net