

# 恒信移动 (300081.SZ) 通讯终端设备行业

评级：买入 首次评级

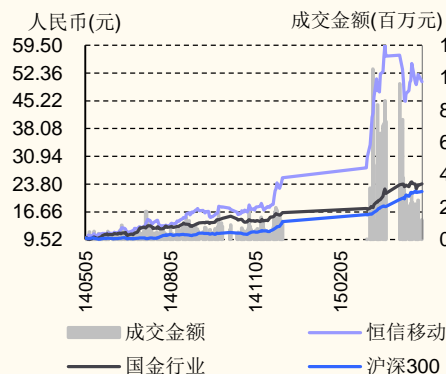
公司研究

市场价格 (人民币): 50.16 元  
目标价格 (人民币): 114.00-114.00 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) 83.27  
总市值(百万元) 6,721.44  
年内股价最高最低(元) 59.50/9.70  
沪深 300 指数 4787.74



## 破茧成蝶 收购隐形冠军打造第二个百视通

### 公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	-0.432	-0.154	0.139	0.272	0.352
每股净资产(元)	5.76	5.84	5.85	5.99	6.21
每股经营性现金流(元)	0.37	0.35	-0.85	-0.30	-0.14
市盈率(倍)	-26.88	-165.42	360.93	184.40	142.49
行业优化市盈率(倍)	133.06	262.78	274.53	274.53	274.53
净利润增长率(%)	2.78%	-64.41%	N/A	95.73%	29.42%
净资产收益率(%)	-7.50%	-2.64%	2.38%	4.54%	5.67%
总股本(百万股)	134.00	134.00	134.00	134.00	134.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- 公司公告以 8.2 亿估值收购互联网电视隐形冠军易视腾合计 91.30% 的股份: 加上之前公司全资子公司持有的股份, 易视腾将成为公司全资子公司;
- 易视腾是电视互联网的隐形冠军, B2B 模式龙头: 电视互联网分为 B2B (通过电信运营商)、B2C 两种模式, 其中 B2B 模式拥有合法直播活跃率高 (有盈利可向广电分成)、用户到达率高 (运营商具有完善的销售客户体系和套餐捆绑能力)、支付便捷 (宽带账单支付是电视互联网最佳的支付方式) 以及现金流好 (电视互联网产品本身提高用户 ARPU 值拉动带宽销售因此运营商有动力分成) 三大优点。易视腾作为中国移动最大的 OTT 合作伙伴, 拥有其 40% 的市场份额, 我们相信标的公司亦将在中国联通、中国电信市场取得突破, 是名副其实、却又不为人知的电视互联网隐形冠军;
- 易视腾是实至名归的小百视通, 左手市场、右手牌照: 公司的商业模式和百视通基本相仿, 都是依托运营商的 B2B 模式。同时公司作为 CCTV 下属 OTT 牌照公司未来电视的股东、平台运维商, 实质上成为未来电视在运营商市场的映射。公司高管团队有着多年的电信-广电-互联网运营经验, 是名副其实、极有能力的优秀团队。我们认为电视互联网目前还看不到 B2C 模式的盈利拐点, 因此 B2B 模式下有助于公司的良性可持续发展, 同时公司作为牌照方股东, 对政策有着更加全面的认知, 有助于公司走好、走远;

### 投资建议

- 我们预计恒信移动原有业务 2015~2017 年分别实现归属净利润 1862 万元、3645 万元和 4717 万元, 2016~2017 年同比分别增长 95.73%、29.42%, 每股 EPS 分别为 0.139 元、0.272 元和 0.352 元。
- 考虑收购易视腾合并报表及股本摊薄因素, 我们预计 2015~2017 年分别实现归属净利润 2088 万元、6838 万元和 1.22 亿元, 同比分别增长 96.56%、227.54% 和 79.39%, 每股 EPS 分别为 0.12 元、0.38 元和 0.68 元。

### 估值

- 长期看, 对比鹏博士、歌华有线等我们给予易视腾 160 亿元市值, 公司目标市值 205 亿, 对应目标价 114 元。

### 风险

- 交易核准、政策变化

邢开允 分析师 SAC 执业编号: S113051504003  
(8621)60230250  
xingky@gjzq.com.cn

## 内容目录

破茧成蝶 收购隐形冠军打造第二个百视通 .....	3
公司以 8.2 亿元估值收购电视互联网隐形冠军易视腾 .....	3
易视腾是电视互联网的隐形冠军，B2B 模式龙头 .....	3
什么是电视互联网的 B2B 模式 .....	3
电视互联网 B2B 模式的 5 大优点：合法直播活跃率高、用户到达率高、支付便捷、现金流好、政策风险低 .....	4
易视腾是电视互联网 B2B 模式毋庸置疑的龙头 .....	6
易视腾有极强的内在竞争力和政策把握能力 .....	8
投资建议：我们看到 200 亿市值 .....	8
业绩预测 .....	8
投资建议 .....	9
风险提示 .....	10

## 图表目录

图表 1：公司拟向易视腾 5 名股东发行股份收购其 91.3% 的股份 .....	3
图表 2：配套募集资金 2.7 亿拟全部用于易视腾 OTT 未来的终端、平台投入及补充运营资金 .....	3
图表 3：电视互联网发展的 3 个阶段（目前处于第二阶段） .....	3
图表 4：电视互联网的 B2B 模式 .....	3
图表 5：中国互联网宽带用户和高速率用户占比情况 .....	4
图表 6：中国电信悦 me 将在 2015 年发力 .....	4
图表 7：YUNOS 终端内嵌支付宝，首次使用捆绑后，步骤减到 2 步，同时可以用遥控器完成这个过程 .....	5
图表 8：中移动短信支付，首次支付捆绑手机后，步骤减到 2 步，但需要放下遥控器唤醒手机，略微繁琐 .....	5
图表 9：百视通、乐视 CFO 对比：B2B 模式拥有良好的现金流 .....	6
图表 10：易视腾股权结构和下属公司 .....	7
图表 11：易视腾在电视互联网产业链中的位置 .....	7
图表 12：易视腾目前的 B2B2C 商业模式 .....	8
图表 13：易视腾主要管理和研发团队负责人履历 .....	8
图表 14：易视腾业绩预测（单位：万元） .....	9
图表 15：易视腾用户发展预测 .....	10
图表 16：易视腾对比估值 .....	10
图表 17：恒信移动三张报表摘要（不考虑并表） .....	11

## 破茧成蝶 收购隐形冠军打造第二个百视通

### 公司以 8.2 亿元估值收购电视互联网隐形冠军易视腾

- 恒信移动拟以 8.2 亿元对价发行股份收购易视腾 5 名股东共计 91.30% 的股权，加上公司全资子公司之前间接持有的 8.7% 的股份，收购完成后易视腾将成为公司的全资子公司。
- 同时公司还公告向 5 名特定对象增发不超过 2.7 亿配套融资，用于 OTT 终端 OEM 项目、业务推广与 OTT 落地平台搭建项目和补充易视腾流动资金项目。

图表 1：公司拟向易视腾 5 名股东发行股份收购其 91.3% 的股份

序号	交易对方及持股情况			上市公司发行股票数量 (股)
	交易对方名称	持股比例	出资额 (元)	
1	无锡曦杰	23.72%	26,735,662	11,861,429
2	无锡易朴	20.45%	23,047,744	10,225,263
3	无锡杰华	21.04%	23,716,594	10,522,002
4	罗惠玲	13.04%	14,700,000	6,521,739
5	孟宪民	13.04%	14,700,000	6,521,739
合 计		91.30%	102,900,000	45,652,172

来源：国金证券研究所 公司公告

图表 2：配套募集资金 2.7 亿拟全部用于易视腾 OTT 未来的终端、平台投入及补充运营资金

序号	项目名称	金额	具体用途
1	OTT 终端 OEM 项目	19,000	用于支付外协加工的 OTT 终端产品
2	业务推广与 OTT 落地平台搭建项目	3,000	用于华东、华南等重要省份的业务推广；用于 OTT 落地平台的新建与扩容
3	补充易视腾运营资金	5,000	用于流动负债的支付和 2015 年运营费用的支付
合 计		27,000	-

来源：国金证券研究所 公司公告

## 易视腾是电视互联网的隐形冠军，B2B 模式龙头

### 什么是电视互联网的 B2B 模式

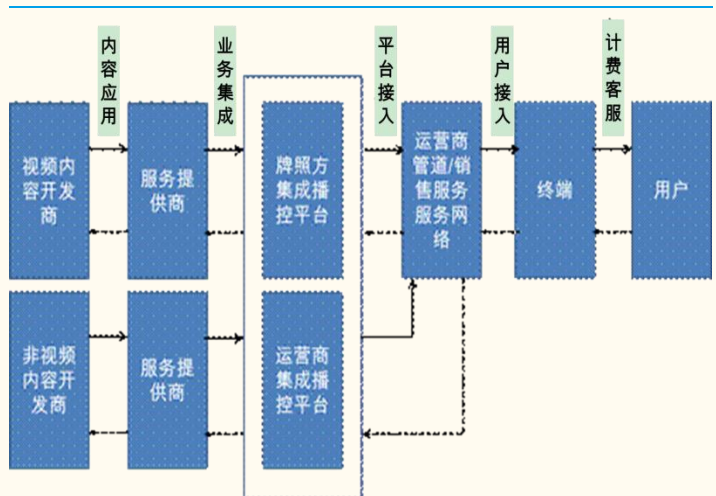
- 电视互联网的 B2B 模式是通过电信或广电运营商的网络和渠道，间接到达用户的商业模式。我们将电视互联网的过去现在和未来分成三个阶段，Pre-OTT、OTT1.0、OTT2.0。在现阶段，由于渠道优势、资源优势、支付优势等，运营商模式将成为主导。其中电信运营商由于规模庞大、网络完善、执行力强，将成为现阶段最具竞争力的 OTT 行业主导者。

图表 3：电视互联网发展的 3 个阶段（目前处于第二阶段）



来源：国金证券研究所

图表 4：电视互联网的 B2B 模式



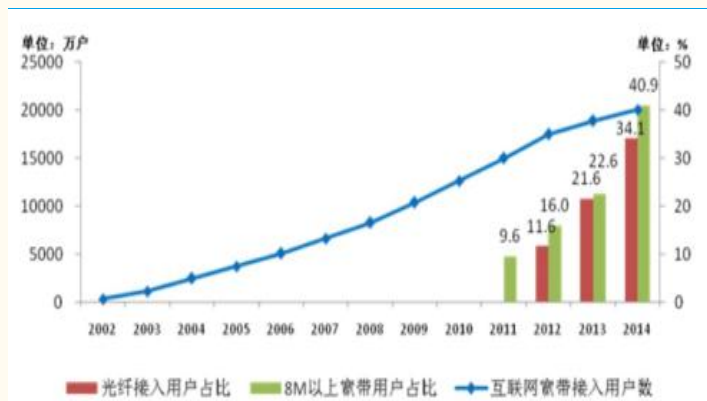
来源：国金证券研究所

- B2B 模式的具体操作方式：运营商负责推广、计费、客服和运维。用户通过运营商账单付费由运营商向上游 CP、SP 付费。运营商是整个商业模式的核心，目前的操作模式是运营商以省为单位进行招标，选择牌照方、终端硬件厂家和平台厂家；

**电视互联网 B2B 模式的 5 大优点：合法直播活跃率高、用户到达率高、支付便捷、现金流好、政策风险低**

- 合法直播活跃率高：直播是一切电视形态的刚需，是 OTT 生死兴衰的关键。而解决直播问题的关键是 OTT 和广电（目前唯一拥有合法直播继承播控权）的利益问题。由于 B2B 具有实际的盈利能力，因此有能力向广电分成，进而达成妥协，解决合法直播的问题，保证 OTT 用户的活跃率。
- 根据我们草根调研和最近 2 年的跟踪，有直播的 OTT 终端的开机率能达到 70%，而没有直播的终端开机率仅有 30%。
- 直播就像智能手机的语音通话功能，是刚需，是流量入口，是活跃的基石。不能或无力解决直播问题的 OTT 终端，面临着巨大的风险，一旦被监管，就像面临大量用户变成沉默用户、无效用户的风险；
- 用户到达率高：电信运营商拥有中国 2 亿宽带用户，且随着中国城市化率提高、宽带接入牌照放开，宽带用户仍将保持快速增长，B2B 模式能够通过宽带运营商的营销服务体系到达 2 亿宽带用户，其市场推广能力无出其右；

图表 5：中国互联网宽带用户和高速率用户占比情况



来源：国金证券研究所 公司公告

图表 6：中国电信悦 me 将在 2015 年发力



来源：国金证券研究所

- 以中国移动为例，2014 年作为其获得宽带牌照后的第一年，共计发展新增 OTT 用户 300 万，曾为仅次于阿里、和小米乐视（加上超级电视后）并驾齐驱的二线龙头；
- 中国电信在 2014 年底推出悦 me 品牌，计划统一经营其 IPTV/OTT 产品，我们保守预计其 2015 年有望发展用户 600 万户；
- 支付便捷：支付是电视互联网现金流的来源，目前电视互联网上支付问题很多，也取得了一些进展，但无论哪种支付方式，基于宽带账单的支付永远是最便捷的支付方式。



图表 7: YUNOS 终端内嵌支付宝, 首次使用捆绑后, 步骤减到 2 步, 同时可以用遥控器完成这个过程



来源: 国金证券研究所

- 根据移动互联网和电视互联网的实际经验, 每增加一个支付环节, 将流失 50% 的用户。
- 中移动短信支付: 已经将支付环节压缩到 3 步 (输入个人电话号码/可以绑定以后不需要再次支付、放下遥控器拿起手机、唤醒手机查看支付验证码、输入支付码) 进行操作 (每一个环节都要丢失 50% 以上的用户)。

图表 8: 中移动短信支付, 首次支付捆绑手机后, 步骤减到 2 步, 但需要放下遥控器唤醒手机, 略微繁琐

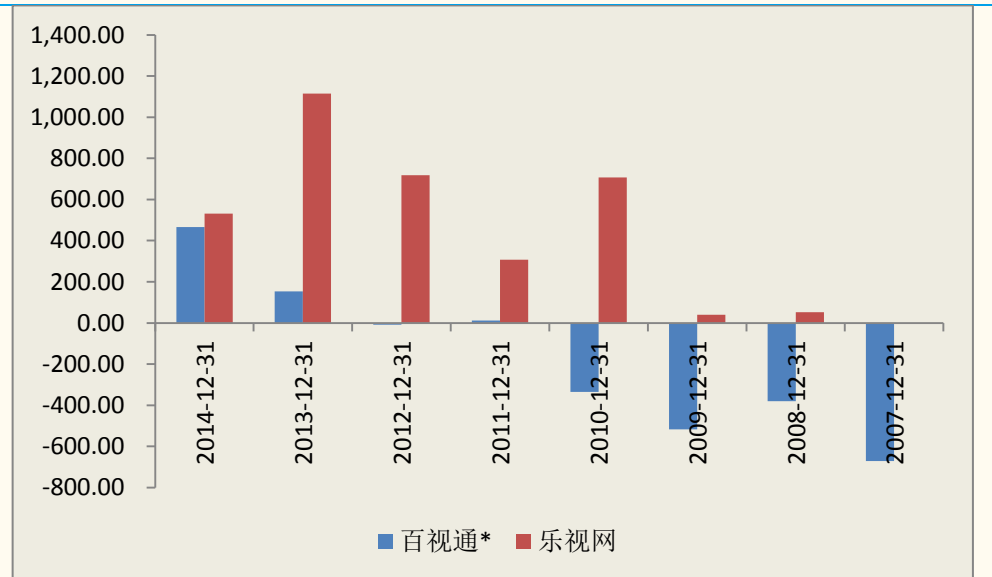


来源: 国金证券研究所

- 阿里 YUNOS 内置可以捆绑支付宝账号: 不需使用手机, 仅需遥控器输入安全锁密码/防止误操作、确认 2 步即可, 更为方便。
- 宽带帐单支付不需要向支付宝或短信支付那样首次使用虚捆绑账号或手机号, 也不向短信支付那样需要放下遥控器拿起手机 (其实还有唤醒、开机密码、查看短信三个隐藏环节), 是最为便利的电视互联网支付方式;
- 现金流好: 首先 B2B 模式由于电视互联网服务可以提高用户宽带 ARPU 值 (采用捆绑销售的方法), 因此运营商有动机和能力向上游分成, 其次 B2B 模式下的用户由于支付便利、也容易进行增值业务购买, 转化率高, 整个产业链的现金流远好于 B2C 模式。

- B2C，目前没有盈利模式：基本视频业务由于中国没有完善的版权保护环境和付费收看习惯，因此没有现金流产生，既无法向广电进行分成解决合法直播问题，支付过程又极为繁杂导致用户转化率低、成功率低，难以有效产生现金流；

图表 9：百视通、乐视 CFO 对比：B2B 模式拥有良好的现金流



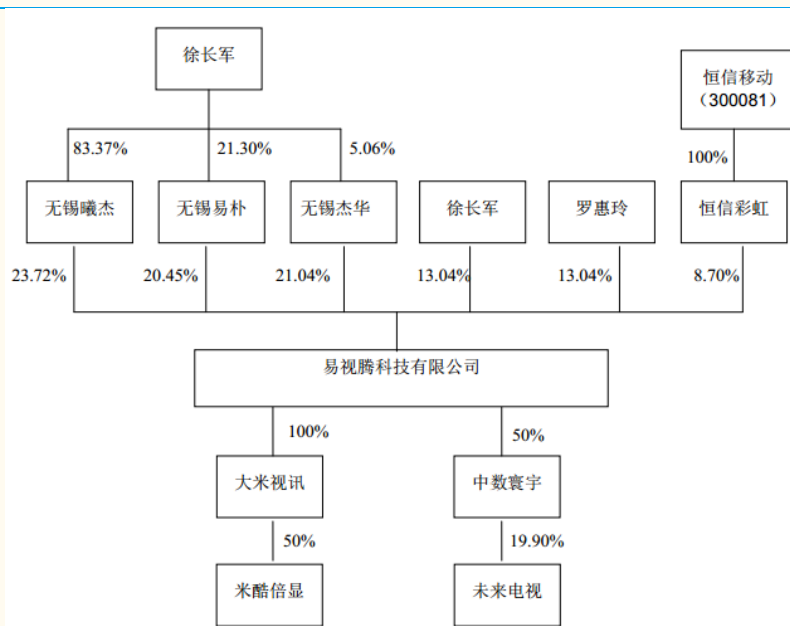
来源：国金证券研究所 Wind \*百视通 2014 年为 3 级爆数据

- 政策风险低：直接来源于 B2B 模式可以相对合理地解决直播的合法性问题，不再赘述；
- 综上所述，B2B 模式是当前电视互联网唯一可持续发展的模式。

#### 易视腾是电视互联网 B2B 模式毋庸置疑的龙头

- 未来电视牌照公司股东之一：易视腾通过其控股的中数寰宇持有 CCTV 互联网电视 (OTT) 牌照运营公司未来电视约 20% 的股权，同时易视腾还是未来电视集成播控平台的建设运营维护方，与未来电视有着密切的关系；

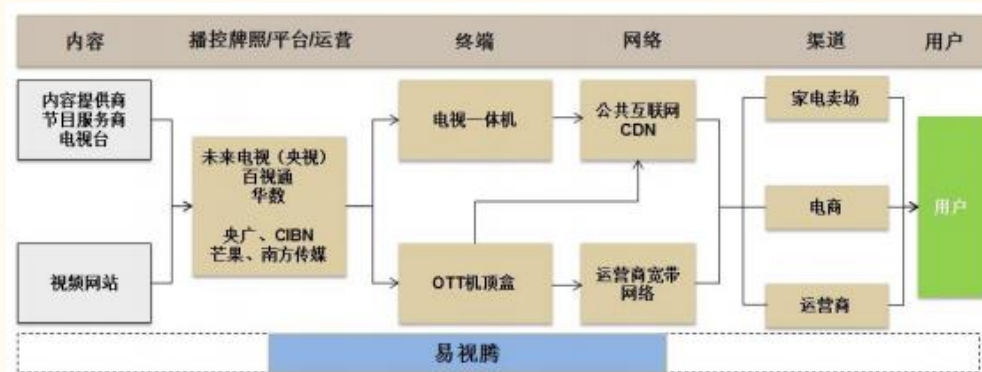
图表 10：易视腾股权结构和下属公司



来源：国金证券研究所

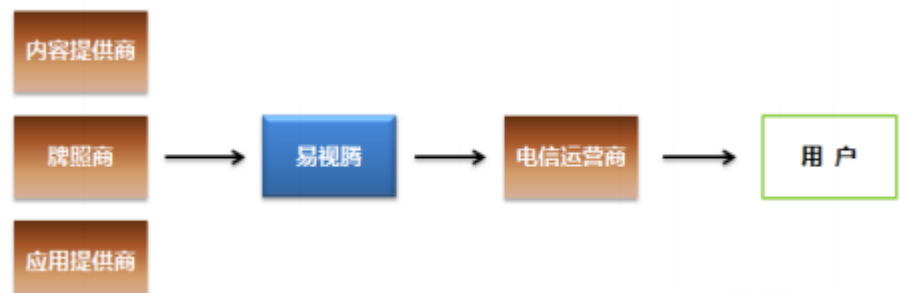
- 一举囊括中国移动 40% 的市场份额：在中国移动 2014 年发展的 300 多万 OTT 用户中，易视腾 125 万台，累计达到 161 万台，累计激活近 140 万用户，市场占有率近 40%；
- 除互联网电视外，易视腾还是中国移动上海视频基地唯一的 OTT 业务全国运营支撑合作伙伴；
- 同时也是中国移动四川音乐基地唯一的 OTT 家庭音乐业务合作伙伴；

图表 11：易视腾在电视互联网产业链中的位置



来源：国金证券研究所 公司公告

图表 12：易视腾目前的 B2B2C 商业模式



来源：国金证券研究所 公司公告

### 易视腾有极强的内在竞争力和政策把握能力

- 易视腾的主要管理团队和研发团队包含了来自电信、广电和互联网公司的资深人士，对技术、政策、商业的综合把握能力极强，这在复杂敏感的视视频行业是极为重要的人力资产。

图表 13：易视腾主要管理和研发团队负责人履历

姓名	职务	重要履历
徐长军	董事长	信息产业部信息化工程总体规划办公室
侯立民	CFO	世纪互联数据中心有限公司副总裁
叶光英	COO	厦门夏杏摩托有限公司
薛森	副总裁	亚信科技（中国）有限公司
缙万斋	副总裁	中国网络通信集团公司
姬江辉	腾应用开发中心负责人	天柏宽网科技有限公司

来源：国金证券研究所 公司公告

### 投资建议：我们看到 200 亿市值

#### 业绩预测

- 我们预计恒信移动原有业务 2015~2017 年分别实现归属净利润 1862 万元、3645 万元和 4717 万元，2016~2017 年同比分别增长 95.73%、29.42%，每股 EPS 分别为 0.139 元、0.272 元和 0.352 元。
- 考虑收购易视腾合并报表及股本摊薄因素，我们预计 2015~2017 年分别实现归属净利润 2088 万元、6838 万元和 1.22 亿元，同比分别增长 96.56%、227.54%和 79.39%，每股 EPS 分别为 0.12 元、0.38 元和 0.68 元。



图表 14：易视腾业绩预测（单位：万元）

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	永续
营业收入	58,312.15	85,131.48	112,466.93	152,551.58	183,858.56	216,276.49	147,362.10
其中：OTT 终端销售	53,333.33	73,846.15	92,307.69	110,769.23	129,230.77	147,692.31	76,736.62
运营分成	3,695.99	8,700.68	15,541.38	27,310.72	34,177.87	41,116.93	42,349.93
增值业务	770.00	1,812.64	3,237.79	6,069.05	7,595.08	9,137.09	9,411.10
广告业务	-	259.19	867.25	7,889.76	12,342.01	17,817.34	18,351.64
平台业务	512.82	512.82	512.82	512.82	512.82	512.82	512.82
营业成本	46,680.17	65,812.77	83,967.97	108,279.02	129,136.39	151,302.99	89,120.97
其中：OTT 终端销售	45,866.67	63,876.92	80,307.69	96,923.08	113,723.08	130,707.69	67,911.91
运营分成	184.80	435.03	777.07	1,365.54	1,708.89	2,055.85	2,117.50
增值业务	500.50	1,178.22	2,104.56	3,944.88	4,936.80	5,939.11	6,117.21
广告业务	-	194.39	650.44	5,917.32	8,639.41	12,472.13	12,846.14
平台业务	128.21	128.21	128.21	128.21	128.21	128.21	128.21
净利润	175.65	3,642.50	8,003.65	15,928.61	20,325.95	24,280.94	18,691.19

来源：国金证券研究所 公司公告

### 投资建议

#### ■ 易视腾应该怎么定位？小百视通、半个未来电视

- 类比一：从商业模式角度考虑，易视腾等于半个未来电视牌照方。未来电视秉承央视庞大的视频资源，但受限于机制，无力在同时跨界 B2B、B2C 两大市场，因而易视腾实际上扮演者未来电视在 B2B 市场的映射作用，同时易视腾还是未来电视的股东及其平台运维方，扮演着半个未来电视牌照方的角色；
- 类比二：易视腾就是一个小（原）百视通：易视腾和百视通均为 B2B 模式的典范，分别在 OTT 和 IPTV 平台上占有优势，我们认为易视腾尽管用户数仅为百视通的 1/4（2017 年目标用户数 700 万），但由于其完全运营在 OTT 的智能平台上，如果综合考虑用户活跃情况、增值业务发展空间，则易视腾相较百视通还具有优势，在牌照上也无劣势；

图表 15：易视腾用户发展预测

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	永续
OTT 终端销售数(万台)	300.00	400.00	500.00	600.00	700.00	800.00	415.66
累计激活用户数(万户)	309.22	558.09	868.22	1,140.19	1,409.00	1,682.63	1,662.63
新增激活用户数(万户)	188.69	248.87	310.13	271.97	268.81	273.63	-
新增激活用户数占 OTT 终端销售数的比例(%)	62.90%	62.22%	62.03%	45.33%	38.40%	34.20%	-

来源：国金证券研究所 公司公告

■ 易视腾该怎么估值？

- 作为一家电视互联网企业，我们认为应该按照用户数给易视腾估值，可以类比的标的包括鹏博士、有线运营商（选取广电网络）。

图表 16：易视腾对比估值

	2014 年底用户数	2017 年预期用户数	总市值	单用户价值
鹏博士	800 万	1500 万	474 亿	3160
歌华有线	530 万	550 万	365 亿	6636
易视腾	160 万	800 万		

来源：国金证券研究所

- 考虑到 B2B 模式的特殊性，我们认为易视腾每用户价值相较鹏博士可以有 1/3 的折扣约 2000 元/用户，考虑到有线运营商多数用户都是单向用户，双向用户也是使用基于 linux 平台的机顶盒，封闭、性能差、扩展能力弱，因此我们认为 2000 元/用户是合理的。因此，我们基于公司 2017 年 800 万用户，给予易视腾 160 亿元估值；
- 加上恒信移动停牌前原业务估值及本次增发和配套融资的股本扩张，我们给予公司目标市值 205 亿，对应目标价 114 元。

风险提示

- 交易未完成、政策风险、市场估值整体变化

**图表 17：恒信移动三张报表摘要（不考虑并表）**
**损益表（人民币百万元）**

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	1,099	938	667	1,001	1,301	1,562
增长率		-14.7%	-28.8%	50.0%	30.0%	20.0%
主营业务成本	-859	-719	-462	-751	-976	-1,171
%销售收入	78.1%	76.7%	69.2%	75.0%	75.0%	75.0%
毛利	241	219	206	250	325	390
%销售收入	21.9%	23.3%	30.8%	25.0%	25.0%	25.0%
营业税金及附加	-10	-11	-9	-10	-13	-16
%销售收入	0.9%	1.1%	1.4%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-211	-176	-138	-135	-169	-195
%销售收入	19.2%	18.8%	20.6%	13.5%	13.0%	12.5%
管理费用	-70	-89	-85	-100	-117	-141
%销售收入	6.4%	9.5%	12.7%	10.0%	9.0%	9.0%
息税前利润（EBIT）	-51	-57	-26	5	26	39
%销售收入	n.a	n.a	n.a	0.5%	2.0%	2.5%
财务费用	-3	8	4	7	7	6
%销售收入	0.2%	-0.8%	-0.6%	-0.7%	-0.5%	-0.4%
资产减值损失	-7	-15	-5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	5	5	5
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	22.8%	11.7%	9.0%
营业利润	-60	-64	-27	17	37	49
营业利润率	n.a	n.a	n.a	1.7%	2.9%	3.2%
营业外收支	2	4	5	5	5	6
税前利润	-58	-59	-22	22	43	55
利润率	n.a	n.a	n.a	2.2%	3.3%	3.6%
所得税	-2	-4	-1	-3	-6	-8
所得税率	n.a	n.a	n.a	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	-60	-63	-23	19	36	47
少数股东损益	-4	-5	-3	0	0	0
归属于母公司的净利润	-56	-58	-21	19	36	47
净利率	n.a	n.a	n.a	1.9%	2.8%	3.0%

**现金流量表（人民币百万元）**

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	28	-60	8	19	36	47
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	31	51	47	22	21	21
非经营收益	-88	-5	-27	-9	-10	-11
营运资金变动	-70	64	19	-145	-88	-76
经营活动现金净流	-98	49	47	-115	-41	-19
资本开支	-389	-65	-37	31	-4	-4
投资	61	-32	28	-1	0	0
其他	12	133	119	5	5	5
投资活动现金净流	-316	36	110	35	1	1
股权募资	23	0	0	0	0	0
债权募资	129	0	-50	-50	0	1
其他	6	60	-2	-2	-17	-17
筹资活动现金净流	158	60	-52	-52	-17	-16
现金净流量	-256	145	106	-131	-57	-35

**资产负债表（人民币百万元）**

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	312	377	479	348	291	257
应收款项	108	96	119	191	249	298
存货	201	82	40	103	134	160
其他流动资产	159	34	29	77	100	119
流动资产	781	590	667	719	773	834
%总资产	64.5%	65.3%	78.5%	80.7%	82.8%	84.8%
长期投资	50	79	70	71	70	70
固定资产	47	0	0	28	19	10
%总资产	3.9%	0.0%	0.0%	3.1%	2.0%	1.0%
无形资产	96	117	113	71	69	67
非流动资产	429	314	183	172	160	149
%总资产	35.5%	34.7%	21.5%	19.3%	17.2%	15.2%
资产总计	1,210	904	851	891	933	984
短期借款	100	100	50	0	0	0
应付款项	240	44	32	59	77	92
其他流动负债	3	7	8	35	40	45
流动负债	344	152	90	94	117	137
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	1	1	0	0	0	0
负债	344	153	90	94	117	138
普通股股东权益	840	772	782	783	802	832
少数股东权益	26	21	14	14	14	14
负债股东权益合计	1,210	946	886	892	934	984

**比率分析**

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益	-0.841	-0.432	-0.154	0.139	0.272	0.352
每股净资产	12.534	5.760	5.838	5.847	5.989	6.211
每股经营现金净流	-1.465	0.369	0.354	-0.855	-0.305	-0.143
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	-6.71%	-7.50%	-2.64%	2.38%	4.54%	5.67%
总资产收益率	-4.66%	-6.13%	-2.33%	2.09%	3.90%	4.79%
投入资本收益率	-5.46%	-6.75%	-3.18%	0.53%	2.71%	3.92%
增长率						
主营业务收入增长率	12.42%	-14.70%	-28.84%	50.00%	30.00%	20.00%
EBIT增长率	N/A	11.62%	-54.65%	#####	420.00%	50.00%
净利润增长率	N/A	2.78%	-64.41%	N/A	95.73%	29.42%
总资产增长率	13.82%	-21.88%	-6.30%	4.78%	4.69%	5.42%
资产管理能力						
应收账款周转天数	27.3	26.8	29.7	30.0	30.0	30.0
存货周转天数	84.6	72.0	48.4	50.0	50.0	50.0
应付账款周转天数	19.0	10.3	9.8	10.0	10.0	10.0
固定资产周转天数	11.4	#DIV/0!	#DIV/0!	9.8	5.0	2.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-24.49%	-34.97%	-53.87%	-43.63%	-35.67%	-30.21%
EBIT利息保障倍数	-20.0	7.5	6.4	-0.7	-3.9	-6.9
资产负债率	28.44%	16.13%	10.12%	10.56%	12.53%	14.00%

来源：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	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	2.00

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 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。



**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**

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