

开元股份 (300338.SZ) 教育行业

评级：买入 维持评级

公司点评

市场价格 (人民币): 21.73 元

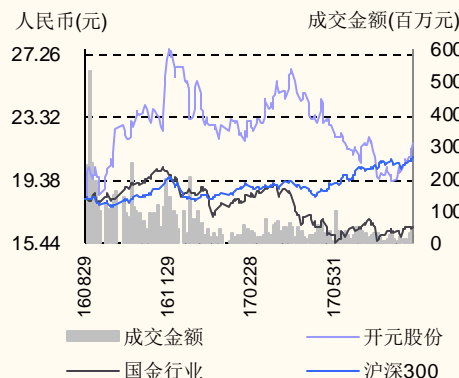
目标价格 (人民币): 29.50 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

开元股份 2017 半年报点评: 恒企&中大 3 月并表业绩大增, 上调盈利预测

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	168.53
总市值(百万元)	7,379.94
年内股价最高最低(元)	27.58/18.20
沪深 300 指数	3795.75



相关报告

- 《开元股份: 半年报业绩预告亮眼, 恒企&中大 3 月并表职教龙头稳步...》, 2017.7.14
- 《开元股份: 恒企教育拟增持上市公司股份并提高业绩承诺, 彰显未来...》, 2017.5.11
- 《2017 一季报点评: 恒企开元并表业绩超预期, 职教龙头稳步发展》, 2017.4.19
- 《开元仪器 2016 年报点评: 主业平稳回升, 教育资产重组完成职教...》, 2017.3.29
- 《重组事项正式获得批文, A 股职教龙头发展持续推进》, 2017.2.10

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.015	0.023	0.525	0.692	0.848
每股净资产(元)	2.98	3.00	3.67	4.60	5.74
每股经营性现金流(元)	-0.08	0.13	0.49	0.54	0.20
市盈率(倍)	1,215.64	1,094.98	41.39	31.40	25.20
行业优化市盈率(倍)	24.32	24.32	24.32	24.32	25.63
净利润增长率(%)	-92.25%	55.31%	2927.42%	31.69%	22.67%
净资产收益率(%)	0.51%	0.78%	19.29%	20.26%	19.90%
总股本(百万股)	252.00	252.00	339.62	339.62	339.62

来源: 公司公告、国金证券研究所、聚源数据

业绩简评

- **恒企教育&中大英才 3 月并表, 营收净利高速增长。**2017 年 8 月 27 日晚, 开元股份发布 2017 年半年度报告。**2017H1, 公司营业收入 3.13 亿元, +125.85%YoY; 归母净利润 0.55 亿元, +992.84%YoY。**
- **恒企&中大 3 月并表业绩大增, 全面转型职业教育:**开元股份于今年 3 月份并表恒企教育&中大英才。报告期内(并表之后 3-6 月), 职业教育板块营收 2.07 亿元, 占总营收 66%。其中, 恒企教育实现营业收入 1.89 亿元, +22.48%YoY, 净利润 0.49 亿元, 同比上升 19.68%, 归母净利润 0.48 亿元, 同比增长 69%, 净利率 25.97%。中大英才营收 0.21 亿元, +17.69%YoY, 净利润 848.76 万元, 同比上升 25.55%, 净利率 41.23%。
- **恒企教育维持高毛利率, 净利率仍有提升空间预计全年顺利完成承诺。**恒企教育 2017 年 3-6 月综合毛利率 80.58%, 净利率为 25.97%, 而同期恒企教育销售、管理、财务三项期间费用共计 0.93 亿元, 同比增长 54.38%, 我们认为, 恒企教育净利率仍有提升空间, 预计全年顺利完成业绩承诺。
- **恒企加速网点扩张, 欲打造职教业务“五驾马车”。**2017 上半年, 恒企教育共计增设 18 家校区, 全年完成率达到 36%。会计培训业务同增 21.9%, 学历中介+905.04%, IT 培训降 29.7%。另外, 其增设 4 个子分公司, 欲建立“财经、IT、设计、自考、高校”五驾业务马车。
- **恒企增持, 业绩承诺提升。**出于对企业未来发展的充足信心, 恒企教育于 2017 年 5 月增持上市公司股份, 并提升 2017-2019 年的业绩承诺至 1.5 亿, 2.0 亿, 2.5 亿(原业绩承诺为 2017 年 1.04 亿, 2018 年 1.35 亿)。我们认为, 未来随着恒企教育的“网点扩张+课程拓展客单价提高+成考自考等业务点发力”, 提升后的业绩承诺将会顺利完成, 开元股份作为 A 股职教龙头也会享受行业发展红利, 迎来稳步发展。

投资建议

- 报告期内, 开元股份业绩增长显著。2017 年上半年公司实现营业收入 3.13 亿元/+125.85%; 实现归属于上市公司股东的净利润 0.55 亿元/+992.84%。开元股份坚定打造“教育+仪器”二元业务, 并以职教业务为未来主要拓展方向。我们上调盈利预测, 预计 2017-2019 年 EPS 0.53 元, 0.69 元, 0.85 元, 对应 PE41x, 31x, 25x, 目标价 29.5 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 教育业务扩张或不及预期

吴劲草 联系人
wujc@gjzq.com.cn

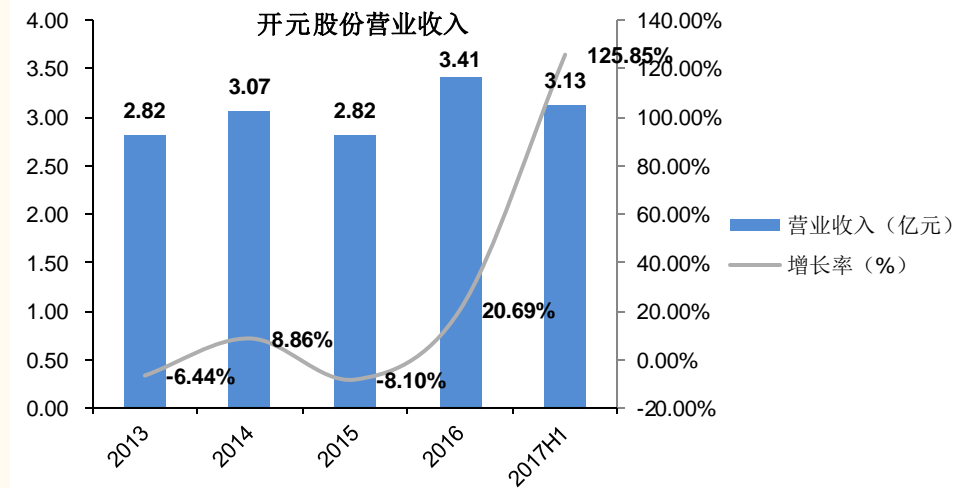
魏立 分析师 SAC 执业编号: S1130516010008
(8621)60230244
weili1@gjzq.com.cn

1. 开元股份 2017 年半年度财务数据：恒企中大并表，营收 3.13 亿同增 125.85%，净利 0.55 亿同增 992.84%

1.1 营收 3.13 亿同增 125.85%，净利 0.55 亿同增 992.84%

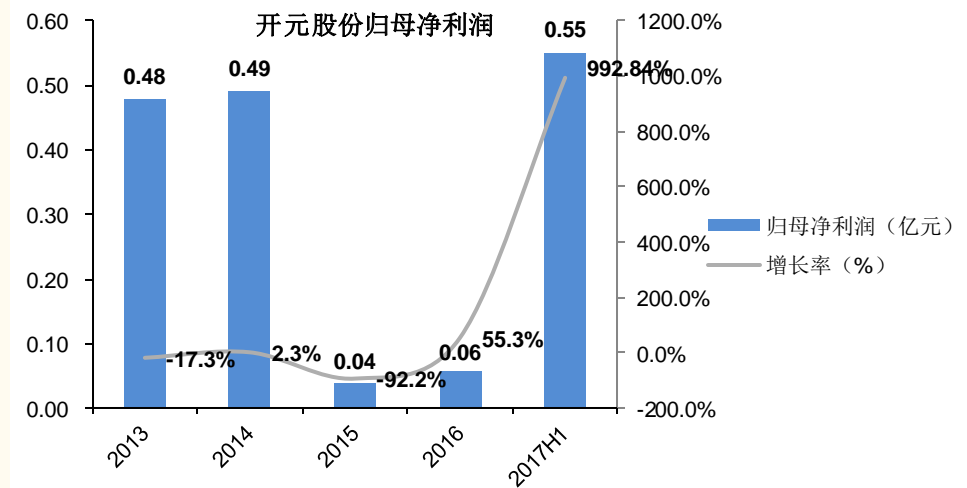
- 2017 年 8 月 27 日晚，开元股份发布 2017 年半年度报告。2017H1，公司营业收入 3.13 亿元，同比增长 125.85%；归母净利润 0.55 亿元，增幅达到 992.84%。主要原因是恒企教育和中大英才于 3 月并表，影响 2017 年上半年营业收入及归属于上市公司股东的净利润大幅增长。

图表 1：开元股份营业收入



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：开元股份归母净利润

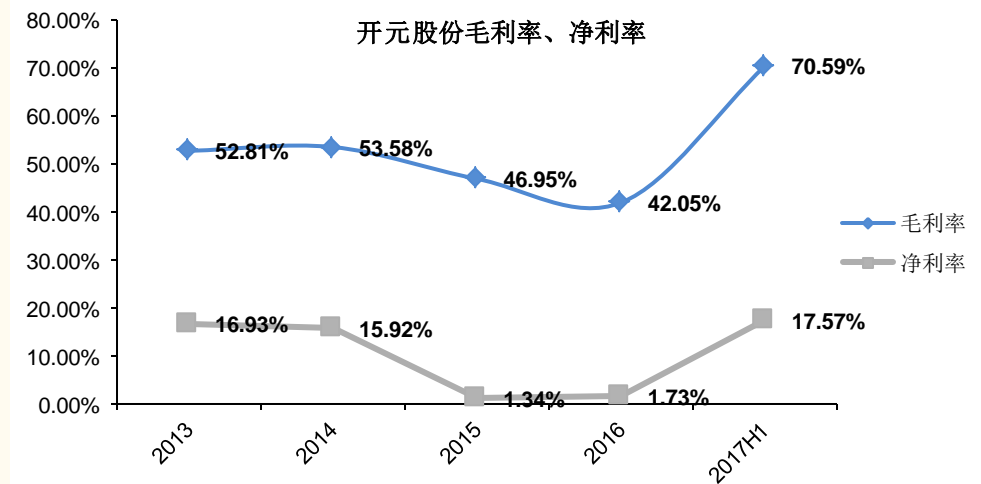


来源：公司公告，国金证券研究所

1.2 毛利率同增 24.56pct，净利率达 17.57%

- 2017 年上半年，开元股份的综合毛利率达到 70.59%，同比增加 24.56 个百分点，净利率也由 2016 年的 1.73% 上升到 17.57% 之多。主要变化因为报告期内公司的产品结构发生重大变化，由原来的检测分析仪器、燃料智能化产品扩大到职业教育的网络教育、线下教育，导致毛利率、净利率变化剧烈。

图表 3：开元股份毛利率、净利率

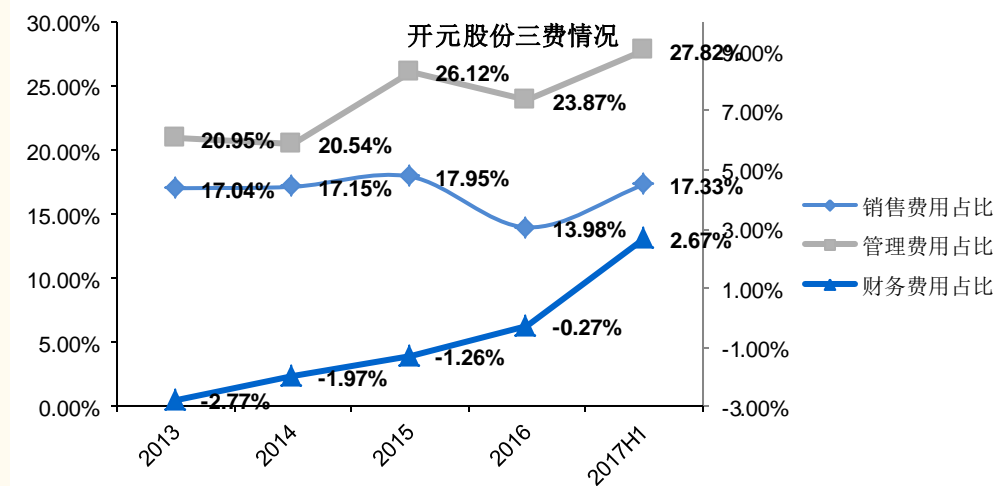


来源：公司公告，国金证券研究所

1.3 三项费用占比均上升，共计 1.5 亿元同增 168.74%，研发费用同增 56.7%

- 2017H1，开元股份的销售费用占比 17.33%，管理费用占比 27.82%，财务费用占比 2.67%，均大幅上升。三项费用合计 1.5 亿元，同比增长 168.74%。造成三费上涨的主要原因，是并表的恒企教育、中大英才的销售、管理费用的影响，以及恒企教育承担为学员提供的融资利息，以及报告期的贷款利息增加使财务费用增加所致。
- 另外，公司进一步加强了产品的研发工作，着力提升了产品的信息化程度，共计发生研发支出 0.27 亿元，同比增长 56.70%。

图表 4：开元股份三费情况



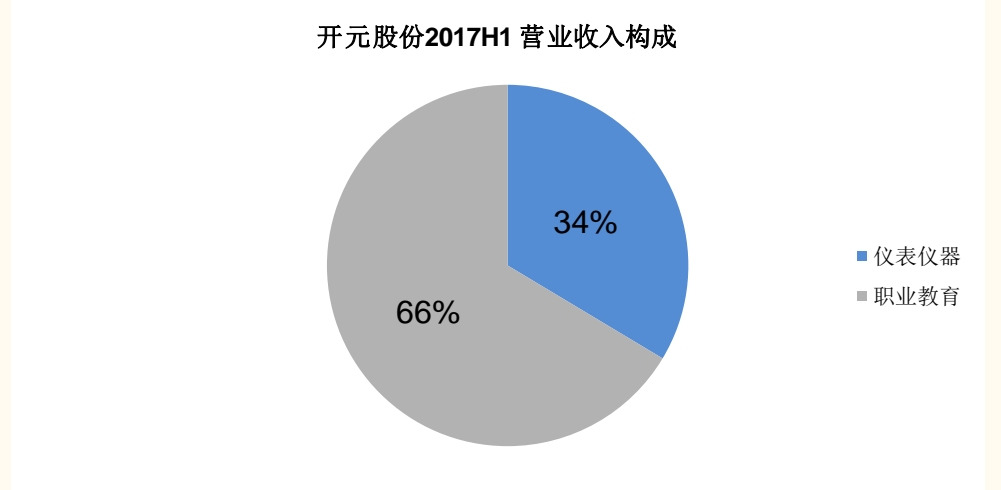
来源：国金证券研究所

2. 教育+仪器双主业运营，职业教育方向坚定持续拓展

- 仪器仪表业务持续承压。报告期内，仪器仪表业务实现营业收入 1.05 亿元，同比下降 23.97%，归母净利润 50.68 万元，同比下降 89.95%。发生下降的原因在于，火力发电等下游行业客户需求下降，同时公司实行精细化管理变革，进一步强化 EPC 项目质量、成本管控，部分燃料智能化管控系统完工验收速度放缓。

- 恒企&中大 3 月并表，职业教育板块构成收入主要部分。报告期内，职业教育板块营收 2.07 亿元，占比达 66%。其中，恒企教育实现营业收入 1.89 亿元，同比增长 22.48%，净利润 0.49 亿元，同比上升 19.68%，归母净利润 0.48 亿元。中大英才营收 0.21 亿元，同比增长 17.69%，净利润 848.76 万元，同比上升 25.55%，归母净利润 572.88 万元。

图表 5：开元股份 2017H1 营业收入构成



来源：公司半年报，国金证券研究所

2.1 仪器仪表业务：竞争加剧持续承压

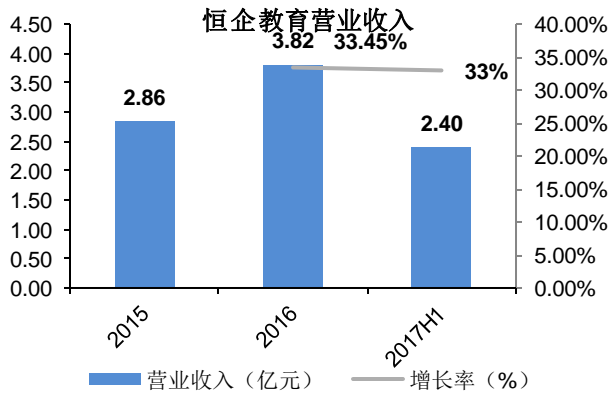
- 检测分析仪器产品国内市场趋于稳定，竞争加剧。该部分业务营业收入同比下降 0.88%。同时，在需求竞争进一步加剧的情势下，公司采取一定的竞价策略，该类产品的毛利率同比上升 0.59 个百分点。
- 燃料智能化业务受项目进度影响营收下降。受下游行业需求下降，且公司进行精细化管理变革，重点确保 EPC 项目的质量与成本，该部分业务受项目进度影响营业收入同比下降 62.45%。同时，由于落实成本的精细化管控，导致毛利率同比上升 0.48 个百分点。
- 公司进一步加强了产品的研发工作，着力提升了产品的信息化程度。报告期内，仪器仪表业务投入研发费用 0.15 亿元，主要用于提升检测分析仪器产品、燃料智能化产品的稳定性、可靠性。

2.2 恒企教育：加速网点扩张，提高业绩承诺打造职教业务“五架马车”

2.2.1 恒企教育 2017H1 财务数据：营收 2.4 亿，净利 0.51 亿同增 69%

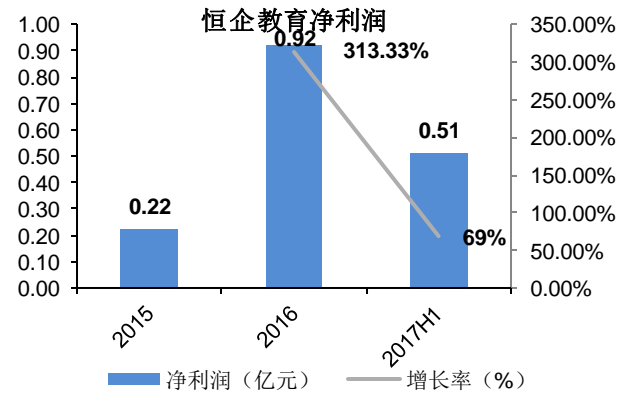
- 恒企教育 2017 年 1-6 月实现营业收入 2.4 亿元，同比增长 33%；2017 年 1-6 月实现净利润 0.51 亿元，保持 69% 的高速增长。而报告期内（3-6 月），恒企教育实现营收 1.89 亿元，利润 0.49 亿元。

图表 6：恒企教育 2017H1 营业收入



来源：公司公告，国金证券研究所

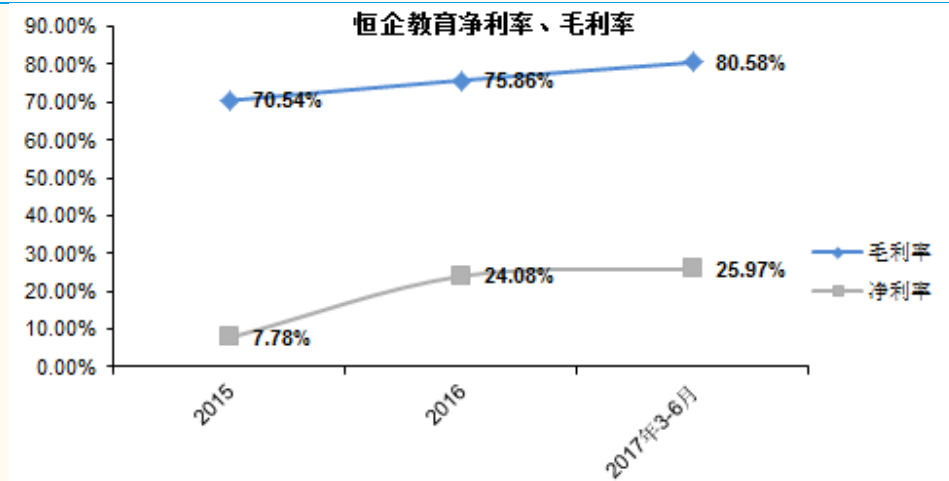
图表 7：恒企教育 2017H1 净利润



来源：公司公告，国金证券研究所

- 恒企教育报告期内（2017 年 3-6 月）净利率为 25.97%，较 2016 年全年略有提升。报告期（3-6 月）综合毛利率 80.58%，较上年同期 80.15% 上升 0.43 个百分点。

图表 8：恒企教育毛利率、净利率

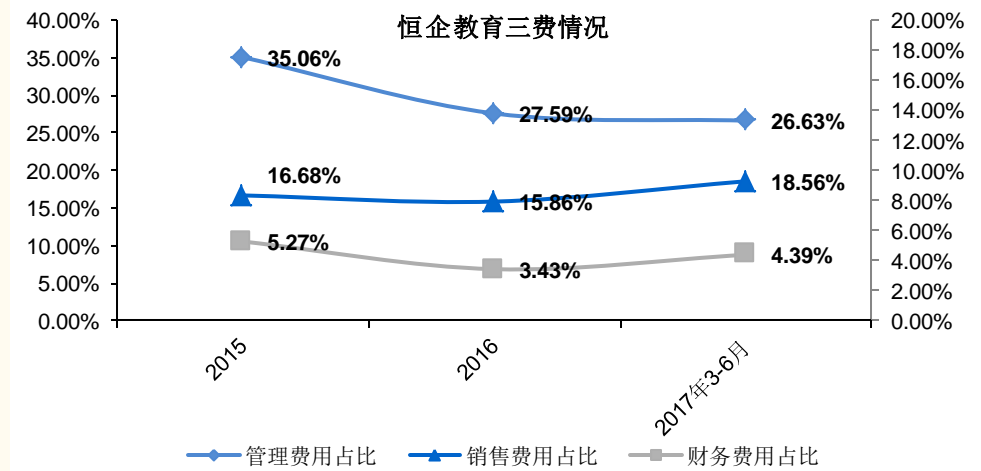


来源：公司公告，国金证券研究所

注：2017H1 毛利率为 2017 年 3-6 月数据

- 2017 年 3-6 月，恒企教育销售、财务费用占比上升，管理费用占比下降。2017 年 3-6 月，恒企教育销售费用占比由 2016 年 15.86% 提升至 18.56%，上升的原因主要是职工薪酬增加及网络广告推广费上涨；管理费用占比由 2016 年的 27.59% 降至 26.63%；财务费用占比由 2016 年的 3.42% 上升至 4.39%，主要系报告期高端产品贷款比例增加，公司承担的利息支出增加。报告期（3-6 月）恒企教育销售、管理、财务三项期间费用共计 0.93 亿元，同比增长 54.38%。

图表 9：恒企教育三费情况（3-6 月）



来源：公司公告，国金证券研究所

2.2.2 四阶段推进扩张校区，2017 上半年新增 18 个完成率达全年 36%

- 报告期内，恒企教育完成了年初制定的网点扩张布局，上半年共计完成了**18 家校区的拓展设立，全年完成率达到 36%**，完成了华南集训基地的筹建和华东集训基地的筹建。
- 恒企的经营模式，可以分为四个阶段推进的不同迭代与升级，具体如下：
 - **第一阶段**：基于“0—1”的模式，即第一个校区的启动，新项目的启动需要考虑单个校区的盈利模型，涉及到产品研发、产品推广、校区筹建、招生营销、教学服务、售后服务、投入产出等多个维度的融合，其核心能力体现在快速生存的能力。
 - **第二阶段**：基于“1—100”的模式，即 100 个校区的快速拓展，快速拓展需要考虑到校区的连锁复制系统，涉及到经营体系的建设，其核心能力体现在“连”的能力，即校区快速复制盈利能力，需要考虑市场拓展、品牌推广、产品营销、资金调度等多个维度，以最简单、最高效的方式建立企业的“动力系统”，快速实现全国范围内的布局与赢利。
 - **第三阶段**：基于“100—200”的模式，即 200 个校区的稳定发展，在快速拓展的同时重点需要考虑的是连锁控制系统，涉及到企业管理体系的建设，其核心能力体现在“锁”的能力，即校区安全控制能力，需要考虑信息化建设、标准化建设、团队梯队建设、预算管理体系建设等多个维度，以最现代、最科学的方式建立企业的“刹车系统”，快速实现全国范围内的远程管理布局与规范。
 - **第四阶段**：基于“200—1000”的模式，即“百城千校”的全面发力，在恒企教育具备较强的终端网点建设能力、终端管理运营能力下，恒企教育需要借助互联网教育的力量，整合了多个专业内容研发和优质师资资源，实现恒企教育横纵双向边际效益的倍增裂变，需要考虑在原有基础上，拓宽“社会、高校、企业”三大目标市场，以标杆建设和阿米巴思维，实现恒企教育校区的跨赛道和多赛道运营管控能力，至今已实现财经、IT、设计三大领域近 20 个专业的多赛道复制的能力，从而实现了“一生一次上岗教育”到“一生一世终生教育”的商业模式转变，大大地提高了校区的边际效益。
- 报告期内，恒企教育完善了公司的架构设计升级，将恒企教育的事业部组织架构升级到了矩阵式组织架构，有效地提高了项目管理的效率和效能，为后期的多业务快速复制启动提供了平台。

2.2.3 业务板块分析：报告期内（3-6月）会计培训同增 21.9%，学历中介+905.04%，IT培训降 29.7%

- 恒企教育报告期内从事的主要业务为会计培训、IT培训与学历中介服务及相关课件的销售。恒企教育的产品涵盖会计实操上岗、初级职称、中级职称、注册会计师、成人教育、网络教育、自考培训，以及子公司多迪科技的IT培训等。其经营方式主要分自营模式（自营校区占 87.35%）与加盟模式（加盟校区占 12.65%）。
- 会计培训业务收入同比增长 21.90%。但由于校区数量增加、对现有校区进行装修升级以及提高教学老师薪酬待遇，导致毛利率同比下降 1.59 个百分点。
- 学历中介业务增长，转化率进一步提高，网教、成教等业务进入快速增长期。报告期学历中介业务收入同比增长 905.04%，权重由上年同期的 2.03% 上升到 16.68%，毛利率超过 90%，但自考项目从去年 9 月开始投入以来，与会计培训业务无直接相关性，资源投入较大，影响毛利率下降 6.45 个百分点。
- 因受行业培训环境影响，报告期 IT 培训收入同比减少 29.70%。IT 培训业务固定成本比重较大，影响毛利率同比下降 10.88 个百分点。

2.2.4 增设 4 个子校，建立“财经、IT、设计、自考、高校”五驾业务马车

- 报告期内，恒企教育设立了四个控股子公司，全面拓展关联教育产业，巩固企业在行业内的竞争力。具体情况如下：
 - ①广州恒企教育科技有限公司，主要经营业务是围绕中国的高校市场进行专业共建、联合办学、共建实训室、培训服务等方面的合作；
 - ②北京恒企知源图书有限公司，主要经营业务是围绕职业教育图书出版，推动公司教材专业出版业务；
 - ③北京央财云研有限公司，主要经营业务是财经高端产品内容研发与交付、校企合作业务；
 - ④恒企教育国际有限公司，主要经营业务是在海外发展职业教育，并从海外引进一些优质教育资源服务于国内的学员。
- 通过以上新设子公司，恒企教育建立起了“财经、IT、设计、自考、高校”五驾业务马车板块，通过资源整合和深度融合，为恒企实现可持续发展带来新的利润增长点。

2.2.5 完善产品结构，运营系统+互联网数据体系提升竞争力

- 恒企教育完善了产品结构，研发了一批类似于“恒企秘方”、“考霸魔方”、“名校直通车”的产品线，大幅地满足学员不同阶段的学习需求，从而实现了课单价增长，有效的保障了业绩的快速增长。
- 报告期内，教育业务共投入研发支出 0.12 亿元，重点开发了准题库、恒企在线管理系统等运营系统。前述研发项目能巩固公司在行业内的技术领先地位，进一步提升产品竞争力。
- 同时，恒企教育基于移动互联网技术的应用，建立了“职业规划、指明方向；精品课程、精品课堂；智能学习、智能辅导；共享经济、实时共享；一生一世、成就你我”的学员全生命周期体系，通过学员的学习行为数据，构建了学员的成长评价指数，有效地保证了教学质量。

2.2.6 恒企教育拟增持上市公司股份并提高业绩承诺

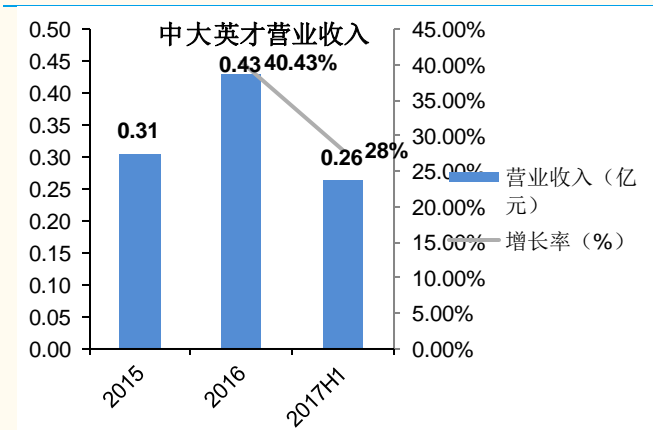
- 5月10日晚，开元股份公告，公司5%以上股东江勇（恒企教育董事长）及一致行动人江胜拟增持开元股份股票1125万股，占总股本3.31%，受让方为公司实际控制人之一的罗建文先生。本次增持后，恒企教育董事长江勇及其一致行动人将持有开元股份14.31%的股份，实际控制人仍为罗建文、罗华东、罗旭东三父子。
- 江勇同意并承诺延长业绩承诺期至2019年，并提高恒企教育2017-2019年的业绩承诺，承诺2017-2019年扣非归母净利不低于1.5亿（原承诺为1.04亿），2.0亿（原承诺为1.35亿），2.5亿元（无原承诺）。
- 本次增持计划体现了开元股份对于教育业务发展方向坚定信心，而增持股份及提高对赌业绩也体现了恒企教育对于其职教业务未来发展的信心。

2.3 中大英才：营收 0.26 亿净利 0.09 亿双增长，课程图书软件三大板块布局网络教育

2.3.1 中大英才 2017H1 财务数据：收入、净利润双增长

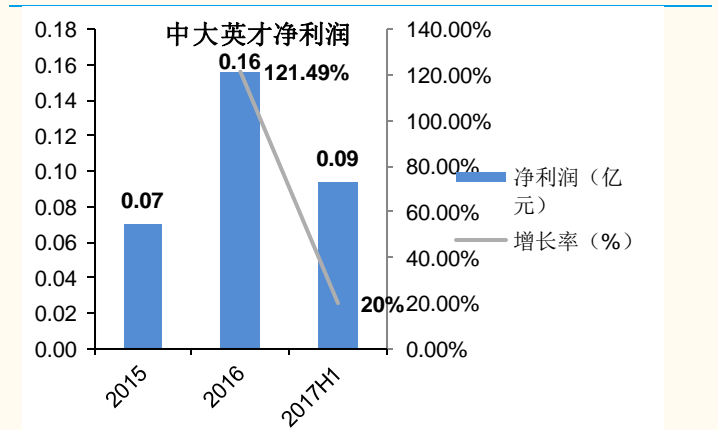
- 中大英才报告期实现了收入、净利润双增长。中大网校通过深度开发准题库系统，稳定了市场份额，通过提升直播业务体系，进一步降低了成本。
- 2017年1-6月，中大英才营业收入0.26亿元，同比增长28%；净利润0.09亿元，同比增长20%。

图表 8：中大英才营业收入



来源：公司公告，国金证券研究所

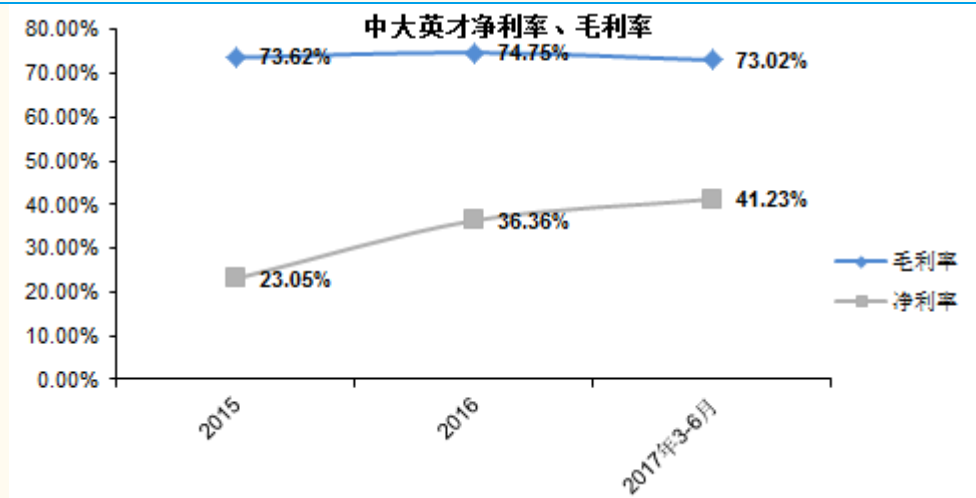
图表 9：中大英才净利润



来源：公司公告，国金证券研究所

- 而报告期内（3-6月），中大英才实现营业收入2059万元，净利润849万元，毛利率73.02%，净利率达41.23%。

图表 10：中大英才毛利率、净利率

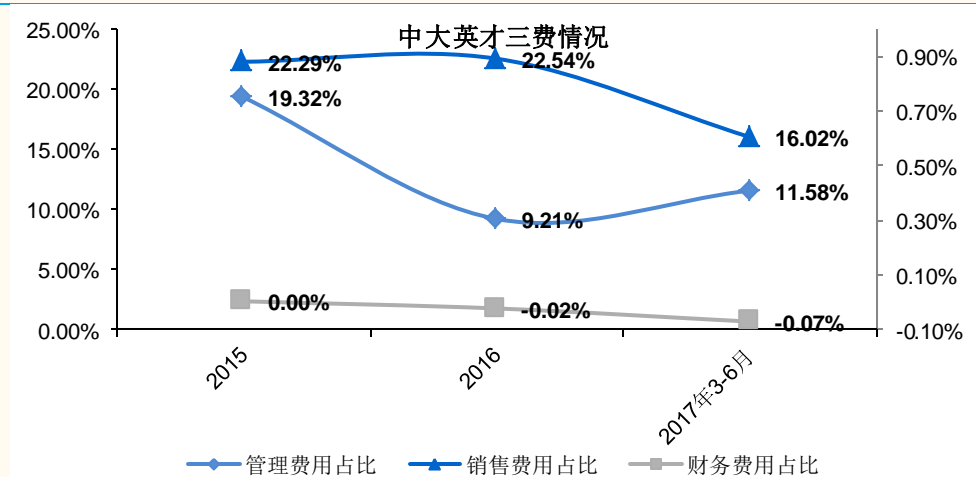


来源：公司公告，国金证券研究所

注：2017H1 毛利率为 2017 年 3-6 月数据

- 报告期内（3-6 月），中大英才销售费用占比下降至 16.02%，因报告期内佣金与广告费下降多于呼叫中心与销售中心新招聘人员工资及社保的增加；管理费用上升至 11.58%，主要系报告期内研发投入增长，以及企业对数据的需求导致技术服务费增长；财务费用占比下降，主要是报告期内资金产生的利息收入。

图表 11：中大英才三费情况



来源：公司公告，国金证券研究所

2.3.2 三大业务板块：课程业务下降，图书业务扩张，开发新软件业务并实现销售

- 课程业务营业收入同比下降 4.20%。因取消或减少相关职业资格评定的原因，课程业务营业收入同比下降 4.20%，公司在报告期进一步控制录制成本，因此课程产品的毛利率同比上升 1.01 个百分点，达到 83.33%
- 图书业务不断扩张，采购量上升，规模效应明显。图书业务毛利率同比上升 9.84 个百分点，但图书业务相比课程业务的整体毛利率较低，提升仅为 17.84%，而图书业务收入占总收入的比重由去年同期的 0.06% 上升至本期的 14.22%。

- 中大新拓展软件开发领域，本期实现软件收入 209.91 万，该业务毛利率高达 81.20%。
- 由于产品销售结构发生变化，课程产品的营业收入同比下降 4.20%，图书产品营业收入同比增加 28076.83%，新增开发软件收入 209.91 万元。

3. 2017 年 1-9 月经营业绩预计:同向大幅上升 1,474.65%到 1,504.65%

- 公司预计，2017 年 1-9 月业绩将同向大幅上升。预计 2017 年第三季度净利润 0.54 到 0.56 亿元，增长 2,784.02% 到 2,895.54%。预计前三季度累计净利润 1.09 到 1.11 亿元，同比增长 1,474.65%到 1,504.65%。

4. 投资建议

- 报告期内，开元股份业绩增长显著。2017 年上半年公司实现营业收入 3.13 亿元/+125.85%；实现归属于上市公司股东的净利润 0.55 亿元/+992.84%。开元股份坚定打造“教育+仪器”二元业务，并以职教业务为未来主要拓展方向。上调盈利预测，预计 2017-2019 年 EPS 0.53 元，0.69 元，0.85 元，对应 PE41x, 31x, 25x，目标价 29.5 元，维持“买入”评级。

风险提示：教育业务扩张或不及预期

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
主营业务收入	307	282	341	954	1,158	1,375	货币资金	264	159	177	225	240	343
增长率		-8.1%	20.7%	179.9%	21.4%	18.7%	应收款项	218	273	288	571	694	928
主营业务成本	-143	-150	-198	-349	-403	-459	存货	105	143	111	191	221	251
%销售收入	46.4%	53.1%	57.9%	36.6%	34.8%	33.4%	其他流动资产	16	8	15	64	22	25
毛利	165	133	143	605	755	916	流动资产	603	583	591	1,051	1,178	1,548
%销售收入	53.6%	46.9%	42.1%	63.4%	65.2%	66.6%	%总资产	68.6%	62.6%	61.3%	73.5%	71.1%	79.3%
营业税金及附加	-3	-3	-6	-5	-6	-7	长期投资	0	20	25	37	36	36
%销售收入	1.1%	1.1%	1.9%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	217	260	275	291	392	315
营业费用	-53	-51	-48	-134	-116	-117	%总资产	24.7%	27.9%	28.5%	20.4%	23.6%	16.1%
%销售收入	17.2%	17.9%	14.0%	14.0%	10.0%	8.5%	无形资产	54	56	53	50	51	52
管理费用	-63	-74	-81	-153	-110	-117	非流动资产	276	348	373	379	479	405
%销售收入	20.5%	26.1%	23.9%	16.0%	9.5%	8.5%	%总资产	31.4%	37.4%	38.7%	26.5%	28.9%	20.7%
息税前利润 (EBIT)	45	5	8	314	524	676	资产总计	879	931	964	1,430	1,657	1,953
%销售收入	14.8%	1.8%	2.3%	32.9%	45.2%	49.1%	短期借款	0	0	20	0	0	0
财务费用	6	4	1	-70	-208	-289	应付款项	79	133	147	293	333	381
%销售收入	-2.0%	-1.3%	-0.3%	7.3%	18.0%	21.0%	其他流动负债	32	36	33	186	129	94
资产减值损失	-6	-17	-17	-5	-1	-1	流动负债	111	169	200	478	463	475
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	0	0	0	5	5	5	其他长期负债	2	2	2	13	14	1
%税前利润	0.0%	0.0%	n.a	2.0%	1.6%	1.3%	负债	113	171	202	491	476	477
营业利润	46	-8	-8	244	320	390	普通股股东权益	758	751	756	925	1,159	1,448
%营业利润率	14.9%	n.a	n.a	25.6%	27.6%	28.4%	少数股东权益	8	9	7	14	21	28
营业外收支	12	13	14	3	3	3	负债股东权益合计	879	931	964	1,430	1,657	1,953
税前利润	57	5	6	247	323	393	比率分析						
利润率	18.6%	1.7%	1.6%	25.9%	27.8%	28.6%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-9	-3	-2	-62	-81	-98	每股指标						
所得税率	16.5%	61.2%	30.4%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.388	0.015	0.023	0.525	0.692	0.848
净利润	48	2	4	185	242	295	每股净资产	6.013	2.979	2.998	3.669	4.601	5.744
少数股东损益	-1	-2	-2	7	7	7	每股经营现金净流	0.285	-0.084	0.132	0.492	0.542	0.196
归属于母公司的净利润	49	4	6	178	235	288	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
净利率	15.9%	1.3%	1.7%	18.7%	20.3%	21.0%	回报率						
							净资产收益率	6.46%	0.51%	0.78%	19.29%	20.26%	19.90%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	5.57%	0.41%	0.61%	12.48%	14.18%	14.76%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	投入资本收益率	4.96%	0.26%	0.71%	25.12%	33.26%	34.32%
净利润	48	2	4	185	242	295	增长率						
少数股东损益	-1	-2	-2	7	7	7	主营业务收入增长率	8.86%	-8.10%	20.69%	179.92%	21.39%	18.71%
非现金支出	19	35	39	32	30	32	EBIT 增长率	19.01%	-88.78%	56.67%	3832.91%	66.56%	29.05%
非经营收益	-5	-10	-7	11	-8	-9	净利润增长率	2.35%	-92.25%	55.31%	2927.42%	31.69%	22.67%
营运资金变动	-26	-49	-2	-105	-127	-268	总资产增长率	5.00%	5.95%	3.58%	48.25%	15.89%	17.85%
经营活动现金净流	36	-21	33	124	137	49	资产管理能力						
资本开支	-52	-47	-34	-38	-126	48	应收账款周转天数	222.5	276.0	253.2	200.0	200.0	200.0
投资	-2	-30	-7	-12	0	0	存货周转天数	241.5	301.4	234.6	200.0	200.0	200.0
其他	59	160	10	5	5	5	应付账款周转天数	69.9	95.0	104.8	102.0	102.0	102.0
投资活动现金净流	5	83	-31	-45	-121	53	固定资产周转天数	171.8	287.8	278.6	100.7	83.4	70.2
股权募资	0	0	0	0	0	0	偿债能力						
债权募资	0	0	20	-22	0	1	净负债/股东权益	-34.49%	-20.97%	-20.60%	-23.94%	-20.35%	-23.20%
其他	-43	-13	-4	-9	0	0	EBIT 利息保障倍数	-7.5	-1.4	-8.7	4.5	2.5	2.3
筹资活动现金净流	-43	-13	16	-32	0	1	资产负债率	12.91%	18.38%	20.92%	34.34%	28.74%	24.42%
现金净流量	-2	49	18	48	16	103							

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

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	1	1	4
增持	0	1	4	4	4
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	2.00	1.80	1.80	1.50

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