

中材国际 (600970.SH) 买入 (维持评级)

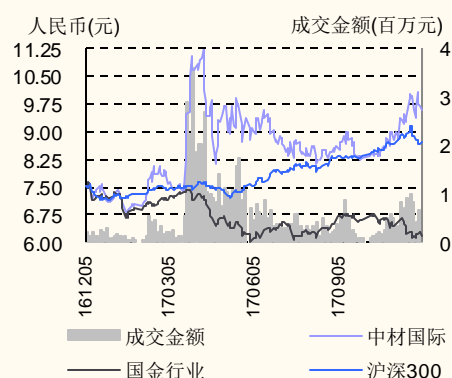
公司研究

市场价格 (人民币): 9.57 元

目标价格 (人民币): 17.00 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	1,683.21
总市值 (百万元)	16,788.25
年内股价最高最低 (元)	11.26/6.81
沪深 300 指数	4018.86
上证指数	3309.62



发展拐点研判系列一：生产运营管理业务提供长期稳定增长来源

公司基本情况 (人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益 (元)	0.568	0.292	0.570	0.849	1.041
每股净资产 (元)	5.51	3.91	4.44	5.19	6.13
每股经营性现金流 (元)	1.65	1.32	1.16	1.53	1.85
市盈率 (倍)	21.04	24.32	15.42	10.36	8.45
行业优化市盈率 (倍)	24.32	24.32	24.32	24.32	24.32
净利润增长率 (%)	347.82%	-23.02%	95.57%	48.86%	22.63%
净资产收益率 (%)	10.31%	7.46%	12.83%	16.34%	16.97%
总股本 (百万股)	1,169.51	1,754.26	1,754.26	1,754.26	1,754.26

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **客户服务：带来稳定营收、高毛利率和更好现金流：**客户服务作为中材国际近年来在传统主业的发力点之一，营收实现快速增长。客户服务旨在为客户生产线的运营和维护提供支持，为公司带来稳定营收（受行业景气度较小）、高毛利率（2017年H1高达24%，约工程建设业务的2倍）与更好的现金流、增强公司自身对后续问题应对能力、集成优势掌控市场标准话语权、大数据分析促业务水平提升、长效机制助力传统业务增长。
- **对标 FL 史密斯：营收稳健抗风险，毛利率居高促业绩增长。**1) 公司主要竞争对手 FL 史密斯是全球领先的为水泥、矿物行业提供设备和服务的供应商，客户服务为 FL 史密斯四大主营之一，近年来客户服务营收/EBITDA 贡献率稳定在 35%/45% 的水平。2) FL 史密斯客户服务业务 2013-2016 年营收表现稳健，有效对抗行业波动风险，在 2014-2016 年四大主营业务营收下滑的情况下，依然维持在 68 亿元以上的高水平。3) FL 史密斯客户服务业务的毛利率在四大业务中居高且近年呈现平稳上升趋势，2016 年客户服务毛利率达 31.6%，拉动业绩动力充足。
- **展望中材国际：客户服务提供稳定增长动力。**1) 公司近年来大力发展客户服务业务，2016 年客户服务（生产运营管理+备品备件）实现营收 10 亿元，2017 年上半年新签运营管理合同达 21 亿元，同增 17 倍，增长劲头十足。2) 对标 FL 史密斯，公司比较优势突出+客户资源丰富客户服务可期。2016 年公司客户服务营收占比仅 5.4%，远低于 FL 史密斯客户服务营收贡献比例（36%）。3) 考虑公司客户服务以生产运营业务为主，生产运营业务主要通过新客户扩张，假设新设生产运营合同占工程建设合同比为 20%，自 2012 年以来，公司传统水泥装备工程业务每年新签合同额在 200-300 亿元，预计成熟期生产运营合同可贡献营收达 40-60 亿元。

估值

- 短期来看，预计公司未来三年净利润为 10/15/18 亿元，我们给予公司未来 6-12 个月 17 元目标价位不变，对应 2018 年 PE 估值为 20 倍。长期来看，客户服务业务为公司提供长期稳定增长来源，公司未来可期。

风险

相关报告

1. 《正式进入“新时代”，蛰伏 5 年战略转型还看今朝-中材国际公司深...》，2017.11.6

黄俊伟 分析师 SAC 执业编号：S1130517050001
(8621)60230241
huangjunwei@gjzq.com.cn

- 宏观经济波动风险、政策风险、国际水泥工程新签合同大幅下降风险、大股东减持风险。

内容目录

一、客户服务两全其美：提高客户效益，增厚建设方收益.....	4
二、对标 FL 史密斯：毛利高增长势头足，客户服务大幅拉动业绩.....	6
三、展望中材国际：客户服务提供长期稳定增长来源.....	8
四、风险提示.....	9

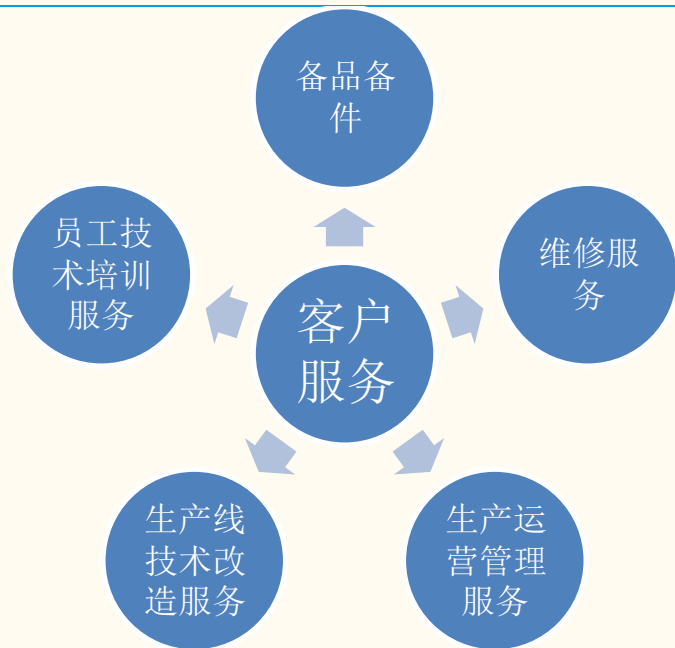
图表目录

图表 1：客户服务体系图.....	4
图表 2：备品备件服务.....	4
图表 3：维修服务.....	4
图表 4：升级服务.....	5
图表 5：项目培训服务.....	5
图表 6：FL 史密斯四大业务营收（百万丹麦克朗）.....	7
图表 7：FL 史密斯客户服务业务营收占总营收比例.....	7
图表 8：FL 史密斯四大业务 EBITDA（百万丹麦克朗）.....	7
图表 9：FL 史密斯四大业务毛利率.....	7
图表 10：FL 史密斯四大业务已接收订单额（百万丹麦克朗）.....	8
图表 11：公司客户服务新签合同额（亿人民币）.....	8
图表 12：公司 2016 年客户服务构成（亿人民币）.....	8
图表 13：预计成熟期生产运营合同可贡献稳定收益.....	9

一、客户服务两全其美：提高客户效益，增厚建设方收益

- **发展客户服务新业务，布局境外水泥后市场。**客户服务作为中材国际近年来在传统主业的发力点之一，营收实现快速增长。服务对象为公司参与建设的水泥厂或选择将其运营维护外包给中材国际的水泥厂方。目前，由于国内大部分的水泥厂选择自行承担运营维护，公司客户服务的对象主要是国外的水泥厂。公司提供的客户服务主要包括生产运营管理和备品备件两类。
- 水泥行业的客户服务一般涵盖生产运营管理服务、生产线技术改造服务、维修服务、备品备件、员工技术培训服务等方面的内容，旨在为客户生产线的运营和维护等提供支持，从而帮助其更高效合理使用相关设备及技术进行生产，同时，通过工厂设备的性能反饋用于进一步的产品开发和以及项目的改进。**售后市场服务具有周期性弱、盈利能力强的特点。**

图表 1：客户服务体系图



来源：国金证券研究所

图表 2：备品备件服务



来源：FL 史密斯公司年报，年报国金证券研究所

图表 3：维修服务



来源：FL 史密斯公司年报，国金证券研究所

图表 4：升级服务



来源：FL 史密斯公司年报，国金证券研究所

图表 5：项目培训服务



来源：FL 史密斯公司年报，国金证券研究所

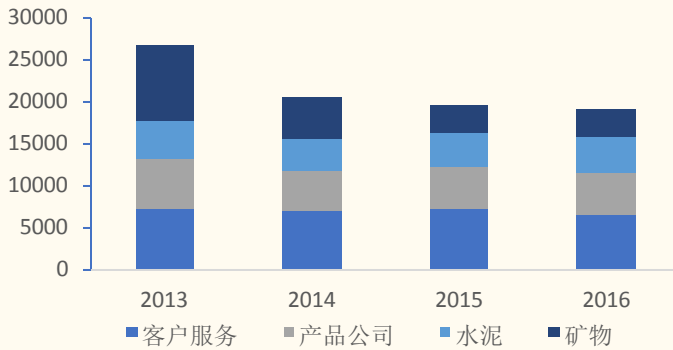
- **对客户而言，水泥厂运维至关重要，彰显客户服务必要性。** 1) 水泥厂进入投产运营期后，生产线的建设质量以及设备的正确操作方式直接影响到产品的质量，因此后续运营维护质量对于水泥厂的盈利能力至关重要。2) 由于缺乏运维经验和专业人才等原因，水泥厂（尤其是国外的水泥厂）经营者往往将其建成投产后的运维外包给第三方公司承担，或购买第三方公司的相关客户服务。3) 一般客户服务可以为水泥厂经营者带来提高生产效率、降低能源消耗、提升员工专业能力等的优势。
 - **优势一：提升水泥厂生产能力，实现生产目标。** 1) 水泥厂借助运维体系的改进和技术工艺的更新，可以提升自身的生产效率，更好地实现生产目标。2) 设备、技术的更新可节省非必要的资源浪费，同时提高生产效益以及厂方自身业务专业能力。3) 客户服务包含的专业业务指导使客户能够正确使用购买的水泥生产设备或水泥产品，从而正确的进行生产或销售。
 - **优势二：减少能源消耗与环境影响。** 1) 落后的生产设备、生产方式以及设备故障等会引起诸多的能耗问题，并对环境产生不良影响。2) 客户服务体系的建立能确保对客户的工厂设备及生产方式的有效监督，提供改进措施以减少因上述问题而导致不必要的能源浪费，从而降低成本。
 - **优势三：提升客户群体员工专业素质。** 对不同客户群进行定制化的客户员工专业化培训服务，满足客户层次需求。1) 提高客户对设备的正确操作程序能力以及维护和操作安全，避免发生生产问题和事故；2) 用人员培训来获取并分析客户群各方面具体需求，为拓宽自身业务面提供有效依据。
 - **优势四：定期检修降低总维修成本。** 定期进行详细分析后再进行预防性检查和维护，可降低不可预见的停产误工几率，有助于识别潜在的能源损失来源。确保系统的正常功能和最佳性能。定期的检查可以避免设备一次性的损坏而引起的巨大维修成本。
 - **优势五：规模效应促使备件管理达到最佳效益。** 大平台的规模效应，可以帮助企业实现对备件科学化的管理，用最少的资金、合理的储备，保证设备维修的需要，提高设备使用的可靠性和经济性，从而取得最佳的管理和经济效益，压缩备件储备资金，降低备件管理成本。
- **对建设方而言，客户服务体系增厚建设方收益，助力建设方业务水平提升。** 一方面客户服务带来可观收益与现金流，一方面客户服务的开展将为水泥工程建设方开辟一个信息收集渠道，水泥厂方在运营过程中的问题和建议在在对运维服务的需求和选择中得到体现，是建设方监督检查自身业务水平、与客服建立长久合作关系的一种方式。因此，开展客户服务对于水泥工程的建设方而言，也会带来一系列的优势。

- **优势一：稳定可观的收益与现金流。** 客户服务的特点是单个订单的金额规模往往较小，但由于水泥厂生产运营周期一般较长，售后服务需求量大，将为公司带来稳定可观收益与现金流。1) 一般而言售后服务的需求与已投入运营的水泥厂的生产规模正相关，而与水泥行业的新投资额关联较小。因此相对于水泥设备制造、技术授权等业务，客户服务业务受行业景气度和政策的影响稍低，面临的风险相对较低，收益较稳定。2) 相较于传统工程建设业务，客户服务毛利率更高，2016年中材国际工程建设/生产运营管理毛利率分别为 10%/18%。3) 传统施工业务往往存在前期垫资较大现金流不佳的情况，客服服务作为服务业往往具备更好的现金流。
- **优势二：问题反馈及时增强后续问题应对能力。** 客户服务体系建立使得水泥厂经营者在运营过程中的问题得以及时反馈到建设方，便于建设方制定合理、科学应对产品问题的预案，减少客户损失，也能增强自身应对后续问题的能力。
- **优势三：集成优势助力掌握市场标准话语权。** 客户服务体系具有集成优势，服务提供方在与需求方的长期互动中，对需求方的诉求和痛点的了解逐渐深入，便于企业确定相关产品质量标准，生产出质量切合实际需求的产品，进而掌握市场专业话语权。
- **优势四：大数据采集分析促进提升。** 客户服务平台使得建设方能够进行产品的数据采集，大数据分析有利于产品的开发和改进，双边有效监督机制的建立也会促进建设方自身业务水平的提高。
- **优势五：客户群长效机制助力传统业务增长。** 1) 提供客户服务将促进水泥厂方与建设方的沟通互动，由于水泥厂投产运营期较长，这种供需方的互动将会持续相当长的时间，有助于建设方建立起长期合作的客户关系。2) 客户群的长效建立与扩大有助于业务的有效增长和营业利润的增加，促进建设方的稳健运营与长久发展。

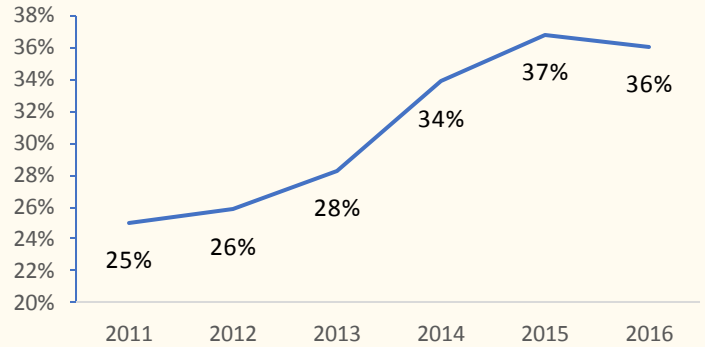
二、对标 FL 史密斯：毛利高增长势头足，客户服务大幅拉动业绩

- 中材国际的国际主要竞争对手 FL 史密斯是全球领先的为水泥、矿物行业提供设备和服务的供应商，提供设计、单机设备、成套水泥生产线、矿物加工设施及相关售后、售前服务，业务范围与中材国际相近。FL 史密斯将主营业务划分为水泥、矿物、客户服务、产品公司四大类别，客户服务被划分为其四大主营部门之一。
- **客户服务营收维持稳定高位，助力公司抗风险保增长。** 1) FL 史密斯客户服务业务 2013-2016 年营收表现稳健，在 2014-2016 年四大主营业务营收下滑的情况下，依然维持在 65 亿丹麦克朗以上的高水平，足见该业务在行业波动中的较强稳定性。2) 客户服务业务对公司总营收的贡献率呈逐年上升趋势，该项业务营收占总营收比率在 2013-2014 年大幅上升 6 个百分点后保持在 35% 以上的水平，是公司营收贡献最大的业务分支。3) 从 FL 史密斯客户服务稳定的高营收绝对额和逐年攀升的营收占比判断，客户服务有望在未来成为贡献水泥工程行业营收的主力军，并帮助公司有效对抗行业波动风险。

图表 6: FL 史密斯四大业务营收 (百万丹麦克朗)



图表 7: FL 史密斯客户服务业务营收占总营收比例

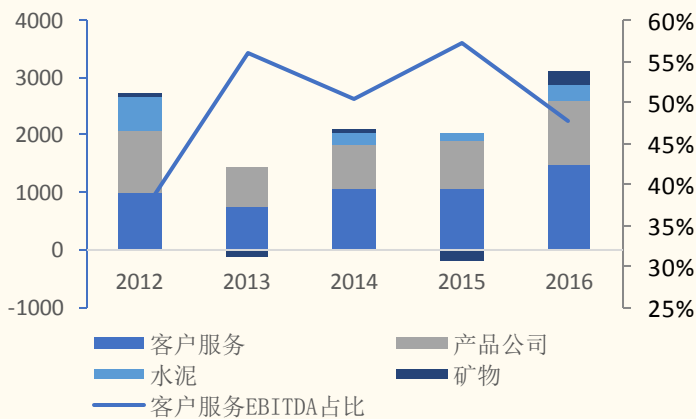


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

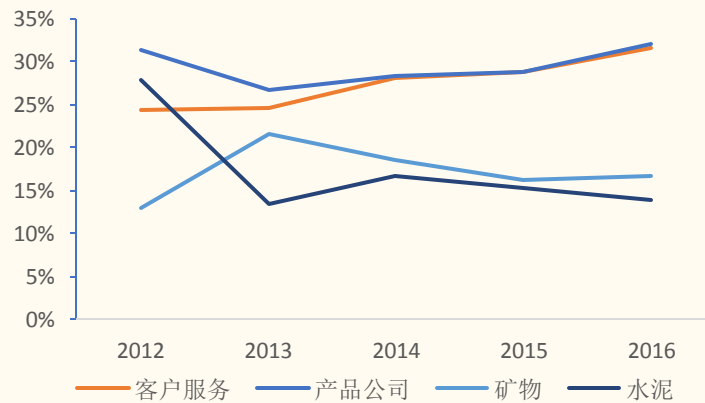
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

- **毛利率居高且平稳上升, 拉动业绩动力充足。** 1) FL 史密斯主营业务 EBITDA 主要来自毛利率相对水泥和矿物较高的客户服务和产品公司两个部门, 客户服务部门对四大主营部门 EBITDA 的贡献近年来均维持在 45% 以上的高比例。2) 客户服务业务的毛利率在四大业务中居高且近年呈现平稳上升趋势, 2016 年客户服务毛利率达 31.6%, 比矿物、水泥业务高出近 15 个百分点, 拉动业绩动力充足。

图表 8: FL 史密斯四大业务 EBITDA (百万丹麦克朗)



图表 9: FL 史密斯四大业务毛利率

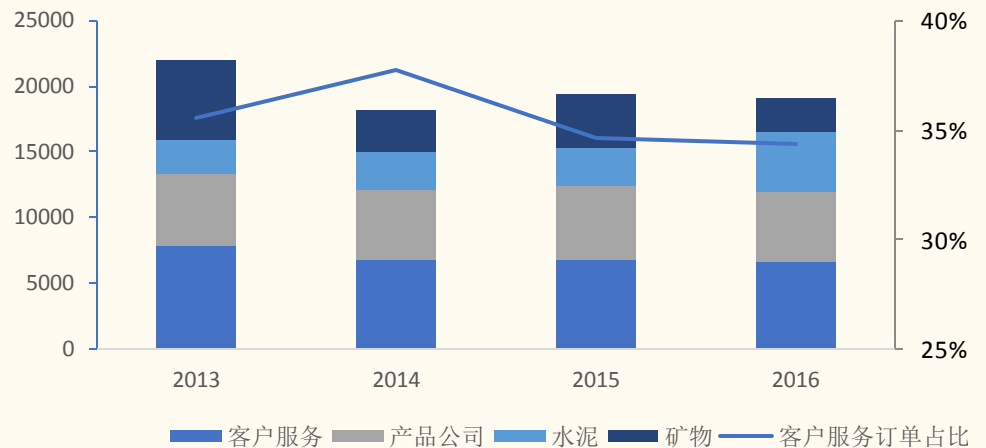


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

- **订单充足稳定, 保障营收高增。** 1) FL 史密斯客户服务订单与营收呈现出类似的抗波动性, 2013-2016 年维持在 66-78 亿丹麦克朗之间, 相对水泥、矿物业务而言表现较稳定。2) 2013-2016 年客户服务占四大业务订单额比例维持在 34%-36%, 是公司稳定的业务订单来源。

图表 10: FL 史密斯四大业务已接收订单额 (百万丹麦克朗)

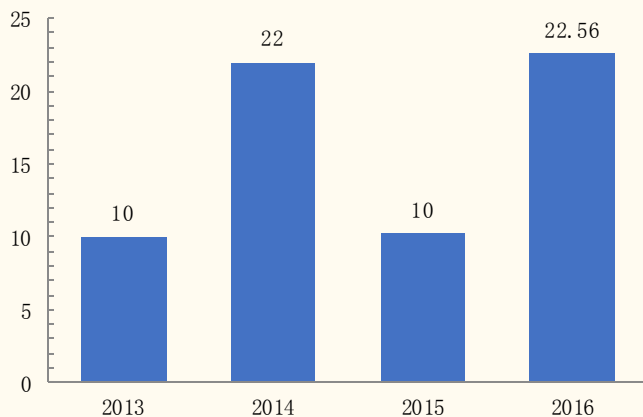


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

三、展望中材国际: 客户服务提供长期稳定增长来源

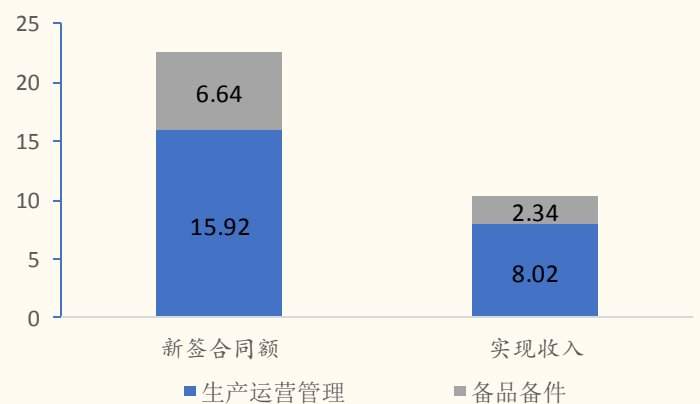
- 成功开拓客户服务, 发掘公司新增长点:** 公司将其客户服务划分为生产运营管理和备品备件两项业务。1) 公司 2016 年年报指出, 相关调查结果显示非洲、中东地区和俄罗斯、独联体国家存在水泥生产线运营、维护等客户服务需求, 且该项业务的毛利率水平相对较高。2) 公司凭借既有的良好客户基础和资源整合能力成功打入客户服务领域, 客户服务在近年来保持了较快的增速。2017 年半年报显示客户服务已成为公司稳定的利润增长点, 在执行运维生产线 18 条, 2017 年上半年新签生产运营管理合同高达 21.34 亿元, 同比增长 16.87 倍。
- 发展客户服务潜力足, 决心充分成效初显:** 1) 据公司年报, 公司在 2012 及 2013 年年报中提出要强化产业链条中的客户服务部分, 2014 年实现全年新签客户服务合同 22 亿, 同比增长 121%, 显示公司大力布局该项业务的决心。2) 公司客户服务新签合同额在 2015 年短暂走低后, 2016 年再次上升到 22.56 亿元 (同增 121%), 其中生产运营管理合同 15.92 亿元, 备品备件合同 6.64 亿元, 承接运维生产线 15 条; 客户服务实现收入 10.35 亿元 (同增 94%), 其中生产运营管理收入 8.02 亿, 备品备件收入 2.34 亿。

图表 11: 公司客户服务新签合同额 (亿人民币)



来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 12: 公司 2016 年客户服务构成 (亿人民币)



来源: 公司年报, 国金证券研究所

- 对标 FL 史密斯, 公司比较优势突出+客户资源丰富, 客户服务营收可期。** 1) 公司 2016 年实现总营收 190 亿人民币, 客户服务营收 10.35 亿仅占总营收 5.4%, 与 FL 史密斯 2016 年 36% 的客户服务营收占比相比, 长期

发展的空间广阔。2) 比较优势突出。与主要国际竞争对手相比, FL 史密斯等公司在研发、装备制造、品牌、高端市场等方面有优势, 公司在业务模式、系统解决方案、工程管理经验、工期、成本等方面占据优势。客户服务业务注重工程管理和系统解决方案, 公司在这些方面的比较优势有望为公司在国际水泥售后市场的竞争中保持领先地位。3) 客户基础雄厚。公司在水泥技术装备及工程服务主业海外市占率九年维持全球市场份额第一, 2016 年国际市场份额占比达 50%, 客户资源远超 FL 史密斯。

- **考虑公司生产运营合同主要通过新客户扩张, 预计成熟期生产运营合同可贡献稳定收益:** 1) 2016/2017 年 1-9 月, 公司新签工程建设合同额为 194/188 亿元, 新签生产运营合同为 14/34 亿元, 占比达 7%/18%, 呈现递增趋势, 假设成熟期生产运营合同占比 20%。2) 考虑自 2012 年以来, 公司传统水泥装备工程业务每年新签合同额在 200-300 亿元, 则预计公司成熟期生产运营合同可贡献营收达 40-60 亿元。3) 考虑生产运营合同一般分为几年结转为营收, 假设公司签订的生产运营合同期为 N 年, 成熟期每年签订合同额为 40-60 亿元, 则 N 年后每年营收达 40-60 亿元。4) 2016 年/2017 年 H1 公司生产运营管理毛利率为 16%/24%, 在净利率为 5%/7%/9%的情况下 客户服务净利润为 2-3/2.8-4.2/3.6-5.4 亿元。5) 考虑现阶段公司大力拓展 EPC+M 业务模式, 未来 20% 的占比仍有望提升, 营收净利有望进一步提升。

图表 13: 预计成熟期生产运营合同可贡献稳定收益

净利率	5%	7%	9%
净利润 (亿元)	2-3	2.8-4.2	3.6-5.4

来源: 国金证券研究所

四、风险提示

- **宏观经济波动风险:** 公司所属的建筑业行业的发展取决于新增固定资产的投资规模, 新增固定资产投资规模与国家宏观经济形式及相关政策具有较强的关联性, 如果国内宏观经济形势及相关政策出现较大波动将对公司的市场需求造成一定影响。
- **政策风险:** 考虑公司近 90% 业务在海外, 遍布多个国家和地区, 各个国家和地区的政治、经济、法律、财税政策存在较大差异, 警惕政策变化对公司海外工程施工进度带来不利影响。
- **国际水泥工程新签合同大幅下降风险:** 考虑全球水泥工程市场竞争激烈, 尽管公司努力提升市占率的同时积极转型但仍需警惕国际水泥工程新签合同大幅下降风险。
- 公司二股东中天投资于 8 月 10 日公告减持计划, 自公告日起 15 个交易日后三个月内计划减持不超过总股本 1% 的股份。截止 2017 年 12 月 1 日, 减持计划期限已满, 中天投资减持期间累计减持公司总股本 0.89% 的股份。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	22,865	22,596	19,007	20,517	22,903	25,359
增长率		-1.2%	-15.9%	7.9%	11.6%	10.7%
主营业务成本	-20,443	-20,158	-16,681	-17,214	-19,064	-20,875
%销售收入	89.4%	89.2%	87.8%	83.9%	83.2%	82.3%
毛利	2,422	2,438	2,326	3,303	3,839	4,483
%销售收入	10.6%	10.8%	12.2%	16.1%	16.8%	17.7%
营业税金及附加	-111	-84	-70	-76	-85	-94
%销售收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-202	-282	-280	-308	-344	-380
%销售收入	0.9%	1.2%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
管理费用	-1,294	-1,331	-1,371	-1,334	-1,489	-1,648
%销售收入	5.7%	5.9%	7.2%	6.5%	6.5%	6.5%
息税前利润 (EBIT)	815	741	606	1,585	1,922	2,361
%销售收入	3.6%	3.3%	3.2%	7.7%	8.4%	9.3%
财务费用	-115	65	125	-320	-20	-27
%销售收入	0.5%	-0.3%	-0.7%	1.6%	0.1%	0.1%
资产减值损失	-525	-56	-160	-41	-51	-51
公允价值变动收益	-23	0	4	0	0	0
投资收益	6	15	-18	10	10	10
%税前利润	2.4%	1.9%	n.a	0.8%	0.5%	0.4%
营业利润	156	765	557	1,235	1,861	2,293
营业利润率	0.7%	3.4%	2.9%	6.0%	8.1%	9.0%
营业外收支	77	55	99	50	50	50
税前利润	234	819	656	1,285	1,911	2,343
利润率	1.0%	3.6%	3.5%	6.3%	8.3%	9.2%
所得税	-178	-170	-146	-283	-420	-515
所得税率	76.1%	20.7%	22.3%	22.0%	22.0%	22.0%
净利润	56	649	509	1,002	1,491	1,828
少数股东损益	-93	-15	-2	2	2	2
归属于母公司的净利润	148	664	511	1,000	1,489	1,826
净利率	0.6%	2.9%	2.7%	4.9%	6.5%	7.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	56	649	509	1,002	1,491	1,828
少数股东损益	-93	-15	-2	2	2	2
非现金支出	764	325	500	297	339	372
非经营收益	64	23	49	23	52	80
营运资金变动	480	931	1,263	717	802	960
经营活动现金净流	1,363	1,928	2,321	2,038	2,684	3,238
资本开支	-145	-179	-138	-319	-289	-290
投资	-436	-230	15	-101	-100	-100
其他	6	-16	-21	10	10	10
投资活动现金净流	-576	-425	-144	-410	-379	-380
股权募资	0	421	15	0	0	0
债权募资	448	19	-840	-846	500	300
其他	316	-7	-113	-155	-287	-315
筹资活动现金净流	764	432	-938	-1,001	213	-15
现金净流量	1,552	1,935	1,239	627	2,518	2,843

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	6,574	8,920	10,122	10,750	13,267	16,111
应收款项	4,431	4,668	4,805	5,056	5,661	6,226
存货	4,939	5,653	4,170	4,617	5,113	5,599
其他流动资产	5,465	4,019	2,906	3,788	4,066	4,338
流动资产	21,409	23,260	22,003	24,211	28,107	32,274
%总资产	85.3%	81.5%	79.1%	80.1%	82.0%	83.7%
长期投资	875	521	1,470	1,571	1,670	1,770
固定资产	1,841	2,254	2,031	2,133	2,202	2,239
%总资产	7.3%	7.9%	7.3%	7.1%	6.4%	5.8%
无形资产	767	2,181	1,953	1,964	1,947	1,930
非流动资产	3,693	5,275	5,797	6,028	6,179	6,299
%总资产	14.7%	18.5%	20.9%	19.9%	18.0%	16.3%
资产总计	25,102	28,535	27,800	30,240	34,287	38,573
短期借款	1,426	1,866	670	0	0	0
应付款项	14,310	16,073	16,917	18,669	20,776	22,904
其他流动负债	3,103	2,072	1,002	1,019	1,072	1,204
流动负债	18,839	20,011	18,589	19,688	21,848	24,108
长期贷款	920	643	976	1,366	1,866	2,166
其他长期负债	846	1,088	1,015	1,021	1,092	1,166
负债	20,605	21,741	20,580	22,074	24,806	27,440
普通股股东权益	4,443	6,446	6,854	7,797	9,111	10,761
少数股东权益	55	348	366	368	370	372
负债股东权益合计	25,102	28,535	27,800	30,240	34,287	38,573

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.136	0.568	0.292	0.570	0.849	1.041
每股净资产	4.063	5.512	3.907	4.445	5.193	6.134
每股经营现金净流	1.247	1.649	1.323	1.162	1.530	1.846
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	3.34%	10.31%	7.46%	12.83%	16.34%	16.97%
总资产收益率	0.59%	2.33%	1.84%	3.31%	4.34%	4.73%
投入资本收益率	2.82%	6.21%	5.23%	12.80%	13.06%	13.71%
增长率						
主营业务收入增长率	10.29%	-1.17%	-15.88%	7.94%	11.63%	10.72%
EBIT增长率	-28.33%	-9.00%	-18.24%	161.62%	21.21%	22.85%
净利润增长率	66.02%	347.82%	-23.02%	95.57%	48.86%	22.63%
总资产增长率	6.03%	13.68%	-2.58%	8.78%	13.38%	12.50%
资产管理能力						
应收账款周转天数	53.0	55.9	68.5	65.0	66.0	66.0
存货周转天数	87.3	95.9	107.5	98.0	98.0	98.0
应付账款周转天数	98.4	107.6	140.0	130.0	130.0	130.0
固定资产周转天数	28.9	33.3	36.9	35.5	32.4	29.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-94.02%	-94.64%	-117.48%	-114.98%	-120.31%	-125.30%
EBIT利息保障倍数	7.1	-11.4	-4.8	5.0	98.5	88.8
资产负债率	82.08%	76.19%	74.03%	73.00%	72.35%	71.14%

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
	2	4	5	5	11
	2	3	5	5	8
	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	0
	1.50	1.43	1.50	1.50	1.42

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-11-06	买入	8.79	17.00~17.00

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“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



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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用;非国金证券客户中的专业投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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 7GH