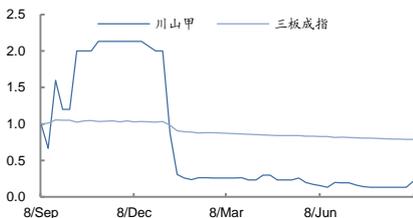


**证券研究报告—动态报告**
**新三板**
**休闲、生活及专业服务**
**川山甲(836361)**
**增持**
**公司调研纪要**

(首次评级)

2018年09月21日

**一年该股与三板成指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	1,003/988
总市值/流通(百万元)	32.71/32.21
上证综指/深圳成指	2,702/8,322
12个月最高/最低(元)	32/2

**证券分析师: 王念春**

电话: 0755-82130407

E-MAIL: wangnc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120027

**证券分析师: 张子恒**

电话: 075581981863

E-MAIL: zhangziheng1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517100001

**联系人: 刘馨竹**

E-MAIL: liuxinz@guosen.com.cn

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**

# MRO 工业品及移动终端智慧供应链服务商

**● 专注多品种多频次小批量 MRO 工业品及移动终端供应链管理**

公司致力于打造数字化、智慧化的全渠道供应链管理平台, 其“物联网+O2O 平台”供应链管理模式, 融合了电子商务、连锁经营、现代物流管理、供应链金融和物联网云计算等经营元素, 直接链接制造厂家到终端用户, 减少和优化中间环节, 为交易双方提供物品溯源、智能仓配、招标管理、信用结算、数据金融等供应链管理服务。公司主要服务于多品种、多频次、小批量特征的 MRO 工业品以及移动终端领域, 与海尔集团、海信集团、格瑞夫等大型集团企业均有深度合作; 移动终端主要为手机相关的供应链服务, 该业务近年替代大宗商品供应链, 成为公司主航道之一。

**● 打造平台型供应链管理新模式, 提供独有物联网产品溯源**

公司在 MRO 工业品供应链领域主要竞争对手包括震坤行、西域、工品汇等, 主要差异在于公司构建平台化的供应链模式, 而非自营物流; 此外公司提供权威的第三方产品溯源, 较为完善的杜绝假货问题。

**● 供应链服务化转型阵痛期, 收入增长, 毛利率下滑**

2018H1 公司营业总收入 19.4 亿元/归母净利润 3314 万元, YOY 103.85% / 3.03%; 扣非净利润 2820 万元, YOY 35.69%。收入增长得益于公司积极开拓市场, 移动终端业务增长较快, 华东、华南等地均有布局。盈利能力方面, 2018H1 公司毛利率为 3.61%, 同比下降-2.88pct, 主要由于移动终端市场竞争激烈, 移动终端合作商取消往年补助。费用方面, 2018H1 总费用率为 1.73% (含研发), 同比下降-0.94pct。本期研发支出 563 万, 研发费用率 0.29%, 同比下降 0.03pct, 主要用于打造数字化、智慧化全渠道供应链管理平台。

**● 风险提示**

信贷政策对流动资金的影响; 存货及应收减值。

**● 智慧全渠道供应链服务商, 首次给予“增持”评级**

公司专注提供 MRO 工业品以及移动终端领域的供应链管理服务, 致力于打造智慧全渠道平台, 减少及优化中间环节, 解决假货痛点, 助力制造业降本增效。目前逐步转型纯供应链服务收费模式, 毛利率水平还有改善空间。预计公司 18/19/20 年每股收益分别为 0.12/0.15/0.23 元, 首次给予“增持评级”。

**盈利预测和财务指标**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	5101	3,531	7,070	10,419	17,471
(+/-%)	524.0%	-30.8%	100.2%	47.4%	67.7%
净利润(百万元)	132	76	120	150	246
(+/-%)	164.1%	-42.2%	56.8%	25.1%	64.0%
摊薄每股收益(元)	0.16	0.08	0.12	0.15	0.23
EBIT Margin	3.6%	2.5%	2.2%	2.1%	2.1%
净资产收益率(ROE)	9.0%	3.6%	5.3%	6.3%	7.4%
市盈率(PE)	15.2	26.3	27.3	21.8	14.0
EV/EBITDA	11.6	26.5	23.3	20.3	15.4
市净率(PB)	1.37	0.94	1.46	1.38	1.03

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 专注多品种多频次小批量 MRO 工业品及移动终端供应链

公司深耕供应链管理领域多年,构建了智能物流网络体系、智慧商务网络体系、物联网协同平台三大支撑体系,致力于打造数字化、智慧化的全渠道供应链管理平台,直接链接制造厂家到终端用户,减少和优化中间环节,为交易双方提供物品溯源、智能仓配、招标管理、信用结算、数据金融等供应链管理服务,助力制造业降本增效。

公司主要服务于多品种、多频次、小批量特征的工业品以及移动终端领域,主要客户对象为制造企业、产业集群区、移动终端经销商和零售商等,为客户提供降本增效供应链服务来收取供应链服务费,并享受一定的成本优化收益。

工业品主要是指 MRO (Maintenance 维护、Repair 维修、Operation 运行) 工业品,包括 30 多个品类,几十万种产品,如仪器仪表、元器件、液压工具、轴承、办公设备和用品等。公司与海尔集团、海信集团、格瑞夫等大型集团企业均有深度合作,采取辅料外包或总包的业务合作形式。

移动终端主要为手机相关的供应链服务,主要客户为广州承兴,该业务近年替代大宗商品供应链,成为公司主航道之一。2017 年公司移动终端业务主要集中在华南地区,而华南地区业务收入占比为 13.17%,故我们估算移动终端收入占比在 13%左右。2018H1 移动终端收入进一步增长。

图 1: 公司 MRO 工业品相关产品



资料来源:公司官网、国信证券经济研究所整理

图 2: 公司 MRO 工业品相关产品



资料来源:公司官网、国信证券经济研究所整理

**表 1: 公司 MRO 工业品主要合作客户及业务案例**

客户名称	客户简介	合作内容
海尔集团	连续五年蝉联全球白色家电第一品牌，在全球有 24 个工业园，5 大研发中心、66 个贸易公司，全球用户遍布 100 多个国家和地区。	辅料采购外包，后期视合作效果开展总包合作
海信集团	特大型电子信息产业集团公司，是国内唯一一家同时持有海信（Hisense）、科龙（Kelon）和容声（Ronshen）三个中国驰名商标的企业集团。	优化供应商队伍，选择强资质能力的辅料供应商。采购外包，后期根据客户内部实际需求及双方合作效果谈总包合作
格瑞夫	格瑞夫是一家全球工业包装生产的行业领先者，在 40 多个国家拥有超过 160 家的工厂。在中国的上海、宁波、太仓、珠海、惠州设有工厂。	辅料业务总包：仓库管理总包服务、零库存管理服务（VMI+JIT 采购总包模式）、供应链优化服务 1、减少采购、仓库、运营、财务工作量 2、提升维修计划准确率和采购执行效率 3、优化上游供应商对接及管理 4、降低库存资金占用、去积压库存 5、优化结算支付，推进实施 VMI 管理
杭港地铁	杭州市属大型企业杭州地铁集团有限公司与香港知名上市公司香港铁路有限公司在杭州共同组建的中外合作企业。	优化供应商队伍，采购外包，后期根据客户内部实际需求及双方合作效果谈总包合作。保证了客户所需商品的 JIT 供应，物联网追溯服务保证了商品渠道的正规化。
昱辉阳光	全球光伏行业的领头羊，拥有高素质的科研、技术团队和经验丰富的管理团队，是全球光伏行业仅有的几家一体化经营的大集团之一。	采购外包，后期根据客户内部实际需求及双方合作效果谈总包合作
河北鑫达钢铁	固定资产 117 余亿元，是一家集钢铁冶炼、压延加工、煤气发电、余热发电、水渣微粉、污水处理、国际贸易、钢铁物流为一体的大型综合性民营企业。	辅料仓库总包 1、提升采购流程执行效率 2、优化上游供应商对接及管理 3、降低库存资金占用、去积压库存 4、优化结算支付，推进实施 VMI 管理

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

公司打造的“物联网+O2O 平台”供应链管理新模式，融合了电子商务、连锁经营、现代物流管理、供应链金融和物联网云计算等经营元素：1) 利用物联网云计算技术让供应链上下游成员更加紧密的粘结在一起，促成供应链的一体化协同运作；2) 通过搭建 O2O 平台，线上利用电子商务来实现交易、结算的“在线化”，线下利用连锁经营和现代物流管理实现售后服务和配送的闭环；3) 基于沉淀在平台上的数据，与银行合作提供供应链金融等增值服务。

**表 2: 公司核心业务模式及简介**

核心业务	简介
智慧库存优化服务	根据客户需求，川山甲首先为终端客户提供智慧库存优化服务，主要内容包括库区库位规划、商品资料采集整理、库位及商品编码、仓库管理系统上线、操作流程培训、管理信息化咨询等在内的综合性服务。
互联网采购平台	辅料供应链管理业务的 O2O 平台的核心由线上互联网采购平台和线下 5S 连锁服务站网络构成。线上互联网采购平台的作用是优化原来的采购模式，变线下招标为线上招标竞价、订单手工处理变系统自动处理、分散结算变第三方平台统一结算，供应商零星采购变长协战略采购。通过这种方式，扩大了供应商来源、降低了订单处理成本和结算成本。
5S 连锁服务站	线下 5S 连锁服务站是一个连锁服务网络，遍布在大型客户周边或产业集群区，具有售后服务（Service）、展示和体验（Show）、交易（Sales）、快速配送（Speed）和系统解决方案（Solution）等五项功能。在线上电子采购平台上投标的供应商加盟 5S 连锁服务站，落实线上订单完成交易闭环。同时，川山甲为加盟供应商提供集中分拣配送、供应链信息系统、订单集中采购、统一资金结算、品牌形象支持等平台服务。对供应商来说，提高了品牌地位、降低了物流成本、提高了管理信息化水平、降低了结算风险和采购成本。
基于大数据的供应链金融服务	基于 O2O 平台上发生的真实交易的订单、结算、物流等信息数据，川山甲通过和银行等机构合作为中小型供应商供应链金融服务，川山甲负责提供数据和确认审核，银行等金融机构负责提供融资，通过这种方式，解决供应商的融资难题。
物联网溯源服务	川山甲还利用由子公司上海捷玛研发的物联网溯源服务，将辅料供应商上中下游链接在一起，对生产制造商来说，能够实时监控产品的流通渠道，防止串货销售。对终端客户来说，通过手机扫描二维码查阅产品流通数据即可判断产品是否假冒伪劣。对于交易双方来说，实现了供求信息共享，基于数据分析来进行单品管理、渠道库存分配和销售预测，提高了服务水平，减少了库存浪费。

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

### 行业竞争：公司主打平台化供应链模式及产品溯源

目前供应链管理行业在我国尚处在导入期，仍仅停留在自营物流和第三方物流阶段，真正应用供应链管理理念的企业和专业从事供应链管理的服务商都相对较少。此外，供应链管理所服务行业相对分割，不同行业的供应链特征差异导致目前大多数专业供应链管理服务商均是集中服务于一个或少数几个行业，鲜有供应链管理服务商同时服务众多领域。

公司专注 MRO 工业品领域，在该领域主要竞争对手包括震坤行、西域、工品汇等，主要差异在于公司构建平台化的供应链模式，而非自营物流；此外公司提供权威的第三方产品溯源，较为完善的杜绝假货问题。

**表 3: MRO 工业品供应链领域, 公司及主要竞争对手情况**

公司名称	主营业务简介	近期融资	与川山甲主要差异
川山甲	成立于 2008 年, 公司以工业品供应链管理服务商为战略定位, 依托大型制造企业和产业集群区, 向上下游产业链延伸, 发展集库存管理信息化、采购管理优化、工业品 O2O 交易平台、供应链管理信息系统、集中分拣配送、供应链金融以及物联网溯源服务等在内的综合性服务, 以帮助生产制造企业降本增效为使命, 打造基于物联网+O2O 平台的工业品智慧供应链。	2016 年 12 月增发融资 6 亿, 发行价格 3.09 元, 投后估值 31 亿人民币。主要用于投入 5S 服务站、自动化货柜网点的建设。大股东、杭州润研、新千投、勤奕投资等认购。	N/A
震坤行	成立于 1996 年, 震坤行工业超市经营包括数百万种工厂使用辅料及易耗品 (MRO), 拥有 5000 多家供应商, 与超过 1 万家先进制造业客户保持长期合作。建立智能型+体验型的运营模式, 提供个性化产品和服务, 帮助客户实现透明化、零库存、智能化的一站式 MRO 采购与管理。	2018 年 8 月完成 C 轮 1.29 亿美元融资, 老虎环球基金、君联资本、壳牌中国等新入; 钟鼎创投、元生资本、经纬中国追加。	自营物流, 运费全免; 无供应链金融、产品溯源
西域	成立于 2002 年。国内专业 MRO 自营电商, 通过 EDI 对接整合上游厂家实时库存数据, 通过 Punch-out 对接客户 ERP, 实现客户非生产物料的电商化采购, 提升供应链货期, 确保正品行货, 降低采购成本。通过在线系统对接金融机构, 实现了应收账款在线保理。	2018 年 3 月完成 D 轮 1 亿美元融资, 中金甲子零头。老股东包括 IDG、达晨创投。	自营物流, 专注信息化建设; 无产品溯源
工品汇	成立于 2014 年。专注做工业用品供应链的电商公司, 为客户提供便捷、高效的工业用品一站式采购服务。工品汇通过打造 MRO 供应链平台, 链接品牌商和客户, 从产品、价格、物流、服务、数据等方面帮助上下游提升采购效率, 降低成本。	2018 年 5 月完成 B+ 轮 2 亿人民币融资, 京东、雄牛资本新入; 普华资本、微光创投、云启资本追加	国际客户为主, 如施耐德、西门子、德力电气; 无供应链金融、产品溯源

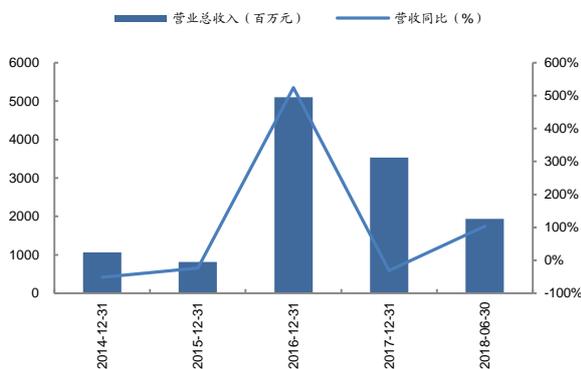
资料来源: 川山甲、震坤行、西域、工品汇官网; 全国企业信用信息公示系统、国信证券经济研究所整理

## 供应链服务化转型阵痛期, 收入增速反弹

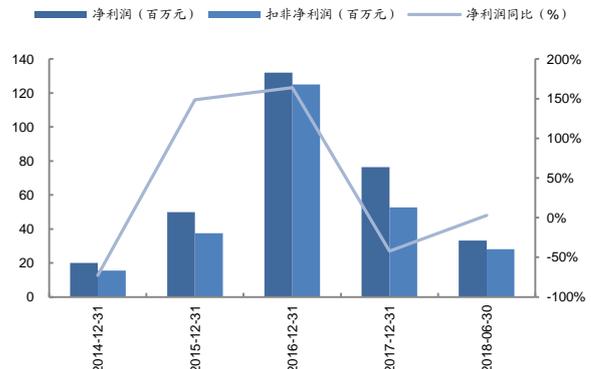
2018H1 公司营业总收入 19.4 亿元/归母净利润 3314 万元, YOY 103.85% / 3.03%; 扣非净利润 2820 万元, YOY 35.69%。收入增长得益于公司积极开拓市场, 移动终端业务增长较快, 华南、华东等地均有布局。2017 年收入 35.31 亿, YOY-30.77%, 收入下降主要由于战略性转型, 减少贸易成交, 主动将采购分销执行逐步向纯供应链服务转化; 2018H1 收入增速反弹。

2018H1 收入构成方面, 采购分销执行收入 19.11 亿元, YOY 103.3%, 占收入比 98.5%; 供应链服务收入 0.28 亿元, YOY 146.59%, 占收入比 1.44%, 占比上升 0.25pct; 运输服务收入 1090 万元, 仓储服务收入 140 万元。

2018H1 公司经营活动现金流净额为-2.14 亿元, 主要由于供应链企业带有金融属性, 垫款购买商品支付现金较多。

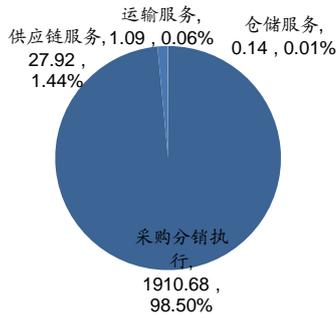
**图 3: 公司历年营业收入及增速 (百万元, %)**


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**图 4: 公司历年净利润及增速 (百万元, %)**


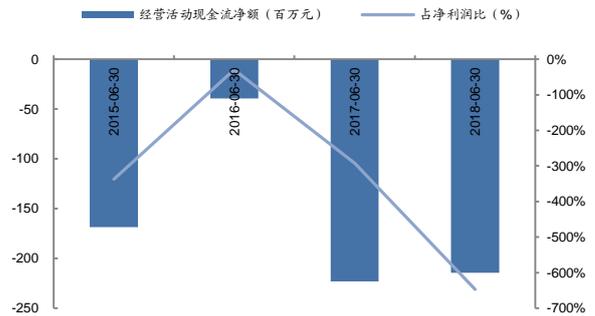
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 5: 公司 2018H1 营业收入构成 (百万元, %)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司半年度经营活动现金流净额及占比 (百万元, %)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

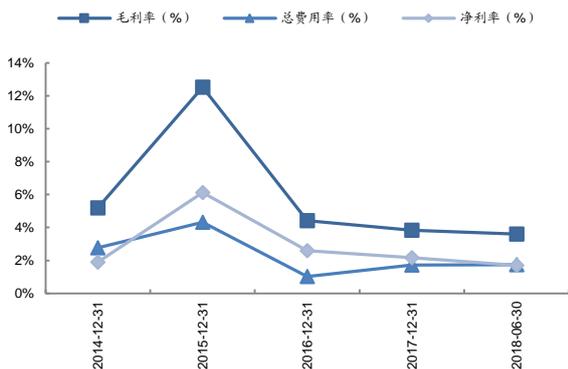
## 竞争加剧毛利率下降, 研发打造数字化供应链平台

盈利能力方面, 2018H1 公司毛利率为 3.61%, 同比下降-2.88pct, 主要由于移动终端市场竞争激烈, 移动终端合作商取消往年补助。2016 年毛利率大幅下滑主要由于公司与移动终端经销商、零售商及分公司开始供应链合作, 营业总收入规模迅速增长 524%, 而供应链服务收入占比下降 (10.63%至 0.84%)。

费用方面, 2018H1 总费用率为 1.73% (含研发), 同比下降-0.94pct。具体来说, 销售费用率 0.24%, 同比下降-0.09pct。管理费用率 0.84%, 同比下降-0.77pct, 主要由于会计披露剔除研发。财务费用率 0.36%, 同比下降-0.37pct。本期研发投入 563 万, 研发费用率 0.29%, 同比下降 0.03pct, 主要用于打造数字化、智慧化全渠道供应链管理平台。

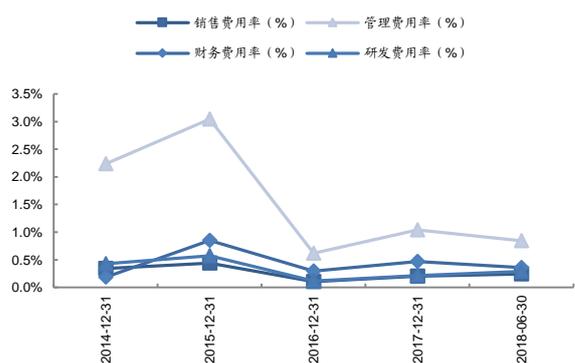
2018H1 公司净利率为 1.71%, 同比下降-1.67pct, 主要由于毛利率下滑。

图 7: 公司历年的毛利率、费用率、净利率 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 公司历年销售、管理、财务、研发费用率 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## 智慧全渠道供应链服务商, 首次给予“增持”评级

公司专注提供 MRO 工业品以及移动终端领域的供应链管理服务, 致力于打造智慧全渠道平台, 减少及优化中间环节, 解决假货痛点, 助力制造业降本增效。目前逐步转型纯供应链服务收费模式, 毛利率水平还有改善空间。预计公司 18/19/20 年每股收益分别为 0.12/0.15/0.23 元, 首次给予“增持评级”。

## 2018年8月调研纪要 Q&A:

### Q: 董事长许总，您当初为何想到做供应链？而本身并不是专业出身？

初创公司时，代理过三星手机。三星不是手机卖的好，而是供应链管理很好，仓库、售后等方面在制造业特别突出。然后我自己成立了公司。一个节点的企业为客户省不了多少钱，比如只做物流，公司做到了全渠道，可以为企业最多省下40%左右的成本。

供应链金融，从银行借款赚一些息差，市场不大，为客户省钱降低成本才是大市场。

### Q: 工业品线上交易和零售电商有哪些异同？

工业品电商，是要解决整个采购、运输过程的问题，流通环节主要就是多品种、多频次才容易出问题，该种类行业更加需要供应链。普通电商的手段，是不能解决工业品的困难。

目前供应链还处于蓝海，B2B基本上竞争格局还未确定，而零售电商B2C天猫、京东已经出名，格局确定。

工业品采购方式不一样，用之前就需要讲好数量，何时采购，何时使用，线上线下必须高度融合；线上做的事情，不仅仅是做买卖，而是订单处理，需要互联网的协同操作。关键在于1)集中物流配送，从几百家供应商采购，集中之后运输，可以省下运费；2)跳过中间商，直接向源头采购，减少中间环节，减少假货概率。

B2C也经历过几次革命：线下基础发展的实体商店→连锁商店→信息化系统，这三样东西支撑产生了线上平台。工业品是没有前期基础的，需要慢慢建立。

### Q: 假货工业品主要在哪些行业？

汽配，汽油，小零件等，假冒产品很多，各行业都有。从源头端对端，可以基本解决这个问题，不排除部分环节的小漏洞。很多工业品，看似一样，其实质量差距很大，这是为什么中国机床很难生产较好的产品，很多零配件都是假冒的，出现了问题。

### Q: 公司偏向利丰、亚马逊的哪种模式？

我们偏向亚马逊模式，把300个供应商的配送集中起来；本来10个环节，变2个环节，流通环节减少，效率提升。我们是研究流通过程的减少环节，围绕工业品的碎片化、多频次、小品种等特点。

我们总体模式接近亚马逊，目前过程还在亚马逊的起步阶段。平台的起步运行，需要几个时期：1)建设培育期，去年已经结束；2)发展增长期，大概2年左右，开始有利润；3)高速发展期，利润由小到大。

未来世界上最大的供应链公司，一定在中国，公司机遇很大。

### Q: 供应链的主要难点在哪个环节？

2017年贸易收入大进大出，收入波动较大。未来新的模式是平台模式，

收服务费、不垫资。刚起步的时候，规模和盈利会有波动，公司采取吸引新客户的营销策略，毛利率初始较低，以后维持 5% 是正常状态。越往后，客户使用供应链的节点越多，毛利率会逐渐提升。

在战略层面，先从 10 亿规模做起，再到几十亿的工厂，乃至到后面整个华东市场。目前花了 1-2 年建厂用于展示，预留了 1 万多平方米用于供应商、客户之间集中办公，暂时还没开放。用户肯定也喜欢跑一个地方，不用跑很多供应商，是一种新业态。

**Q: 是否计划其他区域的扩张?**

目前太极仓库可以支持南方地区。建设扩张方面，可以委托物流地产，属于轻资产，目前联网仓库现在 30-40 家。我们 18 亩土地就产生几百亿流水，很多其他低效率物流中心将遭到淘汰。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	782	800	800	800	营业收入	3531	7070	10419	17471
应收款项	526	1065	1570	2633	营业成本	3396	6804	10043	16839
存货净额	182	186	275	461	营业税金及附加	4	7	10	17
其他流动资产	863	707	1042	1747	销售费用	7	17	25	42
<b>流动资产合计</b>	<b>2352</b>	<b>2758</b>	<b>3687</b>	<b>5641</b>	管理费用	37	84	123	203
固定资产	236	245	271	274	财务费用	17	(5)	13	43
无形资产及其他	94	91	87	83	投资收益	(2)	(1)	(1)	(1)
投资性房地产	31	31	31	31	资产减值及公允价值变动	2	(3)	(5)	2
长期股权投资	16	16	16	16	其他收入	31	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>2729</b>	<b>3141</b>	<b>4092</b>	<b>6044</b>	营业利润	102	159	199	326
短期借款及交易性金融负债	220	298	858	1297	营业外净收支	1	1	1	1
应付款项	175	279	412	692	<b>利润总额</b>	<b>102</b>	<b>160</b>	<b>200</b>	<b>327</b>
其他流动负债	149	276	407	683	所得税费用	26	40	50	82
<b>流动负债合计</b>	<b>543</b>	<b>853</b>	<b>1677</b>	<b>2671</b>	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	39	39	39	39	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>76</b>	<b>120</b>	<b>150</b>	<b>246</b>
其他长期负债	7	7	7	7					
<b>长期负债合计</b>	<b>46</b>	<b>46</b>	<b>46</b>	<b>46</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>590</b>	<b>900</b>	<b>1724</b>	<b>2717</b>	净利润	76	120	150	246
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	3	30	4	2
股东权益	2139	2241	2368	3327	折旧摊销	10	22	28	32
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2729</b>	<b>3141</b>	<b>4092</b>	<b>6044</b>	公允价值变动损失	(2)	3	5	(2)
					财务费用	17	(5)	13	43
关键财务与估值指标					营运资本变动	(33)	(127)	(660)	(1397)
每股收益	0.08	0.12	0.15	0.23	其它	(3)	(30)	(4)	(2)
每股红利	0.01	0.02	0.02	0.03	<b>经营活动现金流</b>	<b>52</b>	<b>18</b>	<b>(477)</b>	<b>(1122)</b>
每股净资产	2.13	2.23	2.36	3.16	资本开支	(99)	(60)	(60)	(30)
ROIC	3%	5%	6%	7%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	4%	5%	6%	7%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(97)</b>	<b>(60)</b>	<b>(60)</b>	<b>(30)</b>
毛利率	4%	4%	4%	4%	权益性融资	600	0	0	750
EBIT Margin	2%	2%	2%	2%	负债净变化	(6)	0	0	0
EBITDA Margin	3%	3%	2%	2%	支付股利、利息	(14)	(18)	(22)	(37)
收入增长	-31%	100%	47%	68%	其它融资现金流	16	79	560	439
净利润增长率	-42%	57%	25%	64%	<b>融资活动现金流</b>	<b>576</b>	<b>61</b>	<b>537</b>	<b>1152</b>
资产负债率	22%	29%	42%	45%	<b>现金净变动</b>	<b>531</b>	<b>18</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
息率	0.4%	0.5%	0.7%	1.1%	货币资金的期初余额	251	782	800	800
P/E	42.9	27.3	21.8	14.0	货币资金的期末余额	782	800	800	800
P/B	1.5	1.5	1.4	1.0	企业自由现金流	(56)	(47)	(528)	(1119)
EV/EBITDA	39.4	23.3	20.3	15.4	权益自由现金流	(46)	36	21	(713)

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

### 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032