

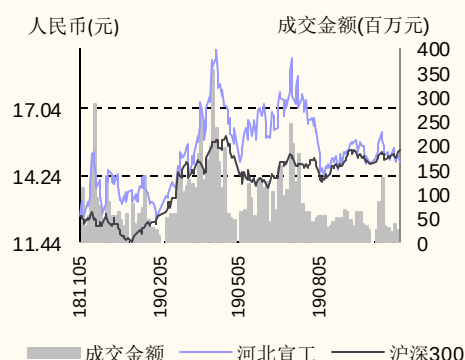
河北宣工 (000923.SZ) 增持 (首次评级)

公司研究

市场价格 (人民币): 14.85 元
目标价格 (人民币): 17.60-17.60 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股) 6.53
已上市流通 A 股(亿股) 1.98
总市值(亿元) 96.93
年内股价最高最低(元) 16.08/14.84
沪深 300 指数 3978
深证成指 9868

**剥离亏损机械资产，着力矿产资源发展****公司基本情况 (人民币)**

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,401	4,972	6,175	7,480	8,260
营业收入增长率	1970.18%	-7.95%	24.20%	21.13%	10.43%
归母净利润(百万元)	241	134	530	575	657
归母净利润增长率	11421.12%	-44.33%	295.29%	8.36%	14.29%
摊薄每股收益(元)	0.369	0.206	0.812	0.880	1.006
每股经营性现金流净额	1.91	0.94	1.20	1.03	1.18
ROE(归属母公司)(摊薄)	3.67%	2.11%	7.95%	8.19%	8.86%
P/E	61.76	66.17	18.56	17.13	14.99
P/B	2.27	1.40	1.48	1.40	1.33

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **剥离亏损机械资产，着力打造矿产资源平台。**公司近日公告，拟将机械板块业务涉及的资产及负债以非公开协议转让的方式转让给公司股东宣工发展，转让价格为 119.31 万元，以现金方式支付。考虑此工程机械资产长期处于亏损状态，通过此次转让，有望进一步提升公司盈利能力。
- **拟更名“河钢资源”，专注打造全球化布局的矿产资源板块上市平台。**公司同时公告，拟变更经营范围，并将公司中文名称变更为“河钢资源股份有限公司”。至此，自 2017 年实施资产重组后，公司成为河钢集团旗下纯正的铁矿石资源板块重要上市平台，产品包括有磁铁矿、铜矿及蛭石矿，其中，铁矿石营收占比已超过 60%。
- **盈利持续改善，Q3 业绩创新高。**根据公司三季报，报告期内公司实现营业收入 41.02 亿元，同比增长 16.1%。实现归属于上市公司股东净利润 4.07 亿元，同比增长 466.2%。其中，Q3 单季度实现归母净利润 1.81 亿元，同比增长 1165.9%，环比增长 49.6%。
 - ✓ 受到淡水河谷事故影响，铁矿石价格 Q2 以来大幅上涨，Q3 矿价延续强势，受益于此，公司 Q3 盈利同环比均实现大幅增长。
 - ✓ 随着淡水河谷事故矿区逐步复产，矿石发货量有所回暖，加之 Q4 行业需求进入到季节性淡季，预计 Q4 矿价强势格局将有所缓解，整体价格维持区间震荡，公司 Q4 盈利也有望维持平稳。
- **铜与蛭石业务维持稳定。**作为南非最大的精铜生产商，二期扩产稳步推进中，预计 19 年下半年陆续投产，公司现阶段精炼铜产能约 5 万吨。高端蛭石稳定贡献利润。PC 公司为全球最大蛭石生产商，产量占比超三分之一。其蛭石产品主要定位高端应用领域，预计每年稳定贡献 1 亿元左右净利润。

盈利预测&投资建议

- 预计公司 19-21 年公司实现归母净利润分别为 5.30 亿元、5.75 亿元、6.57 亿元，同比增长 295.0%、8.4%、14.3%，对应 PE 分别为 18.6 倍、17.3 倍、15.2 倍。参考可比公司估值，目标价 17.6 元，对应 2020 年 20X 估值。首次覆盖给予公司“增持”评级。

风险

- 二期扩产项目进度不达预期；铁矿石复产及扩产力度超预期等。

倪文祎 联系人
niwenyi@gjzq.com.cn

孙春旭 分析师 SAC 执业编号: S1130518090002
sunchunxu@gjzq.com.cn

内容目录

一、剥离亏损机械资产，着力打造矿产资源平台	3
二、弹性不错的纯正铁矿标的，盈利持续改善	5
三、铜与蛭石业务维持稳定	6
南非最大的精铜生产商，二期扩产稳步推进中	6
高端蛭石全球最大生产商，稳定贡献利润	6
四、盈利预测与投资建议	7
五、风险提示	8

图表目录

图表 1：标的资产评估情况	3
图表 2：公司股权架构	4
图表 3：PC 公司分品种产量（万吨）	4
图表 4：公司各业务板块营收占比	4
图表 5：公司各品种储量、品味统计	5
图表 6：铁矿石价格走势	5
图表 7：公司净利润统计	5
图表 8：公司盈利弹性测算	6
图表 9：PC 公司在南非及非洲所处离地位置	6
图表 10：PC 铜矿开采	6
图表 11：全球蛭石产量统计	7
图表 12：分产品盈利预测	7
图表 13：可比公司估值比较（市盈率法）	8

一、剥离亏损机械资产，着力打造矿产资源平台

- **转让亏损机械资产，进一步提升公司盈利能力。**公司近日公告，拟对机械板块主要经营性业务进行资产重组，将机械板块业务涉及的资产及负债以非公开协议转让的方式转让给公司股东宣工发展，并签署相关协议。
 - ✓ 根据公告内容，拟转让标的资产评估值为 9.62 亿元、负债评估值为 9.61 亿元，交易净额为 119.31 万元。因此，本次标的资产转让价格为 119.31 万元。本次交易标的股份转让价款以现金方式支付。
 - ✓ 上述工程机械资产，主要产品涉及推土机等，过去几年经营难有起色，长期处于亏损状态，持续拖累公司业绩。

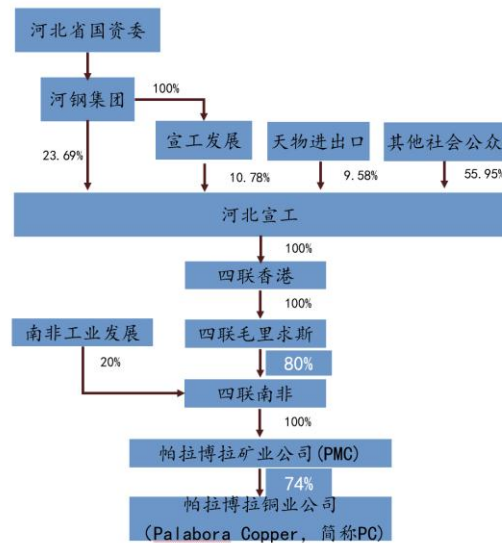
图表 1：标的资产评估情况

	项目	账面价值 A	评估价值 B	增减额 C = B - A	增值率 (%) D = C / A × 100%
流动资产	1	79,183.48	78,163.76	-1,019.72	-1.29
非流动资产	2	16,371.07	18,047.53	1,676.46	10.24
其中：固定资产	3	13,590.88	15,265.85	1,674.97	12.32
其他非流动资产	4	2,780.20	2,781.69	1.49	0.05
资产总计	5	95,554.55	96,211.29	656.74	0.69
流动负债	6	95,510.98	95,510.98	-	
非流动负债	7	581	581	-	
负债合计	8	96,091.98	96,091.98	-	
净资产	9	-537.43	119.31	656.74	122.2

来源：公司公告、国金证券研究所

- **拟变更公司名称“河钢资源”，专注打造全球化布局的矿产资源板块上市平台。**公司同时公告，为公司主营业务现状和业务发展的需要，拟变更经营范围，且将公司中文名称由“河北宣化工程机械股份有限公司”变更为“河钢资源股份有限公司”（简称为“河钢资源”）。至此，公司自 2017 年实施资产重组后，成为河钢集团旗下纯正的矿石资源板块重要上市平台。
 - ✓ 公司 2017 年实施资产重组，发行股份购买四联香港 100% 股权，通过四联香港间接控股 PC 公司，后者以铜矿、蛭石矿的开采以及铜矿及伴生矿的冶炼加工为主营业务。重组完成后，公司形成矿业开发及矿产品加工、销售和工程机械产品及配件的生产、销售的双主营业务。
 - ✓ 公司通过发行股份的方式购买四联香港及募集配套资金。2017 年公司向河钢集团、天物进出口、中嘉远能发行股份购买其持有的四联香港 100% 股权；同时向长城资产、林丽娜、余斌、君享宣工、诺鸿天祺、点石 3 号非公开发行股份募集配套资金，用于 PC 公司铜矿二期项目建设。
 - ✓ 重组后间接持股的子公司 PC 为其主要资产。而重组完成后，公司的实际控制人仍为河北省国资委不变，通过四联香港公司间接持有 PC（即帕拉博拉铜业公司）59.2% 的股权，形成绝对控制。

图表 2：公司股权架构



来源：公司公告、国金证券研究所

- **矿石采掘以子公司 PC 为主要平台，产品有磁铁矿、铜矿及蛭石矿。**公司重组收购的四联香港主要通过控股子公司 PC 实现对南非 Palabora 铜矿、蛭石矿的开采以及铜矿冶炼。子公司 PC 位于南非 Limpopo 省，是南非最大的铜棒/线生产商，同时在加工铜矿石的过程中有伴生产品磁铁矿，经过几十年的铜矿生产已经堆存了约 1.8 亿吨磁铁矿，品位为 56%，同时井下生产将每年新增磁铁矿产品，公司仅需要对磁铁矿进行简单的磁分离，即可将磁铁矿品位提高至 64.5%。公司蛭石矿作为南非主要出产蛭石的矿区，是世界前三大蛭石矿，蛭石产量占全球份额的 1/3 左右。

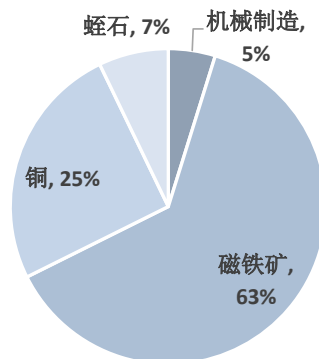
图表 3：PC 公司分品种产量（万吨）

	2014	2015	2016	2017
精铜	4	4	3	4
磁铁矿	783	607	543	614
蛭石	14	14	18	15

来源：公司公告、国金证券研究所

- **营收 95%来自金属矿开采及加工，业务已全面转向矿石采掘。**2017 年重组完成后，公司收入中约 95%来自于金属矿开采及加工，仅有 5%左右来自于机械制造业务。从公司利润来看，2019 年上半年公司机械制造业务部分仍处于亏损状态，全部盈利均为矿石采掘贡献。

图表 4：公司各业务板块营收占比



来源：公司公告、国金证券研究所

二、弹性不错的纯正铁矿标的，盈利持续改善

- **公司铁矿石资源拥有储量大、矿成本低、含铁量高等优势。**PC 的磁铁矿是加工铜矿石过程中分离出的伴生矿。资源储量方面，根据 2017 年交易报告书披露，截止 2016 年底，铜矿（折合铜金属量）保有量为 100.71 万吨，铁金属量为 1756.8 万吨。而经过几十年的开采，作为铜矿开采的尾矿，截至评估基准日 PC 积累的磁铁矿已达约 1.92 亿吨，含铁量约为 56%。在销售前经预处理加工，含铁量可以进一步提升至 64.5%。PC 的磁铁矿开采成本低，含铁量也交高。

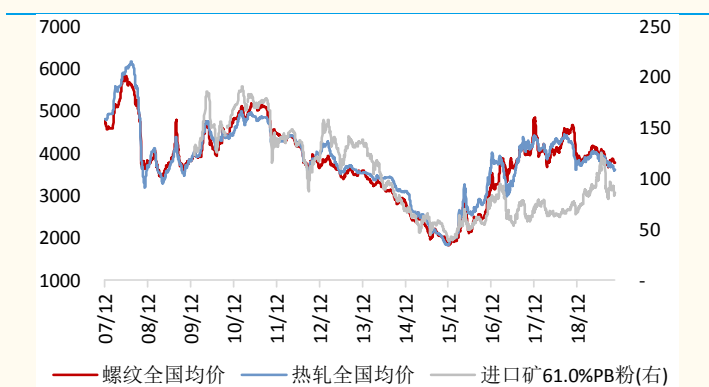
图表 5：公司各品种储量、品味统计

品种	保有资源储量/矿石储量 (万吨)	品味
铜一期	624.44	Cu0.68%、TFe19.67%
铜二期	12,058.79	Cu0.80%、TFe13.55%
蛭石	2755.22	平均地质品位(0.425V)18.01%
磁铁矿	19200	约 56%

来源：公司公告、国金证券研究所

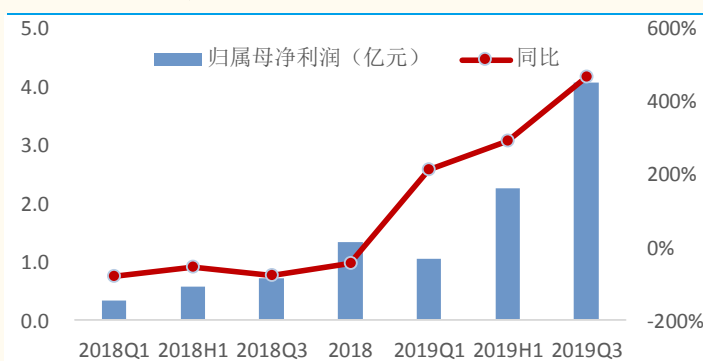
- **盈利持续改善，Q3 业绩创新高。**根据公司三季报，报告期内公司实现营业收入 41.02 亿元，同比增长 16.1%。实现归属于上市公司股东净利润 4.07 亿元，同比增长 466.2%。其中，Q3 单季度实现归母净利润 1.81 亿元，同比增长 1165.9%，环比增长 49.6%。
- ✓ 受到淡水河谷事故影响，铁矿石价格 Q2 以来大幅上涨，Q3 矿价延续强势，受益于此，公司 Q3 盈利同环比均实现大幅增长。至公司资产重组完成以来，盈利逐季得到持续改善。
- ✓ 随着淡水河谷事故矿区逐步复产，矿石发货量有所回暖，加之 Q4 行业需求进入到季节性淡季，预计 Q4 矿价强势格局将有所缓解，整体价格维持区间震荡，公司 Q4 盈利也有望维持平稳。

图表 6：铁矿石价格走势



来源：wind、国金证券研究所

图表 7：公司净利润统计



来源：wind、国金证券研究所

- **盈利弹性不错的矿石股。**公司营收中超过 70%为磁铁矿，且为公司贡献了超过 90%的净利润。18 年公司磁铁矿年产量为 700 万吨左右，未来矿石价格中枢的上移将为公司利润带来较高弹性。根据我们对矿价上涨给公司带来的吨矿盈利弹性测算，矿价每上涨 50 元/吨，对应盈利增加 1.6 亿元左右。（主要假设考虑产量按 18 年 700 万吨，吨矿成本综合考虑 16、17 年平均数据，得到 350 元/吨）

图表 8：公司盈利弹性测算

基本假设							
产量（万吨）	700						
吨矿成本（元）	350						
盈利弹性测算							
矿价假设（元/吨）	600	650	700	750	800	850	900
对应净利润(亿元)	2.26	3.88	5.50	7.13	8.75	10.37	11.99
对应 PE	40	23	16	13	10	9	8

来源：国金钢铁测算、国金证券研究所

三、铜与蛭石业务维持稳定

南非最大的精铜生产商，二期扩产稳步推进中

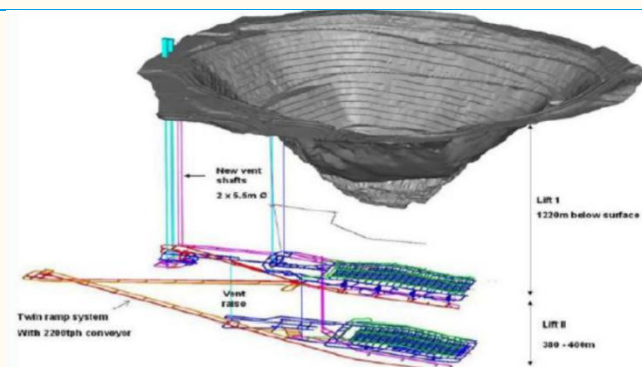
- PC 是南非最大的精铜生产商，所处位置优异。公司的铜产品包括铜线、电解铜等。PC 的大部分铜线和少量电解铜在当地销售，其余用于出口。PC 位于南非东北部 Limpopo 省，该省以丰富的农业、矿产和旅游资源而著称，且许多资源尚未开发。Limpopo 省矿产资源丰富，生产南非一半的煤和大量的铁矿石。PC 位于 Limpopo 省南部 Ba-Phalaborwa 市，该市是 Mopani District Municipality (MDM) 市的一部分。PC 位于 Phalaborwa 矿业和工业区内 Phalaborwa 镇南部约 5 公里处。PC 矿区所处位置具有良好的基础设施，有充足的电力和水源，矿区紧邻 R40 国家公路。

图表 9：PC 公司在南非及非洲所处地理位置



来源：公司官网、国金证券研究所

图表 10：PC 铜矿开采



来源：公司官网、国金证券研究所

- 铜矿二期项目增大资源存储量。PC 铜矿露天采矿运营从 1965 年开始，露天采矿阶段每天采矿约 8 万吨。2002 年 4 月，露天开采宣告结束，PC 从大型露天采矿转为地下采矿，每天开采矿石约 3.28 万吨，该阶段被称为铜矿一期项目，一期项目地下采矿运作可截至 2019。目前，PC 制定了考虑周详的战略和工作计划，进一步推进通过目前的铜矿一期项目下方建设铜矿二期项目，并采用崩落矿山的采选方式，可将矿山服务年限延长至 2033 年左右。二期项目预计 19 年下半年陆续投产，公司现阶段精炼铜产能约 5 万吨。

高端蛭石全球最大生产商，稳定贡献利润

- 蛭石下游应用分散：蛭石是一种非金属矿，是一种层状结构的含镁的水铝硅酸盐，外形似云母，是黑云母等天然矿物风化蚀变的产物，呈块状、片状和粒状，其层间水分子经高温灼烧，体积增大 18--25 倍，颜色变为金黄色或银白色。蛭石富含氮、磷、钾、铝、铁、镁、硅酸盐等成分。蛭石有

较高的层电荷数，故具有较高的阳离子交换容量和较强的阳离子交换吸附能力。蛭石可用作建筑材料、吸附剂、防火绝缘材料、机械润滑剂、土壤改良剂，广泛应用于人类社会的各个领域，作为一种民用的非金属矿物，蛭石已经在世界范围内实现完全市场化。

- **生产较为集中，PC 为全球最大：**世界主要蛭石生产企业为蛭石矿产资源所在地，南非、美国和巴西为主要蛭石生产区域。公司子公司 PC 为全球最大生产商，产量占比超三分之一。其蛭石产品主要定位于高端应用领域，预计每年稳定贡献 1 亿元左右净利润容。

图表 11：全球蛭石产量统计

蛭石生产厂商	产量（吨）	市场份额	区域
Palabora Copper Proprietary Limited	140,000	36.71%	南非
Brasil Mineiros	60,000	15.73%	巴西
Virginia Vermiculite	56,000	14.68%	美国
W.R Grace	45,000	11.80%	美国
Shawa Mine	40,000	10.49%	津巴布韦
Namekara Mine	30,000	7.87%	乌干达
合计	371,000	97.27%	

来源：公司公告、国金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

- 根据以上分析，对公司盈利做出以下假设：

图表 12：分产品盈利预测

	总收入	亿元	61.75	74.80	82.60
合计	总成本	亿元	26.50	29.61	32.06
	毛利率		57.09%	60.41%	61.19%
铁矿石	销量	万吨	850	1000	1000
	产能	万吨	1000	1000	1000
	售价	万元/吨	0.055	0.058	0.064
	毛利率		62.0%	64.5%	66.0%
	收入	亿元	46.75	58.00	64.00
	成本	亿元	18.70	20.88	22.40
铜产品	销量	万吨	4	5	5
	产能	万吨	5	5	5
	售价	万元/吨	3.000	3.000	3.000
	毛利率		50.0%	50.0%	50.0%
	收入	亿元	12.00	13.50	15.00
	成本	亿元	6.00	6.75	7.50
蛭石	销量	万吨	10	11	12
	产能	万吨	15	15	15
	售价	万元/吨	0.300	0.300	0.300
	毛利率		40.0%	40.0%	40.0%
	收入	亿元	3.00	3.30	3.60
	成本	亿元	1.80	1.98	2.16

来源：国金钢铁预测、国金证券研究所

- 考虑公司是目前 A 股中较为纯正的铁矿石标的，上市矿企中产量居前、成本也相对较低，若未来矿价出现趋势行情，公司是首选的受益标的。

- 预计公司 19-21 年公司实现营业收入分别为 61.75 亿元、74.80 亿元、82.60 亿元，同比增长 24.2%、21.1%、10.4%；实现归母净利润分别为 5.30 亿元、5.75 亿元、6.57 亿元，同比增长 295.0%、8.4%、14.3%，对应 PE 分别为 18.6 倍、17.3 倍、15.2 倍。参考可比公司估值，目标价 17.6 元，对应 2020 年 20X 估值。首次覆盖给予公司“增持”评级。

图表 13：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价（元）	EPS			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
600307.SH	酒钢宏兴	1.89	0.04	0.05	0.06	47.73	41.36	32.59
601969.SH	海南矿业	5.38	0.07	0.08	0.09	78.43	66.17	59.06
000655.SZ	金岭矿业	5.25	0.34	0.37	0.40	15.30	14.04	13.23
平均值						47.15	40.52	34.96
000923.SZ	河北宣工	15.08	0.81	0.87	0.99	18.57	17.29	15.22

来源：Wind，国金证券研究所

五、风险提示

- 巴西淡水河谷停产矿山复产，及后续增产持续超预期进而导致矿价大幅回落。巴西矿难导致铁矿石行业中期供需格局扭转，但短期的停复产可能导致预期层面变化，从而导致矿价的波动。目前，淡水河谷停产矿山已逐步复产，预计复产增加产量 5000 万吨，同时，2020 年 S11D 矿山还将有爬坡增产。短期产量的快速投放，或将打压矿石价格。
- 二期扩产项目进度不达预期。公司二期扩产项目预计今年底逐步投产，若投产进度不达预期，公司相关铜产品等产量将有所受限，进而影响利润释放。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	261	5,401	4,972	6,175	7,480	8,260
增长率		1970.2%	-7.9%	24.2%	21.1%	10.4%
主营业务成本	-233	-2,080	-2,169	-2,557	-2,932	-3,142
%销售收入	89.4%	38.5%	43.6%	41.4%	39.2%	38.0%
毛利	28	3,321	2,803	3,619	4,548	5,118
%销售收入	10.6%	61.5%	56.4%	58.6%	60.8%	62.0%
营业税金及附加	-5	-45	-20	-25	-30	-33
%销售收入	2.1%	0.8%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-24	-1,934	-2,169	-2,347	-2,992	-3,304
%销售收入	9.2%	35.8%	43.6%	38.0%	40.0%	40.0%
管理费用	-40	-474	-387	-475	-576	-636
%销售收入	15.1%	8.8%	7.8%	7.7%	7.7%	7.7%
研发费用	0	0	-15	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	-41	868	211	772	950	1,145
%销售收入	n.a	16.1%	4.2%	12.5%	12.7%	13.9%
财务费用	-26	-133	156	-57	-187	-273
%销售收入	10.0%	2.5%	-3.1%	0.9%	2.5%	3.3%
资产减值损失	-53	-20	-13	-13	-2	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	120	6	5	5	5	5
%税前利润	3660.1%	0.8%	1.3%	0.7%	0.7%	0.6%
营业利润	-1	721	361	707	766	876
营业利润率	n.a	13.3%	7.3%	11.4%	10.2%	10.6%
营业外收支	4	-6	-2	0	0	0
税前利润	3	715	359	707	766	876
利润率	1.3%	13.2%	7.2%	11.4%	10.2%	10.6%
所得税	-1	-266	-147	-177	-192	-219
所得税率	36.3%	37.3%	40.9%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	2	448	212	530	575	657
少数股东损益	0	207	78	0	0	0
归属于母公司的净利润	2	241	134	530	575	657
净利率	0.8%	4.5%	2.7%	8.6%	7.7%	8.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	2	448	212	530	575	657
少数股东损益	0	207	78	0	0	0
非现金支出	77	244	133	147	143	151
非经营收益	-99	409	-21	252	77	36
营运资金变动	168	148	287	-144	-123	-76
经营活动现金净流	148	1,249	611	786	671	768
资本开支	-6	-988	-716	-488	-390	-360
投资	27	97	0	-5	0	0
其他	2	9	101	5	5	5
投资活动现金净流	23	-882	-615	-488	-385	-355
股权募资	0	2,583	0	0	0	0
债权募资	-178	-81	-696	-493	157	133
其他	91	-85	-690	-255	-262	-304
筹资活动现金净流	-88	2,418	-1,386	-748	-104	-171
现金净流量	84	2,784	-1,390	-450	182	242

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	135	4,289	2,900	2,450	2,632	2,874
应收账款	350	844	1,123	1,055	1,278	1,411
存货	320	1,142	1,092	1,248	1,431	1,534
其他流动资产	14	80	94	38	43	46
流动资产	818	6,355	5,210	4,792	5,385	5,865
%总资产	58.1%	46.8%	42.1%	39.0%	41.0%	42.5%
长期投资	26	602	517	517	517	517
固定资产	432	3,957	4,365	4,623	4,805	4,999
%总资产	30.7%	29.1%	35.2%	37.7%	36.6%	36.2%
无形资产	99	1,046	927	946	962	978
非流动资产	591	7,224	7,174	7,485	7,734	7,944
%总资产	41.9%	53.2%	57.9%	61.0%	59.0%	57.5%
资产总计	1,409	13,578	12,383	12,277	13,118	13,808
短期借款	208	1,346	777	290	447	580
应付款项	683	1,205	1,212	1,162	1,366	1,476
其他流动负债	78	121	122	116	136	150
流动负债	969	2,672	2,110	1,568	1,949	2,206
长期贷款	1	17	109	109	109	109
其他长期负债	31	2,027	1,800	1,919	2,034	2,073
负债	1,001	4,715	4,020	3,595	4,092	4,388
普通股股东权益	408	6,558	6,354	6,672	7,017	7,411
其中：股本	198	653	653	653	653	653
未分配利润	10	1,359	1,492	1,811	2,155	2,549
少数股东权益	0	2,306	2,009	2,009	2,009	2,009
负债股东权益合计	1,409	13,578	12,383	12,277	13,118	13,808

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.011	0.369	0.206	0.812	0.880	1.006
每股净资产	2.060	10.047	9.735	10.222	10.750	11.354
每股经营现金净流	0.750	1.913	0.936	1.204	1.028	1.176
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.325	0.352	0.402
回报率						
净资产收益率	0.51%	3.67%	2.11%	7.95%	8.19%	8.86%
总资产收益率	0.15%	1.77%	1.08%	4.32%	4.38%	4.76%
投入资本收益率	-4.23%	4.63%	1.17%	5.42%	6.34%	7.30%
增长率						
主营业务收入增长率	2.37%	1970.18%	-7.95%	24.20%	21.13%	10.43%
EBIT增长率	351.25%	-2196.69%	-75.70%	266.13%	23.10%	20.50%
净利润增长率	199.82%	11421.12%	-44.33%	295.29%	8.36%	14.29%
总资产增长率	-3.54%	863.60%	-8.80%	-0.86%	6.85%	5.26%
资产管理能力						
应收账款周转天数	400.2	35.0	69.7	60.0	60.0	60.0
存货周转天数	558.3	128.2	187.9	180.0	180.0	180.0
应付账款周转天数	346.1	66.7	93.5	80.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	592.2	74.9	78.0	60.3	48.9	44.0
偿债能力						
净负债/股东权益	18.12%	-33.01%	-24.09%	-23.63%	-23.00%	-23.19%
EBIT利息保障倍数	-1.6	6.5	-1.3	13.5	5.1	4.2
资产负债率	71.05%	34.72%	32.46%	29.28%	31.19%	31.78%

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	1	1	1	2	5
增持	3	5	5	5	6
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
评分	1.75	1.83	1.83	1.71	1.77

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

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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的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