

金螳螂 (002081.SZ) 装修装饰行业

评级：买入 首次评级

公司研究

市价（人民币）：31.15 元
目标（人民币）：35.00-40.00 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)	284.25
总市值(百万元)	9,942.89
年内股价最高最低(元)	34.30/11.46
沪深 300 指数	2736.08
中小板指数	5633.88



大行业中的精品公司

公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.981	0.943	0.981	1.378	1.822
每股净资产(元)	4.96	4.24	3.68	4.73	6.42
每股经营性现金流(元)	0.78	2.58	1.63	1.54	1.96
市盈率(倍)	20.48	32.78	31.74	22.60	17.10
行业优化市盈率(倍)	22.77	48.60	48.60	48.60	48.60
净利润增长率(%)	53.02%	45.00%	56.16%	40.44%	32.19%
净资产收益率(%)	19.79%	22.24%	26.69%	29.17%	28.39%
总股本(百万股)	141.00	212.80	319.19	319.19	319.19

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑与公司亮点

- **我们推荐建筑装饰行业的逻辑在于“大行业，小公司”的行业特点：**大行业意味着行业市场容量不是问题，即使行业容量可能会随着经济周期的变化而有所波动，因为对于三家装饰装修上市公司而言，市场占有率均在 0.5% 以下，其所生存的市场空间并不是投资逻辑中最重要的环节；而最重要的是我们能否找出足够优秀的潜在公司，能够在这么大市场中长大变强，我们认为金螳螂是装饰装修行业中优质公司的代表。
- **设计与研发优势：**公司若干年来一直重视设计和研发，建筑装饰行业三家上市公司中，金螳螂的设计收入最多，达到 1.72 亿元（亚厦股份与洪涛股份分别为 0.19 和 0.49 亿元），设计收入与装饰工程收入的比例关系也最大，达到 5.04%（亚厦与洪涛为 1.03% 和 3.92%）。较强的设计力量不但可以直接带来效益的增长，也锁定了一定数量的后续施工业务。
- **品牌优势：**公司的品牌优势非常明显，已经连续 7 年获得“建筑装饰百强企业”的首位，在铁道部 2009 年 6 月发布的《关于公布首批铁路客站装饰装修 幕墙工程施工企业名录的通知》（鉴客站[2009]166 号），共 78 家，金螳螂位于首位。目前公司承做的项目多为每平方米投入在 3000 元以上的高端项目。
- **现场管理与质量控制：**公司在现场管理和质量控制方面有多年的独到见解，严格践行“50/80”管理方法，把整个施工过程按照时间、流程分类打包，将人的能动性与管理制度的约束性有机结合。经过 3 年发展，公司整体盈利水平提高。
- **坚持轻资产的路线：**目前公司的部品部件已经全部实现了工厂化生产（部分自产，部分外购），但公司仍然坚持轻资产的路线，发挥金螳螂多年来在设计、管理、控制上的优势，成为行业的趋势领导者和规则制定者。

贺国文 分析师 SAC 执业编号：S1130208120261
(8621)61038234
hegw@gjzq.com.cn

唐笑 联系人
(8621)61038229
tangx@gjzq.com.cn

投资建议

- 公司战略非常清晰，发挥自身比较优势，坚持轻资产路线，09 年公装市场容量达到 8400 亿元，公司的占有率不到 0.5%，随着“金螳螂 ERP 系统”的上线和全面铺开，长期投资价值明显，首次评级“买入”。
- 预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.981、1.378、1.822 元，对应未来的高速增长，目前的估值并不算高。给予公司未来 6-12 个月 35.00-40.00 元目标价位。

估值

- 我们给予公司未来 6-12 个月 35.00-40.00 元目标价位。

风险

- 公司有 30%左右的业务来自于地产商（包括住宅精装修和一部分地产商投资的酒店业务），房地产行业的调控是一个主要重点关注的风险。

内容目录

我们看好金螳螂的逻辑	4
行业领先的设计和研发力量	4
设计人员人数多，设计产值大	4
设计业务的毛利率较高	4
设计业务可以带来部分施工业务	5
公司的现场管理和质量控制能力强	5
现场管理和质量控制是装饰企业盈利的关键	5
公司有多种管理和控制手段	6
管理和控制能力的载体是效率和效益的提高	6
金螳螂有很强的战略规划能力	7
公司顺应专业化和精细化的趋势	7
金螳螂学院与 ERP 彰显公司战略前瞻能力	7
坚持轻资产道路	7
公司品牌优势明显	7
公司所获国家级工程奖数目第一	7
公司连续 7 年位于公装百强首位	8
得到客户认可，公司走高端路线	8
投资建议	9
附录：三张报表预测摘要	10

图表目录

图表 1：金螳螂、亚厦、洪涛 2009 年底设计人员人数	4
图表 2：金螳螂、亚厦、洪涛 2009 年设计收入（万元）	4
图表 3：设计业务的毛利率高于建筑施工业务	4
图表 4：部分项目设计取费情况	5
图表 5：金螳螂、亚厦、洪涛的设计收入与装饰施工收入比例关系	5
图表 6：某项目因其他施工单位影响进度备忘录	5
图表 7：金螳螂人均收入年复合增长 18.08%	6
图表 8：金螳螂人均费用年复合增长 7.17%	6
图表 9：金螳螂人均净利润年复合增长 27.15%	6
图表 10：08 年底行业前列公司累计获国家级工程奖情况	8
图表 11：09 年底三家上市公司累计获国家级工程奖情况	8
图表 12：2008 年度中国建筑装饰行业公装百强企业前十名	8
图表 13：细分行业单位面积装修投入比较	8
图表 14：公司 09 年承接项目中酒店占到 50%以上	9

我们看好金螳螂的逻辑

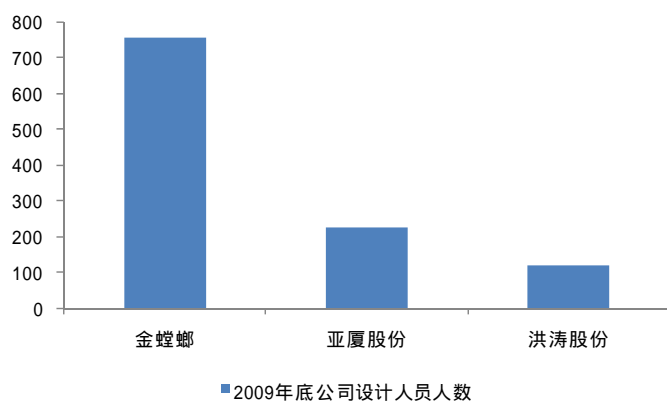
- 我们推荐建筑装饰行业的逻辑在于“大行业，小公司”的行业特点，大行业意味着行业市场容量不是问题，即使行业容量可能会随着经济周期的变化而有所波动，因为对于三家装饰上市公司而言，市场占有率均在0.5%以下，其所生存的市场空间并不是投资逻辑中最重要的一环；而最重要的是我们能否找出足够优秀的潜在公司，能够在这么大大市场中长大变强，我们认为金螳螂是装饰装修行业中优质公司的代表。
- 公司以下几方面的优势是我们认为金螳螂具备的核心竞争能力：公司有行业领先的设计和研发力量；公司的现场管理和质量控制能力强；很强的战略规划能力；公司品牌优势明显。

行业领先的设计和研发力量

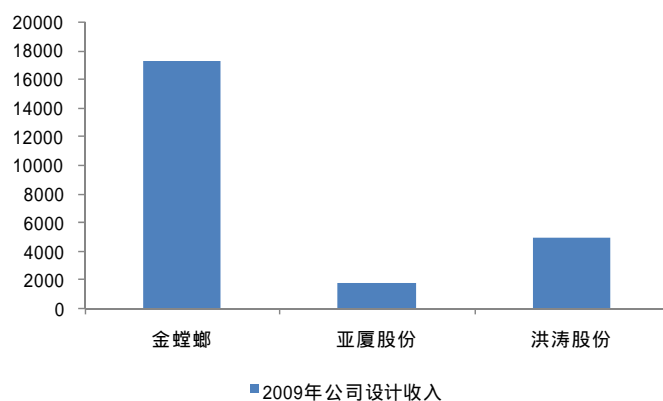
设计人员人数多，设计产值大

- 截至 09 年底，建筑装饰行业中三家上市公司金螳螂、亚厦股份、洪涛股份分别有设计人员 757、229、122 人；在设计收入的角度，三家企业 09 年分别实现设计收入 17245、1856、4939 万元；三家企业都是行业前五名内的企业，金螳螂在行业内的设计和研发优势非常明显。

图表1：金螳螂、亚厦、洪涛 2009 年底设计人员人数



图表2：金螳螂、亚厦、洪涛 2009 年设计收入（万元）

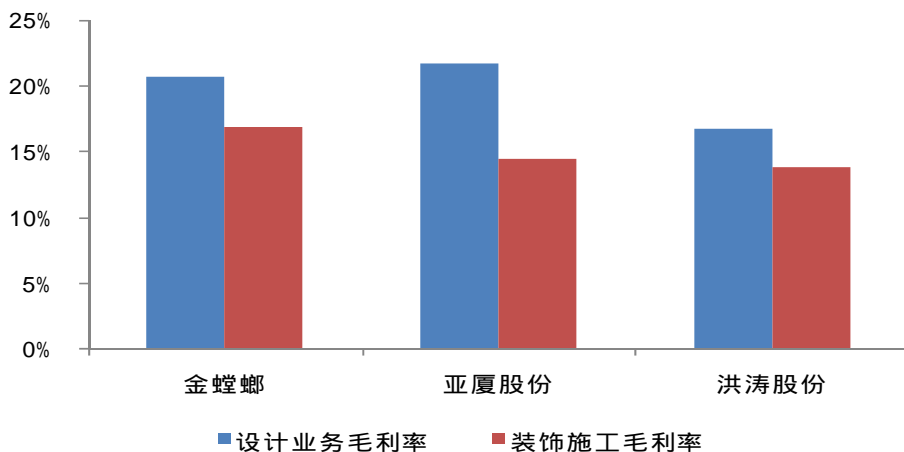


来源：公司财务报告 国金证券研究所

设计业务的毛利率较高

- 设计业务的毛利率要高于建筑施工业务。

图表3：设计业务的毛利率高于建筑施工业务



来源：公司财务报告 国金证券研究所

设计业务可以带来部分施工业务

- 设计包括两个环节，一是单独投标的设计业务；二是施工环节的深化设计。前者更偏向于理念、概念的图纸化，相关收入单独核算，一般来说是整个建筑装饰工程投入的 2.5%-3%；后者是将理念与实际结合之后的具体化，是施工业务的组成部分。

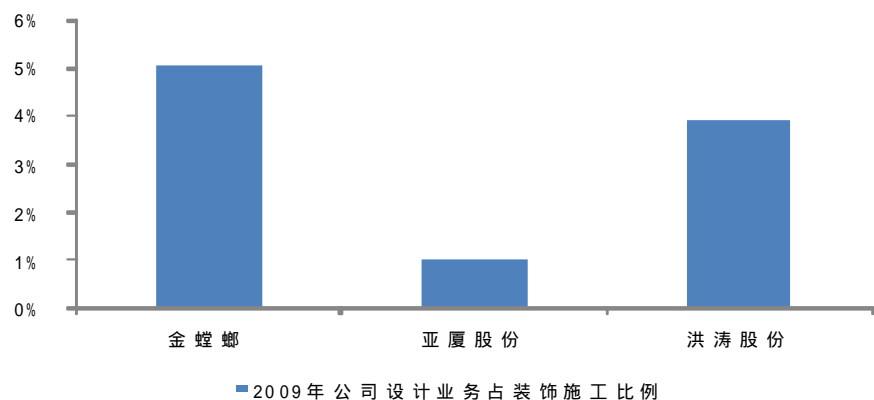
图表4：部分项目设计取费情况

名 称	装修总投资	设计取费
大庆石油博物馆	4 亿元	2.50%
重庆江北国际机场二期	1.5 亿元	2.50%

来源：《中国建筑装饰》 国金证券研究所

- 下图为三个上市公司设计收入与装饰施工收入的比例，金螳螂最高，达到 5%以上。公司承接的设计项目中，60%是继续做施工的，施工业务有一定保障。

图表5：金螳螂、亚厦、洪涛的设计收入与装饰施工收入比例关系



来源：公司财务报告 国金证券研究所

公司的现场管理和质量控制能力强

现场管理和质量控制是装饰企业盈利的关键

- 提高项目盈利能力除了合同价格的因素外，该行业区别于制造业的关键点在于项目的现场管理和质量控制能力（制造业成本要素比例相对稳定），从调研了解到，很多项目亏损原因就在于业务模式和产业链的协调不到位导致。

图表6：某项目因其他施工单位影响进度备忘录

问 题	内 容 简 要	后 果	证 据
天花标高与管道相冲突事宜	施工图纸标高与现场实际尺寸不符，且其他管道也影响天花标高。此问题一而再、再而三的提出尽快协调解决，但未果	影响进度 5 天以上 18 天以上 21 天以上	035、048、066、071 号联系单
风管影响活动墙轨道事宜	二层多功能厅小宴会厅，已安装的风管口与装饰的活动墙轨道相冲突，无法安装	影响进度 22 天以上	036、71 号联系单
餐厅包房沉降池填平问题	餐厅沉降池用陶粒混凝土填平，相关单位一直未施工。在数次例会、及工作联系单中均未提及。影响隔墙安装	影响进度 9 天以上	12月4日联系会记录、12月3日050联系单
隐蔽部位封板的障碍	从12月15日始报上隐蔽工程报验，但相关施工迟迟未能完成相关部位工作，12月28日再发出隐蔽工程会签表	影响进度 9 天以上	联系单 055 号、会签单 001-020 号
南方通讯信息点及布管工作滞后	由于南方通讯信息点及布管等工作严重滞后，造成封板迟迟不能进行	影响进度 20 天以上	064、77 号联系单等
整个地下室办公区场地移交问题	因为土建和安装进展推迟，导致我司无法进场施工	影响进度 100 天	87/108 号联系单等
增加漏掉的应急照明系统问题	因业主总体设计失误导致重大漏项、要补做	影响进度 12 天	89、90 号联系单
方案与现场冲突修改不及时	多处卫生间管道与梁柱冲突，图纸修改太慢	影响进度 7 天	99 号联系单
更换灯具影响采购	应设计要求更改大堂的部分灯具品种、规格	影响进度 10 天	144 号联系单

来源：《中国建筑装饰》 国金证券研究所

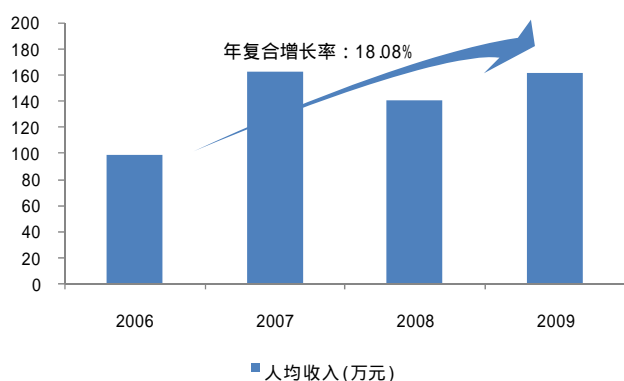
公司有多种管理和控制手段

- 在现场管理和质量控制方面，公司做了很多工作，比如“标杆管理”，每个月对所有项目做对比分析，包括人均产值、人均费用率、合同产值、完成进度、目标产值、累计完成产值、完成费用、推广费等指标，总结经验教训，找到原因，解决问题。
- 多年来公司实施“50/80 管理模式”，这是一个标准化、过程化的控制，从流水线的角度考虑，各个部门都是流水线的一部分，把整个过程按照时间、流程分类打包，每个阶段都有设计好的工作量和进程。
- 公司自主研发了一套“金螳螂 ERP 系统”，是 50/80 管理模式的载体，4 月底开始上线，并在今年全面铺开。该系统可以做到信息充分，对各个项目的进展、采购等数据实时控制与监督。届时，不但项目和收入的规模具有了大幅增长的充分条件，工程流程和质量也能够改善。
- 施工班组是工程设计、施工方案落地的关键环节，也是施工质量最容易失控的环节。金螳螂在这方面有多年的经验，比如动态选择合作对象，并在各个项目之间相互内检、打分，将工人权益写入合同以保证劳资双方利益一致等等。

管理和控制能力的载体是效率和效益的提高

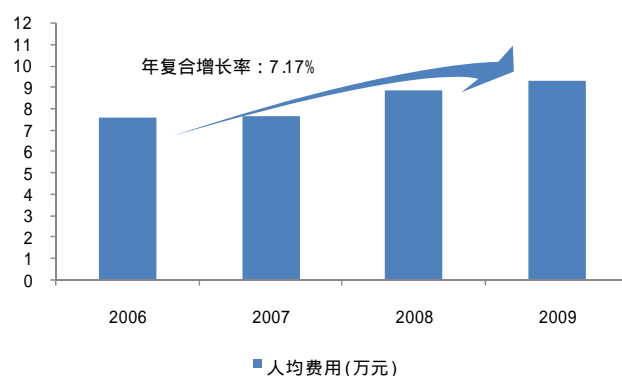
- 上述管理手段不断改进，最终反映到公司效率和效益的提高。我们分析了公司 06 年以来的人均收入、费用、净利润情况，三个指标的年复合增长率分别为 18.08%、7.17%、27.15%，公司盈利状况改善非常明显。

图表7：金螳螂人均收入年复合增长 18.08%

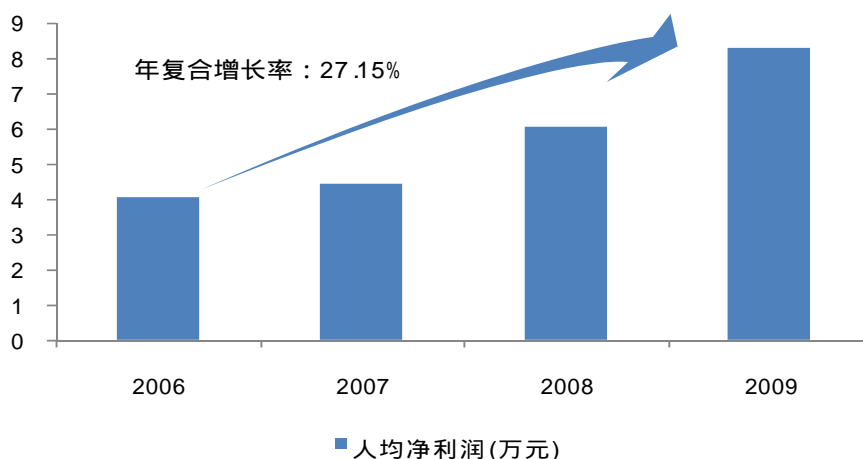


来源：公司财务报告 国金证券研究所

图表8：金螳螂人均费用年复合增长 7.17%



图表9：金螳螂人均净利润年复合增长 27.15%



来源：公司财务报告 国金证券研究所

金螳螂有很强的战略规划能力

公司顺应专业化和精细化的趋势

- 在欧美发达国家和地区，装饰行业经过多年的发展后专业分工进一步细化，即使是装饰设计的分工细化程度也很高，不同的设计事务所一般擅长某一类工程的设计，在其专长范围内比国内的设计单位整体水平明显要高，并且提供的服务更加到位。在日本，专门从事商业设计、咨询的专业公司就有 1000 家左右，其中有十几家企业每年经营收益都达到约 100 亿元。
- 在我国，随着行业主要企业规模的扩大，领军企业之间的关系将由合作为主转为竞争为主。各企业会选择有竞争优势的领域深入拓展。深圳长城装饰公司在高档酒店装修这个专业化道路上已迈开了脚步，在其他领域也有很多企业开始领跑。目前在北京的家装市场分的很清楚，东易日盛 1500 元/平米，龙发 1200 元/平米，层次鲜明。幕墙分的不是很细。金螳螂目前建立了酒店装饰设计院、医院装饰设计院、体育场馆设计院、展览馆博物馆装饰设计院等专业细分机构，无疑也是该趋势的领导者之一。
- 产业链的纵向分工，有利于各个企业实现规模和成本优势。美国的装饰部品部件工厂化水平达到了 95% 以上，同样的高层住宅，其造价远远低于香港；英国大量采用部品部件工厂化生产，同类型项目比国内传统技术的造价节约近 43%，工期缩短近 1/3。前些年我国装饰企业在施工现场加工木料、石材，不但带来噪音、粉尘的污染，也带来低效率和高成本，如今工厂化已经成为趋势。金螳螂目前已经实现了木料、石材的工厂化生产，有很好的经济和环境效益。

金螳螂学院与 ERP 彰显公司战略前瞻能力

- 在人才培养方面，该行业已有三家国家承认学历的院校，分别是吉林建筑工程学院建筑装饰学院（三本，2000 年设立）、苏州大学金螳螂建筑与城市环境学院（一本，2007 年设立）、亚厦学院（大专，2008 年设立）。以上学院除了作为出资企业的后备人才，同时也将相应企业的理念与规则带出了校门。
- 建筑装饰公司实际上是在揽到项目之后，通过施工过程中的业务模式优化和产业链协调，提高公司的资金周转和管理能力来赚钱。因此，采用 ERP 系统对工程进度进行实时监控、对资源进行合理配置非常重要，目前一小部分建筑装饰企业逐步开始重视并付诸实施。
- 回头来看，金螳螂在几年前就下大力气发展金螳螂学院、并自主研发“金螳螂 ERP”系统，是有前瞻性的战略行为。

坚持轻资产道路

- “工厂化”和“产业分工”并不意味着企业必须自己建工厂。如前所述，装饰装修企业盈利的关键之处在于项目承揽以及接下来的项目管理、质量控制，或者说，目前这些企业盈利的优势就在于其“轻资产”的特点，在产业链纵向延伸带来的利润增厚和资金、管理效率降低的边际影响上，企业必须做出最经济的选择。
- 未来金螳螂将坚持轻资产的路线，充分发挥公司已经形成的品牌、设计和管理上的优势，将服务做好、做深。

公司品牌优势明显

公司所获国家级工程奖数目第一

- 建筑装饰行业中，由建设部颁发的两个奖项——鲁班奖和中国建筑装饰奖有着较好的代表性。截至 09 年底，不论累计奖项，还是 09 年当年所获奖项，金螳螂的优势都是明显的。

图表10：08 年底行业前列公司累计获国家级工程奖情况

公司名称	鲁班奖	建筑工程装	合计
苏州金螳螂建筑装饰股份有限公司	23	44	67
深圳市洪涛股份有限公司	13	39	52
中国建筑装饰工程有限公司	7	19	26
浙江亚厦装饰股份有限公司	3	22	25
深圳市深装总装饰工程工业有限公司	9	7	16

来源：上市公司招股书 公司财务报告 国金证券研究所

图表11：09 年底三家上市公司累计获国家级工程奖情况

公司名称	鲁班奖	建筑工程装	合计
苏州金螳螂建筑装饰股份有限公司	30	65	95
深圳市洪涛股份有限公司	14	44	58
浙江亚厦装饰股份有限公司	3	32	35

公司连续 7 年位于公装百强首位

- 公司的品牌优势非常明显，已经连续 7 年获得“建筑装饰百强企业”的首位，在铁道部 2009 年 6 月发布的《关于公布首批铁路客站装修装饰幕墙工程施工企业名录的通知》（鉴客站[2009]166 号）共 78 家，金螳螂位于首位。

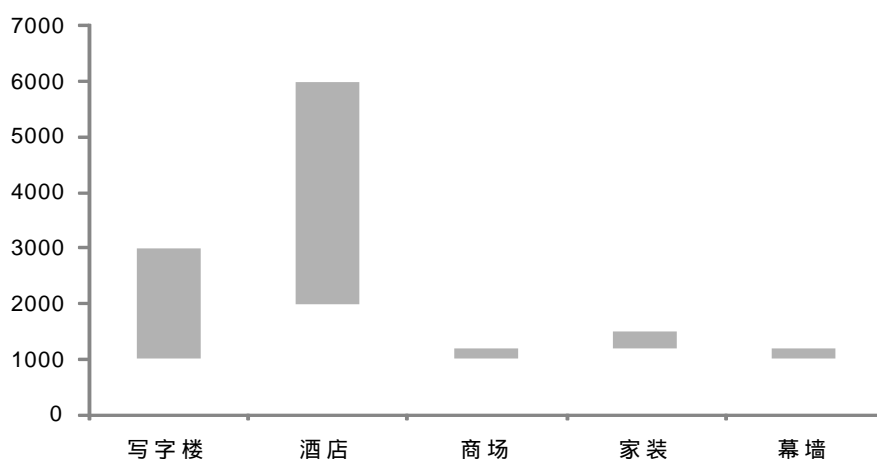
图表12：2008 年度中国建筑装饰行业公装百强企业前十强

序号	公司名称	所在地
1	苏州金螳螂建筑装饰股份有限公司	江苏
2	浙江亚厦装饰股份有限公司	浙江
3	深圳深装总装饰工程工业有限公司	深圳
4	中国建筑装饰工程有限公司	北京
5	深圳市洪涛装饰股份有限公司	深圳
6	深圳广田装饰集团股份有限公司	深圳
7	深圳市科源建设集团有限公司	深圳
8	北京港源建筑装饰工程有限公司	北京
9	深圳市建筑装饰（集团）有限公司	深圳
10	深圳长城家具装饰工程有限公司、深圳瑞和装饰工程有限公司	深圳

来源：中国建筑装饰协会 国金证券研究所

得到客户认可，公司走高端路线

- 从建筑装饰行业中的细分行业来看，酒店的单位面积投入最大，这是公司目前收入和订单占比最高的细分领域。

图表13：细分行业单位面积装修投入比较


来源：《中国建筑装饰》 国金证券研究所

图表14：公司 09 年承接项目中酒店占到 50%以上

分类	承接项目占比
酒店	50%以上
地产精装修	15%-20%
公建	余下的部分

来源：调研资料 国金证券研究所

- 投入越大，对公司品牌、资质和工程质量的要求越高。金螳螂走高端路线，公司所承接项目一般都是每平方米装饰投入 3000 元以上的高档项目。

投资建议

- 装饰装修行业作为建筑工程行业一个后周期分支行业而受到市场的关注，在市场目前对明年的投资充满悲观情绪的情形下，我们的观点是在大行业、小公司的背景下，装饰装修行业除了受到宏观经济波动的外部影响之外，公司的内生性素质同样是企业盈利未来成长的重要因素。在建筑装饰公司最核心的领域—项目承揽（品牌和资质）、业务模式优化、产业链分工和质量控制上，金螳螂均有着清醒的认识和先人一步的领先优势；而在接下来的专业化和精细化、由工程承包商向综合服务提供商的转变等方面，公司已经率先迈出步伐，有望成为行业的趋势领导者和规则制定者。
- 随着公司 ERP 系统的上线和全面铺开，预计公司的现场管理、质量控制能力进一步增强，由于将人的能动性与制度的约束性有机结合，公司可同时管理的项目组将会扩大，公司人才储备充足，业务将会迅速增长。
- 预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.981、1.378、1.822 元，结合“大行业小公司”的行业特点，以及金螳螂的核心竞争优势，我们认为金螳螂未来继续快速成长的空间很大，我们给予公司未来 6-12 个月 35.00-40.00 元目标价位。

附录：三张报表预测摘要
损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	3,463	3,338	4,107	5,613	7,442	9,681
增长率		-3.6%	23.0%	36.7%	32.6%	30.1%
主营业务成本	-3,021	-2,809	-3,415	-4,666	-6,177	-8,015
% 销售收入	87.2%	84.2%	83.2%	83.1%	83.0%	82.8%
毛利	442	529	692	946	1,266	1,666
% 销售收入	12.8%	15.8%	16.8%	16.9%	17.0%	17.2%
营业税金及附加	-110	-105	-129	-177	-234	-305
% 销售收入	3.2%	3.2%	3.1%	3.2%	3.2%	3.2%
营业费用	-84	-103	-116	-157	-208	-271
% 销售收入	2.4%	3.1%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
管理费用	-83	-108	-123	-168	-223	-290
% 销售收入	2.4%	3.2%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润（EBIT）	164	212	324	444	600	799
% 销售收入	4.7%	6.4%	7.9%	7.9%	8.1%	8.3%
财务费用	5	2	4	16	23	31
% 销售收入	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
资产减值损失	-29	-29	-42	-18	-6	-6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	1	1	1
% 税前利润	0.0%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%
营业利润	140	186	286	443	618	826
营业利润率	4.0%	5.6%	7.0%	7.9%	8.3%	8.5%
营业外收支	8	9	0	0	0	0
税前利润	148	195	286	444	618	826
利润率	4.3%	5.8%	7.0%	7.9%	8.3%	8.5%
所得税	-53	-51	-74	-116	-161	-216
所得税率	36.1%	26.3%	26.1%	26.1%	26.1%	26.1%
净利润	95	144	211	328	457	610
少数股东损益	4	6	11	15	17	29
归属于母公司的净利润	90	138	201	313	440	582
净利率	2.6%	4.1%	4.9%	5.6%	5.9%	6.0%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	95	144	211	328	457	610
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	38	41	61	62	55	58
非经营收益	-3	-26	-15	36	-1	-1
营运资金变动	-72	-48	291	93	-20	-43
经营活动现金净流	58	110	548	520	491	624
资本开支	-49	-127	-96	-163	-109	-110
投资	-15	-10	-169	-1	0	0
其他	5	4	5	1	1	1
投资活动现金净流	-58	-133	-260	-163	-108	-109
股权募资	1	1	28	0	-64	0
债权募资	-23	0	0	0	0	1
其他	-22	-22	-29	0	-41	-42
筹资活动现金净流	-44	-21	-2	0	-105	-41
现金净流量	-44	-44	287	356	277	475

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	375	331	617	974	1,251	1,726
应收款项	1,043	1,279	1,492	1,897	2,515	3,141
存货	18	24	30	38	68	110
其他流动资产	21	18	132	30	39	50
流动资产	1,457	1,652	2,272	2,939	3,873	5,027
% 总资产	89.1%	83.6%	82.3%	83.8%	86.1%	88.0%
长期投资	12	11	17	18	17	17
固定资产	92	224	363	481	543	602
% 总资产	5.6%	11.4%	13.1%	13.7%	12.1%	10.5%
无形资产	57	55	67	66	65	63
非流动资产	178	323	489	567	626	684
% 总资产	10.9%	16.4%	17.7%	16.2%	13.9%	12.0%
资产总计	1,635	1,975	2,761	3,506	4,500	5,711
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	868	1,075	1,596	1,939	2,482	3,004
其他流动负债	167	173	225	345	444	564
流动负债	1,035	1,247	1,821	2,284	2,926	3,568
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	2	4	4	0	0	0
负债	1,037	1,252	1,825	2,284	2,926	3,569
普通股股东权益	579	699	902	1,174	1,509	2,049
少数股东权益	19	24	34	48	65	93
负债股东权益合计	1,635	1,975	2,761	3,506	4,500	5,711

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.962	0.981	0.943	0.981	1.378	1.822
每股净资产	6.156	4.958	4.238	3.677	4.726	6.418
每股经营现金净流	0.614	0.781	2.577	1.628	1.537	1.956
每股股利	0.000	0.200	0.200	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	15.62%	19.79%	22.24%	26.69%	29.17%	28.39%
总资产收益率	5.53%	7.00%	7.27%	8.94%	9.78%	10.18%
投入资本收益率	17.50%	21.52%	25.47%	26.86%	28.17%	27.56%
增长率						
主营业务收入增长率	95.18%	-3.63%	23.04%	36.67%	32.60%	30.08%
EBIT增长率	50.24%	29.38%	52.37%	37.15%	35.07%	33.28%
净利润增长率	43.64%	53.02%	45.00%	56.16%	40.44%	32.19%
总资产增长率	-18.26%	20.84%	39.77%	26.97%	28.35%	26.92%
资产管理能力						
应收账款周转天数	84.7	119.7	114.7	115.0	115.0	110.0
存货周转天数	50.8	2.8	2.9	3.0	4.0	5.0
应付账款周转天数	71.0	100.1	114.4	115.0	110.0	100.0
固定资产周转天数	8.8	12.7	31.7	27.6	21.4	16.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-62.69%	-45.71%	-65.98%	-79.68%	-79.50%	-80.53%
EBIT利息保障倍数	-33.8	-101.3	-88.0	-27.0	-26.1	-26.0
资产负债率	63.43%	63.37%	66.12%	65.15%	65.03%	62.49%

来源：公司年报、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
强买	0	1	6	13	16
买入	0	0	3	8	10
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.30	1.35	1.37

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“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5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 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

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：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

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、复印件或复制品，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惟一因素。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的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室