

鸿路钢构 (002541.SZ)

建筑施工行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

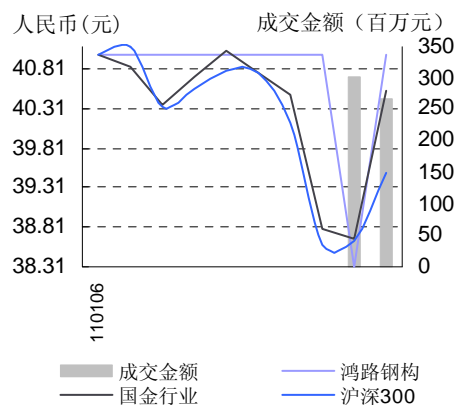
市价(人民币): 41.00元

鸿路钢构理应享受估值溢价

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)	27.20
总市值(百万元)	5,494.00
年内股价最高最低(元)	41.00/38.31
沪深 300 指数	3044.85
中小板指数	6923.17



公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.467	0.813	1.551	1.861	2.624
每股净资产(元)	1.93	2.74	4.16	14.92	17.41
每股经营性现金流(元)	0.75	1.28	2.04	1.88	2.17
市盈率(倍)	N/A	N/A	26.43	22.03	15.62
行业优化市盈率(倍)	28.46	48.03	48.03	48.03	48.03
净利润增长率(%)	26.02%	74.01%	90.89%	60.80%	40.98%
净资产收益率(%)	24.23%	29.66%	37.28%	12.48%	15.07%
总股本(百万股)	100.00	100.00	100.00	134.00	134.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **二级市场估值与公司利润增速互相呼应:** PE 估值法的前提是公司的成长性, 高成长给予高估值, 低成长给予低估值; 目前建筑行业中的装饰、园林、钢结构、传统建筑等行业和公司的估值产生差异, 原因在于行业景气和公司增长不同。
- **钢结构估值不高, 且内部也有分化:** 目前 A 股市场有精工钢构、杭萧钢构、东南网架、鸿路钢构、光正钢构 5 家钢结构公司, 前 4 家公司估值基本一致, 光正钢构地处新疆, 未来增长有着相对较强的确定性, 估值较高。
- **鸿路钢构也有高速增长, 理应享受高倍估值:** 钢结构行业近年来增长可观, 但是民营钢结构企业、尤其是大型民营钢结构企业普遍面临着国有钢结构公司的激烈竞争, 很难分享到高增长的盛宴, 也很难获得高于行业的增速; 而鸿路钢构另辟蹊径, 主动与国有大型企业、大型钢结构公司合作, 甘做后者的加工中心, 不但规避了激烈的竞争, 反而能够获得快速增长, 还能集中资源做好加工制造, 构建该方面的核心竞争力; 因此, 鸿路钢构也有确定性的高速增长, 募投项目和资金逐渐解决公司产能瓶颈, 公司也应像光正钢构一样, 享受高倍估值。

投资建议

- 我们非常看好鸿路钢构未来的发展, 公司也一样拥有确定性的快速成长, 目前的股价和估值水平没有反映出公司未来的高速增长, 公司理应享受高倍估值。
- 我们给予公司未来 6-12 个月 60.00 元目标价位, 分别对应 2010-2012 年 39、32、23 倍 PE 估值水平。

风险

- 公司所承接工程质量出现问题, 工程返工, 影响公司增速。

唐笑 分析师 SAC 执业编号: S1130210090001
(8621)61038229
tangx@gjzq.com.cn

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

内容目录

相对成熟、透明的钢结构行业	3
制造环节可控性强、施工环节稍差	3
“国家队”快速崛起	4
钢结构企业发展模式产生分化	4
鸿路钢构—走在快速发展的大路上	5
避开与“国家队”的正面交锋，专注于加工制造	5
与大型企业合作，共享钢结构盛宴	5
管理成就未来—专于制造，也能出效益	6
鸿路钢构关键经营指标与行业公司显著不同	7
鸿路钢构理应享受高倍估值	8
目前股价和估值并未反映公司增长快速性和确定性	8
投资建议	9
风险	9
附录：三张报表预测摘要	10

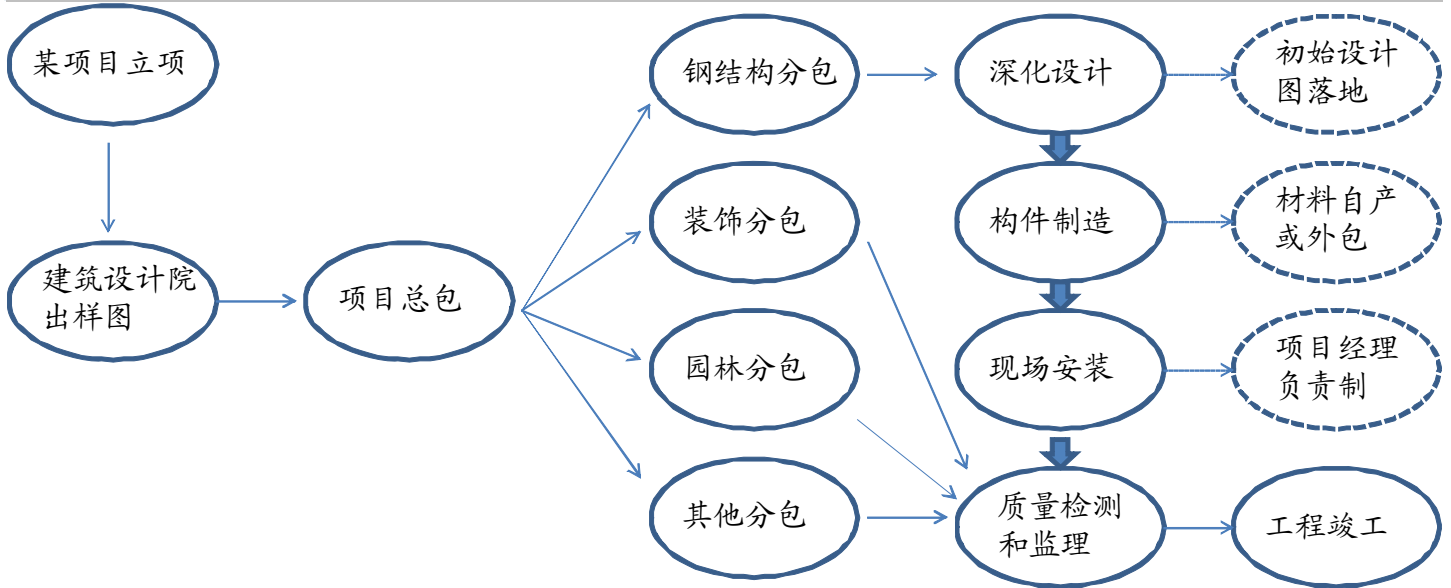
图表目录

图表 1: 钢结构企业一般不做初始设计，只做深化设计	3
图表 2: 某项目钢结构安装的主要质量标准	4
图表 3: 中建钢构和宝钢钢构的部分标志性工程	4
图表 4: 两类经营模式比较	5
图表 5: 鸿路钢构近期与大公司合作的工程销售合同	6
图表 6: 鸿路钢构信息系统	7
图表 7: 扁平化管理模式	7
图表 8: 公司期间费用率比较 (%)	8
图表 9: 公司净利率比较 (%)	8
图表 10: 公司的应收款周转情况优于其他几个公司	8
图表 11: 目前股价与估值并未反正公司增长快速性和确定性	9
图表 12: 鸿路钢构有着与装饰、园林比肩的净资产回报率 (%)	9

相对成熟、透明的钢结构行业

- 钢结构工程的初始设计图一般由专业的建筑设计院来出，钢结构企业一般只参与深化设计；部分优秀的钢结构企业可在工程立项之初就参与到设计图的制作。
- 没有初始设计，意味着设计无法带来后端的工程施工；同时初始设计图成为资源，钢结构企业必须在信息的获取上取得先机，分散钢结构企业的人、财、物等资源。
- 没有初始设计，意味着对后端的工程施工的话语权不强，施工利润可能被压薄。

图表1：钢结构企业一般不做初始设计，只做深化设计



来源：国金证券研究所

- 如图所示，在单个项目的招投标过程中，首先需要建筑设计院出样图，作为未来进行项目总包和各项专业分包的基础，业主是变化的，而设计院是相对稳定的，具有未来项目的第一手和充分信息；其次总包方进行各专业分包，钢结构企业根据此前公示的设计样图进行深化设计和投标；中标之后钢结构企业进行加工制造、现场安装、接受质量检测和监理。
- 在招投标规则上，多采用“合理低价”原则，即在综合考虑资质、性能、外观、安全等各种因素下的合理价格中标，并非是最低价格。
 - 从业务流程中可以看出：钢结构设计不单独招标，企业更多的资源分布于加工和安装环节，更大程度上是加工制造和现场施工类型的企业。

制造环节可控性强、施工环节稍差

- 在深化设计和构件加工方面，各钢结构公司并不存在明显壁垒（但是异型构件和超大规模构件是有壁垒的），而施工与安装是保证工程质量的关键环节。相关建筑法规法定，施工与安装必须实行项目经理负责制。但是在实际操作中，施工队在技术和安全等实际操作层面有更丰富的经验，钢结构公司容易过分倚重施工队，从而将“项目经理负责制”演变为“项目经理责任制”。
- “倚重施工队”这个事件本身也是钢结构企业区别于其他建筑类企业的显著特点之一，其缘由在于钢结构的施工具有立体交错、借助重型机械等特征，使得施工现场相对危险，而混凝土建筑多是层级施工，单位时间内在

平面上进行；此外，钢结构现场安装通常要求精确到毫米。大重量、立体化、精确性使得施工环节不像制造环节那么可控。

图表2：某项目钢结构安装的主要质量标准

序号	项目	允许偏差值/mm
1	桁架及其受压杆件侧向弯曲矢高	L/1000；且 \leq 0m m
2	桁架跨中垂直度	H/250；且 \leq 5m m
3	桁架中心线对定位轴线偏移	10m m
4	桁架跨度最外端两安装孔最外侧距离	+5m m；-10m m
5	檩条间距偏差	\pm 5m m
6	钢梁两端水平高差	L/1000；且 \leq 0m m
7	城中钢梁侧向弯曲	L/1000；且 \leq 0m m
8	杆件轴线交点错位	3.0m m
9	次梁与主梁表面高差	2m m
10	钢梁中心线对定位轴线偏移	10m m
11	相连两组螺栓孔距离偏差	2m m
12	螺栓孔孔距偏差	1.5m m

来源：《钢结构施工方案范例精选》中国电力出版社 国金证券研究所

“国家队”快速崛起

- 由于技术已经比较成熟，各企业在项目承揽方面很难有排他性的显著优势，近年来国有钢结构企业由于在项目承揽、人才、资金等方面的优势而迅速崛起，比如中建钢构、宝钢钢构等。

图表3：中建钢构和宝钢钢构的部分标志性工程

中建钢构的部分标志工程	宝钢钢构的部分标志工程
深圳地王大厦	上海东方明珠
上海环球金融中心	上海金茂大厦
广州白云国际机场	上海杨浦大桥
武汉火车站	上海外高桥电厂
北京奥林匹克体育中心主体育场	上海环球金融中心
深圳会展中心	泰山核电站
广州白云会议中心	中央电视台新台址主楼
中国电影博物馆	南京绿地紫峰大厦
深圳文化中心	美国洛杉矶升降桥
河南广播电视塔	英国温布利大球场
辽宁广播电视塔	日本相马电厂
武汉可口可乐厂房	新加坡会展中心
深圳IBM厂房	
香港环球贸易广场	
澳门新葡京酒店	
迪拜地铁	

来源：国金证券研究所

- 前述的“项目经理责任制”是“国家队”快速增长的另一个原因：项目理由于权责不对等，群体并不稳定；而国有钢结构公司在平台、权利、福利等方面具有很强的吸引力，从而逐渐实现人才的大量积聚，迅速发展壮大。

钢结构企业发展模式产生分化

- 由于钢结构制造技术成熟、透明度高，行业利润不高；“国家队”的快速发展会对行业发展模式产生冲击，比如中标难度越来越大，
- 一部分优秀的钢结构企业凭借卓越的商务运作能力、项目管理能力和人才积累在行业里生存下来，占据了产业链较上端的位置，即项目承揽、深化设计、项目管理，只保留比较高端的钢结构制造（比如大型、异型构件）；实际上近几年宝钢钢构已经在这条道路上走的比较成功，公司有雄厚的人才储备，将部分加工制造业务外包给长期合作的优秀钢结构公司。而另一部分钢结构企业缩小战线，在钢结构制造领域做大做强，以优异的产品质量和庞大的加工数量，实现规模效益。

鸿路钢构—走在快速发展的大路上

避开与“国家队”的正面交锋，专注于加工制造

- 鸿路钢构走出了符合自身特点的一条路，从经营模式上来说，公司的制造商模式与传统的承包商模式各有优劣，但从公司标准化、管理可复制性上来说，制造商模式优势更大。目前公司已经有合肥、武汉和南昌 3 个生产基地，并拟于未来在重庆和西安建厂，同时公司探索标准化加工和销售的模式。

图表4：两类经营模式比较

	精工钢构等上市公司	鸿路钢构
经营模式	钢结构工程承包商	钢结构制造商
主营业务	工程承包业务为主，带动钢结构产品制造	钢结构产品制造为主，工程安装为辅
利润来源	制造和安装环节	制造环节
工程招投标	独自或联合投标，根据中标工程以销带产	通过与总承包商或钢结构承包商签订产品加工合同
施工阶段	涉及工厂施工和现场制造以及钢结构的运输，工程过程中需要垫资，施工环节所要消耗时间较长	涉及到工厂加工，现款现货，加工环节消耗时间较短
工程竣工验收	仍有质保金等未收回	货款全部收齐
管理难度	涉及整个流程管理，难度较大	涉及加工过程难度较小
人员使用	涉及技术及施工、加工各类人员	涉及技术人员与加工人员
标准化和可复制性	很难标准化和异地复制	比较容易标准化和异地复制

来源：招股说明书 国金证券研究所

与大型企业合作，共享钢结构盛宴

- 公司不但与下游大型国有企业寻求长久稳定的合作，还跟上游钢厂、铁路运输、工程总包商和钢结构专业分包商等建立了良好的合作关系，这为公司未来扩大销售、降低成本打下了基础。
- 与上游合作—鸿路钢构与马钢、济钢、酒钢、沙钢、山东日照钢厂及武钢等企业形成了战略合作伙伴关系，公司了解各钢企的优势产品，从中选取性价比最高的产品以供应自身的生产；同时所需钢材主要是钢厂直供或者从钢厂一级代理商处采购，省去了代理商的层层加价，并且随着公司生产规模的扩大，议价能力逐步提高，有效地降低了公司的采购成本。
- 与运输企业合作—运费是钢结构企业重要的支出项，伴随着公司近几年钢结构加工量的加大，鸿路钢构与运输公司的合作逐渐深入，比如中铁物资已经将仓库建到了鸿路钢构工厂内，这会大大减少公司在运输方面所要花费的成本。
- 与工程总包商和钢结构专业承包商的合作—公司通过专业的加工制造能力，与承包商组成联合体，共同参与到招投标的过程中。这种互补的投标方式，增强了双方的实力，很容易形成双赢或多赢的局面。
 - 如下图所示，公司凭借优异的产品质量、售后服务及营销管理等诸多优势，与一大批国内优质客户建立了长期、稳定的合作关系。

图表5：鸿路钢构近期与大公司合作的工程销售合同

序号	订立时间	购货方	标的物
1	2009-12-04	中国京冶工程技术有限公司	上海浦东新区陆家嘴软件园11号研发楼钢结构
2	2010-02-06	LancoEnterprise Pte. Ltd. (印度兰科有	2×660Amarkantak3号、4号机组电站机械设备和厂房钢结构件
3	2010-03-30	中国电工设备总公司	博茨瓦纳4X150MW项目输煤、石灰石建筑物钢结构
4	2010-04-08	南通建工集团股份有限公司	上海大众汽车有限公司南京分公司产能提升辅助设施项目
5	2010-04-26	山东电力基本建设总公司	印度WPCL6X600MW亚临界燃煤电站项目1#、4#机组主厂房钢结构
6	2010-05-27	上海宝冶集团有限公司	南京德基广场二期钢结构
7	2010-05-29	宁波飞龙空间结构有限公司台州分公司	湖南吉利汽车部件有限公司涂装车间钢结构厂房
8	2010-06-06	中国化学工程第三建设有限公司	钢结构
9	2010-08-07	中国建筑第四工程局有限公司	重庆环球金融中心钢结构
10	2010-08-07	NagarjunaconstructioncompangLtd.	印度KVK火电厂一期1号机组（1X350MW）BTG岛工程
11	2010-08-12	浙江西子重工钢构有限公司	湖北华融物流华中钢铁物流基地仓库、商铺工程钢构件
12	2010-08-23	山东电力建设第三工程公司	印度APL电站3*660MW超临界机组脱硫工程钢结构
13	2010-08-30	中国电子科技集团公司第二十九研究所	853分所灾后重建1#会议培训中心钢结构
14	2010-09-29	上海山钢实业有限公司	钢结构
15	2010-10-13	starplusGlobalLtd.	印度兰科Vidharba2X660MW电站设备
16	2010-10-13	starplusGlobalLtd.	印度兰科Babandh2X660MW电站设备
17	2010-10-18	上海宝冶集团有限公司	上海三一重机有限公司临港下料中心工程钢构件

来源：鸿路钢构招股说明书 国金证券研究所

管理成就未来—专于制造，也能出效益

- 钢结构业务有其特点：工程量大、利润薄、资金占用量大等等，这些特点决定了该业务的利润漏出点很多，同理也很容易从项目管理和成本控制中得到效益。
- 公司重视信息系统建设，力图将各个钢结构工程中的共性部分尽可能标准化，目前公司以 ERP、OA、供应商协同平台、项目管理平台、客户管理系统等实现了对人、财、物的实时管理，提高了效率，节约了资源。

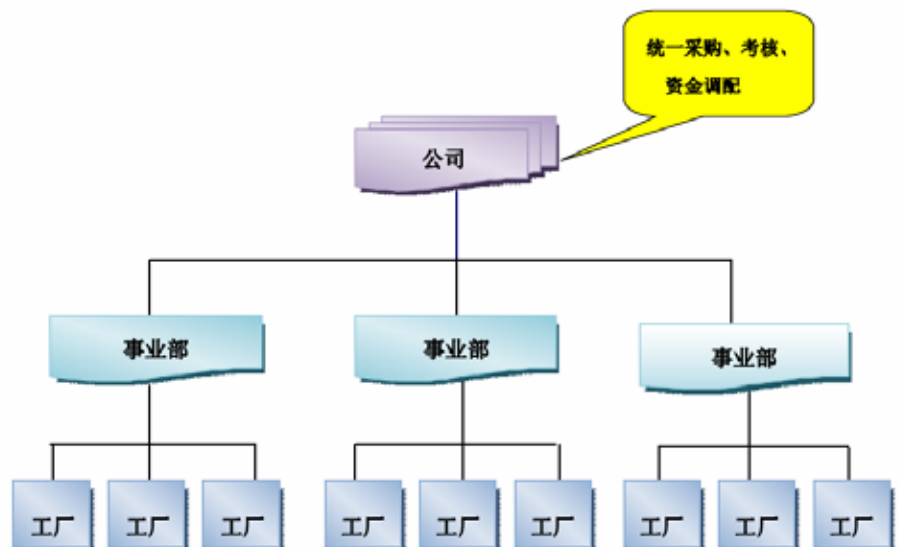
图表6: 鸿路钢构信息系统

信息系统	简介
ERP系统	企业资源管理系统, 为公司提供合理资源规划, 提高各部门工作效率、增强了员工素质和团队精神, 进一步提升了企业的核心竞争力。
OA系统	办公自动化系统, 提供了良好协同工作环境, 缩短文件审批、信息处理周期、提升员工工作效率的同时, 增强企业管理水平。
HLSRM鸿路供应商协同平台	鸿路供应商协同平台, 集供应商信息管理、产品信息管理、供求信息管理和在线论坛为一体, 分为客户方平台和供应商平台两部分。该平台的突出优点在于最大程度上实现了供需双方的信息透明和沟通顺畅, 使公司对外报价统一有序。采购人员借助该平台可以快速寻找到公司所需各类原材料的市场最低供应价格, 从而实现采购成本最小化的目标。另外, 高效的电子采购流程减少了人工作业, 可以明显降低公司采购管理成本。
HLPMP鸿路项目管理平台	鸿路项目管理平台, 鸿路信息技术部开发了B/S架构的项目管理平台, 通过这个平台可以很方便的查询到合同信息、收付款、采购计划及到料状况、成品收发存、发货计划、生产计划及生产进度等信息, 可以全方位了解工程状况, 同时用户可以通过在平台上留言的方式提出问题、解决问题。
钢构条形码管理系统	钢构条形码管理系统, 该系统主要是编制并打印钢构成品的条形码, 同时与ERP系统结合, 采集并上传条形码的数据。通过该系统规范了鸿路的钢构成品管理, 实现了管理系统与执行系统的集成, 扩展了供应链系统的应用范围, 对生产、发货、及客户对产品的识别均起到重要的作用。
HLCMP鸿路客户管理系统	提供从商机获取、业务跟踪到客户服务与关怀的全程业务管理, 同时, 基于大量累积的数据, 对客户、竞争对手及市场趋势进行深入分析, 为企业挖掘新的销售机会, 对未来企业发展方向提供科学量化的指导依据。提高客户忠诚度和保有率, 实现缩短销售周期、降低销售成本、增加收入、扩展市场, 从而全面提升企业的赢利能力和竞争力。

来源: 招股说明书 国金证券研究所

- 公司采用“集团公司—事业部—工厂”扁平化三级管理体系, 一方面管理权的下移促进了员工工作的积极性; 另一方面, 公司加工业务的同质性使得当前管理体系易于复制, 实现异地扩张。扁平管理体系有助于这种“苏宁、国美”式的快速扩张的道路。

图表7: 扁平化管理模式

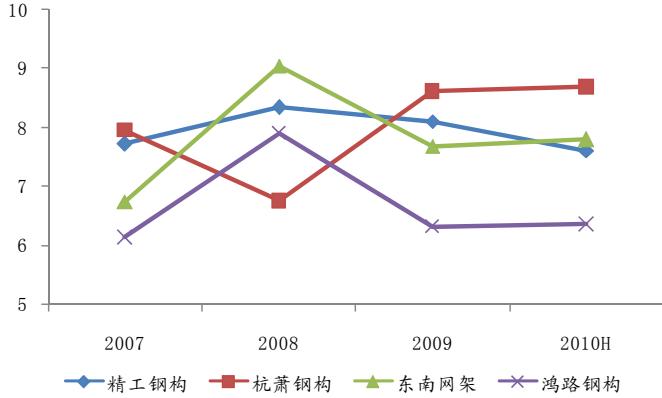


来源: 招股说明书 国金证券研究所

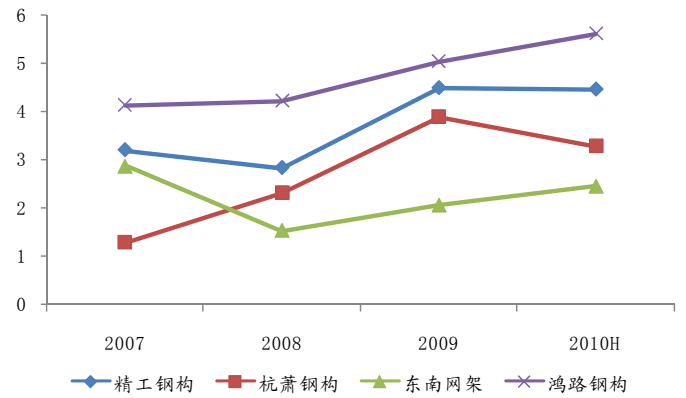
鸿路钢构关键经营指标与同行业公司显著不同

- 鸿路钢构主要从事钢结构的制造加工，较少参与到安装环节，因此公司的毛利率相比精工钢构等上市公司要低，但同样由于加工业务相对单一性和同质性又避免了期间费用的增加，因此鸿路钢构期间费用率要低于精工钢构等公司，最终获得了较高的销售净利率。

图表8: 公司期间费用率比较 (%)



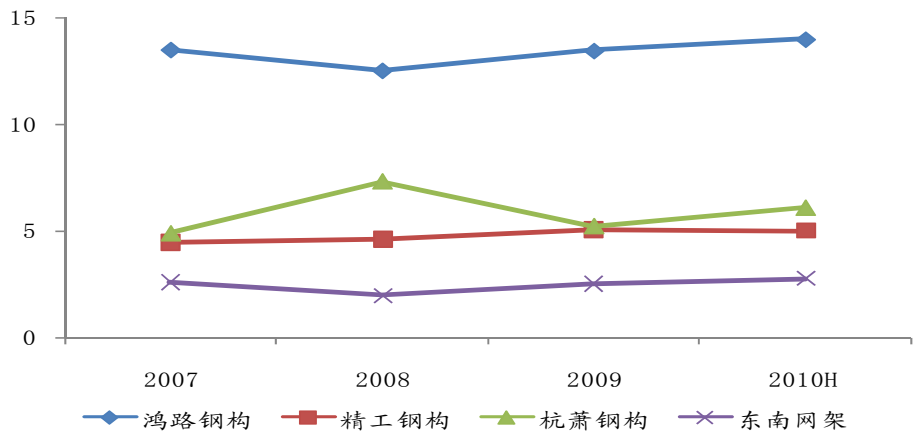
图表9: 公司净利率比较 (%)



来源: 招股说明书 国金证券研究所

- 项目施工的减少避免了工程垫资以及应收款占比较高的情况，以加工为主的经营模式为公司提供了充足现金流，保证了企业的日常经营，同时也降低了坏账风险。

图表10: 公司的应收款周转情况优于其他几个公司



来源: 招股说明书 国金证券研究所

鸿路钢构理应享受高倍估值

目前股价和估值并未反映公司增长的快速性和确定性

- 如上所述，鸿路钢构选择了和中铁、中建、中冶等大型国企合作的道路，在这些优质国企的带动之下，在成功上市解决了公司的产能和资金瓶颈之后，鸿路钢构未来也将有确定性的快速增长。
- 如下图，在目前的股价和估值水平下，并未反映公司未来增长的快速性和确定性。

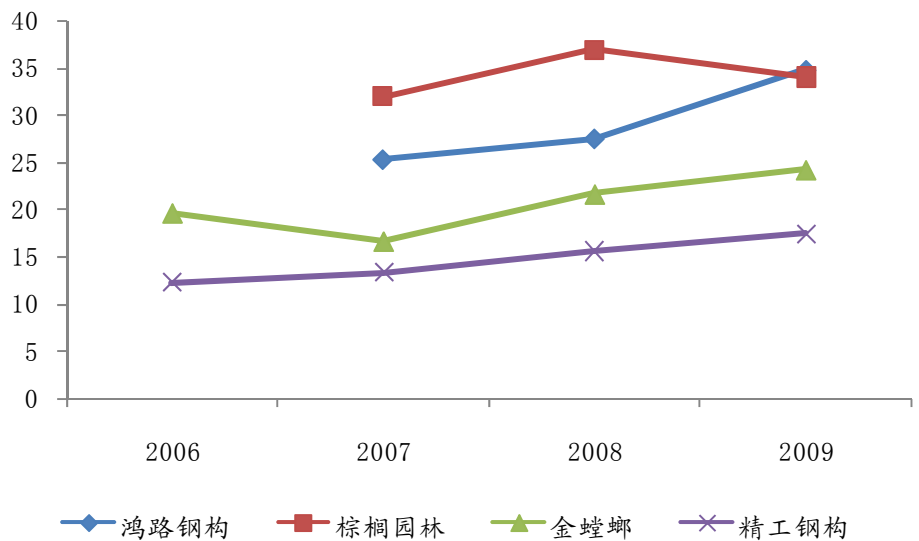
图表11: 目前股价与估值并未反正公司增长的快速性和确定性

公司	1月19日收盘价	估值水平 (PE)			利润复合增速
		2010E	2011E	2012E	
鸿路钢构	41.00	26	22	16	51%
精工钢构	16.21	27	22	17	28%
杭萧钢构	8.37	25	21	17	23%
东南网架	15.07	37	22	16	52%
光正钢构	26.41	90	48	30	72%

来源: 国金证券研究所

- 在资产运转效率方面, 鸿路钢构有着与装饰、园林比肩的净资产回报率; 即使与同行业中极优秀的精工钢构相比, 公司的净资产回报率水平仍然略胜一筹。

图表12: 鸿路钢构有着与装饰、园林比肩的净资产回报率 (%)



来源: 公司财务报告 国金证券研究所

投资建议

- 我们非常看好鸿路钢构未来的发展, 公司也一样拥有确定性的快速成长, 目前的股价和估值水平没有反映出这一点, 公司理应享受高倍估值。
- 给予公司未来 6-12 个月 60.00 元目标价位, 分别对应 2010-2012 年 39、32、24 倍 PE 估值水平。

风险

- 公司所承接工程质量出现问题, 工程返工, 影响公司增速。

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)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	896	1,108	1,613	2,453	3,187	4,287	货币资金	118	244	206	300	1,000	1,060
增长率		23.7%	45.5%	52.1%	29.9%	34.5%	应收款项	93	124	158	220	286	385
主营业务成本	-787	-956	-1,404	-2,108	-2,734	-3,673	存货	205	337	569	693	974	1,409
%销售收入	87.8%	86.3%	87.1%	85.9%	85.8%	85.7%	其他流动资产	31	116	122	213	275	369
毛利	109	152	209	345	453	614	流动资产	448	821	1,055	1,426	2,535	3,223
%销售收入	12.2%	13.7%	12.9%	14.1%	14.2%	14.3%	%总资产	62.2%	68.7%	58.7%	63.0%	70.9%	74.0%
营业税金及附加	-3	-3	-8	-12	-16	-21	长期投资	2	2	2	3	2	2
%销售收入	0.3%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	210	303	628	714	910	995
营业费用	-18	-22	-25	-49	-61	-77	%总资产	29.2%	25.3%	35.0%	31.6%	25.5%	22.8%
%销售收入	2.0%	2.0%	1.6%	2.0%	1.9%	1.8%	无形资产	59	68	108	117	126	135
管理费用	-23	-35	-39	-61	-76	-99	非流动资产	272	374	742	836	1,040	1,133
%销售收入	2.6%	3.1%	2.4%	2.5%	2.4%	2.3%	%总资产	37.8%	31.3%	41.3%	37.0%	29.1%	26.0%
息税前利润 (EBIT)	65	93	136	222	300	417	资产总计	721	1,195	1,797	2,263	3,575	4,356
%销售收入	7.2%	8.4%	8.4%	9.1%	9.4%	9.7%	短期借款	223	400	585	660	53	0
财务费用	-14	-31	-38	-39	-6	-1	应付款项	303	586	854	1,083	1,406	1,888
%销售收入	1.5%	2.8%	2.3%	1.6%	0.2%	0.0%	其他流动负债	19	16	30	48	63	79
资产减值损失	-1	-3	-6	-2	-1	-1	流动负债	545	1,002	1,468	1,791	1,521	1,967
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	30	0	55	55	55	56
投资收益	3	0	0	0	0	1	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	4.9%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	负债	575	1,002	1,523	1,846	1,576	2,023
营业利润	53	59	93	182	294	416	普通股股东权益	146	193	274	416	1,999	2,333
营业利润率	5.9%	5.3%	5.7%	7.4%	9.2%	9.7%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	3	-1	4	3	3	3	负债股东权益合计	721	1,195	1,797	2,263	3,575	4,356
税前利润	56	58	97	185	297	419	比率分析						
利润率	6.3%	5.2%	6.0%	7.5%	9.3%	9.8%		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
所得税	-19	-11	-15	-30	-48	-67	每股指标						
所得税率	33.9%	18.8%	15.8%	16.0%	16.0%	16.0%	每股收益	0.371	0.467	0.813	1.551	1.861	2.624
净利润	37	47	81	155	249	352	每股净资产	1.461	1.928	2.740	4.161	14.916	17.410
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金流	0.148	0.750	1.276	2.039	1.883	2.172
归属于母公司的净利润	37	47	81	155	249	352	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
净利率	4.1%	4.2%	5.0%	6.3%	7.8%	8.2%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	25.37%	24.23%	29.66%	37.28%	12.48%	15.07%
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	总资产收益率	5.14%	3.91%	4.52%	6.86%	6.98%	8.07%
净利润	37	47	81	155	249	352	投入资本收益率	10.75%	12.68%	12.53%	16.52%	11.95%	14.66%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	11	22	33	48	56	67	主营业务收入增长率	N/A	23.71%	45.53%	52.10%	29.90%	34.51%
非经营收益	11	32	33	44	24	2	EBIT增长率	N/A	42.61%	46.79%	63.67%	34.68%	39.16%
营运资金变动	-44	-25	-20	-43	-77	-130	净利润增长率	N/A	26.02%	74.01%	90.89%	60.80%	40.98%
经营活动现金净流	15	75	128	204	252	291	总资产增长率	N/A	65.77%	50.39%	25.90%	58.01%	21.85%
资本开支	-111	-121	-393	-140	-256	-157	资产管理能力						
投资	18	0	-1	-1	0	0	应收账款周转天数	15.2	27.5	25.6	25.0	25.0	25.0
其他	0	0	0	0	0	1	存货周转天数	47.6	103.5	117.8	120.0	130.0	140.0
投资活动现金净流	-93	-121	-393	-141	-256	-156	应付账款周转天数	11.5	28.6	52.7	50.0	50.0	50.0
股权募资	0	0	0	0	1,351	0	固定资产周转天数	85.4	99.1	121.4	85.1	82.1	64.0
债权募资	106	147	240	75	-607	-52	偿债能力						
其他	-14	-31	-35	-45	-40	-23	净负债/股东权益	92.40%	81.10%	158.20%	99.72%	-44.64%	-43.04%
筹资活动现金净流	92	115	204	31	703	-75	EBIT利息保障倍数	4.8	3.0	3.6	5.6	52.6	317.2
现金净流量	14	69	-61	94	700	60	资产负债率	79.74%	83.87%	84.75%	81.61%	44.09%	46.44%

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	0	0	0	0
买入	0	0	0	0	0
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	0	0

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: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

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