

鸿路钢构 (002541.SZ)

建筑施工行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

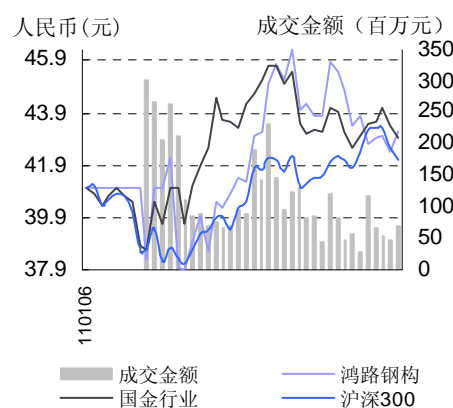
市价(人民币): 43.20元

## 从比较优势角度推荐鸿路钢构

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)	5,788.80
年内股价最高最低(元)	46.31/37.90
沪深300指数	3247.38
中小板指数	7406.40



## 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	1.639	1.953	2.751
每股净资产(元)	1.93	2.74	4.25	15.07	17.69
每股经营性现金流(元)	0.75	1.28	2.12	1.93	2.23
市盈率(倍)	N/A	N/A	25.02	20.99	14.91
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%	101.67%	59.69%	40.84%
净资产收益率(%)	24.23%	29.66%	38.57%	12.96%	15.55%
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

- **钢结构企业业务结构演变:** 近年来, 随着力学、材料学的成熟和技术难点逐渐变得透明, 总包方开始向钢结构领域(尤其是空间钢和重钢)延伸, 空间钢、重钢毛利率逐渐下滑。总包方的这一转变, 带来市场竞争结构的变化, 之前与钢结构分包的合作关系变为一定程度的竞争关系。
- **从比较优势角度看总包与钢结构分包的关系:** 总包的优势在于沟通、协调与安装、施工, 钢结构企业的优势在于制造与加工, 因此我们认为, 二者分工协作可以达到双赢的效果。比如世博会的中国馆, 由宝钢冠达尔承接专项分包, 向东南网架采购构件, 后者向宝钢采购钢材。与钢结构企业合作, 可使总包获得更大利益; 而与总包合作, 可使钢结构企业周转更快, 产值更大。

## ■ 推荐鸿路钢构的几个逻辑:

**盈利模式独辟蹊径, 保证订单快速增长:** 公司在 08 年基本形成了目前的盈利模式, 即与业主、总包合作, 专注于加工制造, 发挥规模效应, 降低生产成本, 构建竞争优势, 最终以制造带动工程, 构筑全面竞争优势。总包方在施工安装、与设计院的沟通、与业主沟通等多方面具有显著优势, 钢结构制造商的经营模式可以实现钢结构企业的制造优势、总包方的信息优势与施工优势的完美结合。同时, 我们也十分看好精工钢构的盈利模式。

**内部管理有抓有放, 量化考核责任到人:** 由于鸿路钢构选择了制造商模式, 基本不做施工与安装部分, 公司的交货期大大缩短, 合同从签订到执行完毕一般只需 1-3 个月, 大大加快了资金、人员、物资的运转效率; 也方便对于各级人员进行数量上的考核。

**人为构建成本竞争优势, 规模效应带来净利增长:** 对于钢结构企业, 在招投标报价的时候需要考虑如下因素: 钢材成本、运费、人工、折旧、费用等, 众企业普遍采用“成本+合理利润率”的定价原则, 我们分析了几个企业的成本结构, 量化了鸿路钢构在成本上的优势。

## 投资建议

- 在现阶段, 我们看好公司近期的快速增长; 长期来看, 规模和成本优势得到进一步提高之后, 公司有望向其他领域(比如安装、上下游等)快速延伸, 甚至向建筑总包延伸。预计 2010-2012 年公司 EPS 分别为 1.64、1.95、2.75 元。在公司有着未来高速、确定的成长的情况下, 仍然坚持“公司理应享受估值溢价”的判断, 维持“买入”评级。

## 风险

- 公司近期产能扩张较快, 产生较大费用

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

钢结构企业业务结构演变 .....	2
钢结构企业从轻钢到重钢、空间钢的延伸 .....	3
近年来总包积极向钢结构领域延伸 .....	3
钢结构企业的两种发展趋势 .....	4
从比较优势角度看总包与钢结构分包的关系 .....	5
与民营钢结构企业合作是总包的占优策略 .....	5
与总包合作是民营钢结构企业的占优策略 .....	5
钢结构企业与总包的分工合作是最优策略 .....	5
推荐鸿路钢构的几个逻辑: .....	5
盈利模式独辟蹊径, 保证订单快速增长 .....	5
内部管理有抓有放, 量化考核责任到人 .....	7
人为构建成本竞争优势, 规模效应带来净利增长 .....	8
投资观点 .....	9
附录: 三张报表预测摘要 .....	10

## 图表目录

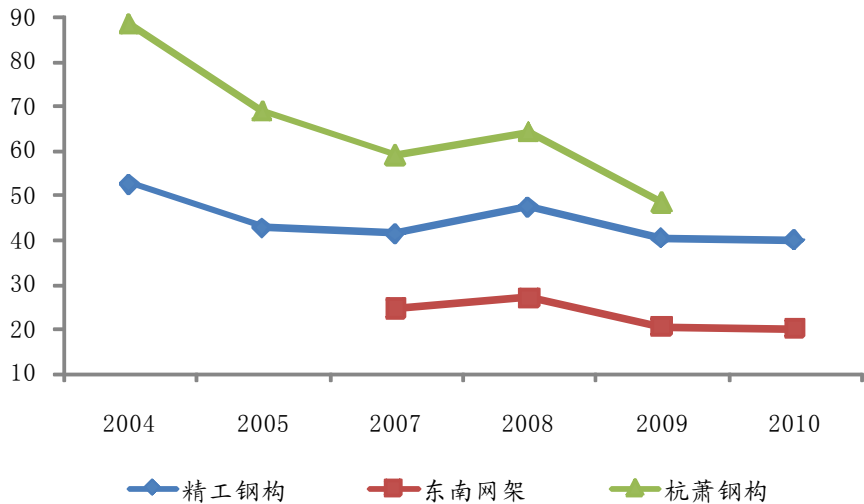
图表 1: 几个钢结构公司轻钢业务占比不断下降 (%) .....	3
图表 2: 高层重钢毛利率逐渐下滑 .....	3
图表 3: 空间钢毛利率逐渐下滑 .....	3
图表 4: 近年来精工钢构各项主要业务毛利率逐渐下降 .....	4
图表 5: 某建筑项目发包流程 .....	4
图表 6: 鸿路钢构与业主、总包方紧密合作 .....	6
图表 7: 项目实施流程各方关系图 .....	6
图表 8: 年报披露的几家钢结构公司加工量情况 (万吨) .....	7
图表 9: 鸿路钢构每年加工量快速增长 (万吨) .....	7
图表 10: 鸿路 2010 年人均产量较大 (吨, 预计值) .....	7
图表 11: 净资产周转情况 (收入/净资产) .....	7
图表 12: 公司的“集团公司-事业部-工厂”三级管控体系 .....	8
图表 13: 鸿路钢构的人均工资水平较高 (元) .....	8
图表 14: 吨折旧摊销+吨工资+吨期间费用 (元) .....	9
图表 15: 鸿路钢构的吨毛利情况较低 (万元) .....	9
图表 16: 鸿路钢构的吨净利稳步上升 (万元) .....	9

## 钢结构企业业务结构演变

### 钢结构企业从轻钢到重钢、空间钢的延伸

- 目前我国年产 10 万吨以上的大型钢结构企业不超过 30 家，基本上都是起步于制造工艺简单的建筑轻钢结构（工业厂房），进入新世纪以来，随着我国投资规模的持续扩大和升级，空间钢、高层重钢、桥梁钢需求开始逐步增大；同时由于钢结构建筑在我国市场上出现的时间并不长久，总包方并不非常熟悉。
- 于是上述钢结构企业沿着由低端产品——建筑轻钢向中高端产品——设备钢、建筑重钢、空间钢或桥梁钢（或其中部分领域）的发展路线发展壮大。如下图，精工钢构、东南网架、杭萧钢构的轻钢业务占比不断下降，其他部分（主要是重钢与空间钢）占比上升。

图表1：几个钢结构公司轻钢业务占比不断下降（%）

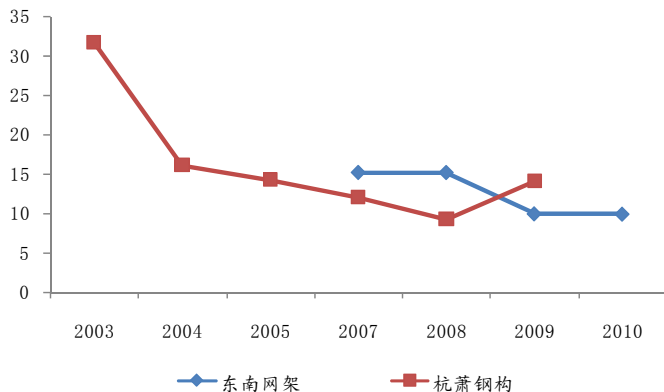


来源：公司财务报告 国金证券研究所

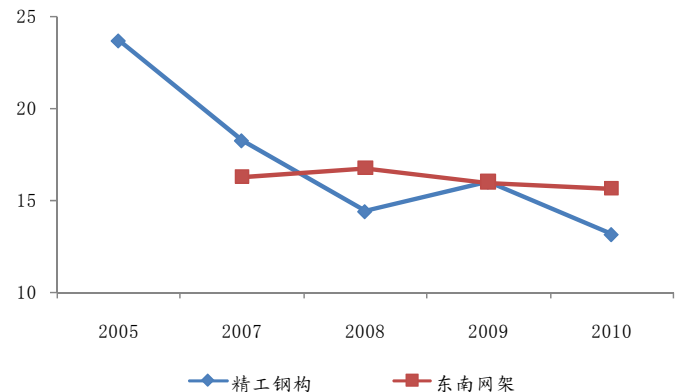
### 近年来总包积极向钢结构领域延伸

- 近年来，随着力学、材料学的成熟和技术难点逐渐变得透明，总包方开始向钢结构领域（尤其是空间钢和重钢）延伸，空间钢、重钢毛利率逐渐下滑。

图表2：高层重钢毛利率逐渐下滑

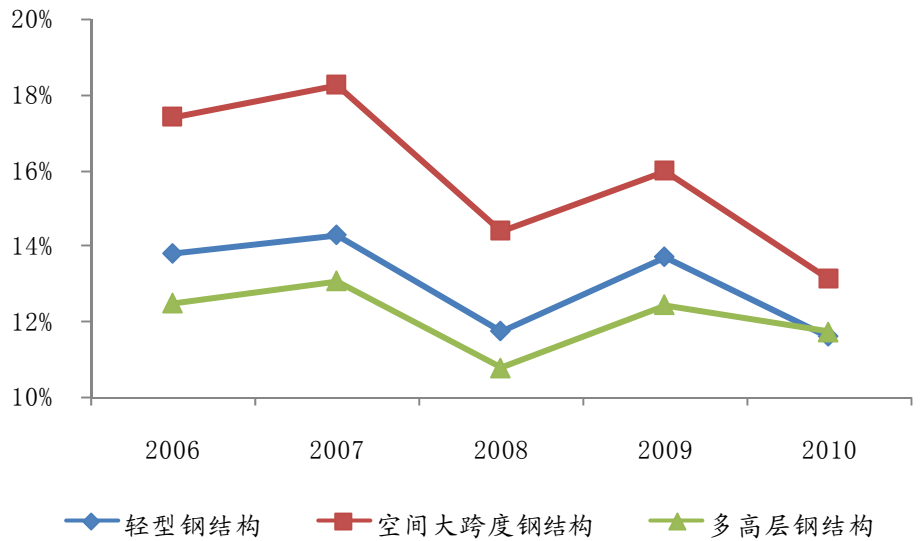


图表3：空间钢毛利率逐渐下滑



来源：公司财务报告 国金证券研究所

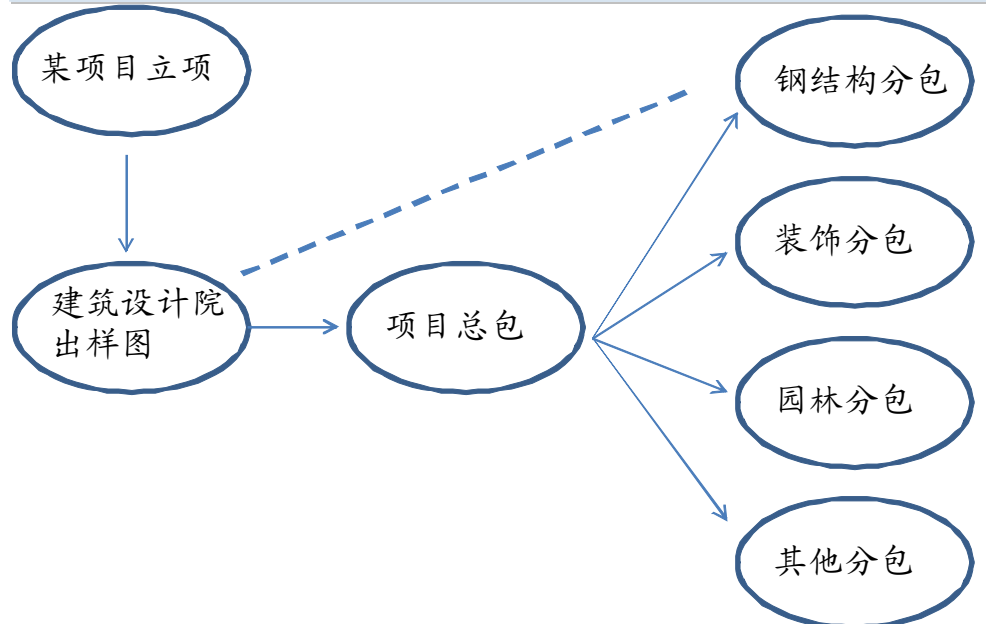
图表4: 近年来精工钢构各项主要业务毛利率逐渐下降



来源: 公司财务报告 国金证券研究所

- 总包方的这一转变, 带来市场竞争结构的变化, 之前的合作关系变为一定程度的竞争关系。如下图, 项目总包方向钢结构领域延伸, 对行业格局产生了较大的冲击。
  - 一般来说, 总包与建筑设计院保持着更为密切的关系, 在招投标、商务运作、信息充分程度、二次设计、二次经营等领域有着更为得天独厚的优势。
  - 行业招标规则多为“合理从优”。

图表5: 某建筑项目发包流程



来源: 国金证券研究所

- 在新形势下, 面对总包方的强势, 钢结构企业在盈利模式上必须有所改变。

钢结构企业的两种发展趋势

- 围绕着如何处理与总包的关系，产生了两种发展趋势：一种是向上延伸，努力争取总包资质，以此避开总包的竞争，比如精工钢构；另一种是向下延伸，在加工环节上做精做专，比如鸿路钢构。
- 两种模式都是对现有竞争格局的主动突破，都是值得看好的。

### 从比较优势角度看总包与钢结构分包的关系

- 我们认为最佳的合作模式是 1+1>2，即各自发挥比较优势，最终达到共赢和多赢的效果。

#### 与民营钢结构企业合作是总包的占优策略

- 总包的诉求：总包积极介入钢结构分包，在于钢结构技术较为成熟情况之下的利益诉求，总包也想利用自身优势参与钢结构业务。
  - 但是总包并非必须设立钢结构制造加工中心，一来向下属钢结构公司采购构件大多数情况下不如向民营钢结构企业采购来得更为便宜；二来在质量、责任划分上很难说得清楚。
  - 同时，总包 可以积极介入安装和施工环节，一来这一部分的毛利率较高；二来总包掌握着技术、工期等多项资源，在该方面更有优势。

#### 与总包合作是民营钢结构企业的占优策略

- 在钢结构业务的整个过程中，需要与建筑设计院、业主、钢材供应等多方面产生联系；在深化设计、二次经营两个关键环节中，除了需要高超的专业技术水平之外，商业运作能力也尤为重要。
- 但是制造加工中心对于民营钢结构企业的意义非比寻常，由于钢结构工程招投标为“合理从优”，失去制造中心或者关键钢构件外包可能构成投标过程中的劣势。
- 品牌、口碑、商务运作对于钢结构业务异地扩张十分重要，而与总包、业主深入合作的“制造商模式”在该方面无疑具有显而易见的优势。

#### 钢结构企业与总包的分工合作是最优策略

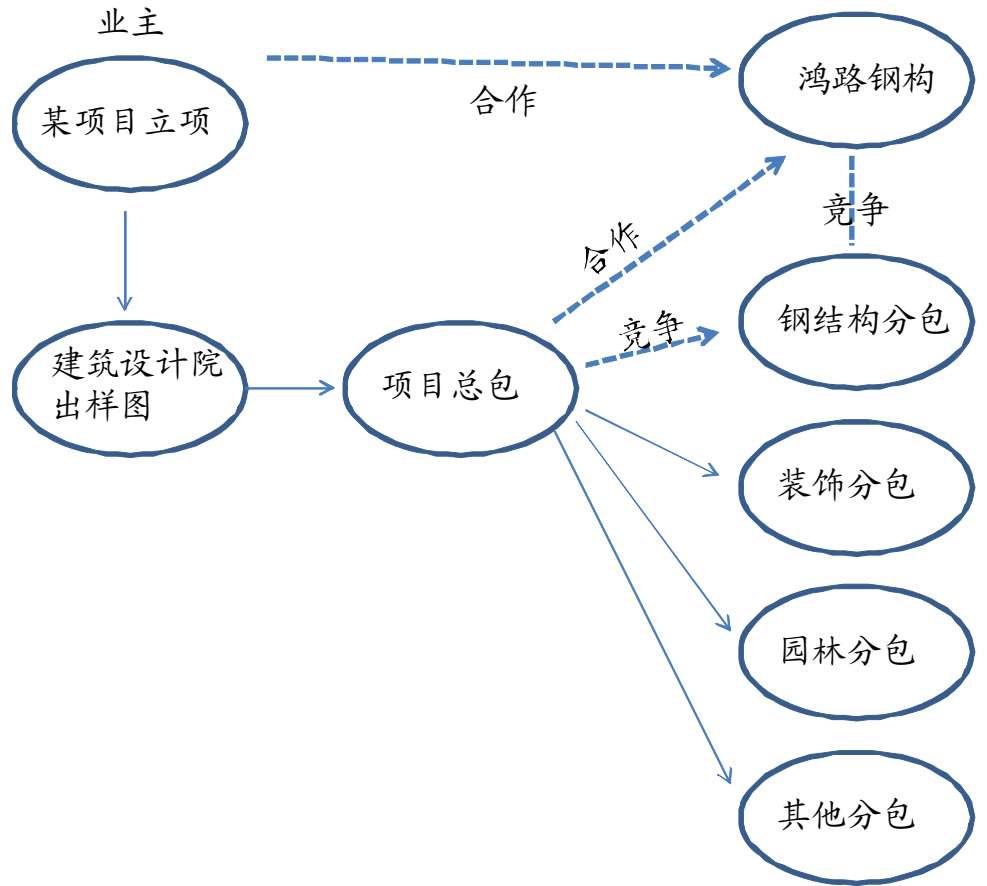
- 由上可知，总包的优势在于沟通、协调与安装、施工，钢结构企业的优势在于制造与加工，因此我们认为，二者分工协作可以达到双赢的效果。比如世博会的中国馆，由宝钢冠达尔承接专项分包，向东南网架采购构件，后者向宝钢采购钢材。
- 与钢结构企业合作，可使总包获得更大利益；而与总包合作，可使钢结构企业周转更快，产值更大。

### 推荐鸿路钢构的几个逻辑：

#### 盈利模式独辟蹊径，保证订单快速增长

- 如下图所示，公司在 08 年基本形成了目前的盈利模式，即与业主、总包合作，专注于加工制造，发挥规模效应，降低生产成本，构建竞争优势，最终以制造带动工程，构筑全面竞争优势。

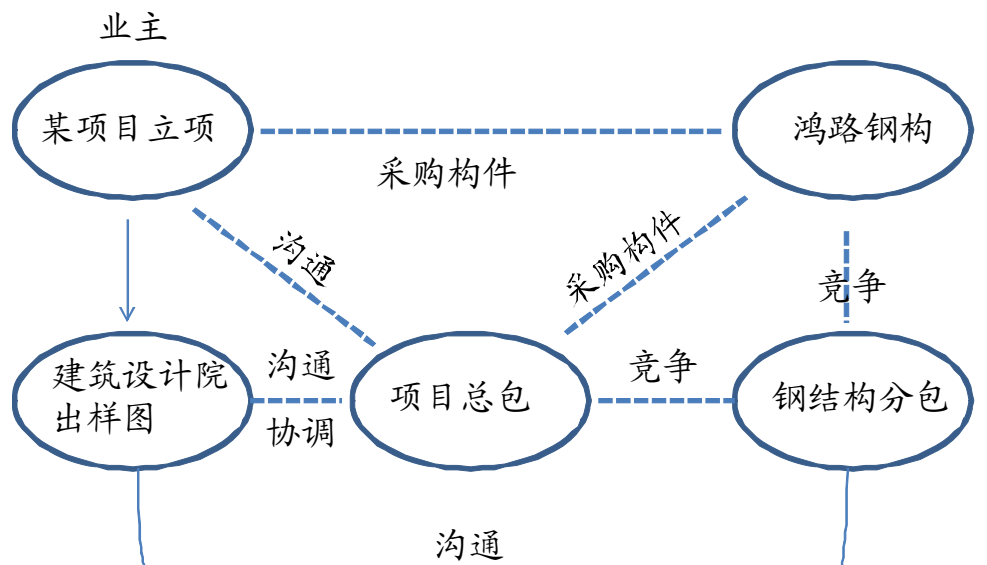
图表6: 鸿路钢构与业主、总包方紧密合作



来源: 国金证券研究所

■ 如下图所示, 在一个项目中, 总包方通常处于信息网的中间位置, 若能有效发挥总包方的比较优势和积极性, 则有望达到多赢的结果。如前面的分析, 总包方在施工安装、与设计院的沟通、与业主沟通等多方面具有显著优势, 钢结构制造商的经营模式可以实现钢结构企业的制造优势、总包方的信息优势与施工优势的完美结合。

图表7: 项目实施流程各方关系图



来源: 国金证券研究所

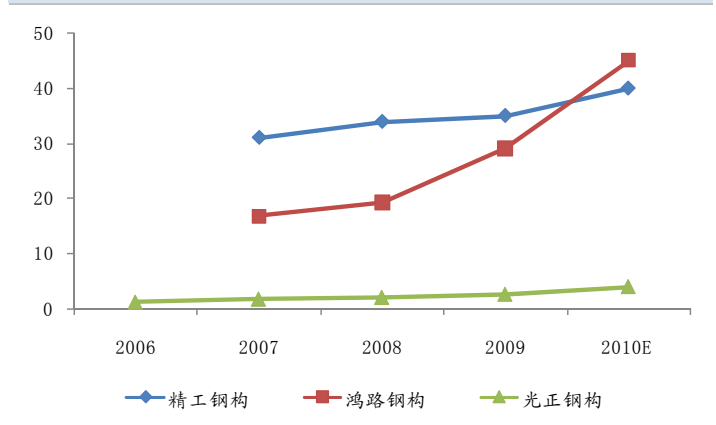
- 在已经上市的 5 家钢结构公司中，精工钢构、鸿路钢构、光正钢构公告了近年来钢结构加工量情况，如下所示，鸿路钢构近年来的增速明显较快，07 年以来的复合增速达到 39%，甚至高于规模较小的光正钢构。这正是公司独特的经营模式带来的快速增长。

图表8：年报披露的几家钢结构公司加工量情况（万吨）

年份	精工钢构	鸿路钢构	光正钢构
2010E	40	45	4
2009	35	29.06	2.61
2008	33.91	19.27	2.04
2007	31	16.78	1.73
2006			1.17

来源：公司财务报告 国金证券研究所

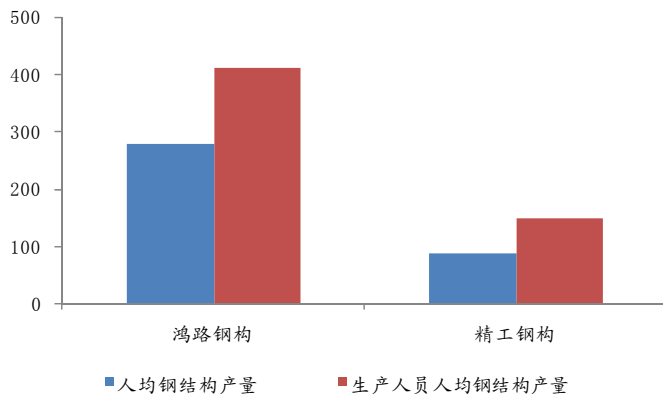
图表9：鸿路钢构每年加工量快速增长（万吨）



### 内部管理有抓有放，量化考核责任到人

- 由于鸿路钢构选择了制造商模式，不做施工与安装部分，公司的交货期大大缩短，合同从签订到执行完毕一般只需 1-3 个月，大大加快了资金、人员、物资的运转效率；也方便对于各级人员进行数量上的考核。
- 高速周转。制造商模式下的钢结构企业，由于专注于制造，可以将人、财、物的运转效率发挥到比较高的水平，如下图所示，鸿路钢构的人均钢结构产量、净资产周转情况都是几个公司中的最高水平。

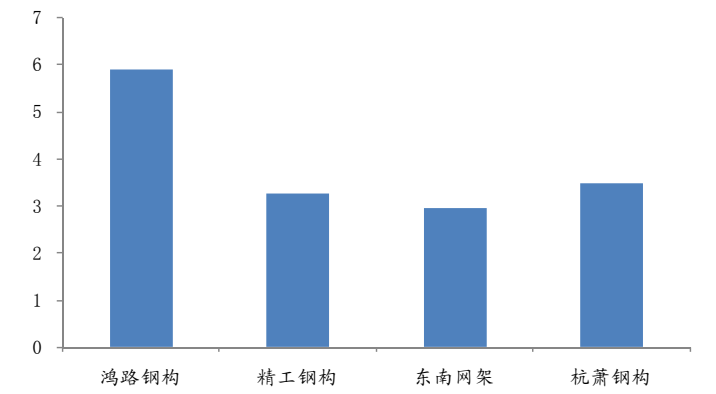
图表10：鸿路 2010 年人均产量较大（吨，预计值）



来源：公司财务报告 国金证券研究所

注：精工钢构的数据采用 2010 年年报中数据；鸿路钢构的 2010 年产量预计为 45 万吨，员工数目按照 2010 年 6 月 30 日数字，2010 年底的人数可能大于 6 月 30 日的数字，因此鸿路钢构的人均数字会比图示的数字小一些。

图表11：净资产周转情况（收入/净资产）

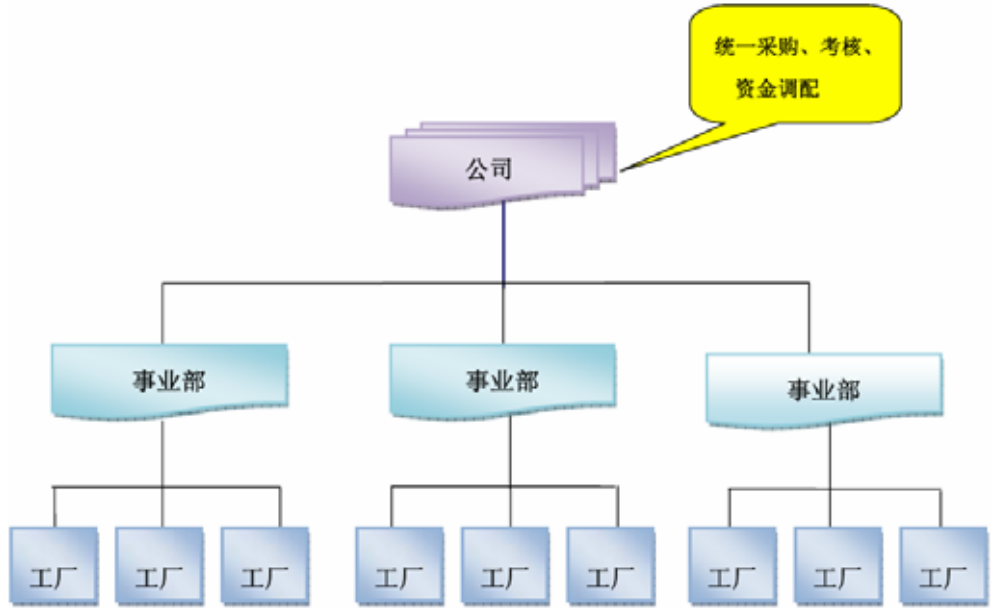


- 对子公司的管理—事业部制。公司实行紧密型扁平化管理模式，即统一采购分配、统一资金调配、以事业部为运营单元、以工厂为考核单位的管理模式，采取“公司—事业部—工厂”三级管控体系。在横向关系上，将市场机制引入到集团内部，各事业部均为利润中心与成本中心，实行内部独立核算，并根据考核结果进行充分的激励。通过实行事业部制的管理模式，充分发挥了各事业部作为经营实体的积极性和主动性，实现了个人发展与公司发展双重目标的有机统一，为公司业务规模的快速增长创造了有利条件。

- 子公司管理对于钢结构企业尤其重要，一方面要统一调配订单资源、统一核算、统一采购、统一调配资金来实现规模效益、降低成本；另

一方面也要发挥各子公司的经营积极性。鸿路钢构的模式无疑很好的实现了这一点，子公司以事业部的经营方式来运作；但同时又有配套的激励措施。

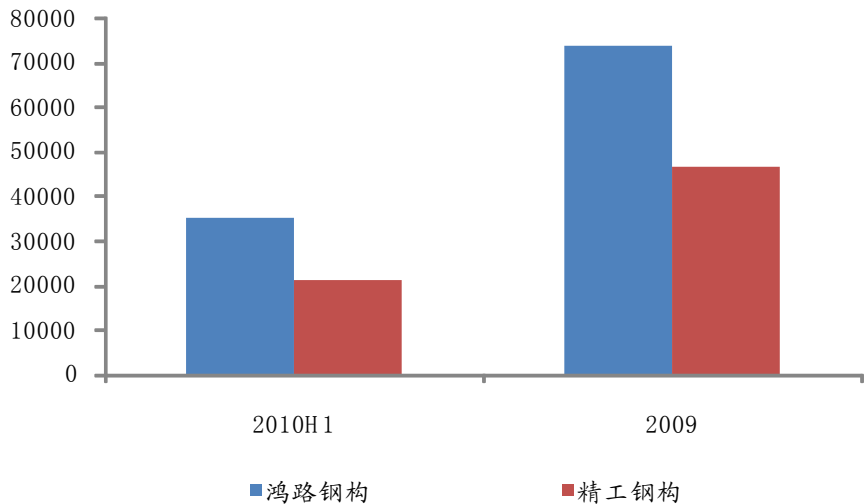
图表12: 公司的“集团公司-事业部-工厂”三级管控体系



来源: 国金证券研究所

- 对员工的激励--计件制。公司推行计件制，将各级人员的薪金待遇评价标准量化，与实际产出联系起来。在业务量饱满的情况下，公司的人均收入处于较高水平。

图表13: 鸿路钢构的人均工资水平较高(元)



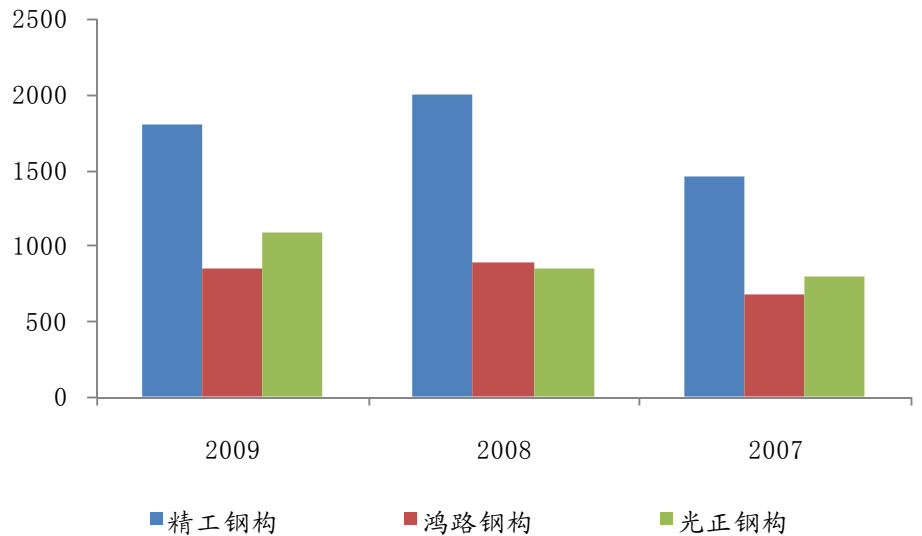
来源: 公司财务报告 国金证券研究所

注: 鸿路钢构的人员数据采用 2010 年 6 月 30 日数据，工资指标引自各公司现金流量表中“支付给职工以及为职工支付的现金”一项。

人为构建成本竞争优势，规模效应带来净利增长

- 对于钢结构企业，在招投标报价的时候需要考虑如下因素：钢材成本、运费、人工、折旧、费用等，众企业普遍采用“成本+合理利润率”的定价原则，我们分析了几个企业的成本结构，试图将鸿路钢构在成本上的优势进行量化：

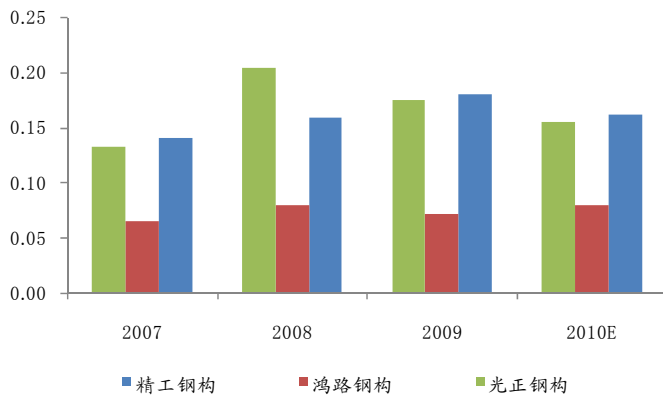
图表14: 吨折旧摊销+吨工资+吨期间费用(元)



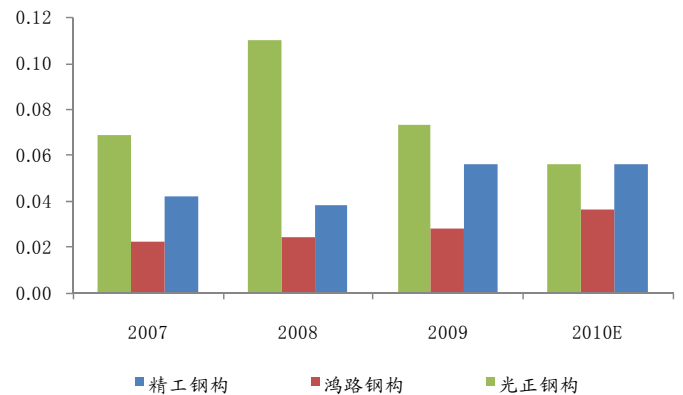
来源: 公司财务报告 国金证券研究所

- 由于公司专心于加工制造、不做安装环节, 因此公司的吨毛利处于较低水平, 如下图所示, 吨毛利不及精工钢构、光正钢构的 50%; 但是得益于较高的周转率和较强的成本控制能力, 公司的吨净利水平与其他两个公司的差距并没有吨毛利那么大; 我们预计随着产值继续扩大, 规模效应进一步体现, 公司的吨净利水平仍能稳定上升。

图表15: 鸿路钢构的吨毛利情况较低(万元)



图表16: 鸿路钢构的吨净利稳步上升(万元)



来源: 公司公告 国金证券研究所

### 投资观点

- 如前所述, 钢结构行业由于技术成熟、透明, 总包方逐渐向钢结构渗透, 带来了一个关键问题: 传统钢结构企业如何处理与总包的关系。我们看好鸿路钢构在这个问题上的突破(精工钢构选择了另外一条路线, 也同样看好), 通过制造带动工程, 获得规模效应, 取得成本优势。
- 市场反映公司的盈利模式过分依赖于总包和业主, 我们要强调一点, 公司由于规模、成本、质量等优势, 也被总包和业主所依赖。如同我们前面强调的, 公司的盈利模式是最有利于发挥各方比较优势的, 是双赢和多赢的合作模式。
- 在现阶段, 我们看好公司近期的快速增长; 长期来看, 规模和成本优势得到进一步提高之后, 公司有望向其他领域(比如安装、上下游等)快速延伸, 甚至向建筑总包延伸。预计 2010-2012 年公司 EPS 分别为 1.64、

1.95、2.75 元。仍然坚持“公司理应享受估值溢价”的判断，维持“买入”评级。

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
<b>主营业务收入</b>	<b>896</b>	<b>1,108</b>	<b>1,613</b>	<b>2,616</b>	<b>3,391</b>	<b>4,560</b>	货币资金	118	244	206	300	1,000	1,084
增长率	23.7%	45.5%	62.2%	29.6%	34.5%		应收款项	93	124	158	235	304	409
<b>主营业务成本</b>	<b>-787</b>	<b>-956</b>	<b>-1,404</b>	<b>-2,252</b>	<b>-2,915</b>	<b>-3,914</b>	存货	205	337	569	740	1,038	1,501
% 销售收入	87.8%	86.3%	87.1%	86.1%	86.0%	85.8%	其他流动资产	31	116	122	227	293	393
<b>毛利</b>	<b>109</b>	<b>152</b>	<b>209</b>	<b>364</b>	<b>476</b>	<b>646</b>	流动资产	448	821	1,055	1,502	2,636	3,388
% 销售收入	12.2%	13.7%	12.9%	13.9%	14.0%	14.2%	% 总资产	62.2%	68.7%	58.7%	64.2%	71.7%	74.9%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-8</b>	<b>-13</b>	<b>-17</b>	<b>-23</b>	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
<b>营业费用</b>	<b>-18</b>	<b>-22</b>	<b>-25</b>	<b>-52</b>	<b>-64</b>	<b>-82</b>	% 总资产	29.2%	25.3%	35.0%	30.5%	24.8%	22.0%
% 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
<b>管理费用</b>	<b>-23</b>	<b>-35</b>	<b>-39</b>	<b>-65</b>	<b>-81</b>	<b>-105</b>	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%	35.8%	28.3%	25.1%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>65</b>	<b>93</b>	<b>136</b>	<b>233</b>	<b>313</b>	<b>437</b>	<b>资产总计</b>	<b>721</b>	<b>1,195</b>	<b>1,797</b>	<b>2,339</b>	<b>3,676</b>	<b>4,521</b>
% 销售收入	7.2%	8.4%	8.4%	8.9%	9.2%	9.6%	短期借款	223	400	585	652	37	0
<b>财务费用</b>	<b>-14</b>	<b>-31</b>	<b>-38</b>	<b>-39</b>	<b>-5</b>	<b>-1</b>	应付款项	303	586	854	1,157	1,498	2,012
% 销售收入	1.5%	2.8%	2.3%	1.5%	0.1%	0.0%	其他流动负债	19	16	30	50	66	83
<b>资产减值损失</b>	<b>-1</b>	<b>-3</b>	<b>-6</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	流动负债	545	1,002	1,468	1,859	1,601	2,094
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	30	0	55	55	55	56
<b>投资收益</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	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%	<b>负债</b>	<b>575</b>	<b>1,002</b>	<b>1,523</b>	<b>1,914</b>	<b>1,656</b>	<b>2,150</b>
<b>营业利润</b>	<b>53</b>	<b>59</b>	<b>93</b>	<b>192</b>	<b>309</b>	<b>436</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>146</b>	<b>193</b>	<b>274</b>	<b>425</b>	<b>2,020</b>	<b>2,371</b>
营业利润率	5.9%	5.3%	5.7%	7.3%	9.1%	9.6%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>营业外收支</b>	<b>3</b>	<b>-1</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>721</b>	<b>1,195</b>	<b>1,797</b>	<b>2,339</b>	<b>3,676</b>	<b>4,521</b>
<b>税前利润</b>	<b>56</b>	<b>58</b>	<b>97</b>	<b>195</b>	<b>312</b>	<b>439</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	6.3%	5.2%	6.0%	7.5%	9.2%	9.6%		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>所得税</b>	<b>-19</b>	<b>-11</b>	<b>-15</b>	<b>-31</b>	<b>-50</b>	<b>-70</b>	<b>每股指标</b>						
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	1.639	1.953	2.751
<b>净利润</b>	<b>37</b>	<b>47</b>	<b>81</b>	<b>164</b>	<b>262</b>	<b>369</b>	每股净资产	1.461	1.928	2.740	4.249	15.073	17.693
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.148	0.750	1.276	2.119	1.931	2.231
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>37</b>	<b>47</b>	<b>81</b>	<b>164</b>	<b>262</b>	<b>369</b>	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%	7.7%	8.1%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	25.37%	24.23%	29.66%	38.57%	12.96%	15.55%
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	总资产收益率	5.14%	3.91%	4.52%	7.01%	7.12%	8.15%
<b>净利润</b>	<b>37</b>	<b>47</b>	<b>81</b>	<b>164</b>	<b>262</b>	<b>369</b>	投入资本收益率	10.75%	12.68%	12.53%	17.28%	12.47%	15.11%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
<b>非现金支出</b>	<b>11</b>	<b>22</b>	<b>33</b>	<b>48</b>	<b>56</b>	<b>67</b>	主营业务收入增长率	N/A	23.71%	45.53%	62.16%	29.64%	34.48%
<b>非经营收益</b>	<b>11</b>	<b>32</b>	<b>33</b>	<b>44</b>	<b>23</b>	<b>1</b>	EBIT 增长率	N/A	42.61%	46.79%	71.22%	34.68%	39.28%
<b>营运资金变动</b>	<b>-44</b>	<b>-25</b>	<b>-20</b>	<b>-44</b>	<b>-82</b>	<b>-138</b>	净利润增长率	N/A	26.02%	74.01%	101.67%	59.69%	40.84%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>15</b>	<b>75</b>	<b>128</b>	<b>212</b>	<b>259</b>	<b>299</b>	总资产增长率	N/A	65.77%	50.39%	30.15%	57.16%	23.00%
<b>资本开支</b>	<b>-111</b>	<b>-121</b>	<b>-393</b>	<b>-140</b>	<b>-256</b>	<b>-157</b>	<b>资产管理能力</b>						
<b>投资</b>	<b>18</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	应收账款周转天数	15.2	27.5	25.6	25.0	25.0	25.0
<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	存货周转天数	47.6	103.5	117.8	120.0	130.0	140.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-93</b>	<b>-121</b>	<b>-393</b>	<b>-141</b>	<b>-255</b>	<b>-156</b>	应付账款周转天数	11.5	28.6	52.7	50.0	50.0	50.0
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1,351</b>	<b>0</b>	固定资产周转天数	85.4	99.1	121.4	79.8	77.2	60.2
<b>债权募资</b>	<b>106</b>	<b>147</b>	<b>240</b>	<b>67</b>	<b>-614</b>	<b>-36</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>其他</b>	<b>-14</b>	<b>-31</b>	<b>-35</b>	<b>-44</b>	<b>-39</b>	<b>-22</b>	净负债/股东权益	92.40%	81.10%	158.20%	95.71%	-44.94%	-43.36%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>92</b>	<b>115</b>	<b>204</b>	<b>23</b>	<b>697</b>	<b>-59</b>	EBIT 利息保障倍数	4.8	3.0	3.6	5.9	63.8	576.8
<b>现金净流量</b>	<b>14</b>	<b>69</b>	<b>-61</b>	<b>94</b>	<b>700</b>	<b>84</b>	资产负债率	79.74%	83.87%	84.75%	81.83%	45.05%	47.56%

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	3	4	4	4
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.00	2.00	2.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-01-21	买入	42.15	60.00 ~ 60.00

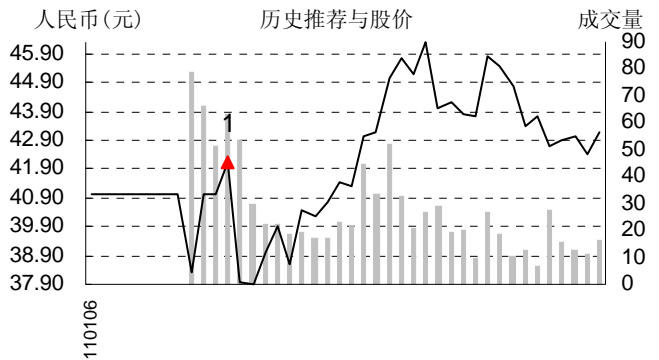
来源：国金证券研究所

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“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)-61356534

传真: (8621)-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: (8610)-66215599-8792

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)-33089915

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 921 室