

延长化建 (600248.SH)

评级：持有 维持评级

公司研究

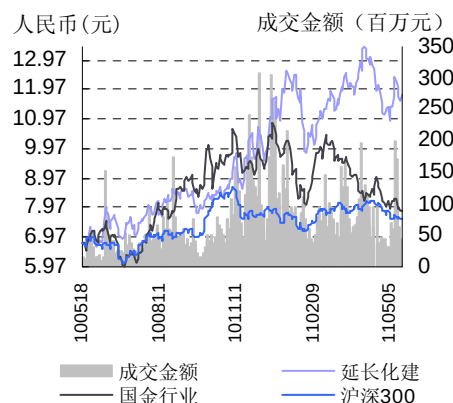
市价(人民币)：11.81元

坐拥集团优势，积极开辟外部市场

长期竞争力评级：等于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	127.85
总市值(百万元)	5,030.93
年内股价最高最低(元)	13.42/6.56
沪深300指数	3116.03
上证指数	2852.77



公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.289	0.291	0.344	0.426	0.582
每股净资产(元)	1.98	1.71	1.92	2.22	2.67
每股经营性现金流(元)	0.19	0.65	-0.45	0.61	0.74
市盈率(倍)	45.41	40.78	34.40	27.78	20.32
行业优化市盈率(倍)	92.67	92.67	92.67	92.67	92.67
净利润增长率(%)	90.88%	41.25%	18.06%	23.83%	36.71%
净资产收益率(%)	14.60%	17.06%	17.90%	19.21%	21.81%
总股本(百万股)	304.28	425.99	425.99	425.99	425.99

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **“十二五”期间，西部能源战略与集团投资的大幅增长保障公司未来快速发展：**国家“十二五”规划明确指出将实施西部大开发战略放在区域发展总体战略的优先位置，能源以及矿产资源项目会得到优先布局，地处陕西的延长化建必然会尽享西部能源战略的春风，快速发展；公司控制人延长石油集团是我国拥有石油和天然气勘探开发资质的四家企业之一，陕西省最大的企业集团，2010年销售收入超1000亿，2011年预计销售收入超1200亿，在未来五年里，集团计划固定资产投资2600亿，相比十一五集团投资增加了一倍，作为集团下面唯一工程建筑公司，延长化建在未来五年的快速增长得到了很好的保证。
- **内部多点优势转变带动公司业绩进一步增长：**公司“十二五”远景规划国内业务60%，国外20%，制造业20%。而且国外业务和制造业毛利率要高于传统的工程安装。目前来看，公司去年投资压力容器以及管件、法兰生产线正逐步投产，非标产品自给率不断提高增加了公司整体毛利水平；公司在伊朗项目取得突破后，国外业务收入呈现大规模提升；此外，优秀人才招聘计划也有效支撑了公司未来的快速扩张，保障其接单能力。
- **公司盈利分析：**公司近年来的收入、利润增长较快，复合增长率达到了55%以上，公司收入增速与集团收入增速高度相关性也再次验证了公司在未来五年会随着集团大力投入，快速发展而发展；公司近六年的期间费用率呈逐年降低趋势，目前已经降到3%以下，这充分反映出公司较强的成本控制能力。

投资建议

- 我们认为公司外有集团快速发展的拉动，内有提高设备自给、招募优秀人员、走出国门等优势转变的促进，未来可以保持较快速发展。预计2011-2013年公司归属母公司净利润分别为：1.47、1.81、2.48亿元，分别增长18.06%、23.83%、36.71%。对应EPS分别为0.344、0.426、0.582元。给予公司“持有”评级。

风险

- 集团外的业务扩张速度低于预期。

唐笑

分析师 SAC 执业编号：S1130511030003
(8621)61038229
tangx@gjzq.com.cn

贺国文

分析师 SAC 执业编号：S1130511030012
(8621)61038234
hegw@gjzq.com.cn

内容目录

外部环境——国家政策加集团投资保障公司未来增长	4
西部战略、能源战略带动区域快速发展.....	4
集团扩张战略带动公司发展.....	5
内部环境——多点优势转变带动公司进一步增长.....	7
非标设备业务快速发展增强公司盈利能力	7
人员招募计划增强公司接单能力	8
走出集团，积极开拓外部市场	8
公司盈利分析	10
公司收入、净利润增长较快.....	10
公司费用率较低.....	11
应收账款周转率分析	11
投资建议	12
附录：三张报表预测摘要	13

图表目录

图表 1: 历次五年计划中关于西部发展的规划与定位	4
图表 2: 化学原料及化学制品制造业固定资产投资额	5
图表 3: 西部地区资源储量占比	5
图表 4: 部分国有大型能源企业五年计划	5
图表 5: 延长化建产权关系图	6
图表 6: 延长石油集团收入快速增长	6
图表 7: 延长石油集团未来规划	6
图表 8: 集团十二五固定资产投资总额增长快速（亿元）	7
图表 9: 来自集团内部订单占比较高	7
图表 10: 公司前五大客户主要来自于集团内部	7
图表 11: 公司主营业务占比情况	7
图表 12: 公司主营业务毛利占比情况	7
图表 13: 公司非标设备制造收入快速增长（万元）	8
图表 14: 公司人员构成主要为技术工种.....	8
图表 15: 公司未来人员规模迅速增长	8
图表 16: 公司 2010 年国外业务毛利率远高于国内业务.....	9
图表 17: 新疆、内蒙资源储量丰富	9
图表 18: 公司在伊朗业务突破后收入快速增长	10
图表 19: 延长化建收入以及利润增长较快	10
图表 20: 公司收入增速变动源于集团收入变化	11

图表 21: 公司期间费用率逐年降低.....	11
图表 22: 公司应收账款周转率低于行业平均水平	12

外部环境——国家政策加集团投资保障公司未来增长

- “十二五”期间西部大开发战略依旧热度不减，能源基地建设作为大开发战略中的重要一极而得到优先发展。作为西北大省陕西省，自然资源储量丰富，同时拥有油、气、煤、盐等多种资源，这种矿产结构在世界范围内也是相当少见，因此其资源的开发利用备受政府以及大型企业的关注。延长化建控股股东延长石油集团是我国拥有石油和天然气勘探开发资质的四家企业之一，是唯一一个省属的油气煤盐综合开发企业。在未来五年必然会尽享西部尤其是陕西资源开发的春风，推动集团内唯一的工程类公司——延长化建未来的快速发展。

西部战略、能源战略带动区域快速发展

- **西部战略：**西部大开发战略从 1999 年提出到现在已逾 10 年，在这 10 多年间，西部地区经济得到了快速的发展。但与东部发达省份相比，西部在诸多方面仍处于落后阶段，未来仍需国家加大投入力量，继续施行西部大开发战略，逐步缩减东西部差距。近两年，国家在西部政策上做出了诸多部署，始终将**实施西部大开发战略放在区域发展总体战略优先位置**，这必将在未来五年保障西部地区快速发展。

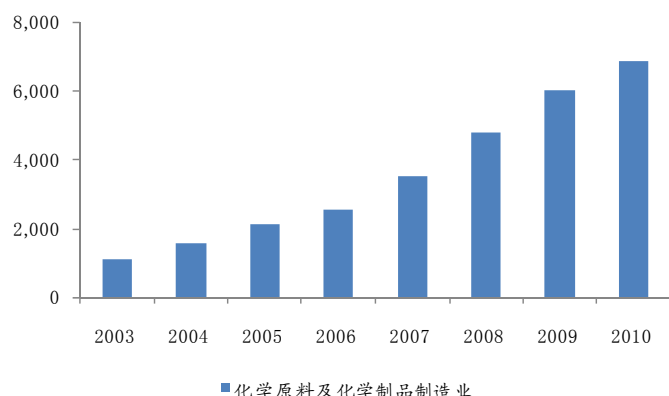
图表1：历次五年计划中关于西部发展的规划与定位

时间	规划	内容
2001/3	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十个五年计划纲要》	实施西部大开发，就是要依托亚欧大陆桥、长江水道、西南出海通道等交通干线，发挥中心城市作用，以线串点，以点带面，逐步形成我国西部有特色的西陇海兰新线、长江上游、南(宁)贵、成昆(明)等跨行政区域的经济带，带动其他地区发展，有步骤、有重点地推进西部大开发。
2006/3	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十一个五年计划纲要》	西部地区要加快改革开放步伐，通过国家支持、自身努力和区域合作，增强自我发展能力。加强基础设施建设，建设出境、跨区铁路和西煤东运新通道，建成“五纵七横”西部路段和八条省际公路，建设电源基地和西电东送工程。支持资源优势转化为产业优势，大力发展特色产业，加强清洁能源、优势矿产资源开发及加工。
2006/12	《西部大开发“十一五”规划》	努力实现西部地区经济又好又快发展，人民生活水平持续稳定提高，基础设施和生态环境建设取得新突破，重点区域和重点产业的发展达到新水平，教育、卫生等基本公共服务均等化取得新成效，构建社会主义和谐社会迈出扎实步伐。
2011/3	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》	坚持把深入实施西部大开发战略放在区域发展总体战略优先位置，给予特殊政策支持。加强基础设施建设，扩大铁路、公路、民航、水运网络，建设一批骨干水利工程和重点水利枢纽， 加快推进油气管道和主要输电通道及联网工程。发挥资源优势，实施以市场为导向的优势资源转化战略，在资源富集地区布局一批资源开发及深加工项目，建设国家重要能源、战略资源接续地和产业集聚区 ，发展特色农业、旅游等优势产业。坚持以线串点、以点带面，推进重庆、成都、西安区域战略合作，推动呼包鄂榆、广西北部湾、成渝、黔中、滇中、藏中南、关中-天水、兰州-西宁、宁夏沿黄、天山北坡等经济区加快发展，培育新的经济增长极。

来源：国金证券研究所

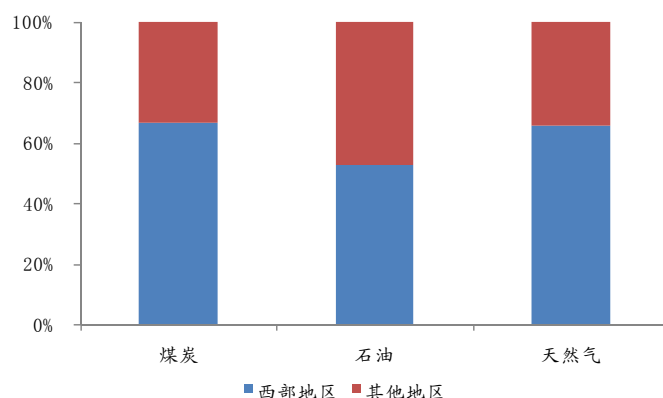
- **能源战略：**根据国家“十二五”规划，中西部资源地优先布局能源和矿产资源重大项目。近些年来，我国石油化工行业发展迅速，伴随着经济的持续增长，下游需求的增加以及国内石油自给率的降低，我国在未来“十二五”期间依然会加大对石油化工行业的投资，尤其是作为国家未来的能源基地，西部地区在石油、煤炭、天然气等方面都有着丰富的储量，这决定了其未来也必将是能源投资的重点区域。

图表2：化学原料及化学制品制造业固定资产投资额



来源：wind 上海证券报（2010）中新网（2005）国金证券研究所

图表3：西部地区资源储量占比



- 在西部能源政策拉动下，各大国有大型企业纷纷制定了自身的五年计划，增强在西部地区的开发力度，加大固定资产投资总量，这在未来五年里，为下游工程建筑行业提供了充盈的订单保障，促进了工程建筑行业快速发展。

图表4：部分国有大型能源企业五年计划

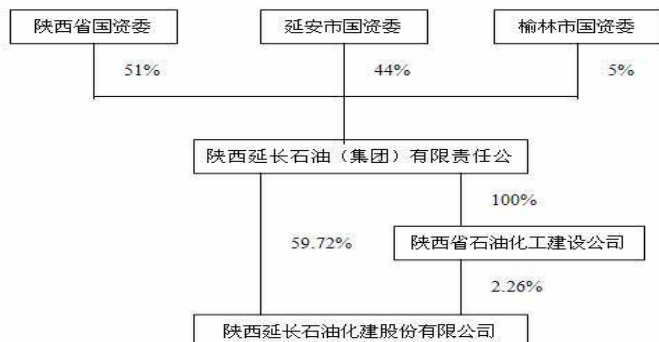
公司	内容	投资额（亿元）
神华集团	“十二五”期间，神华集团煤炭将新建新增产能2亿吨，铁路新建正线1500公里，港口新吞吐能力净增1亿吨，电力新增装机3000万千瓦。同时，在内蒙古、陕西、山西、新疆4省区，分别建设褐煤转化、能源化工、煤焦化、煤制油大型基地。	5152
新疆兵团	安排重大项目259个，主要涉及民生工程、基础设施和推进“三化”建设。	5900

来源：国金证券研究所

集团扩张战略带动公司发展

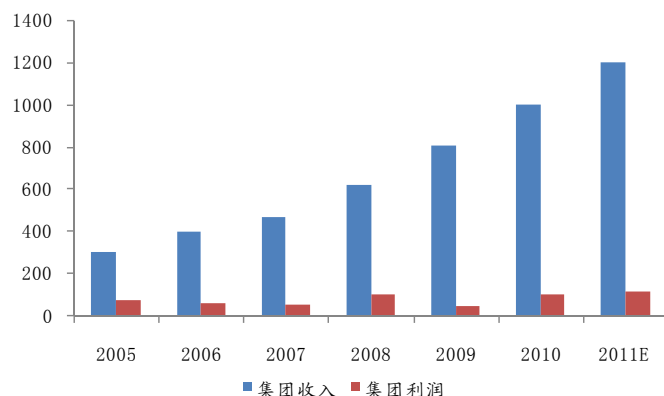
- 公司的大股东——延长石油集团是我国拥有石油和天然气勘探开发资质的四家企业之一，隶属于陕西省人民政府。主营石油和天然气勘探、开采、加工、管道运输、产品销售，石油和天然气化工、煤化工、装备制造、工程建设、技术研发等。
- 延长石油集团是唯一一个省属的石油公司，2010年集团收入约1000亿元，利润100多亿，实现利费300多亿，贡献了陕西财政收入的1/3。预计今年收入将达到1200亿，利润120亿。延长石油集团未来的快速增长会给公司带来更多业务以及资源上的支持，促进公司的发展。

图表5：延长化建产权关系图



来源：公司财务报告 国金证券研究所

图表6：延长石油集团收入快速增长



- 延长石油集团“十二五”期间将延伸化工产业链，实现“油化并举”，大力发展其他大型化工产业，同时形成若干个年产值过百亿元的精细化工基地。建设10大类50多个大型项目。并且规划2011-2012年石油新增探明地质储量18000万吨；天然气累计探明储量达到2400亿立方米以上，天然气年产能达到50亿立方米；各类化工产品年总产量500万吨以上；原煤年产量1000万吨以上，“十二五”累计新增探明石油地质储量5亿吨，探明天然气储量5000亿立方米以上，天然气年产能达到80-100亿立方米；原煤年产量4000万吨以上；各类化工产品年总产量1000万吨。

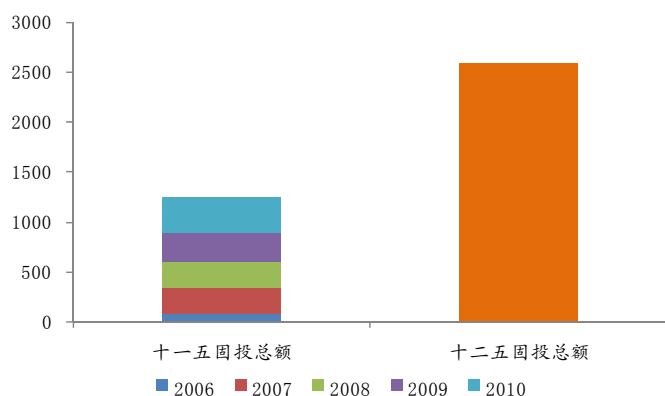
图表7：延长石油集团未来规划

年份	石油	天然气	煤炭	各类化工产品
2011-2012	新增探明地质储量18000万吨	累计探明储量达到2400亿立方米以上，天然气年产能达到50亿立方米	原煤年产量1000万吨以上	各类化工产品年总产量500万吨以上
2011-2015	新增探明石油地质储量5亿吨	探明天然气储量5000亿立方米以上，天然气年产能达到80-100亿立方米	原煤年产量4000万吨以上	各类化工产品年总产量1000万吨

来源：国金证券研究所

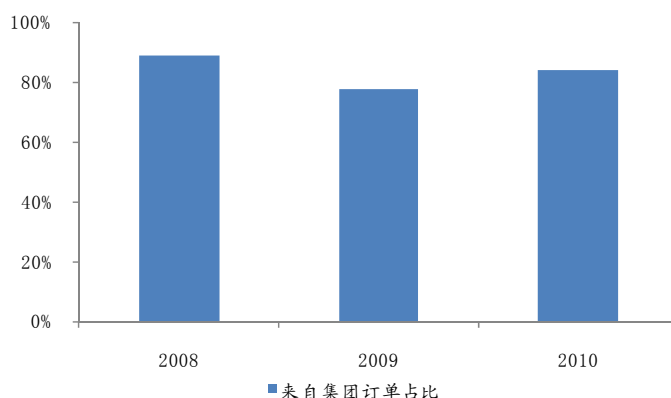
- 延长石油集团2010年固定资产投资总额350亿元，在“十二五”期间预计累计固定资产投资总额将达到2600亿元。公司作为集团唯一一个工程建筑公司，80%业务来自于集团公司，集团固投大幅增长，必然带动公司业务快速发展。

图表8：集团十二五固定资产投资总额增长快速（亿元）



来源：国金证券研究所

图表9：来自集团内部订单占比较高



图表10：公司前五大客户主要来自于集团内部

2010		2009	
客户名称	营业收入占比 (%)	客户名称	营业收入占比 (%)
陕西延长石油（集团）有限责任公司	24.44	陕西延长石油（集团）有限责任公司炼化公司	44
陕西延长石油兴化化工有限公司	21.51	陕西延长石油（集团）有限责任公司管道运输公司	18.44
陕西延长中煤榆林能源化工有限公司	19.63	陕西延长石油（集团）榆林能源化工有限公司	6.9
陕西延长石油集团橡胶有限公司	4.93	陕西延长石油（集团）橡胶有限公司	4.87
新疆金圣胡杨化工有限公司	3.04	河南神马氯碱发展工程有限责任公司	4.11
合计	73.55	合计	78.31

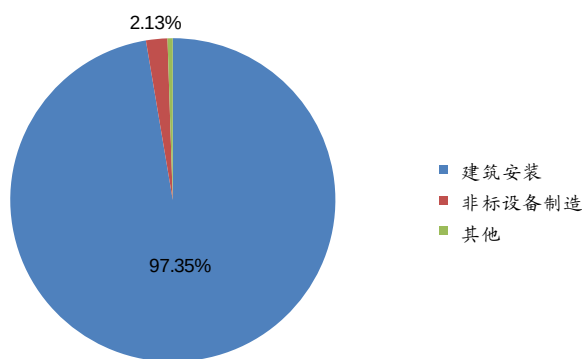
来源：国金证券研究所

内部环境——多点优势转变带动公司进一步增长

非标设备业务快速发展增强公司盈利能力

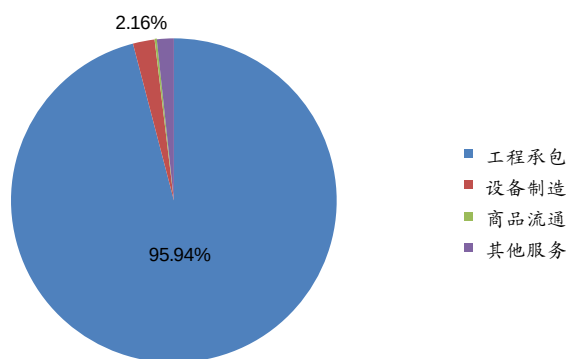
- 公司主营业务包含建筑安装、设备无损检验、非标设备制造、物资销售和技术培训。其中建筑安装业务是公司核心业务，在公司营收中占比达到95%以上。

图表11：2010 年公司主营业务占比情况



来源：公司财务报告 国金证券研究所

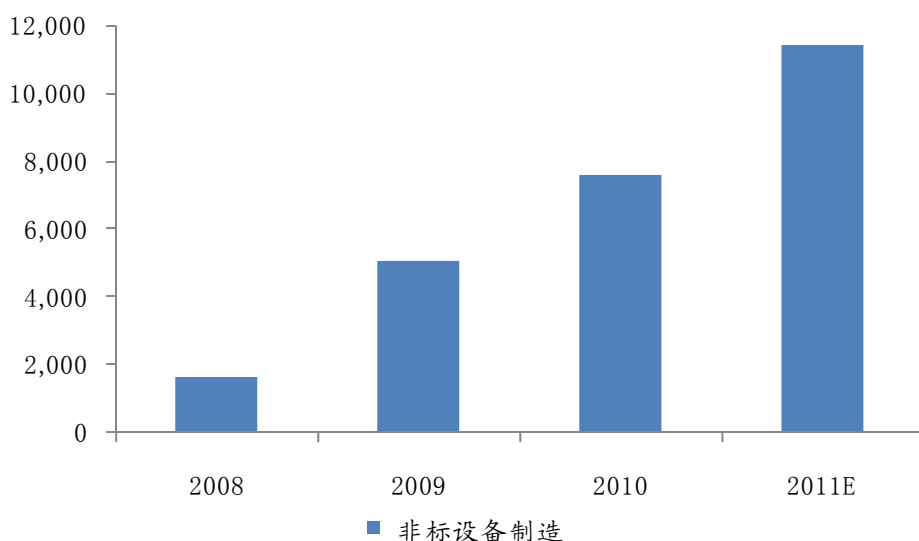
图表12：2010 年公司主营业务毛利占比情况



- 非标设备制造主要用来配套公司的在建的工程项目，外售比例较小。其制造毛利率要高于建筑安装工程毛利率，公司董事长曾公开表示，至十二五末，该部分收入要占到总收入的 20%，近几年公司非标设备制造收入快速增长的势头也验证了该观点，三年来非标设备收入的复合增长率达到了 116%。去年投资建设的压力容器以及管件、法兰生产线逐步建造完成，

预计产能在今年二季度可以得到释放，投产后将每年为公司贡献 3-4 个亿收入，这将进一步加强公司工程设备自给能力，增强公司盈利能力。

图表13：公司非标设备制造收入快速增长（万元）



来源：国金证券研究所

人员招募计划增强公司接单能力

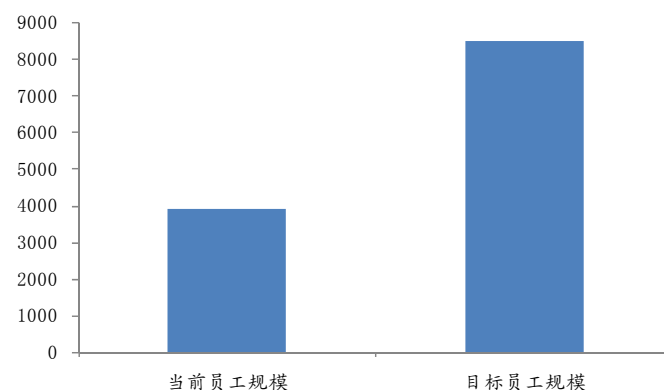
- 公司在 2010 年末共有员工 3911 人，其中从事主要技术工种员工 1914 人，占到公司总人数一半，为了满足未来工程扩张需要，公司已经从去年起开始大规模招聘专业人员，目标将员工规模扩大到 8000-9000 人。

图表14：公司人员构成主要为技术工种

专业构成		教育程度	
专业构成类别	专业构成人数	教育程度类别	数量(人)
化工类	156	研究生	10
电仪类	143	大学	300
机械类	346	大专	865
土建类	115	中专	432
经济类	401	技校及以下	2,304
其它专业	133		
主要技术工种	1,914		
其他工种	703		

来源：国金证券研究所

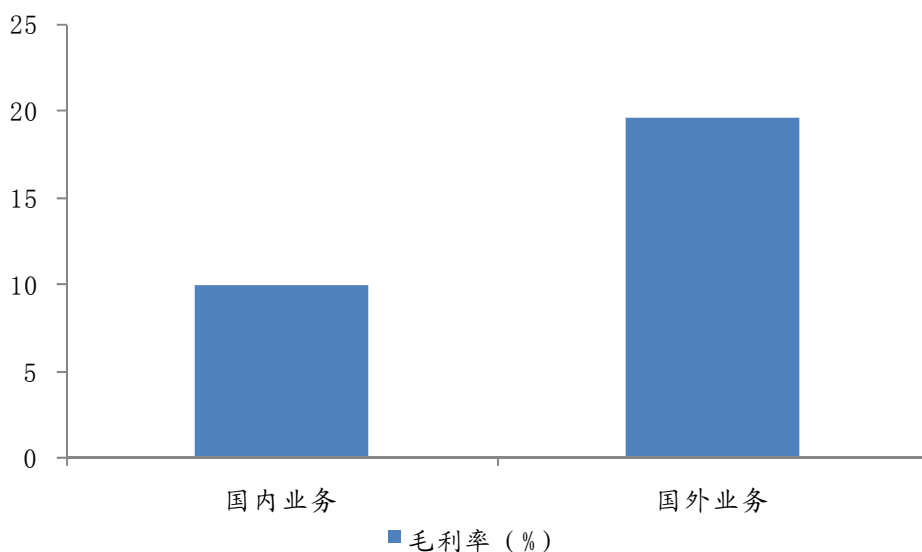
图表15：公司未来人员规模迅速增长



走出集团，积极开拓外部市场

- 公司主要业务来自延长石油集团，集团未来快速发展以及固定资产投资总量大幅增长保障了公司在未来一段时间内业绩的快速增长。但出于对依靠单一客户风险以及公司盈利方面考虑，延长化建积极走出集团，开拓集团外市场。公司目标十二五末，国外业务占到总收入的 20%，国外业务毛利率要高于国内业务，国外市场的开拓，营收占比的提高有助于公司利润进一步增长。

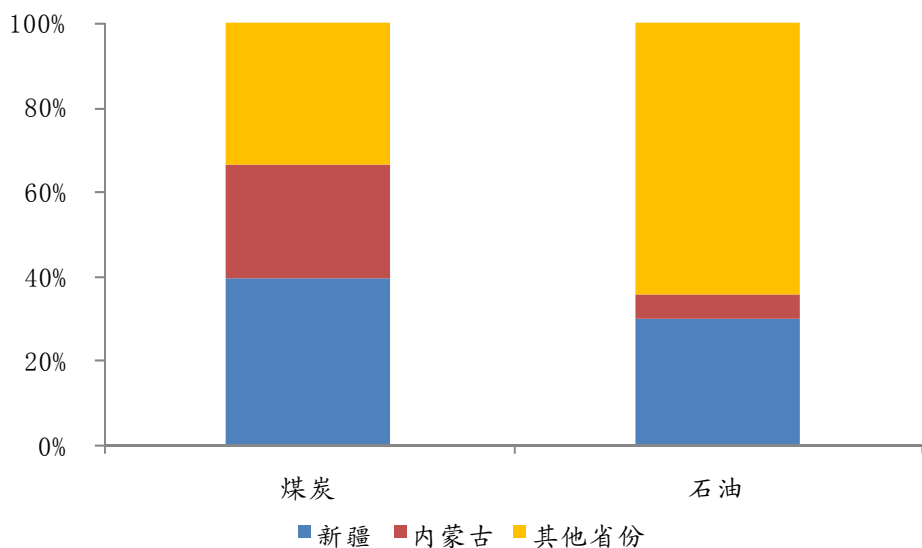
图表16: 公司 2010 年国外业务毛利率远高于国内业务



来源: wind 国金证券研究所

- **国内市场**, 延长化建是陕西省内唯一拥有“化工石油工程施工总承包一级资质”的企业。在陕西范围内进行石油化工工程承包具有明显优势, 新疆、内蒙古资源储量丰富, 是公司未来业务拓展的重要区域, 2010 年, 公司在新疆、内蒙古、福建新增设了 3 个分公司, 为公司未来进一步增加营收打下了基础。

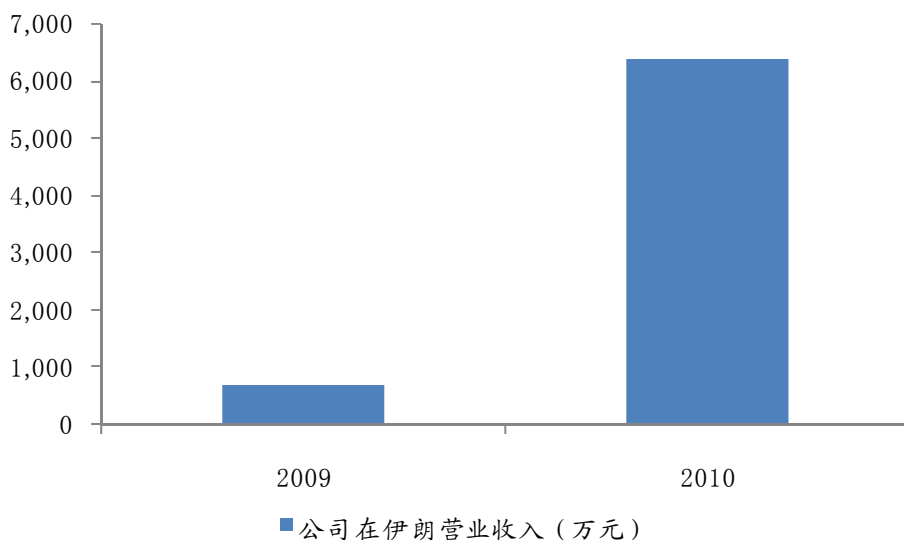
图表17: 新疆、内蒙资源储量丰富



来源: 新华网 中国能源信息网 国金证券研究所

- **国外市场**, 延长化建在 2009 年更是迈出了历史性的一步, 伊朗项目的成功实施, 不仅提升了公司参与国际项目的能力, 更锻炼了一支队伍。2010 年, 随着公司在伊朗业务拓展力度的加大, 国外部分的营业收入也获得了较大幅度的增长。此外, 公司与中字头的设计院保持着良好关系, 在走出国门时实现了优势互补。

图表18: 公司在伊朗业务突破后收入快速增长



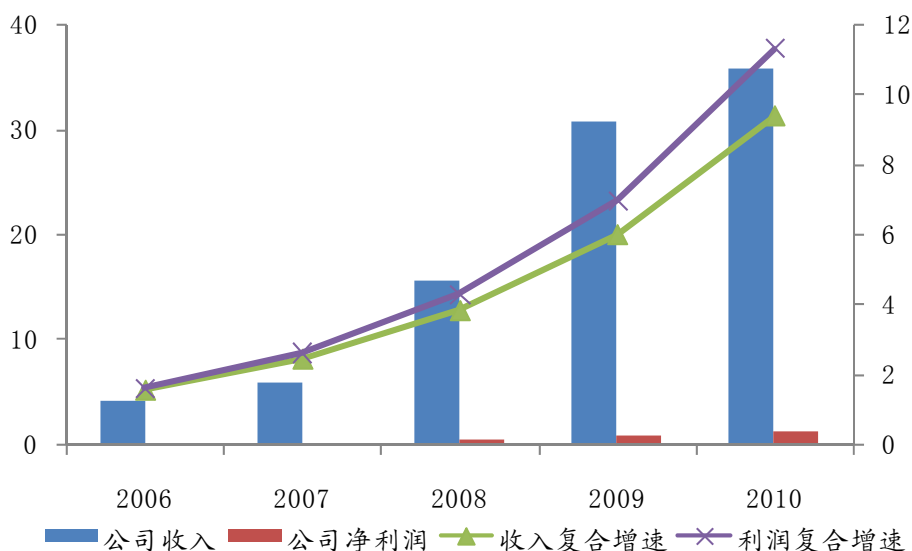
来源: 国金证券研究所

公司盈利分析

公司收入、净利润增长较快

- 近几年, 公司收入及利润增长较快, 尤其是在 2008 年下半年成功借壳上市后, 在近三个报告期内, 公司营业收入及利润取得了大幅增长。自 2005 年至 2010 年, 公司收入复合增长达到了 56.5%, 净利润复合增长达到了 62.4%, 这说明公司在快速增长过程中, 依然可以较好的控制成本, 实现了规模经济。

图表19: 延长化建收入以及利润增长较快

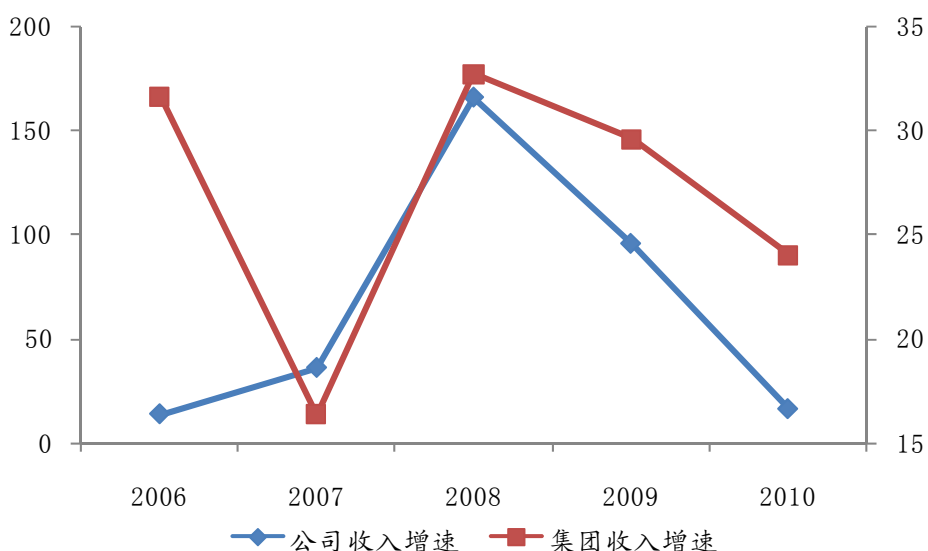


来源: 公司财务报告 国金证券研究所

注: 2008 年化建公司收入值为西安希格玛有限责任公司会计师事务所预测值

- 近几年, 公司收入、净利润增速虽然较快, 但波动也相对较大, 这种波动从图形上看与延长石油集团收入增速波动相吻合, 这也就再次证明了由于公司主要业务来自于延长石油集团内部, 集团收入变化会直接影响到公司的接单量, 进而影响公司的盈利状况。

图表20: 公司收入增速变动源于集团收入变化

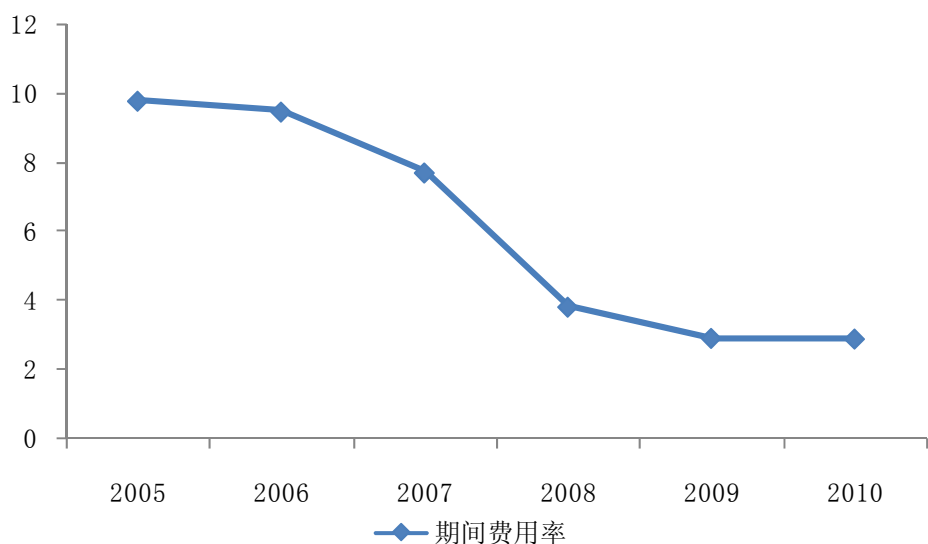


来源: 公司财务报告 国金证券研究所

公司费用率较低

- 公司期间费用率逐年降低, 从 2005 年的接近 10% 下降到目前的不到 3%。在公司期间费用中, 管理费用占比较高, 下降的也最快, 在公司订单不断增长, 业务量不断提升的同时, 管理费用率大幅降低充分说明了公司良好的成本费用控制能力。

图表21: 公司期间费用率逐年降低



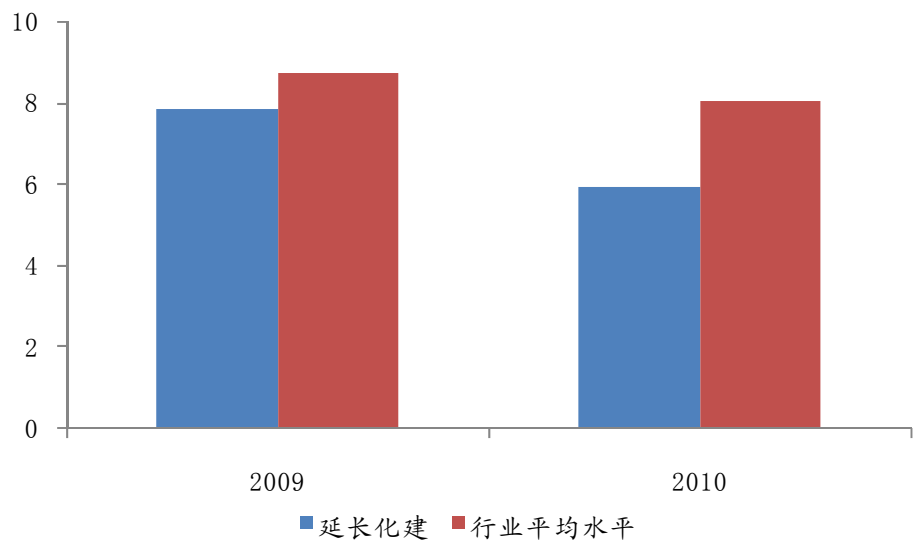
来源: 国金证券研究所

注: 2008 年化建公司期间费用值为西安希格玛有限责任公司会计师事务所预测值

应收账款周转率分析

- 建筑类公司在施工过程中被占用资金情况较多, 及时的回款不仅帮助企业周转承接新的项目, 而且有效地降低建筑类企业的风险, 避免坏账的发生。公司目前应收账款周转率低于行业平均水平, 但这并不会对公司正常经营造成不利的影响, 原因在于公司主要承接的是集团的项目, 因此坏账风险很小。

图表22：公司应收账款周转率低于行业平均水平



来源：wind 国金证券研究所

投资建议

- 我们认为公司外有集团快速发展的拉动，内有提高设备自给、招募优秀人员、走出国门等优势转变的促进，未来可以保持较快速发展。预计 2011-2013 年公司归属母公司净利润分别为：1.47、1.81、2.48 亿元，分别增长 18.06%、23.83%、36.71%。对应 EPS 分别为 0.344、0.426、0.582 元。给予公司“持有”评级。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	653	3,068	3,568	3,962	4,593	5,239
增长率		370.1%	16.3%	11.0%	15.9%	14.1%
主营业务成本	-559	-2,787	-3,206	-3,560	-4,117	-4,674
% 销售收入	85.6%	90.8%	89.9%	89.9%	89.6%	89.2%
毛利	94	281	361	401	477	565
% 销售收入	14.4%	9.2%	10.1%	10.1%	10.4%	10.8%
营业税金及附加	-23	-87	-98	-107	-124	-141
% 销售收入	3.6%	2.8%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
营业费用	-7	-2	-3	-4	-5	-5
% 销售收入	1.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	-31	-91	-104	-115	-129	-141
% 销售收入	4.7%	3.0%	2.9%	2.9%	2.8%	2.7%
息税前利润 (EBIT)	33	101	157	176	219	277
% 销售收入	5.1%	3.3%	4.4%	4.4%	4.8%	5.3%
财务费用	-15	4	3	1	0	5
% 销售收入	2.3%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	-0.1%
资产减值损失	-11	1	-7	-7	-9	6
公允价值变动收益	0	-1	0	0	0	0
投资收益	0	1	2	2	2	2
% 税前利润	0.0%	1.1%	1.0%	1.0%	0.9%	0.8%
营业利润	7	106	155	172	213	291
营业利润率	1.1%	3.5%	4.4%	4.3%	4.6%	5.6%
营业外收支	43	-1	1	1	1	1
税前利润	50	105	156	172	213	292
利润率	7.7%	3.4%	4.4%	4.4%	4.6%	5.6%
所得税	-5	-18	-32	-26	-32	-44
所得税率	10.8%	16.7%	20.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	45	88	124	147	181	248
少数股东损益	-1	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	46	88	124	147	181	248
净利率	7.1%	2.9%	3.5%	3.7%	3.9%	4.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	45	88	124	147	181	248
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	23	34	58	51	64	59
非经营收益	13	-5	2	7	3	-2
营运资金变动	-21	-58	91	-398	13	11
经营活动现金净流	61	59	275	-193	261	316
资本开支	-8	-78	-168	-68	-78	-79
投资	-10	-28	48	-1	0	0
其他	532	47	2	2	2	2
投资活动现金净流	514	-59	-118	-67	-76	-77
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-3	3	-5	81	-74	-12
其他	16	30	0	-5	-61	-56
筹资活动现金净流	13	33	-5	76	-134	-68
现金净流量	588	33	152	-184	50	172

资产负债表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	600	633	784	600	650	822
应收款项	429	459	865	739	849	977
存货	367	603	482	585	677	768
其他流动资产	129	141	105	109	126	142
流动资产	1,524	1,836	2,235	2,033	2,301	2,709
% 总资产	85.1%	85.2%	83.5%	81.7%	82.8%	84.6%
长期投资	112	111	111	112	111	111
固定资产	101	148	253	285	306	317
% 总资产	5.6%	6.9%	9.4%	11.4%	11.0%	9.9%
无形资产	41	47	68	57	61	64
非流动资产	267	319	441	456	480	494
% 总资产	14.9%	14.8%	16.5%	18.3%	17.2%	15.4%
资产总计	1,791	2,155	2,676	2,489	2,781	3,203
短期借款	7	10	5	86	13	0
应付款项	1,205	1,400	1,750	1,321	1,528	1,735
其他流动负债	120	138	190	263	296	329
流动负债	1,332	1,548	1,944	1,670	1,836	2,065
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	6	5	5	0	0	0
负债	1,338	1,553	1,949	1,670	1,836	2,066
普通股股东权益	454	602	727	818	944	1,137
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,791	2,155	2,676	2,489	2,781	3,203

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.227	0.289	0.291	0.344	0.426	0.582
每股净资产	2.236	1.977	1.707	1.921	2.217	2.669
每股经营现金净流	0.300	0.195	0.646	-0.454	0.612	0.742
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	10.15%	14.60%	17.06%	17.90%	19.21%	21.81%
总资产收益率	2.57%	4.08%	4.64%	5.89%	6.52%	7.74%
投入资本收益率	6.33%	13.62%	16.95%	16.50%	19.49%	20.68%
增长率						
主营业务收入增长率	739.93%	370.09%	16.30%	11.04%	15.94%	14.06%
EBIT增长率	N/A	204.82%	55.65%	11.95%	24.90%	26.21%
净利润增长率	517.68%	90.88%	41.25%	18.06%	23.83%	36.71%
总资产增长率	210.06%	20.30%	24.20%	-7.01%	11.74%	15.18%
资产管理能力						
应收账款周转天数	104.2	46.7	61.4	60.0	60.0	60.0
存货周转天数	132.6	63.5	61.7	60.0	60.0	60.0
应付账款周转天数	160.6	83.0	125.4	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	42.2	15.7	17.4	16.7	14.5	12.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-135.31%	-111.52%	-107.08%	-62.77%	-67.49%	-72.16%
EBIT利息保障倍数	2.2	-25.9	-45.2	-188.4	10,242.6	-51.5
资产负债率	74.68%	72.09%	72.82%	67.11%	66.04%	64.50%

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	1	3	3
买入	0	0	0	0	1
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	1.00	1.00	1.11

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)-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