

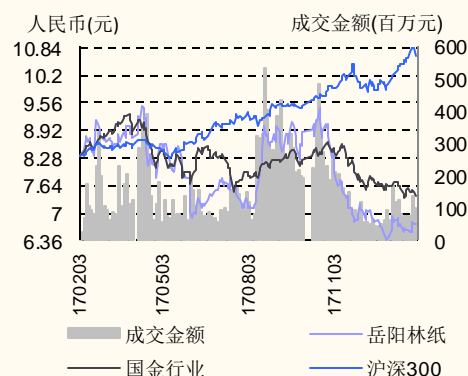
## 岳阳林纸 (600963.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 6.73 元  
 目标价格 (人民币): 9.80-9.80 元

## 市场数据(人民币)

|                |           |
|----------------|-----------|
| 已上市流通 A 股(百万股) | 1,043.16  |
| 总市值(百万元)       | 8,721.85  |
| 年内股价最高最低(元)    | 9.48/5.45 |
| 沪深 300 指数      | 4077.70   |
| 上证指数           | 3290.64   |



## 相关报告

1. 《造纸园林双丰收, 业绩高增亮眼-岳阳林纸公司点评》, 2018.1.30
2. 《业绩符合预期高增, 造纸叠加园林未来可期-岳阳林纸公司点评》, 2017.10.30
3. 《业绩高增长, 背靠央企布局雄安未来发展可期-岳阳林纸公司点评》, 2017.10.16
4. 《转型园林势如破竹, 纸业回暖轻装前行-岳阳林纸公司点评》, 2017.8.28
5. 《华丽转身, 唯一园林央企开启新时代-岳阳林纸公司深度研究》, 2017.8.14

黄俊伟 分析师 SAC 执业编号: S1130517050001  
 (8621)60230241  
 huangjunwei@gjzq.com.cn

## 造纸复苏大幅改善现金流, 园林央企实力渐显

## 公司基本情况(人民币)

| 项目          | 2016     | 2017     | 2018E    | 2019E    | 2020E    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 摊薄每股收益(元)   | 0.027    | 0.249    | 0.415    | 0.626    | 0.757    |
| 每股净资产(元)    | 5.04     | 5.62     | 6.04     | 6.66     | 7.42     |
| 每股经营性现金流(元) | 0.90     | 0.79     | 0.81     | 0.09     | 0.42     |
| 市盈率(倍)      | 301.91   | 25.85    | 15.03    | 9.97     | 8.25     |
| 行业优化市盈率(倍)  | 40.83    | 40.83    | 40.83    | 40.83    | 40.83    |
| 净利润增长率(%)   | -107.24% | 1131.86% | 66.86%   | 50.84%   | 20.82%   |
| 净资产收益率(%)   | 0.54%    | 4.43%    | 6.88%    | 9.40%    | 10.20%   |
| 总股本(百万股)    | 1,043.16 | 1,397.73 | 1,397.73 | 1,397.73 | 1,397.73 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 3月19日公司发布2017年年报, 公司营收/归母净利分别为61/3.48亿元, 同增28%/1132%, 归母扣非为2.7亿元, 去年同期为-1.3亿元。

## 经营分析

- **盈利能力与营运能力提升。** 1) 2017年公司实现营收/归母净利分别为61/3.48亿元, 同增28%/1132%, 基本符合预期, 业绩高增系传统业务回暖+新业务高增, 上年基数过小。2) 2017年公司毛利率/净利率为24%/6%, 比去年同期提升7pct/5pct, 盈利能力大幅提升。期间费率为14%, 比去年同期下降2.6pct, 主要系管理费率/财务费率下滑, 比去年同期下降0.8pct/2pct, 财务费率大幅下降系定增募资偿还部分有息债务, 降低融资成本。3) 2017年公司存货周转率/应收账款周转率为0.92/7.19, 比去年同期提升0.08/1.85; 2017年公司经营现金流净额达11亿元, 收现比达78%, 比去年同期提升9.6pct, 营运能力、收现比大幅提升系传统业绩回暖。
- **纸业回暖, 园林高增长确定性强。** 1) 2017年公司造纸业务实现营收/毛利达51/11.74亿元, 同增15%/79%, 毛利率达23%, 比去年同期提升8.3pct。伴随生态文明建设稳步推进, 叠加供给侧改革进一步深入, 造纸行业集中度有望进一步提高, 预计2018年纸业量平价升。2) ①2017年公司园林业务实现营收/毛利/净利达6.36/2/1.4亿元, 毛利率/净利率达31%/22%, 营收低于预期系央企效应尚未体现, 净利率去比年同期提升4.7pct, 盈利能力明显提升。②从历史订单来看, 2017年公司中标项目27.75亿元, 园林板块订单营收比达4.4倍, 在手框架协议达192亿元, 未来伴随框架协议逐步落地增厚公司业绩。③从未来订单来看, 公司作为唯一有央企背景园林公司且负债率较低(59%), 80%负债率上限下公司可承接PPP订单超千亿元, 资源丰富+可融空间大, 未来拿单能力有望持续提升。

## 投资建议

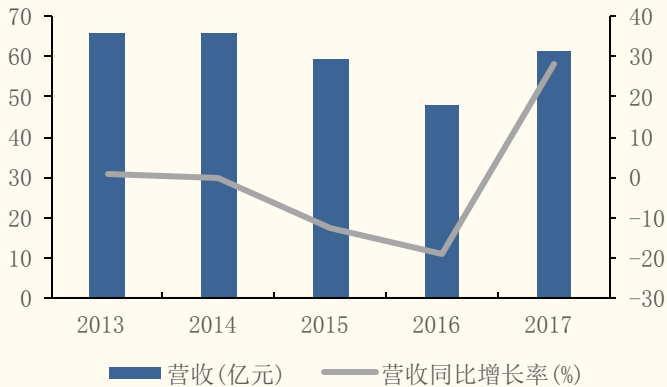
- 考虑纸业持续回暖, 园林维持高增, 我们上调盈利预测, 预测公司18/19年归母净利润为5.8/8.8亿, EPS分别为0.42/0.63元/股。
- 考虑市场风险偏好下降, PPP加强监管及利率上升等原因, 下调目标价至7.52元, 对应2018/2019年PE分别18/12倍。公司现价6.24元, 近期高管增持均价(6.95元), 员工持股价(6.46元), 安全边际高。

**风险提示:** 造纸行业毛利率下降, 林地存货贬值、凯胜园林毛利率下降。

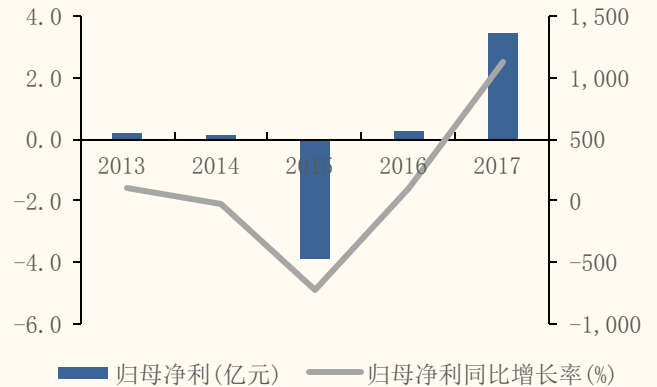
## 1.财务指标概览：业绩猛增，盈利能力、运营能力、收现比大幅提升，资本结构持续优化

- **收购凯胜园林叠加纸业复苏，公司业绩呈倍数级增长。**2017 年公司实现营收/归母净利分别为 61/3.48 亿元，同增 28%/1132%。回顾历史，2011 年公司控股股东泰格林纸将骏泰浆纸注入公司，受商品浆市场持续低迷、国外浆粕的倾销影响，商品浆板近年来价格一直低迷且较长时间内没有恢复，骏泰浆纸自 2012 年来连年亏损，严重拖累公司整体业绩，2015 年公司剥离骏泰浆纸资产，2016 年扭亏，2017 年收购凯胜园林，叠加纸业复苏，业绩呈倍数级增长，基本符合我们的预期。

图表 1：营收稳步增长



图表 2：业绩倍数级增长

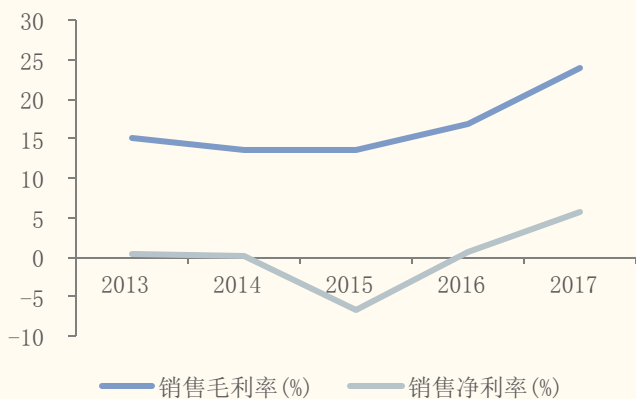


来源：wind，国金证券研究所

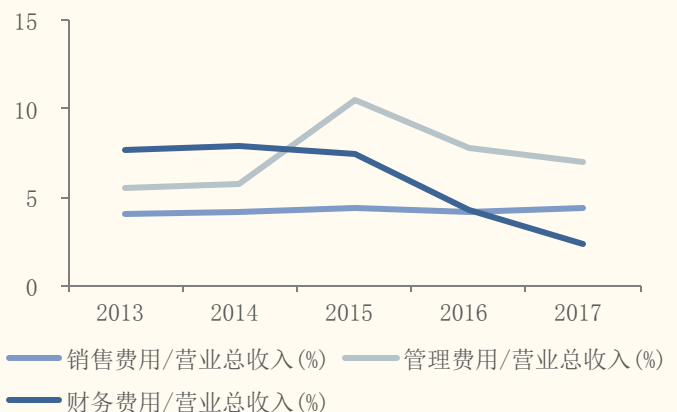
来源：wind，国金证券研究所

- **盈利能力大幅提升。**1) 2017 年公司毛利率/净利率分别为 24%/6%，比去年同期提升 7pct/5pct，比 2015 年提升 10pct/12pct，收益传统业务回暖和高毛利率的园林业务注入，盈利能力大幅提升。2) 2017 年公司期间费率为 14%，比去年同期下降 2.6pct，主要系管理费/财务费率下滑，比去年同期下降 0.8pct/2pct，财务费率大幅下降系定增募资偿还部分有息债务，降低融资成本。3) 2017 年公司资产减值损失达 1.75 亿元，2016 年仅 0.76 元，资产减值损失增加主要系对造纸制浆用暂时闲置机器计提 1 亿元固定资产减值。

图表 3：盈利能力大幅提升



图表 4：管理费、财务费率大幅降低

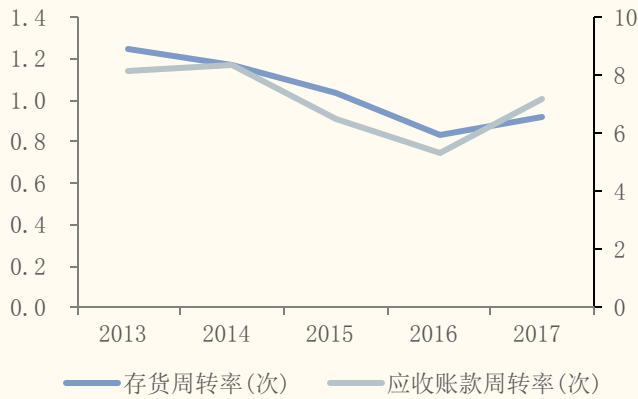


来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

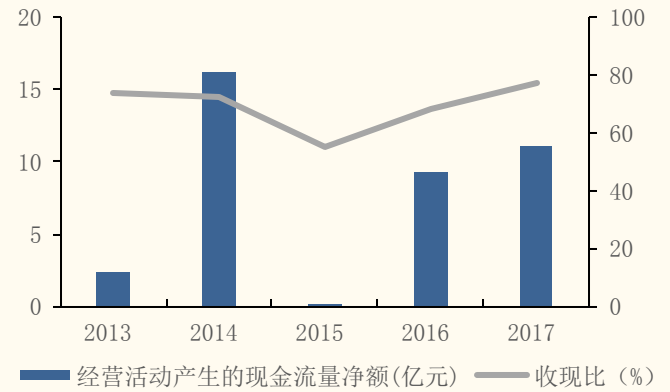
- **受益传统业务回暖，营运能力、收现比大幅提升。**1) 2017 年公司存货周转率/应收账款周转率为 0.92/7.19，比去年同期提升 0.08/1.85，受益传统主业回暖，营运能力大幅提升。2) 2017 年，公司经营现金流净额达 11 亿元，收现比达 78%，比去年同期提升 9.6pct，收现比大幅提升系传统行业回暖回款能力大幅提升。

图表 5: 营运能力大幅提升



来源: wind, 国金证券研究所

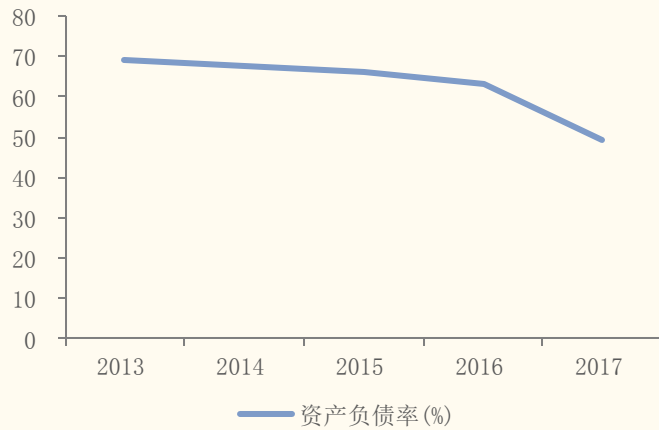
图表 6: 收现比大幅提升



来源: wind, 国金证券研究所

- **资本结构优化。**2017 年公司资产负债率为 49%，较 Q3 下降 2pct，资本结构进一步改善。

图表 7: 资本结构进一步优化

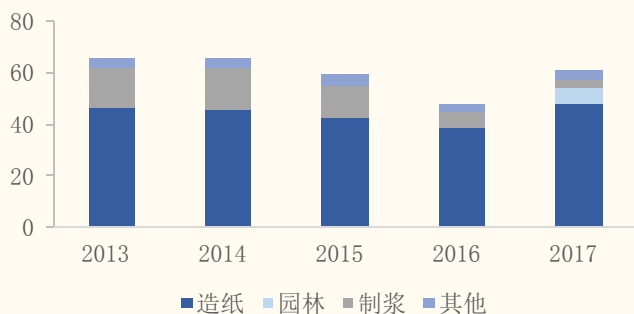


来源: wind, 国金证券研究所

## 2. 业务概览: 造纸回暖, 园林高增长确定性强

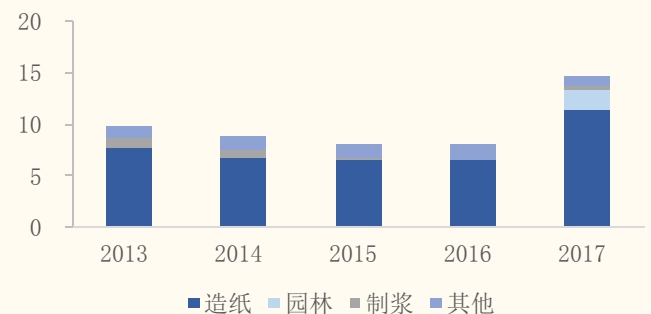
- 分业务来看, 2017 年公司造纸/园林/制浆业务营收分别为 48/6/3 亿元, 占总营收比例为 78%/10%/5%, 造纸/园林/制浆业务毛利分别为 11/2/0.4 亿元, 占总毛利比例为 78%/14%/2%, 高毛利率的园林业务注入拉动公司业绩。

图表 8: 分业务营收构成: 造纸营收占大头



来源: wind, 国金证券研究所

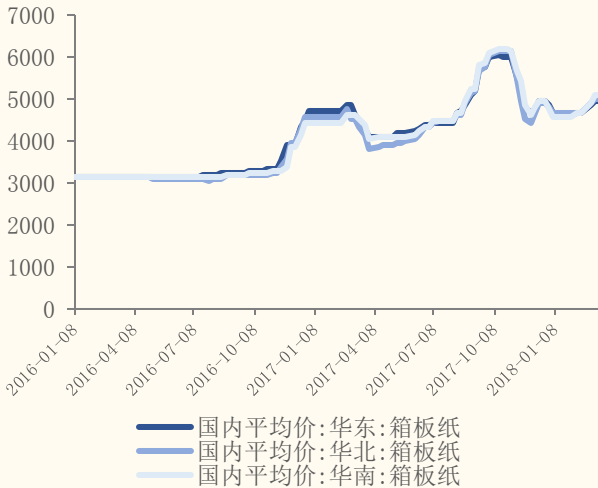
图表 9: 分业务毛利构成: 造纸毛利占大头



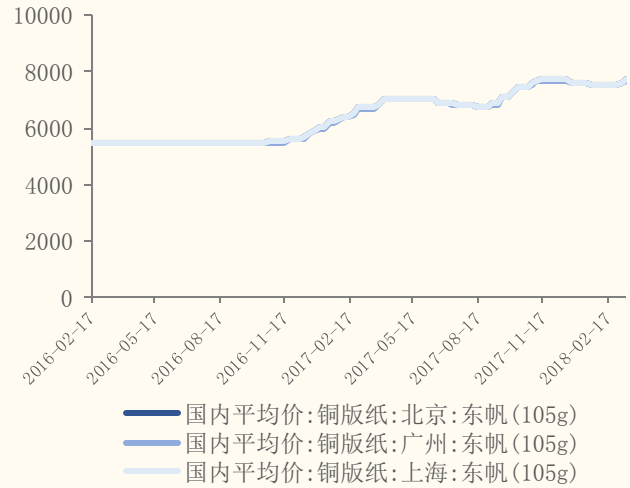
来源: wind, 国金证券研究所

- **生态文明建设叠加供给侧改革，造纸业务持续回暖。**1) 2017 年公司造纸业务实现营收/毛利达 51/11.74 亿元，同增 15%/79%，毛利率达 23%，比去年同期提升 8.3pct。2) 造纸业自 2016 年 Q4 整体回升，受益环保限产、禁止进口洋垃圾 2017 年行业供给端持续趋好，2018 年环保税开征、自然资源部/生态环境部设立，生态文明建设稳步推进，叠加供给侧改革进一步深入，行业集中度有望进一步提高，预计 2018 年纸业量平价升。3) 各地纸价变动趋势大体一致，箱板纸以华东为例，2018 年前 3 个月涨幅达 6%，铜版纸以上海地区为例，2018 年前 3 个月涨幅约 1%，造纸业务处上行通道。

图表 10：2018 年前 3 月箱板纸涨幅达 6%



图表 11：2018 年前 3 月铜版纸涨幅约 1%



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

- **园林业绩达成业绩承诺，营收低于预期系合并后大订单尚未结转。**1) 2017 年公司园林业务实现营收/毛利/净利达 6.36/2/1.39 亿元，毛利率/净利率达 31%/22%，净利率去比上年同期提升 4.7pct，盈利能力明显提升。2) 凯胜园林承诺 2016/2017/2018 年实现净利润 1/1.3/1.45 亿元，2017 年凯胜园林全年实现净利达 1.44 亿元，达成业绩承诺。3) 公司园林板块业绩略低于预期主要系 2017 年业绩主要由 2016 年及 2017 年订单结转，央企优势尚未显现，且 2017 年 5 月签署的泸溪沅水绿色旅游公路 PPP 项目（项目投资额达 13 亿元）投资额尚未结算。
- **在手订单保障公司短期业绩增长确定性强，唯一央企园林兼具资源资金优势，加快产业链延伸转型，未来拿单能力有望持续提升。**2) 园林公司业绩由订单释放，在手订单充裕未来订单可期，业绩高增长确定性强。从历史订单来看，2017 年公司中标项目 27.75 亿元，园林板块订单营收比达 4.4 倍，签署广西森林旅游、水生态建设两大框架协议总投资额达 72 亿元，在手框架协议达 192 亿元，其中 2016 年 4 月的宁波国际海运生态科技城框架协议（总投资额 120 亿）已落地宁波海滨万人沙滩工程（1.4 亿）、梅山保税港区企业合作平台 PPP 项目（6.7 亿），未来伴随框架协议逐步落地增厚公司业绩。3) 从未来订单来看，园林需求端扩容，供给端轻资产扩张快速提升集中度，公司作为唯一有央企背景园林公司且负债率较低，资源丰富+资金充裕，根据公司发展战略，公司未来将充分利用林苗资源，通过收购兼并做大做强园林业务，未来将延展至污水治理、湖泊治理等业务，未来拿单能力有望持续提升。

图表 12：公司在手订单保障短期业绩高增，框架协议稳步推进

| 中标日期       | 类型   | 工程名称                    | 投资总金额(亿元) |
|------------|------|-------------------------|-----------|
| 2018/1/11  | 建设工程 | 温州生态园三垟湿地一期主环线西段生态建设工程  | 1         |
| 2018/1/5   | PPP  | 梅山保税港区企业服务平台 PPP 项目     | 7         |
| 2017/11/20 | 框架协议 | 广西北海市水环境水生态建设投资合作框架协议   | 22        |
| 2017/8/9   | 框架协议 | 绿城南宁森林旅游园七坡板块项目投资合作框架协议 | 50        |

| 中标日期      | 类型    | 工程名称                                   | 投资总金额(亿元) |
|-----------|-------|--|-----------|
| 2017/8/7  | 非 PPP | 北海市市花公园及体育休闲公园工程                       | 1         |
| 2017/6/26 | 非 PPP | 宁波滨海万人沙滩绿化、景观及附属配套设施工程                 | 1         |
| 2017/6/22 | EPC   | 保方寺公园 EPC (设计、采购、施工) 总承包项目 EPC 工程总承包合同 | 2         |
| 2017/5/25 | PPP   | 泸溪沅水绿色旅游公路 PPP 项目政府与社会资本合作协议           | 13        |
| 2016/4/22 | 框架协议  | 宁波国际海洋生态科技城管理委员会 岳阳林纸股份有限公司战略合作框架协议    | 120       |

来源：公司公告，国金证券研究所

- **192 号文无碍 PPP 项目承接，80% 负债率上限下公司可承接 PPP 订单超千亿元。** 1) 192 号文出台要求“纳入中央企业债务风险管控范围的企业集团，累计对 PPP 项目的净投资原则上不得超过上一年度集团合并净资产的 50%”，中国诚通 2017 年三季报净资产约 865 亿元，按净资产的 50%、PPP 杠杆率 20% 测算中国诚通可承接 PPP 限额达 2163 亿元，远超公司在手 PPP 订单，192 号文无碍公司未来承接 PPP 项目。2) 现阶段 PPP 处于调整阶段，某银行目前全面暂停 PPP 融资业务，金融监管趋严利率持续上行，我们认为公司作为唯一有央企背景园林公司且负债率较低（仅 49%），在 PPP 严监管、利率上行的背景下公司融资优势明显。2016 年建筑八大央企资产负债率高达 79%，我们按 70%/75%/80% 的资产负债率上限计算公司未来融资空间，不考虑权益融资的情况下，公司可新增负债融资达 107/160/238 亿元，按 PPP 杠杆率 20% 测算，公司可承接 PPP 订单达 537/799/1192 亿元。

图表 13：80% 负债率上限下公司可承接 PPP 订单超千亿元

|            | 现实情况  | 假设 1  | 假设 2  | 假设 3   |
|------------|-------|-------|-------|--------|
| 资产负债率      | 49%   | 70%   | 75%   | 80%    |
| 总资产 (亿元)   | 154.4 | 261.8 | 314.2 | 392.8  |
| 总负债 (亿元)   | 75.9  | 183.3 | 235.7 | 314.2  |
| 新增负责 (亿元)  |       | 107.4 | 159.8 | 238.4  |
| 可承接 PPP 项目 |       | 537.2 | 799.0 | 1191.8 |

来源：wind，国金证券研究所

### 3. 分部估值

- 公司业务主要涵盖园林工程/制浆造纸两个领域，预计 2018 年园林/造纸业务净利达 4.72/1.08 亿元。园林方面我们选取棕榈股份、美尚生态作为业务可比公司。2018 年平均 PE 估值为 19 倍，但是我们考虑公司刚刚进入园林行业处于发展初期、订单将出现高速增长，给予园林业务 2018 年 20 倍的 PE 估值。根据可比公司的估值情况给予造纸业务 2018 年 10 倍的 PE 估值。则公司目标市值为 105 亿元，目标价 7.52 元，对应 2018/2019 年 PE 估值为 18/12 倍。

图表 14：采用分部估值法，公司目标市值 105 亿元

|      | 证券代码      | 证券简称 | 市值 (亿元) | 净利润 (亿元) |       | PE    |       |
|------|-----------|------|---------|----------|-------|-------|-------|
|      |           |      |         | 2018E    | 2019E | 2018E | 2019E |
| 园林业务 | 002431.SZ | 棕榈股份 | 114     | 5.66     | 7.73  | 20    | 15    |
|      | 300495.SZ | 美尚生态 | 89      | 5.27     | 6.93  | 17    | 13    |
|      |           |      |         |          | 均值    | 19    | 14    |
| 造纸业务 | 600963.SH | 岳阳林纸 | 87      | 4.72     | 7.42  | 20    |       |
|      | 600567.SH | 山鹰纸业 | 218     | 23.76    | 28.35 | 9     | 8     |
|      | 600966.SH | 博汇纸业 | 79      | 8.39     | 9.41  | 9     | 8     |
|      |           |      |         |          | 均值    | 9     | 8     |
|      | 600963.SH | 岳阳林纸 | 87      | 1.08     | 1.34  | 10    |       |

来源：wind，国金证券研究所

### 4. 风险提示

- **造纸行业毛利率下降的风险：**公司 2017/18 年营收以制浆造纸业为主，如果行业提前度过产能投放周期、出现纸制品价格下滑，对公司的毛利率及净利率将出现负面影响。
- **林地存货贬值的风险：**公司资产中包含大量存货，其中主要包括价值 35 亿元的林地资产，公司的林地计算方式是参考历史累计价值而非市场公允价值，如果林地实际价值下降将大幅减少公司的资产。
- **凯胜园林毛利率下降的风险：**未来凯胜园林业务规模急剧扩大，由此可能产生边际效应递减、毛利率下降。

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)  |               |               |               |               |               |               |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                     | 2015          | 2016          | 2017          | 2018E         | 2019E         | 2020E         |                 | 2015          | 2016          | 2017          | 2018E         | 2019E         | 2020E         |
| <b>主营业务收入</b>       | <b>5,929</b>  | <b>4,799</b>  | <b>6,144</b>  | <b>8,167</b>  | <b>10,109</b> | <b>11,470</b> | 货币资金            | 793           | 392           | 599           | 700           | 850           | 1,020         |
| 增长率                 |               | -19.1%        | 28.0%         | 32.9%         | 23.8%         | 13.5%         | 应收账款            | 1,563         | 1,598         | 2,269         | 2,342         | 2,960         | 3,436         |
| <b>主营业务成本</b>       | <b>-5,123</b> | <b>-3,993</b> | <b>-4,677</b> | <b>-6,045</b> | <b>-7,365</b> | <b>-8,279</b> | 存货              | 4,834         | 4,713         | 5,503         | 6,293         | 7,869         | 9,073         |
| %销售收入               | 86.4%         | 83.2%         | 76.1%         | 74.0%         | 72.9%         | 72.2%         | 其他流动资产          | 245           | 749           | 976           | 1,060         | 1,145         | 1,203         |
| <b>毛利</b>           | <b>806</b>    | <b>805</b>    | <b>1,466</b>  | <b>2,122</b>  | <b>2,744</b>  | <b>3,191</b>  | 流动资产            | 7,434         | 7,451         | 9,347         | 10,396        | 12,825        | 14,732        |
| %销售收入               | 13.6%         | 16.8%         | 23.9%         | 26.0%         | 27.1%         | 27.8%         | %总资产            | 47.8%         | 52.4%         | 60.5%         | 62.6%         | 66.7%         | 68.7%         |
| <b>营业税金及附加</b>      | <b>-29</b>    | <b>-38</b>    | <b>-65</b>    | <b>-90</b>    | <b>-111</b>   | <b>-126</b>   | 长期投资            | 2,339         | 1,079         | 36            | 136           | 336           | 636           |
| %销售收入               | 0.5%          | 0.8%          | 1.1%          | 1.1%          | 1.1%          | 1.1%          | 固定资产            | 4,989         | 4,886         | 4,742         | 4,753         | 4,759         | 4,768         |
| <b>营业费用</b>         | <b>-259</b>   | <b>-202</b>   | <b>-269</b>   | <b>-368</b>   | <b>-445</b>   | <b>-493</b>   | %总资产            | 32.1%         | 34.3%         | 30.7%         | 28.6%         | 24.7%         | 22.2%         |
| %销售收入               | 4.4%          | 4.2%          | 4.4%          | 4.5%          | 4.4%          | 4.3%          | 无形资产            | 739           | 718           | 1,213         | 1,213         | 1,213         | 1,213         |
| <b>管理费用</b>         | <b>-620</b>   | <b>-375</b>   | <b>-429</b>   | <b>-547</b>   | <b>-657</b>   | <b>-746</b>   | 非流动资产           | 8,115         | 6,777         | 6,094         | 6,204         | 6,410         | 6,719         |
| %销售收入               | 10.5%         | 7.8%          | 7.0%          | 6.7%          | 6.5%          | 6.5%          | %总资产            | 52.2%         | 47.6%         | 39.5%         | 37.4%         | 33.3%         | 31.3%         |
| <b>息税前利润 (EBIT)</b> | <b>-103</b>   | <b>191</b>    | <b>704</b>    | <b>1,117</b>  | <b>1,531</b>  | <b>1,826</b>  | <b>资产总计</b>     | <b>15,550</b> | <b>14,228</b> | <b>15,440</b> | <b>16,601</b> | <b>19,235</b> | <b>21,451</b> |
| %销售收入               | n.a           | 4.0%          | 11.5%         | 13.7%         | 15.1%         | 15.9%         | 短期借款            | 3,245         | 4,304         | 4,210         | 3,937         | 4,826         | 5,443         |
| <b>财务费用</b>         | <b>-444</b>   | <b>-203</b>   | <b>-143</b>   | <b>-256</b>   | <b>-274</b>   | <b>-320</b>   | 应付款项            | 2,640         | 2,558         | 2,278         | 3,048         | 3,833         | 4,316         |
| %销售收入               | 7.5%          | 4.2%          | 2.3%          | 3.1%          | 2.7%          | 2.8%          | 其他流动负债          | 1,648         | 251           | 267           | 385           | 470           | 529           |
| <b>资产减值损失</b>       | <b>-48</b>    | <b>-76</b>    | <b>-175</b>   | <b>-98</b>    | <b>-101</b>   | <b>-107</b>   | 流动负债            | 7,532         | 7,114         | 6,756         | 7,370         | 9,129         | 10,287        |
| <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            | 1,363         | 952           | 759           | 759           | 759           | 759           |
| <b>投资收益</b>         | <b>5</b>      | <b>6</b>      | <b>4</b>      | <b>5</b>      | <b>5</b>      | <b>5</b>      | 其他长期负债          | 1,430         | 910           | 70            | 36            | 36            | 36            |
| %税前利润               | -1.4%         | 15.3%         | 0.9%          | 0.6%          | 0.4%          | 0.4%          | <b>负债</b>       | <b>10,325</b> | <b>8,975</b>  | <b>7,585</b>  | <b>8,165</b>  | <b>9,924</b>  | <b>11,083</b> |
| <b>营业利润</b>         | <b>-589</b>   | <b>-81</b>    | <b>465</b>    | <b>768</b>    | <b>1,161</b>  | <b>1,404</b>  | <b>普通股股东权益</b>  | <b>5,225</b>  | <b>5,253</b>  | <b>7,855</b>  | <b>8,436</b>  | <b>9,311</b>  | <b>10,368</b> |
| 营业利润率               | n.a           | n.a           | 7.6%          | 9.4%          | 11.5%         | 12.2%         | 少数股东权益          | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>营业外收支</b>        | <b>209</b>    | <b>123</b>    | <b>6</b>      | <b>6</b>      | <b>6</b>      | <b>6</b>      | <b>负债股东权益合计</b> | <b>15,550</b> | <b>14,228</b> | <b>15,440</b> | <b>16,601</b> | <b>19,235</b> | <b>21,451</b> |
| <b>税前利润</b>         | <b>-379</b>   | <b>42</b>     | <b>471</b>    | <b>774</b>    | <b>1,167</b>  | <b>1,410</b>  | <b>比率分析</b>     |               |               |               |               |               |               |
| 利润率                 | n.a           | 0.9%          | 7.7%          | 9.5%          | 11.5%         | 12.3%         |                 | 2015          | 2016          | 2017          | 2018E         | 2019E         | 2020E         |
| <b>所得税</b>          | <b>-11</b>    | <b>-14</b>    | <b>-123</b>   | <b>-193</b>   | <b>-292</b>   | <b>-352</b>   | <b>每股指标</b>     |               |               |               |               |               |               |
| 所得税率                | n.a           | 32.9%         | 26.1%         | 25.0%         | 25.0%         | 25.0%         | 每股收益            | -0.374        | 0.027         | 0.249         | 0.415         | 0.626         | 0.757         |
| <b>净利润</b>          | <b>-390</b>   | <b>28</b>     | <b>348</b>    | <b>580</b>    | <b>875</b>    | <b>1,057</b>  | 每股净资产           | 5.008         | 5.036         | 5.620         | 6.035         | 6.661         | 7.418         |
| 少数股东损益              | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 每股经营现金净流        | 0.008         | 0.897         | 0.788         | 0.806         | 0.086         | 0.423         |
| <b>归属于母公司的净利润</b>   | <b>-390</b>   | <b>28</b>     | <b>348</b>    | <b>580</b>    | <b>875</b>    | <b>1,057</b>  | 每股股利            | 0.038         | 0.152         | 0.152         | 0.000         | 0.000         | 0.000         |
| 净利率                 | n.a           | 0.6%          | 5.7%          | 7.1%          | 8.7%          | 9.2%          | <b>回报率</b>      |               |               |               |               |               |               |
|                     |               |               |               |               |               |               | 净资产收益率          | -7.46%        | 0.54%         | 4.43%         | 6.88%         | 9.40%         | 10.20%        |
|                     |               |               |               |               |               |               | 总资产收益率          | -2.51%        | 0.20%         | 2.25%         | 3.50%         | 4.55%         | 4.93%         |
|                     |               |               |               |               |               |               | 投入资本收益率         | -0.99%        | 1.17%         | 4.05%         | 6.38%         | 7.71%         | 8.26%         |
|                     |               |               |               |               |               |               | <b>增长率</b>      |               |               |               |               |               |               |
|                     |               |               |               |               |               |               | 主营业务收入增长率       | -9.93%        | -19.07%       | 28.03%        | 32.93%        | 23.78%        | 13.46%        |
|                     |               |               |               |               |               |               | EBIT增长率         | N/A           | -285.99%      | 269.05%       | 58.75%        | 37.00%        | 19.28%        |
|                     |               |               |               |               |               |               | 净利润增长率          | 3035.16%      | -107.24%      | 1131.86%      | 66.86%        | 50.84%        | 20.82%        |
|                     |               |               |               |               |               |               | 总资产增长率          | -6.37%        | -8.50%        | 8.52%         | 7.51%         | 15.87%        | 11.52%        |
|                     |               |               |               |               |               |               | <b>资产管理能力</b>   |               |               |               |               |               |               |
|                     |               |               |               |               |               |               | 应收账款周转天数        | 55.9          | 68.3          | 50.8          | 55.0          | 60.0          | 65.0          |
|                     |               |               |               |               |               |               | 存货周转天数          | 352.7         | 436.3         | 398.6         | 380.0         | 390.0         | 400.0         |
|                     |               |               |               |               |               |               | 应付账款周转天数        | 76.2          | 75.8          | 75.6          | 75.5          | 75.5          | 75.5          |
|                     |               |               |               |               |               |               | 固定资产周转天数        | 302.6         | 339.6         | 277.5         | 209.2         | 169.2         | 149.4         |
|                     |               |               |               |               |               |               | <b>偿债能力</b>     |               |               |               |               |               |               |
|                     |               |               |               |               |               |               | 净负债/股东权益        | 89.22%        | 100.50%       | 55.65%        | 47.38%        | 50.86%        | 49.98%        |
|                     |               |               |               |               |               |               | EBIT利息保障倍数      | -0.2          | 0.9           | 4.9           | 4.4           | 5.6           | 5.7           |
|                     |               |               |               |               |               |               | 资产负债率           | 66.40%        | 63.08%        | 49.13%        | 49.19%        | 51.59%        | 51.67%        |

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         |
|----|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|    | 0           | 2           | 4           | 13          | 37          |
|    | 0           | 2           | 2           | 5           | 16          |
|    | 0           | 0           | 0           | 0           | 3           |
|    | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
|    | <b>0.00</b> | <b>1.50</b> | <b>1.33</b> | <b>1.28</b> | <b>1.39</b> |

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期         | 评级 | 市价   | 目标价       |
|----|------------|----|------|-----------|
| 1  | 2017-08-14 | 买入 | 7.66 | 9.80~9.90 |
| 2  | 2017-08-28 | 买入 | 8.67 | 9.80~9.80 |
| 3  | 2017-10-16 | 买入 | 9.10 | 9.80~9.80 |
| 4  | 2017-10-30 | 买入 | 8.81 | 9.80~9.80 |
| 5  | 2018-01-30 | 买入 | 6.73 | 9.80~9.80 |

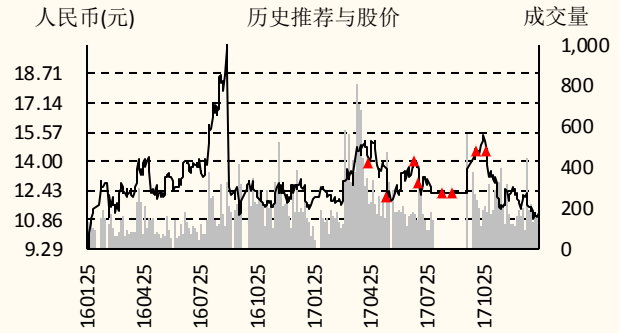
来源：国金证券研究所

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“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，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，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唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业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。

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的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业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