

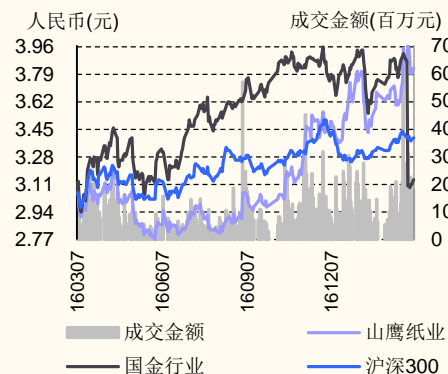
市场价格(人民币): 3.83元

## 造纸业务厚积薄发，高考核标准彰显信心

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)	3,766.94
总市值(百万元)	17,431.30
年内股价最高最低(元)	3.97/2.77
沪深300指数	3446.48
上证指数	3233.87



## 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.03	0.06	0.08	0.17	0.28
每股净资产(元)	1.58	1.62	1.83	1.95	2.13
每股经营性现金流(元)	0.59	0.56	-0.15	0.32	0.39
市盈率(倍)	99	68	47	23	14
行业优化市盈率(倍)	55	83	41	160	160
净利润增长率(%)	-47.11%	90.15%	76.62%	107.00%	66.11%
净资产收益率(%)	1.85%	3.42%	4.42%	8.63%	13.07%
总股本(百万股)	3,766.94	3,766.94	4,551.25	4,551.25	4,551.25

来源：公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **国内规模前三的包装造纸企业**：公司前身为马鞍山造纸厂，为进一步充实公司业务，提升资产质量并增强公司核心竞争力，2013年公司与吉安集团进行重组，重组后公司各项业务得到良好健康发展。公司拥有年产能305万吨包装用纸和10亿平方米中高档包装纸箱的生产能力。得益于公司重组后整体资产质量与盈利水平的改善，公司毛利率与净利率近年有较为显著的提升。目前公司正加强先进技术与高端客户的获取，未来产品附加值预计也将提高，对应公司未来盈利能力仍有进一步提升空间。
- **箱板瓦楞需求持续快速增长，未来供给整体偏紧，具备广泛废纸回收渠道的龙头企业持续受益**。1) 全球瓦楞纸箱主要用于食品、饮料、家电等消费类领域，目前我国社消品零售额增速正保持年均10%以上增速，未来下游具备需求保障支撑。另外，电商及快递业的繁荣发展也为瓦楞纸箱提供了持续发展的平台。2) 根据我们测算，到2020年我国瓦楞纸箱总产能约5,580万吨左右，按照“十二五”3%-3.4%的瓦楞纸箱消费量增速测算，届时国内瓦楞纸箱消费量约为5,300万吨，未来国内瓦楞纸箱供给基本刚好覆盖需求。而近年来伴随国家环保政策及供给侧改革的深入推进，行业正面临洗牌整合，业内中小产能加速退出，因此整体来看我们认为未来箱板瓦楞纸整体供给偏紧。3) 我国由于林木资源稀缺，废纸浆使用比例较高，未来在我国环保政策持续趋严背景下，废纸回收体系也将更加规范化、集中化，废纸渠道也将更多掌握在龙头企业之中，我们认为这也是以公司等为代表的具备完善废纸回收渠道的龙头纸企长期受益逻辑。
- **综合实力看齐玖龙与理文，未来包装业务有望实现突破**。公司是玖龙和理文之外，唯一具有海外废纸采购渠道的国内第三大包装原纸供应商。120万吨新增产能达产后，公司整体规模与实力还将进一步提升。从产能布局来看，山鹰产能主要集中华东地区，覆盖经济发达的长三角地区，区域竞争优势凸显。从公司自身产业链布局来看，公司是目前国内少数拥有废纸收购渠道、包装原纸生产、纸板及纸箱生产制造的完整产业链的造纸企业，高度一体化的产业链保障了公司的较强的成本控制与盈利能力。除了包装纸生产领域的业内绝对领先地位，公司下设14家包装业务子公司，负责具体包装业务及包装一体化服务运营，与同样涉足智能包装业务的合兴包装及美盈森等纸包装龙头公司相比，公司由于具备上游包装造纸业务支撑，产业链协同效应更

揭力

分析师 SAC 执业编号：S1130515080003  
(8621)60935563  
jie\_li@gjzq.com.cn

邱思佳

联系人  
qiusijia@gjzq.com.cn

强，未来公司包装业务有望同步实现爆发突破。

- **股权激励高度彰显信心，考核目标大概率超预期实现。**公司股票期权激励计划考核条件为以 2015 年的净利润为基数，未来三年的净利润增长率分别不低于 50%、200%、400%。我们认为，除了公司在重组之后运营效率的持续提升、业内看齐玖龙及理文的竞争地位以及受益行业复苏、短期内废纸价格提涨的多项业绩驱动因素之外，公司自备电比例提高、税收优惠政策及折旧年限延长等预计也将成为未来公司超预期实现业绩考核目标的重要要素。

#### **估值和投资建议**

- 我们预测公司 2016-2018 年完全摊薄后 EPS 为 0.08/0.17/0.28 元。考虑到公司重组后管理及经营效率提升显著，新增产能将进一步提升公司规模与整体实力。公司作为国内前三大包装纸供应商，将充分受益行业整合复苏及纸价上行，我们给予公司 2017 年 PE 为 28 倍，对应目标价 4.7 元/股，首次给予“买入”评级。

#### **风险因素**

- 原材料价格波动风险；市场竞争风险；宏观经济波动风险；募集项目建设或达产进度不达预期。

## 内容目录

估值及投资评级 .....	5
公司概况：国内规模前三的包装造纸企业 .....	5
箱板瓦楞需求持续快速增长，未来供给整体偏紧，具备广泛废纸回收渠道的龙头企业持续受益 .....	8
下游对应多领域消费结构，电商高速发展为行业发展提供新平台 .....	8
未来行业供给整体仍偏紧，纸价大概率持续高位走势 .....	10
中小企业继续面临洗牌整合，大型纸企经营优势凸显 .....	11
具备广泛废纸回收渠道的企业中长期受益明显 .....	12
山鹰纸业：具备多重提振因素，业绩爆发式增长可期 .....	13
国内第三大包装纸生产商，综合实力看齐玖龙与理文 .....	13
股权激励高度彰显信心，考核目标大概率超预期实现 .....	16
风险因素 .....	17
原材料价格波动风险 .....	17
市场竞争风险 .....	17
宏观经济波动风险 .....	17
募集项目建设或达产进度不达预期 .....	18
盈利预测 .....	18
关键假设 .....	18

## 图表目录

图表 1：可比公司估值情况 .....	5
图表 2：山鹰纸业 1H2016 主营收入分解 .....	6
图表 3：山鹰纸业历史营运表现 .....	6
图表 4：山鹰纸业 1H2016 营业利润分解 .....	6
图表 5：山鹰纸业近年盈利表现 .....	6
图表 6：山鹰纸业近年经营效率 .....	6
图表 7：山鹰纸业近年现金流和盈利能力 .....	6
图表 8：公司完成资产重组以来业务发展情况 .....	7
图表 9：山鹰纸业股权结构 .....	7
图表 10：山鹰纸业近年营收及增幅情况 .....	8
图表 11：山鹰纸业盈余现金保障倍数较高 .....	8
图表 12：山鹰纸业毛利率与净利率近年显著提升 .....	8
图表 13：山鹰纸业营业外收入占利润比例较高 .....	8
图表 14：瓦楞纸箱占纸与纸板产量比例不断提升 .....	9
图表 15：我国各包装子行业营收规模占比 .....	9
图表 16：全球各行业对瓦楞纸板的消费量结构 .....	9
图表 17：社会消费品零售总额增速维持增长 .....	9

图表 18: 我国电子商务市场规模不断攀升.....	10
图表 19: 规模以上快递业务量维持高速增长.....	10
图表 20: 2007-2016 年我国包装纸板产能 (万吨) .....	10
图表 21: 全球包装纸产能分布.....	10
图表 22: 国内主要厂商包装纸产能集中度.....	11
图表 23: 2015-2020 年包装纸产能新增情况.....	11
图表 24: 大型纸企化学需氧量 (千克/吨纸) 排放明显低于中小微型企业 .....	11
图表 25: 我国近年造纸企业单位数不断减少.....	11
图表 26: 纸和纸板容器制造业利润率呈降低、亏损面呈增长趋势.....	12
图表 27: 中小型纸企营收增速低于大型纸企.....	12
图表 28: 中小型纸企利润增速低于大型纸企.....	12
图表 29: 我国造纸业原料结构.....	13
图表 30: 我国废纸回收利用率逐步提升.....	13
图表 31: 国内废纸价格行情 (元/吨) .....	13
图表 32: 国外废纸价格行情 (美元/吨) .....	13
图表 33: 山鹰纸业主要纸种及年产能情况.....	14
图表 34: 国内主要包装纸企收入及产能情况.....	14
图表 35: 可比公司近年毛利率 (%) 对比.....	14
图表 36: 前三大包装原纸供应商全国产能布局.....	15
图表 37: 公司海外废纸回收网络布局.....	15
图表 38: 公司瓦楞箱板纸生产制造产业链.....	16
图表 39: 山鹰纸业股票期权激励计划行权安排.....	16
图表 40: 山鹰纸业盈利预测.....	18

## 估值及投资评级

- **首次覆盖给予“买入”评级。**公司是国内前三大包装用纸生产供应商。我们认为其估值应该参考 A 股“造纸”板块中与公司业务相同或相近的公司，我们选取了景兴纸业、中顺洁柔、美利云、齐峰新材、太阳纸业和岳阳纸业作为估值参考。可比公司 2016-2018 年预测 PE 中值分别为 39/28/20 倍。我们预测公司 2016-2018 年完全摊薄后 EPS 为 0.08/0.17/0.28 元/股。考虑到公司重组后管理及经营效率提升显著，新增产能将进一步提升公司整体实力。公司作为国内前三大包装纸供应商，将充分受益行业整合复苏及纸价上行，我们给予公司 2017 年 PE 为 28 倍，对应目标价 4.7 元/股，首次给予“买入”评级。

图表 1：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE (倍)				PB (倍)	EPS CAGR (%)	PEG (倍)
				2015	2016E	2017E	2018E	2015	2016E	2017E	2018E			
002067	景兴纸业	6.92	75.70	0.01	0.29	0.32	0.38	692	24	22	18	2.6	237.3	2.9
002511	中顺洁柔	19.22	97.11	0.18	0.51	0.69	0.86	107	38	28	22	4.5	68.4	1.6
000815	美利云	18.49	128.55	0.47	0.02	0.44	0.86	39	1193	42	21	369.1	22.4	1.8
002521	齐峰新材	11.44	56.59	0.59	0.29	0.41	0.60	19	39	28	19	1.8	0.6	31.1
002078	太阳纸业	7.30	185.12	0.27	0.40	0.58	0.74	27	18	13	10	3.1	40.1	0.7
600963	岳阳纸业	8.73	91.07	-0.37	0.04	0.31	0.41	-24	238	29	22	1.8	-203.1	0.1
平均								143	258	27	19	63.8	27.6	6.4
中值								33	39	28	20	2.9	31.3	1.7
600567	山鹰纸业	3.83	174.31	0.06	0.08	0.17	0.28	69	47	23	14	2.1	71.3	1.0

来源：Wind，国金证券研究所 注：市盈率以 2017 年 3 月 6 日收盘价计算

## 公司概况：国内规模前三的包装造纸企业

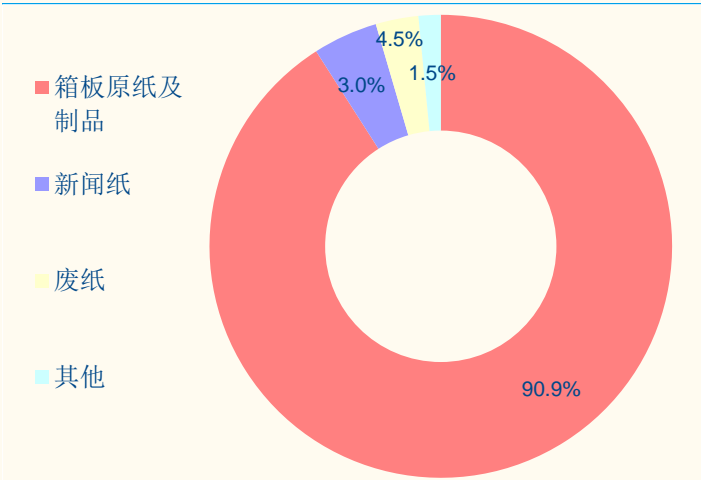
**公司沿革：**山鹰纸业是国家大型造纸工业企业、国内特大型包装纸板生产企业之一。2001 年，公司在上海证券交易所挂牌上市，2013 年，公司与吉安集团有限公司进行重组，通过强强联合实现了跨越式的发展。目前公司已形成 305 万吨造纸和 10 亿平方米纸板纸箱的年生产能力，规模排名位居行业前列。

**管理层简介：**公司现任董事长兼总经理为吴明武，出生于 1967 年，中国香港居民，系高级经济师。同时吴明武先生目前也是福建泰盛实业有限公司董事长，并曾任吉安集团有限公司执行董事、上海泰盛制浆（集团）有限公司董事长及福建泰盛进发实业有限公司董事长等职位。

**股权结构：**2013 年，公司与吉安集团有限公司进行重组之后，公司控股股东变更为泰盛实业，目前持有公司 28.06% 股权，公司实际控制人是吴明武、徐丽凡，合计间接持有公司 19.08% 的股份。此外，厦门国贸资产管理、中欧盛世资管及安信乾盛财富也分别持有公司 4.32%、4.31%、4.31% 的股权。

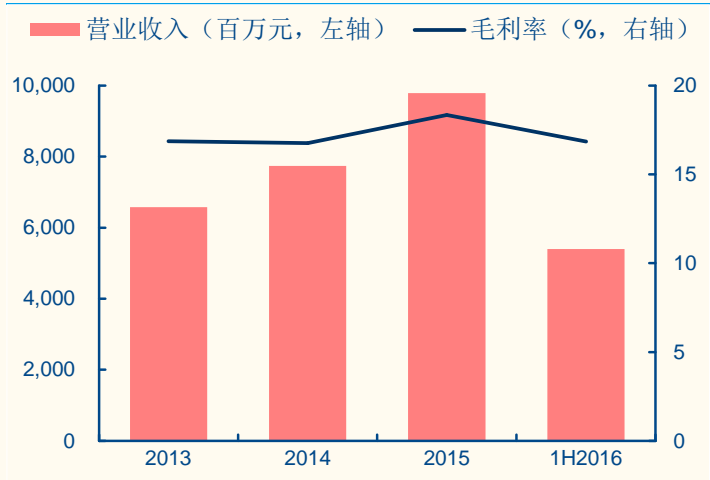
**融资历史与大小非情况：**公司于 2001 年 11 月 20 日 IPO 上市，发行股数为 6,000 万股，发行价 3.06 元/股，发行后总股本 16,050 万股。上市以来，公司通过股权再融资比例占直接融资 32.13%。公司最近一次定增股份变动日为 2016 年 7 月 7 日，增发股数约 78,431 万股，募资约 20 亿元。

图表 2: 山鹰纸业 1H2016 主营收入分解



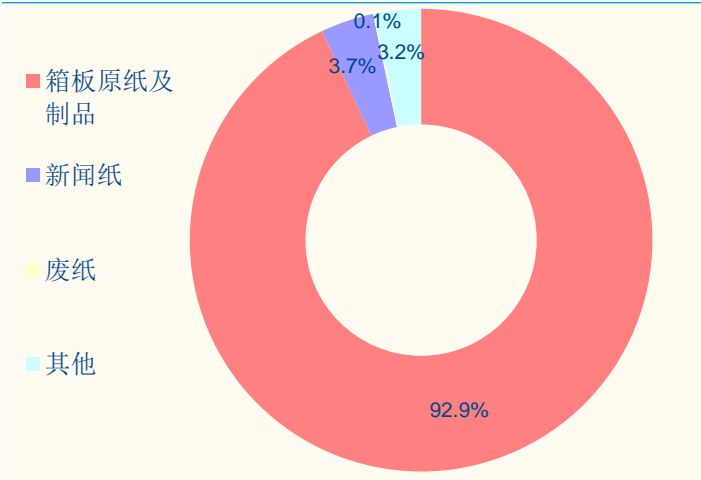
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 3: 山鹰纸业历史营运表现



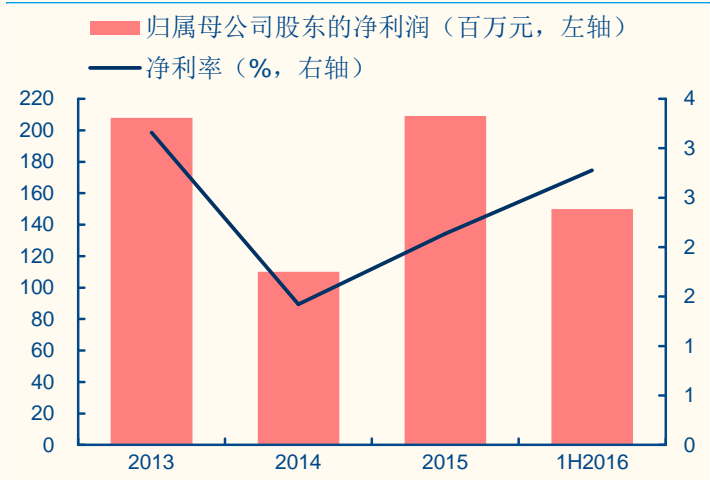
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 4: 山鹰纸业 1H2016 营业利润分解



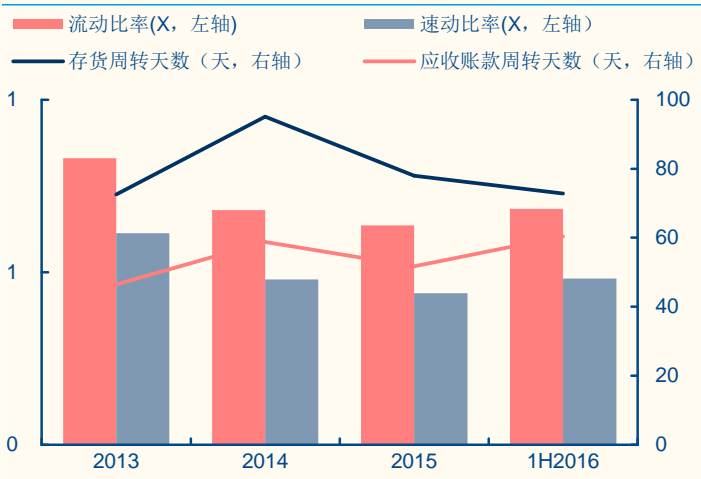
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 5: 山鹰纸业近年盈利表现



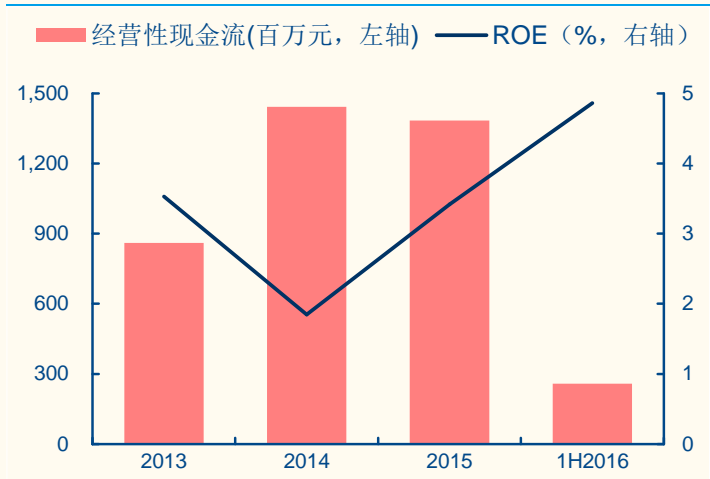
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 6: 山鹰纸业近年经营效率



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 7: 山鹰纸业近年现金流和盈利能力



来源: Wind, 国金证券研究所



- 山鹰纸业前身为马鞍山造纸厂，始建于 1957 年，1999 年变更为安徽山鹰纸业股份有限公司，2001 年在上海证券交易所上市。为进一步充实公司业务，提升资产质量，并增强公司核心竞争力，2013 年公司与吉安集团有限公司进行重组，重组后公司各项业务得到良好健康发展。公司目前已形成年产能 305 万吨包装用纸和 10 亿平方米中高档包装纸箱的生产能力。2016 年 12 月 19 日，公司更名为“山鹰国际控股股份公司”，高度彰显了公司业务全球化发展的决心与动力。

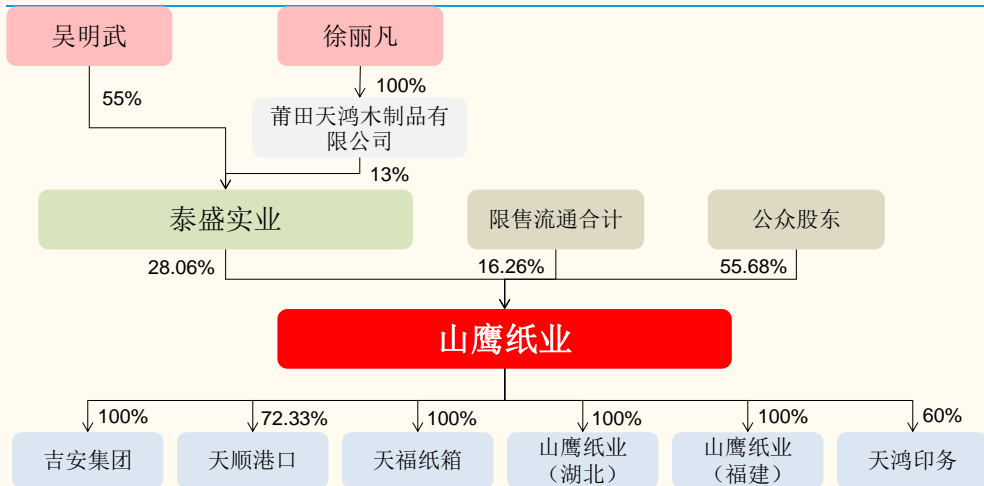
图表 8：公司完成资产重组以来业务发展情况



来源：公司公告，国金证券研究所

- **2013 年公司重组，奠定现有股权和业务架构。**2013 年 8 月，公司向泰盛实业等 4 家公司及吴丽萍等 24 名自然人非公开发行 159,071.64 万股股份以收购其持有的吉安集团 99.85% 的股权，同时泰盛实业以现金协议收购马鞍山山鹰纸业集团有限公司持有的公司 11,898.08 万股存量股份，交易完成后，泰盛实业成为公司控股股东。

图表 9：山鹰纸业股权结构

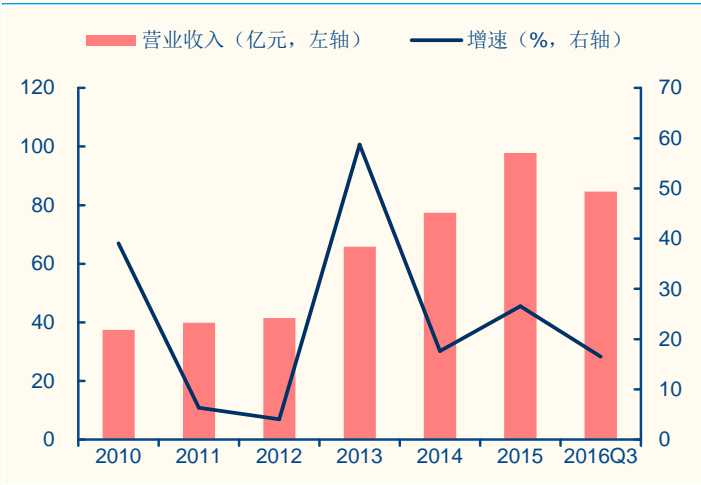


来源：国金证券研究所

- **财务分析：现金保障倍数较高，盈利变现能力强，营业外收入充分保障公司稳定持续现金流。**2016 年前三季度，公司营业收入 84.67 亿元，同比增长 16.50%，实现归母净利润 2.07 亿元，同比微增 0.4%。2013 年公司完成重大资产重组后，公司整体营收与盈利水平出现了显著提升，此外公司的利润现金保障倍数较高，说明利润变现能力较强。从公司历年净利润变动情况来看，其增速波幅较大，主要原因包括废纸、木浆等主要原材料价格波动较大，且公司各项费用控制有一定波动。另外公司被认定高新技术企业，享受多项政府补贴相关收入，公司营业外收入占利润总额比重达 68%，公司利润总额对于营业外收入依赖度较高。从公司盈利指标来看，得益于公司重组后，整体资产质量与盈利水平的改善，公司毛利率与净利

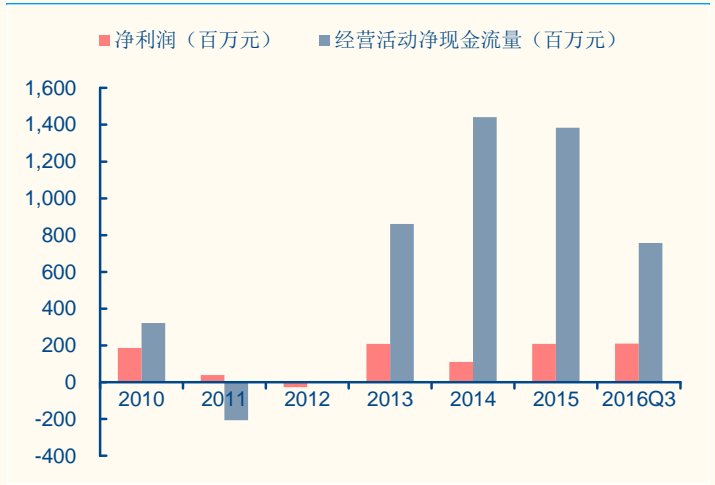
率近年也有较为显著的提升。目前公司正加强先进技术与高端客户的获取，未来产品附加值预计也将提高，对应公司未来盈利能力仍有进一步提升空间。

图表 10：山鹰纸业近年营收及增幅情况



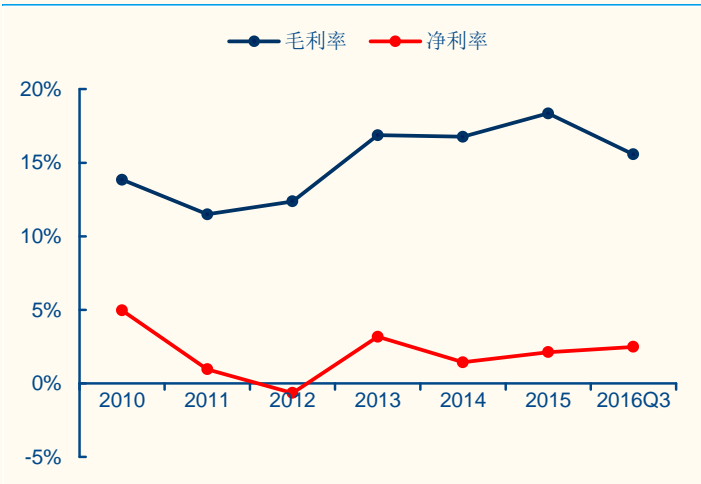
来源：Wind，国金证券研究所

图表 11：山鹰纸业盈余现金保障倍数较高



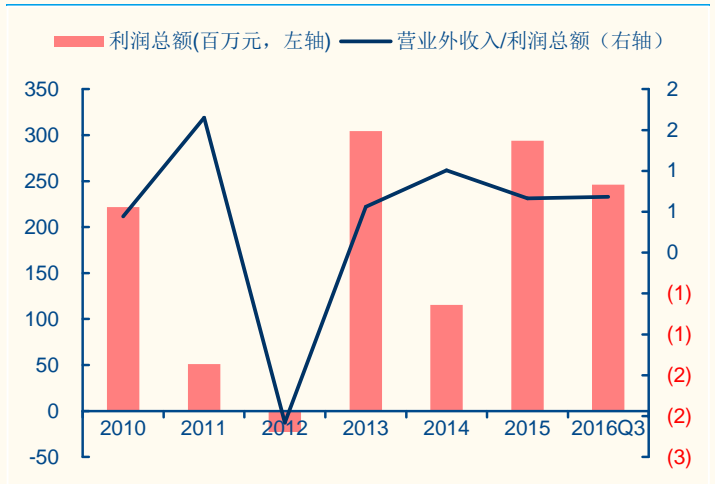
来源：Wind，国金证券研究所

图表 12：山鹰纸业毛利率与净利率近年显著提升



来源：Wind，国金证券研究所

图表 13：山鹰纸业营业外收入占利润比例较高



来源：Wind，国金证券研究所

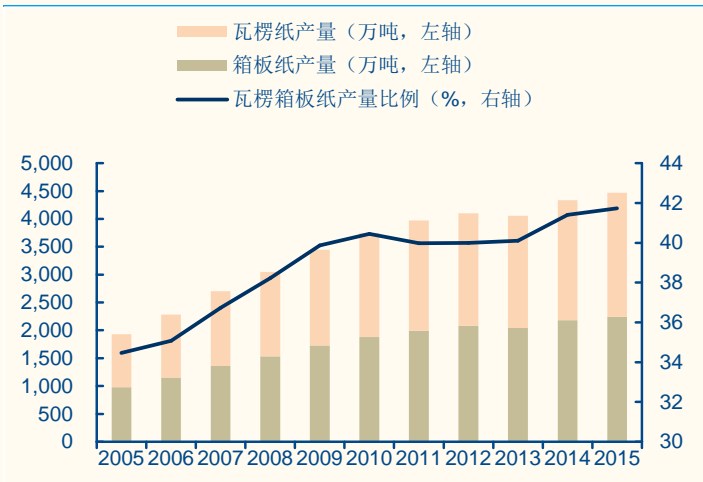
**箱板瓦楞需求持续快速增长，未来供给整体偏紧，具备广泛废纸回收渠道的龙头企业持续受益**

**下游对应多领域消费结构，电商高速发展为行业发展提供新平台**

- 包装纸板是造纸产品中的一大类，各类包装纸板可制成性能良好、耐用、可回收的包装产品。箱纸板、白纸板和瓦楞原纸是我国生产和消费的主要包装纸板种类，这其中又以箱纸板和瓦楞原纸为目前我国年生产量最大的两个纸种。纸包装由于受益于其可持续发展 and 低成本等特性，是为当前各个行业的包装首选品种。预计未来在纸包装制品强度、耐破性及防水性等综合性能不断提升下，包装纸板也将整个造纸行业及包装行业中占据更大份额。

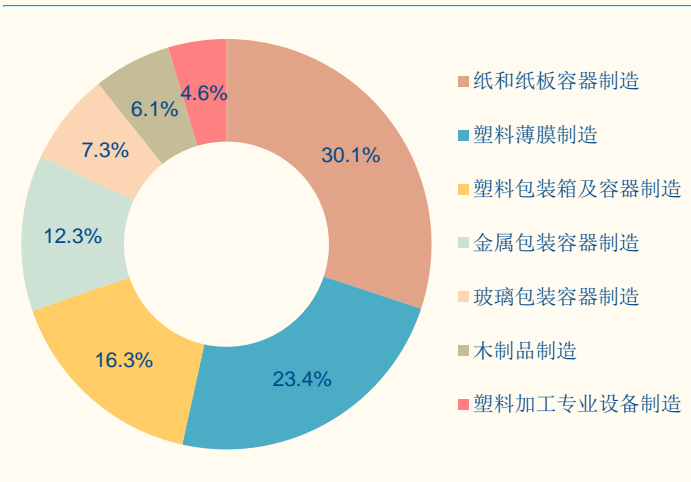


图表 14：瓦楞纸箱占纸与纸板产量比例不断提升



来源：中国造纸年鉴，国金证券研究所

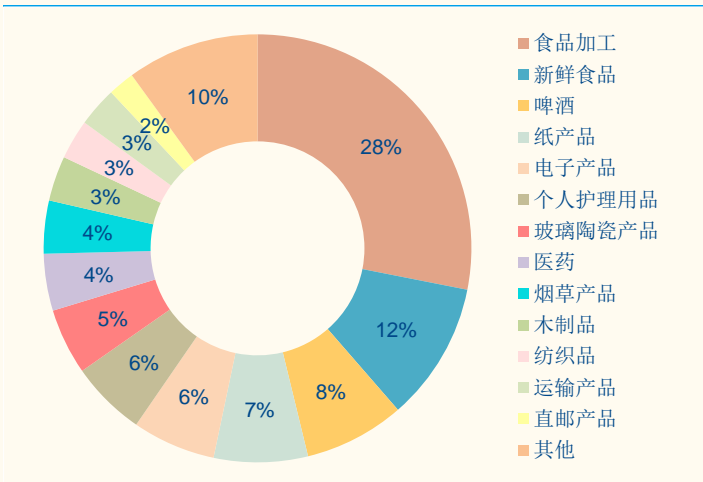
图表 15：我国各包装子行业营收规模占比



来源：中国包装联合会，国金证券研究所

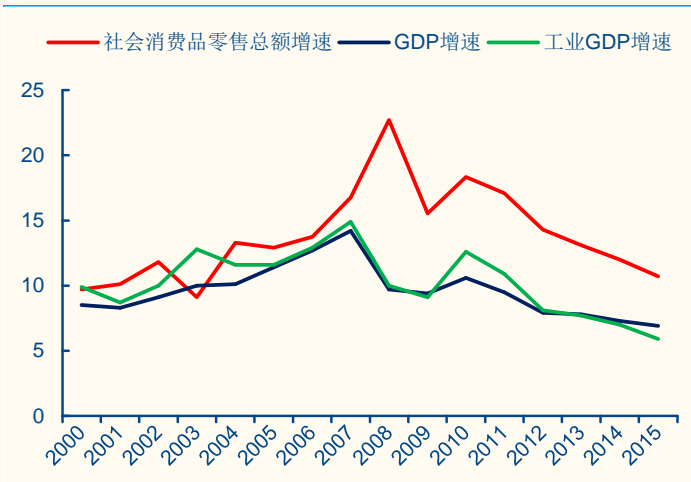
- 从瓦楞箱纸板的消费结构来看，目前全球瓦楞纸箱主要用于食品、饮料、家电等消费类领域，瓦楞纸箱产销情况与消费品零售景气度有较高相关性。虽然我国社会消费品零售总额同比增速在 2008 年达到 22.72% 的峰值之后，逐渐下滑回调，但整体增速仍维持在双位数增长，且社会消费品零售总额增速明显高于同期 GDP 与工业 GDP 增速。在我国目前庞大社会消费品基数下，另外商务部发布的《做好“十三五”时期消费促进工作的指导意见》中也提出了到 2020 年，社会消费品零售总额达到 48 万亿元左右，年均增长 10% 左右，我们认为，未来瓦楞箱纸板消费端仍将有充分稳定的需求保障，纸包装行业发展空间也仍十分广阔。

图表 16：全球各行业对瓦楞纸板的消费量结构



来源：Smithers Pira，国金证券研究所

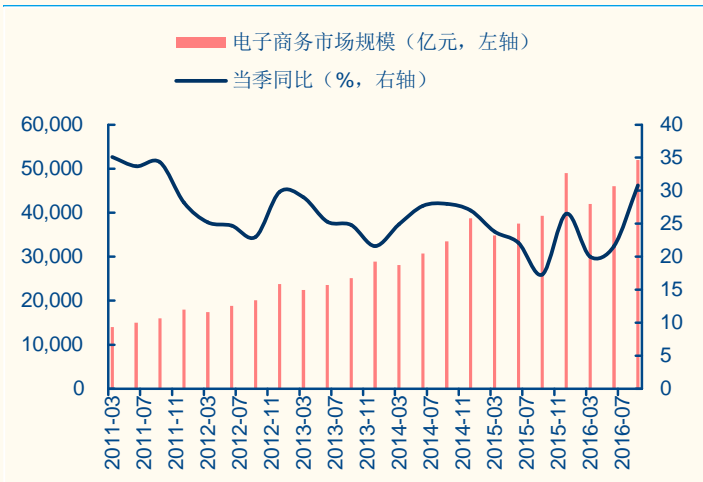
图表 17：社会消费品零售总额增速维持增长



来源：国家统计局，国金证券研究所

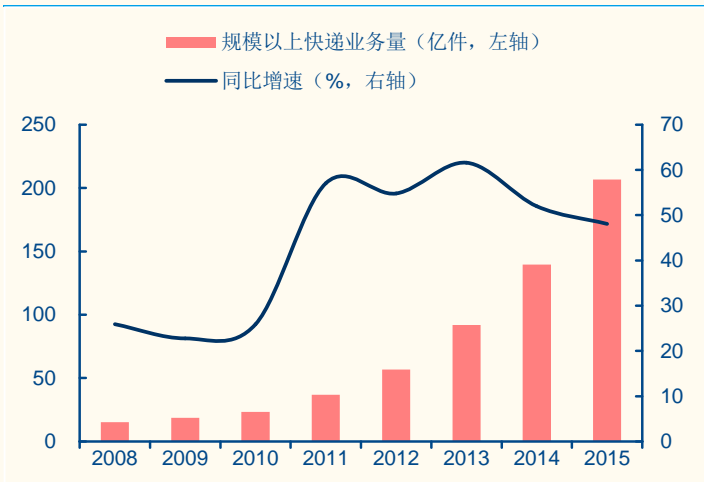
- 电子商务飞速发展为瓦楞纸箱带来新发展机遇。互联网时代，电子商务在风口下持续壮大，网络购物也逐渐成为了消费者一大主流消费模式。包装物流作为网络购物的关键环节，对于配送商品保存完好性以及配送及时性起到重要作用。瓦楞纸箱由于重量轻、价格便宜、样式多、印刷方便、物理性能优良并且简洁大方等优点，成为电子商务运营中不可或缺的一部分。根据国家统计局数据，2016 年 1-11 月，我国（不含港澳）快递业务量接近 279 亿件，同比增速至 2012 年以来均维持 40% 以上高增速。可以看出，电商的迅猛发展为瓦楞纸箱提供了快速发展的平台。未来在瓦楞纸箱的功能性、增值性以及标准化程度不断完善的前提下，行业有望迎来新一轮繁荣发展期。

图表 18: 我国电子商务市场规模不断攀升



来源: 艾瑞网, 国金证券研究所

图表 19: 规模以上快递业务量维持高速增长

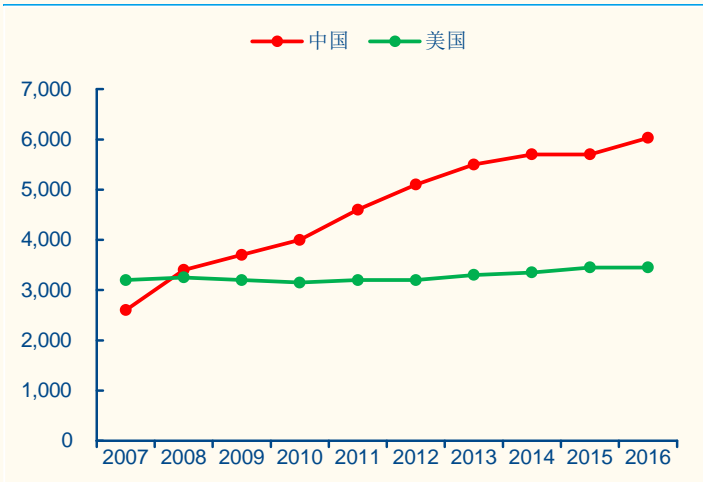


来源: 国家统计局, 国金证券研究所

未来行业供给整体仍偏紧, 纸价大概率持续高位走势

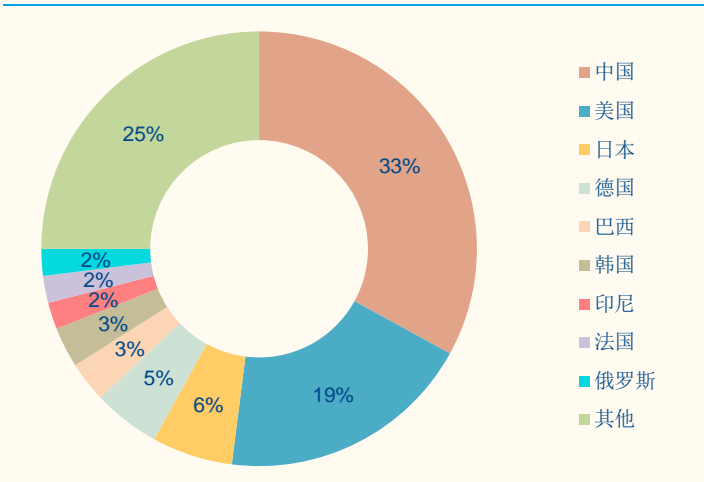
- 从 2008 年开始, 我国已经超越美国成为全球瓦楞纸箱纸年产量最高的国家, 目前全球市场上中国、美国以及日本三国的瓦楞纸箱产能占全球 50% 以上。根据 Fisher 测算, 目前我国国内包装纸 (以瓦楞纸与箱板纸为主) 产能约在 6,030 万吨左右, 占全球市场份额 33%。除了少量的净进口, 国内瓦楞纸箱纸领域产能基本能满足需求量, 因此, 我们主要考虑国内供需结构的演变测算。

图表 20: 2007-2016 年我国包装纸板产能 (万吨)



来源: Fisher International, 国金证券研究所

图表 21: 全球包装纸产能分布

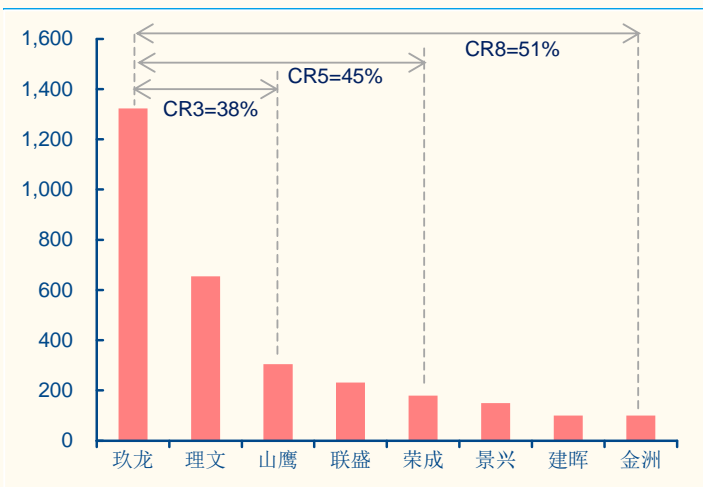


来源: Fisher International, 国金证券研究所

- 根据瓦楞纸箱现有产能格局来看, 前四大厂商为玖龙、理文、山鹰以及福建联盛, 四家产能合计 2,515 万吨, 占国内总包装纸产能 42%。对比第二大包装纸产销国, 美国前四大包装纸企业 IP、WestRock、G-P 和 PCA 占全行业 78% 的产能份额。因此, 不论从环保政策倒逼、供给侧改革推动以及包装纸板质量要求提升, 还是从与美国对比来看, 未来国内包装纸领域集中度都有进一步的提升空间, 龙头企业也将强者愈强。
- 从行业未来供需差来看, 到 2020 年, 包装纸板新增产能预计还将有约 950 万吨, 届时行业内总产能约为 6,980 万吨, 瓦楞纸箱总产能约 5,580 万吨 (占比 80% 左右)。由于净进口量占比较小, 我们暂且不考虑净进口量的影响。“十二五”期间, 瓦楞纸箱消费量年均增速为 3.4%, 未来电商渗透率仍将进一步提升, 同时消费升级背景下, 消费者消费频次不断增加, 但考虑到我国社会消费品零售额增速正有所放缓, 因此我们认为“十三五”期间, 瓦楞纸箱消费量合理增速应在 3%-3.4% 之间, 也就是到 2020 年,

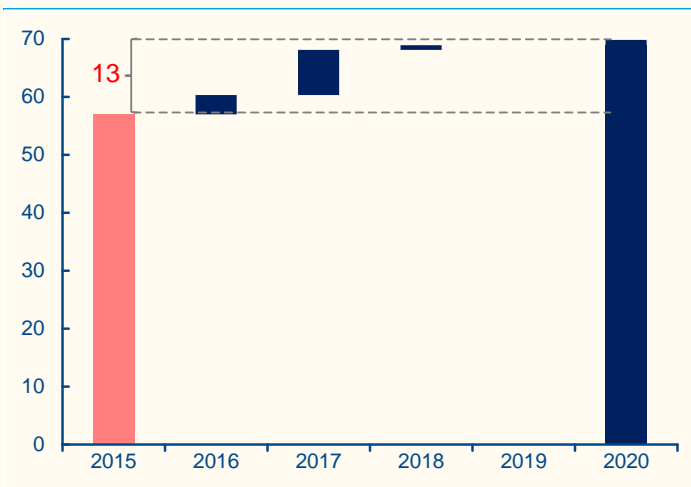
所测算的瓦楞纸箱消费量约为 5,300 万吨。从供需量对比可以看出，未来国内瓦楞纸箱供给基本刚好覆盖需求（这还是在未考虑以下讨论的中小企业产能退出的情况），业内难再出现产能过剩的情况，而这也促使瓦楞纸及箱板纸价格持续高位走势。

图表 22：国内主要厂商包装纸产能集中度



来源：Fisher International, 中华纸业, 国金证券研究所

图表 23：2015-2020 年包装纸产能新增情况

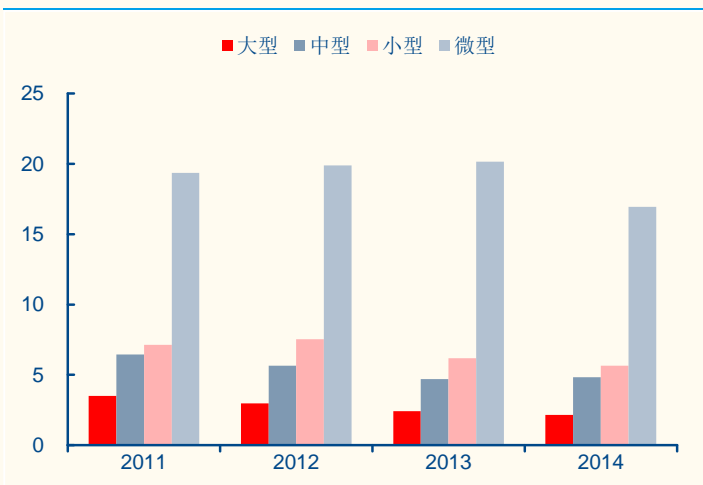


来源：Fisher International, 中华纸业, 国金证券研究所

### 中小企业继续面临洗牌整合，大型纸企经营优势凸显

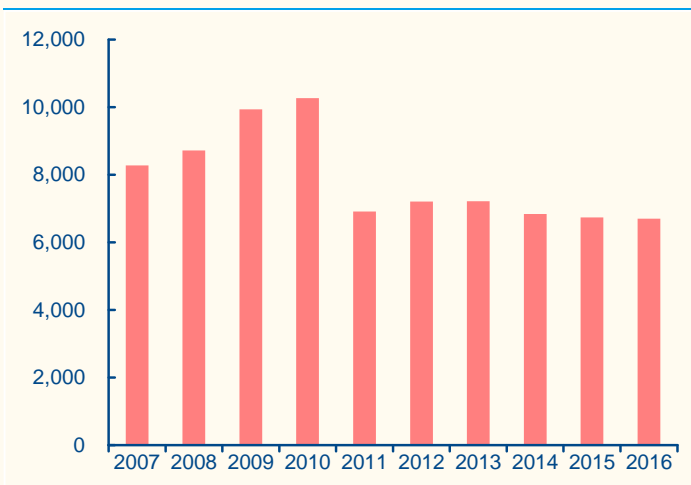
- **环保政策倒逼行业洗牌整合，中小产能加速退出。**造纸生产由于会产生大量污水及有害气体，一直被视为世界范围内的一大主要工业污染源。瓦楞箱板纸制造过程以回收废纸为原料，在其生产过程中会产生再生纸废水。虽然再生纸废水中含有木素量相对制浆废水较少，但由于其排水量大，因而排放 COD 总量依然非常高。从国家及政策层面来看，政府对于环保要求及执行力度都在明显加大，一方面，对于制纸生产中，排污指标不合格的落后产能责令退出，另一方面，国家近年也基本不再新批复小产能建设。因此在我国环保政策趋严的背景之下，行业也继续经历洗牌整合，中小企业由于技术设备落后、排污指标不合格面临加速退出。

图表 24：大型纸企化学需氧量（千克/吨纸）排放明显低于中小微型企业



来源：环境保护部环境规划院, 国金证券研究所

图表 25：我国近年造纸企业单位数不断减少



来源：国家统计局, 国金证券研究所

- 在国家环保政策倒逼以及供给侧改革推动下，众多中小企业多通过转型升级、扩大产能以求缓解经营危机。然而，无论是通过技术改造升级还是产能扩充，对于中小企业来说，资金支持都是一个较难解决的问题。首先，中小企业没有上市融资渠道作为支撑，另外，由于缺乏政策支持，银行对于中小造纸企业几乎不予放贷，同时由于近几年行业利润空间严重压缩，

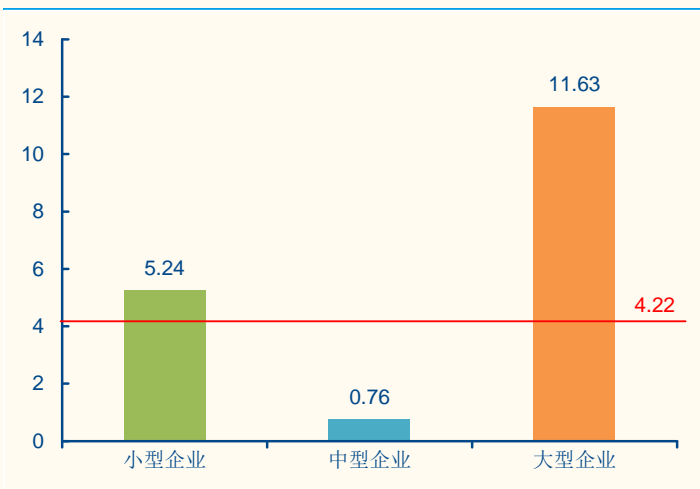
部分小企业甚至面临亏损，企业也无法通过承担高昂利息来寻求民间借贷。因此，中小企业也就容易陷入**淘汰危机—转型、扩产—资金瓶颈—淘汰危机**的循环困境。而对于大型纸企来说，一方面，企业盈利性及现金流更加充足，对于中小项目，通常企业内部自由资金就已解决，另一方面，大型纸企融资渠道更加通畅，可通过股权融资、债券融资及银行借贷等多方面渠道来满足企业资金需求，这就充分保障了企业在行业中的持续竞争实力。

图表 26：纸和纸板容器制造业利润率呈降低、亏损面呈增长趋势

指标名称	2015 年	2016 年		
		1-3 月	1-6 月	1-9 月
主营业务收入增速	4.22	6.72	5.26	4.60
利润总额增速	3.18	4.8	3.13	2.86
利润率	6.09	5.74	5.67	5.69
企业亏损面	12.10	17.00	15.04	13.70

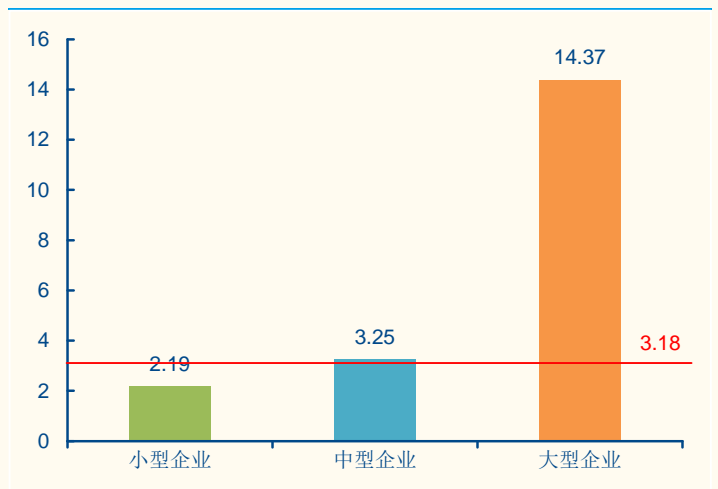
来源：中国包装联合会，国金证券研究所

图表 27：中小型纸企营收增速低于大型纸企



来源：中国包装联合会，国金证券研究所

图表 28：中小型纸企利润增速低于大型纸企



来源：中国包装联合会，国金证券研究所

- 对于已淘汰的落后产能，我们认为其后期不大可能再复产，主要原因包括：1) 国家对于环保政策的执行力度空前，“史上最严环保法”出台、“十三五”重点强调环保工作部署以及开征环保税等都充分体现了国家治污工作的决心与力度，纸企“偷生产”的难度及代价都在加大；2) 产能淘汰的主要手段包括设备拆除关停及整治关停，即便是期限相对较短的整治关停，都会发生人力流失，尤其近年我国服务业、农业产值增速明显高于制造业，流向该类行业的人力资源很难回流；3) 瓦楞箱板纸相对其他纸品来说，运输难度更大，尤其对于本已微利或亏损边缘的中小企业来说，运输新政又进一步加剧了运输成本，因此小企业复产动力也不强。

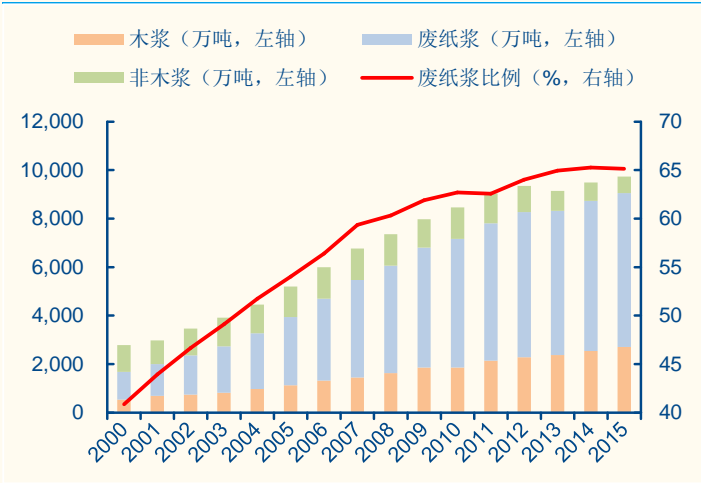
#### 具备广泛废纸回收渠道的企业中长期受益明显

- 瓦楞原纸和箱板纸的主要生产原料包括进口废纸、国内废纸和麦草半化学浆等，废纸原料中又以 OCC（废弃瓦楞纸板）为主要原料。基于环保性及资源可循环利用性，瓦楞箱板纸以 OCC 为原料日益普遍，废弃瓦楞箱纸板可重新处理成为废纸浆，并成为再生产瓦楞纸箱的主要原料。西欧瓦楞材料废纸用量高达 75%，亚洲废纸用量占 71%，我国由于林木资源稀缺，废纸浆使用比例更高。通常对于瓦楞箱板纸生产企业来说，上游废纸资源非常重要，尤其在近年全球废纸资源紧缺的情况下，废纸资源渠道建设也成为了众多纸企的主要发力点之一。
- 在我国造纸原料结构中，废纸浆所占比例最高且不断提升，而以废纸为主要原料的纸种包括新闻纸、包装纸、白板纸、箱板纸和瓦楞原纸，这也侧面说明了包装纸板的消费比例呈上升态势。从废纸来源看，2005 年，进口废纸浆占整体废纸浆消耗比例为 48%，而到 2015 年，这一比例已下降至



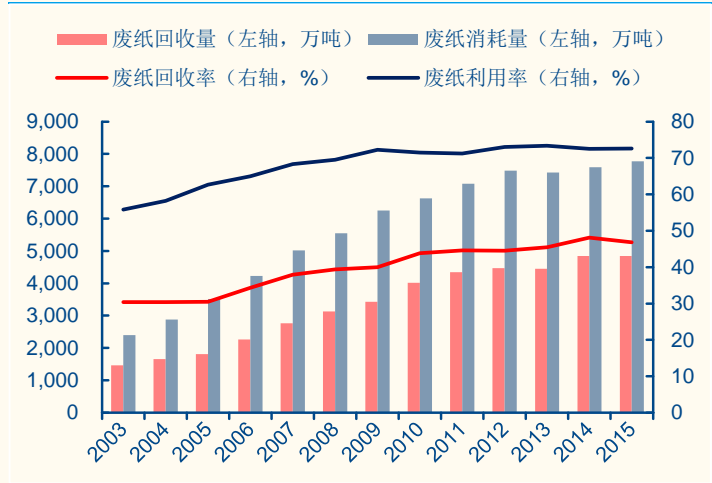
**38%，国内废纸浆的进口依存度显著降低。**目前，我国废纸利用率较高，已达到世界较高水平，而废纸回收率相较亚洲其他国家仍有较大差距（相较欧美国家差距更大），未来随着我国废纸回收体系建设的逐渐完善，国内部分废纸回收增量有望提升，废纸浆进口依存度预计也将进一步降低。

图表 29：我国造纸业原料结构



来源：造纸工业年度报告，国金证券研究所

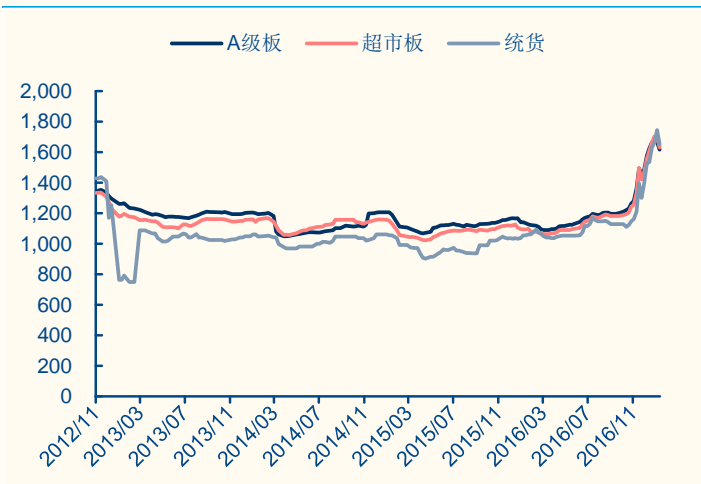
图表 30：我国废纸回收利用率逐步提升



来源：中国制浆造纸研究院，国金证券研究所

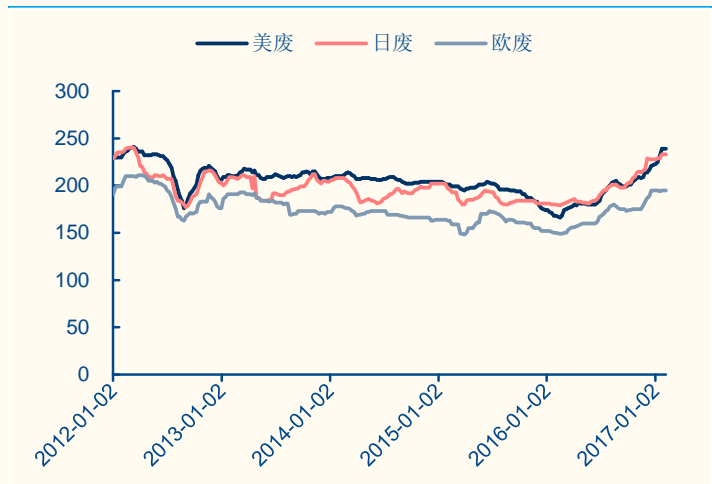
- 去年以来，受环保因素、运费原料煤炭价格上涨以及人民币贬值导致废纸进口成本上升等影响，废纸价格呈现出快速上涨走势。但长期来看，由于未来几年，瓦楞箱纸板新增产能有限，且国内废纸利用率仍有进一步提升趋势，同时介于成本控制因素考量，因此我们认为废纸价格持续上涨概率不大。相对地，在我国环保政策趋严背景下，废纸回收体系将规范化、集中化，废纸渠道也将更多掌握在龙头企业之中，我们认为这也是以公司等为代表的具备完善废纸回收渠道的龙头纸企长期受益逻辑。

图表 31：国内废纸价格行情 (元/吨)



来源：造纸工业年度报告，国金证券研究所

图表 32：国外废纸价格行情 (美元/吨)



来源：纸业联讯，国金证券研究所

### 山鹰纸业：具备多重提振因素，业绩爆发式增长可期

#### 国内第三大包装纸生产商，综合实力看齐玖龙与理文

- 随着公司年产 80 万吨造纸项目（含 2011 年募集资金建设项目年产 45 万吨的 PM5 挂面箱纸板生产线）于 2015 年 6 月正式投产，目前公司已形成年产能 305 万吨包装用纸和 10 亿平方米中高档包装纸箱的生产能力。同时，为了扩大公司生产规模，优化产品结构，进一步巩固在造纸行业的领先地位，公司于 2016 年 7 月，通过非公开发行筹资 19.7 亿元，用于投资建设 120 万吨包装原纸项目（包括年产 50 万吨低定量强韧牛卡纸、43 万



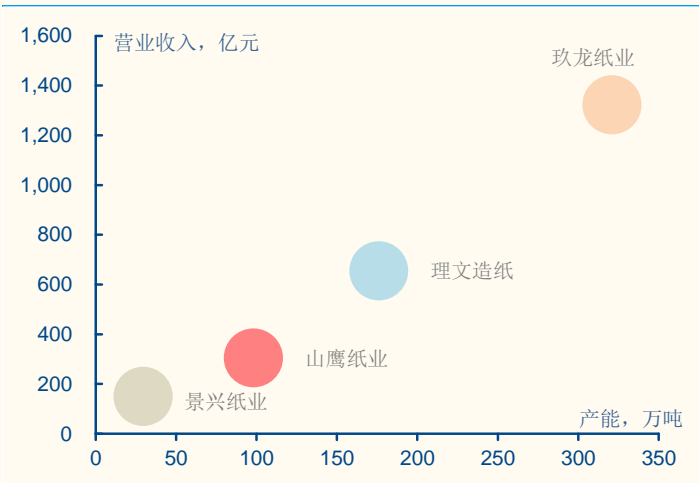
吨低定量高强瓦楞纸和 27 万吨渣浆纱管原纸生产线建设项目), 公司预计实际产能超过 150 万吨。项目建成后, 公司将形成年近 500 万吨的生产能力, 仅次于玖龙和理文之后, 位列国内第三大包装原纸供应商。从同业对比情况来看, 产能排名与营收一致对应, 预计公司在定增项目投产后, 整体营收也将有新的突破。而从毛利率水平对比来看, 公司近年毛利率处于向好状态, 尤其重组后有了明显的提升, 目前公司毛利率基本与玖龙、理文看齐, 显著高于业内第四的景兴纸业。

图表 33: 山鹰纸业主要纸种及年产能情况

序号	纸种	年产能 (万吨)	所在基地	投产情况
1	高强牛皮纸板、瓦楞纸、新闻纸等	90	安徽马鞍山	投产
2	低克重挂面箱板纸	80	安徽马鞍山	投产
3	高强瓦楞原纸	20	浙江海盐	投产
4	高强牛皮卡箱板纸	45	浙江海盐	投产
5	轻涂白面牛卡纸	60	浙江海盐	投产
6	渣浆瓦楞原纸	10	浙江海盐	投产
7	低定量强韧牛卡纸	50	浙江海盐	新建
8	低定量高强瓦楞纸	43	浙江海盐	新建
9	渣浆纱管原纸	27	浙江海盐	新建
合计		425		

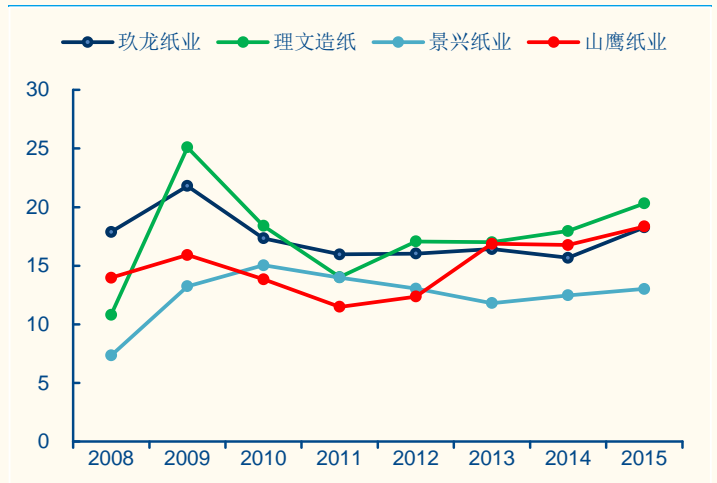
来源: 国金证券研究所

图表 34: 国内主要包装纸企收入及产能情况



来源: Wind, 国金证券研究所

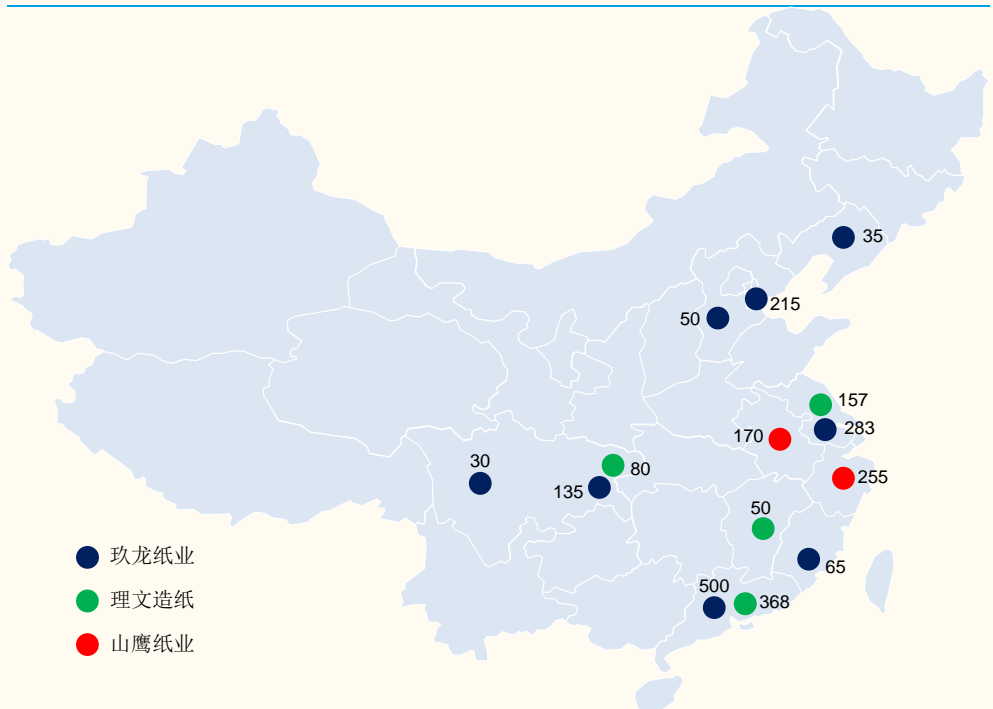
图表 35: 可比公司近年毛利率 (%) 对比



来源: Wind, 国金证券研究所

- 从玖龙、理文及山鹰前三大包装纸企产能分布来看, 玖龙纸业产能及产线分布最为广泛, 理文其次, 山鹰纸业相对来说产能分布比较集中。如此的产能结构布局之下, 一方面, 玖龙与理文在华南与华北已有成熟稳定布局, 而公司产能全部布局在华东地区, 正可避开与前两大公司的正面竞争; 另一方面, 公司产能基地处于中国经济最为发达的长三角地区, 公司的最佳销售半径正好覆盖上海、浙江、江苏、安徽等地区, 区域内箱板纸、瓦楞原纸的需求量旺盛, 且废纸产生量大, 也是良好的原料市场, 此区域内公司产能甚至高于前两大公司, 公司竞争优势充分凸显。

图表 36：前三大包装原纸供应商全国产能布局



来源：各公司公告，国金证券研究所

- **拥有国内外完整废纸采购网络体系，充分保障上游原材料稳定性。**公司是除玖龙、理文之外，唯一一家具有海外废纸采购渠道的造纸企业，公司目前已形成稳定的国内外原料回收网络。公司在国内废纸主要由子公司浙江泰兴纸业有限公司、福建省莆田市阳光纸业有限公司和马鞍山市蓝天废旧物资回收有限公司面向江苏、浙江、安徽、上海、湖北等省市废品回收站、个体户进行收购，国外通过设立 6 家子公司，专门从事废纸收购业务，目前公司国外采购网络主要涵盖美国、英国、澳大利亚、日本等国家。对于公司来说，拥有完整的废纸回收体系，一方面可以确保公司稳定的原材料来源，并能有效应对原材料价格波动，另一方面，包装原纸的主要原材料为废纸，建立废纸收购网络可以有效的分练各种规格的废纸，从而保障公司生产的各种规格的成品纸配备最为合适的废纸原料。

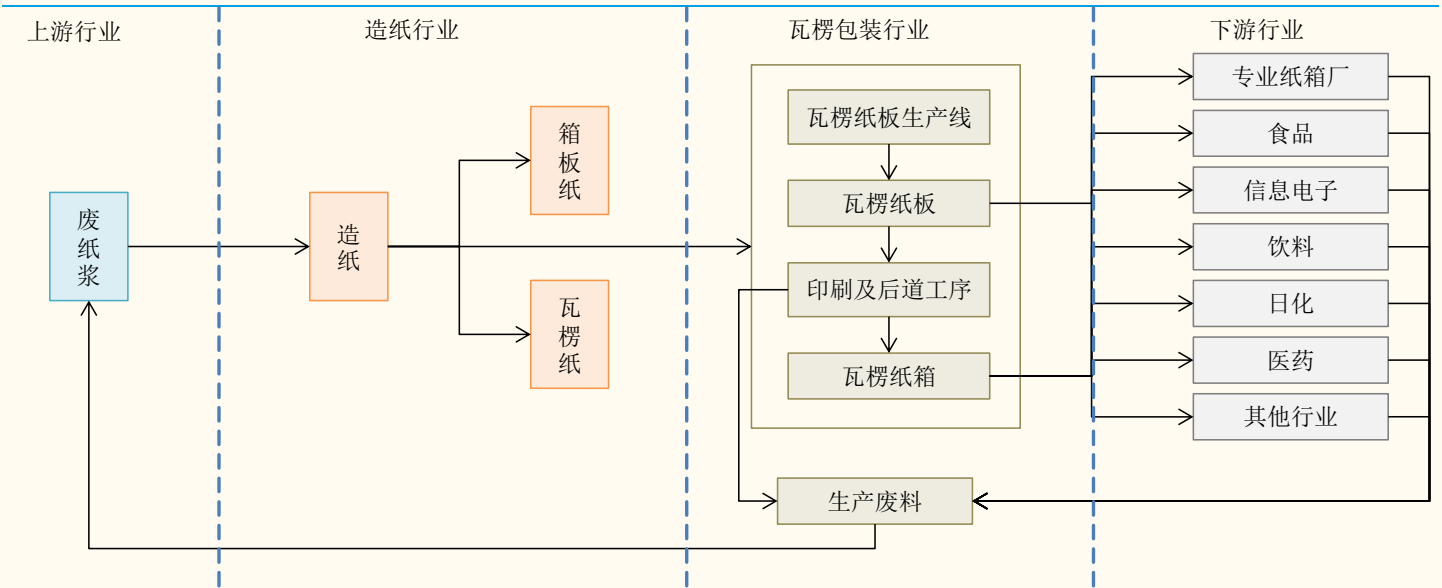
图表 37：公司海外废纸回收网络布局

公司名称	主要经营地	成立时间	控制主体
美国环宇公司	洛杉矶	2007 年 3 月	吉安集团
日本环宇公司	东京	2010 年 3 月	香港环宇
澳洲环宇公司	克莱基伯恩	2012 年 3 月	香港环宇
荷兰环宇公司	鹿特丹港市	2010 年 10 月	香港环宇
英国环宇公司	科尔切斯特	2009 年 5 月	香港环宇

来源：国金证券研究所

- **产业链高度一体化，成本控制能力强。**公司是目前国内少数拥有废纸收购渠道、包装原纸生产、纸板及纸箱生产制造的完整产业链的造纸企业，具备一体化的产业链使得公司具有较强的成本控制能力。产业链上端，公司拥有国内外废纸收购网络，产业链下端，公司在全国各地布局纸箱厂，产业链一体化使公司能够更及时、准确的掌握废纸和原纸的市场价格信息，有利于公司适时调整原材料和产品的定价策略，从而有效控制生产成本。

图表 38：公司瓦楞箱板纸生产制造产业链



来源：国金证券研究所整理

- **迎接智能包装风口，包装业务有望爆发突破。**除了包装纸生产领域的业内绝对领先地位，公司在包装业务端同样具备强大竞争实力。目前公司下设 14 家包装业务子公司，负责具体包装业务及包装一体化服务运营。公司包装业务下游客户领域主要包括家电、啤酒等消费类领域，主要大客户包括海尔、戴尔、百威英博及青岛青啤等知名厂商。为进一步提升包装业务附加值并加强公司产业链整合，公司还站上智能包装风口，积极推进智能包装和包装一体化业务开发。2016 年公司先后设立了两家智能化包装企业，子公司以新技术、新工艺、新产品研究和开发、先进技术的产业化为业务核心，不断加强公司包装一体化和智能包装的研发和运用。与同样涉足智能包装业务的合兴包装及美盈森等纸包装龙头公司相比，公司由于具备上游包装造纸业务支撑，产业链协同效应更加显著，我们认为未来随着公司包装业务逐步深化推进，公司整体包装业务有望实现爆发突破。

**股权激励高度彰显信心，考核目标大概率超预期实现**

- 2016 年 9 月，公司公告股票期权激励计划草案，拟向包括董事、副总裁、总监等在内的总计 85 名员工授予 6,700 万份股票期权，约占公司股本总额的 1.47%。其中，首次授予 5,980 万份股票期权，预留 720 万份，本次授予的股票期权的行权价格为 2.93 元/份，行权条件为以 2015 年的净利润为基数，**未来三年的净利润增长率分别不低于 50%、200%、400%**。实施股票期权激励计划不仅可以优化公司治理结构、进一步健全激励机制，也有助于充分调动公司管理、业务和技术骨干积极性，高度绑定公司与个人利益，对公司长远健康发展具有重要的积极作用。结合公司近年经营与发展情况，从多方面考虑来看，我们认为此次激励计划中的业绩目标大概率有望超预期实现。

图表 39：山鹰纸业股票期权激励计划行权安排

行权期	行权时间	可行权期权数量（万份）首次授予/预留部分	可行权数量占首次授予期权数量比例	行权条件
首次授予的股票期权第一个行权期	自授权日起 12 个月后的首个交易日起至授权日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	2,392/0	40%/0	以 2015 年的净利润为基数，2016 年净利润增长率不低于 50%
首次授予的股票期权第二个行权期；预留股票期权第一个行权期	自授权日起 24 个月后的首个交易日起至授权日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	1,794/360	30%/50%	以 2015 年的净利润为基数，2017 年净利润增长率不低于 200%
首次授予的股票期权	自授权日起 36 个月后的首	1,794/360	30%/50%	以 2015 年的净利润为基

第三个行权期;预留股  
权期权第二个行权期  
个交易日起至授权日起 48  
个月内的最后一个交易日  
当日止

数, 2018 年净利润增长  
率不低于 400%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 我们认为, 除了以上讨论的公司在重组之后运营效率的持续提升、业内看齐玖龙及理文的竞争地位以及受益行业复苏、短期内废纸价格提涨的多项业绩驱动因素之外, 公司自备电比例提高、税收优惠政策及折旧年限延长等或成为未来公司超预期实现业绩考核目标的重要要素:
  - 1) **要素一: 自建电厂有效降低能源成本。**造纸生产过程中, 除了原材料成本之外, 电力、蒸汽等能源成本同样占据纸企制造成本的一大部分。公司目前在海盐基地和马鞍山基地均有热电厂, 为了进一步加强成本控制, 2015 年公司投资了马鞍山基地热电五期项目。公司大型造纸机械对电力的消耗较高, 一方面加大热电投入可减少电力和蒸气对外采购, 公司吨纸用电 500 度, 外购电价通常为 0.5-0.6 元/吨, 而公司自备电厂电价约 0.25-0.3 元/吨, 可以测算吨纸毛利可节省 100 元左右。另一方面发电过程中产生的热蒸气可以传输至造纸车间设备烘干部进行烘干, 多余的蒸气对外供应产生利润。目前, 公司 60% 用电来自于自备电, 未来随着公司电厂技改及热电项目陆续投产应用, 公司自备电比例预计还有一定提升空间, 公司生产成本预计将进一步降低, 综合毛利率也将有显著改善。
  - 2) **要素二: 持续享受增值税优惠政策。**根据财政部、国家税务总局关于印发《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录》的通知(财税〔2015〕78 号)的规定, 自 2015 年 7 月 1 日起, 对销售自产的资源综合利用产品, 纳税人可享受增值税即征即退政策。公司符合以废纸为原料生产的原纸实现的增值税即征即退 50% 的政策规定, 2016 年上半年, 公司收到再生能源企业增值税即征即退税收返还 5,897.88 万元, 约占公司当期利润总额的 36%, 后期公司也将持续获得资源综合利用产品增值税退税款。
  - 3) **要素三: 设备折旧年限延长。**2013 年公司重大资产重组之后, 公司按照生产需要和技术需求对设备进行及时改造, 同时通过精细化管理和科学维护, 有效保障和提升造纸生产线的整体性能和工艺水平。2016 年 10 月 29 日, 公司公告对机器设备类别中的造纸及相关设备预计使用年限进行重新确定, 其中设备性能先进性较高的 5 条造纸生产线 (PM3/PM5/PM6/PM13/PM15) 折旧年限由 15 年调整为 25 年, 设备性能先进性较上述 5 条生产线低的其他造纸生产线和相关设备折旧年限由 13/14/15 年调整为 20 年。同时, 公司预计将增加公司 2017 年度净利润 2.29 亿元, 对比来看, 2015 年全年公司归母净利润为 2.09 亿元, 由设备折旧年限延长给公司带来的净利润增量对于公司未来净利润的拉动十分显著。

## 风险因素

### 原材料价格波动风险

- 公司主要原材料为废纸、木浆和化学品及电力等辅助材料, 其中废纸、木浆等原材料占生产成本的比重在 80% 左右, 废纸、木浆等主要原材料价格波动对公司盈利会产生较大影响。

### 市场竞争风险

- 造纸及纸制品行业是充分竞争性行业, 国内造纸及纸制品企业数量众多, 除了规模较小的中小公司, 玖龙、理文等大型纸企也与公司存在正面竞争关系, 公司存在由市场竞争加剧导致市场份额波动的风险。

### 宏观经济波动风险



- 造纸及纸制品行业与宏观经济发展息息相关，受国内外宏观经济波动影响较大，若未来经济景气度持续低迷甚至下滑，将影响造纸及纸制品行业的复苏和发展，进而会对公司整体盈利造成负面影响。

#### 募集项目建设或达产进度不达预期

- 公司非公开发行募集资金到位后，公司净资产规模将大幅提高，但在项目建设期及投产初期，募集资金投资项目对公司的业绩增长贡献较小，短期内利润增长幅度将小于净资产的增长幅度，存在由此引致的公司净资产收益率下降的风险。另外，募投项目正式投产后，相应资产将开始计提折旧，若达产进度不及预期，公司将同样面临盈利能力下降的风险。

#### 盈利预测

##### 关键假设

- 箱板原纸、新闻及文化纸和废纸收入分别以 4,500/5,600/1,500 元/吨单价测算，毛利率大致保持稳中略升；
- 海盐 120 万吨包装纸项目（50 万吨低定量强韧牛卡纸、43 万吨低定量高强瓦楞纸及 27 万吨渣浆纱管原纸）2018 年底建成投产；
- 政府补助政策保持稳定。

图表 40：山鹰纸业盈利预测

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
来源：营业收入（万元）	657,723.0	773,388.8	975,125.6	1,118,678.5	1,334,626.4	1,633,692.6
箱板原纸及制品	559,703.0	637,591.0	875,961.0	1,014,362.8	1,217,235.4	1,497,199.5
新闻纸	28,450.0	77,943.0	55,606.0	60,054.5	72,065.4	90,081.7
废纸	52,227.0	39,165.0	25,295.0	25,800.9	26,314.3	26,835.4
文化纸	421.0	1,257.0	341.0	0.0	0.0	0.0
其他	16,922.0	17,432.8	17,922.6	18,460.2	19,011.3	19,575.9
营业成本（万元）	546,792.9	643,691.1	796,846.4	911,383.1	1,068,525.2	1,301,434.6
箱板原纸及制品	459,808.0	515,666.0	710,104.0	820,619.5	966,484.9	1,182,787.6
新闻纸	24,668.0	70,736.0	48,422.0	51,947.1	62,264.5	77,891.9
废纸	49,512.0	43,722.0	24,700.0	25,155.9	25,682.8	26,218.2
文化纸	361.0	1,226.0	328.0	0.0	0.0	0.0
其他	12,443.9	12,341.1	13,292.4	13,660.6	14,093.1	14,537.0
业务利润（万元）	110,930.2	129,697.7	178,279.2	207,295.3	266,101.1	332,257.9
箱板原纸及制品	99,895.0	121,925.0	165,857.0	193,743.3	250,750.5	314,411.9
新闻纸	3,782.0	7,207.0	7,184.0	8,107.4	9,800.9	12,189.9
废纸	2,715.0	-4,557.0	595.0	645.0	631.5	617.2
文化纸	60.0	31.0	13.0	0.0	0.0	0.0
其他	4,478.2	5,091.7	4,630.2	4,799.7	4,918.2	5,039.0
毛利率（%）	16.9	16.8	18.3	18.5	19.9	20.3
箱板原纸及制品	17.8	19.1	18.9	19.1	20.6	21.0
新闻纸	13.3	9.2	12.9	13.5	13.6	13.5
废纸	5.2	-11.6	2.4	2.5	2.4	2.3
文化纸	14.3	2.5	3.8	-	-	-
其他	26.5	29.2	25.8	26.0	25.9	25.7
增速（%）	-	17.6	26.1	14.7	19.3	22.4
箱板原纸及制品	-	13.9	37.4	15.8	20.0	23.0



	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
新闻纸	-	174.0	-28.7	8.0	20.0	25.0
废纸	-	-25.0	-35.4	2.0	2.0	2.0
文化纸	-	198.6	-72.9	-100.0	-	-
其他	-	3.0	2.8	3.0	3.0	3.0

来源：Wind，国金证券研究所预测

- 基于以上假设，经模型测算得出公司 2016-2018 年净利润分别为 3.69/7.64/12.7 亿元，CAGR 为 82.5%，全面摊薄后每股收益为 0.08/0.17/0.28 元/股。

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)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>主营业务收入</b>	<b>6,578</b>	<b>7,735</b>	<b>9,787</b>	<b>11,530</b>	<b>13,909</b>	<b>17,446</b>	货币资金	2,564	2,262	2,015	2,618	2,527	2,535
增长率		17.6%	26.5%	17.8%	20.6%	25.4%	应收款项	2,897	2,051	2,457	3,584	4,324	5,424
主营业务成本	-5,469	-6,438	-7,991	-9,350	-11,079	-13,806	存货	1,725	1,628	1,784	1,901	2,252	2,807
%销售收入	83.1%	83.2%	81.6%	81.1%	79.7%	79.1%	其他流动资产	269	745	292	206	243	303
毛利	1,109	1,297	1,796	2,180	2,830	3,641	流动资产	7,455	6,686	6,547	8,309	9,346	11,068
%销售收入	16.9%	16.8%	18.4%	18.9%	20.3%	20.9%	%总资产	41.1%	36.1%	35.6%	40.6%	42.6%	46.1%
营业税金及附加	-13	-40	-65	-86	-64	-75	长期投资	67	103	118	119	118	118
%销售收入	0.2%	0.5%	0.7%	0.8%	0.5%	0.4%	固定资产	9,442	10,508	10,466	10,948	11,375	11,745
营业费用	-283	-368	-509	-749	-793	-785	%总资产	52.0%	56.8%	56.8%	53.5%	51.9%	48.9%
%销售收入	4.3%	4.8%	5.2%	6.5%	5.7%	4.5%	无形资产	945	922	1,059	1,093	1,083	1,074
管理费用	-294	-353	-447	-540	-619	-733	非流动资产	10,695	11,814	11,866	12,163	12,579	12,939
%销售收入	4.5%	4.6%	4.6%	4.7%	4.5%	4.2%	%总资产	58.9%	63.9%	64.4%	59.4%	57.4%	53.9%
息税前利润 (EBIT)	520	536	774	804	1,354	2,048	<b>资产总计</b>	<b>18,150</b>	<b>18,500</b>	<b>18,413</b>	<b>20,471</b>	<b>21,925</b>	<b>24,007</b>
%销售收入	7.9%	6.9%	7.9%	7.0%	9.7%	11.7%	短期借款	6,969	7,195	6,925	8,028	8,439	8,881
财务费用	-362	-494	-621	-391	-437	-459	应付款项	1,483	1,696	1,546	1,877	2,224	2,769
%销售收入	5.5%	6.4%	6.4%	3.4%	3.1%	2.6%	其他流动负债	529	944	1,823	357	534	772
资产减值损失	-7	-33	-26	0	0	0	流动负债	8,982	9,836	10,294	10,262	11,197	12,422
公允价值变动收益	-6	8	-5	0	0	0	长期贷款	2,103	1,609	1,003	1,003	1,003	1,004
投资收益	1	1	2	2	2	2	其他长期负债	1,138	1,063	941	796	796	796
%税前利润	0.3%	0.9%	0.6%	0.3%	0.1%	0.1%	<b>负债</b>	<b>12,223</b>	<b>12,507</b>	<b>12,239</b>	<b>12,061</b>	<b>12,997</b>	<b>14,222</b>
营业利润	146	17	124	415	919	1,590	<b>普通股股东权益</b>	<b>5,889</b>	<b>5,950</b>	<b>6,119</b>	<b>8,349</b>	<b>8,861</b>	<b>9,712</b>
营业利润率	2.2%	0.2%	1.3%	3.6%	6.6%	9.1%	少数股东权益	38	42	55	61	67	73
营业外收支	158	98	170	106	108	111	<b>负债股东权益合计</b>	<b>18,150</b>	<b>18,500</b>	<b>18,413</b>	<b>20,471</b>	<b>21,925</b>	<b>24,007</b>
税前利润	305	115	294	521	1,027	1,701	<b>比率分析</b>						
利润率	4.6%	1.5%	3.0%	4.5%	7.4%	9.7%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-96	-5	-86	-146	-257	-425	<b>每股指标</b>						
所得税率	31.6%	3.9%	29.4%	28.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.06	0.03	0.06	0.08	0.17	0.28
净利润	208	111	208	375	770	1,276	每股净资产	1.56	1.58	1.62	1.83	1.95	2.13
少数股东损益	0	1	-2	6	6	6	每股经营现金净流	0.35	0.59	0.56	-0.15	0.32	0.39
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>208</b>	<b>110</b>	<b>209</b>	<b>369</b>	<b>764</b>	<b>1,270</b>	每股股利	0.02	0.01	0.02	0.03	0.06	0.09
净利率	3.2%	1.4%	2.1%	3.2%	5.5%	7.3%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	3.53%	1.85%	3.42%	4.42%	8.63%	13.07%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	1.15%	0.59%	1.14%	1.80%	3.49%	5.29%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	2.25%	3.30%	3.66%	3.18%	5.30%	7.51%
净利润	208	111	208	375	770	1,276	<b>增长率</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	58.76%	17.59%	26.52%	17.81%	20.63%	25.43%
非现金支出	471	663	791	928	1,052	1,182	EBIT 增长率	232.98%	3.01%	44.47%	3.92%	68.34%	51.28%
非经营收益	410	379	626	442	379	399	净利润增长率	N/A	-47.11%	90.15%	76.62%	107.00%	66.11%
营运资金变动	-228	290	-241	-2,409	-735	-1,098	总资产增长率	131.77%	1.93%	-0.47%	11.18%	7.10%	9.50%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>860</b>	<b>1,442</b>	<b>1,383</b>	<b>-664</b>	<b>1,466</b>	<b>1,759</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-447	-1,322	-343	-1,246	-1,360	-1,432	应收账款周转天数	46	59	52	49	49	49
投资	4	28	-114	-1	0	0	存货周转天数	73	95	78	74	74	74
其他	686	235	11	2	2	2	应付账款周转天数	57	82	68	62	62	62
<b>投资活动现金净流</b>	<b>244</b>	<b>-1,059</b>	<b>-446</b>	<b>-1,246</b>	<b>-1,358</b>	<b>-1,430</b>	固定资产周转天数	402	370	375	335	290	240
股权募资	972	4	0	1,982	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	-89	-733	-987	969	412	443	净负债/股东权益	123.17%	122.42%	108.67%	85.72%	86.38%	83.26%
其他	-1,340	90	-40	-438	-611	-763	EBIT 利息保障倍数	1.4	1.1	1.2	2.1	3.1	4.5
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-457</b>	<b>-639</b>	<b>-1,027</b>	<b>2,513</b>	<b>-200</b>	<b>-320</b>	资产负债率	67.34%	67.61%	66.47%	58.92%	59.28%	59.24%
<b>现金净流量</b>	<b>647</b>	<b>-257</b>	<b>-89</b>	<b>603</b>	<b>-91</b>	<b>9</b>							

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
买入	0	0	3	11	15
增持	0	0	1	4	7
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>1.25</b>	<b>1.27</b>	<b>1.32</b>

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“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

**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：**

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机构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。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户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。

**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 7BD