

## 中原资产增持，协作进军 AMC

■事件：2017年3月22日新乡化纤发布2016年年报。公司2016年实现营业总收入37亿元，同比上升20%；实现归母净利润1.2亿元，同比下降17%。

■主营业务业绩稳定。公司主营业务生产基本完成预定目标，2016年公司生产各类纤维155,336吨，完成计划的109%；其中，粘胶长丝47,125吨，完成计划的102%；粘胶短纤维77,044吨，完成计划的118.5%；生产氨纶纤维31,167吨，完成计划的97%。粘胶长丝为公司最主要的产品，产品营业收入占比达到45%。粘胶长丝在国内外均享有品牌优势，2016年公司粘胶长丝出口量占全国出口总量的41%。预计定增资金1到位后，公司生产能力增强，主营收入进一步提升。

■中原资产增持，股东资源丰富。

(1) 定增改善盈利能力，股东增持彰显信心。2016年中原资产6次增持公司股份，与子公司中远股权合计持股16.8%，彰显对公司未来发展充满信心。公司定增募集10亿元用于投资2×2万吨超柔软氨纶纤维二期工程，相较于一期工程可降低约15%成本。预计2017年工程正式投产，每年能贡献净利润约1亿元，改善盈利能力。

(2) 河南唯一持牌AMC公司，资源技术双重优势。中原资产股东包括河南财政厅及信达资管，使得公司获得地方资源和不良资产业务上技术、人才多方面的专业支持。中原资产在不良资产处置、基金管理与投资银行、金融资产交易、航空融资租赁、财富管理和商业保理等业务方面均有布局，初步形成了“产业金融+不良资产处置”的商业模式，对公司未来发展多元化金融服务提供有力的业务支撑。

■河南启动千亿资本，中原资产助力产融结合。河南省工信委借助中原资产等金融平台，加快传统产业转型、培养新兴产业。据河南工信委预计至2020年该计划能汇聚千亿级别的资本，整合金融资源及产业资源，促进产融结合。中原资产作为整合平台之一，将设立总规模500亿元的产业集群培育与发展基金。此外，中原资产在资金上已获得国家开发银行河南省分行不低于1000亿元的支持，也与平顶山市、孟州市等地方政府达成协议进行产业转型、实施金融创新的合作。依托股东中原资产，新乡化纤将有望整合产业资源，通过产融结合丰富利润来源，进一步提高运营效率。

■AMC行业迎黄金时代，中原资产业务空间大。我们预估未来三年传统不良收购业务空间约在2万亿左右，且首批债转股账面价值在3000亿元以上，行业发展空间较大。中原资产作为河南唯一持牌AMC公司参与多家银行不良资产处置，投入资金28亿元并参与探索债转股业务合作。截至2016年三季度末中原资产累计收购各类金融、非金融不良债权101.6亿元，未来业务有进一步拓展空间。

■投资建议：买入-A投资评级，6个月目标价8.5元。我们预计公司2017年-2019年的EPS分别为0.12元、0.16元、0.2元。

■风险提示：宏观经济下行风险，政策风险，运营风险

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	3,066.3	3,678.4	4,720.2	5,832.0	7,032.6
净利润	138.3	115.0	155.6	201.9	253.6
每股收益(元)	0.11	0.09	0.12	0.16	0.20
每股净资产(元)	2.00	2.84	2.94	3.08	3.26

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	58.0	69.8	51.6	39.7	31.6
市净率(倍)	3.2	2.2	2.2	2.1	2.0
净利润率	4.5%	3.1%	3.3%	3.5%	3.6%
净资产收益率	5.5%	3.2%	4.2%	5.2%	6.2%
股息收益率	0.4%	0.0%	0.4%	0.3%	0.3%
ROIC	6.2%	4.9%	5.1%	4.7%	7.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 买入-A

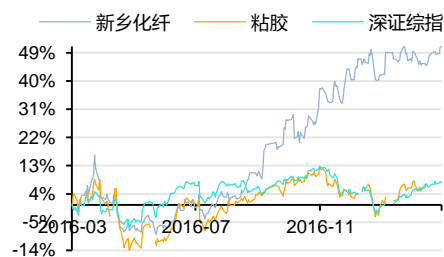
维持评级

6个月目标价：8.5元  
股价(2017-03-22) 6.38元

### 交易数据

总市值(百万元)	8,023.85
流通市值(百万元)	6,550.36
总股本(百万股)	1,257.66
流通股本(百万股)	1,026.70
12个月价格区间	3.84/6.38元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.35	4.28	43.63
绝对收益	2.74	6.51	51.98

赵湘怀

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515060004  
zhaoxh3@essence.com.cn  
021-35082987

贺明之

报告联系人

hemz@essence.com.cn  
021-35082968

檀天

报告联系人

tantian@essence.com.cn  
021-35082392

### 相关报告

新乡化纤：AMC 入股，产融双赢 2016-12-25

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,066.3	3,678.4	4,720.2	5,832.0	7,032.6	<b>成长性</b>					
减:营业成本	2,573.9	3,179.4	4,078.3	5,044.7	6,083.2	营业收入增长率	7.9%	20.0%	28.3%	23.6%	20.6%
营业税费	14.0	31.8	46.7	46.7	56.3	营业利润增长率	60.5%	-1.3%	26.1%	32.4%	28.4%
销售费用	50.4	61.8	81.2	99.1	126.6	净利润增长率	52.7%	-16.8%	35.3%	29.8%	25.6%
管理费用	156.4	189.3	245.5	320.8	422.0	EBITDA 增长率	9.8%	-3.5%	7.4%	12.2%	11.3%
财务费用	99.6	63.1	67.5	45.6	37.4	EBIT 增长率	12.8%	-16.0%	20.2%	26.8%	22.0%
资产减值损失	29.2	11.4	25.5	52.6	58.7	NOPLAT 增长率	0.1%	-15.2%	18.9%	13.1%	20.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	8.0%	15.1%	21.9%	-24.4%	31.6%
投资和汇兑收益	-1.6	-2.3	-	10.0	50.0	净资产增长率	4.5%	42.0%	3.5%	4.7%	5.8%
营业利润	141.1	139.2	175.6	232.5	298.5	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	21.1	-5.6	7.3	7.6	3.1	毛利率	16.1%	13.6%	13.6%	13.5%	13.5%
利润总额	162.2	133.7	182.9	240.2	301.6	营业利润率	4.6%	3.8%	3.7%	4.0%	4.2%
减:所得税	24.0	18.8	27.4	38.4	48.3	净利润率	4.5%	3.1%	3.3%	3.5%	3.6%
净利润	138.3	115.0	155.6	201.9	253.6	EBITDA/营业收入	16.8%	13.5%	11.3%	10.3%	9.5%
						EBIT/营业收入	7.8%	5.5%	5.1%	5.3%	5.3%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	281	262	196	141	102
货币资金	606.8	779.9	377.6	466.6	562.6	流动营业资本周转天数	107	87	113	101	97
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	207	200	201	170	167
应收账款	198.0	264.3	300.3	400.4	456.4	应收帐款周转天数	21	23	22	22	22
应收票据	205.0	165.7	363.1	259.1	489.8	存货周转天数	100	74	97	92	88
预付帐款	28.7	78.9	85.1	76.7	138.5	总资产周转天数	555	522	461	363	312
存货	867.5	653.1	1,898.1	1,075.5	2,358.1	投资资本周转天数	402	374	346	270	223
其他流动资产	35.7	210.4	87.4	111.1	136.3	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	11.1	11.1	11.1	11.1	11.1	ROE	5.5%	3.2%	4.2%	5.2%	6.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	2.8%	2.0%	2.4%	3.8%	3.7%
长期股权投资	83.2	138.5	138.5	138.5	138.5	ROIC	6.2%	4.9%	5.1%	4.7%	7.5%
投资性房地产	-	3.1	3.1	3.1	3.1	<b>费用率</b>					
固定资产	2,646.0	2,717.9	2,428.3	2,138.8	1,849.2	销售费用率	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%	1.8%
在建工程	150.5	511.9	511.9	511.9	511.9	管理费用率	5.1%	5.1%	5.2%	5.5%	6.0%
无形资产	70.5	68.6	66.7	64.9	63.0	财务费用率	3.2%	1.7%	1.4%	0.8%	0.5%
其他非流动资产	75.2	93.7	129.5	101.0	108.1	三费/营业收入	10.0%	8.5%	8.3%	8.0%	8.3%
资产总额	4,978.1	5,697.2	6,400.8	5,358.6	6,826.5	<b>偿债能力</b>					
短期债务	749.9	590.2	883.1	217.3	198.0	资产负债率	49.5%	37.3%	42.2%	27.7%	40.0%
应付帐款	241.7	328.1	451.7	469.0	652.2	负债权益比	97.8%	59.5%	73.0%	38.3%	66.5%
应付票据	108.5	65.9	122.8	121.3	181.9	流动比率	1.67	1.43	1.66	1.96	2.80
其他流动负债	64.4	521.7	415.5	412.7	446.3	速动比率	0.92	1.00	0.65	1.08	1.21
长期借款	977.8	409.0	562.2	-	1,002.0	利息保障倍数	2.42	3.21	3.60	6.75	10.04
其他非流动负债	319.4	209.4	266.3	265.0	246.9	<b>分红指标</b>					
负债总额	2,461.8	2,124.3	2,701.6	1,485.4	2,727.4	DPS(元)	0.02	-	0.02	0.02	0.02
少数股东权益	5.6	5.5	5.4	5.2	4.9	分红比率	22.3%	0.0%	18.8%	13.7%	10.8%
股本	1,027.2	1,257.7	1,257.7	1,257.7	1,257.7	股息收益率	0.4%	0.0%	0.4%	0.3%	0.3%
留存收益	1,483.5	2,309.7	2,436.1	2,610.4	2,836.6						
股东权益	2,516.3	3,572.9	3,699.1	3,873.3	4,099.2						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	138.2	114.9	155.6	201.9	253.6	EPS(元)	0.11	0.09	0.12	0.16	0.20
加:折旧和摊销	275.3	295.4	291.4	291.4	291.4	BVPS(元)	2.00	2.84	2.94	3.08	3.26
资产减值准备	29.2	11.4	-	-	-	PE(X)	58.0	69.8	51.6	39.7	31.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.2	2.2	2.2	2.1	2.0
财务费用	97.5	71.6	67.5	45.6	37.4	P/FCF	97.4	-10.7	-23.8	90.9	61.3
投资损失	1.6	2.3	-	-10.0	-50.0	P/S	2.6	2.2	1.7	1.4	1.1
少数股东损益	-0.1	-0.2	-0.1	-0.2	-0.3	EV/EBITDA	12.6	16.7	17.4	13.2	13.3
营运资金的变动	-25.7	-175.8	-1,223.1	956.1	-1,488.2	CAGR(%)	13.4%	30.2%	19.7%	13.4%	30.2%
经营活动产生现金流量	335.7	613.1	-708.8	1,484.9	-956.0	PEG	4.3	2.3	2.6	3.0	1.0
投资活动产生现金流量	-309.8	-865.9	-	10.0	50.0	ROIC/WACC	0.7	0.5	0.5	0.5	0.8
融资活动产生现金流量	118.4	406.2	306.5	-1,406.0	1,002.0	REP	2.8	4.0	3.5	4.3	2.3

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

赵湘怀声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 楼

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区西直门南小街 147 号国投金融大厦 15 层

邮编：100034