

# 太阳纸业 (002078.SZ) 造纸行业

评级：买入 首次评级

公司研究

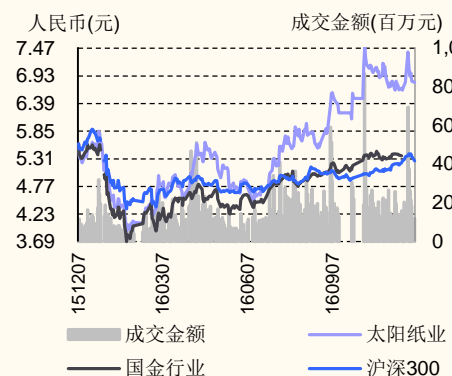
市场价格(人民币)：6.80元

## 多项目齐头并进，竞争优势不断强化

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)	2,524.16
总市值(百万元)	17,243.82
年内股价最高最低(元)	7.49/3.89
沪深300指数	3469.41
深证成指	10784.33



### 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.20	0.26	0.40	0.52	0.63
每股净资产(元)	2.36	2.75	3.08	3.49	4.00
每股经营性现金流(元)	1.13	0.27	1.31	0.85	0.97
市盈率(倍)	20	21	17	13	11
行业优化市盈率(倍)	54	71	78	78	78
净利润增长率(%)	64.71%	42.20%	53.03%	29.74%	20.40%
净资产收益率(%)	8.65%	9.54%	13.08%	14.94%	15.72%
总股本(百万股)	2,298.54	2,536.64	2,536.64	2,536.64	2,536.64

来源：公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **公司是目前国内最大的造纸民营企业**，是中国 500 强企业之一。目前拥有白板纸产能 100 万吨、铜版纸 90 万吨、溶解浆 50 万吨、化学机械浆 70 万吨以及生活用纸 12 万吨等，业务覆盖造纸全产业链。专注于造纸行业也令公司的业绩成长卓越，是最具增长性的造纸龙头企业
- **造纸行业迎来产能利用率拐点**：造纸行业经过三年的整合期，目前处于供需相对平衡、扩张逐年放缓、集中度不断提高的一个局面。且伴随着国家政策对造纸企业环保要求的不断提高，小微造纸企业生存环境不断受到压缩，变相对好行业中的龙头企业。太阳纸业作为我国造纸前三甲企业之一，拥有得天独厚的优势。
- **溶解浆价格上涨将给公司 2016 年带来超预期利润**：截至 2016 年 11 月，溶解浆最新报价 8700 元/吨，较年初增长近 40% 左右，大幅超出市场预期。由于公司恰逢 2015 年底新增投产溶解浆 35 万吨产能，目前溶解浆总产能超过 50 万吨，2016 年上半年溶解浆收入 11.6 亿元，毛利率 14.1%，带来利润超 1.5 亿元。
- **产能投放+境外募投项目支撑公司未来业绩增厚**：30 万吨轻型纸项目去年 9 月份投产后便满负荷生产，市场供不应求。另外，公司 50 万吨/年的牛皮箱纸板项目已在 2016 年 7 月投产，预计将在 2017 年提供利润。老挝 40 万吨化学浆项目，预计在 2018 年竣工投产。美国阿肯色州投资的 70 万吨生物精炼项目正式落地，预计将于 19-20 年投产。
- **进军生活用纸及纸尿裤市场**：婴儿纸尿裤市场高速增长，成人纸尿裤潜力大，二胎政策及人口老龄化将为市场持续不断提供需求端保障，消费升级将使市场前景广阔。

### 估值和投资建议

- 我们预测公司 2016-2018 年完全摊薄后 EPS 为 0.40/0.52/0.63 元。公司多个新建项目产能即将释放，生活用纸和纸尿裤业务的发展或将带来估值业务的提升，我们给予公司 2017 年 PE 为 15 倍，对应目标价 9.4 元/股，首次给予“买入”评级。

### 风险

- 原材料成本或能源价格大幅上涨；产成品需求不振；新建项目进度不达预期。

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

## 内容目录

估值及投资评级 .....	3
公司概况 .....	3
造纸行业景气有所回升 .....	4
供需趋于平衡，集中度逐步提高 .....	5
造纸行业产能扩张逐年放缓 .....	5
造纸行业增长型龙头企业，亮点颇丰 .....	5
境内产能释放+境外项目推进，保障公司长期增长 .....	6
溶解浆价格反弹，公司产能投放，有效增厚公司业绩 .....	6
重点布局生活用纸及纸尿裤市场 .....	7
风险提示 .....	8
盈利预测与投资建议 .....	8
盈利预测 .....	8

## 图表目录

图表 1：可比公司估值情况 .....	3
图表 2：太阳纸业 2015 年主营收入分解 .....	4
图表 3：太阳纸业历史营运表现 .....	4
图表 4：太阳纸业 2015 年营业利润分解 .....	4
图表 5：太阳纸业近年盈利表现 .....	4
图表 6：太阳纸业近年经营效率 .....	4
图表 7：太阳纸业近年现金流和盈利能力 .....	4
图表 8：我国造纸企业数量（家） .....	5
图表 9：我国纸产量及使用量 .....	5
图表 10：我国纸行业固定资产投资额 .....	5
图表 11：公司近年新增项目进展 .....	6
图表 12：溶解浆价格走势（元/吨） .....	7
图表 13：我国牛皮箱纸板价格走势（元/吨） .....	7
图表 14：我国生活用纸产销量 .....	7
图表 15：我国人均生活用纸量 .....	7
图表 16：我国婴儿纸尿裤消费量 .....	8
图表 17：我国成人纸尿裤产销量 .....	8
图表 18：太阳纸业盈利预测 .....	8

## 估值及投资评级

- 公司是目前国内最大的民营造纸企业，是中国 500 强企业之一。我们认为其估值应该参考 A 股中从事造纸业务的公司。我们选取金城股份、中顺洁柔、冠豪高新、岳阳林纸、山鹰纸业和晨鸣纸业来作为估值参考。可比公司 2016-2018 年预测 PE 中值分别为 77/28/22 倍。我们预测公司 2016-2018 年完全摊薄后 EPS 为 0.40/0.52/0.63 元/股。考虑到公司多个新建项目产能即将释放，生活用纸和纸尿裤业务的发展或将带来估值业务的提升，我们给予公司 2017 年 PE 为 15 倍，对应目标价 9.4 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	PEG (倍)
				2015	2016E	2017E	2018E	2015	2016E	2017E	2018E		CAGR	
000820	金城股份	26.16	166.70	0.04	0.48	0.94	1.41	657	55	28	19	0.0	228.6	2.9
002511	中顺洁柔	19.25	97.31	0.18	0.48	0.67	0.88	145	40	29	22	4.5	69.9	1.5
600433	冠豪高新	8.39	106.66	0.03	0.10	0.32	0.40	896	83	26	21	4.3	138.3	2.1
600963	岳阳林纸	7.75	80.84	-0.37	0.09	0.28	0.39	-71	85	28	20	1.6	(201.7)	0.1
600567	山鹰纸业	3.46	157.47	0.06	0.07	0.14	0.23	436	151	76	46	0.0	57.0	1.0
000488	晨鸣纸业	10.59	174.27	0.50	1.00	1.17	1.37	52	11	9	8	1.4	40.0	0.5
平均								353	71	33	22	2.0	55.4	1.4
中值								249	77	28	22	1.8	56.2	1.2
002078	太阳纸业	6.91	172.44	0.26	0.40	0.52	0.63	26	17	13	11	2.2	33.7	0.8

来源：Wind，国金证券研究所注：股价为 2016 年 12 月 5 日收盘价

## 公司概况

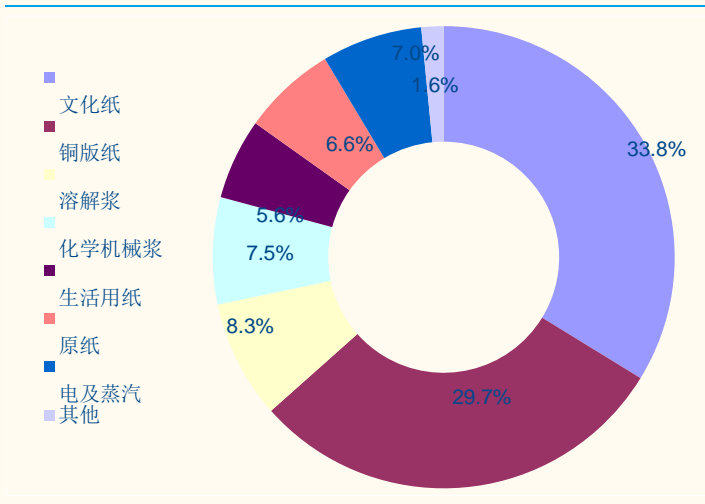
**公司沿革：**公司由山东太阳纸业集团有限公司于 2000 年 3 月 28 日整体变更成立。2006 年 11 月 16 日，公司 IPO 上市。

**股权结构：**公司目前总股本 25.36 亿股，流通股 25.24 亿股。控股股东和实际控制人为山东太阳控股集团有限公司，共持股 44.43%。

**管理层简介：**公司现任董事长兼总经理为李洪信，中国国籍，自 2006 年 4 月 1 日起任职至今。副总经理李娜，2011 年 5 月加入公司，法学博士，2015 年 12 月 26 日至今任公司副总经理。

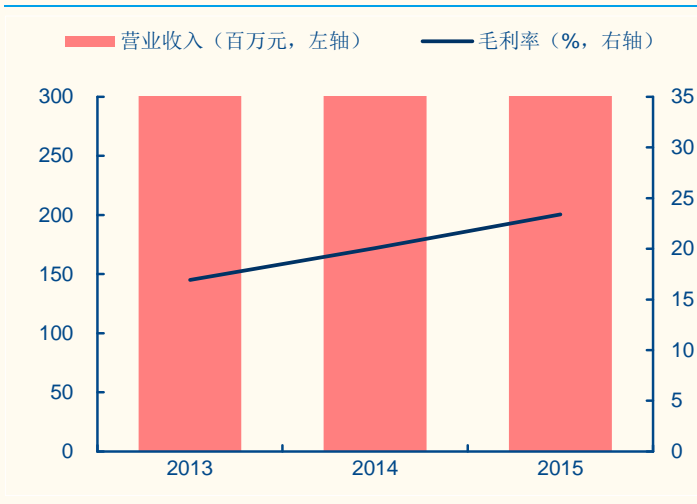
**融资历史与大小非情况：**2007 年 5 月 22 日，每 10 股送 1 股转增 2 股。2008 年 5 月 26 日，每 10 股转增 4 股。

图表 2: 太阳纸业 2015 年主营收入分解



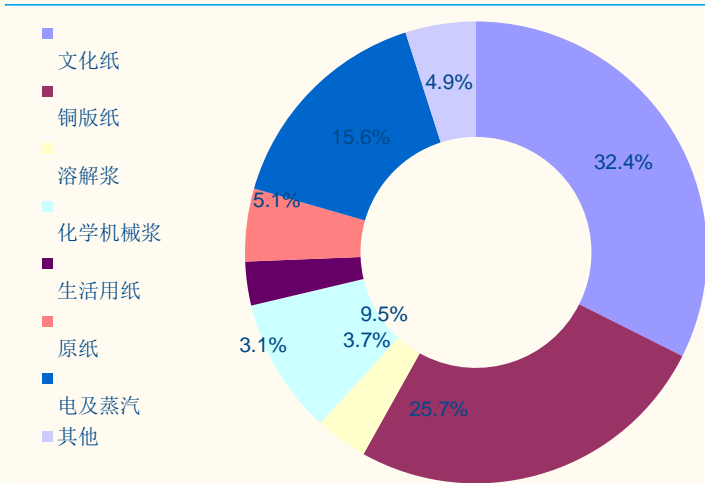
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 3: 太阳纸业历史营运表现



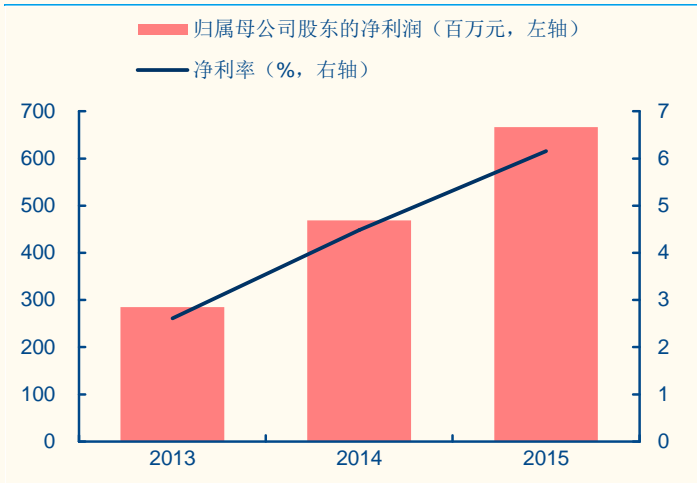
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 4: 太阳纸业 2015 年营业利润分解



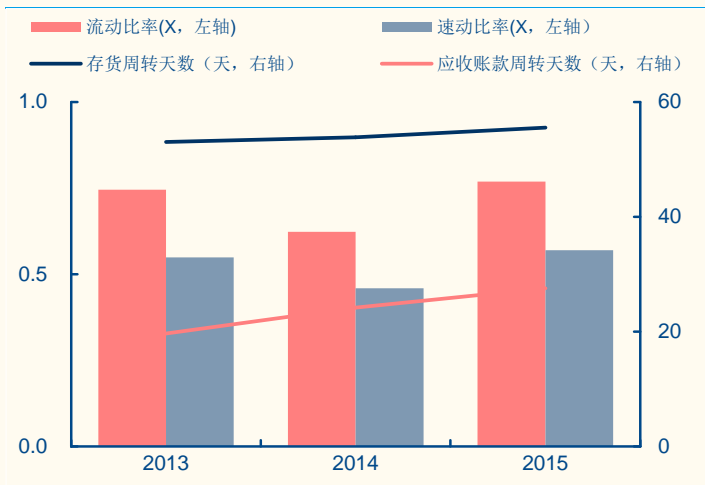
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 5: 太阳纸业近年盈利表现



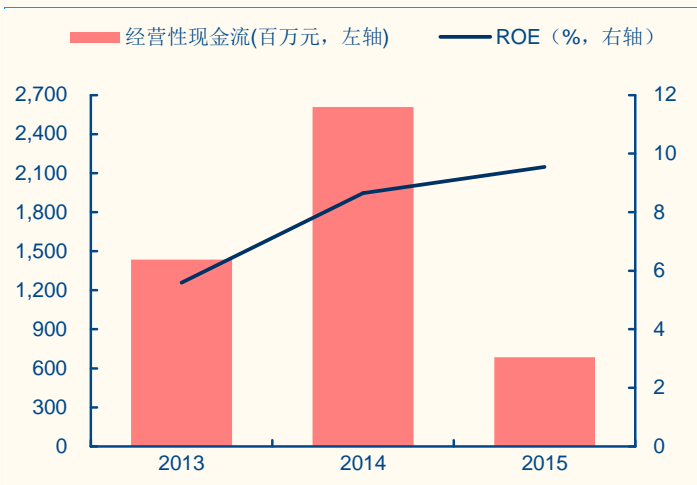
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 6: 太阳纸业近年经营效率



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 7: 太阳纸业近年现金流和盈利能力



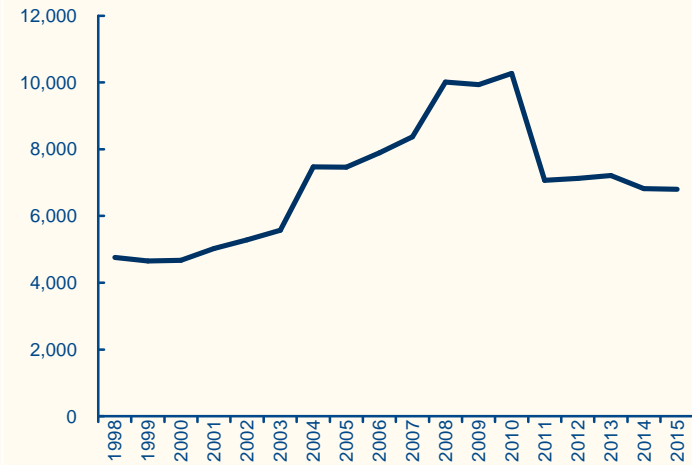
来源: Wind, 国金证券研究所

### 造纸行业景气有所回升

### 供需趋于平衡，集中度逐步提高

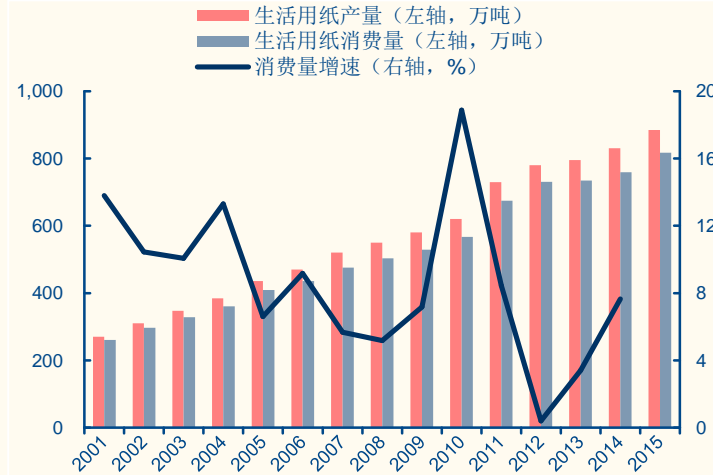
- 截至 2015 年，我国共有造纸企业 6,798 家，较 2013 年的 7,213 家下降 5.75%，较 2010 年巅峰时期的 10,270 家下降 33.81%，行业集中度显著提升。造纸行业的供需逐步向均衡状态发展：需求端在 08 年前随经济快速发展而快速增长；09-12 年，在国家 4 万亿政策刺激下仍保持较高增速；13 年至今，在宏观经济进入“新常态”，纸品需求增速也显著放缓。与此同时，造纸企业数量 2012 年后显著缩减，集中度不断提高。

图表 8：我国造纸企业数量（家）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 9：我国纸产量及使用量

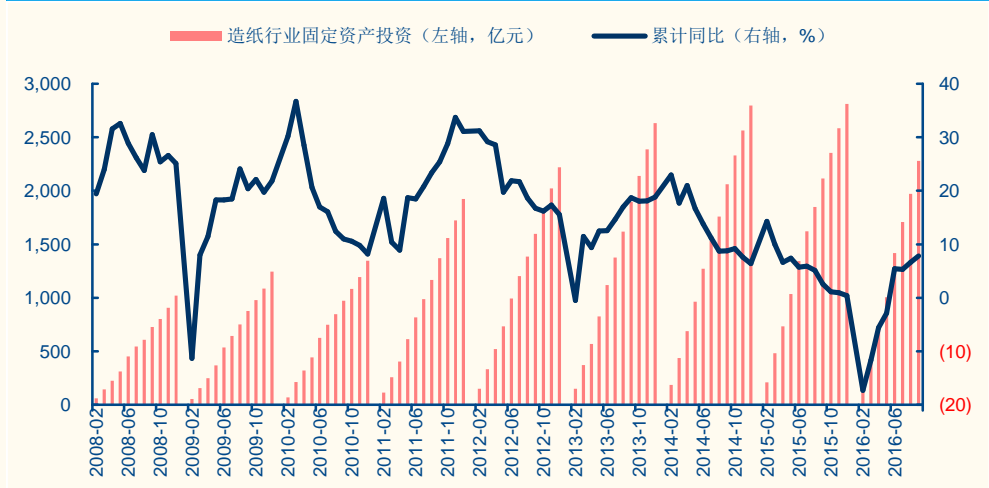


来源：wind，国金证券研究所

### 造纸行业产能扩张逐年放缓

- 造纸行业在 2012 年前处于加速发展期，2013 年则开始快速去产能，行业固定资产投资额从 2013 年起开始呈现增速下滑趋势，在 2016 年上半年一度出现较大规模负增长。除了市场需求因素以外，过去地方环保部门对于小型造纸厂等“十小”企业的污染问题查处力度并不严格。2015 年 4 月，《水污染防治行动计划》发布，要求在 2016 年底前取缔不符合国家产业政策的小型造纸厂等污染项目。

图表 10：我国纸行业固定资产投资额



来源：国金证券研究所

### 造纸行业增长型龙头企业，亮点颇丰

- 公司是目前国内最大的民营造纸企业，也是中国 500 强企业之一。目前公司造纸产能包括白板纸 100 万吨、铜版纸 90 万吨、溶解浆 50 万吨、化学机械浆 70 万吨以及生活用纸 12 万吨等，业务覆盖造纸全产业链。

**境内产能释放+境外项目推进，保障公司长期增长**

- 2015 年底，公司新增溶解浆产能 35 万吨/年，2016 年开始贡献盈利；30 万吨轻型纸项目 2015 年 9 月份投产后快速进入满负荷生产状态。另外，50 万吨/年牛皮箱纸板项目已在 2016 年 7 月投产，2016 年 3 季度开始贡献盈利。
- 公司较早开始积极布局境外林浆纸战略。2008 年启动的老挝 40 万吨化学浆项目，预计将在 2018 年竣工投产。2016 年 4 月，公司在美国阿肯色州投资的 70 万吨生物精炼项目正式落地。建成后，该项目将成为整个北美纸浆工业中最现代化、最高效和最环保的工厂。该项目原材料成本低，花费人工少，生产效率高。该项目还可以提供目前公司每年外购的超过 80 万吨针叶木浆，公司对该项目产品的自我消化能力可以同时降低项目投资风险。

**图表 11：公司近年新增项目进展**

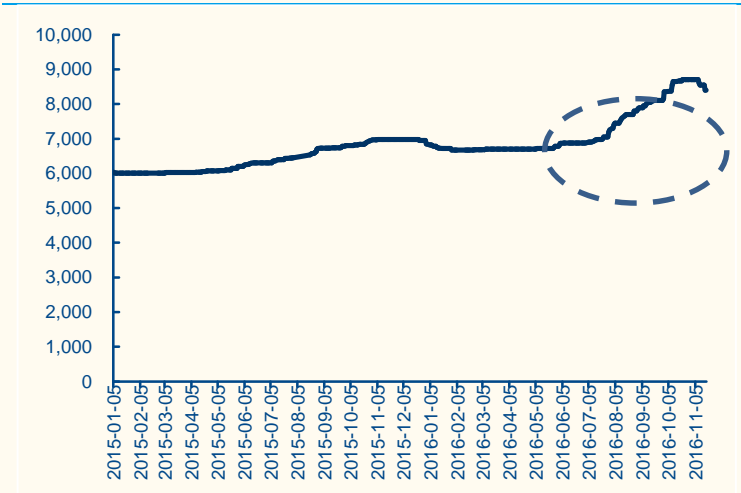
项目名称	预计投产时间	项目进展
35 万吨天然纤维素项目	已投产	2015 年 11 月份试产，2016 年开始逐步达产。项目建成后，公司的溶解浆产能达到 50 万吨/年，公司成为国内最大、全球前三的溶解浆供应商
30 万吨轻型纸改扩建项目	已投产	2015 年 9 月份投产后便满负荷生产，市场供不应求。该项目主要生产绿色环保型的本白双胶纸，竞争对手多为中小企业，相比之下公司拥有 400-500 元吨成本优势（主要是人工及能源方面的成本大幅下降）。目前公司非涂布文化用纸产能达到 100 万吨，行业排名第一
50 万吨低克重高档牛皮箱板纸等项目	已投产	项目位于邹城太平造纸工业园区，生产线全套采用进口德国 VOITH 最先进的造纸机设备，已经于 7 月 10 日开机投产
12 万吨生活用纸项目	已投产	目前生活用纸有 12 万吨产能，全国设有 3 万多个线下网点，电商销售占比三成左右。15 年 5 月推出全球首款无任何添加，全降解生活用纸“幸福阳光”系列，跻身行业前十，生活用纸公司在行业内率先获得产品 FDA 食品级认证。今年年中推出纸尿裤自主品牌，主打国内高端婴儿纸尿裤市场，未来将继续拓宽产品线
老挝 40 万吨化学浆项目	2018	2008 年开始在老挝选址造林，首期 20 万吨化学浆项目有望在今年年底启动，预计 18 年竣工投产
美国阿肯色州 70 万吨生物精炼项目	2020	2016 年 4 月正式落地实施，该项目总投资约 10-13 亿美元，建设周期 30 个月，规划于 2017 年上半年开始建设。目前项目前期工作有序推进，主要正在进行环评工作

来源：公司公告，国金证券研究所

**溶解浆价格反弹，公司产能投放，有效增厚公司业绩**

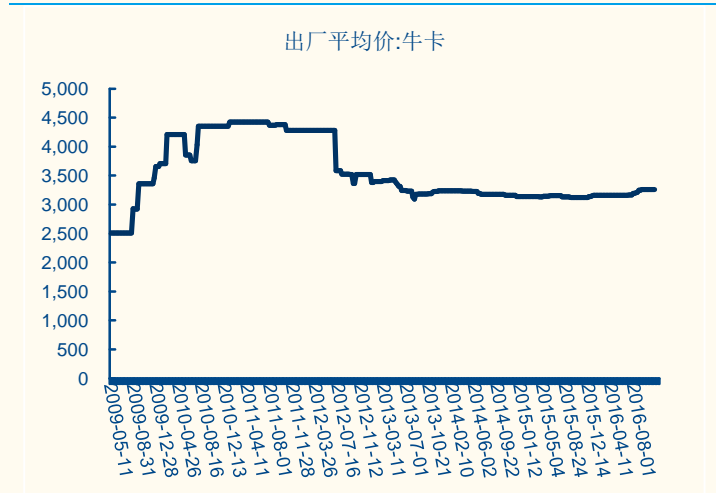
- 受益于下游黏胶纤维需求好转，2015 年以来，溶解浆价格呈明显回升趋势。截至 2016 年 11 月，溶解浆的最新报价已经达到 8,700 元/吨，同比涨幅约 40%。以当前价格测算，溶解浆业务 2016 年可以为公司新增净利润超过 1.5 亿元。

图表 12: 溶解浆价格走势 (元/吨)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 13: 我国牛皮箱纸板价格走势 (元/吨)

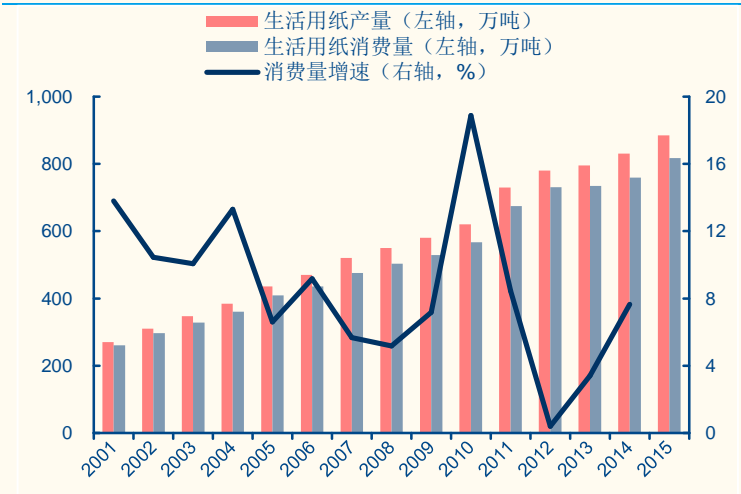


来源: wind, 国金证券研究所

重点布局生活用纸及纸尿裤市场

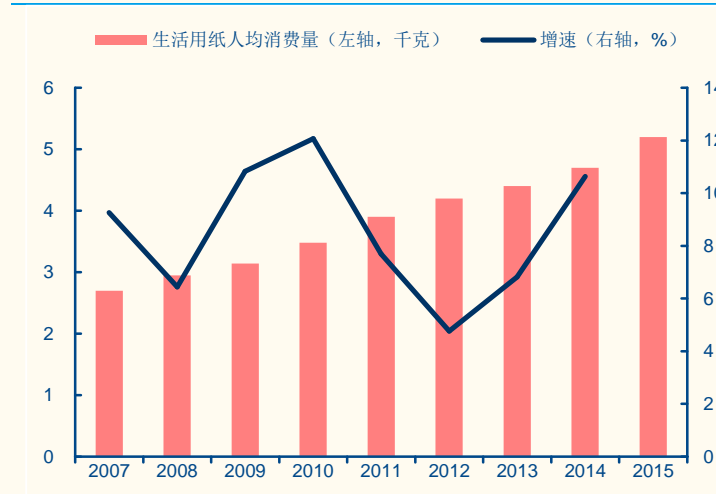
- 公司目前拥有生活用纸产能 12 万吨/年。2015 年, 我国生活用纸总产量为 885 万吨, 总消费量为 817 万吨。生活用纸总消费量近 15 年来复合增速超过 8.5%。截至 2015 年, 我国人均生活用纸量为 5.2 千克/年, 与发达国家人均 20 千克/年的水平相比还有相当大的提升空间。

图表 14: 我国生活用纸产销量



来源: Wind, 国金证券研究所

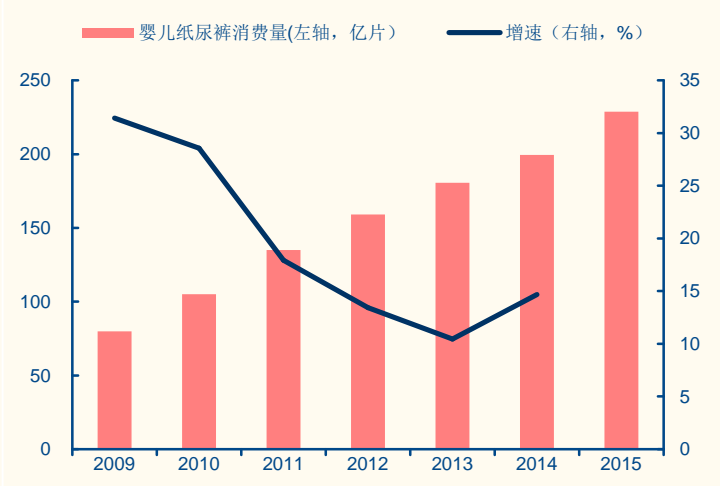
图表 15: 我国人均生活用纸量



来源: wind, 国金证券研究所

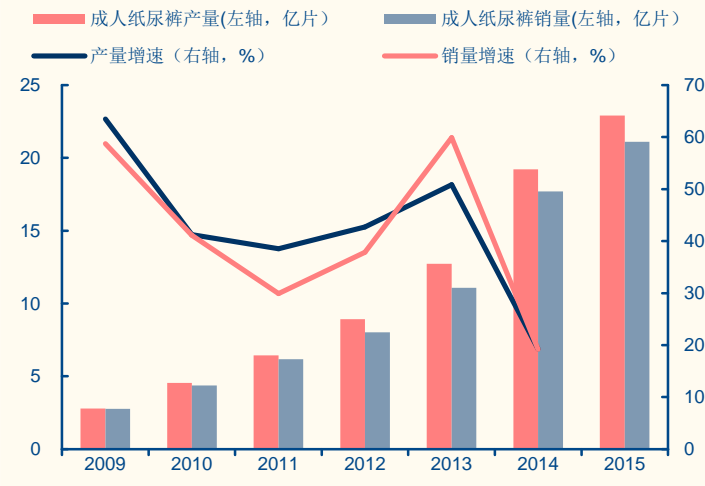
- 纸尿裤方便、清洁、易上手。伴随着消费升级, 纸尿裤在婴儿市场的份额不断扩大, 全面二孩政策的落实又给婴儿纸尿裤市场注入新的催化剂。不仅如此, 在人口老龄化背景下, 成人纸尿裤市场亦开始发展壮大, 至 2015 年已达到约 35 亿元营收规模。

图表 16: 我国婴儿纸尿裤消费量



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 17: 我国成人纸尿裤产销量



来源: wind, 国金证券研究所

### 风险提示

- 原材料成本或能源价格大幅上涨
- 产成品需求不振
- 新建项目进度不达预期

### 盈利预测与投资建议

#### 盈利预测

图表 18: 太阳纸业盈利预测

	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (万元)	847,154.0	883,114.0	769,748.0	776,298.0	779,666.5	867,942.6	964,039.1
文化纸	409,574.0	438,164.0	360,814.0	365,451.0	361,796.5	397,976.1	441,753.5
铜版纸	346,897.0	351,047.0	347,018.0	321,200.0	314,776.0	346,253.6	373,953.9
溶解浆	90,683.0	93,903.0	61,916.0	89,647.0	103,094.1	123,712.9	148,331.7
化学机械浆	74,086.0	104,488.0	99,262.0	80,979.0	76,930.1	78,468.7	80,030.2
生活用纸	0.0	0.0	16,960.0	61,149.0	79,493.7	143,088.7	184,584.4
原纸	0.0	0.0	66,464.0	71,098.0	76,785.8	88,303.7	101,483.0
电及蒸汽	69,683.0	86,836.0	81,926.0	76,153.0	79,960.7	91,954.7	105,679.0
涂布纸板	31,802.0	3,967.0	25.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	18,139.1	11,104.4	11,403.2	16,835.4	20,202.5	24,222.8	29,019.0
营业成本 (万元)	749,347.0	754,040.0	641,287.0	619,891.0	622,707.7	690,847.0	766,679.8
文化纸	359,777.0	363,821.0	295,870.0	283,382.0	280,392.3	306,441.6	337,941.4
铜版纸	311,987.0	298,613.0	284,213.0	256,146.0	250,561.7	274,232.9	296,560.4
溶解浆	77,583.0	91,606.0	61,204.0	80,363.0	91,753.7	110,172.5	132,178.0
化学机械浆	60,628.0	86,708.0	74,199.0	56,825.0	53,466.4	54,822.9	56,203.3
生活用纸	0.0	0.0	14,990.0	53,391.0	67,569.6	120,766.8	155,933.2
原纸	0.0	0.0	54,881.0	58,198.0	61,428.7	70,731.3	81,388.9
电及蒸汽	52,634.0	56,183.0	45,912.0	36,634.0	38,381.1	44,377.4	51,274.1
涂布纸板	32,369.0	3,712.0	36.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	4,899.6	4,317.0	4,784.3	4,336.0	6,464.8	7,833.6	9,482.9
业务利润 (万元)	97,807.0	129,074.0	128,461.0	156,407.0	156,958.9	177,095.6	197,359.3



	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
文化纸	49,797.0	74,343.0	64,944.0	82,069.0	81,404.2	91,534.5	103,812.1
铜版纸	34,910.0	52,434.0	62,805.0	65,054.0	64,214.3	72,020.7	77,393.5
溶解浆	13,100.0	2,297.0	712.0	9,284.0	11,340.3	13,540.4	16,153.7
化学机械浆	13,458.0	17,780.0	25,063.0	24,154.0	23,463.7	23,645.7	23,826.9
生活用纸	0.0	0.0	1,970.0	7,758.0	11,924.1	22,321.8	28,651.2
原纸	0.0	0.0	11,583.0	12,900.0	15,357.2	17,572.4	20,094.2
电及蒸汽	17,049.0	30,653.0	36,014.0	39,519.0	41,579.5	47,577.4	54,404.9
涂布纸板	-567.0	255.0	-11.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	13,239.5	6,787.5	6,618.9	12,499.4	13,737.7	16,389.1	19,536.1
毛利率 (%)	11.5	14.6	16.7	20.1	20.1	20.4	20.5
文化纸	12.2	17.0	18.0	22.5	22.5	23.0	23.5
铜版纸	10.1	14.9	18.1	20.3	20.4	20.8	20.7
溶解浆	14.4	2.4	1.1	10.4	11.0	10.9	10.9
化学机械浆	18.2	17.0	25.2	29.8	30.5	30.1	29.8
生活用纸	-	-	11.6	12.7	15.0	15.6	15.5
原纸	-	-	17.4	18.1	20.0	19.9	19.8
电及蒸汽	24.5	35.3	44.0	51.9	52.0	51.7	51.5
涂布纸板	-1.8	6.4	-44.0	-	-	-	-
其他	73.0	61.1	58.0	74.2	68.0	67.7	67.3
增速 (%)	-	4.2	-12.8	0.9	0.4	11.3	11.1
文化纸	-	7.0	-17.7	1.3	-1.0	10.0	11.0
铜版纸	-	1.2	-1.1	-7.4	-2.0	10.0	8.0
溶解浆	-	3.6	-34.1	44.8	15.0	20.0	19.9
化学机械浆	-	41.0	-5.0	-18.4	-5.0	2.0	2.0
生活用纸	-	-	-	260.5	30.0	80.0	29.0
原纸	-	-	-	7.0	8.0	15.0	14.9
电及蒸汽	-	24.6	-5.7	-7.0	5.0	15.0	14.9
涂布纸板	-	-87.5	-99.4	-100.0	-	-	-
其他	-	-38.8	2.7	47.6	20.0	19.9	19.8

来源: Wind, 国金证券研究所预测

经模型测算得出公司 2016-2018 年净利润分别为 10.2/13.24/15.94 亿元, 三年 CAGR 为 33.7%, 全面摊薄后每股收益为 0.40/0.52/0.63 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
主营业务收入	10,895	10,458	10,825	11,130	12,940	14,648	货币资金	1,691	1,430	1,528	1,286	1,196	1,083
增长率		-4.0%	3.5%	2.8%	16.3%	13.2%	应收款项	1,994	1,790	3,397	2,365	2,749	3,112
主营业务成本	-9,050	-8,361	-8,293	-8,500	-9,894	-11,210	存货	1,342	1,124	1,400	1,245	1,449	1,641
%销售收入	83.1%	79.9%	76.6%	76.4%	76.5%	76.5%	其他流动资产	455	450	702	301	350	396
毛利	1,845	2,097	2,532	2,630	3,046	3,439	流动资产	5,483	4,795	7,027	5,197	5,744	6,233
%销售收入	16.9%	20.1%	23.4%	23.6%	23.5%	23.5%	%总资产	34.5%	29.4%	35.6%	29.3%	30.8%	31.8%
营业税金及附加	-22	-47	-40	-45	-50	-52	长期投资	792	739	231	232	231	231
%销售收入	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	8,438	9,464	11,360	11,762	12,170	12,586
营业费用	-463	-342	-423	-501	-453	-461	%总资产	53.1%	58.1%	57.6%	66.4%	65.2%	64.3%
%销售收入	4.2%	3.3%	3.9%	4.5%	3.5%	3.2%	无形资产	429	511	544	531	533	534
管理费用	-325	-446	-449	-467	-541	-595	非流动资产	10,406	11,499	12,691	12,527	12,935	13,353
%销售收入	3.0%	4.3%	4.1%	4.2%	4.2%	4.1%	%总资产	65.5%	70.6%	64.4%	70.7%	69.2%	68.2%
息税前利润 (EBIT)	1,035	1,262	1,620	1,617	2,003	2,330	<b>资产总计</b>	<b>15,890</b>	<b>16,293</b>	<b>19,718</b>	<b>17,723</b>	<b>18,679</b>	<b>19,586</b>
%销售收入	9.5%	12.1%	15.0%	14.5%	15.5%	15.9%	短期借款	5,478	5,460	6,452	4,966	4,450	3,694
财务费用	-526	-539	-590	-351	-334	-304	应付款项	1,692	2,053	2,425	1,980	2,304	2,609
%销售收入	4.8%	5.2%	5.5%	3.2%	2.6%	2.1%	其他流动负债	191	186	263	344	428	503
资产减值损失	-35	4	-10	0	0	0	流动负债	7,361	7,698	9,140	7,290	7,182	6,807
公允价值变动收益	0	-3	3	0	0	0	长期贷款	1,644	1,007	1,720	1,720	1,720	1,721
投资收益	6	-56	-136	-6	-6	-6	其他长期负债	1,363	1,763	1,464	497	497	497
%税前利润	1.3%	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	<b>负债</b>	<b>10,368</b>	<b>10,468</b>	<b>12,324</b>	<b>9,507</b>	<b>9,399</b>	<b>9,025</b>
营业利润	480	668	886	1,260	1,663	2,021	<b>普通股股东权益</b>	5,091	5,421	6,986	7,802	8,861	10,136
营业利润率	4.4%	6.4%	8.2%	11.3%	12.9%	13.8%	少数股东权益	431	404	408	414	420	426
营业外收支	-23	16	154	108	110	112	<b>负债股东权益合计</b>	<b>15,890</b>	<b>16,293</b>	<b>19,718</b>	<b>17,723</b>	<b>18,679</b>	<b>19,586</b>
税前利润	457	683	1,040	1,368	1,773	2,133	<b>比率分析</b>						
利润率	4.2%	6.5%	9.6%	12.3%	13.7%	14.6%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-139	-136	-285	-342	-443	-533	<b>每股指标</b>						
所得税率	30.4%	20.0%	27.4%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.25	0.20	0.26	0.40	0.52	0.63
净利润	318	547	755	1,026	1,330	1,600	每股净资产	4.43	2.36	2.75	3.08	3.49	4.00
少数股东损益	33	78	88	6	6	6	每股经营现金净流	1.25	1.13	0.27	1.31	0.85	0.97
归属于母公司的净利润	285	469	667	1,020	1,324	1,594	每股股利	0.10	0.05	0.05	0.08	0.10	0.13
净利率	2.6%	4.5%	6.2%	9.2%	10.2%	10.9%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	5.59%	8.65%	9.54%	13.08%	14.94%	15.72%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	1.79%	2.88%	3.38%	5.76%	7.09%	8.14%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	5.36%	7.72%	7.32%	7.88%	9.42%	10.61%
净利润	318	547	755	1,026	1,330	1,600	<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	4.67%	-4.01%	3.51%	2.82%	16.26%	13.20%
非现金支出	771	751	758	817	870	925	EBIT 增长率	32.90%	21.94%	28.35%	-0.18%	23.83%	16.36%
非经营收益	431	551	617	445	255	221	净利润增长率	61.40%	64.71%	42.20%	53.03%	29.74%	20.40%
营运资金变动	-84	759	-1,444	1,023	-292	-275	总资产增长率	4.73%	2.54%	21.02%	-10.12%	5.39%	4.86%
经营活动现金净流	1,436	2,608	685	3,312	2,163	2,470	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-926	-1,924	-2,611	-713	-1,168	-1,230	应收账款周转天数	20	24	28	23	23	23
投资	39	0	447	-1	0	0	存货周转天数	53	54	56	53	53	53
其他	0	-50	-36	-6	-6	-6	应付账款周转天数	45	54	60	50	50	50
投资活动现金净流	-886	-1,974	-2,199	-720	-1,174	-1,236	固定资产周转天数	262	270	291	275	229	195
股权募资	997	6	1,005	0	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	113	-555	1,320	-2,453	-515	-755	净负债/股东权益	112.73%	100.16%	96.58%	71.77%	58.95%	45.72%
其他	-1,164	-635	-264	-380	-563	-592	EBIT 利息保障倍数	2.0	2.3	2.7	4.6	6.0	7.7
筹资活动现金净流	-54	-1,184	2,061	-2,833	-1,079	-1,347	资产负债率	65.25%	64.25%	62.50%	53.64%	50.32%	46.08%
现金净流量	495	-549	547	-241	-90	-113							

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	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
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>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</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