

岭南园林 (002717.SZ)

建筑施工行业

评级: 买入 首次评级

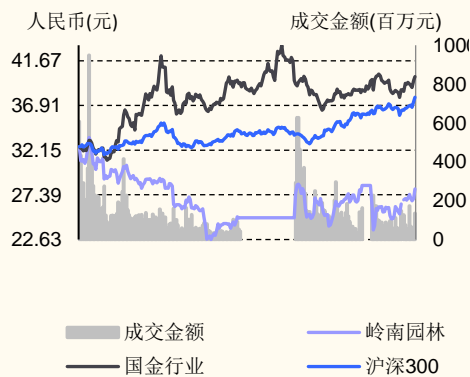
公司研究

市场价格(人民币): 27.77元
 目标价格(人民币): 33.00-33.00元

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) 208.50
 总市值(百万元) 11,548.02
 年内股价最高最低(元) 33.50/22.63
 沪深300指数 3834.54
 深证成指 10762.37



生态文旅双轮驱动, 大“PPP”助力业绩高增

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.516	0.630	1.181	1.741	2.303
每股净资产(元)	2.94	6.42	7.40	8.94	11.04
每股经营性现金流(元)	-0.43	-0.19	0.76	0.71	1.40
市盈率(倍)	85.14	41.24	23.72	16.09	12.16
行业优化市盈率(倍)	14.29	14.29	14.29	14.29	14.29
净利润增长率(%)	43.53%	55.29%	87.51%	47.41%	32.29%
净资产收益率(%)	17.52%	9.81%	15.96%	19.47%	20.86%
总股本(百万股)	325.74	414.04	414.04	414.04	414.04

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资看点

- **生态文旅双主业+全方位业务布局, 业绩增速继续放大, 订单充足保未来持续向好:** 1) 公司民营控股灵活思辨, 2015年收购上海恒润数字科技有限公司成功切入文化旅游新产业; 2) 公司深度布局生态环境+文化旅游两大业务板块, H1生态环境/文化旅游营收同增42%/168%; 3) 公司资本结构优化, 流动性改善, 营收/毛利率增速放大, 每股收益/ROE表现稳健, 高业绩驱动盈利能力向好无忧; 4) 公司目前在手订单充足, 2015/2016年公司公告承接订单(含框架协议、联合中标)分别为95/77亿元, 截止8月底, 2017年公司新签订单(含框架协议、联合中标)金额达280亿元, 随着框架协议进一步落地, 业绩持续高增可期。
- **“大PPP”助业绩快速增长, “生态+文旅”进一步结构优化:** 1) 公司紧跟“大PPP”业务市场快速发展步伐, 借力“大生态+泛游乐”综合业务模式, 全面提升“大PPP”订单承揽能力, 确保公司经营业绩的快速增长; 2) 通过设立PPP产业资金, 扩宽融资渠道, 提高融资能力, 在助力PPP项目尽快落地的同时也增强了公司对将来大金额PPP项目的承揽能力, 在手PPP订单包括框架协议达百亿元, 公司在PPP上的强劲实力将带来冲劲十足的后续业绩; 3) 公司通过外延收购新港永豪, 拓展水生态综合治理产业, 通过收购恒润科技、德马吉布局文化旅游, 公司承接了多项“生态+文旅”综合项目, “双主业”协同效应日益凸显, 业务结构进一步优化, 文化旅游业务收入大幅增加, 利润增长明显。
- **首期员工持股计划推出, 上下齐心保未来业绩高增:** 首期8000万员工持股计划覆盖29位高管/核心员工, 7位高管大比例认购份额, 劣后级持股份额深度绑定员工与公司利益, 上下齐心彰显信心, 助力未来发展。

投资建议

- 考虑公司H1业绩高增, 在手框架协议或将加速落地, 公司2017/2018年EPS为1.18/1.74元, 我们给予公司未来6-12个月33元目标价位, 对应19X2018EPS。

风险

- 宏观经济波动风险; 应收账款坏账风险; 市场竞争加剧风险; 限售股解禁风险。

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

石人望 联系人
 shirenwang@gjzq.com.cn

内容目录

1.民营控股灵活思辨，生态+文旅双轮驱动	3
2.两大业务齐增长，盈利能力显著提升	4
3.生态环境行业高速发展，纵横向发展邻先地位突出	6
4.布局文旅强化运营，PPP 凸显竞争优势.....	6
5.首期员工持股计划推出，上下齐心保未来业绩高增	7
6.盈利预测与估值.....	8
6.1 盈利预测.....	8
6.2 估值.....	9
7.风险提示	9

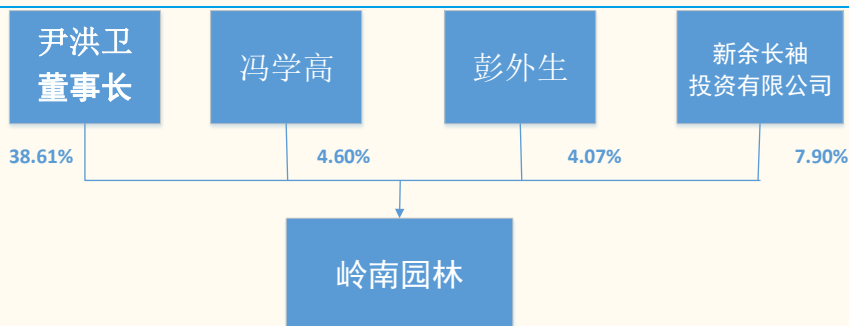
图表目录

图表 1: 公司股权结构图	3
图表 2: 生态+文旅双轮驱动，产业链布局完整	3
图表 3: 公司 2017 年 H1 生态环境业务占营收 78.71%，文化旅游占 21.29%	4
图表 4: 公司营业收入主要集中于华东、华西、华南地区	4
图表 5: 2016 年公司资产负债率达到近三年最低值 50.12%	5
图表 6: 2014-2016 年年末基本每股收益保持稳定	5
图表 7: 2015 年以来中报 ROE 保持稳定	5
图表 8: 2017 年公告订单.....	7
图表 9: 首期员工持股计划，高管/员工各占 49%/51%.....	8
图表 10: 董监高人均份额 560 万，与公司利益深度绑定	8
图表 11: 预计 2017/2018/2019 年归母净利达 5/7/10 亿元.....	8
图表 12: 给予公司 2018 年 PE 估值 19 倍，目标价 33 元	9

1. 民营控股灵活思辨，生态+文旅双轮驱动

- 根据 2017 年半年报，公司董事长尹洪卫为实际控制人，持股占比 38.6%，民营控股灵活思辨。

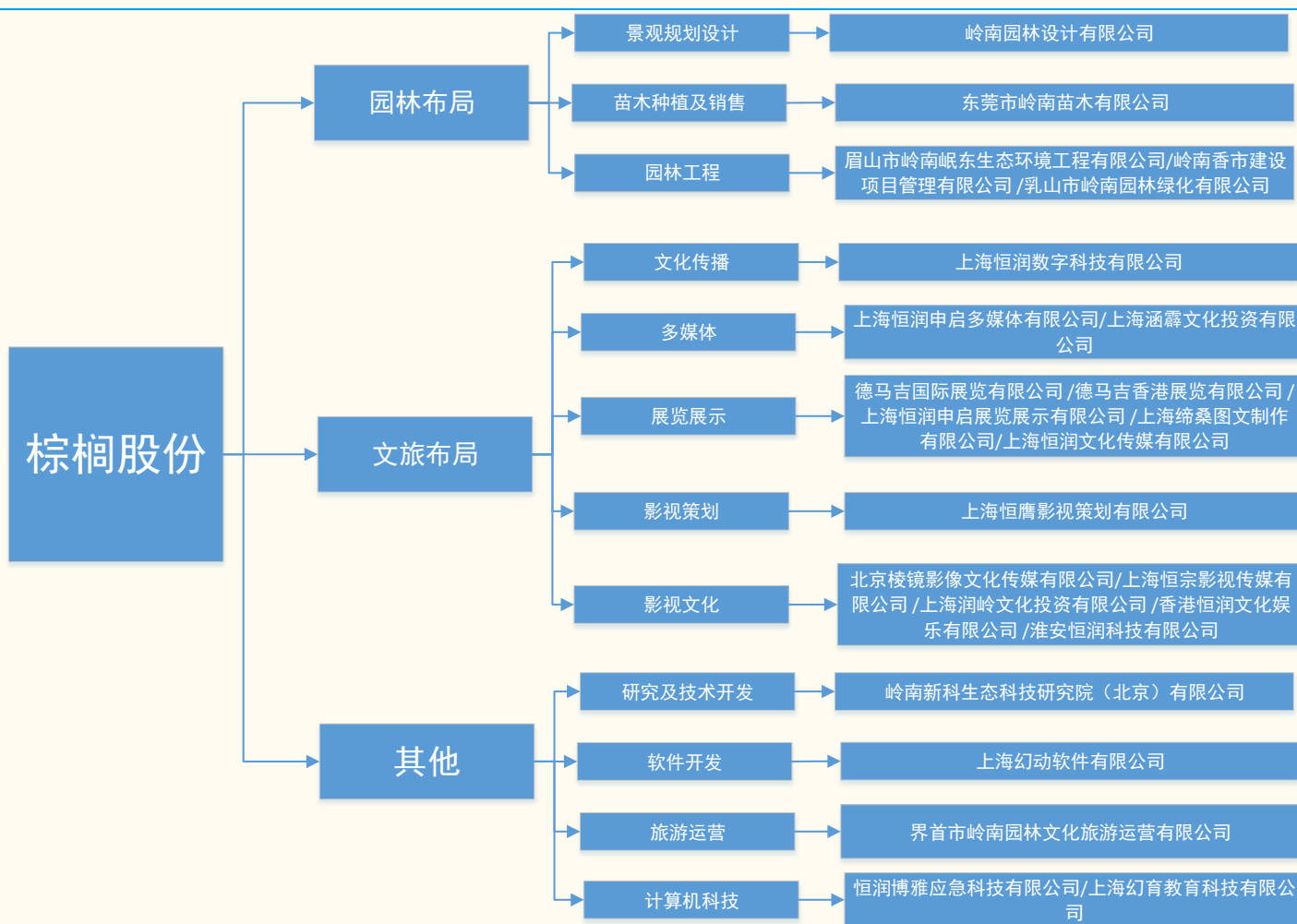
图表 1: 公司股权结构图



来源：2017 年中报，国金证券研究所

- **生态+文旅双轮驱动**：公司前身为东莞市岭南园林绿化有限公司，成立于 1998 年，公司于 2010 年中小板上市，2015 年全资收购上海恒润数字科技有限公司，成功切入文化旅游新产业，目前已成长为集生态+文旅的复合型公司。

图表 2: 生态+文旅双轮驱动，产业链布局完整

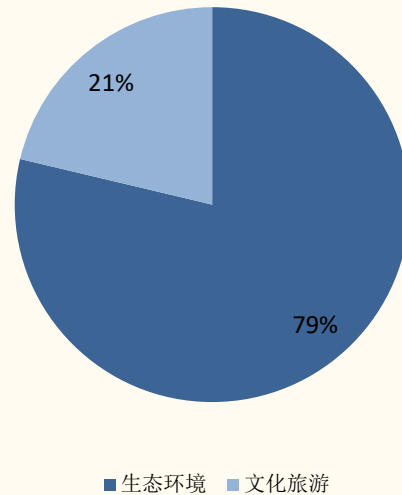


来源：2017 年中报、国金证券研究所

2.两大业务齐增长，盈利能力显著提升

- 公司 2017 年 H1 生态环境业务收入 13.20 亿元，毛利率 27.50%，营业收入较去年同期增长 41.81%，占营业收入的 78.71%；文化旅游业务收入 3.57 亿元，毛利率 39.19%，营业收入较去年同期增长 167.85%，占营业收入的 21.29%。公司两大主业均保持高毛利下的高速增长，带动二季度较一季度营收增长 6.0 亿元，同比增速从一季度的 28.37%扩大至 69.02%；归母净利润增长 1.0 亿元，二季度同比增长 100.20%，较一季度 65.34% 的增速进一步放大。

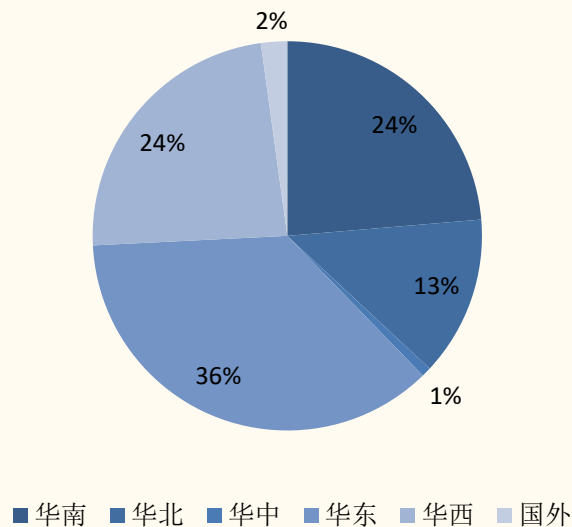
图表 3: 公司 2017 年 H1 生态环境业务占营收 78.71%，文化旅游占 21.29%



来源: wind、国金证券研究所

- 公司 2017 年 H1 业务主要集中于华东、华西、华南地区，贡献了 14.05 亿元营业收入，占营收整体的 83.75%；华中、华北地区营业收入占比较小。值得关注的是，公司大力拓展海外市场，2017 年上半年也产生了 0.37 亿元营业收入。公司在区域上初步形成了全方位的布局。

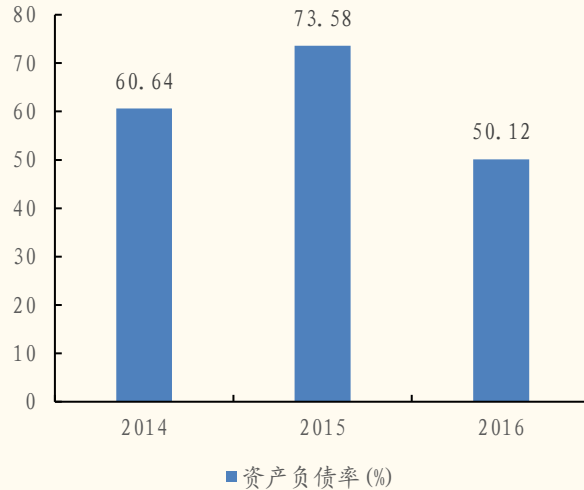
图表 4: 公司营业收入主要集中于华东、华西、华南地区



来源: wind、国金证券研究所

- **负债率走低，资产流动性增强，推动资本结构优化：**公司 2016 年资产负债率 50.12%，相较于 2015 年同期下降 23.46%，流动比率 2016 年期末为 1.47，优于 2014/2015 年的 1.36 / 1.06。近三年公司整体资产结构有所改善，资产流动性增强。

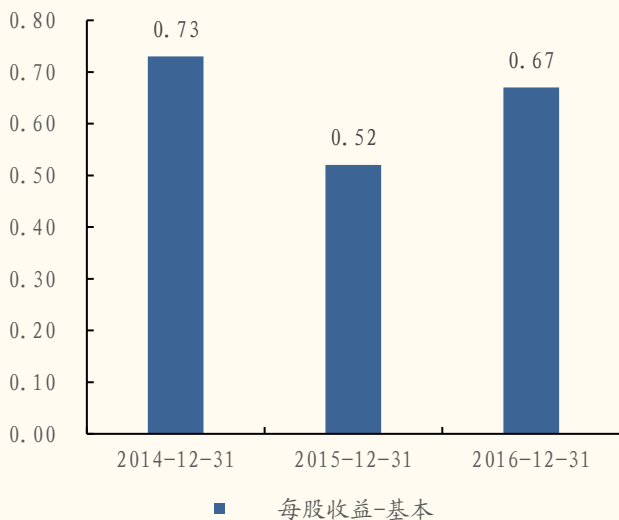
图表 5: 2016 年公司资产负债率达到近三年最低值 50.12%



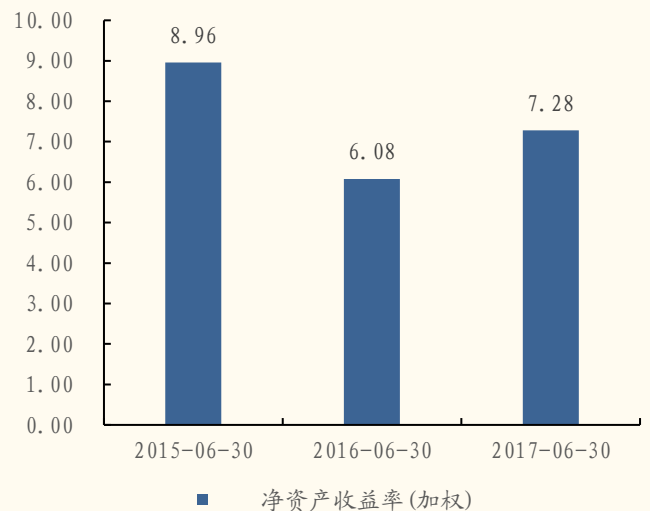
来源: wind、国金证券研究所

- **营收/毛利率同增长，期间费用率下降明显：**公司 2017 年 H1 营收 16.77 亿元，较上年同期增长 6.13 亿(+57.60%)，净利润 2.00 亿元，较上年同期增长 0.97 亿 (+94.11%)；销售毛利率为 14.09%，较上年同期增长 2.92%；期间费用率由去年同期的 15.14%下降 1.29pct 至 13.85%，主要系园林绿化工程长期应收项目确认本报告期的未实现融资收益大幅增加所致。应收账款 12.39 亿元，主要原因为：1) 今年上半年公司园林工程与文化旅游业务稳步增长；2) 上年同期德马吉尚未纳入合并范围。
- **业务扩张增加现金压力，高业绩驱动盈利能力改善：**经营活动现金流净流出增加，公司 H1 经营活动现金流净流出 5.60 亿元，较去年 1.04 亿净流出增加 439.94%，主要原因为：1) PPP 项目增加且处于建设期，营运成本投入较多；2) 业务开拓支付的投标保证金等增加。公司近三年每股收益与净资产收益率较为稳定，最近一期数据较上一期均有所回升。随着 2017 年半年度业绩的高增长，公司的盈利能力正在不断改善。

图表 6: 2014-2016 年年末基本每股收益保持稳定



图表 7: 2015 年以来中报 ROE 保持稳定



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

3.生态环境行业高速发展，纵横向发展领先地位突出

■ 政策出台叠加绿色雄安，生态环境行业发展受推动:

- **国家高度重视生态文明建设:** 1) 2015年4月,国务院印发《水污染防治行动计划》,2016年《“十三五”重点流域污染防治计划》、《“十三五”生态环境保护规划》、《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》等政策也相继出台。一系列国家支持政策施行为生态文明建设创造了良好的外部发展环境,对生态治理行业的发展方向做了指引性部署。2) 8月14日,统计局发布了我国2017年1-7月经济数据,环保领域投资大幅增长45.9%,2017年1-3月/1-4月/1-5月/1-6月环保领域投资同比增长48.1%/50.4%/44.6%/46%,国家对生态环保的高度重视毫不放松。
- **绿色雄安建设提供广阔空间:** 1) 雄安新区城市绿地覆盖比例将超过目前国内的平均水平,预计将达到50%的绿地覆盖率,以2000平方公里的远期控制区作为测算基础,则整体绿化投资将超过5000亿元;2) 8月19日,发布了《雄安新区绿色金融规划报告》提出雄安新区围绕“一中心、一示范、一体系”发展绿色金融的具体设想,包括建立绿色技术创新投资中心、建立绿色基础设施与绿色建筑投融资示范区、构建有地方特色的绿色金融体系等,未来雄安新区生态环保投资力度将加大,或需万亿绿色投资。

■ 精耕生态环境主业，地位领先业绩抢眼

- **横向并购:** 2017年公司拟收购新港水务75%股权,拓展水生态综合治理产业,提升“蓝绿交织”环境治理能力,目前该事项已获得证监会审核通过,新港水务在京津冀地区已经布局多年,有望未来受益绿色雄安建设;
- **纵向发展:** 从生态景观的本身进行打造,借力高科技文化旅游技术,贯穿城市的建设、运营、养护、管理等环节,提供差异化全域服务产品,深化并巩固公司在行业的领先地位;
- **公司中报业绩抢眼:** 2017H1,公司生态环境主业营收较去年同期增长41.81%,约为13.2亿元,净利润约为1.2亿元,同比增长72.27%。

4.布局文旅强化运营，PPP 凸显竞争优势

■ 积极布局文化旅游，建设端延伸至运营端

- 2015年公司**全资收购恒润科技,开始从生态环境涉足文化旅游,从建设端延伸至运营端,为公司未来产业发展与转型奠定基础。**恒润科技主营的主题数字体验业务属于文化创意行业的新兴领域,尚未形成明显的行业边界与竞争格局,目前行业参与者较多,但行业集中度不高。
- 2016年公司完成**并购德马吉,推动及加速文化旅游领域文化创意、展览营销等模块布局。**同时,借助德马吉丰富的海外资源实现“走出去、带进来”,将公司及恒润科技的资源及技术优势与德马吉的创意营销基因有机结合,共同构筑一个多元的营销组合,提升公司的整体价值。德马吉所属的会展营销行业在我国处于持续增长阶段,面对存量庞大且需求持续加速释放的消费市场,行业整体竞争态势处于缓和阶段。
- 公司以恒润科技、德马吉为文化创意核心,并筹划建设旅游投资运营平台,**完善文化旅游产业链布局。**2017年,公司在打造“生态贺州·长寿胜地”和“峰丛古镇·梦境黄姚”大旅游文化品牌与贺州市人民政府达成合作共识。

■ PPP 未来强化运营，公司运营优势凸显

- **PPP 项目未来将重视运营:** 根据政府出台的一系列文件以及8月初财政部副部长史耀斌在推进PPP规范发展工作座谈会的讲话,PPP发展将朝着强化运营的方向发展,**未来的PPP项目将主要是运营类的项目。**

- 公司布局的文旅项目属于运营类的项目，能够完美配置到传统的 PPP 项目中。以公司 2017 年 6 月与贺州市签署的 50 亿文旅框架协议为例，协议中明确包括了项目的运营内容，这类综合性的项目体现了公司的运营端的竞争优势，同时也将进一步提升公司 PPP 项目的承接能力，增强公司的持续盈利能力和核心竞争力。
- “大 PPP”与“大生态+泛游乐”模式逐渐成熟
 - 根据 2017 年至今公司签署的订单和框架协议可以看出，最近新签的三单 PPP 框架协议的金额分别为 29 亿/48 亿/30 亿，体量整体高于过去签订的 PPP 项目，呈现“大 PPP”态势，此类项目均涉及运营环节，凸显了公司在运营端的能力。
 - 公司两大主营业务“生态环境”与“文化旅游”之间协同性逐渐显现：2017 年 7 月 5 日，
 - 公司签订潢川县全域旅游及生态环境提升项目合作框架协议书，此协议是公司生态特色小镇建设运营与全域旅游业务的集成，体现了两大业务之间的协同性。此类协议数量陆续增加，“大生态+泛游乐”的模式逐渐成熟，并将进一步增强公司的持续盈利能力和核心竞争力。

图表 8：2017 年公告订单

中标日期	类型	工程名称	金额 (亿元)
2017/8/4	框架协议	息烽县团圆山地质公园及配套基础设施建设 PPP 项目战略合作框架协议	30
2017/8/2	框架协议	信宜市人民政府（以下简称“甲方”）与岭南园林股份有限就甲方的一批城市建设、旅游项目采取 PPP 模式进行打包建设的事项达成协议	48
2017/7/27	框架协议	滁州市定远县大生态旅游重点项目建设开发战略合作协议	50
2017/7/25	框架协议	监利县生态环境及文化旅游配套工程 PPP 合作框架协议	29
2017/7/5	框架协议	潢川县全域旅游及生态环境提升项目合作框架协议书	40
2017/6/19	PPP	博乐金三角工业园区 2017 年绿化工程建设 PPP 项目	3.32
2017/6/13	框架协议	关于开发贺州市旅游文化产业项目战略合作框架协议书	50
2017/6/1	PPP	嘉祥县曾子广场项目 PPP 投资合作框架协议	3.5
2017/5/12	非 PPP	茫溪河流域污染综合整治工程（一期）补水暨生态湿地项目设计施工总承包（EPC）+融资标段	2.43
2017/5/12	施工项目	绵阳仙海环湖路景观建设项目设计施工总承包	1.04
2017/5/2	施工项目	聊城东昌湖景观提升及游路系统设计施工总承包项目	2.44
2017/4/25	施工项目	北海新区亚特兰蒂斯二期主题乐园项目设计、主题剧场设计、各单项向项目施工等	3.03
2017/4/17	施工项目	楚国八百年城市公园（PC 总承包）项目	4.73
2017/4/17	施工项目	荆州纪南生态文化旅游区管理委员会与岭南园林股份有限公司合作框架协议	4.73
2017/4/10	PPP	御临河关门石至曹家滩及其支流综合整治工程 PPP 项目	8 (预计)

来源：公司公告、国际证券研究所

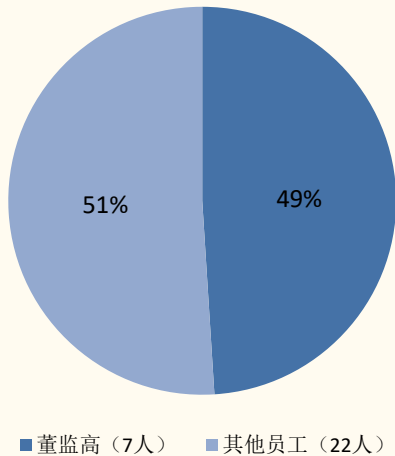
■ 框架协议落地可期，未来业绩有保障

- 2015/2016 年公司公告承接订单（含框架协议）分别为 95/77 亿元，截止 8 月底，2017 年公司新签订单（含框架协议）金额达到 280 亿元。
- 其中 2015 年 5 月签署的眉山市岷东新区基础建设项目投资建设（PPP）合作框架协议已于 2015 年 10 月落地；2016 年 8 月签署的荆州纪南生态文化旅游合作框架协议已于 2017 年 4 月落地；2016 年 10 月签署的御临河关门石至曹家滩及其支流综合整治工程协议于 2017 年 4 月落地；2016 年 10 月签署的嘉祥县曾子广场项目 PPP 投资合作框架协议已于 2017 年 6 月落地，随着框架协议进一步落地，业绩持续高增可期。

5. 首期员工持股计划推出，上下齐心保未来业绩高增

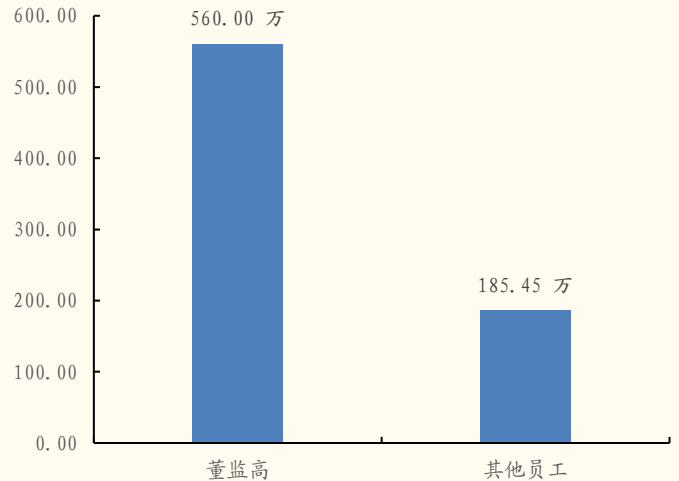
- **首推员工持股，高大比例认购份额：**员工持股公司于 2017 年 6 月 21 日召开的 2017 年第三次临时股东大会审议通过了《关于<公司第一期员工持股计划（草案）>及摘要的议案》，以每份份额 1.00 元、计划筹集资金总额上限为 8,000 万元，向员工推出持股计划。参加本次员工持股计划的员工总数不超过 29 人，其中公司董事、监事、高级管理人员 7 人，累计认购不超过 3,920 万份，占员工持股计划的总份额比例为 49%；其他员工累计认购不超过 4,080 万份，占员工持股计划的总份额比例为 51%。7 位高管大比例认购份额，人均 560 万份，对应金额 560 万元，充分彰显对于公司未来经营的信心。

图表 9：首期员工持股计划，高管/员工各占 49%/51%



来源：wind，国金证券研究所

图表 10：董监高人均份额 560 万，与公司利益深度绑定



来源：wind，国金证券研究所

- **深度绑定员工与公司利益，彰显信心助未来发展：**本员工持股计划的存续期为 18 个月，锁定期为 12 个月。员工持股计划认购的是不超过 8000 万元的劣后级份额，杠杆较高。对于劣后级份额而言，通过份额分级，放大了劣后级份额的收益或损失，若市场面临下跌，劣后级份额的跌幅可能大于本公司股票跌幅。高管与核心员工持股收益与公司经营业绩深度绑定，激励充分，有力保证公司核心成员构成的稳定，有助于推动公司长远发展。

6. 盈利预测与估值

6.1 盈利预测

- 公司 2017H1 营收/归母净利分别为 16.8/2 亿元，公司业绩呈现上少下多的状况，2015/2016 年 H1 营收占全年的比例分别为 24%/41%，我们取 2015/2016 年 H1 占比的均值，预计 2017 年 H1 营收占全年的比例为 38%，则 2017 年营收/归母净利分别为 44 亿元。
- 公司 2017 年新承接订单（含框架协议）高达 280 亿元，订单营收比高达 10 倍，2015/2016 年新承接订单额（含框架协议）分别为 95/77 亿元，其中 2016 年 10 月签署的御临河关门石至曹家滩及其支流综合整治工程协议于 2017 年 4 月落地，考虑框架协议的逐步落地，保守估计公司 2018/2019 年营收同比增长 50%/30%，分别为 66/86 亿元。
- 2017 年 H1 毛利率达 29.9%，预计 2017 年毛利率有大幅提升，考虑市场竞争加剧，2018/2019 年毛利率略有下滑；考虑员工持股计划，管理费用略有提升；其他数据参考历史情况，预计 2017/2018/2019 年归母净利达 5/7/10 亿元。

图表 11：预计 2017/2018/2019 年归母净利达 5/7/10 亿元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
总营收 (百万)	1889	2568	4414	6621	8608	
毛利率	29.6%	28.3%	29.7%	29.5%	29.5%	2017年H1毛利率达29.9%，预计2017年毛利率有大幅提升，考虑市场竞争加剧，2018/2019年毛利率略有下滑
营业税金占比	3.3%	1.4%	0.6%	0.6%	0.6%	考虑营改增
营业费用占比	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	参考历史数据
管理费用占比	11.9%	13.8%	13.9%	14.0%	14.0%	考虑员工持股计划，管理费用略有提升
所得税率	16.9%	15.4%	16.5%	16.5%	16.5%	参考历史数据
归母净利 (百万)	168	261	489	721	954	

来源: wind、国际证券研究所

6.2 估值

- 公司所属行业为园林，选取东方园林、美尚生态、文科园林、云投生态为可比公司，四家公司2018年PE为17倍，考虑公司深入布局文旅行业，给予一定估值溢价。
- 根据PE估值法给予公司2018年PE估值19倍，对应价格33元，对应2017/2018年PE估值为28/19倍。

图表 12: 给予公司 2018 年 PE 估值 19 倍，目标价 33 元

证券代码	证券简称	市值	EPS		PE		
			2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
002310.SZ	东方园林	523	0.77	1.11	40	25	18
300495.SZ	美尚生态	90	0.65	0.89	43	23	17
002775.SZ	文科园林	51	0.89	1.24	37	23	17
002200.SZ	云投生态	32	0.59	0.95	96	29	18
					均值	25	17
002717.SZ	岭南园林	116	1.18	1.74	44	28	19

来源: wind、国金证券研究所

7.风险提示

- 宏观经济波动风险: 公司所属的园林工程行业的发展取决于新增固定资产的投资规模，新增固定资产投资规模与国家宏观经济形势及相关政策具有较强关联性。如果国内宏观经济形势及相关政策出现较大波动将对公司的市场需求造成一定影响。
- 应收账款坏账风险: 公司2017年H1应收账款达22亿元，占到总资产的48%，警惕坏账风险。
- 市场竞争加剧风险: 受宏观经济及行业本身的限制和发展趋势影响，行业竞争尤为激烈，尤其是生态环境板块存在工程毛利率下滑、盈利减少的风险。
- 限售股解禁风险: 2017年9月公司解禁5千万股。

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)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	1,088	1,889	2,568	4,414	6,621	8,608	货币资金	253	249	453	345	421	591
增长率		73.6%	35.9%	71.9%	50.0%	30.0%	应收款项	437	610	1,118	1,621	2,498	3,354
主营业务成本	-768	-1,330	-1,841	-3,103	-4,668	-6,068	存货	658	1,279	1,270	2,199	3,324	4,353
%销售收入	70.5%	70.4%	71.7%	70.3%	70.5%	70.5%	其他流动资产	150	214	338	45	61	75
毛利	321	559	726	1,311	1,953	2,539	流动资产	1,499	2,352	3,179	4,211	6,305	8,373
%销售收入	29.5%	29.6%	28.3%	29.7%	29.5%	29.5%	%总资产	78.3%	64.7%	59.6%	58.2%	67.3%	72.5%
营业税金及附加	-38	-63	-35	-26	-40	-52	长期投资	369	661	1,122	1,122	1,122	1,122
%销售收入	3.5%	3.3%	1.4%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	27	116	172	240	264	373
营业费用	0	-6	-13	-22	-33	-43	%总资产	1.4%	3.2%	3.2%	3.3%	2.8%	3.2%
%销售收入	0.0%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	无形资产	6	472	816	1,608	1,615	1,623
管理费用	-106	-226	-354	-614	-927	-1,205	非流动资产	415	1,284	2,158	3,030	3,064	3,182
%销售收入	9.7%	11.9%	13.8%	13.9%	14.0%	14.0%	%总资产	21.7%	35.3%	40.4%	41.8%	32.7%	27.5%
息税前利润 (EBIT)	177	264	325	649	953	1,239	资产总计	1,913	3,636	5,337	7,241	9,368	11,555
%销售收入	16.2%	14.0%	12.6%	14.7%	14.4%	14.4%	短期借款	458	898	275	742	526	200
财务费用	-7	-28	4	-49	-68	-58	应付款项	541	1,135	1,664	2,425	3,775	5,074
%销售收入	0.7%	1.5%	-0.2%	1.1%	1.0%	0.7%	其他流动负债	100	191	221	366	519	660
资产减值损失	-28	-37	-33	-18	-26	-43	流动负债	1,099	2,224	2,160	3,532	4,820	5,934
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	61	164	192	392	592	792
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	288	322	246	246	246
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	1,160	2,675	2,675	4,170	5,658	6,972
营业利润	141	199	296	582	860	1,139	普通股股东权益	753	959	2,658	3,064	3,702	4,573
营业利润率	13.0%	10.6%	11.5%	13.2%	13.0%	13.2%	少数股东权益	0	2	5	7	9	11
营业外收支	0	3	12	6	6	6	负债股东权益合计	1,913	3,636	5,337	7,241	9,368	11,555
税前利润	141	203	309	588	866	1,145	比率分析						
利润率	12.9%	10.7%	12.0%	13.3%	13.1%	13.3%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-24	-34	-48	-97	-143	-189	每股指标						
所得税率	16.9%	16.9%	15.4%	16.5%	16.5%	16.5%	每股收益	0.718	0.516	0.630	1.181	1.741	2.303
净利润	117	169	261	491	723	956	每股净资产	4.624	2.943	6.419	7.400	8.941	11.044
少数股东损益	0	1	0	2	2	2	每股经营现金净流	-1.186	-0.426	-0.188	0.762	0.708	1.402
归属于母公司的净利润	117	168	261	489	721	954	每股股利	0.070	0.034	0.125	0.200	0.200	0.200
净利率	10.8%	8.9%	10.2%	11.1%	10.9%	11.1%	回报率						
							净资产收益率	15.54%	17.52%	9.81%	15.96%	19.47%	20.86%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	6.12%	4.62%	4.89%	6.75%	7.70%	8.25%
							投入资本收益率	11.53%	9.69%	8.14%	12.17%	15.69%	17.78%
净利润	117	169	261	491	723	956	增长率						
少数股东损益	0	1	0	2	2	2	主营业务收入增长率	35.11%	73.58%	35.94%	71.91%	50.00%	30.00%
非现金支出	32	44	43	31	43	65	EBIT 增长率	19.98%	49.65%	22.88%	99.81%	46.94%	30.00%
非经营收益	24	38	38	46	68	60	净利润增长率	21.09%	43.53%	55.29%	87.51%	47.41%	32.29%
营运资金变动	-366	-389	-421	-252	-540	-501	总资产增长率	58.85%	90.00%	46.80%	35.66%	29.38%	23.35%
经营活动现金净流	-193	-139	-78	315	293	580	资产管理能力						
资本开支	-14	-22	-70	-874	-42	-133	应收账款周转天数	114.2	88.6	109.1	115.0	117.0	120.0
投资	0	-229	-461	0	0	0	存货周转天数	269.1	265.9	252.6	260.0	262.0	265.0
其他	0	0	-10	0	0	0	应付账款周转天数	183.5	210.4	259.4	270.0	280.0	290.0
投资活动现金净流	-14	-251	-541	-874	-42	-133	固定资产周转天数	9.2	8.8	24.1	17.2	15.0	14.9
股权募资	217	0	1,241	0	0	0	偿债能力						
债权募资	173	437	-324	590	-16	-126	净负债/股东权益	35.31%	109.97%	9.27%	33.26%	25.05%	13.81%
其他	-24	-49	-105	-140	-159	-151	EBIT 利息保障倍数	24.0	9.5	-75.1	13.3	14.0	21.4
筹资活动现金净流	366	388	812	451	-175	-277	资产负债率	60.64%	73.58%	50.12%	57.59%	60.39%	60.33%
现金净流量	160	-2	193	-108	76	170							

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	4	4	15	15	17
增持	1	3	6	6	6
中性	0	1	2	2	2
减持	0	0	0	0	0
评分	1.20	1.63	1.43	1.43	1.40

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

历史推荐和目标定价(人民币)

来源：国金证券研究所

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