

## 长江投资 (600119.SH)

## 陆上运输行业

评级: 买入 首次评级

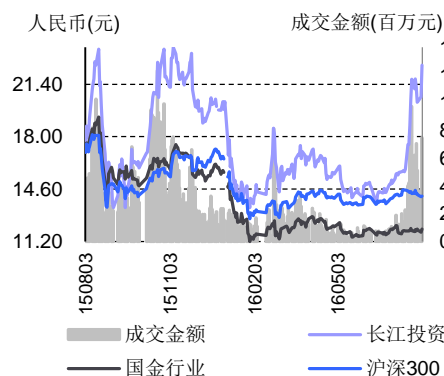
公司深度研究

市场价格 (人民币): 22.64 元  
 目标价格 (人民币): 30.00-32.00 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)	307.40
总市值(百万元)	6,959.54
年内股价最高最低(元)	23.79/13.37
沪深 300 指数	3189.05
上证指数	2971.28



## 金属交易平台带来业绩高增长, 探索多元投资

## 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.133	0.277	0.617	0.766	0.906
每股净资产(元)	2.53	2.73	3.27	3.95	4.78
每股经营性现金流(元)	0.07	-0.25	0.57	-0.07	0.04
市盈率(倍)	108.31	71.52	36.70	29.57	25.00
行业优化市盈率(倍)	15.65	16.91	13.24	13.24	13.24
净利润增长率(%)	12.94%	108.61%	123.07%	24.08%	18.29%
净资产收益率(%)	5.24%	10.14%	18.89%	19.37%	18.96%
总股本(百万股)	307.40	307.40	307.40	307.40	307.40

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **长江投资上半年利润同增 200%，金属交易中心预计全年贡献盈利 1.5 亿元：**经公司财务部门初步测算，预计 2016 年上半年度实现归属于上市公司股东的净利润与上年同期相比将增加 200%左右，达到 7500 万元；长江投资为上海国企背景，持有长江联合金属交易中心 40%股份，今年一季度贡献利润 1400 万元，二季度约 4000 万元，呈现上升趋势，预计全年贡献盈利 1.5 亿元。
- **公司陆交中心盈利丰厚：**以陆交中心为主的物流板块一直致力于运用先进的现代信息技术研究建设开发国内首创及领先的物流公共信息平台 and 物流资源交易平台，为社会提供现代物流信息、技术及相关的创新服务。公司陆交中心从事供应链、跨境电商等业务，每年净利润超过 1000 万，预计将为公司带来持续盈利。
- **公司投资标的长望科技拟进军军工行业：**投资的长望科技是公司在全国中小企业股份转让系统挂牌的子公司。其主要从事高空探测、地面探测的传感器、探测系统研究及生产。该公司对于探空仪的研制和生产均处于国内领先地位。长望科技拟收购中天火箭，切入军工行业。经过多年的实践与积累，公司已成为气象仪器领域内的龙头企业，具有较强的自主创新能力和服务实施能力，具有明显的市场先发竞争优势。
- **公司拟成立 5 亿元并购基金，未来将积极投资一级市场新兴行业：**公司拟出资人民币 5 亿元参与设立长投成长并购基金。依托公司现有的产业整合能力、资本平台优势以及专业机构的资本运作能力，组织多方资源实施资本运作，促进公司在投资领域的布局和发展，长期内有助于公司发展投资业务。

## 投资建议

- 公司积极适应经济发展新常态，扎实推进投资与投资服务，突出平台经济和商业模式创新，积极发现培育新增长点，有效挖掘传统产业效能、优化产业投资结构、加强内控体系建设，在报告期内实现经营规模、质量与效益平衡发展，建议买入。

## 估值

- 我们预计公司中期有望达到百亿市值，给予公司未来 6-12 个月 32 元目标价位。

## 风险

- 行业竞争；并购基金存在未能按照协议约定募集到足够资金。

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003  
 (8610)66216815  
 subaoliang@gjzq.com.cn

## 内容目录

长江投资——秉承投资服务模式.....	3
跨境电商供应链服务平台 .....	3
“56135”项目实现信息资源交易.....	3
积极拓展投资业务 .....	3
长江投资上半年利润同增 200%，预计金属交易中心贡献盈利 1.5 亿元 .....	5
长江联合金属交易中心初步实现利润释放，未来市场空间广阔 .....	5
物流业环境良好，陆交中心利润丰厚 .....	6
现代物流服务体系成新增长点.....	6
陆交中心盈利丰厚，智慧物流空间巨大 .....	6
投资标的长望科技进军军工行业.....	7
长望科技新三板年初挂牌 .....	7
收购中天火箭，长望科技进军军工 .....	7
成立并购基金，投资一级新兴行业 .....	7
长投成长并购基金，首期募集 5 亿元.....	7
盈利预测与估值 .....	8
盈利预测.....	8
首次覆盖给予买入评级.....	8
风险提示 .....	9

## 图表目录

图表 1：长江投资投资业务.....	4
图表 2：公司股权结构 .....	4
图表 3：长江投资净利润及预测（百万元） .....	5
图表 4：长江联合金属交易中心净利润 .....	6
图表 5：长投成长并购基金详情 .....	7
图表 6：盈利预测 .....	9

## 长江投资——秉承投资服务模式

- 公司作为国有上市公司，在转型发展中，秉持价值投资的经营理念，充分利用资本平台优势，推进资源优化配置。公司经过多年的投资经营，培养了一支经验丰富、专业能力强的投资人才团队。建立了创新激励机制，保证了骨干团队稳定，为公司业务、业绩平稳增长提供了的重要保障。公司在实践中积淀了有自身特点的投资文化、制度、流程和风控，使得公司在产业投资领域进行价值发现的方法、工具、手段和专业判断上具备了核心竞争能力。此外，公司拥有多元化的融资渠道，较强的融资能力，融资成本适宜，为公司的壮大发展提供了有力的支撑。
- 以陆交中心为核心的现代物流主业始终坚持深化平台经济发展模式，经过多年的创新培育，以智慧流通、跨境电商、物流标准化服务平台为主线的战略定位，取得了新的突破和发展。“56135”已完成了从信息平台、物流资源交易平台从智慧物流向智慧供应链方向进行了提升。跨境电商服务平台的搭建，为国内集中采购、境外电商销售、全球中转配送、境外统一结算提供了全新的平台，其创新商业模式及行业引领作用获得社会高度认可，行业标杆地位得到进一步显现。

### 跨境电商供应链服务平台

- 陆交中心为打造智慧物流 2.0 版本，拓宽服务范围，将“56135”平台升级为“智慧流通网”，进一步由物流电子商务 B2B 平台向商贸、电子商务配送、智慧供应链领域延伸，发展以“线上集成+跨境贸易+综合服务”为代表的智慧流通业务，重点发挥国内外跨境市场的整合优势，有效打通跨境贸易的双向渠道，改变目前国内跨境电商以进口为主的被动局面。
- 公司以“巴西跨境电商供应链服务平台”建设为突破口，深入推进与巴西 CNONA 公司的合作，充分发挥自贸区及香港公司的投融资功能，进一步拓展国际化空间，通过建立具备国内优质供应采购、集运联运、跨境支付结算和退换货服务等功能的服务平台，搭建新型网状跨境电子商务产业结构，实现国内商品与境外消费者互联互通，全面打造以订单整合消费为拉动的电商贸易平台。

### “56135”项目实现信息资源交易

- 56135 国内及跨境供应链管理平台项目是 56135 平台在物流公共信息平台和物流资源交易平台的基础上，提供供应链一体化管理服务的全新项目平台。国内及跨境供应链管理系统主要是管理供应链业务的整个环节，包括融资、采购、物流、仓储监管、加工、销售、结算等。
- 公司主要管理从原材料、成品灯采购，到物流运输和仓储，委托供应商进行产品加工及市场销售，并将销售收入进行资金回笼的业务。通过远程仓库监管、境外应收款保理、内保外贷、境外集中订舱、目的港货物监管等智能系统的控制和服务，能有效降低企业风险，实现对整个供应链的全程可控管理，提高企业效益，提升参与企业的市场竞争力。
- 在经过对 56135 平台 7 年的运营基础上，2015 年陆交中心参与了商务部全国物流公共信息平台标准化建设项目，作为十大试点企业之一，陆交中心主要针对流通领域中小微企业存在信息化建设滞后，信息孤岛和信息沟通瓶颈大量存在的背景下实施该项目。报告期内分别完成物流 E 管通、贸易 E 管通、电商 E 管通和生产 E 管通。
- 在上线运营后，包括培训、客服和售后技术支持工作。同时成立了交易工作小组，引导和指导用户在提高信息管理水平的的基础上，使用公共信息发布功能，并促成企业上下游信息交换，最终实现信息资源交易。目前已有试点企业购买使用系统软件。

### 积极拓展投资业务

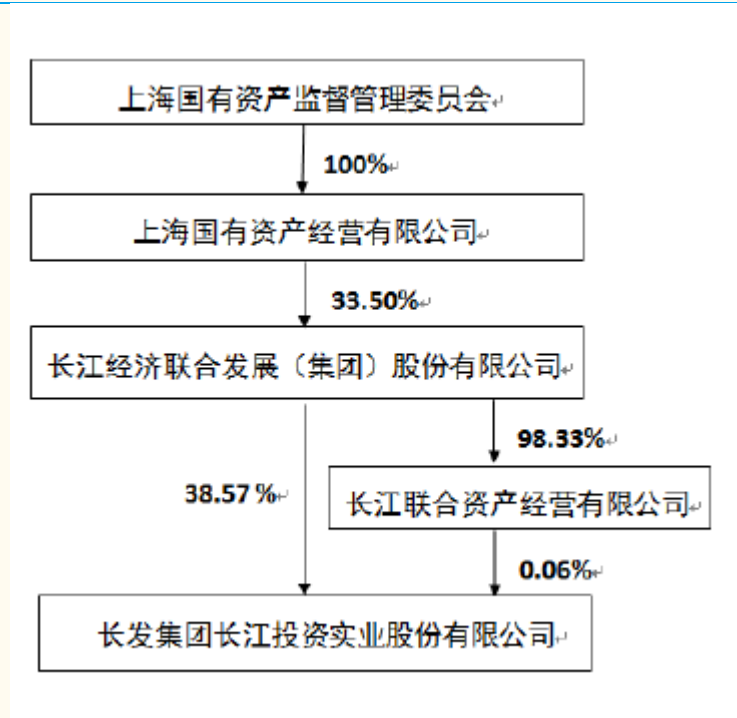
- 公司重视平台经济、分享经济探索，把握开放、分享、合作的创新理念，组织多方资源进行商业模式创新，突破传统获取优质项目的路径瓶颈，充分利用资本平台优势，实施收购、兼并、重组等资本运作。近几年公司分别投资气象科技板块、基础设施板块、资源类板块等。

图表 1：长江投资投资业务

投资板块	具体情况
气象科技	长望科技（证券代码：835228）是公司在全国中小企业股份转让系统挂牌的子公司。其主要从事高空探测、地面探测的传感器、探测系统研究及生产。自 1955 年研制成功中国第一台探空仪以来，公司在高空气象探测领域积累了大量的经验与专业技术。该公司对于探空仪的研制和生产均处于国内领先地位，所研制的 GTS1 型系列数字探空仪作为新一代的高空探测系统已在中国广泛使用，是国内最大的探空仪制造厂商。近年来，该公司致力于各类新产品的开发以达到更先进的技术水平，GPS 探空仪、火箭探空仪以及现行探空仪的更新换代，正在向数字化、智能化、模块化及产业化方向发展。
基础设施	基础设施板块是公司收益稳定的支撑性业务板块。公司发挥上市公司融资优势，主要以 BT 形式投资基础设施建设，公司增资并购了上海西乐路基础设施项目、拱极东路基础设施项目、张东路基础设施项目、川南奉基础设施项目。
金融服务	金融服务项目是公司近几年来抓住资本市场蓬勃发展的历史机遇，拓展的产业，已投资小额贷款公司、金属交易平台等金融服务类股权。2011 年 12 月，公司出资 3,000 万元联合发起成立长江鼎立小额贷款公司，占 30% 股权，近几年小贷公司经营业务保持稳定发展。2014 年 12 月，公司出资 2,000 万元投资设立的长江联合金属交易中心，占 40% 股权。
资源类	2013 年 8 月，公司出资 4,800 万元收购安庆皖域矿业 60% 股权，成功地迈出了向资源类产业进军的第一步，现由原来的投资管理转变成通过增储实现资产增值的矿权运作模式，以达到后期项目转让盈利退出的目的。

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 2：公司股权结构

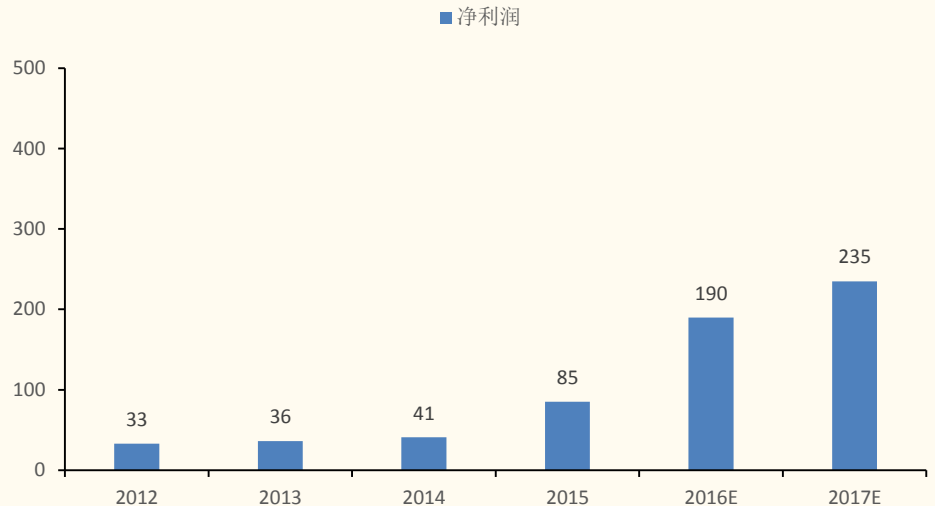


来源：2015 公司年报、国金证券研究所

### 长江投资上半年利润同增 200%，预计金属交易中心贡献盈利 1.5 亿元

- 经公司财务部门初步测算，预计 2016 年上半年度实现归属于上市公司股东的净利润与上年同期相比将增加 200%左右，达到 7500 万元；主要是报告期内公司参股 40%的上海长江联合金属交易中心有限公司实现的净利润同比大幅增加所致，预计全年金属交易中心盈利达到 4 亿元。

图表 3：长江投资净利润及预测（百万元）

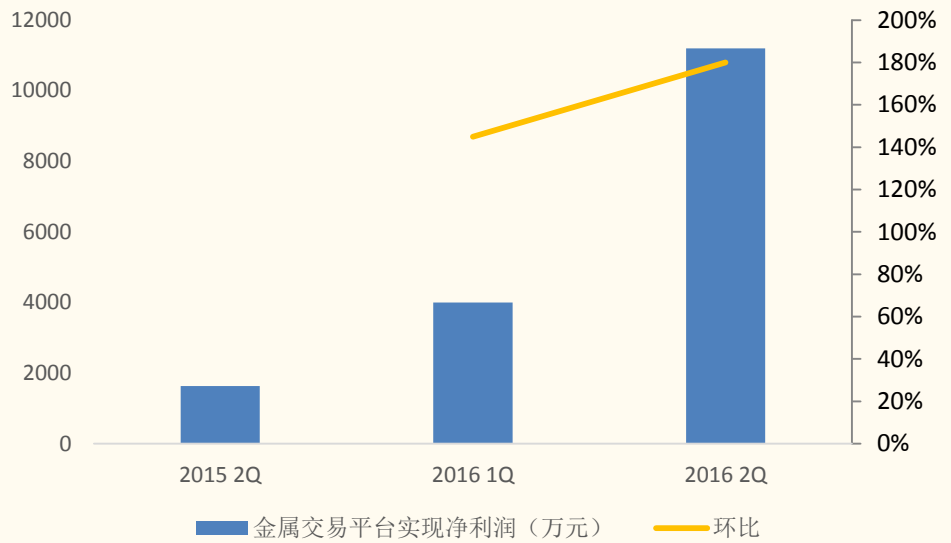


来源：公司公告、国金证券研究所

### 长江联合金属交易中心初步实现利润释放，未来市场空间广阔

- 我国大宗商品交易市场起步较晚，但经历了约 30 余年的发展，现在也形成了一定的市场规模。在 2014 年国内前五大交易所为上海黄金交易所、天津贵金属交易所、渤海商品交易所、广东省贵金属交易中心及中苏商品交易中心，其成交量的市场份额达到 74.3%。虽然从数据上看，线上大宗商品交易所的集中度比较高，但是目前市场还是处于比较混乱的状态，目前国内较大的大宗商品现货交易所约有十几家，初具规模的现货交易市场也有数百家。
- 我国目前线上大宗商品交易所在最近两年实现了高速发展，大宗商品交易量年复合增长率达到约 35%左右。但是与美国或日本已经发展成熟的市场相比，我国的市场参与程度依然很低。目前涉及现货交易的市场占总交易市场仅有 30%。目前针对我国大宗商品交易现状，国家政策主要以整顿为主，市场处于规范及发展阶段。随着法律法规体系完善、监管到位，大宗商品交易市场将迎来健康快速的发展。
- 公司于 2014 年联合南京长江发展股份有限公司、上海冉荣贵金属有限公司、上海千圣贵金属有限公司公司发起设立长江联合金属交易中心，公司出资 2000 万元，持股 40%。冉荣公司对标的公司 2015 年-2017 年可分配利润承诺为 5500 万、7700 万及 8000 万。（由于交易平台筹备期延长，经营业绩保证区间做了 6 个月的顺延）从目前披露的数据来看，平台自上线以来实现了快速的发展。根据公司年报及公告推测，2015 年 6 月金属交易中心上线后，当年实现营收 6677 万元，净利润 1633 万元，贡献投资收益约 650 万元。2016 年 1 季度贡献净利润 1600 万元，二季度预计贡献 4000 万元，实现了季度环比增长 150%的高增速，预计未来随着业务拓展及新产品上线，收入及净利润均会有较大程度的增长。

图表 4：长江联合金属交易中心净利润



来源：公司年报及公司公告，国金证券研究所

## 物流业环境良好，陆交中心利润丰厚

### 现代物流服务体系成新增长点

- 在《全国物流标准 2005 年-2010 年发展规划》、《物流业调整和振兴规划》的基础上，国家标准委同国家发改委、商务部等 10 部门 4 年前联合印发《全国物流标准专项规划》，确立了以“物流基础标准、物流技术标准、物流信息标准、物流管理标准、物流服务标准”和“公共类物流标准、专业类物流标准”为主体结构的物流标准体系总体框架。
- 《物流业发展中长期规划（2014-2020 年）》明确提出，到 2020 年基本建立现代物流服务体系，提升物流业标准化、信息化、智能化、集约化水平，提高经济整体运行效率和效益。中国目前物流标准化建设虽迎来了政策利好，但在落地实施中仍较为落后，快速提升物流业标准化对加强中国在国际大物流竞争的地位具有十分重要的意义。
- 国家还发布了《关于促进跨境电子商务健康快速发展的指导意见》、《“互联网+”行动指导意见》等，跨境电商业务的流程有望变得更加便捷和规范，互联网经济将成为国家战略。预计“十三五”期间，国家将继续在管理体制、投融资体制、财税体制、贸易便利化等方面进行调整改革，为物流业发展提供良好环境。

### 陆交中心盈利丰厚，智慧物流空间巨大

- 以陆交中心为主的物流板块一直致力于运用先进的现代信息技术研究建设开发国内首创及领先的物流公共信息平台 and 物流资源交易平台，为社会提供现代物流信息、技术及相关的创新服务。公司陆交中心从事供应链、跨境电商等业务，每年净利润超过 1000 万，预计将为公司带来持续盈利。
- 上海陆交中心是国内最早开展物流资源在线交易的平台，是商务部和国家标准委第一批重点推进企业和物流信息服务平台。经过 8 年的建设与发展，陆交中心不断优化物流资源配置，提高整体服务能力，降低社会物流成本，现已形成 16 万余家覆盖全国物流供应商、需求商及配套服务企业会员。平台也由单一的物流信息发布平台，发展到物流交易服务平台，进而上升到智慧流通平台。
- 智慧物流平台的建设旨在通过对流通过程中各个环节的信息资源采集，有效压缩时间、空间和交易成本，跨地区物流信息与供求资源的有效结合，并延伸至跨境电商服务平台。本次跨境电商、供应链服务平台的搭建是将陆交中心过往所有业务经验、运营能力的总集成，它对于物流板块而言，

使物流能力、资源整合能力、平台组织能力在这一个项目上得到了全方位体现。

## 投资标的长望科技进军军工行业

### 长望科技新三板年初挂牌

- 长江投资（600119）1月5日晚间发布公告，公司于2016年1月5日接到通知，控股子公司长望科技同日在新三板正式挂牌，证券简称：长望科技；证券代码：835228；转让方式：协议转让。同时，长望科技以每股3.5元定向发行了1800万股人民币普通股，募集资金6300万元；其中公司以1750万元认购500万股。

### 收购中天火箭，长望科技进军军工

- 投资的长望科技是公司在全国中小企业股份转让系统挂牌的子公司。其主要从事高空探测、地面探测的传感器、探测系统研究及生产。该公司对于探空仪的研制和生产均处于国内领先地位。长望科技拟收购中天火箭，切入军工行业。经过多年的实践与积累，公司已成为气象仪器领域内的龙头企业，具有较强的自主创新能力和服务实施能力，具有明显的市场先发竞争优势。
- 2月19日，长望科技与航天动力技术研究院签订《股权合作框架协议》，排他期为120天，当日已获董事会通过。根据协议，长望科技拟通过向航天动力技术研究院及其一致行动人航天投资控股有限公司、西安新天源投资管理有限公司发行股份或者发行股份以及支付部分现金方式收购其所持有的中天火箭100%的股权。
- 长望科技完成对气象厂股权收购后，将获得完整的地面气象产品的生产研发平台，有利于进一步整合公司业务，优化公司战略布局，丰富和拓宽了现有业务，对公司未来的业务产生积极的影响，有利于培养公司新的业务增长点。

## 成立并购基金，投资一级新兴行业

- 公司拟出资人民币5亿元参与设立长投成长并购基金。依托公司现有的产业整合能力、资本平台优势以及专业机构的资本运作能力，组织多方资源实施资本运作，促进公司在投资领域的布局和发展。本次投资长期将有助于公司发展投资业务。

### 长投成长并购基金，首期募集5亿元

- 公司于2016年6月17日召开第六届董事会第二十九次会议，审议通过了《关于出资设立并购基金的议案》，同意公司出资设立长投成长并购基金（有限合伙）并授权公司经营管理层签署协议并办理相关手续。

**图表 5：长投成长并购基金详情**

标的项目	说明
基金名称	长投成长并购基金（有限合伙）
基金规模	首期募集目标为人民币5亿元
投资人及投资比例	分宜长投资产管理有限公司作为并购基金的普通合伙人，出资不超过人民币1,000万元；公司作为并购基金的有限合伙人，出资人民币5,000万元；深圳权诚骏企业管理咨询有限公司或其指定的主体作为并购基金的有限合伙人，出资人民币5,000万元，基金剩余出资份额向外部募集
存续期限	并购基金存续期限为五年，其中投资期三年，退出期二年，经执行事务合伙人同意，退出期可以延长一年。
出资进度	所有出资均应在并购基金的首期提款通知发出后10个工作日内缴纳到位。

标的项目	说明
并购基金的管理模式	并购基金的普通合伙人分宜长投资管理有限公司为基金的执行事务合伙人。执行事务合伙人对外代表本合伙企业，并执行合伙事务。
管理费、业绩报酬及利润分配安排	并购基金的管理费、业绩报酬及利润分配安排方式尚未确定，前述安排将于募集完成并签署协议后确定。
并购基金的投资模式	并购基金主要投资模式为参股形式的投资，主要投资于股权类投资及符合公司业务发展战略需要的重点发展产业及具有竞争优势和较好发展前景的重点行业企业。
并购基金的退出机制	(1) 投资的股权可通过 IPO、新三板挂牌、公司收购或转让给其他第三方的方式退出；(2) 投资的股权可通过二级市场交易、协议转让等方式退出。

来源：公司公告、国金证券研究所

## 盈利预测与估值

### 盈利预测

- 认同公司财务部门初步测算结果，预计 2016 年上半年度实现归属于上市公司股东的净利润与上年同期相比将增加 200% 左右。
- 报告期内公司参股公司上海长江联合金属交易中心有限公司实现的净利润同比大幅增加，将推高公司利润，预计同增 200%。
- 初步预计 2016 年度营业收入预算 31 亿元，归属于母公司的净利润预计 1.9 亿元。

### 首次覆盖给予买入评级

- 2016 年，公司在物流板块、基础设施板块、气象板块、资源类板块等方面均完成年初制定的经营计划。
- 在物流板块，公司充分发挥 56135 平台资源整合的优势，积极开发物流交易与服务创新产品，实现物流板块联动发展。未来公司将在跨境电商供应链服务平台、全球国际货代服务平台继续开展重点项目。
- 在基础设施板块，公司将继续发挥上市公司融资平台的优势，并购 1 个新 BT 建设项目。
- 在气象板块，公司将继续加大对气象企业新品研发投入，借力资本市场和自身科技优势，实现战略协同，成为公司进行资本运作的有效载体以及保持盈利持续稳定地有力支撑。
- 在资源类板块，公司继续加大资源增储的投入，力争资源储量实现更大突破，提升矿山资产增值潜力。
- 在股权投资方面，公司将继续探索新的股权投资模式，投资 1-2 个股权投资项目。
- 考虑陆交中心较大盈利空间、公司未来战略的可行性，我们基于公司首次覆盖买入评级。



**图表 6: 盈利预测**

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营收增速</b>	<b>-2%</b>	<b>54%</b>	<b>33%</b>	<b>22%</b>	<b>16%</b>
供应链管理	618%	211%	50%	30%	20%
物流业	0%	-14%	5%	3%	2%
工业	4%	-14%	5%	3%	2%
<b>毛利率</b>	<b>13.1%</b>	<b>8.4%</b>	<b>8.1%</b>	<b>7.3%</b>	<b>6.9%</b>
供应链管理	3%	3%	3%	3%	3%
物流业	14%	15%	17%	17%	17%
工业	33%	41%	40%	40%	40%

来源：国金证券研究所

### 风险提示

- 行业竞争；宏观经济波动；并购基金存在未能按照协议约定募集到足够资金。

**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>1,559</b>	<b>1,527</b>	<b>2,352</b>	<b>3,130</b>	<b>3,819</b>	<b>4,413</b>	货币资金	189	244	335	250	200	250
增长率		-2.1%	54.0%	33.1%	22.0%	15.5%	应收款项	287	439	744	754	873	949
主营业务成本	-1,358	-1,327	-2,154	-2,877	-3,539	-4,110	存货	40	95	136	142	175	203
%销售收入	87.1%	86.9%	91.6%	91.9%	92.7%	93.1%	其他流动资产	326	271	260	279	285	291
毛利	201	200	198	253	280	303	流动资产	842	1,050	1,476	1,424	1,533	1,693
%销售收入	12.9%	13.1%	8.4%	8.1%	7.3%	6.9%	%总资产	42.6%	50.8%	63.5%	54.9%	49.1%	48.0%
营业税金及附加	-30	-5	-2	-3	-4	-4	长期投资	586	457	231	381	581	601
%销售收入	1.9%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产	415	416	477	642	855	1,065
营业费用	-38	-49	-56	-72	-80	-93	%总资产	21.0%	20.1%	20.5%	24.7%	27.4%	30.2%
%销售收入	2.5%	3.2%	2.4%	2.3%	2.1%	2.1%	无形资产	120	128	126	133	142	150
管理费用	-122	-122	-130	-156	-172	-177	非流动资产	1,134	1,015	849	1,171	1,592	1,831
%销售收入	7.8%	8.0%	5.5%	5.0%	4.5%	4.0%	%总资产	57.4%	49.2%	36.5%	45.1%	50.9%	52.0%
息税前利润 (EBIT)	11	25	10	21	24	29	<b>资产总计</b>	<b>1,976</b>	<b>2,064</b>	<b>2,325</b>	<b>2,595</b>	<b>3,125</b>	<b>3,523</b>
%销售收入	0.7%	1.6%	0.4%	0.7%	0.6%	0.7%	短期借款	369	610	833	710	890	910
财务费用	10	21	-1	-7	-8	-10	应付款项	283	265	291	477	585	679
%销售收入	-0.6%	-1.3%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动负债	66	76	69	102	119	134
资产减值损失	1	-2	0	-7	-1	-1	流动负债	718	951	1,193	1,288	1,595	1,723
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	251	98	0	0	0	1
投资收益	2	3	70	200	250	300	其他长期负债	18	27	25	25	25	25
%税前利润	3.4%	3.8%	66.7%	85.1%	85.7%	86.9%	<b>负债</b>	<b>988</b>	<b>1,076</b>	<b>1,218</b>	<b>1,313</b>	<b>1,620</b>	<b>1,750</b>
营业利润	23	46	79	208	265	318	<b>普通股股东权益</b>	<b>748</b>	<b>778</b>	<b>839</b>	<b>1,004</b>	<b>1,215</b>	<b>1,468</b>
营业利润率	1.5%	3.0%	3.4%	6.6%	6.9%	7.2%	少数股东权益	241	210	268	278	291	306
营业外收支	31	29	26	27	27	27	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,976</b>	<b>2,064</b>	<b>2,325</b>	<b>2,595</b>	<b>3,125</b>	<b>3,523</b>
税前利润	54	74	106	235	292	345	<b>比率分析</b>						
利润率	3.5%	4.9%	4.5%	7.5%	7.6%	7.8%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-6	-20	-13	-35	-44	-52	<b>每股指标</b>						
所得税率	11.8%	27.5%	12.0%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.117	0.133	0.277	0.617	0.766	0.906
净利润	48	54	93	200	248	293	每股净资产	2.432	2.530	2.729	3.266	3.951	4.777
少数股东损益	12	13	8	10	13	15	每股经营现金净流	-0.242	0.072	-0.250	0.566	-0.065	0.037
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>36</b>	<b>41</b>	<b>85</b>	<b>190</b>	<b>235</b>	<b>278</b>	每股股利	0.050	0.050	0.060	0.080	0.080	0.080
净利率	2.3%	2.7%	3.6%	6.1%	6.2%	6.3%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	4.83%	5.24%	10.14%	18.89%	19.37%	18.96%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	1.83%	1.97%	3.66%	7.31%	7.53%	7.90%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	0.59%	1.05%	0.47%	0.91%	0.85%	0.92%
净利润	48	54	93	200	248	293	<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	12.46%	-2.06%	53.99%	33.08%	22.03%	15.54%
非现金支出	23	26	23	33	30	32	EBIT 增长率	-4.42%	131.31%	-58.13%	106.31%	11.86%	21.59%
非经营收益	14	34	-36	-214	-264	-312	净利润增长率	9.94%	12.94%	108.61%	123.07%	24.08%	18.29%
营运资金变动	-159	-92	-157	156	-34	-2	总资产增长率	19.83%	4.48%	12.62%	11.62%	20.42%	12.75%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-74</b>	<b>22</b>	<b>-77</b>	<b>174</b>	<b>-20</b>	<b>11</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-11	-11	-30	-171	-223	-223	应收账款周转天数	43.1	70.3	82.0	79.0	75.0	70.0
投资	-42	-19	78	-150	-200	-20	存货周转天数	9.4	18.6	19.6	18.0	18.0	18.0
其他	-69	76	14	200	250	300	应付账款周转天数	45.3	50.4	32.5	30.0	30.0	30.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-122</b>	<b>46</b>	<b>62</b>	<b>-121</b>	<b>-173</b>	<b>57</b>	固定资产周转天数	85.8	84.5	61.6	48.0	40.6	36.0
股权募资	0	0	46	0	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	195	88	125	-124	181	21	净负债/股东权益	43.70%	46.94%	45.02%	35.85%	45.86%	37.29%
其他	-66	-105	-118	-15	-38	-40	EBIT 利息保障倍数	-1.1	-1.2	11.9	3.2	2.9	2.8
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>129</b>	<b>-17</b>	<b>52</b>	<b>-138</b>	<b>143</b>	<b>-18</b>	资产负债率	49.99%	52.14%	52.40%	50.60%	51.84%	49.65%
<b>现金净流量</b>	<b>-68</b>	<b>51</b>	<b>38</b>	<b>-85</b>	<b>-50</b>	<b>50</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	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 20%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；  
 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%以下。

**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