

## 建发股份 (600153.SH) 其它运输行业

评级: 买入 首次评级

公司研究

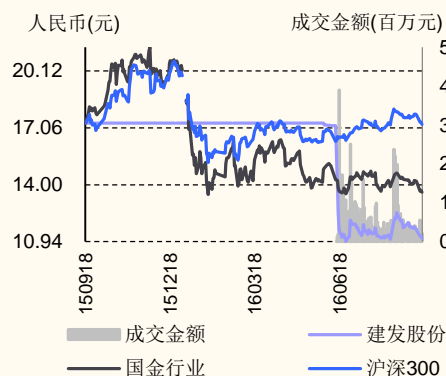
市场价格(人民币): 11.11元

## 供应链+地产稳健发展, 估值优势明显

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)	2,835.20
总市值(百万元)	31,499.08
年内股价最高最低(元)	17.31/10.94
沪深300指数	3238.73
上证指数	3002.85



## 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	1.120	0.932	1.053	1.201	1.411
每股净资产(元)	6.02	6.73	7.59	8.69	10.00
每股经营性现金流(元)	-0.68	-0.17	0.23	0.30	0.21
市盈率(倍)	6.38	10.93	10.55	9.25	7.87
行业优化市盈率(倍)	16.52	29.22	45.96	45.96	45.96
净利润增长率(%)	-6.90%	5.35%	13.03%	14.02%	17.54%
净资产收益率(%)	14.69%	13.83%	13.87%	13.81%	14.11%
总股本(百万股)	2,237.75	2,835.20	2,835.20	2,835.20	2,835.20

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

公司以供应链运营和房地产开发为双主业: 收入主要来自供应链业务, 毛利主要来自房地产业务。2015年, 收入中, 供应链业务占比达到82%, 突破1000亿元, 而毛利中, 房地产开发业务占比达到67%。

■ 供应链运营包括十大核心业务, 毛利率稳定, 呈现出抗周期性: 公司志在成为“上控资源、下布渠道、中间提供一站式服务”的供应链运营商。10大核心业务包括: 7项工业品相关业务(浆纸、钢铁、矿产品、农产品、轻纺、化工、机电), 2项消费品业务(汽车、酒类)以及综合物流服务。其中, 钢铁、农产品、矿产品、浆纸的收入占比达到72%, 收入增速与占比基本稳定。大宗商品价格动荡, 但公司毛利率保持稳定, 体现出较强的抗风险能力。公司供应链业务积极向海外扩张, 拓展供应链金融服务有广阔发展空间。

■ 积极探索房产+产业多元结合, 土地储备/可售面积充足: 公司持有建发房产54.7%的股权, 持有联发集团95%的股权, 两者均为国内地产领先企业。公司房地产业务近年稳定增长, 毛利率保持在30%以上, 上半年收入同比增速达到40%。截止2016年上半年, 公司竣工房产面积达到380万方, 在建建筑面积为484万方, 可供出售面积为360万方, 并积极探索房产+产业多元结合, 推进文创、电商、养老旅游、代建等业务, 未来将保持稳健发展。

■ 估值优势明显, 控股股东增持0.92%股权, 增持均价高于现价: 对公司供应链业务和房地产业务, 分开估值, 预计合理市值为440亿元, 公司目前市值约为315亿元, 仍有40%的上涨空间。控股股东建发集团7月份再次增持, 已在增持计划承诺的期限内完成了增持公司A股的计划, 合计增持2607.4万股, 占公司总股数的0.92%, 增持金额约3.12亿元, 增持均价约为11.97元/股。

## 投资建议

■ 公司以供应链运营和房地产开发为双主业, 供应链运营毛利率稳定, 地产业务土地储备/可售面积充足, 积极探索房产+产业多元结合。公司估值优势明显, 对应2016年PE不到11倍, 预计合理市值为440亿元。预计2016-2018年的每股EPS为1.05元、1.20元、1.41元。

## 风险

■ 宏观经济增速放缓, 双主业经营持续压制估值, 地产政策收紧等。

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

戴亚雄 联系人  
(8621)61038274  
daiyaxiong@gjzq.com.cn

沙沫 联系人  
(8621)60230253  
shamo@gjzq.com.cn

## 内容目录

公司以供应链运营和房地产开发为双主业 .....	3
供应链运营贡献主要收入，房地产开发贡献主要毛利 .....	3
收入增速放缓，利润基本保持稳定 .....	3
供应链运营包括十大核心业务，毛利率稳定，呈现出抗周期性 .....	4
钢铁等四大主要品种收入占比超过 70%，收入增速与占比基本稳定 .....	4
大宗商品价格动荡，公司毛利率稳定，抗风险能力强 .....	5
房地产业务稳健增长，土地储备/可售面积充足 .....	6
房地产业务稳定增长，项目地处优质区域 .....	6
土地储备充裕，可售面积充足 .....	7
探索“房地产+”，提供多元化增值服务 .....	8
盈利预测与估值 .....	9

## 图表目录

图表 1: 公司收入构成(2015, 百万元) .....	3
图表 2: 公司毛利构成(2015, 百万元) .....	3
图表 3: 公司营业收入(百万元) .....	3
图表 4: 公司净利润(百万元) .....	3
图表 5: 公司供应链运营业务的收入构成 (亿元, 2015) .....	4
图表 6: 公司供应链运营业务的主要品类的收入占比变化 .....	4
图表 7: 公司供应链运营业务的收入情况(百万元) .....	5
图表 8: 公司供应链运营业务的毛利率(%) .....	5
图表 9: 房地产业务收入增长稳定 .....	6
图表 10: 房地产业务毛利占比 .....	6
图表 11: 公司房地产开发的毛利率(%) .....	6
图表 12: 房地产在建项目分布 .....	7
图表 13: 签约面积增速 .....	7
图表 14: 签约金额增速 .....	7
图表 15: 新开工面积 .....	7
图表 16: 竣工面积 .....	7
图表 17: 公司土地储备分布情况 .....	8
图表 18: 在建项目状态 .....	8
图表 19: 联发集团产业结合项目 .....	8
图表 20: 公司业务分拆预测 .....	9
图表 21: RNAV 估值 .....	10

## 公司以供应链运营和房地产开发为双主业

### 供应链运营贡献主要收入，房地产开发贡献主要毛利

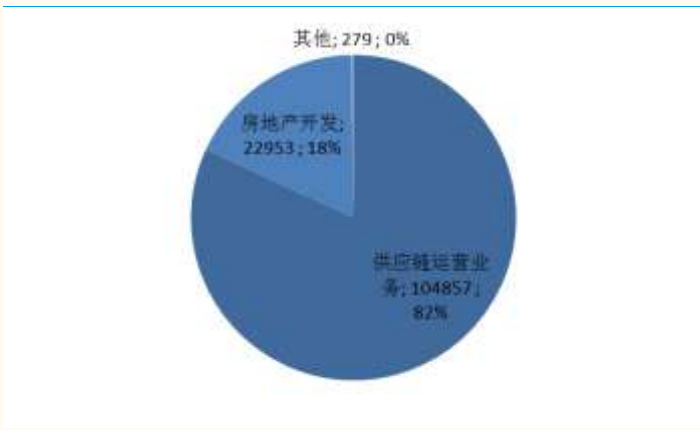
- 公司主要业务分为两大板块，供应链运营业务和房地产开发业务。公司实力雄厚，近期再度入选《财富》杂志评选的 2016 年“中国 500 强”，名列第 45 位。

公司在供应链运营领域涉及的品类较广，共有 10 大核心业务，包括：7 项工业品相关业务（浆纸、钢铁、矿产品、农产品、轻纺、化工、机电），2 项消费品业务（汽车、酒类）以及综合物流服务。

公司的房地产开发业务主要以建发房产和联发集团为运营主体，细分业务包括：住宅地产开发、商业地产开发、一级土地开发、物业租赁和物业管理。

- 收入主要来自供应链业务，毛利主要来自房地产业务。2015 年，收入中，供应链业务占比达到 82%，首次突破 1000 亿元，而毛利中，房地产业务占比达到 67%。房地产业务的盈利能力更强。

图表 1：公司收入构成(2015，百万元)



来源：wind，国金证券研究所

图表 2：公司毛利构成(2015，百万元)



来源：wind，国金证券研究所

### 收入增速放缓，利润基本保持稳定

- 供应链收入增速放缓，拖累整体收入增速。净利润保持较稳定增长，2012 年和 2014 年略有下滑。

其中 2012 年，投资净收益同比减少 5.5 亿元。2014 年则由于毛利率下滑。2015 年，公司收入达到 1281 亿元，净利润达到 35.6 亿元。

图表 3：公司营业收入(百万元)



来源：国金证券研究所

图表 4：公司净利润(百万元)



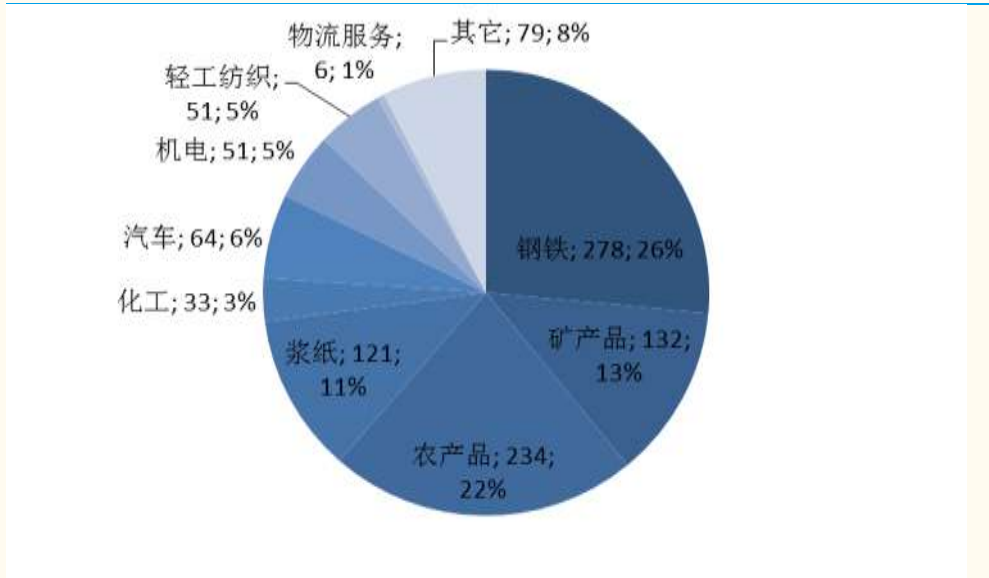
来源：国金证券研究所

供应链运营包括十大核心业务，毛利率稳定，呈现出抗周期性

钢铁等四大主要品种收入占比超过 70%，收入增速与占比基本稳定

- 公司志在成为“上控资源、下布渠道、中间提供一站式服务”的供应链运营商。供应链运营主要赚取的是来源于协调整个链条各个环节的服务费、垫资所带来的利息费以及规模效应所带来的折扣返点等收入。
- 公司供应链运营共有 10 大核心业务，包括：7 项工业品相关业务（浆纸、钢铁、矿产品、农产品、轻纺、化工、机电），2 项消费品业务（汽车、酒类）以及综合物流服务。其中，钢铁、农产品、矿产品、浆纸的收入占比达到 72%。

图表 5：公司供应链运营业务的收入构成（亿元，2015）



来源：国金证券研究所

- 公司供应链业务的主要品种的收入占比基本保持稳定，农产品的占比由较快的上升。

公司物流服务业务不断创新服务模式，尝试与大型企业进行战略合作，探索新的利润增长点，子公司建发物流集团成为世界最大乳品出口商恒天然集团在中国的唯一供应链战略服务商。

图表 6：公司供应链运营业务的主要品类的收入占比变化



来源：国金证券研究所



### 大宗商品价格动荡，公司毛利率稳定，抗风险能力强

- 供应链业务的收入稳步增长，毛利率企稳并略有回升，抗周期性有所增强。

公司供应链收入的增速有所放缓。2015 年以来，国内外经济形势复杂多变，人民币对美元汇率波动加大，钢材、铁矿石等大宗商品价格暴涨暴跌，对公司供应链平稳运营带来影响。

公司向供应链运营商转型的战略取得了一定成效。公司从 2006 年开始就向供应链运营商转型，通过规模效应和专业服务能力，赚取整合供应链各环节带来降本增效的收益分成。目前钢铁和铁矿石的收入占比依然有近 40%，虽然近年来大宗商品价格大幅下跌，但公司供应链业务的毛利率基本保持稳定。

公司经营稳健。前几年钢贸风险频发的环境下，公司严格执行风控管理，只从厂家提货，在确保商品品质的同时明晰了货权，极大程度上降低了业务风险，为业务的平稳发展提供了较为有利的保障。

图表 7：公司供应链运营业务的收入情况(百万元)



来源：wind，国金证券研究所

图表 8：公司供应链运营业务的毛利率(%)



来源：wind，国金证券研究所

- 公司供应链业务处于周期底部，业绩有弹性。近年来大宗商品连连下跌，处于阶段性底部，简单博价差的贸易商会被迫退出，目前国内大宗商品流通领域集中度很低，反而有利于行业发展。
- 公司立足供应链业务，拓展供应链金融服务，有广阔发展空间。

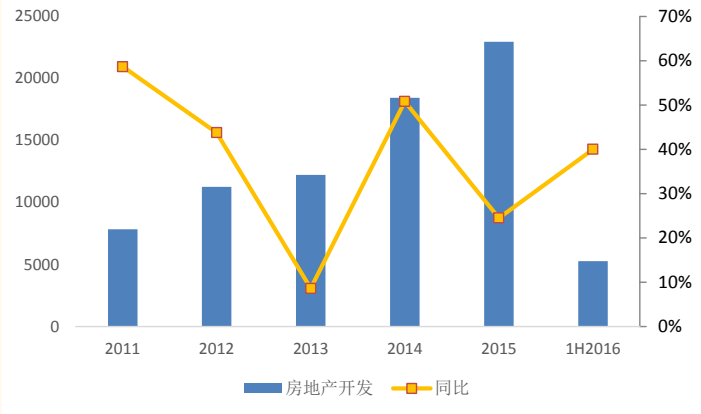
在移动互联网迅速发展和全球供应链一体化的大背景下，供应链一体化整合已成为大势所趋。流通成本的下降和供应链效率的提高是中国未来提升经济效率、保持经济较快增长的必由之路，对于公司而言，通过传统供应链管理业务切入供应链金融服务将面临更广阔的发展空间。

## 房地产业务稳健增长，土地储备/可售面积充足

### 地产业务稳定增长，项目地处优质区域

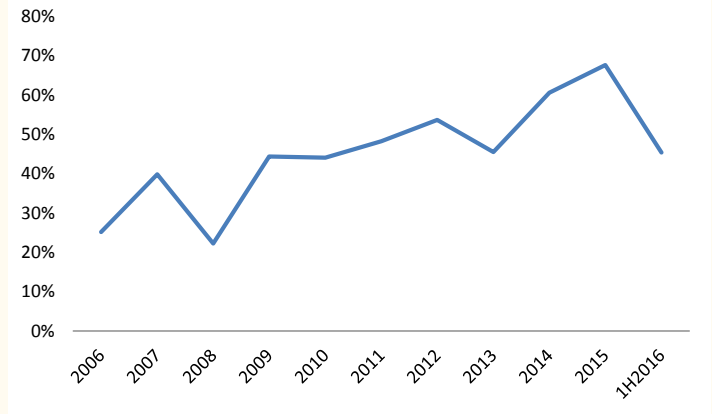
- 公司持有建发房产 54.7% 的股权，持有联发集团 95% 的股权。建发房产是中国房地产开发企业综合发展 10 强，中国房地产 50 强企业。联发集团是房地产开发 500 强企业第 51 位，中国房地产领先品牌 TOP10。
- 公司房地产业务近年稳定增长，上半年房地产收入同比增速达到 40%。房产毛利占比也在逐年提升，2015 年达到 68%。

图表 9：房地产业务收入增长稳定



来源：国金证券研究所

图表 10：房地产业务毛利占比

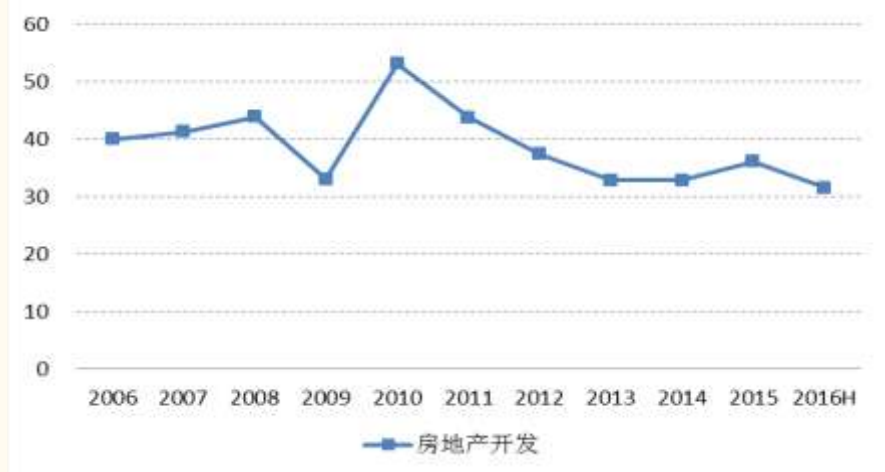


来源：国金证券研究所

- 地产业务的毛利率基本保持稳定，在 30% 以上。

其中，2010 年的毛利率明显较高，同比上升了 20 个百分点，主要原因系该年度结算的房产项目毛利较高，以及子公司厦门禾山建设发展有限公司负责拆迁的厦门市湖里区“后埔 1 号地块”和“枋湖 A6 地块”已成功挂牌拍卖，本期确认了土地出让金返还收入所致。之后年份逐渐回归正常水平，稳定下来。

图表 11：公司房地产开发的毛利率(%)



来源：wind，国金证券研究所

- 地产项目地处优质区域。公司一直遵循着“立足厦门、深入海西、布局全国”的发展战略，现房地产在建项目主要集中在厦门、上海、长沙及成都等地区。其中公司一二线城市总建筑面积占比达到 43%。一二线城市土地资源有限，供不应求矛盾突出。自 2014 年 4 季度开始，受政策宽松影响，房地产市场迎来爆发期。今年上半年，建发房产及联发集团共计签约面积

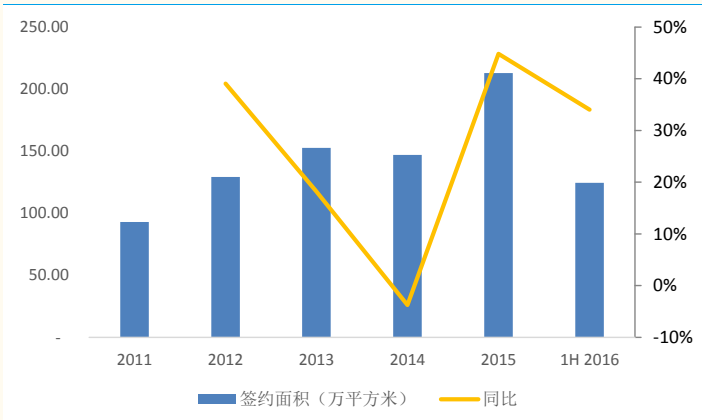
124.4 万方，同比增加 34%；签约金额达到 154 亿元，同比增长 42.6%；签约单价达到 1.24 万元/平米，同比增长 6%。

图表 12：房地产在建项目分布

	项目规划计容建筑面积（平方米）	占比	总建筑面积（平方米）	占比
一线	309,171	4%	449,268	4%
二线	3,085,436	40%	4,022,120	39%
三线	4,269,948	56%	5,855,230	57%

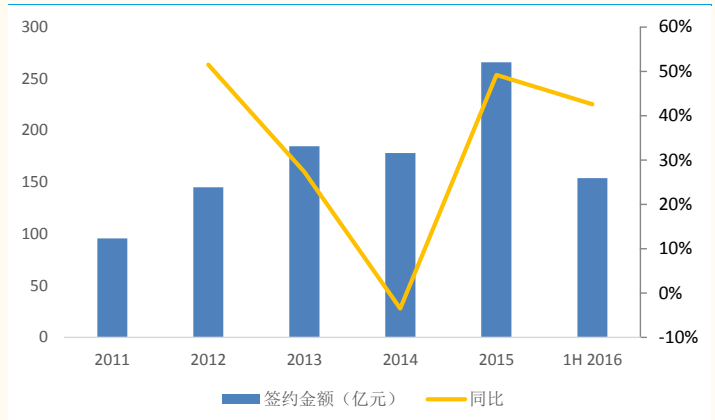
来源：公司半年报，国金证券研究所

图表 13：签约面积增速



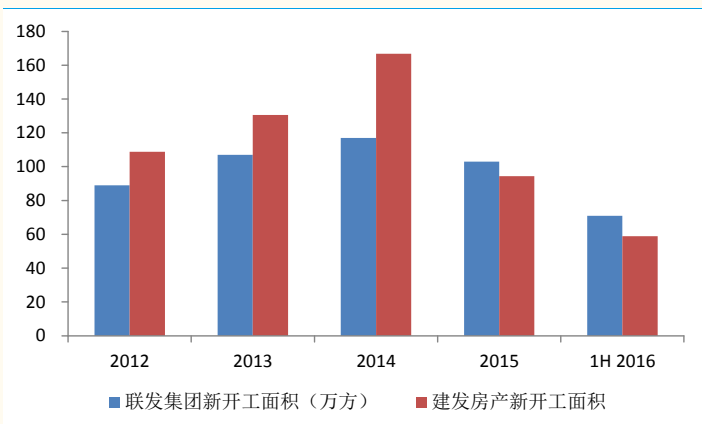
来源：公司年报，国金证券研究所

图表 14：签约金额增速



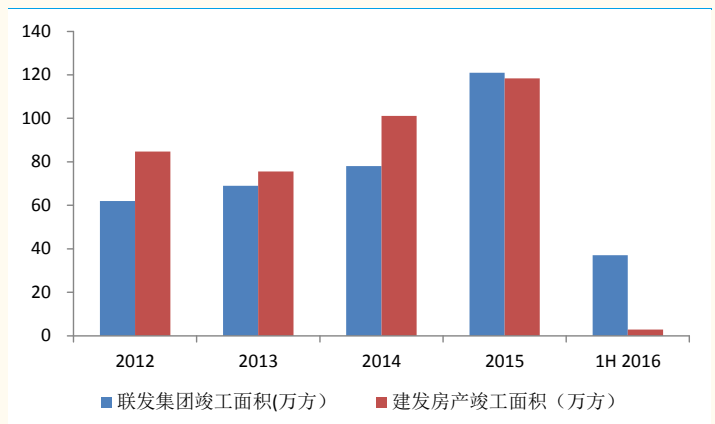
来源：公司年报，国金证券研究所

图表 15：新开工面积



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 16：竣工面积

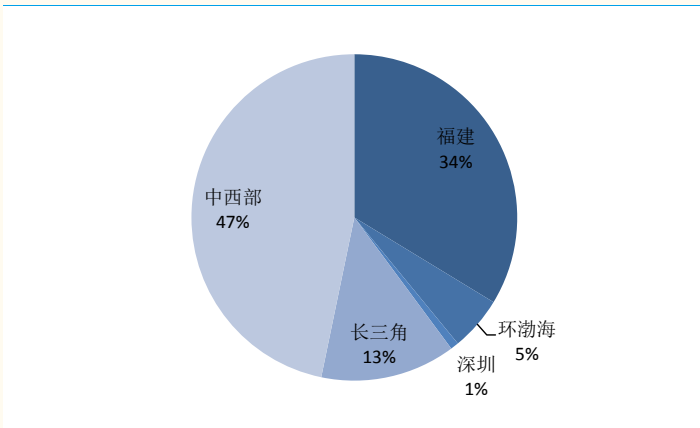


来源：公司年报，国金证券研究所

### 土地储备充裕，可售面积充足

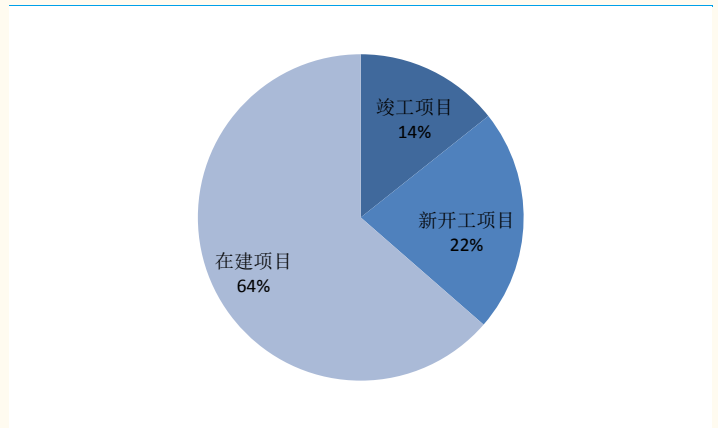
- **土地储备充裕。**公司现有土地储备 322 万方，大部分土地分布在全国经济发达地区。其中在福建省内有 108 万方待开发土地面积，占比 34%；公司也比较注重在成都、重庆的中西部布局，中西部土地储备面积占比 47%。
- **公司进入竣工高峰期，未来 1-2 年内可售面积充足。**从近几年新开工及竣工面积走势可以看出，公司在 12-14 年期间新开工面积呈现逐步上升的趋势，在 14 年达到高峰，地产项目建设周期为 2-3 年，所以相应的在 14-16 年公司也将进入房产竣工的高峰期，截止 2016 年上半年，公司竣工房产面积达到 380 万方，在建建筑面积为 484 万方，可供出售面积为 360 万方，所以公司在未来 1-2 年间，可供出售面积充足，且已经进入房产交付结转的高峰期。伴随近期房产签约状况好转，公司未来房地产业务收入结转将有明显提升。

图表 17: 公司土地储备分布情况



来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 18: 在建项目状态



来源: 公司年报, 国金证券研究所

### 探索“房地产+”，提供多元化增值服务

- 于 2015 年，建发房产将战略升级为“城市资源整合供应商”，欲将房地产业务与其他多产业进行融合，整合城市的优质资源，为客户提供更便利的生活服务。建发集团下有供应链、房地产开发、旅游酒店和会展业四大业务板块，未来公司将以积分联盟的方式，打通各个板块的会员体系，使积分可有效流转起来，同时发挥各个板块间的互补效应。同时建发也与其他优质公司进行跨界合作，如腾讯、工商银行等，满足客户全方位的生活需求。建发房产也于 2015 年推出“在家”APP，联合线上线下资源，提供社区物业服务。APP 包含线上报修、社区监控、家政服务、配送等一系列增值内容。
- 联发集团现也积极探索产业+房产多元结合，现正积极推进文创、电商、养老旅游、代建等业务。截至目前已在厦门推出建面共 11.9 万方的文创基地，同时打造莆田电商城等，以“房地产+”的模式探索多产业聚合的价值共享。

图表 19: 联发集团产业结合项目

产业	项目名称	占地面积(万方)	建筑面积(万方)
文创	文创口岸	1.6	3.6
	华美空间	4.2	5.7
	海峡设计文创园	1	2.6
电商	莆田电商城	15.7	48
	联发电子广场	7.3	7.3
教育	厦门软件职业技术学院	53.3	45.6

来源: 联发集团官网, 国金证券研究所



## 盈利预测与估值

### ■ 盈利预测与假设

供应链业务。主要品种为钢铁、矿产品、农产品和浆纸。由于大宗商品价格动荡，假设业务保守稳健的发展，钢铁和矿产品的收入增速较低，逐步回升，而农产品业务保持较快发展。公司向供应链运营商转型的战略取得了一定成效，赚取整合供应链各环节带来降本增效的收益分成，假设毛利率保持稳定。

房地产业务。土地储备充裕，可售面积充足，假设收入仍维持较快增速。而随着拿地成本的上升，毛利率会有所下滑。

图表 20：公司业务分拆预测

(收入) 亿元	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
钢铁	165.97	196.52	211.12	239.38	289.26	277.60	263.7	271.6	293.4
yoy		18.4%	7.4%	13.4%	20.8%	-4.0%	-5%	3%	8%
矿产品	56.54	101.26	110.35	99.84	115.76	132.03	134.7	141.4	152.7
yoy		79.1%	9.0%	-9.5%	15.9%	14.1%	2%	5%	8%
农产品	88.59	94.25	92.36	66.99	157.38	234.45	281.3	323.5	355.9
yoy		6.4%	-2.0%	-27.5%	134.9%	49.0%	20%	15%	10%
浆纸	79.74	77.75	78.10	98.24	117.52	120.66	120.7	123.1	128.0
yoy		-2.5%	0.4%	25.8%	19.6%	2.7%	0%	2%	4%
化工	51.00	55.82	60.84	31.11	76.50	32.82	34.5	37.9	41.7
yoy		9.4%	9.0%	-48.9%	145.9%	-57.1%	5%	10%	10%
汽车	27.10	44.10	52.21	51.22	64.49	63.88	60.7	63.7	66.9
yoy		62.7%	18.4%	-1.9%	25.9%	-0.9%	-5%	5%	5%
机电	40.54	44.79	62.90	35.95	49.56	51.26	48.7	48.7	51.1
yoy		10.5%	40.5%	-42.8%	37.9%	3.4%	-5%	0%	5%
轻工纺织	28.04	33.62	40.22	39.15	49.79	50.96	53.5	56.2	59.0
yoy		19.9%	19.6%	-2.7%	27.2%	2.3%	5%	5%	5%
物流服务	7.78	7.30	9.33	7.92	6.14	5.50			
酒类	6.44	10.53	10.95	5.94	6.61				
十大品种合计	551.75	665.95	728.39	675.74	933.01	969.16			
其它(前述八大品种之外)	62.33	73.23	86.62	216.17	100.71	84.91	89.16	93.61	98.29
供应链收入合计	599.86	721.35	794.73	878.05	1020.97	1048.57	1086.90	1159.77	1246.99
yoy		20.3%	10.2%	10.5%	16.3%	2.7%	3.7%	6.7%	7.5%
毛利率	5.01%	4.96%	4.36%	3.75%	3.78%	3.68%	3.60%	3.60%	3.65%
毛利	30	36	35	33	39	39	39	42	46
房地产开发收入	49.37	78.31	112.57	122.25	184.35	229.53	286.91	344.30	413.15
yoy		58.6%	43.7%	8.6%	50.8%	24.5%	25.0%	20.0%	20.0%
毛利率	53.1%	43.7%	37.4%	32.8%	32.8%	36.0%	32.0%	31.0%	30.0%
毛利	26	34	42	40	61	83	92	107	124
其他	12	3	4	20	4	3	4	5	6
yoy									
毛利率				89.2%	39.9%	39.9%	39.9%	39.9%	39.9%
毛利	3	2	3	17	2	2	2	2	2
总收入	661	803	912	1021	1209	1281	1378	1509	1666
毛利	59.5	71.9	79.8	90.2	101.5	123.5	132.5	150.5	171.9
毛利率	9.00%	8.96%	8.75%	8.84%	8.39%	9.64%	9.62%	9.97%	10.31%

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 估值

(1) 供应链业务。

申万物流板块的 PE (TTM, 整体法) 约为 33.7 倍。公司供应链业务的归母净利润 (2015 年下半年与 2016 年上半年之和) 约为 7 亿元, 因此供应链业务对应的市值约为 235.7 亿元。

(2) 房地产业务。

我们根据 RNAV 估值方法来估算公司地产部分估值, 公司在建项目用地面积为 322.6 万方, 按项目所处区域不同计算售价, 我们保守假设公司现净负债全部为地产业务相关, 公司于 2016 年 6 月 30 日净负债为 113 亿元, 所以公司地产部分估值为 204 亿元。

若使用 PE 估值法, 申万房地产开发板块的 PE (TTM, 整体法) 约为 22.4 倍。公司房地产业务的归母净利润 (2015 年下半年与 2016 年上半年之和) 约为 20.8 亿元, 因此房地产业务对应的市值约为 465.7 亿元。

保守预计, 地产部分估值为 204 亿元。

图表 21: RNAV 估值

	一线城市	二线城市	三线城市
单价 (元/平方米)	38,723	11,086	7,120
用地面积 (平方米)	122,530	1,228,542	1,875,069
价格 (亿元)	47.45	136.20	133.50
总价格 (亿元)	317		
净负债 (亿元)	113		
地产部分估值	204		

来源: wind, 公司财报, 国金证券研究所

(3) 整体估值

保守预计, 公司合理市值为 440 亿元。公司目前市值约为 315 亿元, 离预计的合理市值, 有 40% 的上涨空间。双主业的经营模式拉低了公司估值, 这也是之前公司谋求分立上市的一大原因。

(4) 控股股东增持彰显信心, 增持均价略高于现价

公司控股股东建发集团于 2016 年 6 月 29 日至 2016 年 7 月 5 日通过上交所交易系统以集中竞价交易方式再次增持公司股份, 增持股份数量为 1307.1 万股。至此, 建发集团已在增持计划承诺的期限内完成了增持公司 A 股的计划, 合计增持 2607.4 万股, 占公司总股数的 0.92%, 增持金额约 3.12 亿元, 增持均价约为 11.97 元/股。增持完成后, 建发集团持有公司 13.01 亿股, 占公司总股数的 45.89%。

■ 风险提示

宏观经济增速放缓超预期, 大宗商品价格动荡影响供应链业务, 地产政策收紧, 双主业经营持续压制估值等。

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	102,068	120,925	128,089	137,781	150,907	166,615	货币资金	6,648	6,643	9,776	10,205	11,551	12,021
增长率		18.5%	5.9%	7.6%	9.5%	10.4%	应收款项	10,097	7,174	6,297	6,821	7,266	8,023
主营业务成本	-93,042	-110,779	-115,739	-124,528	-135,859	-149,429	存货	45,553	56,697	59,176	61,411	66,999	73,691
%销售收入	91.2%	91.6%	90.4%	90.4%	90.0%	89.7%	其他流动资产	9,449	12,171	10,562	12,173	13,079	14,165
毛利	9,026	10,146	12,350	13,253	15,048	17,185	流动资产	71,747	82,685	85,811	90,610	98,895	107,900
%销售收入	8.8%	8.4%	9.6%	9.6%	10.0%	10.3%	%总资产	89.6%	88.4%	86.3%	87.3%	88.2%	88.9%
营业税金及附加	-1,495	-2,405	-3,344	-3,582	-4,074	-4,665	长期投资	6,267	7,956	10,384	10,384	10,384	10,384
%销售收入	1.5%	2.0%	2.6%	2.6%	2.7%	2.8%	固定资产	875	1,197	1,133	1,200	1,110	1,219
营业费用	-2,842	-3,077	-3,625	-3,858	-4,376	-4,832	%总资产	1.1%	1.3%	1.1%	1.2%	1.0%	1.0%
%销售收入	2.8%	2.5%	2.8%	2.8%	2.9%	2.9%	无形资产	472	825	947	957	984	1,010
管理费用	-252	-278	-317	-344	-377	-417	非流动资产	8,298	10,838	13,622	13,241	13,278	13,512
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	%总资产	10.4%	11.6%	13.7%	12.7%	11.8%	11.1%
息税前利润 (EBIT)	4,437	4,386	5,064	5,469	6,220	7,272	<b>资产总计</b>	<b>80,045</b>	<b>93,523</b>	<b>99,433</b>	<b>103,850</b>	<b>112,173</b>	<b>121,412</b>
%销售收入	4.3%	3.6%	4.0%	4.0%	4.1%	4.4%	短期借款	12,443	10,528	5,454	6,857	7,790	8,324
财务费用	-28	-305	-452	-530	-600	-675	应付款项	33,797	39,900	43,127	46,480	49,326	52,708
%销售收入	0.0%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	其他流动负债	2,833	3,027	5,278	2,682	2,879	3,145
资产减值损失	-253	3	-342	-30	-1	-3	流动负债	49,072	53,456	53,859	56,019	59,995	64,178
公允价值变动收益	63	-39	50	0	0	0	长期贷款	12,711	15,168	14,137	14,237	14,337	14,437
投资收益	305	561	613	626	638	651	其他长期负债	1,908	2,719	4,767	3,478	3,488	3,498
%税前利润	6.6%	12.0%	12.2%	11.1%	10.0%	8.8%	<b>负债</b>	<b>63,690</b>	<b>71,344</b>	<b>72,763</b>	<b>73,734</b>	<b>77,820</b>	<b>82,113</b>
营业利润	4,523	4,606	4,932	5,534	6,257	7,245	<b>普通股股东权益</b>	<b>12,552</b>	<b>17,073</b>	<b>19,095</b>	<b>21,527</b>	<b>24,648</b>	<b>28,366</b>
营业利润率	4.4%	3.8%	3.9%	4.0%	4.1%	4.3%	少数股东权益	3,802	5,106	7,575	8,589	9,705	10,933
营业外收支	60	77	92	100	110	120	<b>负债股东权益合计</b>	<b>80,045</b>	<b>93,523</b>	<b>99,433</b>	<b>103,850</b>	<b>112,173</b>	<b>121,412</b>
税前利润	4,583	4,684	5,024	5,634	6,367	7,365	<b>比率分析</b>						
利润率	4.5%	3.9%	3.9%	4.1%	4.2%	4.4%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-1,191	-1,309	-1,460	-1,634	-1,846	-2,136	<b>每股指标</b>						
所得税率	26.0%	27.9%	29.1%	29.0%	29.0%	29.0%	每股收益	1.203	1.120	0.932	1.053	1.201	1.411
净利润	3,392	3,374	3,564	4,000	4,520	5,229	每股净资产	5.609	6.022	6.735	7.593	8.694	10.005
少数股东损益	699	867	922	1,015	1,116	1,228	每股经营现金净流	2.125	-0.678	-0.166	0.229	0.303	0.206
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>2,693</b>	<b>2,507</b>	<b>2,641</b>	<b>2,986</b>	<b>3,404</b>	<b>4,001</b>	每股股利	0.100	0.150	0.200	0.100	0.100	0.100
净利率	2.6%	2.1%	2.1%	2.2%	2.3%	2.4%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	21.45%	14.69%	13.83%	13.87%	13.81%	14.11%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	3.36%	2.68%	2.66%	2.87%	3.03%	3.30%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	7.58%	6.41%	7.19%	7.11%	7.38%	7.89%
净利润	2,670	3,392	3,374	4,000	4,520	5,229	<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	11.96%	18.48%	5.92%	7.57%	9.53%	10.41%
非现金支出	210	435	231	274	293	359	EBIT 增长率	12.57%	-1.13%	15.44%	8.00%	13.73%	16.92%
非经营收益	243	-524	-234	-1	-58	-114	净利润增长率	24.90%	-6.90%	5.35%	13.03%	14.02%	17.54%
营运资金变动	1,632	-5,224	-3,844	-3,625	-3,897	-4,889	总资产增长率	31.05%	16.84%	6.32%	4.44%	8.01%	8.24%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>4,754</b>	<b>-1,921</b>	<b>-472</b>	<b>648</b>	<b>859</b>	<b>585</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-633	-546	-607	-112	-120	-370	应收账款周转天数	11.9	11.8	8.3	8.0	7.5	7.5
投资	-93	-460	-413	0	0	0	存货周转天数	158.7	168.5	182.7	180.0	180.0	180.0
其他	59	167	137	626	638	651	应付账款周转天数	21.8	24.2	24.2	22.0	22.0	22.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-667</b>	<b>-839</b>	<b>-883</b>	<b>514</b>	<b>518</b>	<b>281</b>	固定资产周转天数	2.6	2.8	3.0	2.8	2.6	2.4
股权募资	420	1,096	3,245	0	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	-684	5,433	880	242	1,043	645	净负债/股东权益	123.39%	90.41%	48.68%	46.67%	40.00%	35.39%
其他	-1,790	-2,739	-3,175	-975	-1,074	-1,041	EBIT 利息保障倍数	156.0	14.4	11.2	10.3	10.4	10.8
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-2,053</b>	<b>3,790</b>	<b>950</b>	<b>-733</b>	<b>-31</b>	<b>-396</b>	资产负债率	79.57%	76.28%	73.18%	71.00%	69.37%	67.63%
<b>现金净流量</b>	<b>2,034</b>	<b>1,030</b>	<b>-405</b>	<b>429</b>	<b>1,346</b>	<b>470</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
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-04-13	买入	16.93	22.00~25.00
2	2015-04-16	买入	16.23	20.00~22.00
3	2015-08-31	买入	17.31	15.00~20.00

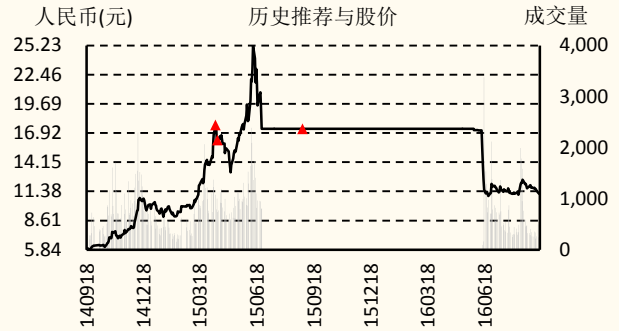
来源：国金证券研究所

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