

江苏国泰 (002091.SZ) 贸易行业

评级: 买入 首次评级

公司深度研究

市场价格(人民币): 14.01元

外贸供应链服务龙头, 整体上市助力业绩腾飞

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)	529.78
总市值(百万元)	7,650.88
年内股价最高最低(元)	30.34/12.43
沪深300指数	3488.74
深证成指	10967.47



公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.568	0.667	0.576	0.706	0.890
每股净资产(元)	4.24	4.82	3.76	4.29	5.01
每股经营性现金流(元)	0.17	-0.44	0.97	0.73	0.90
市盈率(倍)	25.48	39.85	24.33	19.85	15.74
行业优化市盈率(倍)	48.26	124.27	140.45	140.45	140.45
净利润增长率(%)	20.83%	17.42%	30.99%	22.57%	26.14%
净资产收益率(%)	13.38%	13.82%	15.36%	16.50%	17.85%
总股本(百万股)	360.00	360.00	546.10	546.10	546.10

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资建议

江苏国泰以外贸和化工新材料为主业, 拟将集团 11 家子公司注入上市公司, 其中供应链服务板块核心客户囊括 Zara、Primark、GIII、H&M、GAP、UNIQLO 等世界领先快时尚品牌。整体上市后, 公司的经营范围和客户规模大幅提升, 有助于提升成本控制能力和整体运营效率, 获取更高服务溢价。化工业务产能扩张将进一步扩大优势地位, 进口消费品和电商业务有望成为新增长点。借助上市公司投融资支持, 公司将通过海外布局、并购等方式整合更多优势资源, 提升整体竞争力。首次覆盖给予“买入”评级!

投资逻辑

- **快时尚品牌集团崛起, 全球供应链服务壁垒高。**快时尚品牌通过垂直整合供应链, 满足了人们追求时尚和平价的双重需求, 日本迅销、Inditex 等快时尚品牌集团迅速崛起, 也带动了在全球化生产和供应链配置趋势下, 第三方供应链服务商的发展。基于品牌商快速反应、深度整合、全球资源配置等严格要求, 供应链服务的进入壁垒较高, 但一旦形成合作关系将非常稳定, 并进一步拓展品牌品类、服务深度和附加值。
- **对标企业分析; 转型升级、全球覆盖和并购扩张助力利丰成为全球消费品供应链服务巨头。**快时尚品牌集团的供应链服务商大多由出口贸易商演变而来, 代表企业利丰由外贸采购中间商成长为全球性、一站式的消费品供应链服务标杆企业, 建立了超过 40 个国家 15000 家供应商所组成的全球采购网络。利丰 1992 年上市后, 将外延并购作为重要战略, 先后收购了重量级竞争对手英之杰、金巴莉、Colby Group, 及一系列中小企业, 不断补齐能力短板、扩大业务规模, 强化客户和供应商的全球覆盖, 值得国内企业借鉴。
- **深耕快时尚供应链服务, 整合集团资源助推成长。**江苏国泰以外贸和化工新材料为两大主业, 2015 年 12 月公告通过发行股份及支付现金将集团公司 11 家子公司注入上市公司, 其中供应链服务子公司核心客户囊括 Zara、Primark、GIII、H&M、GAP、UNIQLO 等世界最领先的快时尚品牌, 2015 年 PRIMARK、GIII 等单一品牌客户的年出口额达 1 亿美金以上。整体上市后, 公司的经营范围和客户规模大幅提升, 能在原材料研发和设计、集中采购及下单、品质把控等方面提升成本控制能力和整体运营效率, 获取更高的服务溢价。借助上市公司投融资支持, 公司有望通过海外布局、并购等方式整合更多优势资源, 提升整体竞争力。

徐闻 分析师 SAC 执业编号: S1130516080002
xuwen@gjzq.com.cn刘彪 联系人
liubiao@gjzq.com.cn

- **发力新能源、消费品进口和电商业务，整体上市提升综合竞争力。**公司与 100 多个国家有贸易往来，积累了非常丰厚的渠道价值，未来进口将主要以生活消费品为主，探索进口消费品垂直电商平台的搭建。互联网+跨境产业链综合服务平台有望进一步扩大领先优势。化工板块大幅度扩大产能，有利于满足新能源汽车动力电池客户日益增长的需求。通过集团化运作，扩大控股平台资金规模，协同企业之间资源整合，形成贸易出口、进口、化工三轮驱动，大大提升抗风险能力和综合竞争力。

盈利预测及估值

我们预计 2016-18 年收入增速分别为 14.2%、11.8%、11.1%，净利润增速 31.0%、22.6%、26.1%，16-18 年 EPS 分别为 0.58、0.71、0.89 元，对应 PE 分别为 24.3X、19.9X、15.7X。参考业绩承诺，重组完成、整体上市后，16-18 年 EPS（摊薄后）预测分别为 0.54、0.69、0.84 元，重组后总市值对应 PE 分别为 25.8X、20.4X、16.8X。

风险

外贸政策变化对公司主营业务形成不利影响；锂离子电池电解液项目投产不及预期；海外消费需求大幅下滑。

内容目录

一、快时尚品牌崛起，供应链服务壁垒凸显	5
1.1 供应链全球化的趋势下，快时尚品牌引领大众服装消费市场	5
1.2 快时尚对供应链要求高，供应链服务行业壁垒凸显	8
二、江苏国泰：深耕服装供应链服务行业，整体上市提升竞争力	9
2.1 “外贸+化工新材料”双轮驱动，业绩稳健增长	9
2.2 注入优质外贸资产，实现集团整体上市	11
三、集团化背景下综合竞争力提升，并购实现跨越式增长	13
3.1 国际供应链龙头发展路径：业务升级、并购扩张和全球化布局	13
3.2 供应链服务能力协同提升，海外基地建设助力全球化资源布局	16
3.3 进口消费品和跨境服务平台业务有望成为新增长点	18
3.4 投入 1.5 亿元扩建电解液项目	19
3.5 集团投融资功能凸显，产业并购推动跨越式增长	19
四、盈利预测与投资建议	20
五、风险提示	21

图表目录

图表 1：全球快时尚品牌集团	5
图表 2：全球经济增速下行，快时尚品牌销售崛起	5
图表 3：快时尚品牌中国区域的新开店数量	5
图表 4：快时尚品牌 Uniqlo、GAP 营业收入及增速	6
图表 5：快时尚品牌 Inditex、H&M 营业收入及增速	6
图表 6：PRIMARK 生产商区域分布	6
图表 7：Inditex 的全球供应链布局	6
图表 8：快时尚品牌的利润规模较大	7
图表 9：快时尚品牌净利率超过 15%	7
图表 10：快时尚品牌高达 40%-60% 的毛利率，远高于国内服装品牌，稍低于国外轻奢品	7
图表 11：相对于国内服装品牌和国外轻奢品，快时尚品牌产品快速流通，存货周转较快	7
图表 12：UNIQLO 的 SPA 商业模式	8
图表 13：Inditex 的供应链整合体系	9
图表 14：公司发展历程	10
图表 15：营业收入保持稳定增长	10
图表 16：净利润增速自 2014 年起处于高位	10
图表 17：公司业务结构	11
图表 18：公司毛利结构	11
图表 19：重组前集团及各标的公司股权结构	11

图表 20: 重组后集团及各标的公司股权结构	12
图表 21: 本次交易前后上市公司主要财务指标对比情况 (单位: 万元)	12
图表 22: 募集配套资金用途	13
图表 23: 利丰供应链管理模式的更迭	14
图表 24: 利丰服务供应链活动集合	14
图表 25: 1992-2000 年“虚拟生产商”阶段利丰的同业兼并收购情况	14
图表 26: 1995 年和 2000 年利丰收入规模高速增长	15
图表 27: 1992-2005 年利丰净利润规模及增速	15
图表 28: 1994-1998 年利丰逐步改善客户结构	15
图表 29: 1997-2000 年三次同业收购后毛利率逐步上升	15
图表 30: 1992-2005 年利丰净利率	15
图表 31: 并购整合后, 利丰净资产收益率逐步提升	15
图表 32: 2002-2004 年间利丰第二阶段的收购情况	16
图表 33: 进出口业务板块注入的子公司及行业地位	17
图表 34: 公司实现供应链服务流程全覆盖	17
图表 35: 越南、埃塞俄比亚生产成本优势明显 (单位: 美元)	18
图表 36: 国泰华博进口商品规模 (单位: 万美元)	19
图表 37: 出口贸易、金融投资、互联网电商等三方面核心资源全面整合	20
图表 38: 本次注入的 11 家集团子公司利润承诺以及以前的收入规模	20

一、快时尚品牌崛起，供应链服务壁垒凸显

1.1 供应链全球化的趋势下，快时尚品牌引领大众服装消费市场

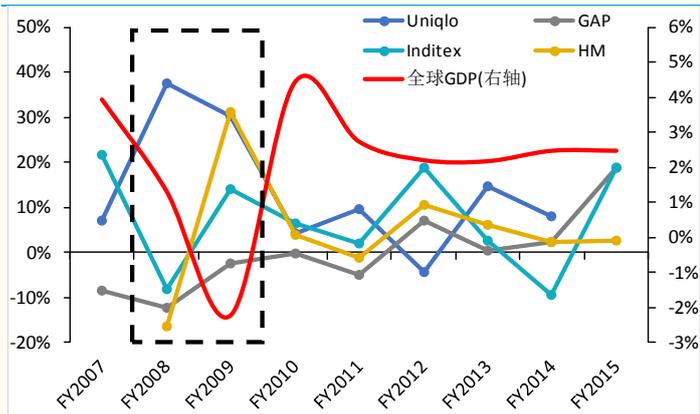
随着年轻消费人群越发追求时尚、个性，对大众服装消费市场的设计和更新能力提出更高要求。经济衰退、消费疲软的大背景下，快时尚品牌由于紧贴时尚潮流、快速的产品更新和大大低于传统时尚品牌的价格满足了人们追求时尚和平价的双重需求，实现逆势扩张，成为全球大众服装消费市场的主流。日本迅销、Inditex 等快时尚品牌集团迅速崛起。

图表 1：全球快时尚品牌集团



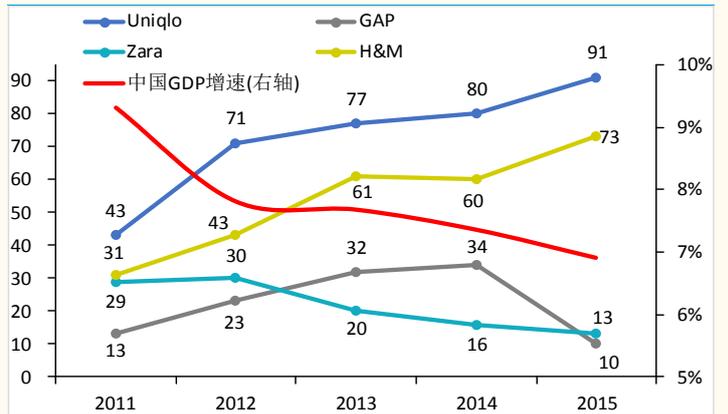
来源：公司年报，国金证券研究所

图表 2：全球经济增速下行，快时尚品牌销售崛起



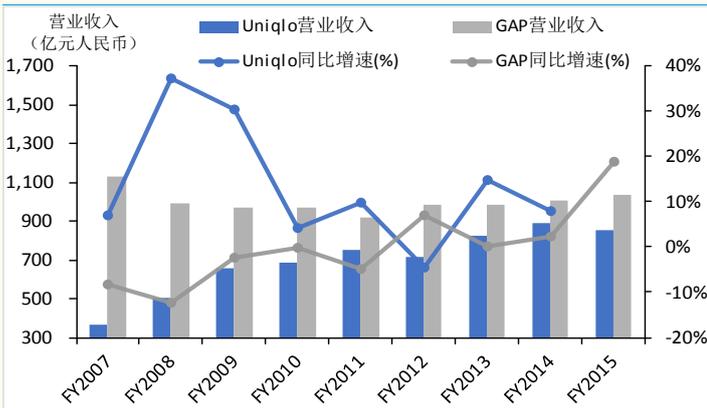
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 3：快时尚品牌中国区域的新开店数量



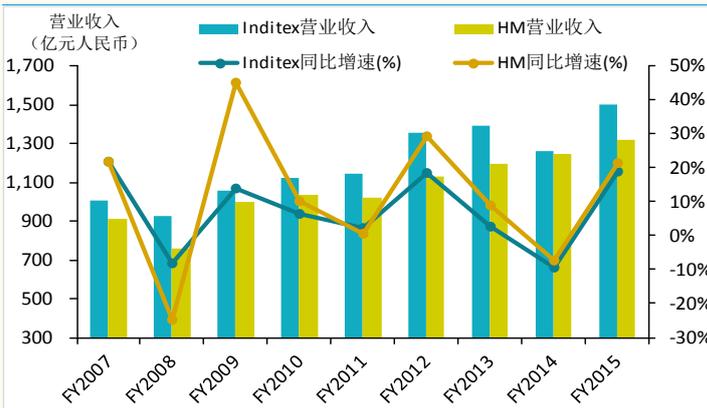
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 4: 快时尚品牌 Uniqlo、GAP 营业收入及增速



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 5: 快时尚品牌 Inditex、H&M 营业收入及增速

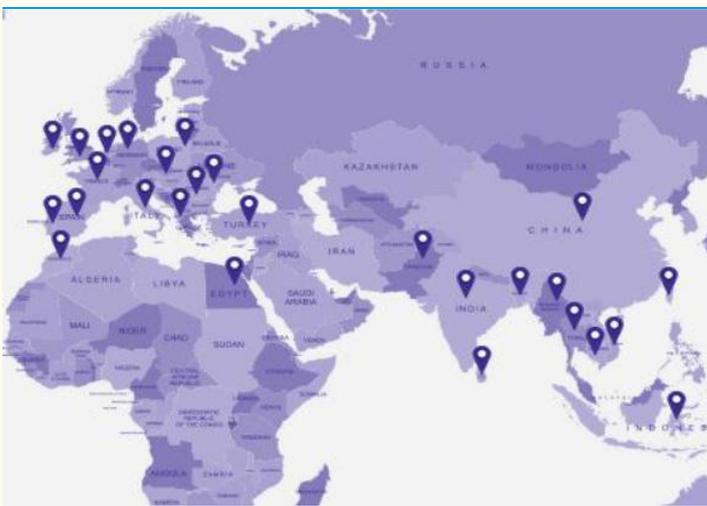


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

平价: 在全球经济一体化、信息技术高速发展的背景下, 跨国公司不断延伸企业边界, 在全球范围内搜寻成本更低、更具竞争优势的供应和生产资源。在全球化的分散生产和供应链配置的趋势下, 快时尚品牌将生产外包至亚洲、东南亚、非洲等人力成本低廉的地区, 大大降低制造成本。另一方面, 通过垂直整合供应链, 降低流通层级和渠道成本, 从而以较低的产品定价扩大销售额。

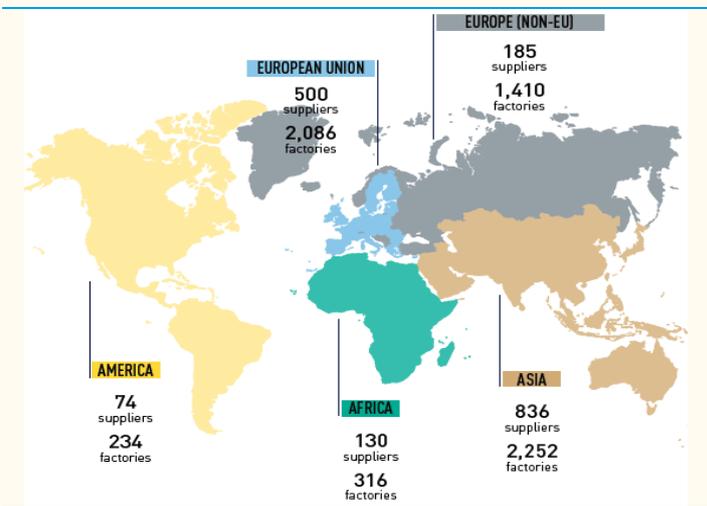
总部位于西班牙的 Inditex 在全球有 1725 个供应商和 6298 家生厂商, 其中 61% 的供应商和 44% 的生产商都处于非欧洲区域, 亚洲区域分别占到 48% 和 36%。H&M 全球生产厂商共有 1978 个, 其中远东占比 38%, 南亚占比 25%, 中东和非洲占比 27%。G-III 的大部分生产商都来自中国, 小部分来自越南、印度尼西亚以及南美洲地区。Primark 的生产主要外包给亚洲 (中国、印度、越南、孟加拉国等) 和东欧 (土耳其) 等地人力成本低廉的工厂。

图表 6: PRIMARK 生产商区域分布



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表 7: Inditex 的全球供应链布局



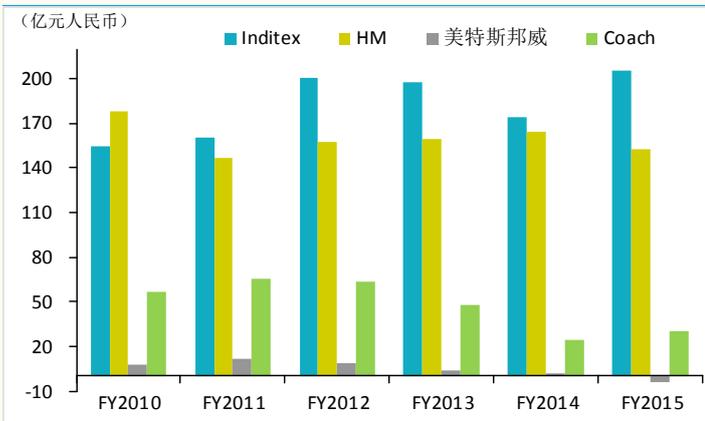
来源: 公司年报, 国金证券研究所

时尚: 快时尚摒弃了传统服装品牌多层经销的推动模式, 采用以顾客需求拉动生产的自有品牌专业零售商 (SPA) 经营模式, 即企业全程参与产品策划, 生产、物流、销售等产业环节一体化的商业模式。快时尚品牌紧跟潮流趋势, 敏锐洞察消费者需求, 并快速更新服饰设计, 在产品端形成了高度时尚感的核心竞争力, 抓住新生消费群体求变求新、个性化的特点, 适应新型消费趋势下的需求变化。

快: 需求型生产模式注重响应速度, 而快速响应依赖高效的供应链系统。SPA 模式下, 消费者需求变化和 sales 数据能够高效、准确的反馈到产品设计部门, 同时强调供应链柔性以支持少量、多款、最新的订单, 从而实现生产对市场销售情况的快速反应, 加快周转率, 减少促销成本, 提高销售毛利率, 提升利润

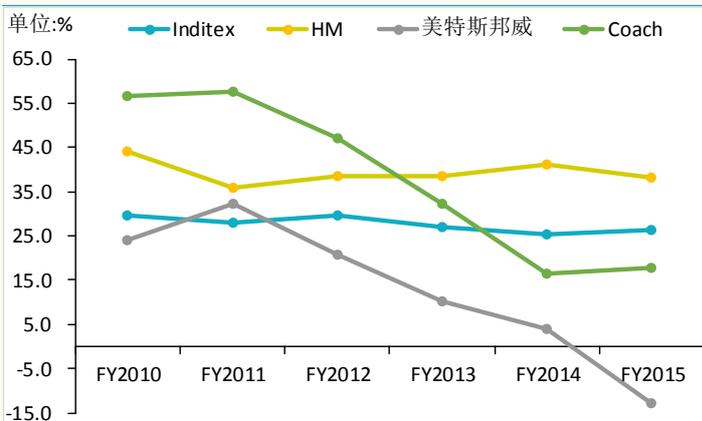
规模。相较于国内服装品牌和国外轻奢品牌，快时尚存货周转显著更快，在较低加价倍数下，毛利率高达40%-60%。

图表 8：快时尚品牌的利润规模较大



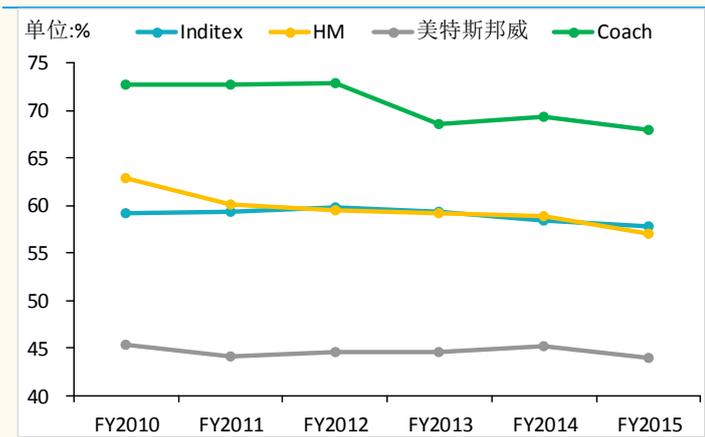
来源：Bloomberg, 国金证券研究所

图表 9：快时尚品牌净利率超过 15%



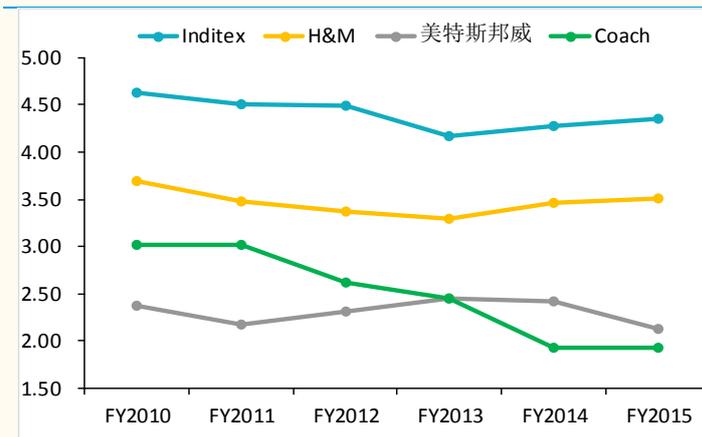
来源：Bloomberg, 国金证券研究所

图表 10：快时尚品牌高达 40%-60% 的毛利率，远高于国内服装品牌，稍低于国外轻奢品



来源：Bloomberg, 国金证券研究所

图表 11：相对于国内服装品牌和国外轻奢品，快时尚品牌产品快速流通，存货周转较快



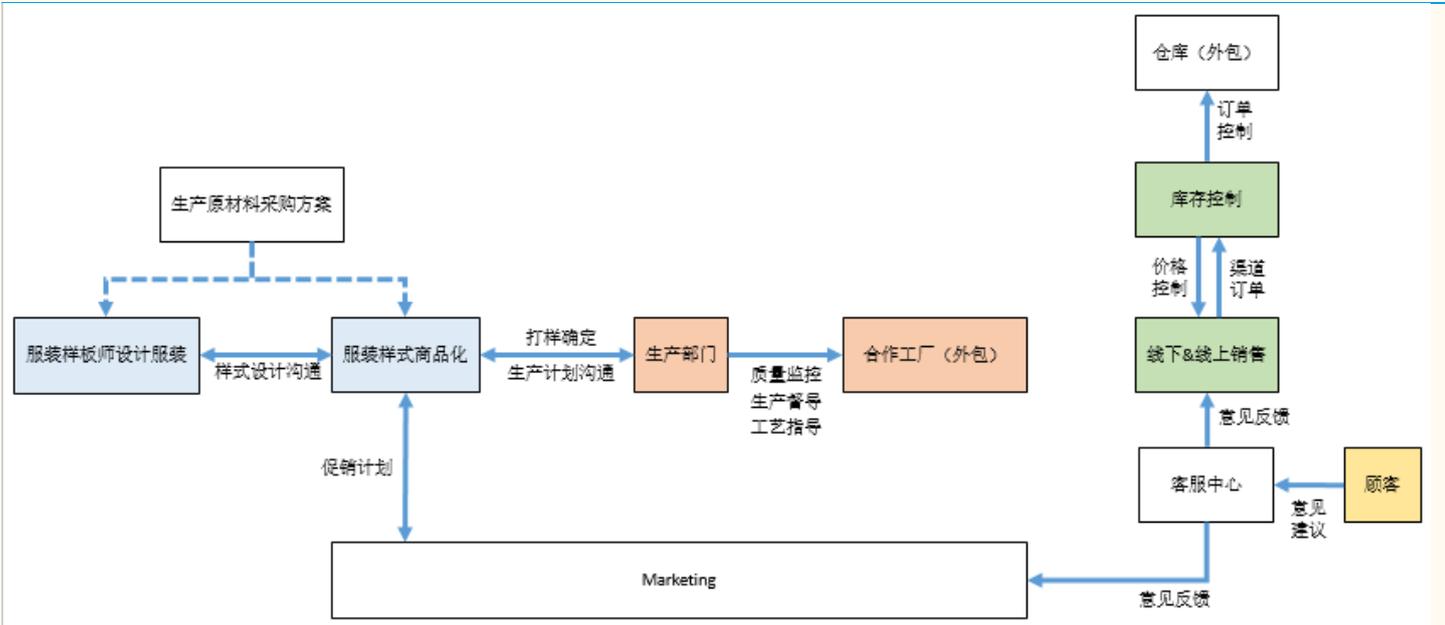
来源：Bloomberg, 国金证券研究所

“快”作为快时尚品牌的主要特征之一，贯穿产业链的各个环节。

- 快速设计：买手模式，紧跟潮流。强大的买手团队对时尚的高度敏感，从街头时尚、影视作品、名牌时装秀中汲取灵感，快速更新产品设计，并随时根据市场的反应修改设计以及控制生产。Zara 作为快时尚最具代表性的品牌，其买手和设计师团队平均 20 分钟就可以设计出一套衣服，1 年之内上架的新品系列可以达到 15-20 个。
- 快速生产：“生产 OEM 代工+原材料 IFOB（意向指定）”模式。品牌商在全球生产商所在地设有办事处或联络机构，总部在完成设计后快速向全球办事处发送明确标明质量、数量、交货期以及样式设计等参数的生产订单，办事处根据对订单的解析，基于一系列包括质量、交期、定价、柔性生产能力等评价标准，为该订单分配合适的生产商，并为之协商、确定合作。生产商根据订单要求选择合适的原料供应商，获得品牌商的批准同意后，严格按照品牌商的要求开始生产。生产过程中，品牌商定期对订单完成的时效性、质量控制、制造要求进行检查监督，并为其提供一定技术支持和培训督导。
- 快速销售：上新品速度快、产品每周更替。Zara 全球的门店均以每周两次的频率推出新品，各专卖店每天把销售信息发回总部，每周根据库存和销售预期向总部发补货订单，总部汇总信息后分析判断产品是畅销还是滞销。

如果滞销则取消原定生产计划；如果产品畅销，且有现存的面料，则迅速通过高效的供应链体系追加生产、快速补货以抓住销售机会，如果没有面料则会停产。一般畅销品最多也就补货两次，小批量、少库存，缺货让消费者总充满对时尚的“饥饿感”。

图表 12: UNIQLO 的 SPA 商业模式

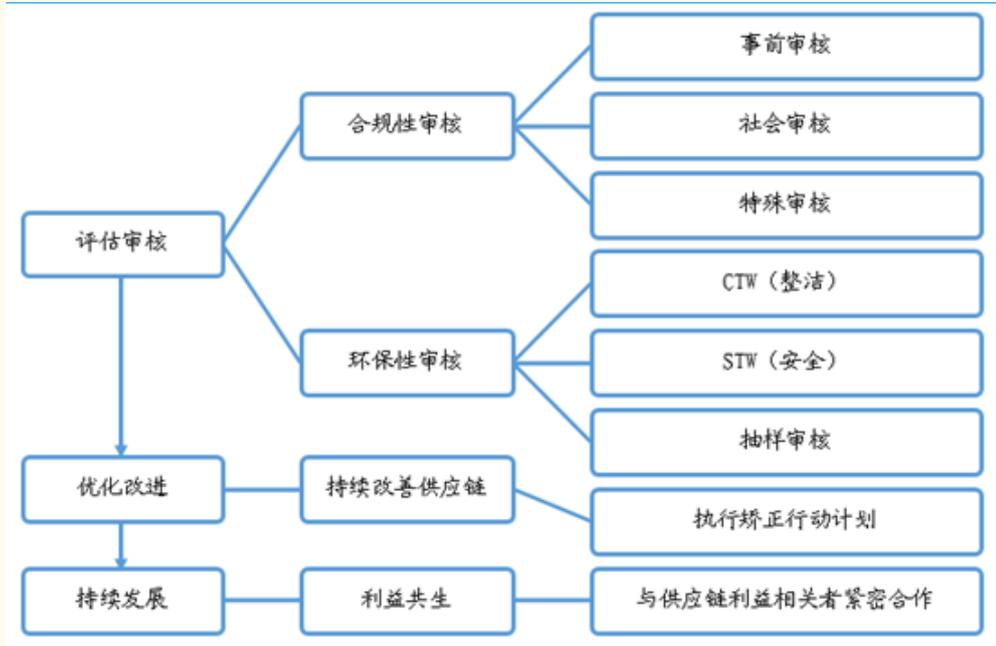


来源：公司年报，国金证券研究所

1.2 快时尚对供应链要求高，供应链服务行业壁垒凸显

快时尚品牌商对供应链合作伙伴的甄选标准严苛，评估体系复杂，精细化水平要求高，往往还要求其对自身品牌理念、运作模式、服务准则有深刻的理解和强烈的认同。世界四大时装零售集团之一，Inditex 针对供应商和生产商制定了《外部制造商和供应商行为准则》，并在 2014 年开始实施四年可持续供应链战略计划（2014-2018）。该计划通过甄别、评价、优化三个方面对供应链伙伴进行一系列甄选和培养。其建立了独特的供应链评审人员体系，通过这些专业评审人员进行预评估、社会评估、专业评估、可追溯能力评估四步骤的评估流程，对供应商进行持续地分级打分，停止与不符合要求的供应链伙伴之间的合作。最后，Inditex 通过对供应商的培训和能力构建，进一步巩固可持续性的供应链关系。

图表 13: Inditex 的供应链整合体系



来源：集团官网，国金证券研究所

随着专业化分工的越来越细，快时尚品牌商更多将精力聚焦于产品策划和终端销售，将生产组织和物流等非核心环节，尤其是海外的供应链管理交由专业的第三方供应链服务商来协助完成，这对供应链战略合作伙伴提出了很高的能力要求。第一，具备高品质、柔性生产能力，快速反应，按时交货；第二，具备全品类、深度供应链资源，原材料品种齐全，款式从简单到复杂全覆盖；第三，专业团队和服务能力，与品牌商团队高效对接，深刻理解品牌风格、产品设计、原材料质量等要点，能提供包括清关服务、市场信息、产品研发、成本优化、品质管理、物流协同等全方位增值服务；第四，资金实力，统一采购原料、统一标准、统一打样确认确保品质；第五，信息化能力，强大的信息化管理系统支持流程优化和服务规模提升；第六，全球布局，从原料到配件到生产和物流可能涉及不同区域，需要具有全球资源的调配整合能力。

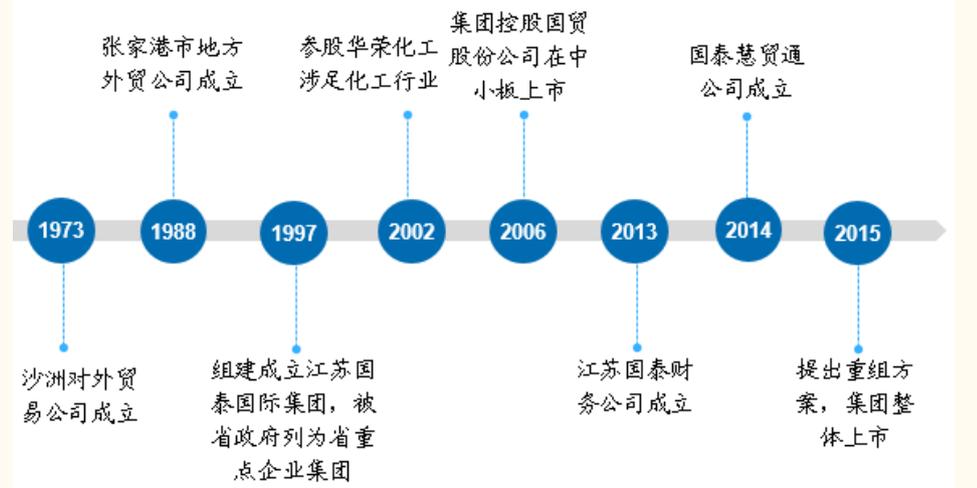
快时尚品牌集团的供应链服务商大多由进出口贸易商演变而来，代表企业利丰由外贸采购中间商逐步成长为一站式供应链服务提供者。在客户需求为导向的服务体系下，不同品牌商需要介入的供应链服务深度不一样，服务内容和流程也有很大区别，需要在不断的沟通合作中逐步适应品牌商的文化理念、运作模式、行为准则，为其提供有针对性、个性化的全方位服务。基于品牌商对合作伙伴严格的能力要求和评估体系，该业务的进入壁垒较高，但一旦形成合作关系将非常稳定，而且随着合作的深入可能进一步拓展品牌品类、服务深度和附加值。

二、江苏国泰：深耕服装供应链服务行业，整体上市提升竞争力

2.1 “外贸+化工新材料”双轮驱动，业绩稳健增长

公司前身是创建于 1973 年的沙洲对外贸易公司，1997 年以张家港市对外贸易公司为主体组建成立了江苏国泰国际集团，2002 年通过参股华荣化工锂电池电解液业务涉足化工行业。集团控股国贸股份公司在 2006 年 12 月在深交所成功上市。经历近二十年的发展，集团已成为以外贸和化工新材料为两大主业的大型上市公司，公司的外贸主板块位居中国纺织品服装出口企业第七位。

图表 14: 公司发展历程



来源：集团官网，国金证券研究所

公司经营持续向好，业绩保持稳定增长。从近五年经营情况来看，公司营业收入保持稳定增长态势，净利润自 2014 年起出现了较高水平的增速。2014-2015 年，公司分别实现营业收入 60.6、72.9 亿元，同比增长 8.09%、20.32%；分别实现归母净利润 2、2.4 亿元，同比增长 20.83%、17.42%。

图表 15: 营业收入保持稳定增长



来源：Wind，国金证券研究所

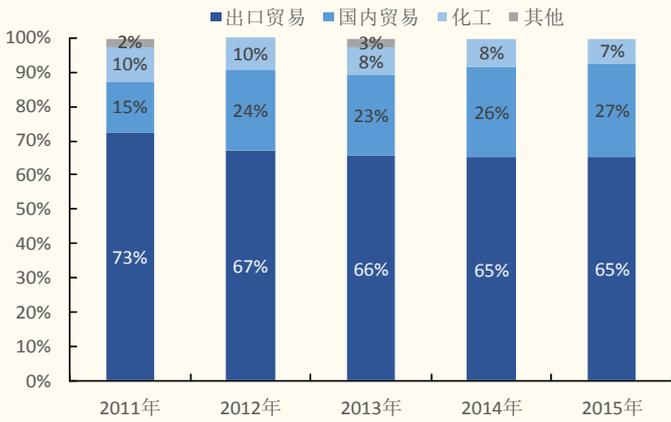
图表 16: 净利润增速自 2014 年起处于高位



来源：Wind，国金证券研究所

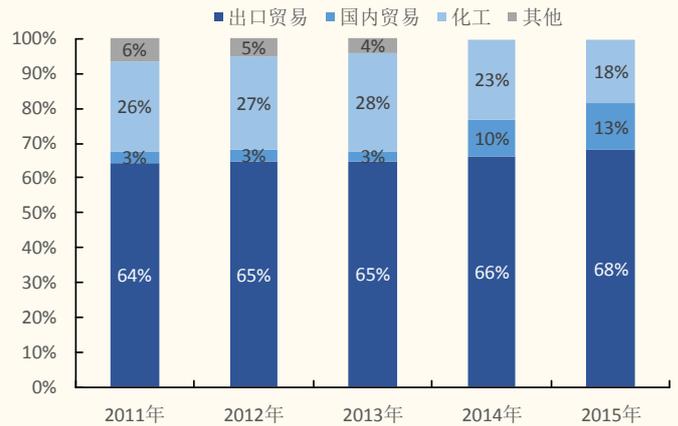
立足于外贸核心业务，高利润率的化工业务高速发展。从业务构成来看，公司“外贸+化工新材料”两大主业中，外贸业务是公司核心业务，占营收的 92%，分为出口贸易、进口及国内贸易，营收占比分别为 65%、27%；公司化工业务（锂离子电池电解液和硅烷偶联剂）主要是由其控股子公司华荣化工经营，贡献 7%营收和 18%毛利。

图表 17: 公司业务结构



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 18: 公司毛利结构

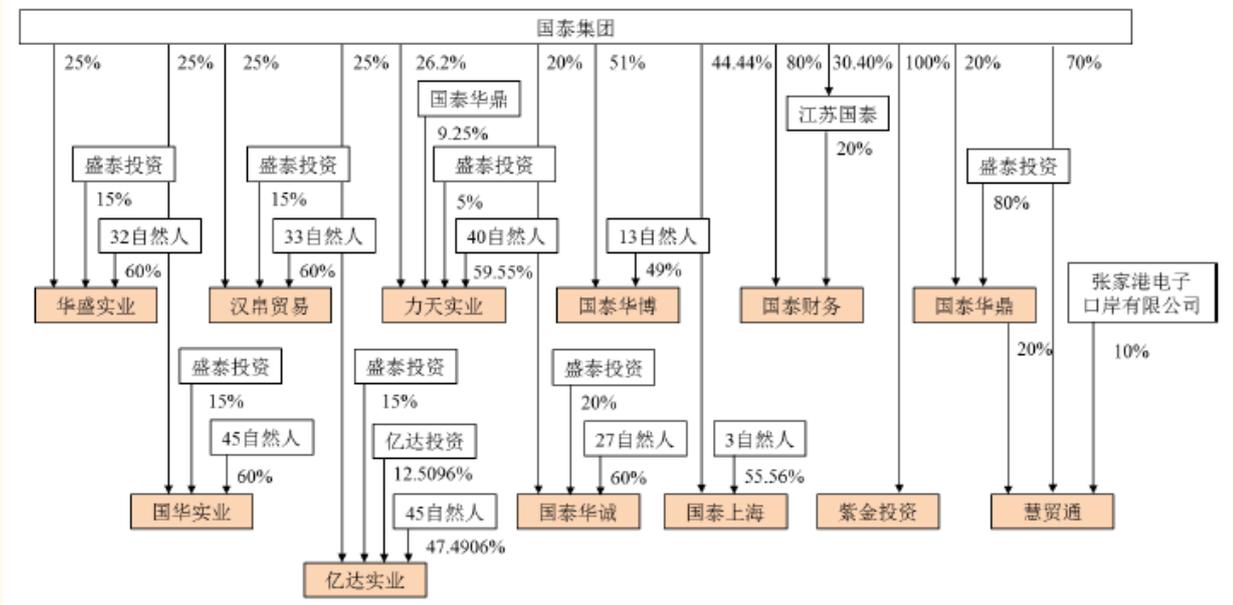


来源: Wind, 国金证券研究所

2.2 注入优质外贸资产, 实现集团整体上市

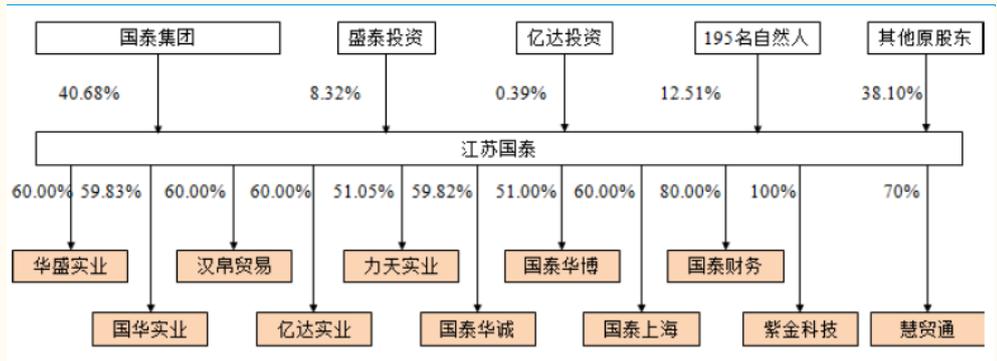
公司 2015 年 12 月公告了发行股份购买资产并募集配套资金草案, 通过发行股份及支付现金购买资产, 将集团公司 11 家子公司注入上市公司, 其中 8 家从事贸易供应链业务, 一家外贸综合服务平台和跨境电商平台 (慧贸通), 一家投资公司 (资金投资), 一家金融公司 (国泰财务)。公司将对旗下进出口贸易业务、互联网电商业务、金融投资业务等核心资源进行全面整合, 通过资本纽带、相互参股的模式, 协同企业之间资源整合, 形成贸易出口、进口、化工三轮驱动, 大大提升抗风险能力和综合竞争力。

图表 19: 重组前集团及各标的公司股权结构



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 20：重组后集团及各标的公司股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

本次交易完成后，国泰集团进出口贸易类板块基本实现整体上市，上市公司的经营规模进一步扩大。根据公司公告的本次交易前后上市公司主要财务指标对比情况，上市公司的营业收入将从交易前的 72 亿元增长至交易后的 277 亿元，营收规模增长近四倍；归母净利润从交易前的 2.4 亿元增长至 5.5 亿元。存货周转率从交易前的 15.6 提升至 18.7，提高 16.7%。通过与供应链管理类标的公司在规模效应的刺激下，公司将提升快速周转服务能力，进一步加强供应链上下游的掌控能力，增强产业话语权。

图表 21：本次交易前后上市公司主要财务指标对比情况（单位：万元）

项目	2015 年/2015 年 12 月 30 日		2014 年/2014 年 12 月 31 日	
	交易前	交易后	交易前	交易后
营业收入	729,299.68	2,772,000.66	606,134.05	2,950,370.87
营业利润	32,089.43	93,536.87	27,355.47	64,203.17
利润总额	32,867.65	97,576.85	28,011.61	67,123.22
净利润	25,292.70	74,903.00	21,943.21	49,620.32
归属于母公司所有者净利润	24,002.45	55,776.02	20,442.20	37,412.62
加权平均净资产收益率	14.73%	17.50%	14.21%	13.80%
基本每股收益（元）	0.44	0.56	0.57	0.38
资产负债率	49.98%	66.35%	42.39%	72.10%
流动比率	1.62	1.20	1.92	1.12
速动比率	1.37	1.04	1.58	0.96
应收账款周转率	6.63	8.53	8.08	9.83
存货周转率	15.62	18.69	14.17	17.13
总资产周转率	1.95	2.14	2.11	2.22

来源：公司公告，国金证券研究所

本次重组中，公司拟向国泰集团等相关交易对方合计发行约 45,280.5 万股股份、发行价格不低于 11.34 元/股。同时按照 13.52 元/股的发行价格，向不超过 10 名投资者募集资金不超过 35 亿元，主要投向海外生产基地及增资国泰财务。

图表 22：募集配套资金用途

募投项目	投资总额	拟投入募集资金
国泰东南亚纺织服装产业基地项目	105,050	101,000
国泰中非纺织服装产业基地项目	99,690	99,000
增资国泰财务	100,000	80,000
收购国泰华诚2.2666%股权	282.21	282.2
合计	-	280,282.20

来源：重组草案，国金证券研究所

三、集团化背景下综合竞争力提升，并购实现跨越式增长

3.1 国际供应链龙头发展路径：业务升级、并购扩张和全球化布局

利丰集团是全球消费品供应链服务标杆企业，被公认为世界领先的消费产品设计、生产、采购及分销公司。经过百年的发展，利丰经历了从一个简单的采购代理转变成为一个全球性供应链服务商的完整变迁，建立了超过 40 个国家 15000 家供应商所组成的全球采购网络，值得国内企业借鉴。

- 撮合买卖、收取佣金的采购中间商（1906-1976）

利丰集团于 1906 年创立，起初是一家凭借良好的外语技能撮合买卖、收取佣金的采购中间商。

- 向供应链上、下游延伸的采购公司（1976-1980）

随着贸易中介公司的生存空间日益缩小，利丰采购业务开始向供应链上下游延伸，为客户协调贸易配额资源、组织原材料采购计划以及协助生产管理。

- 全球无疆界分散生产的增值代理商（1980s）

深入了解生产要素资源的基础上进一步向上下游延伸，为客户的产品概念制订完整的生产计划，并随着全球外包兴起成为“分散生产”的先驱，在港从事如设计等高附加值的业务，而将附加值较低的业务外包其他地区。

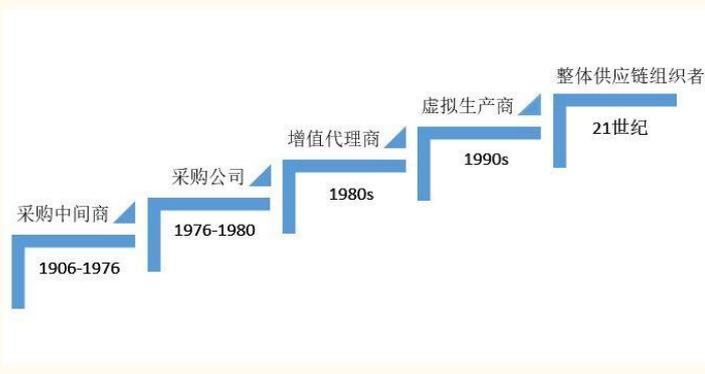
- 直接充当供应商角色的虚拟生产商（1990s）

通过收购英之杰、太古贸易、金巴莉等公司，开拓欧洲市场，深化从产品设计、采购、生产管控、物流航运等全产业链环节。利丰不再是一个中介或代理采购，而是客户的供货商，直接买家签订合同，赚取进销差价，为其进一步分解价值链，并在全球范围内合理安排价值活动。

- 整合分销零售的整体供应链组织者（21 世纪）

通过大规模收购拓展全球供应商网络、采购网络、物流网络和分销网络，进一步扩展产品种类，并通过取得 OK 便利店专营权、收购圣安娜饼屋和万邦制衣男士服饰等，向分销、零售等供应链后端延伸，打造更全面的供应链服务，成为一站式供应链服务提供者。

图表 23：利丰供应链管理模式的更迭



来源：国金证券研究所

图表 24：利丰服务供应链活动集合



来源：《利丰商业模式的演进与发展》、国金证券研究所

利丰通过兼并竞争对手，扩大业务规模，强化客户和供应商的全球覆盖率。1992 年利丰制定上市后第一个“三年计划”，战略重心是扩大业务规模，强化主营业务的客户和供应商的全球覆盖率。在收购当时最大的竞争对手、香港最大的采购贸易公司---英之杰并成功整合之后，新一轮的“三年计划”（1996-1999 年）开始实施，利丰将收购目标锁定另外两家大型竞争对手：金巴莉、Colby Group。

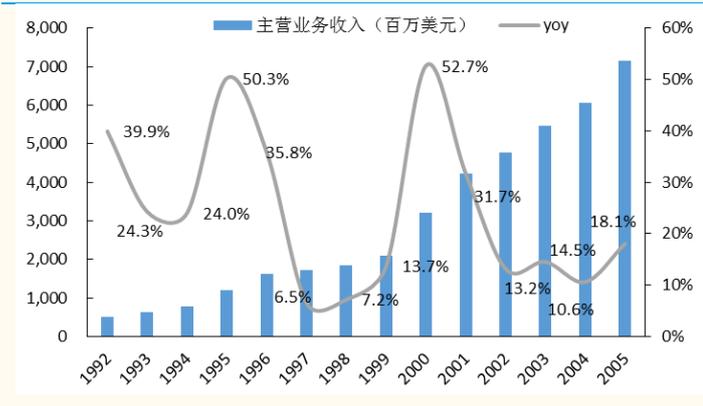
通过三起收购，利丰巩固了全港第一大采购贸易公司地位，大大增强了综合竞争力。首先，通过客户和供应商覆盖广度的上升，一方面借助标的企业强大的客户关系来开拓新的市场和业务，扩大全球范围经营活动；另一方面，积累起全球范围内更好的供应商资源，提升产品快速周转服务能力。其次，金巴莉的产品设计研发、采购等全产业链生产实现的经验和模式，补齐了利丰在“虚拟生产”和生产端的短板，使得利丰能顺利从增值代理商到虚拟生产商的实质转变，7 年间实现了收入规模数倍的扩张。最后，通过兼并收购吸收了一大批经验丰富的中层管理人员和优秀的高层经理人，大大充实了人才储备。

图表 25：1992-2000 年“虚拟生产商”阶段利丰的同业兼并收购情况

并购年份	并购标的	并购详情	业绩增长
1995	英之杰采购公司（天祥洋行）	在采购网络、市场部分等方面，利丰贸易与英之杰各有侧重，通过收购利丰成功拓展欧洲市场，加强亚太、地中海地区的采购网络拓展，改变对美国单一市场的依赖。	1998年完成整合后，利丰业务规模倍增，全球采购办事处由并购之初的27家增加为45家，客户基础由美国扩展至欧洲市场。全年利润达4.55亿港元，较1995年的2.25亿港元，增长了100%以上，实现了“三年赢利翻一番”的目标。
1999	英之杰市场推广业务	成功把英之杰的工业及机械业务、进口及分销消费产品、健康护理产品及品牌服装代理等业务收进利丰供应链中，拓展产品品类。	
1999	太古集团旗下的太古贸易和金巴莉	作为当时另一个大型竞争对手，太古集团正在由于部署巩固其航空、地产等核心业务，有意将采购贸易等非核心业务剥离。经过此次收购，利丰客户基础进一步扩大，且金巴莉具备产品设计研发、采购等能全产业链进行生产实现的经验和模式，加强利丰贸易在英国、美国及日本市场的虚拟生产能力。	1999年，利丰贸易销售额达162.97亿港元，较上一年增长13.8%；利润达5.75亿港元，较上一年增长26%以上。
2000	Colby Group	有25年历史的Colby在市场分布上与利丰贸易相近，被收购前规模保持50%以上的年增长速度，是利丰贸易一个强劲的对手。其创始人有意退出给了利丰“偶然”的收购机会。通过本次收购，利丰进一步巩固了其在美国市场的份额和客户基础的同时，亦为利丰贸易带来专业的管理团队。	2000年，在Colby的加入后，利丰贸易的销售额上升到249亿港元，利润达8.7亿港元。

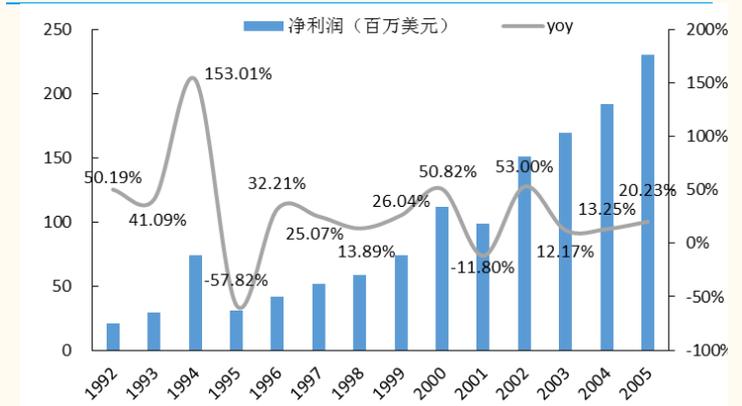
来源：《能力为本：利丰贸易 32 起成功并购》案例分析，国金证券研究所

图表 26: 1995 年和 2000 年利丰收入规模高速增长



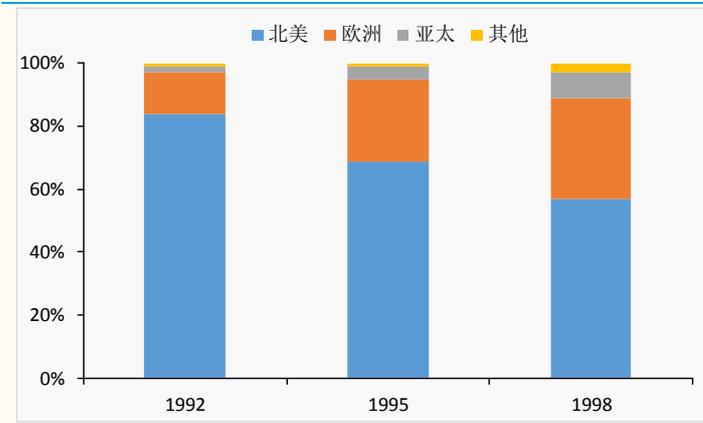
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 27: 1992-2005 年利丰净利润规模及增速



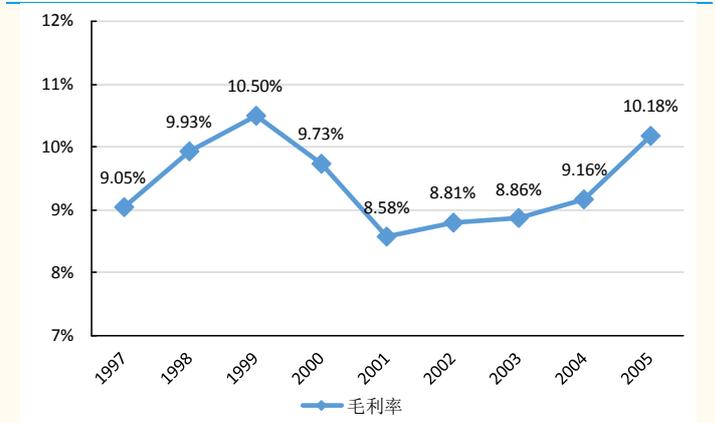
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 28: 1994-1998 年利丰逐步改善客户结构



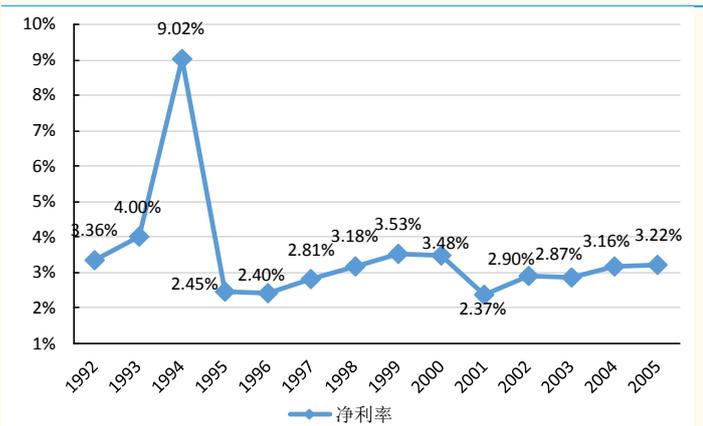
来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 29: 1997-2000 年三次同业收购后毛利率逐步上升



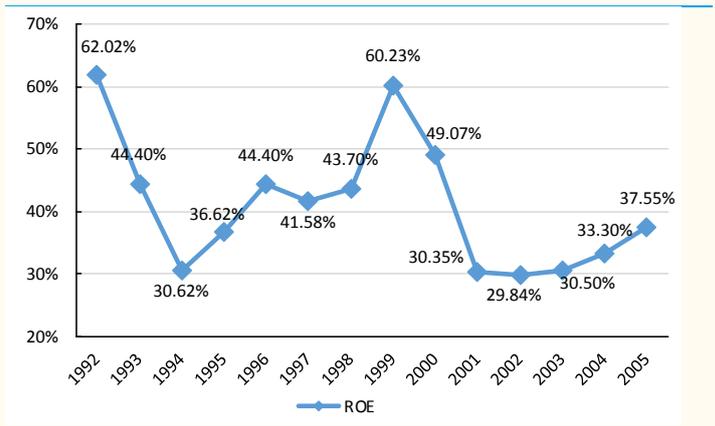
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 30: 1992-2005 年利丰净利率



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 31: 并购整合后, 利丰净资产收益率逐步提升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

2002-2004 年间利丰第二阶段的收购目标以小型企业为主。其特点是: 地域上渐远, 主要分布在欧洲、北美、南美、亚洲 (东南亚) 等地区; 主营业务上延伸, 被收购方与利丰贸易的主营业务不同, 但存在互补和协同效益; 规模上较小, 相比此时的利丰贸易, 均属小型企业。

图表 32：2002-2004 年间利丰第二阶段的收购情况

并购标的	并购时间	主营业务	金额	标的物	主要效果
Janco Overseas Limited	2002	专门从事采购非成衣消费品，当中尤其擅长为大型超市市场（美国和加拿大）提供货品	2.5亿港元	100%	发展非成衣消费品业务的策略，有利于多元化带来强劲的增长动力，并借此进入了北美大型超市
International Sourcing Group	2003	专营成衣进口的公司，客户为美国大型零售商	522万美元	收购剩下1/3股权	巩固利丰在美国的产品开发及市场推广能力，有效地实行品牌策略
Firstworld Garments	2003	为墨西哥大型零售商（Commercial Mexicana Gigante等）采购成衣，总部在香港	2700万美元	100%	有助于利丰迅速发展墨西哥及南美洲业务
International Porcelain		以旧金山为基地，提供物流及推广服务		采购业务	
BMB Apparel Limited	2004	采购供应轻便服装，专供一家英国的连锁超市	总价超过7亿港元	收购前已持有19.92%股权，本次收购余下的80.08%	拓展欧洲业务
Zee King Trading Company		主攻法国专门店市场的成衣采购		资产、业务、人力资源	
Ralsey Griyo		拥有强大的美国客户网、针织产品的设计能力，为大型零售商、专卖店及百货公司采购、供应纺织品			

来源：《能力为本：利丰贸易 32 起成功并购》案例分析，国金证券研究所

自 2004 年起，利丰贸易开始奉行“双线收购”的策略，在继续寻求大型或具有战略性的收购的同时，开始实施积极的填补式收购，以拓展新业务和产品品种范围，获取技术和能力。从 1994 年起，利丰共进行了三十五次并购，以小型商贸公司为主。通过业务升级、规模扩张和并购拓展，利丰终发展成为产业链布局完整、能力全面、全区域覆盖的全球供应链服务巨头。

3.2 供应链服务能力协同提升，海外基地建设助力全球化资源布局

集团资产注入将大大拓展经营范围和客户规模，提升全供应链服务能力。江苏国泰在纺织服装供应链的布局侧重于生产端和供应链前端，标的资产的业务内容涉及上游纱线等原材料研发供应、面料开发生产，中游生产阶段的服装设计、独立打样、成衣生产以及下游对接服务品牌商的各个环节。整体上市后，公司的经营范围和客户规模大幅提升，业务范围涵盖设计、打样、生产、储运、清关、保险、配送、金融服务，并逐渐延伸到进口、内贸、零售和品牌，向客户提供全供应链的一站式增值服务。整体上市能在原材料研发和设计、集中采购及下单、品质把控等方面提升成本控制能力和整体运营效率，通过深耕供应链服务以获取更高的服务溢价，形成较高的服务壁垒。

集团核心客户囊括世界最领先的快时尚品牌集团，代表品牌包括 Zara、Primark、GIII、H&M、GAP、UNIQLO、MUJI、C&A、TOPSHOP 等，2015 年，PRIMARK、GIII 等单一品牌客户的年出口额达 1 亿美金以上，年订单规模稳定增长。

图表 33：进出口业务板块注入的子公司及行业地位

标的资产	主营业务	主要市场及客户	核心能力	2014年中国纺织品服装出口企业百
华盛实业	以进出口贸易为主，出口品种包括：服装类、纱线及面料产品等；进口品种包括：轻工产品类、原木木材类、纺织原料类、纺织纱线及织物类和机电产品类	欧美快时尚品牌PRIMARK、Gill	具有高素质的员工团队及良好的研发能力，建有专业的纱线和服装设计团队以及拥有近200人的打样技术人才	13
国华实业	纺织服装类：原材料（棉花）、纱线、面料、成衣	欧美快时尚品牌H&M、GAP、INDITEX旗下的ZARA、PullandBear、Bershka、Stradivarius	快时尚产品稳定供应商，优秀的开发设计能力、快交期能力、成本控制能力	27
汉帛贸易	毛针织、纱线、面料和服装等商品的进出口贸易，已整合毛针织原料、生产、销售、服务等各个环节。	ESPRIT、H&M、GAP、UNIQLO、GU、MANGO。在国内拥有有2家全资生产工厂及500余家紧密合作的配套货源基地，并在香港、美国、孟加拉等多个国家和地区设有办事处。	拥有专业的纺织品检测实验室、纱线研发中心、服装设计工作室及独立的打样中心；	34
亿达实业	服装、纱线及面料、家纺	欧美及东南亚市场，客户为利丰、C&A、MERRYLINK；3年前开始入驻东南亚及中国西部市场	凭借其工厂调度能力形成了稳定的生产基地及供货能力	69
力天实业	服装、面料、大中型设备及船舶		实现商品形态、贸易形态、客户形态和市场形态的创新延伸	63
国泰华诚	化医：医药原料药； 家纺：毛毯、面料、浴巾、枕套等 服装：成人装、童装、婴儿装等	新兴市场为主：印度、非洲（覆盖尼日利亚、肯尼亚、埃塞俄比亚及苏丹等国）以及阿根廷、巴西、哥伦比亚、巴拉圭、秘鲁、智利，以及俄罗斯、白俄罗斯、乌克兰、乌兹别克斯坦		
国泰华博	棉花、木薯淀粉为主的农产品和汽车、食品等			
国泰上海	主打梭织茄克衫、水洗茄克衫	主要市场位于欧洲	依托上海的优势信息资源，全球化采购和供应链管理等优势	

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 34：公司实现供应链服务流程全覆盖

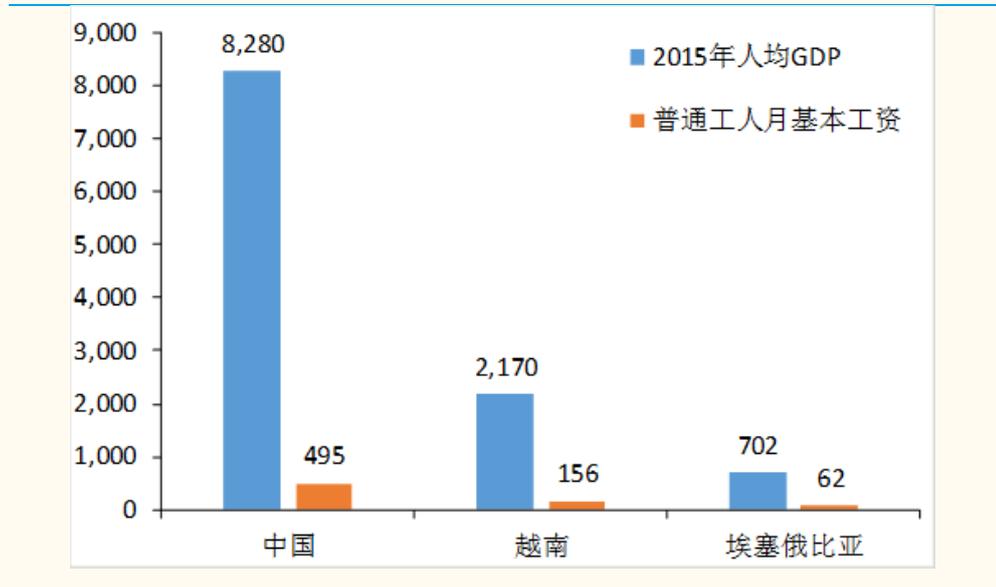


来源：公司公告，国金证券研究所

定增投入海外生产基地，全球化供应链资源布局提升竞争力。公司本次募集资金将用于越南、埃塞俄比亚的纺织服装产业基地建设，投资总额分别为 10.5 亿元和 9.97 亿元。国内纺织服装生产企业成本压力居高不下，东南亚、南亚、中南美洲等竞争对手积极利用其低廉的劳动力成本，大力扶持纺织服装等传统劳动密集型产业发展，抢占国际市场份额。公司海外基地建成之后将能享受当地廉价的劳动力以及税收优惠，可有效降低上游供应链的生产成本，满足产品产地更多元化的需求，提升公司以及合作供应商整体竞争力。

同时，公司在东南亚建设纺织服装工艺基地，能够摆脱一些国家针对我国的贸易歧视政策和出口产品的不公平待遇，有效降低公司所面临的外部市场风险，提升整体抗风险能力。

图表 35：越南、埃塞俄比亚生产成本优势明显（单位：美元）



来源：公司公告，国金证券研究所

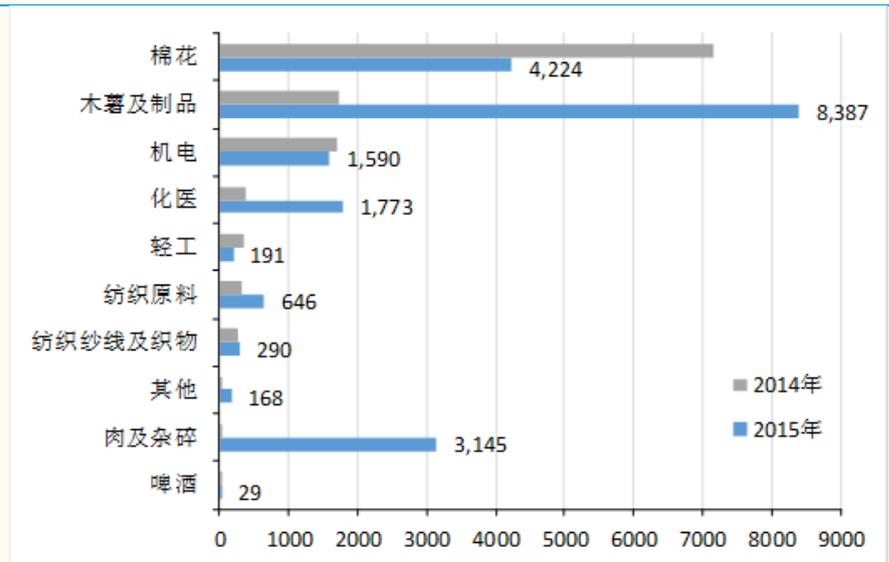
我们看好整体上市后，供应链服务板块发展前景：1) 快时尚品牌适应全球经济低迷环境下的消费升级需求，随着在中国等新市场的扩张渗透，未来将保持稳定、快速的规模增长，带动相关产业链的持续发展；2) 欧美地区快时尚品牌在中国地区的采购份额仍不高，如 Inditex 全球去年采购量是 50-60 亿欧元之间，采购范围主要在欧洲，在亚洲不超过 20 亿欧元，仅占 1/3，份额仍有较大增长空间；3) 快时尚品牌供应链管理服务的进入壁垒较高，一旦形成合作关系将非常稳定，随着合作的长期深入、公司服务能力的积累和全球化资源布局，在品牌、品类、数量、服务深度和议价能力上均有提升空间；4) 借助上市公司投融资支持，公司有望通过海外布局、并购等方式整合更多优势资源，提升整体竞争力。

3.3 进口消费品和跨境服务平台业务有望成为新增长点

依托全球渠道资源，大力发展消费品进口业务。公司目前进口业务主要品种包括：棉花、木薯淀粉为主的农产品和汽车、食品等。上游合作伙伴是路易达孚、百德瑞斯、伊卡姆等大型外商，下游是生产企业、贸易商和大型国有企业等，拥有自己的港口仓库，旗下张家港保税区顺昌国际物流有限公司是位于张家港保税区东大门的一家规模较大、运营规范的仓储企业，专门从事棉花、棉纱、亚麻、晴纶丝束等商品的仓储工作。

公司与 100 多个国家有贸易往来，积累了非常丰厚的渠道价值，未来进口将主要以生活消费品为主，国内市场进一步下沉到商超等渠道，优质国外资源将考虑采用并购或者合资运营形式增强进展优势，同时探索进口消费品垂直电商平台的搭建。

图表 36：国泰华博进口商品规模（单位：万美元）



来源：公司公告，国金证券研究所

互联网+跨境综合服务，平台优势领先。慧贸通是国泰集团和张家港电子口岸有限公司共同出资建立的国内领先的智慧外贸综合服务商，为各类中小企业提供在线外贸订单成交、单证制作、物流运输、报关报检、收汇结汇、核销退税、信保金融等全流程一站式进出口服务。未来公司将创新商业服务模式，以互联网为载体，立足国际国内两个市场资源整合，把信息化管控、供应链协同、市场和消费者服务有机结合。同时，利用现有平台与资源优势，进一步推进跨境消费品进口业务垂直电商平台的搭建，为服务跨境贸易、跨境电商的上下游企业提供商流、物流、信息流、资金流四流合一的供应链整体解决方案，并逐渐延伸至零售和品牌专营业务。

3.4 投入 1.5 亿元扩建电解液项目，化工业务保持高增长

子公司华荣化工主要生产锂电池电解液和硅烷偶联剂，受益于政策推动新能源汽车市场爆发式增长，2016 年上半年公司实现营业收入为 4.43 亿元，同比增长 93.4%，净利润为 7,454.7 万元，同比增长 70.45%。

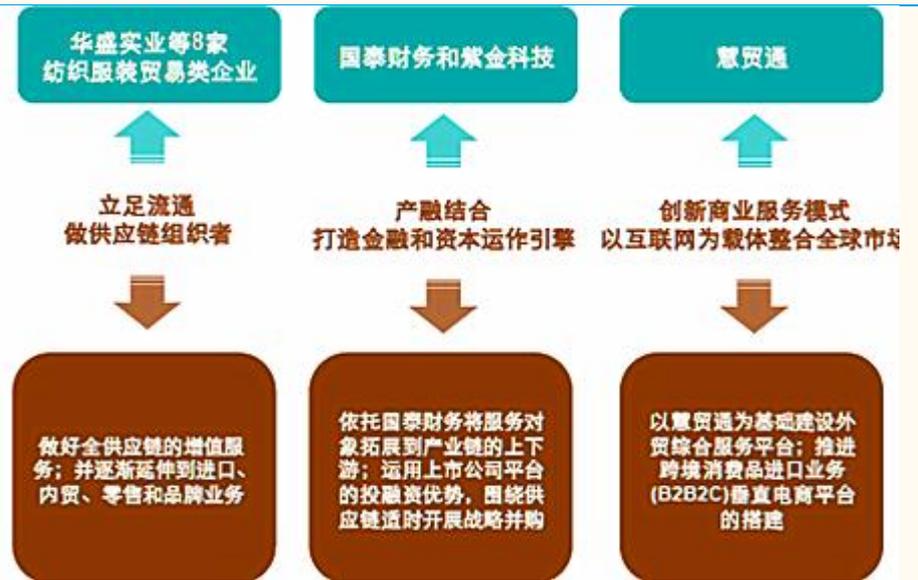
2016 年 8 月，国泰华荣化工拟建设年产 2 万吨锂离子动力电池电解液扩建项目，项目总投资约 1.5 亿元，完成后华荣化工锂离子电池电解液的生产能力将达到 3 万吨/年。项目建设期为 1 年，项目正常运转后，预计可增加营业收入 12 亿元/年，净利润 6,477.9 万元/年。化工板块大幅度扩大产能，有利于满足新能源汽车动力电池客户日益增长的需求。未来华荣化工将继续加大研发投入，加强与客户的深度合作，着力拓展细分市场，保持电解液行业的优势地位。

3.5 集团投融资功能凸显，产业并购推动跨越式增长

集团注入了国泰财务和紫金科技两家金融功能的子公司。一方面，依托国泰财务，利用其金融服务和风险控制功能，强化内部资金实时管控和集约化运营，防控系统性风险，降低经营成本，同时进一步探索跨境结算、离岸金融等业务，为成员企业提供各项增值服务，创造良好的经济效益；另一方面，紫金科技将充分运用上市公司平台的投融资优势，放眼国际国内两个市场，围绕整个供应链择机开展战略并购，打造成为一流国际化综合商社。

借鉴利丰的并购、成长路径，整体上市后，公司围绕供应链服务的纵向延伸和横向扩张也离不开产业并购支持，能够补齐能力短板、扩大客户规模和区域覆盖，强化对客户的综合服务能力。同时，针对新能源、消费品进口和电商等新业务，公司也将适时通过并购手段，加强源头控制和业务规模积累。

图表 37：出口贸易、金融投资、互联网电商三方面核心资源全面整合



来源：公司公告，国金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

去年下半年以来人民币进入了贬值周期，汇改以来已累计贬值近 10%。中长期来看，外贸行业有望提升竞争力，恢复平稳增长，短期外贸企业也将受益于贬值带来的毛利率和净利率提升。公司 1-9 月实现营业收入 57.34 亿，同比增长 19.19%，归母净利润 2.42 亿，同比增长 31.42%。

本次重组并入的子公司 2016 年、2017 年和 2018 年业绩承诺合计为 3.54 亿元、3.99 亿元和 4.52 亿元。暂不考虑重组影响，我们预计 2016-18 年收入增速分别为 14.2%、11.8%、11.1%，净利润增速 31.0%、22.6%、26.1%，16-18 年 EPS 分别为 0.58、0.71、0.89 元，对应 PE 分别为 24.3X、19.9X、15.7X。参考业绩承诺及考虑募集资金影响，预测 16-18 年 EPS（摊薄后）分别为 0.54、0.69、0.84 元，重组后总市值对应 PE 分别为 25.8X、20.4X、16.8X。

图表 38：本次注入的 11 家集团子公司利润承诺以及以前的收入规模

标的公司	承诺净利润（万元）			权益比例	承诺归母利润（万元）			收入（百万元）		净利润（百万元）		
	2016年	2017年	2018年		2016年	2017年	2018年	2015年	2014年	2015年	2014年	
华盛实业	12179	13505	15275	60.0%	7307	8103	9165	5446.1	4633.8	54.8	82.8	
国华实业	11833	13842	15933	59.8%	7080	8282	9533	3091.5	3085.6	84.3	63.1	
汉帛贸易	9399	10799	11971	60.0%	5639	6479	7183	3664.7	3262.7	84.5	68.1	
亿达实业	8599	9499	10499	60.0%	5159	5699	6299	2269.8	2315.6	69.7	45.3	
力天实业	7465	10168	11532	51.1%	3811	5191	5887	3069.8	6827.4	8.7	-49.3	
国泰华博	1492	1664	1860	51.0%	761	849	949	2053.4	2775.2	10.3	7.4	
国泰上海	1511	1659	1831	60.0%	907	995	1099	78.7	94.3	7.4	10.3	
国泰华城	860	1048	1199	59.8%	514	627	717	438.3	511.0	9.6	7.1	
紫金科技所持部分资产	盐城公司	248	254	252	100.0%	248	254	252	34.5	28.2	36.3	-25.5
	盱眙公司	52	41	44	100.0%	52	41	44				
	朗诗置业	2591	2090	2230	45.0%	2591	2090	2230				
	朗坤置业	1878	997	2449	22.5%	1878	997	2449				
	科创大厦	1951	1951	1951	100.0%	1951	1951	1951				

来源：公司公告，国金证券研究所

投资建议

快时尚品牌供应链管理服务的进入壁垒较高，一旦形成合作关系将非常稳定，随着合作的长期深入、公司服务能力的积累和全球化资源布局，在品牌、品类、数量、服务深度和议价能力上均有提升空间。整体上市后，公司供应链服务的经营范围和客户规模大幅提升，有助于提升成本控制能力和整体运营效率，获取更高服务溢价。化工业务产能扩张将进一步扩大优势地位，进口消费品和电商业务有望成为新增长点。借助上市公司投融资支持，公司将通过海外布局、并购等方式整合更多优势资源，提升整体竞争力。同时，公司高度重视人才内部培养和团队稳定性，采取市场化的机制和制度，通过员工持股最大化激励核心团队，将助力战略推进。**首次覆盖给予“买入”评级！**

五、风险提示

- 1、国际局势和外贸政策变化对公司主营业务形成不利影响。
- 2、锂离子电池电解液项目投产不及预期。
- 3、海外消费需求大幅下滑。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	5,608	6,061	7,293	8,330	9,313	10,351
增长率		8.1%	20.3%	14.2%	11.8%	11.1%
主营业务成本	-4,941	-5,247	-6,314	-7,156	-7,982	-8,837
%销售收入	88.1%	86.6%	86.6%	85.9%	85.7%	85.4%
毛利	667	814	979	1,174	1,331	1,514
%销售收入	11.9%	13.4%	13.4%	14.1%	14.3%	14.6%
营业税金及附加	-6	-8	-8	-8	-9	-10
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-293	-348	-477	-541	-605	-652
%销售收入	5.2%	5.7%	6.5%	6.5%	6.5%	6.3%
管理费用	-128	-149	-146	-192	-214	-228
%销售收入	2.3%	2.5%	2.0%	2.3%	2.3%	2.2%
息税前利润 (EBIT)	239	309	348	433	502	624
%销售收入	4.3%	5.1%	4.8%	5.2%	5.4%	6.0%
财务费用	-12	-20	-9	-17	6	16
%销售收入	0.2%	0.3%	0.1%	0.2%	-0.1%	-0.2%
资产减值损失	-10	-21	-31	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	5	13	8	8	8
%税前利润	1.4%	2.0%	4.0%	1.8%	1.5%	1.2%
营业利润	221	274	321	424	516	647
营业利润率	3.9%	4.5%	4.4%	5.1%	5.5%	6.3%
营业外收支	19	7	8	10	10	10
税前利润	240	280	329	434	526	657
利润率	4.3%	4.6%	4.5%	5.2%	5.7%	6.3%
所得税	-50	-61	-76	-100	-121	-151
所得税率	20.8%	21.7%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%
净利润	190	219	253	334	405	506
少数股东损益	21	15	13	20	20	20
归属于母公司的净利润	169	204	240	314	385	486
净利率	3.0%	3.4%	3.3%	3.8%	4.1%	4.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	190	219	253	334	405	506
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	40	55	71	47	53	55
非经营收益	8	3	-10	14	-13	-18
营运资金变动	-110	-215	-472	132	-47	-55
经营活动现金净流	128	63	-157	527	398	489
资本开支	-46	-63	-120	-138	-10	-10
投资	-25	-159	-185	0	0	0
其他	13	11	19	8	8	8
投资活动现金净流	-58	-211	-285	-130	-2	-2
股权募资	0	11	18	184	0	0
债权募资	-8	218	444	-587	-141	1
其他	-58	-65	-67	-25	-195	-98
筹资活动现金净流	-66	164	395	-427	-336	-97
现金净流量	4	15	-48	-30	59	390

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	564	579	530	500	559	949
应收款项	573	775	1,150	1,110	1,204	1,307
存货	204	409	447	510	569	629
其他流动资产	292	519	837	879	929	980
流动资产	1,633	2,281	2,965	2,999	3,261	3,866
%总资产	75.5%	79.4%	79.2%	77.4%	79.5%	82.7%
长期投资	118	132	206	206	206	206
固定资产	340	360	409	433	406	375
%总资产	15.7%	12.5%	10.9%	11.2%	9.9%	8.0%
无形资产	54	46	72	146	141	137
非流动资产	530	592	780	876	843	808
%总资产	24.5%	20.6%	20.8%	22.6%	20.5%	17.3%
资产总计	2,163	2,873	3,745	3,875	4,104	4,674
短期借款	30	247	692	141	0	0
应付款项	604	853	1,025	1,187	1,324	1,466
其他流动负债	37	87	118	343	268	287
流动负债	670	1,187	1,835	1,671	1,592	1,753
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	29	31	37	0	0	0
负债	700	1,218	1,872	1,671	1,592	1,754
普通股股东权益	1,357	1,528	1,736	2,047	2,335	2,723
少数股东权益	106	127	137	157	177	197
负债股东权益合计	2,163	2,873	3,745	3,875	4,104	4,674

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.470	0.568	0.667	0.576	0.706	0.890
每股净资产	3.770	4.244	4.824	3.764	4.292	5.005
每股经营现金净流	0.356	0.175	-0.437	0.969	0.731	0.898
每股股利	0.150	0.120	0.150	0.350	0.180	0.180
回报率						
净资产收益率	12.47%	13.38%	13.82%	15.36%	16.50%	17.85%
总资产收益率	7.82%	7.12%	6.41%	8.11%	9.39%	10.40%
投入资本收益率	12.70%	12.72%	10.43%	14.22%	15.39%	16.44%
增长率						
主营业务收入增长率	16.12%	8.09%	20.32%	14.22%	11.80%	11.15%
EBIT 增长率	-4.30%	29.06%	12.44%	24.59%	15.96%	24.21%
净利润增长率	-11.60%	20.83%	17.42%	30.99%	22.57%	26.14%
总资产增长率	8.05%	32.85%	30.34%	3.49%	5.90%	13.89%
资产管理能力						
应收账款周转天数	32.2	38.7	46.3	44.0	44.0	44.0
存货周转天数	15.0	21.3	24.7	26.0	26.0	26.0
应付账款周转天数	33.5	41.3	48.2	46.0	46.0	46.0
固定资产周转天数	21.6	20.3	19.8	16.2	14.2	12.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-36.49%	-20.00%	8.64%	-16.27%	-22.27%	-32.47%
EBIT 利息保障倍数	20.4	15.8	38.1	25.9	-79.5	-40.0
资产负债率	32.35%	42.39%	49.98%	43.13%	38.80%	37.53%

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

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