

## 资源与环境研究中心

**新能泰山(000720.SZ)买入(首次评级)**

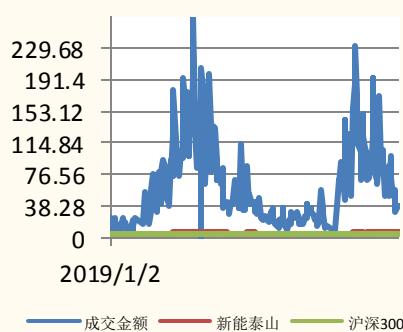
公司深度研究

市场价格(人民币): 5.45元

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	12.90
已上市流通A股(亿股)	8.63
总市值(亿元)	71.32
年内股价最高最低(元)	5.94/5.53
沪深300指数	4082
深证成指	10366

成交金额(百万元)



## 公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	-0.426	0.832	0.458	0.596	0.729
每股净资产(元)	0.864	1.690	2.032	2.628	3.357
每股经营性现金流(元)	0.307	1.120	-1.209	-0.637	0.049
市盈率(倍)	-10.52	4.17	11.89	9.14	7.48
净利润增长率(%)	722.95%	-295.46%	-44.91%	30.05%	22.27%
净资产收益率(%)	-49.27%	49.23%	22.56%	22.68%	21.71%
总股本(百万股)	1,289.65	1,289.65	1,289.65	1,289.65	1,289.65

来源:公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **背靠华能，华丽转型能源互联网平台：**公司于2018年将原有煤炭、电力业务出售，保留盈利较强的产业园运营及电线电缆业务，并开展大宗商品供应链业务（主要为煤炭）。重组后，依靠科技赋能以公司智慧供应链平台为主体（“一体”）大力挖掘产业链机会，通过产业园开发运营业务和电线电缆业务为支撑（“两翼”）寻求业绩新增长。
- **一体：万亿供应链金融市场，公司产业链新机遇：**我国目前供应链金融体系渗透率低，优秀的供应链金融提供者应有30%的供应商被供应链金融产品覆盖。按照20%的渗透率预测，2018年我国市场空间为2万亿元左右。公司向智慧供应链转型的重点业务包括物流仓储平台、电商交易平台、供应链金融服务平台，着眼于煤炭、电力配件、冶金产品交易及供应链金融服务。基于华能集团电力产供销体系，同时上海电商或将注入，公司供应链业务布局初成。2019年上半年营收高达5.17亿元，较去年全年提升数倍。
- **左翼：探路产业园、盘活土地利用，多元发展加深产业链厚度：**公司作为华能集团土地盘活平台正大力发展产业园开发。目前公司手握南京江山汇及重庆江北区项目，这两块项目地理位置优越，2018年仅江山汇C地块销售收入占总营收比重达46%，今年江山汇C座剩余住宅出售，E座办公楼作价6.8亿元卖予华能置业，江山汇其余地块也开工建设，未来两年或迎来爆发。同时，华能集团电厂闲置土地多，未来或有注入预期。
- **右翼：电缆业务以量取胜，创造供应链金融又一城：**电线电缆业务稳定增长，与智慧供应链建设形成协同效应。2019上半年电缆业务营收9.9亿元，同比增速20.2%，毛利率16.8%，稳定助力公司业绩回升。同时电线电缆作为大宗供应链商品之一，与公司智慧供应链建设形成协同效应。

## 投资建议

- 我们预计公司2019-2021年营业收入为39.09/42.23/49.42亿元，归母净利润为5.91/7.69/9.40亿元，对应EPS为0.46、0.60和0.73，对应PE为12、9、7倍。根据分部估值法，公司目标价6.8元，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 风险

- 项目进度不达预期的风险，资产注入进度不达预期，限售股解禁的风险，应收账款和存货增加导致公司现金流变差的风险。

李蓉	联系人	lirong@gjzq.com.cn
娜敏	联系人	namin@gjzq.com.cn
孙春旭	分析师SAC执业编号:	S1130518090002 sunchunxu@gjzq.com.cn

## 内容目录

华能集团旗下上市公司，定位能源物联网综合平台 .....	4
华能集团控股公司，华丽转型能源物联网平台 .....	4
借力国企深改东风，重组整合扭亏为盈.....	5
一体：万亿供应链金融市场，公司产业链新机遇.....	7
电企经营发展平稳化，供应链创造新价值.....	10
一体补充：布局大宗商品电商平台，产业链纵向延伸求发展.....	11
左翼：探路产业园、盘活土地利用，多元发展加深产业链厚度.....	12
右翼：电缆业务以量取胜，创造供应链金融又一城 .....	16
盈利预测与估值.....	16
风险提示 .....	18

## 图表目录

图表 1：新能泰山公司发展史 .....	4
图表 2：新能泰山股权结构图 (截止至 2019 年 6 月).....	5
图表 3：公司历年营业收入（亿元） .....	6
图表 4：公司归母净利（亿元） .....	6
图表 5：新能泰山主营业务收入结构（截止至 2019 年 6 月，亿元） .....	7
图表 6：供应链金融业务示意图 .....	7
图表 7：2018 年中国分企业规模贷款结构 .....	8
图表 8：供应链金融交易形态 .....	8
图表 9：2013-2018 年中小型工业企业应收账款及存货规模.....	9
图表 10：2013-2018 年中小企业贷款需求指数及银行贷款审批指数 .....	9
图表 11：市场规模 .....	9
图表 12：2019-2023 年中国供应链金融市场预估规模及增长率 .....	10
图表 13：江苏智链商业保理有限公司股东信息 .....	10
图表 14：大宗商品电商平台发展三阶段.....	12
图表 15：我国产业园区开发阶段 .....	13
图表 16：产业园运作模式 .....	14
图表 17：江山汇及江山汇金项目开发情况 .....	14
图表 18：江山汇及江山汇金项目开发情况 .....	15
图表 19：南京:住宅销售价格（元/平） .....	15
图表 20：项目房价与鼓楼区对比 .....	15
图表 21：公司电缆线业务历年营收（亿元） .....	16
图表 22：新能泰山分部营收预测（单位：百万元） .....	17
图表 23：新能泰山产业园业务行业对比（单位：亿元） .....	18
图表 24：新能泰山供应链金融业务行业对比（单位：亿元） .....	18
图表 25：新能泰山电线电缆业务行业对比（单位：亿元） .....	18

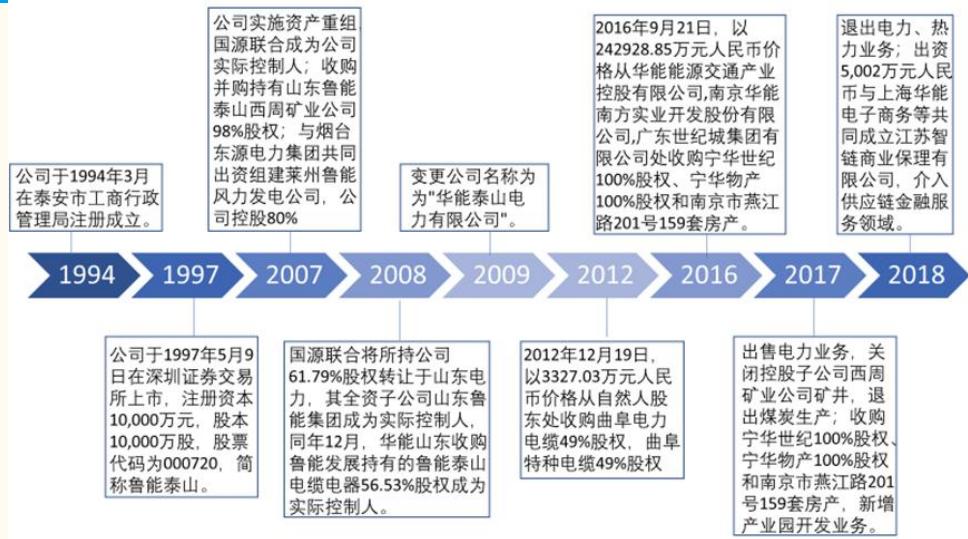
图表 26: 供应链金融企业 2018 年财务情况对比 (亿元) .....	19
图表 27: 公司供应链金融业务毛利率情况 (亿元) .....	19

## 华能集团旗下上市公司，定位能源物联网综合平台

### 华能集团控股公司，华丽转型能源物联网平台

- 公司于1994年3月在泰安市工商行政管理局注册成立，于1997年5月9日在深圳证券交易所上市。公司经营范围电线电缆、电子产品、电器机械及器材、输变电设备、橡皮及塑料制品的生产、销售；金属材料压延加工。2008年12月，华能山东收购鲁能发展持有的鲁能泰山电缆电器56.53%股权成为间接控制人，实际控制人变更为国资委全资控股的中国华能集团。
- 2016年1月，本公司控股股东华能泰山电力有限公司将所持本公司16008.7812万股股份协议转让给华能能源交通产业控股有限公司持有，能源交通公司成为公司控股股东，实际控制人仍为中国华能集团。
- 2017年公司实施重大资产出售，将原有部分电力、煤炭业务出售关闭了控股子公司西周矿业公司矿井，退出煤炭生产。同年，新能泰山通过发行股份方式收购宁华世纪100%股权、宁华物产100%股权和南京市燕江路201号159套房产，新增产业园开发业务。
- 2018年上半年，公司再次实施重大资产出售，将原有电力、煤炭业务及上市公司母公司相关资产和负债出售，保留盈利能力较强的产业园开发运营业务以及盈利能力稳定的电线电缆业务。
- 随着国企混改的不断推进，我们预计新能泰山有望进一步整合华能集团大宗商品供应链与产业园运营等业务领域，重点发展能源物联网相关产业链增值服务，成为华能集团在能源物联网建设中的重要引擎。

**图表1：新能泰山公司发展史**



来源：Wind，国金证券研究所

- 新能泰山前三大股东为华能能源交通公司、南京华能南方实业、广东世纪城，持股比例分别为23.26%、17.36%、6.84%。实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会，华能集团通过华能能源交通公司持有公司23.26%股权。

图表 2：新能泰山股权结构图(截止至 2019 年 6 月)



来源：Wind，国金证券研究所

- 华能集团成立于 1989 年，注册资本 349 亿元人民币，是经国务院批准成立的国有重要骨干企业，主营业务为电源开发、投资、建设、经营和管理，电力（热力）生产和销售，金融、煤炭、交通运输、新能源、环保相关产业及产品的开发、投资、建设、生产、销售，实业投资经营及管理。到 2018 年底，全资及控股电厂装机 17657 万千瓦，煤炭产能 7760 万吨/年。资产总额和金融管理资产规模均超过 1 万亿元，主要生产经营指标保持行业领先。在国内发电企业中率先进入世界 500 强，17 次获得国资委业绩考核 A 级和央企负责人任期考核 A 级，在可比企业中次数最多。

#### 借力国企深改东风，重组整合扭亏为盈

- 国企改革进入深水区：2018 年以来，国企改革环境发生巨大变化，一方面经济承压，稳增长的压力明显加大；另一方面美欧一直要求中国深化国企改革，强化市场竞争程度。在此背景下，国企整合重组不断推进，国企改革“双百行动”正式启动，“混改”持续发力；国有资本投资、运营公司扩容；重组整合、历史遗留问题的解决，也在平稳有序推进之中；董事会授权、员工持股试点、三项制度改革等多項机制改革，以及以管资本为主的监管模式建设，也在积极深入探索。上述改革措施表明，国家正在全面落实改革任务，全面激发企业活力，确保企业营业收入与利润继续保持平稳增长，充分发挥国有企业在经济社会发展的“稳定器”“压舱石”作用。
- 平台战略定位新转型：华能集团旗下共计有六家上市公司：分别为华能国际、内蒙华电、华能水电、华能新能源、长城证券、新能泰山，其中华能国际、内蒙华电、华能水电、华能新能源分别作为华能集团最大独立发电商、内蒙中西部发电商、水电及新能源发电平台，长城证券作为华能集团金融板块上市公司平台，比较之下，公司则将成为华能集团电商平台。
- 煤价高企导致连续亏损：2016 年和 2017 年，公司受煤炭去产能控产量政策影响，电煤供需形势偏紧，煤炭价格不断攀升且保持高位运行。电价下调、煤炭价格上涨、发电量减少的多重原因导致公司连续两年亏损。
- 资产重组一体两翼创新高：基于“混改”，背靠华能集团，公司得以剥离亏损资产注入优质供应链资产，在 2018 年公司实施重大资产出售，将原有电力、煤炭业务及上市公司母公司相关资产和负债出售，公司产业结构发生根本性的变化。重组后，依靠科技赋能以公司智慧供应链平台为主体（“一体”）大力挖掘产业链机会，通过产业园开发运营业务和电线电缆业务为支撑（“两翼”）寻求业绩新增长。2018 年当年扭亏，公司利润指标创历史新高水平，实现营收 26.03 亿元，归母净利 10.73 亿元。

- 2019 年 1-9 月，公司三项业务齐发力，实现营收 24.11 亿元，同比增长 117.36%，归母净利 3.7 亿元，同比下降 33.35%。归母净利下降原因主要在于去年同期公司实施重大资产出售，资产转让收益较大。

图表 3：公司历年营业收入（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：公司归母净利（亿元）



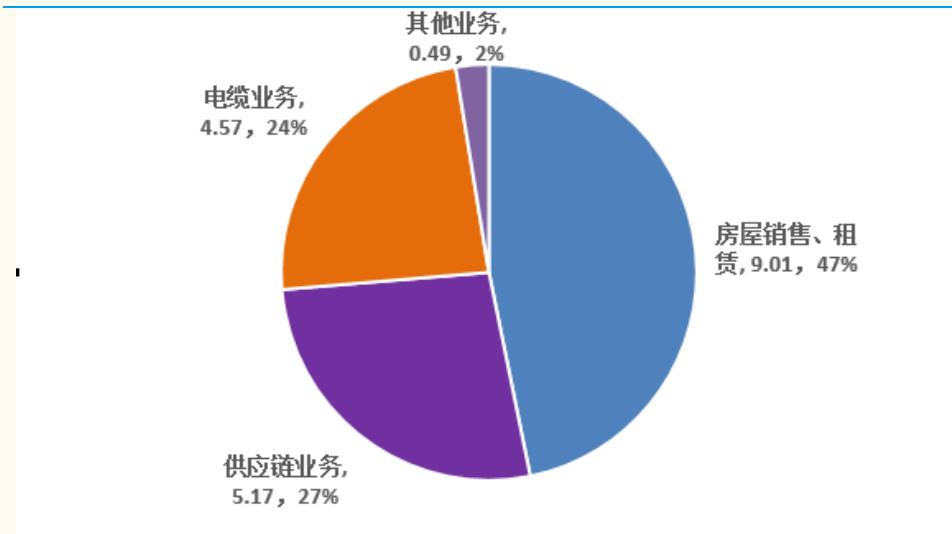
来源：Wind，国金证券研究所

- **大宗商品智慧供应链集成：**公司自 2018 年公司新开展了大宗商品供应链业务，旗下华能大宗“智能”产品架构——通过数据驱动云端资源，以“智”打造“能”系列产品为核心的智慧供应链集成服务体系，并从行业痛点出发，分“五能”详细分享了平台在能源行业端到端全链条的智能化应用解决方案。在向大宗商品智慧供应链集成服务商发展转型的过程中，公司加大了开展大宗商品供应链业务的力度，2019 年 1-6 月实现营业收入 5.18 亿元。
- **能源物联产业园开发运营：**公司全资子公司宁华物产拥有资产开发、资产运营及物业管理三大运营模式，具有多年的企业管理和运营经验，具有较强的房地产项目开发和运营管理能力。2019 年 1 月-6 月，公司产业园运营业务营收 9.01 亿元，相比去年同期的 0.73 亿元增加 8.28 亿元，收入大幅

增长的原因是本期公司子公司宁华世纪部分住宅实现交付确认营业收入所致。

- **精细管理市场领先电缆业务：**公司控股子公司曲阜电缆拥有独立完整的采购、生产和销售体系，公司根据生产能力、市场需求，独立自主开展生产经营活动。尽管国内电缆市场竞争十分激烈，行业监管更加严格。面对严峻的市场形势，公司控股子公司曲阜电缆坚持“市场领先、精细管理”的治企方针，根据市场变化，抢抓机遇，在保有了原有的市场份额的同时，积极开拓新市场，取得了较好的成效，2019年1-6月实现营业收入4.57亿元，同比增长16.64%。

**图表5：新能泰山主营业务收入结构（截至至2019年6月，亿元）**

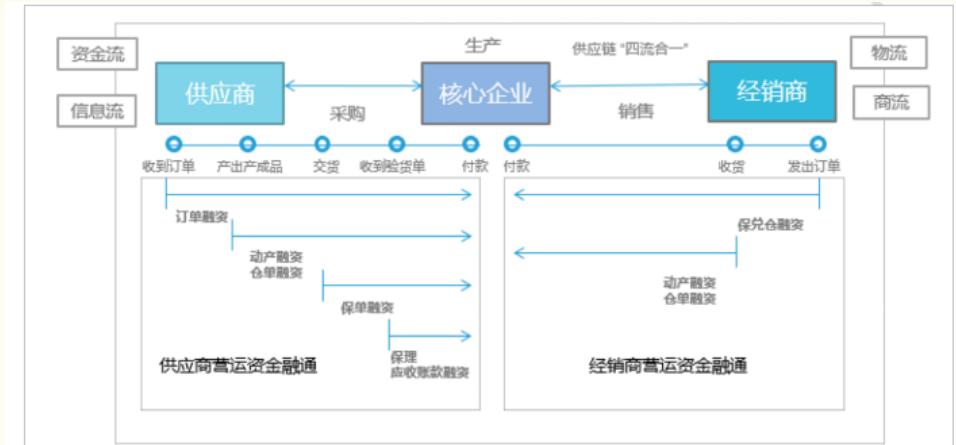


来源：Wind，国金证券研究所

### 一体：万亿供应链金融市场，公司产业链新机遇

- **“四流合一”供应链金融：**供应链的运作以核心企业为依托，以供应链上下游真实贸易为基础，以企业贸易行为所产生的确定的未来现金流为直接还款来源，配合第三方监管等手段，封闭供应链环节的资金流或者控制物权，为上下游企业提供授信、结算、理财等综合性金融产品及服务。供应链金融很好的实现“物流”、“资金流”、“信息流”、“商流”的四流合一，可以促进整个“链条”的运转，给中小企业赢得了更多的商机。

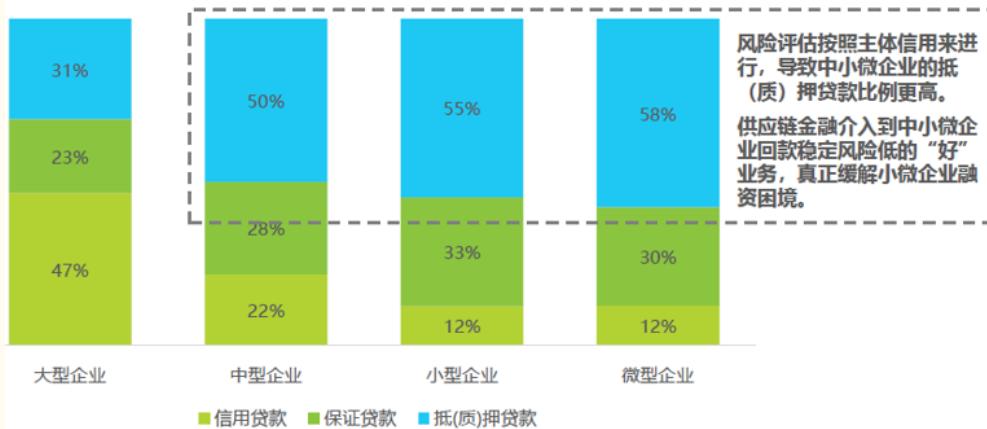
**图表6：供应链金融业务示意图**



来源：可信区块链，国金证券研究所

- 小微企业融资难成就供应链金融。由于中小微企业的信用水平不及大型企业，需要更多的抵押担保来补充，但这背后更深层次的原因在于风险评估是按照主体信用来进行的。供应链金融利用链条交易关系的贸易自偿性，有效解决了中小企业融资中“信用弱、周转资金缺乏、应收账款回收慢、贷款担保难”等贷款融资障碍，重点解决了中小民营企业短期运营资金缺口的问题。

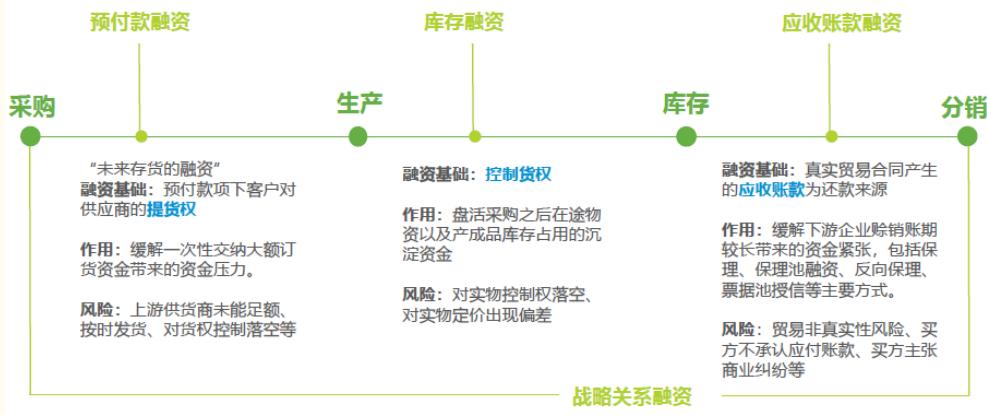
图表 7：2018 年中国分企业规模贷款结构



来源:中国人民银行，国金证券研究所

- 作为解决小微企业融资难的有效途径，2018 年，商务部等 8 部门联合发布《关于开展供应链创新与应用试点的通知》，明确“现代供应链成为培育新增长点、形成新动能的重要领域”，再一次巩固供应链在我国经济发展中的战略性地位。供应链的发展已确定在未来一段时期处于风口期。

图表 8：供应链金融交易形态

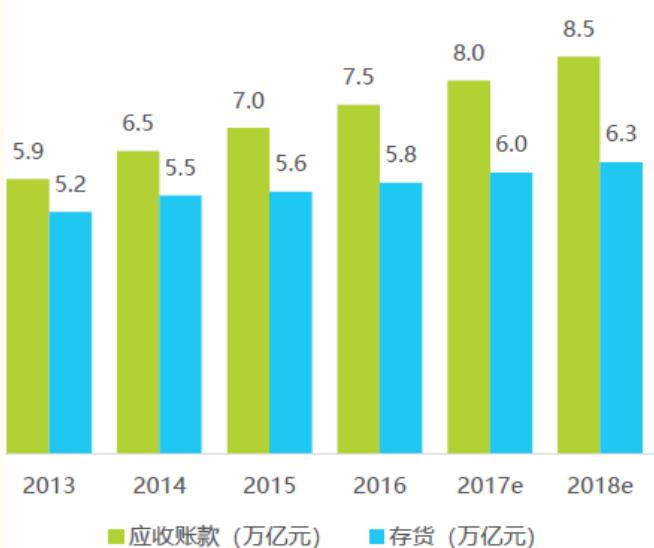


来源:艾瑞咨询，国金证券研究所

- 供应链金融模式以应收账款融资、库存融资以及预付款项融资三种模式为主，三种模式均依托于应收账款和（未来）库存来进行的。在我国，工业企业的应收账款和存货规模已经具备一定体量，为开展相应的供应链融资奠定了基础。然而，供应链融资的规模远远不及基础的应收账款和库存融资规模。但银行家调查问卷显示，中小企业贷款需求指数持续大于 50%，说明企业融资的需求持续存在，而银行贷款审批指数持续低于 50%，说明银行贷款审批条件在不断收紧。因此，影响供应链金融市场规模的因素在

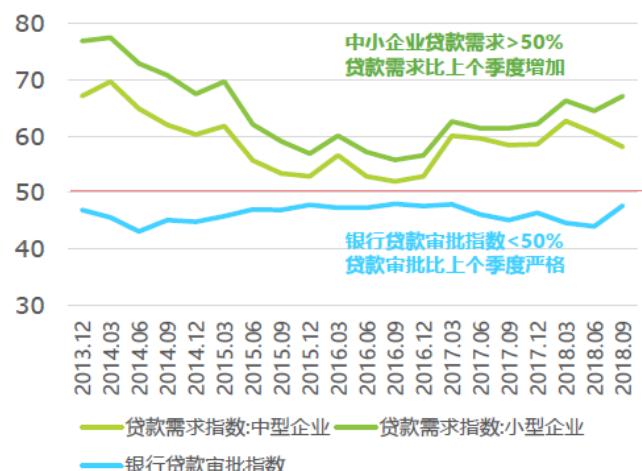
产品供给端，即银行对小微企业贷款审批越严格，供应链金融市场规模越有机会提升。

**图表 9：2013-2018 年中小型工业企业应收账款及存货规模**



来源：国家统计局，国金证券研究所

**图表 10：2013-2018 年中小企业贷款需求指数及银行贷款审批指数**



来源：中国人民银行，国金证券研究所

- **区块链+供应链金融大幅提升市场规模：**从应收账款的规模推算供应链金融的市场规模。一般而言，应收账款融资的额度是应收账款本身的 70%-80%，库存融资的额度是货物价值的 30%-50%，在一个具备能力优秀的供应链金融提供者的供应链体系内，30%的供应商被供应链金融产品覆盖，由于当前供应链金融行业整体渗透率远低于此。艾瑞咨询按照 20% 的渗透率预测，2018 年市场空间为 2 万亿元左右。

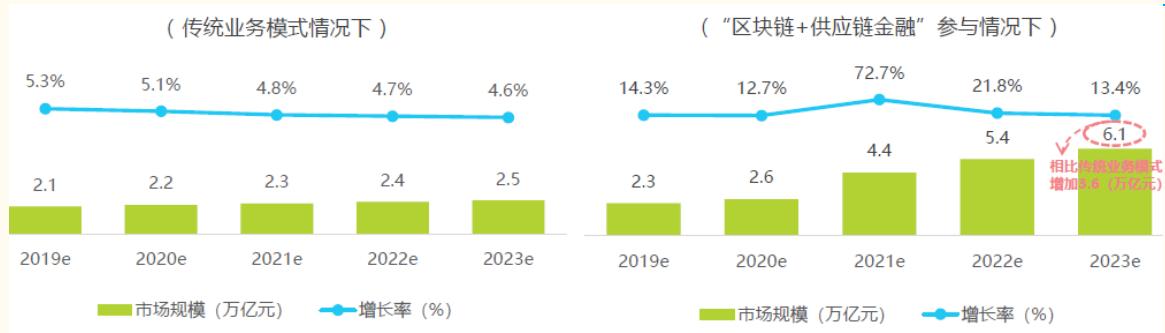
**图表 11：市场规模**



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

- 未来伴随着资金充裕的银行和具备核心能力的其他类别市场参与者合作加深，区块链+供应链金融解决方案让核心企业信用多级传递、增强对货物监控能力及授信风险定价能力，根据艾瑞咨询的预测，到 2023 年，区块链可让供应链金融市场渗透率增加 28.3%，区块链可为供应链金融市场带来约 3.6 万亿元增量，主要来自应收账款侧，届时，供应链金融市场规模可达 6.1 万亿元。

图表 12：2019-2023 年中国供应链金融市场预估规模及增长率



来源:艾瑞咨询, 国金证券研究所

### 电企经营发展平稳化, 供应链创造新价值

- 供应链金融成就新增长:** 随着电力工业从改革开放四十年的高速发展逐步转向中低速平稳发展, 电力企业的竞争将由原来的发展高参数、低能耗的机组站点布局逐步转向日常经营管理的竞争, 电力企业也在不断挖掘依托能源产业链的增值业务产业, 积极开展大宗商品供应链业务, 加快传统商业模式和盈利模式的转型升级。作为万亿资产的公司, 随着大宗商品供应链业务模式的逐步成熟, 将有效孵化更多的大宗商品智慧供应链项目。
- 2018 年公司与上海电商、北京云成金融信息服务有限公司等共同出资成立江苏智链商业保理有限公司, 完成了供应链金融服务平台方向的布局和建设, 依托科技+产业链形成新型能源产业链驱动力的机遇, 供应链金融为公司打造竞争优势提供强有力的支撑。2018 年, 公司的大宗商品供应链业务实现营业收入 4106 万元, 不仅有利于提升公司经营业绩, 也为有效孵化大宗商品智慧供应链项目奠定基础。2019 年上半年公司加大了开展大宗商品供应链业务的力度, 2019 年 1-6 月实现营业收入 51749 万元, 增速强劲, 占公司整体营收已达 27%。**

图表 13：江苏智链商业保理有限公司股东信息

序号	股东及出资信息	持股比例	最终受益股份	认缴出资额(万元)	认缴出资日期
1	 上海华能电子商务有限公司  大股东  股权结构 >	60.00%	60.00%	12000	2018-08-08
2	 山东新能泰山发电股份有限公司  A股 新能泰山 000720.SZ  股权结构 >	25.01%	25.26% 股权链 >	5002	2018-08-29
3	 北京云成金融信息服务有限公司  股权结构 >	5.00%	5.00%	1000	2018-08-31
4	 东莞市金苹果投资控股有限公司  股权结构 >	5.00%	5.00%	1000	2018-08-07
5	 永鑫保险销售服务有限公司  股权结构 >	4.99%	4.99%	998	2018-08-28

来源:企查查, 国金证券研究所

- 产业链增值服务创造新价值:** 中长期看公司将继续依靠科技创新、业务创新和模式创新, 以供应链运营平台为支撑, 以物流为基石, 以供应链运营为引擎, 以供应链金融为抓手, 打造国内一流领先的、利用互联网平台集交易、技术、物流、大数据和金融服务为一体的智慧供应链集成服务提供商。基于华能集团发电产供销产业链, 公司向智慧供应链转型的重点业务包括对物流仓储平台、电商交易平台、供应链金融服务平台三个方向的布局与建设。中长期内重点开展的业务包括但不限于: 1、煤炭等大宗商品以及电力备品备件业务线上线下结合的集采销售与供应链服务; 2、基于信息化平台

的冶金产品供应链营运，以及工程配送业务；3、基于无车承运人和物联网可视化技术的物流仓储运输业务运营与管理；4、供应链金融及金融信用大数据应用服务等。

- **监管要求制约供应链金融规模：**2019年3月，针对部分中央企业存在的盲目投资金融机构、管理基础薄弱、资产质量下降、以融促产效果不明显等问题，国资委在《关于加强中央企业金融业务管理和风险防范的指导意见》（简称指导意见）中指出中央企业发展金融业务应从“产融结合、以融促产”出发，以发挥协同效应为目标，有序开展金融业务，更好地服务主业和实体经济：一是要求央企严格控制金融业务投资，金融投资应围绕主业审慎开展，原则上不得再投资银行等金融机构；二是金融业务投资应当列入投资计划，三是及时向国资委报告；鼓励投资金融租赁、汽车金融、自保、期货等以融促产效果明显的持牌金融机构。尽管供应链金融的市场巨大，但上述监管对中央企业围绕主业发展金融的明确要求一定程度上限制了单个央企的市场规模，电力/能源企业发展金融的突破更应着眼于如何延长和扩大产业链，创造更多新兴业务计划。
- **产业链延伸创造新兴业务增值：**事实上，电力/能源业务增长受限是行业发展带来的对大多数电力/能源企业的制约，包括华能集团在内的各大能源企业都在积极拓展产业链之外的相关主业业务。以国家电网为例，其所大力推动的“泛在电力物联网”是基于电网业务创造的新业态，从平台与共享的角度打造新商业模式、提高更多增值业务，以多站融合项目而言，由于结合了5G发展与自身资源，国网得以为电信运营商提供塔杆资源和为互联网企业提供边缘计算机房等服务，一方面衍生了新的业务机会，另一方面又拓展了非电力/能源企业合作伙伴范围。基于上述分析，公司也应当积极拓宽业务领域，突破能源产业链业务瓶颈限制的同时寻求风险可控的新增长业务，而电商平台与产业园建设运营无疑为公司的供应链金融业务范围提供了新的突破口与空间。

### 一体补充：布局大宗商品电商平台，产业链纵向延伸求发展

**拓展规模提前布局大宗电商平台：**公司控股股东华能能源交通产业控股有限公司响应国家供给侧结构性改革和发展现代供应链号召，顺应能源行业市场化发展趋势，根据公司“以物流为基石、供应链金融为手段、电商平台为引擎”的C3战略，于2015年成立上海华能电子商务有限公司（以下简称“上海电商”），主要业务领域集中在大宗商品贸易。

**聚焦能源产业链搭建供应链生态圈：**2017年，上海华能电商公司基于华能能源行业产业链优势，聚焦战略定位，重点打造能源行业大宗商品智慧供应链综合服务平台——华能大宗，现已建成一个集采购、销售、金融和物流为一体的供应链生态环境，并逐渐形成“能购、能售、能运、能融、能云”五大供应链基础设施的供应链平台场景。基于华能大宗的平台，电商公司提供服务主要包括：物流服务、能源服务、工程服务和冶金服务。

**物流服务：**目前拥有2个大型港口码头，覆盖长江沿线15个物流基地，整合50000辆注册车辆。物流平台成立一年内，大宗交易运单量超过6万份，货运量超过200万吨。

**能源服务：**目前服务于钢铁、电力、水泥、化工四大行业，打造集交易、物流、仓储、金融、信息一体化的一站式服务平台，有效降低物流成本。

**工程服务：**以工程开发及工程配送为核心业务，聚焦全国重点工程项目，开拓空港、轨交、铁路、市政工程的重点项目，年开发量突破1000万吨。

**冶金服务：**经营范围包括钢坯、生铁、球团、电力角钢等冶金产业上下游产品，主要服务包括原料采购、产品销售、物流运营和金融服务。

图表 14：大宗商品电商平台发展三阶段



来源:公司官网，国金证券研究所

- **前期发展势头良好获认可：**上海电商是中国华能首个面向市场化改革的供应链+互联网试点企业，目前公司客户开拓顺利，集团内业务所占服务份额目前只占 10%-20%。截止目前公司旗下华能大宗平台得到了国资委、工信部、商务部以及各级政府及 B2B 行业组织及机构的一致认可，分别获得了“2019 年中国大宗商品电商企业百强榜”第 8 名、2018 年工信部“优秀工业电子商务平台案例”40 家、“2018 年中国物流金融 50 佳企业”、“2018 年中国大宗商品现代流通十佳企业”、“2018 年中国十大能源电商企业”等众多荣誉，此外，公司还入选了国家首批供应链创新与应用试点企业。
- **科技赋能争创绿色供应链三强：**目前华能大宗的金融板块正积极探索运用 Fintech 手段和理念，通过全面掌握供应链数据，构建商流、物流、资金流的闭环，形成 S2B 金融服务生态发展模式，打造供应链金融生态闭环，为电力行业上下游企业提供数字增信、买方融资、保理、动产质押融资等丰富的供应链金融业务，满足客户在各种交易场景下的融资服务需求。据《中国物流与采购》报道，预计公司未来两年内总营业额将达 1000 亿，而金融预计占据 30% 的比例。争取到 2020 年，华能大宗成为大宗商品供应链创新平台第一阵容企业，成为国家重点培育的 100 家全球供应链领先企业，并成为其中的绿色能源供应链前 3 强。
- **同业优质资产注入预期带来业绩成长空间：**2018 年 7 月 30 日，公司与上海电商、北京云成金融信息服务有限公司、永鑫保险销售服务有限公司、东莞市金苹果投资控股有限公司签订《江苏智链商业保理有限公司发起人设立协议书》，以自有资金 5002 万元人民币与上述各方共同出资成立江苏智链商业保理有限公司。江苏智链商业保理有限公司注册资本人民币贰亿元整，其中公司持股比例为 25.01%。2018 年 9 月 12 日，江苏智链商业保理有限公司完成工商登记注册。本次公司参与投资江苏智链商业保理有限公司，符合公司发展规划，更是为了把握供应链金融发展机遇，深化产业与资本融合，全方位介入金融服务领域，实现共享共赢，提升公司核心竞争力。新能泰山与上海电商为同受同一母公司控制，且两者同为能源智慧供应链集成服务商。从业作为华能集团能源科技平台，我们认为上海电商有望注入新能泰山，为公司带来新的业绩贡献。

## 左翼：探路产业园、盘活土地利用，多元发展加深产业链厚度

- **火电产能淘汰创造产业园发展机遇：**“十三五”期间，环保天花板加上特高压将集中投产，倒逼落地端小火电淘汰。大气污染问题使得火电污染物排放的环保要求趋严，超低排放改造 30 万 kW 以下规模的火电机组煤耗高污染重。江苏、浙江、河北等地纷纷出台地方文件，将淘汰 30 万 kW 以下装机煤电列入“十三五”规划。2015 至 2019 年期间，我国累计淘汰关停落

后煤电机组 2000 万千瓦以上，华能集团在 2017 第一批关停任务中就分配到 112.1 万千瓦关停指标，后续又陆续关停十多家电厂。由于城市发展，原建电厂时较偏僻的位置已变为城中心，难以原地扩张之外，留下区位较好的置留土地，目前，公司作为华能集团土地盘活平台正大力发展产业园开发。

- **产业园发展进入深化发展创业态阶段：**产业园是指由政府或企业为实现产业发展目标而创立的特殊区位环境。它的类型十分丰富，包括高新技术开发区、经济技术开发区、科技园、工业区、金融后台、文化创意产业园区、物流产业园区等以及近来各地陆续提出的产业新城、科技新城等。
- 改革开放以来，我国产业园区作为招商引资，推动制造业发展，促进科技进步，拉动我国经济增长的重要渠道，经历了起步探索、蓬勃发展、整顿发展、深化发展四个阶段，并形成了每个阶段鲜明的特点。
- **1984-1991 年起步阶段：**改革开放初期，国内各种产业百废待兴，技术、资本基础均较为薄弱，产业以劳动密集型为主，企业对产业发展环境的要求相对简单，主要以区位、交通、基础设施等基础条件为主。此时的产业园区，产业定位模糊，企业类型庞杂，功能相对简单，主要是在区位交通条件相对优良的地区，提供满足企业基本生产条件要求的物理空间。
- **1992-2002 年蓬勃发展阶段：**张江高科、苏州工业园区等高新区、经开区成立，一些资本密集型产业得以发展，经济进入投资驱动时代。在这个阶段，很多园区已经具有明确的产业主题，通过同类企业聚集进一步提升生产效率。
- **2003-2015 年整顿阶段：**进入新世纪以来，汽车、生物制药等技术密集型产业成为经济增长的主要力量。随着产业的进一步升级，产业内部分工愈发复杂，产业链条开始逐步延长，除了同类企业集聚之外，企业更关注产业链上下游的衔接与配合，即“产业链条”对效率的提升。面对这样的需求，产业园区除了具有明确的产业主题外，也更加有意识地进行“强链补链延链”，园区建筑产品更加多样化，产品的适用性和组合性较强，生活配套、商务配套设施的品质也有所提升。
- **2016 年至今为深化发展阶段：**具有明确的产业定位和产业链条外，更注重产业生态和跨界要素的链接，园区内聚集企业发展需要的资本、政府、科研机构等各类生态要素，形成一个各主体深度链接、相生互动的平台生态网络。在空间产品方面，建筑产品的空间氛围较强，注重交流空间的打造，各类配套设施更趋完善，形成职住平衡的“5 分钟生活圈”。在管理与服务方面，园区能够为企业提供创业孵化、股权投资、公共平台等生态化服务，并充分应用“云大物移智”等信息技术，使园区管理智慧化程度大幅提升。

**图表 15：我国产业园区开发阶段**

时间	阶段	特征
1984-1991	起步探索	产业定位模糊，企业类型庞杂，功能相对简单，主要是在区位交通条件相对优良的地区
1992-2002	蓬勃发展	经济进入投资驱动时代，很多园区已经具有明确的产业主题，通过同类企业聚集进一步提升生产效率。
2003-2015	整顿发展	企业更关注产业链上下游的衔接与配合，即“产业链条”对效率的提升。园区建筑产品更加多样化，产品的适用性和组合性较强，生活配套、商务配套设施的品质也有所提升。
2016-至今	深化发展	更注重产业生态和跨界要素的链接，园区内聚集企业发展需要的资本、政府、科研机构等各类生态要素，形成一个各主体深度链接、相生互动的平台生态网络。

来源：国金证券研究所

- **依托主业优势主打产业投资模式：**产业园的运营模式也逐渐成熟，按产业园运作模式大致可以归为四种类型，分别为地产开发商模式、产业新城开发商模式、产业投资商模式以及基金投资商模式。
- 公司产业投资遵循产业投资商模式，即产业投资商不仅将资金投向产业地产，同时还将资金投向入驻园区的企业。产业投资商的商业模式如下：产业投资商首先向社会资本募集园区开发基金，该基金不仅投向产业园区进

行土地及产业物业开发，同时还投向具有市场前景的科技型创新企业，用投资的方式吸引大批创新企业入驻，产业投资在实现资本溢价的同时还带动园区资产增值。行业的盈利模式大致可以归为三类，分别为土地运营、增值服务和金融投资模式。我们认为，由于租金、售房等收入存在盈利天花板，随着产业园区的深化发展，增值服务和金融投资模式将给运营商带来更多盈利可能性。

**图表 16：产业园运作模式**

模式	收益项目	内容
土地运营	土地增值	原有土地只租不售，获得土地增值；以产业名义低成本获取土地
	租金收入	产业用房的租金收入
	商业地产	配套的商业性房产开发，商业房产的出租和出售
	住宅地产	获得住宅配套，住宅出租和出售
增值服务	产业技术性服务	公共性技术平台
	产业发展性服务	融资、咨询、培训、信息、政府关系、孵化、知识、媒体、网络、物流、人力资源、软件服务外包等
	生活配套性服务	餐饮、娱乐、购物、医疗等
	园区运营性服务	物业管理
金融投资	产业投资	PE/VC
	专业性公司投资	投资专业性公司并实现 IPO
	产业用地资本运作	不允许直接转售情况下，探索作价入股方式
	现有房产的资本运作	产业型房产股权、信托、证券化运作

来源：国金证券研究所

- **盘活土地打造利润增值新支点。** 2017 年新能泰山向南京华能、华能能交、世纪城集团发行股份购买其分别持有的宁华世纪 40%、30% 和 30% 股权，向南京华能、华能能交发行股份购买其分别持有的宁华物产 74.59% 和 25.41% 股权，向南京华能发行股份购买其持有的南京市燕江路 201 号房产，位于南京市鼓楼滨江商务区。经过两年建设，公司全资子公司宁华世纪开发的江山汇项目集商业、办公、公寓、酒店、住宅于一体的城市产业园综合体项目，总建筑面积约 65 万平方米。
- **产业园发展态势良好：** 由于该地皮属工业用地转商用，政府限制销售价格 35000 元/平方米，对比鼓楼区其他楼盘，该房产销售价格优势明显。江山汇项目 C 地块含住宅总套数 673 套，截止 2019 年 6 月，已交付套数 656 套，交付率 97.5%。其中，2019 年 1-6 月共交付 269 套，贡献营收 8.55 亿元，实现净利润 3.8 亿元。A、E 地块为公寓产品，B、D 地块为商业综合体，共计计容建筑面积 30.18 万平方米，A、B、E 地块已开工。宁华物产旗下拥有江山汇金 D、E 两座办公楼，其中 E 座办公楼主体施工已完成，并与华能置业达成认购协议，认购价款 6.68 亿元。

**图表 17：江山汇及江山汇金项目开发情况**

项目名称	土地用途	权益占比 (%)	待开发土地 面积	已完工建筑 面积	计容建筑面 积
江山汇 C 地块	商服用地，商务办公用地，城镇 住宅用地（混合）	100%	0	6.87	6.87
江山汇 A 地块	商服用地，商务办公用地	100%	1.16	0	4.41
江山汇 B 地块	商服用地，商务办公用地	100%	2.03	0	16.06
江山汇 D 地块	商服用地	100%	0.81	0	3.23
江山汇 E 地块	商服用地，商务办公用地	100%	1.62	0	6.48

江山汇金 D 座	商务金融用地	100%	0	3.52	3.52
江山汇金 E 座	商务金融用地	100%	0	0	2.8
总计		5.82	10.39	43.37	

来源：公司公告，国金证券研究所

- **高毛利地产销售大力回收现金：**公司 2018 年房产业务销售收入 12.1 亿元，营业成本 4.7 亿元，毛利率 61%。我们对 2018 年南京江山汇以及南通房产销售进行了拆分，发现江山汇 C 地块毛利率高达 65.4%，且销售收入占房产业务的 88.9%，是公司房产业务毛利率高企的主要原因。而江山汇金 D 座（办公用）、江苏南通房产（住宅）毛利率分别为 26.4%、22.9%，销售收入占比为 8.3%、2.9%。C 地块毛利率高企的主要原因在于拿地时间较早，拿地成本低，叠加南京市商品住宅销售价格走高。随着 C 地块交付率达到 97.5%，未来公司房产销售毛利率将回归正常水平。2019 年上半年业务销售收入 8.8 亿元，营业成本 3.2 亿元，毛利率 64.1%。

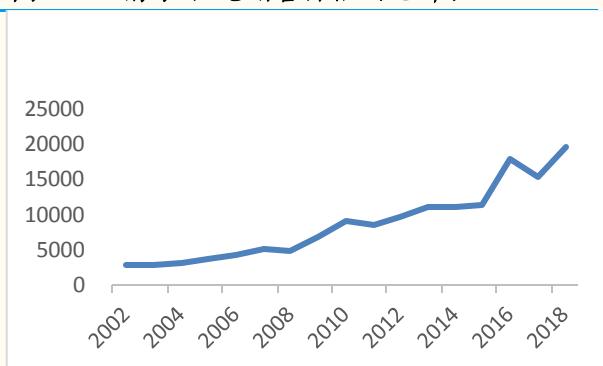
图表 18：江山汇及江山汇金项目开发情况

房产性质	2017 年度					2018 年度				
	销售面积 平方米	销售金额	销售成本	毛利	毛利率	销售面积 平方米	销售金额	销售成本	毛利	毛利率
住宅-C 地块						35,329.04	107,507.03	37,170.65	70,336.38	65.42%
办公-D 座	1,679.27	2,731.42	1,974.11	757.31	27.73%	6,021.08	9,981.36	7,344.94	2,636.43	26.41%
住宅-南通市房产	7,791.30	3,788.59	2,927.11	861.48	22.74%	7,111.96	3,451.12	2,659.73	791.39	22.93%

来源：公司公告，国金证券研究所

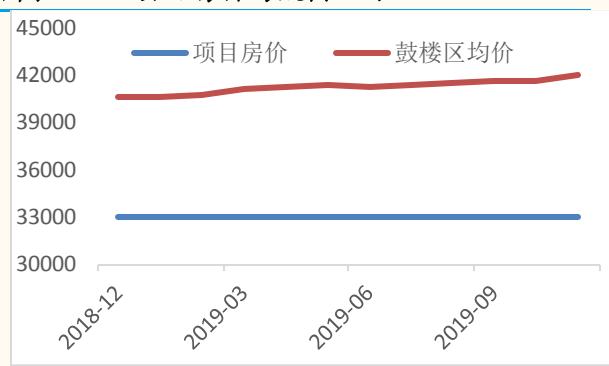
- **写字楼租户开拓供应链新领域：**地产项目产品的售罄将直接影响公司现金流与业绩稳定性。为防止业务波动性，公司一方面需要不断开发新产业园项目；另一方面则应充分利用能源科技所创造的供应链平台，积极拓展新客户。产业园项目的租户无疑为公司提供了新增业务客户群体，在依靠公司大数据分析及供应链闭环管理与物流优势的基础上，可更多开发新用户需求。

图表 19：南京住宅销售价格（元/平）



来源：wind，国金证券研究所

图表 20：项目房价与鼓楼区均价对比



来源：wind，国金证券研究所

**后续产业园项目再出发：**如前所述，防止盈利业绩波动性的一大举措是不断开发新项目。2019年12月3日，公司公告称拟出资2亿元，作为有限合伙人参与设立重庆华渝股权投资基金合伙企业（有限合伙），用于在重庆市设立项目公司，盘活华能集团下属的华能重庆珞璜发电有限责任公司的土地。

此次拟进行盘活的珞璜发电老燃机电厂土地，位于重庆市江北区海尔路，属于中央商务区范围，具有城市居住、办公兼投资等多重区位价值，区位优势明显。珞璜发电老燃机电厂土地原产权面积75.6亩，原土地性质为工业用地，目前控制性用地规划面积58亩，老燃机电厂已于2007年关停。该项目拟将珞璜发电老燃机电厂周边的部分土地及资产共同纳入整体开发建设，通过引入金融、科技、现代服务业等高端产业项目，建设区域总部产业园。未来，随着项目建设投产、租户进驻，大量总部客户在创造地产收入的同时更将不断增加公司供应链用户的多样性，提升供应链平台价值。

### 右翼：电缆业务以量取胜，创造供应链金融又一城

- **传统电缆业务奠定营收基石：**公司控股子公司曲阜电缆是公司电线电缆业务的生产主体，此业务是公司的传统业务。每年营业收入保持稳定增长，营业收入从2009年的5.37亿稳步提升至2018年的9.86亿元。2019年上半年，国内电缆市场竞争日益激烈，行业监管更加严格。面对严峻的市场形势，公司控股子公司曲阜电缆坚持“市场领先、精细管理”的治企方针，根据市场变化，抢抓机遇，在保有了原有的市场份额的同时，积极开拓新市场，取得了较好的成效，2019年1-6月实现营业收入50,692万元，同比增长17.11%。
- **电缆链接供应两端提效益：**华能供应链业务系电线电缆产品是公司未来重点发展的大宗商品供应链业务——备品备件业务的产品之一，未来曲阜电缆生产、销售环节可直接与公司物流供应链业务对接，为公司产业链业务提供支撑，有利于降低企业运营成本，提高整体效益。

图表21：公司电线电缆业务历年营收（亿元）



来源:wind, 国金证券研究所

### 盈利预测与估值

- 我们对公司三块业务分别做出预测假设：
- **供应链业务：**公司将其视作战略核心，且华能集团内部煤炭需求旺盛，增速发展较快。我们预计2019-2021年营业收入为11/13/14亿元，毛利率水平提升至1.8%。

- **产业园运营:** 项目公司与客户达成协议，已将 E 块办公楼出售，同时住宅楼库存基本出清，而新楼建设刚刚开工，预计明年产业园住宅销售套数或有下降。同时，公司已顺利拿下重庆地块，建设在即，未来销售营收或再次提速，综上考虑我们给予 30%/3%/34% 的增速，同时因为公司拿地成本较低，因此毛利率维持在 59%。
- **电线电缆业务:** 2019 上半年同比增幅高企在于 2018 上半年基数小，而 2018 后半年公司电线电缆业务发力，增幅较高，因此我们认为今年整体增速较去年略有下调，2019 后半季度营收同比增速回落至 6%，以后年度增速维持 5%，未来三年毛利率水平小幅提升 10%/11%/12%。

**图表 22：新能泰山分部营收预测（单位：百万元）**

电缆业务							
指标	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售量	186617.0	112597.0	62215.0	73461.0	80535.7	84562.4	88790.6
生产量	155271.0	106438.0	59767.0	69905.0	76637.2	80469.1	84492.5
库存量	24974.0	18816.0	16376.0	12812.0	14045.9	14748.2	15485.6
销售收入	811.5	777.5	820.3	986.0	1080.9	1135.0	1191.7
毛利率	24.7%	9.0%	9.0%	9.0%	10.0%	11.0%	12.0%
产业园业务							
房屋销售				1209.4	1572.21	1619.38	2167.13
yoy				1754.9%	30.00%	3%	34%
销售成本				471.8	628.89	647.75	861
yoy				862.5%	33.31%	3%	33%
租赁及物业业务				46.9	45.96	48.25	53.08
yoy				7.7%	-2%	5%	10.0%
成本				24.3	36.76	38.60	42.46
yoy				33.9%	51.4%	5.0%	20.0%
销售收入			108.8	1256.3	1618.17	1667.63	2220.21
毛利率					58.9%	58.8%	59.1%
供应链业务							
销售收入				41.1	1100	1300	1400
毛利率				0.6%	1.8%	1.8%	1.9%

来源：国金证券研究所

- 公司产业园业务板块共三家可比公司，分别为新城控股、招商蛇口、和金地集团，对应产业园业务市值分别为 829 亿，1504 亿和 578 亿元，对应平均 PE 为 6.8。公司产业园业务跟传统的地产企业不同，此业务跟智慧能源、泛在物联网等结合，我们给予一定的估值溢价，给予 2020 年 10 倍估值，推算此业务市值为 56.9 亿。

图表 23：新能泰山产业园业务行业对比（单位：亿元）

产业园业务								
可比公司		市值	归母净利			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
601155.SH	新城控股	829.8	129.9	178.8	233.5	6.4	4.6	3.6
001979.SZ	招商蛇口	1504.1	182.8	222.9	271.4	8.2	6.7	5.5
600383.SH	金地集团	578.3	98.4	117.5	137.8	5.9	4.9	4.2
	平均值					6.8	5.4	4.4
	本公司产业园		5.69	5.73	6.83			

来源：国金证券研究所

- 公司供应链业务板块有三家可比公司，分别为厦门象屿、澳洋顺昌和瑞茂通，对应供应链业务市值分别为 87 亿，38 亿和和 69 亿，平均 PE 为 11.2 倍。
- 公司供应链业务板块发展速度快，如果公司并购上海电商，则我们推算公司供应链业务 2020 年和 2021 年的利润达到 1.85 亿和 2.45 亿元。我们给予公司 2020 年 16 倍估值，则此板块对应市值为 29.6 亿。

图表 24：新能泰山供应链金融业务行业对比（单位：亿元）

供应链业务								
可比公司		市值	归母净利			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
600057.SH	厦门象屿	87.4	10.9	12.8	15.3	10.0	6.8	5.7
002245.SZ	澳洋顺昌	38.2	1.3	2.4	3.2	30.7	15.9	11.8
600180.SH	瑞茂通	68.9	5.3	6.3	7.4	15.1	11.0	9.3
	平均值					18.6	11.2	8.9
	公司供应链		0.12	1.85	2.45			

来源：国金证券研究所

- 公司电线电缆业务可比公司较少，我们取精达股份作为可比对象，其供应链市值为 50 亿，对应 PE11.9 倍，据此推算公司电线电缆业务市值约 1.31 亿。

图表 25：新能泰山电线电缆业务行业对比（单位：亿元）

供应链业务								
可比公司		市值	归母净利			PE		
			2019 E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
600577.SH	精达股份	50	4	4	5	12.3	11.9	11.1
	公司电线电缆		0.10	0.11	0.12			

来源：国金证券研究所

- 综上，我们预计公司 2019-2021 年营业收入为 39.09/42.23/49.42 亿元，归母净利为 5.91/7.69/9.40 亿元，对应 EPS 为 0.46、0.60 和 0.73，对应 PE 为 12、9、7 倍。根据分行业估值，公司目标市值为 87.8 亿元，目标价 6.8 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 风险提示

- 项目进度不达预期的风险，资产注入进度不达预期。

- 公司限售股解禁的风险：2020年4月30日，公司解禁定向增发机构配售股份8815万股，占公司总股本的6.84%。
- 应收账款和存货增加，公司现金流变差的风险：我们选取从事供应链金融业务的三家可比公司，分别为上海钢联、瑞茂通和ST欧浦。2018年三家公司的应收账款和存货较高，上海钢联和ST欧浦的每股现金流量净额均为负。因此我们认为公司进入供应链金融业务领域有现金流变差的风险。

**图表 26：供应链金融企业 2018 年财务情况对比（亿元）**

代码	名称	应收账款	应收账款周转率	存货	存货周转率	经营活动产生的现金流量净额	每股现金流量净额
300226.SZ	上海钢联	20.5057	65.6257	8.3749	110.4279	-3.3530	-0.6343
600180.SH	瑞茂通	41.6305	9.1993	9.5866	29.4017	39.3039	0.0183
002711.SZ	*ST欧浦	0.4614	20.8923	0.2098	31.6798	0.4498	-0.1187
000720.SZ	新能泰山	4.6159	4.6956	32.0813	0.5286	13.4036	0.1399

来源:wind, 国金证券研究所

- 公司供应链金融业务毛利率下滑的风险：公司2018年进入供应链金融业务，当年营收0.41亿元，毛利率仅为0.64%，2019年上半年公司此业务营收增至5.17亿元，毛利率提升至1.75%，但依然处于较低的水平。

**图表 27：公司供应链金融业务毛利率情况（亿元）**

报告期	2019-06-30		2018-12-31
	中报	年报	年报
收入		5.17	0.41
成本		5.08	0.41
毛利		0.09	0.00
毛利率(%)		1.75	0.64
业务收入比例(%)		26.87	1.58

来源:wind, 国金证券研究所

### 附录：三张报表预测摘要

**损益表 (人民币百万元)**

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>主营业务收入</b>	<b>2,486</b>	<b>2,745</b>	<b>2,603</b>	<b>3,909</b>	<b>4,223</b>	<b>4,942</b>
增长率	10.4%	-5.2%	50.2%	8.0%	17.0%	
<b>主营业务成本</b>	<b>-2,175</b>	<b>-2,558</b>	<b>-1,700</b>	<b>-2,747</b>	<b>-3,030</b>	<b>-3,417</b>
%销售收入	87.5%	93.2%	65.3%	70.3%	71.7%	69.1%
<b>毛利</b>	<b>311</b>	<b>187</b>	<b>902</b>	<b>1,162</b>	<b>1,193</b>	<b>1,525</b>
%销售收入	12.5%	6.8%	34.7%	29.7%	28.3%	30.9%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-29</b>	<b>-34</b>	<b>-44</b>	<b>-70</b>	<b>-70</b>	<b>-89</b>
%销售收入	1.2%	1.2%	1.7%	1.8%	1.7%	1.8%
<b>销售费用</b>	<b>-31</b>	<b>-57</b>	<b>-83</b>	<b>-125</b>	<b>-138</b>	<b>-163</b>
%销售收入	1.2%	2.1%	3.2%	3.2%	3.3%	3.3%
<b>管理费用</b>	<b>-107</b>	<b>-318</b>	<b>-58</b>	<b>-91</b>	<b>-97</b>	<b>-121</b>
%销售收入	4.3%	11.6%	2.2%	2.3%	2.3%	2.4%
<b>研发费用</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>息税前利润(EBIT)</b>	<b>143</b>	<b>-223</b>	<b>717</b>	<b>875</b>	<b>888</b>	<b>1,152</b>
%销售收入	5.8%	n.a	27.5%	22.4%	21.0%	23.3%
<b>财务费用</b>	<b>-144</b>	<b>-168</b>	<b>-41</b>	<b>-69</b>	<b>-205</b>	<b>-277</b>
%销售收入	5.8%	6.1%	1.6%	1.8%	4.8%	5.6%
<b>资产减值损失</b>	<b>-17</b>	<b>-197</b>	<b>-1</b>	<b>-8</b>	<b>-6</b>	<b>-7</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-6</b>	<b>-4</b>	<b>-10</b>
<b>投资收益</b>	<b>-2</b>	<b>29</b>	<b>577</b>	<b>0</b>	<b>152</b>	<b>178</b>
%税前利润	n.a	-5.4%	46.1%	0.0%	15.2%	14.3%
<b>营业利润</b>	<b>-20</b>	<b>-536</b>	<b>1,253</b>	<b>792</b>	<b>1,007</b>	<b>1,259</b>
<b>营业利润率</b>	n.a	n.a	48.1%	20.3%	23.9%	25.5%
<b>营业外收支</b>	<b>13</b>	<b>2</b>	<b>-1</b>	<b>-15</b>	<b>-5</b>	<b>-17</b>
<b>税前利润</b>	<b>-7</b>	<b>-534</b>	<b>1,251</b>	<b>777</b>	<b>1,002</b>	<b>1,242</b>
<b>利润率</b>	n.a	n.a	48.1%	19.9%	23.7%	25.1%
<b>所得税</b>	<b>-43</b>	<b>-31</b>	<b>-168</b>	<b>-183</b>	<b>-232</b>	<b>-292</b>
<b>所得税率</b>	n.a	n.a	13.5%	23.5%	23.1%	23.5%
<b>净利润</b>	<b>-50</b>	<b>-565</b>	<b>1,083</b>	<b>594</b>	<b>771</b>	<b>950</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>17</b>	<b>-16</b>	<b>10</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>10</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>-67</b>	<b>-549</b>	<b>1,073</b>	<b>591</b>	<b>769</b>	<b>940</b>
<b>净利率</b>	n.a	n.a	41.2%	15.1%	18.2%	19.0%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>净利润</b>	<b>-50</b>	<b>-565</b>	<b>1,083</b>	<b>594</b>	<b>771</b>	<b>950</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>17</b>	<b>-16</b>	<b>10</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>10</b>
<b>非现金支出</b>	<b>308</b>	<b>504</b>	<b>48</b>	<b>23</b>	<b>23</b>	<b>26</b>
<b>非经营收益</b>	<b>147</b>	<b>141</b>	<b>-530</b>	<b>104</b>	<b>-111</b>	<b>-87</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>172</b>	<b>317</b>	<b>843</b>	<b>-2,281</b>	<b>-1,505</b>	<b>-825</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>577</b>	<b>396</b>	<b>1,444</b>	<b>-1,560</b>	<b>-822</b>	<b>64</b>
<b>资本开支</b>	<b>-199</b>	<b>-58</b>	<b>-12</b>	<b>-60</b>	<b>79</b>	<b>105</b>
<b>投资</b>	<b>-68</b>	<b>0</b>	<b>577</b>	<b>-24</b>	<b>-2,511</b>	<b>-516</b>
<b>其他</b>	<b>-23</b>	<b>77</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>195</b>	<b>213</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-290</b>	<b>18</b>	<b>565</b>	<b>-83</b>	<b>-2,237</b>	<b>-198</b>
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-150</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>-48</b>	<b>68</b>	<b>-2,093</b>	<b>1,459</b>	<b>3,218</b>	<b>482</b>
<b>其他</b>	<b>-174</b>	<b>-327</b>	<b>368</b>	<b>-83</b>	<b>-214</b>	<b>-286</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-222</b>	<b>-259</b>	<b>-1,725</b>	<b>98</b>	<b>5,584</b>	<b>1,179</b>
<b>现金净流量</b>	<b>64</b>	<b>156</b>	<b>285</b>	<b>-260</b>	<b>1,221</b>	<b>546</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>货币资金</b>	<b>146</b>	<b>706</b>	<b>897</b>	<b>480</b>	<b>426</b>	<b>487</b>
<b>应收账款</b>	<b>655</b>	<b>704</b>	<b>546</b>	<b>1,024</b>	<b>979</b>	<b>1,155</b>
<b>存货</b>	<b>177</b>	<b>3,226</b>	<b>3,208</b>	<b>5,269</b>	<b>5,935</b>	<b>6,750</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>21</b>	<b>63</b>	<b>39</b>	<b>46</b>	<b>48</b>	<b>51</b>
<b>流动资产</b>	<b>1,000</b>	<b>4,699</b>	<b>4,690</b>	<b>6,820</b>	<b>7,388</b>	<b>8,442</b>
%总资产	18.7%	52.0%	89.6%	92.0%	70.2%	69.6%
<b>长期投资</b>	<b>445</b>	<b>815</b>	<b>410</b>	<b>427</b>	<b>2,934</b>	<b>3,440</b>
<b>固定资产</b>	<b>3,722</b>	<b>3,292</b>	<b>74</b>	<b>81</b>	<b>98</b>	<b>125</b>
%总资产	69.5%	36.4%	1.4%	1.1%	0.9%	1.0%
<b>无形资产</b>	<b>181</b>	<b>226</b>	<b>57</b>	<b>80</b>	<b>101</b>	<b>119</b>
<b>非流动资产</b>	<b>4,355</b>	<b>4,335</b>	<b>543</b>	<b>590</b>	<b>3,135</b>	<b>3,686</b>
%总资产	81.3%	48.0%	10.4%	8.0%	29.8%	30.4%
<b>资产总计</b>	<b>5,355</b>	<b>9,033</b>	<b>5,233</b>	<b>7,410</b>	<b>10,523</b>	<b>12,129</b>
<b>短期借款</b>	<b>634</b>	<b>3,397</b>	<b>1,082</b>	<b>2,540</b>	<b>3,758</b>	<b>4,240</b>
<b>应付款项</b>	<b>830</b>	<b>1,160</b>	<b>1,401</b>	<b>1,700</b>	<b>806</b>	<b>944</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>811</b>	<b>360</b>	<b>148</b>	<b>124</b>	<b>142</b>	<b>179</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,275</b>	<b>4,918</b>	<b>2,631</b>	<b>4,364</b>	<b>4,706</b>	<b>5,362</b>
<b>长期贷款</b>	<b>1,565</b>	<b>2,645</b>	<b>310</b>	<b>310</b>	<b>2,310</b>	<b>2,310</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>313</b>	<b>47</b>	<b>26</b>	<b>26</b>	<b>26</b>	<b>26</b>
<b>负债</b>	<b>4,153</b>	<b>7,609</b>	<b>2,967</b>	<b>4,700</b>	<b>7,042</b>	<b>7,698</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>877</b>	<b>1,114</b>	<b>2,180</b>	<b>2,621</b>	<b>3,390</b>	<b>4,330</b>
其中：股本	863	1,290	1,290	1,290	1,290	1,290
未分配利润	-429	-1,009	60	651	1,420	2,360
少数股东权益	324	310	86	89	91	101
<b>负债股东权益合计</b>	<b>5,355</b>	<b>9,033</b>	<b>5,233</b>	<b>7,410</b>	<b>10,523</b>	<b>12,129</b>

**比率分析**

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标</b>						
每股收益	-0.077	-0.426	0.832	0.458	0.596	0.729
每股净资产	1.016	0.864	1.690	2.032	2.628	3.357
每股经营现金净流	0.668	0.307	1.120	-1.209	-0.637	0.049
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	-7.60%	-49.27%	49.23%	22.56%	22.68%	21.71%
总资产收益率	-1.25%	-6.08%	20.50%	7.98%	7.31%	7.75%
投入资本收益率	30.34%	-3.16%	16.95%	12.04%	7.15%	8.03%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	-24.52%	10.41%	-5.17%	50.19%	8.03%	17.03%
EBIT增长率	-61.51%	-255.29%	-421.75%	22.10%	1.48%	29.72%
净利润增长率	-182.63%	722.95%	-295.46%	-44.91%	30.05%	22.27%
总资产增长率	-0.52%	68.70%	-42.07%	41.60%	42.01%	15.26%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	80.3	82.3	77.7	78.0	79.0	80.0
存货周转天数	34.5	242.8	690.5	700.0	715.0	721.0
应付账款周转天数	63.5	57.6	69.3	70.0	72.0	75.0
固定资产周转天数	523.5	437.6	10.4	7.6	8.4	9.2
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	170.83%	374.71%	21.87%	87.44%	162.10%	136.82%
EBIT利息保障倍数	1.0	-1.3	17.5	14.0	3.6	3.0
资产负债率	77.56%	84.24%	56.70%	55.10%	80.68%	80.40%

**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	<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

**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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

**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 7GH