

2014年10月29日

江苏舜天 (600287.SH)

借力国资大平台，一脚踢出多元化

■隶属江苏国资的服装贸易龙头，主业轻装再上阵。公司是国信集团旗下重要贸易平台，2000年上市以来对主营业务范围几度调整，目前已形成以服装为核心的贸易主业和以金融股权投资为主的投资布局，同时涉及服装加工、化工仓储等领域。我们认为，公司在剥离非主业资产后有望集中优势资源发展贸易主业，并通过加强“贸易+金融”的业务融合，整体经营水平有望持续提升。

■化工仓储明年有望迎来恢复性增长。化工仓储业务位于张家港保税区，结合公司多年的贸易物流和客户等资源，区域资源优势显著；同时，贸易主业规模的扩大也带来更多仓储需求。今年以来，随着码头改造结束，负面影响逐步消除，预计明年起受益于码头运营效率提升及客流恢复，公司化工仓储业务将迎来恢复性增长。

■股权投资贡献稳定，仍有提升空间。公司金融股权投资广泛，目前持股南京租赁 (25.96%)、华安证券 (3.55%)、紫金财险 (6.4%)、厦门银行 (3.14%)、锦泰期货 (2.27%) 等金融机构。近年投资收益已较稳定可观，未来增量更在于紫金财险盈利后有望新增分红收益，及华安证券上市预期进一步提高派息比例。

■国资改革预期打开，体育产业消费加速。国信集团资产丰富实力雄厚，贸易业务占重要地位。公司作为集团旗下重要上市平台，有望率先分享江苏省国资改革的盛宴，为其多元化发展战略再添一翼，改善激励机制提高经营效率。今年体育产业连获国家政策利好，市场化改革顺势而为，公司下属国信舜天足球俱乐部和集团旗下国信帕尔玛国际足球学校，有望直接受益于体育产业改革的持续深化。

■投资建议：预计公司2014-2016年净利变动-72.4%、11.3%和16.2%，对应EPS分别为0.21元、0.24元和0.27元。对现有价值分部重估，分别给予租赁、证券、保险、银行2014年1.9倍、2倍、1.7倍、0.9倍PB，期货20倍PE，6个月目标价10.6元，首次给予**增持-A**评级。

■风险提示：贸易行业景气大幅下滑；国资改革进程低于预期。

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	5,732.1	5,797.6	5,907.8	6,268.2	6,725.8
净利润	19.7	333.8	92.2	102.6	119.2
每股收益(元)	0.05	0.76	0.21	0.24	0.27
每股净资产(元)	1.98	2.70	2.89	3.10	3.35

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	178.0	11.7	42.4	37.1	33.0
市净率(倍)	4.5	3.3	3.1	2.9	2.7
净利润率	0.3%	5.8%	1.6%	1.6%	1.8%
净资产收益率	2.3%	28.3%	7.3%	7.6%	8.2%
股息收益率	0.5%	0.9%	0.2%	0.2%	0.3%
ROIC	4.5%	27.1%	13.2%	18.1%	19.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司深度分析

证券研究报告

贸易 III

投资评级

增持-A

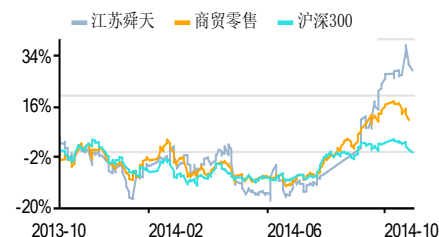
首次评级

6个月目标价 **10.60元**
股价(2014-10-29) **9.60元**

交易数据

总市值(百万元)	3,961.74
流通市值(百万元)	3,961.74
总股本(百万股)	436.80
流通股本(百万股)	436.80
12个月价格区间	5.70/9.52元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	6.80	38.84	22.96
绝对收益	5.96	42.83	25.10

李宏鹏

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514080003

lihongpeng@essence.com.cn

021-68763691

相关报告

目录

1. 隶属江苏国资的服装贸易龙头	4
1.1 国信集团是公司实际控制人	4
1.2 投资收益影响显著，贸易经营稳步恢复	4
2. 多元化经营砥砺前行	5
2.1 理顺贸易主业，布局股权投资	5
2.2 外贸内贸并行前驱	6
2.3 化工仓储明年有望迎来恢复性增长	9
2.4 股权投资助力业绩弯道提速	10
3. 借力省级平台，超车仍看“国资改革+体育消费”	14
3.1 国资改革预期打开，改善经营强化激励	14
3.2 体育消费加速，舜天足球先行	17
4. 盈利预测及估值	19
4.1 盈利预测	19
4.2 投资建议	20

图表目录

图 1: 股权结构图—1H14	4
图 2: 营业收入及变动	4
图 3: 净利润及变动	4
图 4: 扣除其他经营收益的营业利润	5
图 5: 综合毛利率变化	5
图 6: 分行业收入构成	5
图 7: 分地区出口额构成	5
图 8: 主营业务和金融股权投资变化	6
图 9: 贸易业务收入	6
图 10: 贸易业务毛利润	6
图 11: 公司出口收入占贸易业务收入比重 40%以上	7
图 12: 二季度起全国服装出口增速持续回升	7
图 13: 亚洲是全球特种化学品最大消费地区	7
图 14: 预计 2012-17 年中国对特种化学品需求增长领先	7
图 15: SAINTY 服装国内主要销售网站	8
图 16: 上半年服装收入规模明显减少	8
图 17: 服装毛利率处于近年低位	8
表 1: 张家港保税区内主要化工仓储企业	9
图 18: 化工仓储收入及增速	10
图 19: 化工仓储毛利率大幅提升	10
图 20: 投资净收益波动大，利润总额占比高	10
图 21: 投资净收益构成—1H14	10
图 22: 金融股权投资布局	10
图 23: 南京国际租赁公司股权结构图—1H14	11

图 24: 南京租赁营业收入	11
图 25: 南京租赁对公司利润贡献	11
表 2: 所持主要金融公司股权及投资损益—1H14	12
表 3: 主要持股公司分红收益对公司业绩贡献预测	12
表 4: 华安证券前十大股东—1H14	12
图 26: 华安证券收入及增速	13
图 27: 华安证券净利润及增速	13
表 5: 紫金财险前十大股东—1H14	13
图 28: 紫金财险原保险保费收入	13
图 29: 紫金财险净利润	13
表 6: 厦门银行持股 5% 以上股东及公司持股—1H14	14
图 30: 厦门银行营业收入及增速	14
图 31: 厦门银行净利润及增速	14
表 7: 国信集团子公司情况	15
图 32: 国信集团营业总收入	16
图 33: 国信集团净利润	16
图 34: 国信集团毛利率及资产收益率	16
图 35: 国信集团总资产	16
图 36: 国信集团分行业收入结构—2013	16
图 37: 国信集团分行业营业利润结构—2013	16
表 8: 江苏舜天子公司经营情况	17
图 38: 我国体育产值占 GDP 比重较低	18
表 9: 体育产业相关支持政策	18
表 10: 国信舜天足球俱乐部主要荣誉	18
图 39: 国信舜天足球俱乐部及舜天淘网站	19
表 11: 主要预测假设	20
表 12: 预测利润表	20
表 13: 贸易业务可比公司估值表	21
表 14: 金融股权投资可比公司估值表	21
表 15: 分部估值表	22

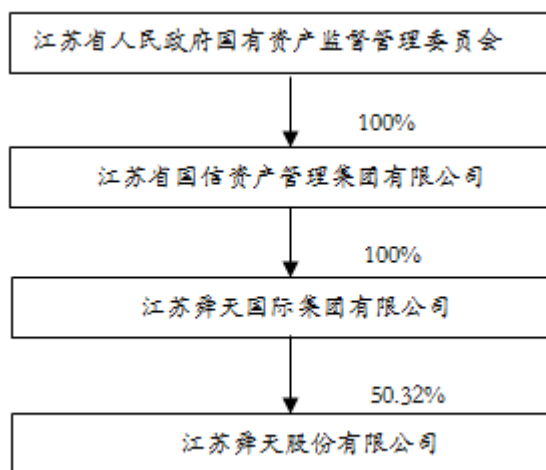
1. 隶属江苏国资的服装贸易龙头

1.1 国信集团是公司实际控制人

江苏舜天股份有限公司成立于1979年，主营服装进出口业务。1993年12月实施了股份制改造，2000年9月在上海证券交易所挂牌上市。公司直接或间接拥有全资或控股子公司三十多家，业务范围包括进出口贸易、国内贸易、服装加工、化工仓储、股权投资等领域等。公司注册资本4.37亿元，截止2014年6月30日，总资产为47.61亿元，净资产13.76亿元。

江苏舜天国际集团有限公司（以下简称“舜天集团”）是公司第一大股东，舜天集团实际控制人为江苏省国有资产监督管理委员会（以下简称“江苏省国资委”）。2011年，舜天集团重组后成为江苏省国信资产管理集团有限公司（以下简称“国信集团”）的全资子公司，江苏舜天成为国信集团的控股子公司。截至2014上半年，国信集团间接持有公司50.32%的股权，为公司实际控制人。

图 1：股权结构图—1H14

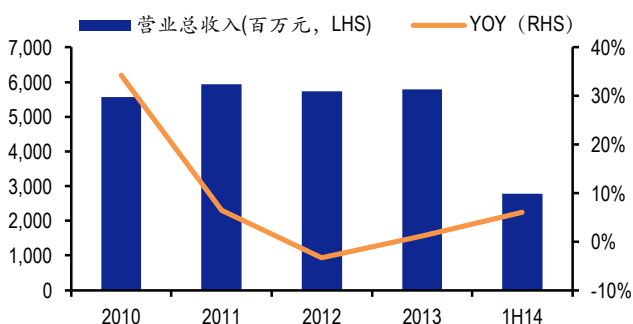


数据来源：公司公告；安信证券研究中心

1.2 投资收益影响显著，贸易经营稳步恢复

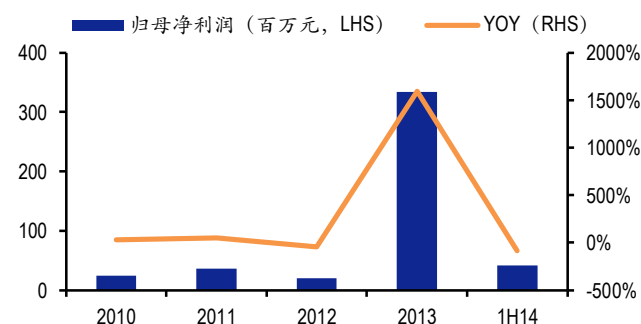
从收入变动看，2010到2013年公司营业收入基本保持稳定，2014上半年增长5.98%；从利润变动看，2010-2012年归属母公司净利润小幅波动，2013年受股权转让确认投资收益影响，同比增长15.92倍。剔除近年其他经营收益，营业利润经历2011年较大亏损后稳步回升，至2014上半年，主营业务实现营业利润3,467万元，同比增长161%。

图 2：营业收入及变动



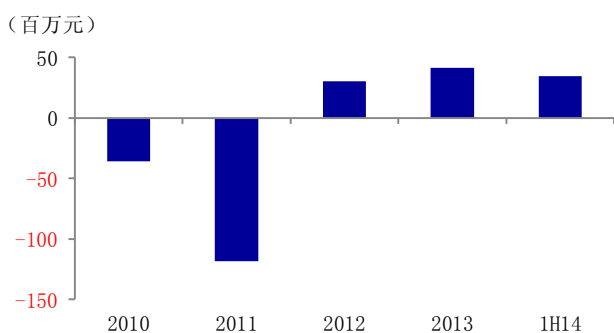
数据来源：公司公告；安信证券研究中心

图 3：净利润及变动



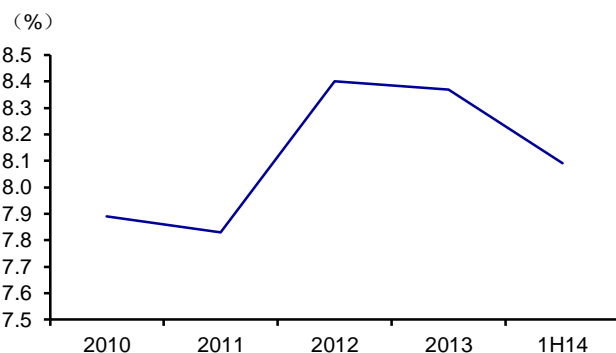
数据来源：公司公告；安信证券研究中心

图 4：扣除其他经营收益的营业利润



数据来源：公司公告；安信证券研究中心

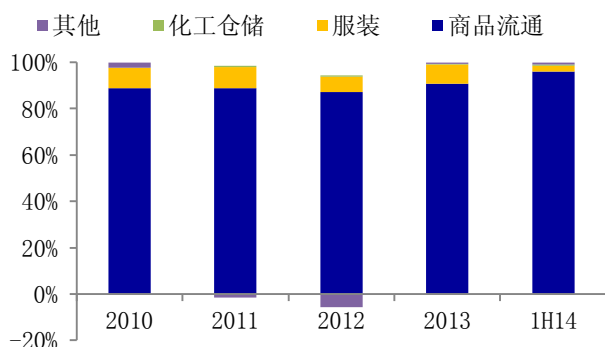
图 5：综合毛利率变化



数据来源：公司公告；安信证券研究中心

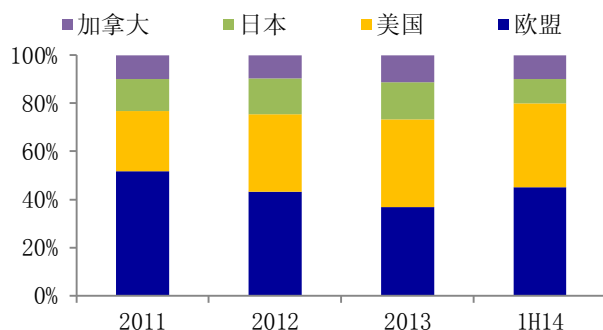
分行业看，公司收入主要来自于商品流通业务，近年商品流通收入占总收入比重均在80%以上，上半年这一占比进一步升至97%；仓储业务规模尚小，占总收入比重不到1%。分地区看，公司产品主要出口美国、欧盟、日本、加拿大；上半年，欧美市场占总出口金额的比例为80%。

图 6：分行业收入构成



数据来源：公司公告；安信证券研究中心

图 7：分地区出口额构成



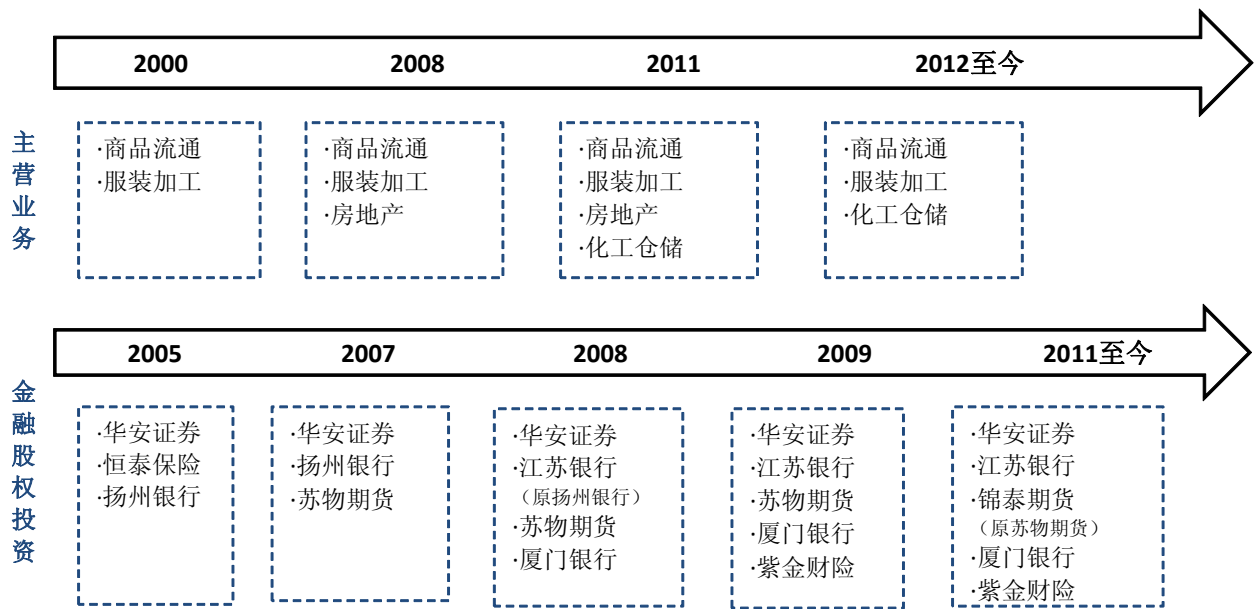
数据来源：公司公告；安信证券研究中心

2. 多元化经营砥砺前行

2.1 理顺贸易主业，布局股权投资

2000年上市以来，公司对主营业务范围持续调整，目前形成了以服装为核心的贸易主业和以金融服务业股权投资为主的投资业务。上市初期，公司主营商品流通和服装加工业务；2008年，新增房地产为主营业务；2011年，再增化工仓储为主营业务；2012年，房地产业务从主营中剥离。目前，公司已形成了包括商品流通、服装加工、化工仓储的主营业务，及以现代金融服务业股权投资为主的投资布局。我们预计未来公司或将积极考虑做大金融股权投资业务，打造贸易和金融结合的一体化运作平台。

图 8：主营业务和金融股权投资变化



数据来源：公司公告；安信证券研究中心

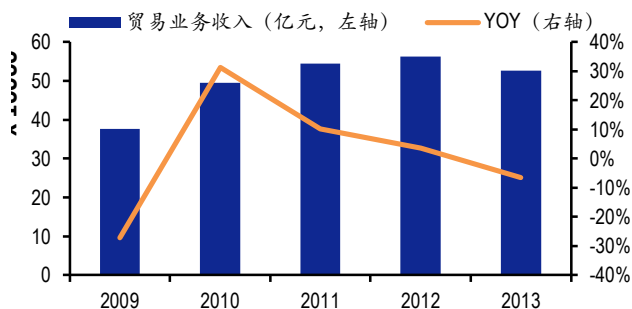
2.2 外贸内贸并行前驱

公司贸易主业以服装（中高档女装为主）为核心，还包括机电产品（阶段性国防军事工业用品）、工程物资、农林产品等。主要贸易形式包括进出口对外贸易和国内贸易。

- 1) **对外贸易占贸易收入比重 60%以上，出口为主。**2014 年上半年，公司实现贸易业务收入 26.74 亿元，同比增长 7.9%。公司主要出口地欧盟和美国的出口额均实现了较快增长，分别同比增加 28.7%和 10.2%，高于同期全国服装对欧盟、美国出口分别 20.2%、7.4%的增速。从全国形势来看，上半年服装出口整体仍处于低位，但二季度起已逐渐回暖，使年初出口数量、出口金额均同比下降的趋势有所改善。

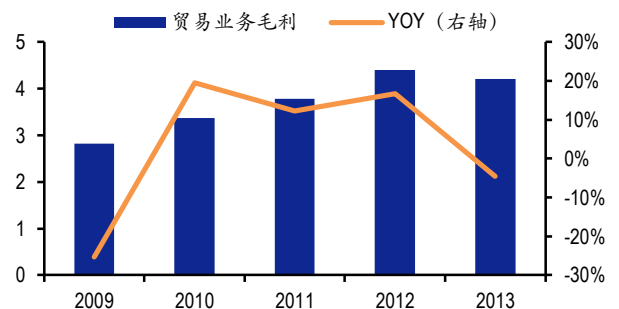
公司出口收入约占外贸收入的 80-90%。出口服装全部自营，相对于代理业务，自营出口业务毛利率水平较高且较稳定（代理业务只能收取手续费），其中估计玛莎百货毛利率高达 20%以上。大部分出口订单均外包生产（约 90+%），其余订单由子公司承接生产加工。上半年公司出口业务规模稳中有升，持续开发新市场和中高端客户群，着力开发高效产能生产基地，与工厂深度合作，并通过远期结汇、押汇等金融工具，提前锁定风险，降低资金成本，保障整体业务的盈利能力。

图 9：贸易业务收入



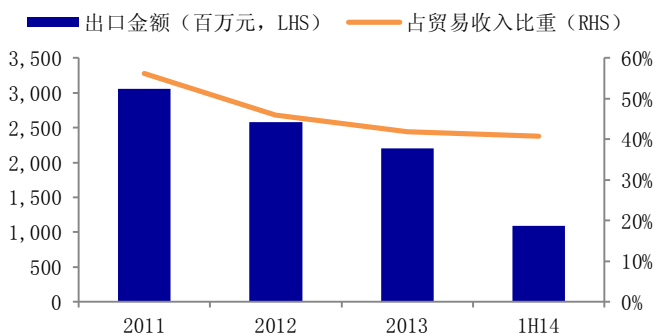
数据来源：公司公告；安信证券研究中心

图 10：贸易业务毛利率



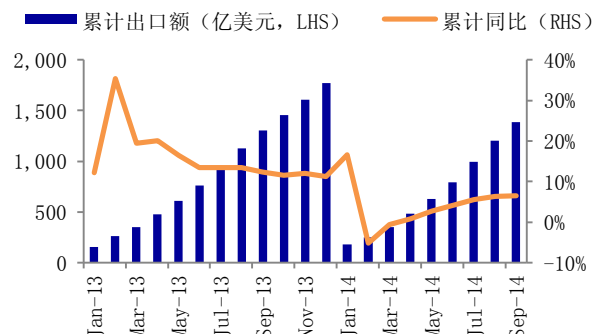
数据来源：公司公告；安信证券研究中心

图 11: 公司出口收入占贸易业务收入比重 40%以上



数据来源: 公司公告; 安信证券研究中心

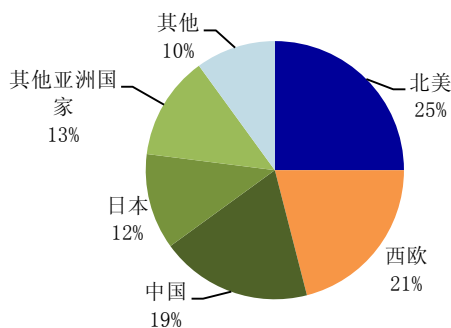
图 12: 二季度起全国服装出口增速持续回升



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

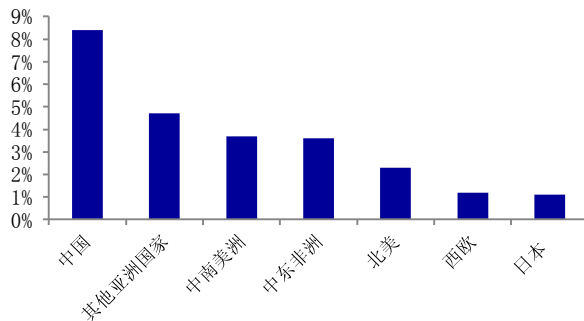
2) **进口业务规模小空间大。**公司进口业务包括大宗化工原材料、纺织材料、特种化学品等，现占外贸收入比例 10%左右。其中，特种化学品进口需具有特定经营资质，预计公司未来将持续利用这一优势，加大渠道建设和优化采购流程。我们认为，随着国内特种化学品的需求日益增加，公司这一业务仍有较大发展空间。据亚洲石化工业会议报告，作为新兴消费市场，亚洲已成为世界特种化学品最大消费市场，全球消费占比为 44%；其中，中国又是亚洲最大的特种化学品市场。据预测，2012-2017 年间中国特种化学品需求预计复合增长率为 8.4%，远高于其他亚洲国家、北美、西欧年均分别约 4.7%、2.3%、1.2%的增速。

图 13: 亚洲是全球特种化学品最大消费地区



数据来源: 中国化工网, 安信证券研究中心

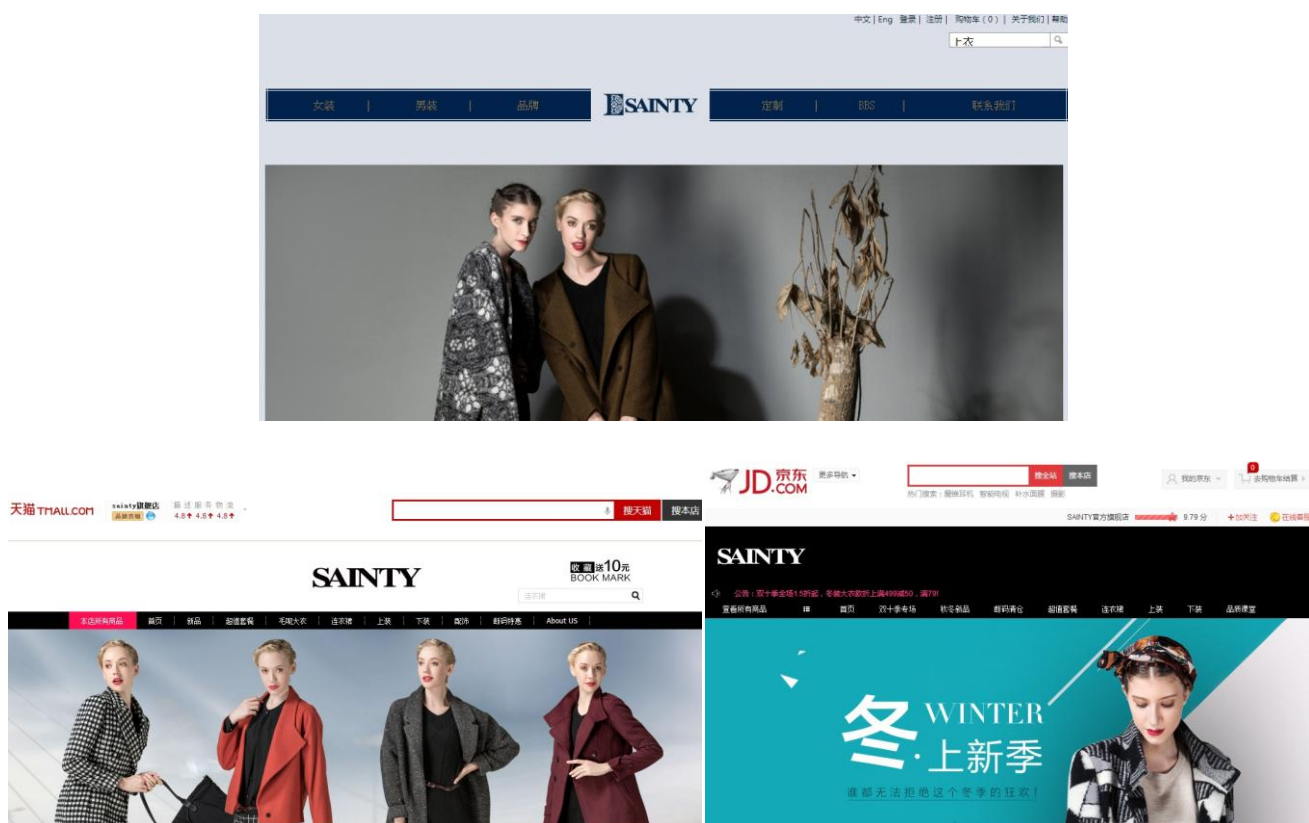
图 14: 预计 2012-17 年中国对特种化学品需求增长领先



数据来源: 中国化工网, 安信证券研究中心

3) **国内贸易收入贡献约 40%，以服装和机电产品为主。**公司服装在国内主要通过在线销售，拥有服装电商易尚公司，并自有设计团队，同时在天猫、京东等电商网站上均有销售，国内市场份额近年稳步提升。我们预计未来公司将引入国外中高档品牌，争取实现网上发布订单，探索订单自动化，实时匹配生产，优化订单效率。机电产品内贸方面，包括阶段性国防军工事业用品的批量贸易，公司近年不断优化产品质量，伸延上下游产业链服务，扩大收入规模，提升利润率水平。此外，公司还从事钢材等招投标业务及国家重大项目，为国家重点工程提供业务支持。

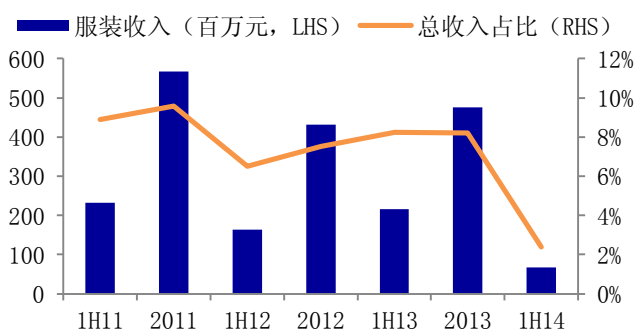
图 45: SAINTY 服装国内主要销售网站



数据来源：公司公告；安信证券研究中心

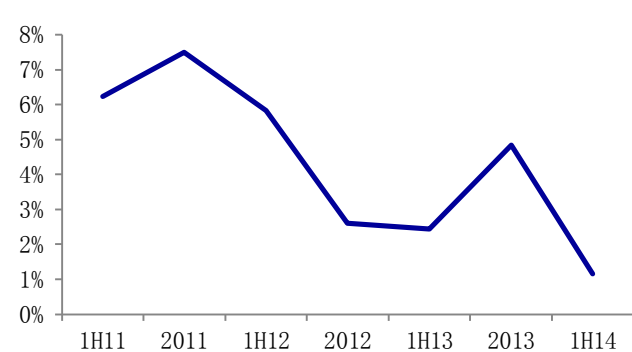
服装加工是次要收入贡献,经营效率仍有较大改善空间。公司服装生产产品线包括西服、女时装、风衣、夹克、衬衫、休闲裤等中高档服装领域。近年服装加工业务占总收入比重基本稳定在 8%左右,今年上半年总收入占比降至 2%,原因有二:一是国内消费环境低迷、原材料和人工成本上涨等外部因素未见明显改善,二是去年剥离部分资产也导致了相应销售有所减少。毛利率因内部会计核算调整较去年同期也有所下降,我们估计剔除核算因素后,服装加工业务的整体利润率仍有所提升。公司在服装贸易方面积累了丰富经验和客户资源,拥有广泛的国内外营销网络和设计研发团队,预计未来将继续开发和推销高附加值产品,调整产品结构,优化产能利用,控制生产成本,提高整体生产效率。

图 16: 上半年服装收入规模明显减少



数据来源：公司公告；安信证券研究中心

图 17: 服装毛利率处于近年低位



数据来源：公司公告；安信证券研究中心

2.3 化工仓储明年有望迎来恢复性增长

资源区域优势显著，围绕贸易主业扩大规模效应。2010年底，公司竞得位于张家港保税区一处液体化工仓储资产，2011年初在张家港保税区内设立全资子公司“江苏舜天化工仓储有限公司”正式开展化工仓储业务。我们认为公司开展代工仓储业务的主要优势有二：

1) 张家港保税港区邻近江苏扬子江国际化学工业园，公司可享受保税区和物流园区内的双重优惠政策；区内建有国内规模最大的专业化工品交易市场——江苏化工品交易中心，是全国知名的液体化工品集散中心和价格中心。

2) 公司占地 35 亩，建有 19 台储罐，以不锈钢保温储罐为主，储罐总容积 5 万立方米，适于储存苯酚、1,4-丁二醇、乙二醇、苯乙烯、甲苯、二甲苯等多种液体化学品，业务区域范围覆盖大部分华东地区。港口可常年作业，枯水期码头前沿水深平均达 13 米，现有 30,000 吨级和 50,000 吨级两座液体散化专用码头，另有 500 吨级内河十字港疏运码头 2 座，码头年吞吐量可达 450 万吨。

我们认为，凭借公司多年积累的贸易物流和客户资源等优势，化工仓储业务的发展将在进一步增加化工等产品进口的同时，也受益于贸易主业规模扩大带来的更多仓储需求。

表 1：张家港保税区内主要化工仓储企业

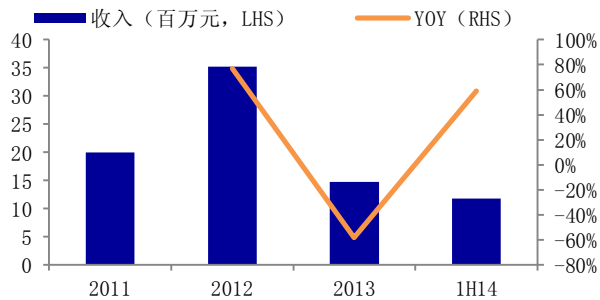
公司名	总罐容 (万平米)	储罐个数	单个罐容 (千平米)	是否有保税罐
张家港保税区长江国际港务有限公司	53.68	122	0.7—10	有
张家港孚宝仓储有限公司	45.5	79	1-25	有
张家港中石化实业有限公司	10	35	0.48—4	有
江苏舜天化工仓储有限公司	5	19	0.55—3.8	有
张家港保税物流园区凯伦仓储有限公司	4.6	10	3—5	有
张家港保税区开诚化工仓储有限公司	3.8	10	2.5—4	有
张家港保税区力凯化工仓储有限公司	3.5	15	1.25—4	有

数据来源：易贸网；安信证券研究中心

周转率是影响化工仓储业务盈利能力的关键因素。目前公司仓库利用率维持在 60%—70%，不同于其他商品的储存，化工产品对仓库利用率要求相对不高。在控制合理库存水平的同时，仓储业务更看重其整体周转速度。化工产品储存的环境温度、湿度、光照等物理条件较为严格，储存时间的长短对产品品质影响较大；且公司仓储收费以 10 天为基准，10 天以内均按 10 天收取相关储存费用。因此，提高化工仓储周转率，无论是对产品自身品质还是公司经营效益，均是最为重要的影响因素。

码头改造负面影响逐渐消除，仓储业务迎转机。自 2012 年下半年公司在张家港保税区所用码头进行改造以来，停靠船只数量和客户数量有所减少，导致 2013 年公司化工仓储业务量有所下降。今年以来，随着码头加固改造的结束，公司所在码头的货物吞吐量和停靠船只数量均有所增加，但流失的客户因竞争激烈而仍需一定时间逐步恢复。上半年，在去年低基数的基础上，公司化工仓储业务收入实现 58.76% 的较好增长，毛利率从去年同期的 44.52% 增至上半年的 58.16%，经营效率也因码头卸货率的提高而明显改善。同时，公司今年加强现有客户维持力度，并通过优化配套服务、提供更优仓储条件等多种方式不断拓展新客户。我们预计从明年起，随着改造后码头整体运营效率提升及客流恢复，公司化工仓储业务将迎来恢复性增长。

图 18: 化工仓储收入及增速



数据来源: 公司公告; 安信证券研究中心

图 19: 化工仓储毛利率大幅提升

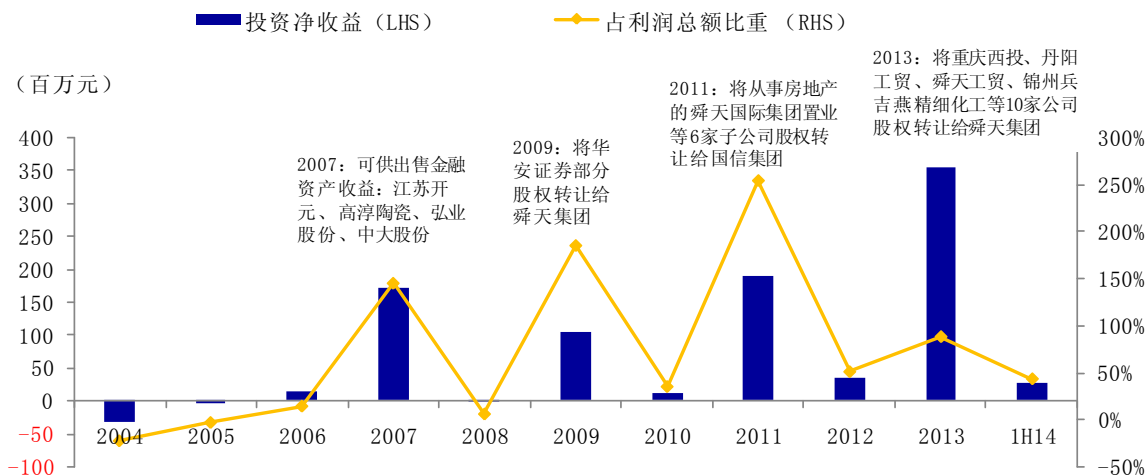


数据来源: 公司公告; 安信证券研究中心

2.4 股权投资助力业绩弯道提速

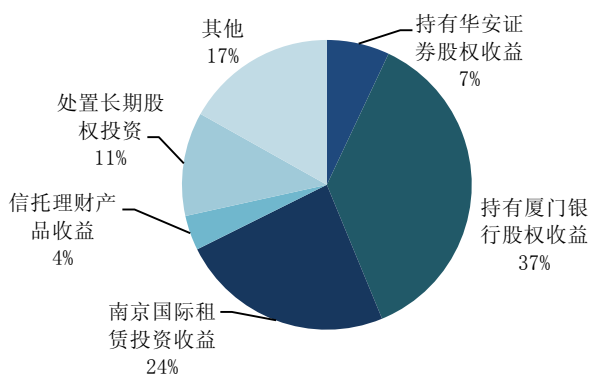
剥离非主业资产，“贸易+金融”路径渐行渐清晰。因公司历年股权出售和分红等收益贡献，股权投资业务已成为公司业绩重要构成板块：2006 年以来，投资净收益占利润总额比重平均达到 90%以上，至 2014 上半年，虽然没有其他股权转让出售，但占利润总额比重仍高达 44%。2011 年公司转让了和集团存在同业竞争的房地产业务给国信集团，2013 年将经营欠佳的矿业子公司股权转让给舜天集团，置换南京国际租赁公司（以下简称“南京租赁”）股权。股权转让除了给公司当年带来较大投资收益之外，同时提升了整体资产质量，也使公司后续重点发展“贸易+金融”的多元战略更为清晰。

图 20: 投资净收益波动大，利润总额占比高



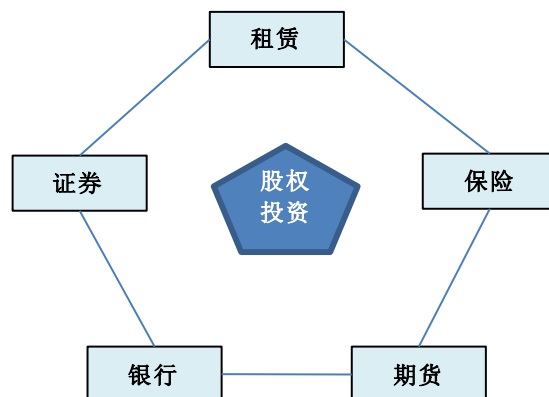
数据来源: 公司公告; 安信证券研究中心

图 21: 投资净收益构成—1H14



数据来源: 公司公告; 安信证券研究中心

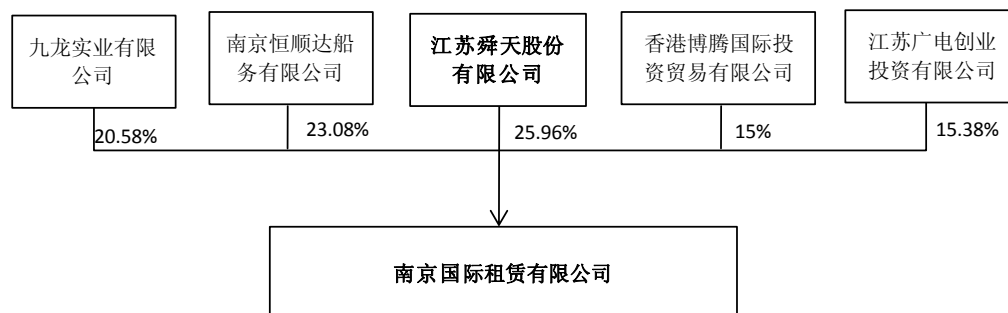
图 22: 金融股权投资布局



数据来源: 公司公告; 安信证券研究中心

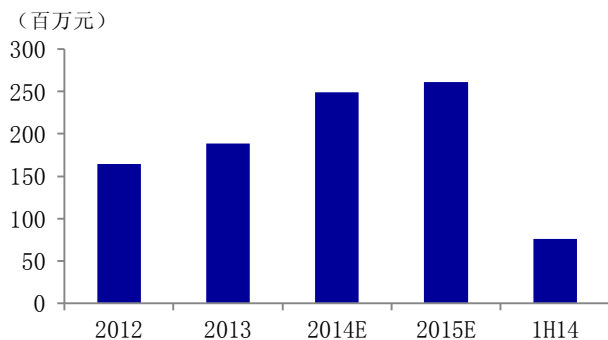
- 1) **南京租赁对公司利润贡献约 10-12%**。2013 年 5 月，公司以 1.18 亿元为对价受让国信集团持有的南京租赁 25.96% 股权，成为该公司第一大股东。南京租赁成立于 1989 年，是首批经原对外经济贸易合作部批准成立的中外合资企业，目前为中国外商投资企业协会租赁业工作委员会的理事单位，租赁业务涉及的行业主要包括能源、现代物流、专业工程机械、政府基础设施建设以及民生医疗等。2014 上半年南京租赁实现净利润 2,494 万元，按权益法核算对公司盈利贡献约 10%；据 2013 年初公司对其盈利预测审核报告，我们预计南京租赁未来产生的投资收益，对公司业绩贡献将维持 10% 左右的较好水平。

图 23：南京国际租赁公司股权结构图—1H14



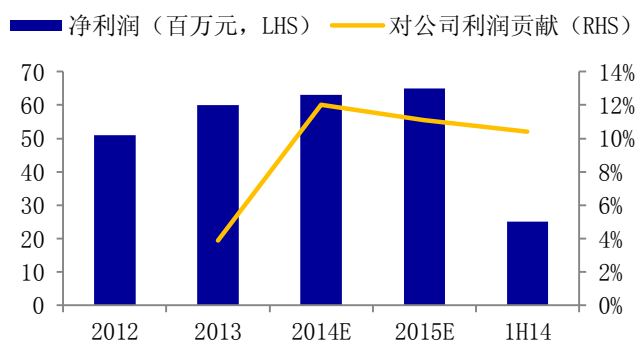
数据来源：公司公告；安信证券研究中心

图 24：南京租赁营业收入



注：南京租赁预测数据来自公司对其盈利预测审核报告，Jan 31 2013
数据来源：公司公告；安信证券研究中心

图 25：南京租赁对公司利润贡献



注：南京租赁预测数据来自公司对其盈利预测审核报告，Jan 31 2013
数据来源：公司公告；安信证券研究中心

- 2) **其他金融股权投资业绩贡献共约 8%-10%**。截至 2014 上半年，除了南京租赁，公司还持股华安证券有限责任公司 (3.55%)、紫金财产保险股份有限公司 (6.4%)、厦门银行股份有限公司 (3.14%)、锦泰期货有限公司 (2.27%) 等金融机构。以上股权投资均以成本法核算，其中，厦门银行分红是主要投资收益贡献；紫金财险因近年不分红未有投资收益确认。若暂不考虑紫金财险盈利后可能的分红收益，估计未来几年华安证券和厦门银行合计对公司业绩贡献约 8%-10%。

表 2: 所持主要金融公司股权及投资损益—1H14

百万元	投资金额	持股比例(%)	1H14 账面价值	1H14 损益
华安证券有限责任公司	172.27	3.55	171.58	1.90
紫金财产保险股份有限公司	160.00	6.4	160.00	-
厦门银行股份有限公司	127.85	3.14	127.85	9.97
锦泰期货有限公司	10.00	2.27	10.00	0.19

数据来源: 公司公告; 安信证券研究中心

表 3: 主要持股公司分红收益对公司业绩贡献预测

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
华安证券					
归母净利润	163.8	242.0	302.5	347.9	347.9
yoy	99%	48%	30%	25%	15%
分红比例	0%	22%	22%	30%	30%
股权收益			1.9	2.4	3.7
对公司利润贡献			1.4%	1.6%	2.1%
厦门银行					
归母净利润	467.4	519.7	550.9	578.5	578.5
yoy	23%	11%	10%	6%	5%
分红比例		53%	53%	53%	53%
股权收益			8.6	10.3	10.8
对公司利润贡献			6.3%	6.8%	6.2%
江苏舜天					
利润总额	69.6	400.4	136.6	152.0	174.7
合计利润贡献			7.7%	8.3%	8.3%

数据来源: 公司公告; 安信证券研究中心

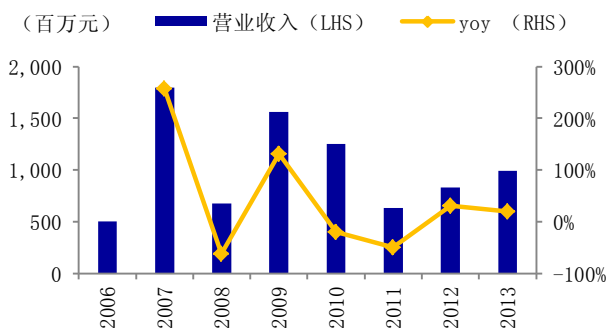
华安证券: 公司上市初期就已持股华安证券, 目前持股比例为3.55%, 是其第六大股东。华安证券是成立于2000年底, 前身为1991年5月成立的安徽省证券公司, 是安徽省唯一的证券专营机构。华安证券目前是A股待审拟上市券商中申请速度最快的券商, 据其上市承诺: “上市后公司在年度报告期内盈利且累计未分配利润为正时, 在满足公司正常经营的资金需求情况下, 每年以现金形式分配的利润不少于当年实现的可供分配利润的30%”。假设华安证券明年能实现上市, 我们预计从明年起, 随着其分红比例的提高, 给公司带来的分红收益贡献将由目前~1%增至~2%。

表 4: 华安证券前十大股东—1H14

排名	股东名称	持股数量 (百万股)	占总股本比例 (%)	对应上市公司
1	安徽省国有资产运营有限公司	919	32.58	
2	安徽出版集团有限责任公司	500	17.72	
3	东方国际创业股份有限公司	245	8.68	东方创业
4	安徽省皖能股份有限公司	200	7.09	皖能电力
5	安徽省高速公路控股集团有限公司	140	4.96	
6	江苏舜天股份有限公司	100	3.55	江苏舜天
7	黄山旅游发展股份有限公司	100	3.55	黄山旅游
8	安徽省投资集团控股有限公司	100	3.55	
9	安徽省能源集团有限公司	100	3.55	皖能电力
10	安徽古井集团有限责任公司	100	3.55	古井贡酒
	合计	2,504	88.78	

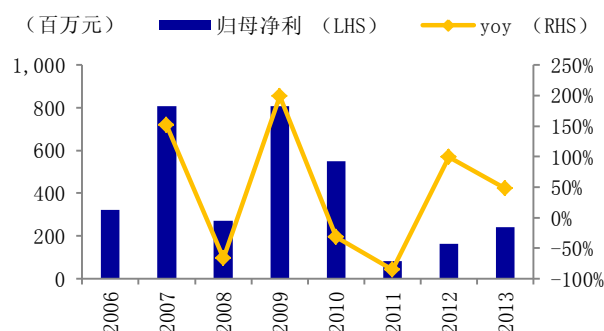
数据来源: 公司公告; 安信证券研究中心

图 26: 华安证券收入及增速



数据来源: 公司公告; 安信证券研究中心

图 27: 华安证券净利润及增速



数据来源: 公司公告; 安信证券研究中心

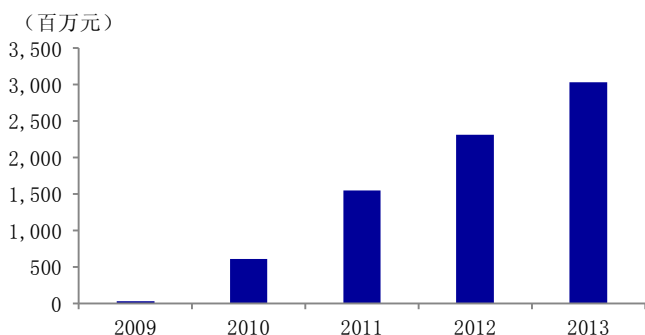
紫金财险: 2007年,公司和舜天集团、国信集团共同投资组建紫金财产保股份有限公司,使其成为是首家总部设在江苏省的全性财产保险公司。2009年,公司完成对其1.6亿元的出资,占总股本比例16%,成为其第二大股东;至2014上半年,公司持股紫金财险比例为6.4%,维持第二大股东地位。因经营初期持续亏损,紫金财险至今仍未进行股利分配,2012年起实现扭亏后已连续两年实现盈利。我们认为,随着紫金财险业务规模的不断扩大,未来经营状况将持续改善,有望进行一定比例的分红派息,或又将为公司新增部分投资收益。

表 5: 紫金财险前十大股东—1H14

排名	股东名称	持股数量 (百万股)	占总股本比例 (%)	对应上市公司
1	江苏省国信资产管理集团有限公司	415	16.6	江苏舜天
2	江苏舜天股份有限公司	160	6.4	江苏舜天
3	南京紫金投资控股有限责任公司	125	5.0	
4	江苏高科技投资集团有限公司	100	4.0	
5	江苏汇鸿国际集团有限公司	100	4.0	汇鸿股份
6	南京市河西新城区国有资产经营控股(集团)有限责任公司	100	4.0	
7	常州高新技术产业开发区发展(集团)总公司	100	4.0	
8	苏州市营财投资集团公司	100	4.0	
9	江苏省高科技产业投资有限公司	100	4.0	
10	江苏沙钢集团有限公司	100	4.0	
	合计	1,400	56.0	

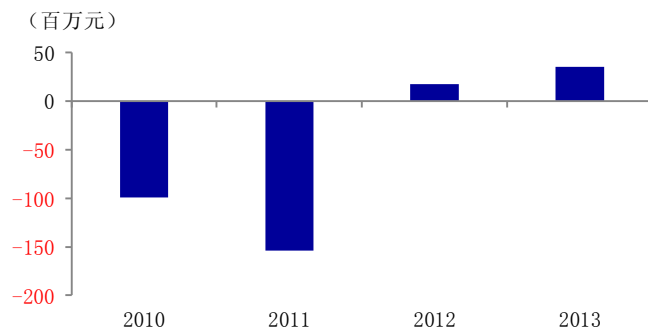
数据来源: 公司年报; 安信证券研究中心

图 28: 紫金财险原保险保费收入



数据来源: 保监会; 安信证券研究中心

图 29: 紫金财险净利润



数据来源: 公司年报; 安信证券研究中心

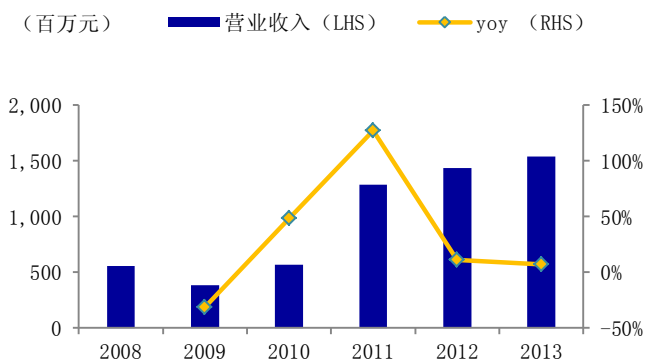
厦门银行：2008 年公司以 8,968 万元认购厦门市商业银行的增发股份 3,895 万股，所持股份占其增发后总股本的 7.79%；2009 年，厦门市商业银行更名为“厦门银行股份有限公司”；至 2014 年上半年，公司持有厦门银行 3.14% 股权。近年来，厦门银行分红比例基本稳定在 50% 左右，是公司投资收益主要贡献之一；考虑到银行业高派息的特点，我们预计厦门银行这一投资收益贡献有望保持目前较好水平。

表 6：厦门银行持股 5% 以上股东及公司持股—1H14

排名	股东名称	占总股本比例 (%)	对应上市公司
1	厦门市财政局	25.00	
2	富邦银行（香港）有限公司	17.29	
3	北京盛达兴业房地产开发有限公司	13.49	
4	佛山电器照明股份有限公司	6.91	佛山照明
5% 以下	江苏舜天股份有限公司	3.14	江苏舜天
	合计	62.69	

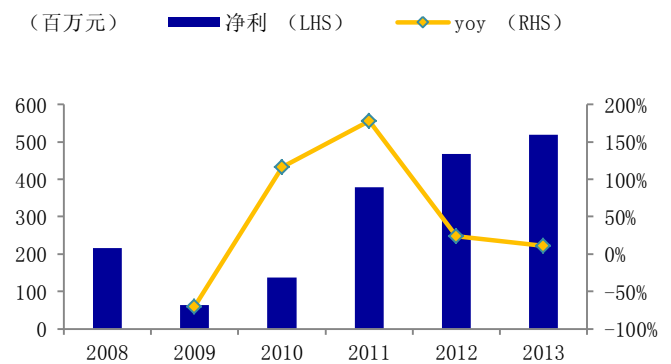
数据来源：公司年报；安信证券研究中心

图 30：厦门银行营业收入及增速



数据来源：公司年报；安信证券研究中心

图 31：厦门银行净利润及增速



数据来源：公司年报；安信证券研究中心

3. 借力省级平台，超车仍看“国资改革+体育消费”

3.1 国资改革预期打开，改善经营强化激励

国信集团资产丰富，背景雄厚。2010 年，经江苏省人民政府国有资产监督管理委员会批复，公司整体从江苏省舜天国际集团划拨给江苏省国信资产管理集团有限公司，成为国信集团全资子公司。江苏省国信资产管理集团有限公司是于 2001 年 8 月经省政府批准，在江苏省国际信托投资公司和江苏省投资管理有限责任公司基础上组建的大型国有独资企业集团，从事授权范围内的国有资产经营、管理、转让、投资、企业托管、资产重组以及经批准的其他业务，注册资本为人民币 200 亿元。国信集团是国有资产授权投资主体，是江苏省国资旗下重要的资产管理平台，主营业务包括电力、天然气和新能源产业，同时涉及金融、国内外贸易、物流业、软件产业、酒店旅游、文化体育产业以及房地产业等；集团公司的具体业务经营均通过其下属控股公司实现，旗下上市公司包括江苏舜天和舜天船舶两家。

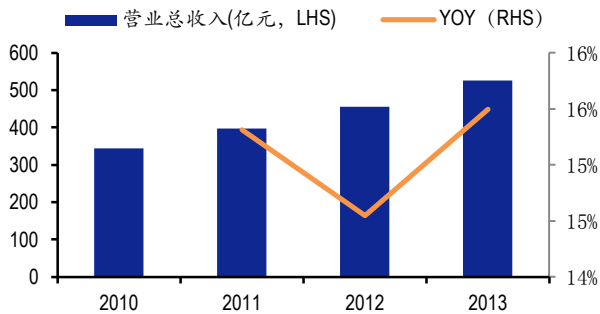
表 7: 国信集团子公司情况

板块	子公司名称	持股比例	注册资本 (万元)	业务性质	注册地
电力生产	扬州第二发电有限责任公司	45.00%	169,200.00	电力生产	扬州市
	江苏国信扬州发电有限责任公司	90.00%	97,000.00	电力生产	扬州市
	江苏新海发电有限公司	89.81%	23,900.00	电力生产	连云港市
	江苏淮阴发电有限公司	82.61%	14,006.20	电力生产	淮安市
	淮阴发电厂	100.00%	2,196.17	电力生产	淮安市
	盐城发电有限公司	60.00%	33,700.00	电力生产	盐城市
	盐城发电厂	100.00%	3,881.17	电力生产	盐城市
	江苏国信瀛州发电有限公司	80.00%	50,000.00	电力生产	盐城市
	江苏射阳港发电有限责任公司	65.00%	26,952.00	电力生产	盐城市
	江苏沙河抽水蓄能发电有限公司	42.50%	15,100.00	电力生产	溧阳市
	江苏国信溧阳抽水蓄能发电有限公司	85.00%	30,000.00	电力生产	溧阳市
	江苏国信靖江发电有限公司	80.00%	50,000.00	电力生产	泰州市
	江苏国信如东生物质发电有限公司	65.00%	9,609.00	电力生产	如东县
	江苏国信淮安生物质发电有限公司	100.00%	6,000.00	电力生产	淮安市
	江苏国信泗阳生物质发电有限公司	100.00%	6,000.00	电力生产	泗阳县
江苏东凌风力发电有限公司	70.00%	24,000.00	电力生产	如东县	
江苏国信盐城发电厂有限公司	100.00%	1,000.00	电力生产	盐城市	
能源开发	江苏省天然气有限公司	51.00%	100,000.00	能源开发	南京市
	江苏省新能源开发有限公司	100%	20,000.00	能源开发	南京市
房地产	江苏兴园置业发展有限公司	51.00%	1,000.00	房地产	南京市
	江苏省房地产投资有限责任公司	100%	110,000.00	房地产	南京市
金融业	江苏省国信信用担保有限责任公司	70%	50,000.00	金融业	南京市
	南京国际租赁有限公司	75.00%	4,138.35	金融业	南京市
	恒泰保险经纪有限公司	44.46%	5,400.00	保险业	南京市
	江苏省国际信托有限责任公司	100%	248,389.90	信托业	南京市
酒店业	上海紫金山大酒店	100.00%	23,000.00	酒店业	上海市
	南京丁山宾馆	100.00%	3,012.05	酒店业	南京市
	南京状元楼酒店	48.47%	USD2,775.2	酒店业	南京市
	连云港云台宾馆有限责任公司	65.00%	12,000.00	酒店业	连云港市
	雅都大酒店(苏州)	75.00%	USD3,575.0	酒店业	苏州市
	连云港神州宾馆	100.00%	2,490.00	酒店业	连云港市
	深圳市江苏宾馆有限公司	100.00%	6,793.67	酒店业	深圳市
	南京国信大酒店有限公司	100.00%	2,000.00	酒店业	南京市
	淮安国信大酒店	100.00%	10,000.00	酒店业	淮安市
其他	江苏省外事旅游汽车公司	100.00%	10,000.00	旅游业	南京市
	江苏舜天国际集团有限公司	100.00%	44,241.00	贸易	南京市
	江苏省软件产业股份有限公司	57.50%	19,800.00	软件产业	南京市
	上海兴江实业公司	100.00%	5,000.00	实业投资	上海市
	江苏省电影发行放映公司	100.00%	6,260.00	文化业	南京市
	江苏国信帕尔玛足球发展有限公司	45.00%	2,000.00	体育业	南京市
江苏省医药公司	100.00%	4,156.55	医药经销	南京市	
资产管理	江苏省投资管理有限责任公司	100%	100,000.00	资产管理	南京市
	江苏省国信永泰资产处置公司	100.00%	1,500.00	资产管理	南京市
	南京奥体中心经营管理有限公司	100.00%	30,000.00	资产管理	南京市
	江苏省国信创业投资公司	100.00%	5,000.00	资产管理	南京市

数据来源: 公司网站; 安信证券研究中心

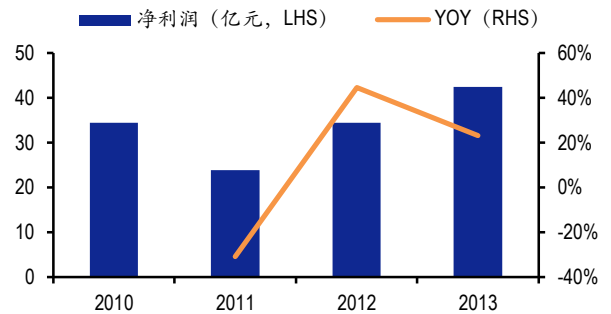
国信集团近年收入稳定增长，盈利提升。2010年起，国信集团营业总收入一直保持稳定增长，营业收入从2010年的345亿元稳步增长到2013年的526.4亿元，年均复合增长率15.1%；同期净利润从34.44亿元增长到42.37亿元，年均复合增长率7.2%；销售毛利率从2011年起持续提升，资产收益率基本稳定在4%左右。

图 32：国信集团营业总收入



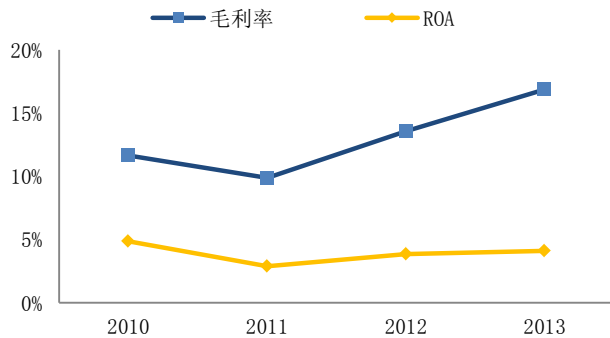
数据来源：公司年报；安信证券研究中心

图 33：国信集团净利润



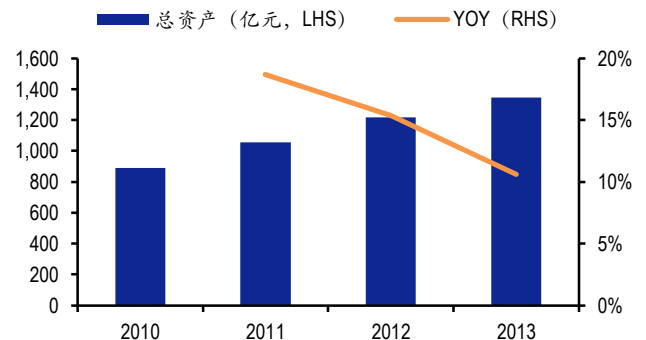
数据来源：公司年报；安信证券研究中心

图 34：国信集团毛利率及资产收益率



数据来源：公司年报；安信证券研究中心

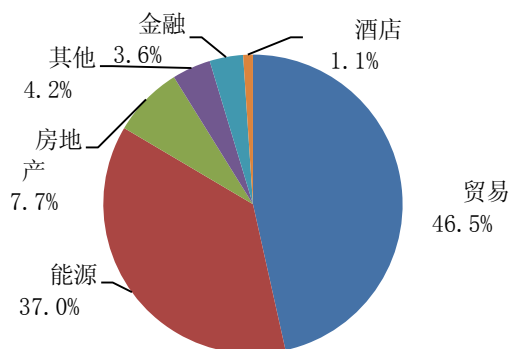
图 35：国信集团总资产



数据来源：公司年报；安信证券研究中心

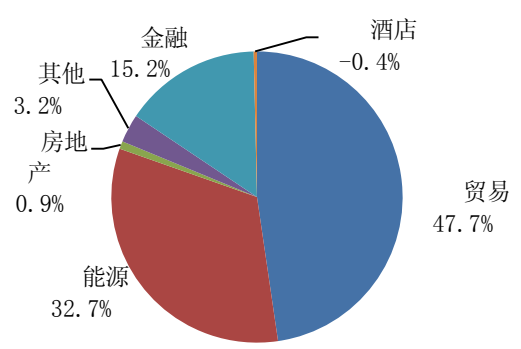
贸易收入贡献居首，金融盈利能力优。收入结构方面，2013年国信集团营业收入主要由贸易、能源、房地产及金融四个板块构成，贸易板块占总收入比例为46.5%，能源占比36.99%，房地产及金融分别占7.65%和4.18%。利润结构方面，贸易和能源板块也是主要贡献；此外，金融业务因其高毛利率而贡献了远超其收入比例的利润（收入占比3.6% vs. 利润占比15.2%），随着金融板块的做大做强，有望持续优化集团整体经营水平；酒店业务仍处于亏损状态。从贸易业务对国信集团经营的重要性，以及金融板块发展空间看，江苏舜天近年来向“贸易+金融”的双主业转型战略也充分符合集团整体发展方向。

图 36：国信集团分行业收入结构—2013



数据来源：公司年报；安信证券研究中心

图 37：国信集团分行业营业利润结构—2013



数据来源：公司年报；安信证券研究中心

江苏国企改革深化，经营优化激励改善。继江苏省委、省政府发布《关于全面深化国有企业和国有资产管理体制改革的意见》之后，近日江苏省委、省政府再次发布了针对省属国资国企的“深化改革实施细则”，这是国内首个以省委、省政府名义先后发布国企改革的意见与细则的省份，反映了江苏省对其22家省属国资国企改革的重视。据改革细则，竞争类企业全面实施股权多元化和混合所有制改革是重要目标，同时，细则鼓励和支持省属企业将旗下优质资产注入原上市公司平台，通过IPO、借壳、上新三板等途径来提高证券化率。

目前江苏国资企业资产证券化水平整体偏低，我们认为，江苏舜天作为国信集团旗下重要上市平台，有望率先分享江苏省国资改革的盛宴，不排除未来集团旗下其他优质资产注入的可能，或为其多元化发展战略再添一翼。此外，公司所有子公司均已实现管理层及核心业务团队持股，利于充分调动子公司骨干工作积极性，我们预计随着国资改革的后续推进，上市公司层面激励机制也有望得到进一步改善，提高整体经营效率。

表 8：江苏舜天子公司经营情况

万元	公司名称	业务性质	所占权益 (%)	总资产	净资产	净利润	y-y (%)	净利润	y-y (%)
				1H14	1H14	1H14	2013	2013	
	江苏舜天行健贸易有限公司 (合并)	商品流通	55	12,103.9	7,648.1	66.7	-83.3	1,320.8	98.9
	江苏舜天力佳服饰有限公司 (合并)	商品流通	55	5,223.0	1,544.1	17.5	234.0	-63.5	-10.0
	江苏舜天泰科服饰有限公司 (合并)	商品流通	55	16,834.3	7,400.3	216.8	-49.4	3,076.4	18.7
	江苏舜天信兴工贸有限公司 (合并)	商品流通	55	22,465.4	4,318.5	161.2	38.2	626.7	3.4
贸易类	江苏舜天国际集团轻纺进出口有限公司	商品流通	25	32,513.8	8,386.2	459.8	-13.5	1,082.0	-15.2
	江苏舜天汉商工贸有限责任公司	商品流通	51	5,746.0	734.2	87.0	762.3	-5.9	-154.1
	江苏舜天盛泰工贸有限公司 (合并)	商品流通	30	31,040.7	2,841.9	-131.9	-216.9	381.6	-3.1
	舜天 (香港) 有限公司	商品流通	100	8,962.7	8,064.9	216.1	13.7	334.3	-48.8
	江苏舜天富德贸易有限公司	商品流通	35	4,917.2	1,017.3	-64.1	-201.2	349.8	29.8
	江苏舜天西服有限公司 (合并)	服装加工	100	17,628.2	12,348.7	211.4	-81.8	610.1	-20.2
	江苏舜天服饰有限公司	服装加工	100	11,019.9	8,896.6	31.3	-16.1	-215.6	-384.2
生产类	江苏舜天国际集团江都制衣有限公司	服装加工	100	6,507.9	1,830.6	-253.6	-119.9	964.3	163.5
	江苏舜天金坛制衣有限公司	服装加工	100	10,059.4	435.2	-867.1	-120.6	-572.7	-248.3
	江苏舜天易尚贸易有限公司	服装加工	100	631.2	520.4	-200.8			
仓储	江苏舜天化工仓储有限公司	化工仓储	100	10,457.8	10,163.8	174.9	46.3	363.8	-73.8
租赁	南京国际租赁有限公司	融资租赁	25.96	206,677.1	25,014.8	2,494.3			

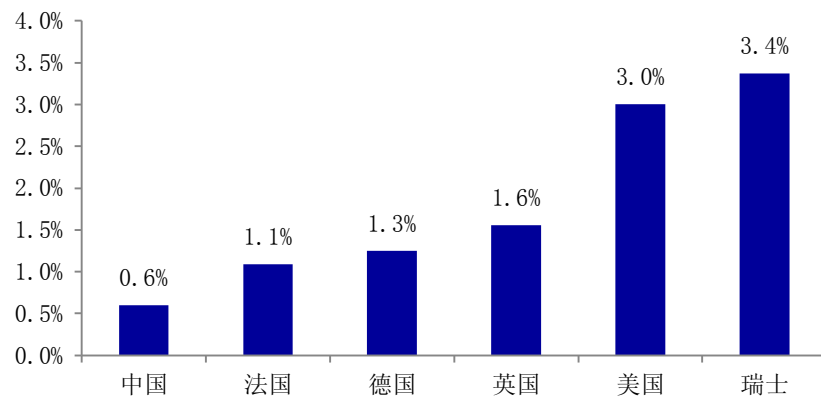
数据来源：公司公告；安信证券研究中心

3.2 体育消费加速，舜天足球先行

继9月国务院召开国务院常务会议，研究完善预算管理促进财政收支规范透明的相关意见后，近日国务院再次发布《国务院关于加快发展体育产业 促进体育消费的若干意见》，进一步加快发展体育产业，促进体育消费。意见提出，到2025年，基本建立布局合理、功能完善、门类齐全的体育产业体系，体育产品和服务更加丰富，市场机制不断完善，消费需求愈加旺盛，对其他产业带动作用明显提升，体育产业总规模超过5万亿元，成为推动经济社会持续发展的重要力量。

体育总局表示，2012年全国体育及相关产业实现增加值3135.95亿元人民币，占当年GDP的0.6%。据中研普华研究，2013年，全国体育及相关产业实现增加值约3400亿元。与发达国家体育产业的GDP占比基本处于1%以上的水平相比，我国体育产业规模仍有较大提升空间。

图 38: 我国体育产值占 GDP 比重较低



数据来源: 公司公告; 安信证券研究中心

表 9: 体育产业相关支持政策

政策文件	主要内容
Mar 2010 《关于加快发展体育产业的指导意见》	大力发展体育健身市场、努力开发体育竞赛和体育表演、积极培育体育中介市场、做大做强体育用品业、大力促进体育服务贸易、协调推进体育产业与相关产业互动发展等。
Apr 2011 《体育产业“十二五”规划》	继续保持体育产业快速发展,增加值以平均每年 15% 以上的速度增长,到“十二五”末期,体育产业增加值超过 4000 亿,占国内生产总值的比重超过 0.7%,从业人员超过 400 万,体育产业成为国民经济的重要增长点之一。
Sep 2014 国务院常务会议,研究完善预算管理促进财政收支规范透明的相关意见	部署加快发展体育产业、促进体育消费推动大众健身。改革完善预算管理,建立与实现现代化相适应的现代财政制度坚持改革创新,更多依靠市场力量,加快发展体育产业,促进体育消费,推动大众健身。
Oct 2014 新版校园足球规划即将出台:中国青少年校园足球发展规划(2015—2025 年)	到 2020 年,全国校园足球定点校要达到 2 万所,足球人口要达到 2000 万人;此次规划或将明确今后校园足球划归教育部门负责,体育部门负责提供技术支持;据相关消息,教育部正联合财政部、国家发改委等,共同商议校园足球发展。
Oct 2014 《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》	到 2025 年,基本建立布局合理、功能完善、门类齐全的体育产业体系,体育产品和服务更加丰富,市场机制不断完善,消费需求愈加旺盛,对其他产业带动作用明显提升,体育产业总规模超过 5 万亿元,成为推动经济社会持续发展的重要力量。

数据来源: 新闻整理; 安信证券研究中心

我们认为,在国家政策对体育产业的高度重视和大力扶持下,我国体育产业市场化改革顺势而为,体育行业体制改革也将持续深化。而国信集团旗下的体育资产主要有二:公司旗下的江苏国信舜天足球俱乐部,以及集团旗下的国信帕尔玛国际足球学校;足球俱乐部和足球学校等体育服务业发展空间广阔,有望直接受益于体育产业市场化的不断推进。

1) **足球俱乐部:** 2000 年,江苏舜天国际集团和江苏省体育局共同建立了江苏国信舜天足球俱乐部。国信舜天足球俱乐部是在江苏省工商局、中国足球协会注册的职业足球俱乐部,是具有独立法人资格的经济实体。俱乐部设有董事会、监事会和其它相应的组织结构。国信舜天足球俱乐部力求正规化、系统化和科学化建设,通过建立起现代企业制度,将市场机制引入俱乐部的运营管理体系中,通过建立良性的竞争机制以及激励机制,引导俱乐部走上规范化的发展道路。

表 10: 国信舜天足球俱乐部主要荣誉

年度	股东名称
2008	中国足球甲联赛冠军,成功登陆中超
2012	中国足球超级联赛亚军,获得亚冠资格
2013	中国足球超级杯冠军
	目前位列中超积分榜第八名

数据来源: 公司网站; 安信证券研究中心

舜天足球俱乐部的足球周边产品销售均是通过舜天集团旗下的 B2C 电子商务平台——舜天淘 (<http://www.saintymall.com/>)。舜天淘为江苏国信舜天队唯一官方授权球迷用品网络销售商城,产品包括舜天队球衣,球帽,围巾,主场比赛服,球员签名纪念足球,POLO 衫,马克杯,金箔队徽,队徽闹钟等。主要产品包括:1、中国制造的优质出口产品:主要有玩具礼品、服饰及纺织品、DIY 工具产品、户外用品等;2、来自海外的进口产品,包括进口名品、品牌服饰等。

图 39: 国信舜天足球俱乐部及舜天淘网站



数据来源: 公司网站; 安信证券研究中心

此外,目前国内足球俱乐部具有浓厚的地域烙印,球队成绩或与地方政府的历年政绩有一定联系。回顾历史,在1998年前的俱乐部转让潮流中,曾有多地地方政府直接干预俱乐部的转让,甚至直接要求企业接手足球俱乐部。而对于企业而言,我们认为,足球俱乐部所能获得的利益不仅仅是其自身经营,更多是所产生的广告效应和地方政府的政策倾斜,国信集团也有望从江苏足球产业发展大潮中多方受益。

2) 足球学校: 国信集团与意大利帕尔玛足球俱乐部、江苏省体育局和南京外国语学校联合组建的江苏国信帕尔玛国际足球学校(国信集团持股40%),已于今年9月正式开学。国信帕尔玛国际足球学校是中外合作全日制足球学校,合作方均以现金方式入股。与多数足球学校以足球为主不同的是,国信帕尔玛国际足球学校则以文化学习和足球并重,利用足球发达国家青少年培养的先进足球理念和科学的训练模式,结合南京外国语学校优质的文化教育资源来培养具有足球专长的人才。毕业生将被选送至帕尔玛足球俱乐部,或其他欧洲足球俱乐部进一步培养,或直接加盟欧洲职业俱乐部,也可进入江苏舜天足球俱乐部或其他国内足球俱乐部成为职业足球运动员。

4. 盈利预测及估值

4.1 盈利预测

作为江苏省服装贸易龙头企业,公司已形成了包括商品流通、服装加工、化工仓储的主营业务,及以现代金融服务业股权投资为主的投资布局。我们认为,公司在剥离非主业资产后有望集中优势资源发展贸易主业,并通过加强“贸易+金融”的业务融合,整体经营水平有望持续优化:预计2014-2016年归属净利润分别变动-72.4%、11.3%和16.2%,对应EPS分别为0.21元、0.24元和0.27元。

我们对公司损益表预测的关键假设包括:

- 1) 贸易主业稳定增长;
- 2) 码头改造结束, 化工仓储业务 2014 年低基数回升, 2015 年起恢复性增长;
- 3) 南京租赁和其他金融股权投资合计共贡献业绩约 20%, 厦门银行未来几年稳定分红, 华安证券 2015 年上市后提高派息比例至 30%;
- 4) 综合毛利水平受益于贸易结构优化及贸易方式调整, 未来几年小幅提升;
- 5) 费用控制水平持续良好;
- 6) 有效所得税率均与 2014 上半年保持一致, 约 25%;
- 7) 总股本维持 4.37 亿股保持不变。

表 11: 主要预测假设

百万元	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入增长率	6.5%	-3.3%	1.1%	1.9%	6.1%	7.3%
毛利率	7.8%	8.4%	8.4%	8.5%	8.6%	8.7%
销售费用率	3.8%	3.7%	3.8%	3.9%	3.9%	3.8%
管理费用率	2.9%	2.6%	2.3%	1.8%	1.7%	1.7%
财务费用率	2.1%	1.2%	1.1%	1.2%	1.2%	1.1%
所得税率	63.2%	60.5%	10.4%	25.0%	25.0%	25.0%

数据来源: WIND; 安信证券研究中心

表 22: 预测利润表

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	5,732.1	5,797.6	5,907.8	6,268.2	6,725.8
减: 营业成本	5,250.6	5,312.4	5,405.6	5,729.1	6,140.7
营业税费	8.3	6.9	7.1	8.1	8.7
销售费用	210.4	222.5	230.4	242.0	258.9
管理费用	147.7	136.1	103.4	107.8	115.7
财务费用	69.1	60.9	68.2	78.2	74.8
资产减值损失	15.6	17.5	18.0	19.0	18.2
加: 公允价值变动收益	1.2	-1.2	7.2	8.0	1.0
投资和汇兑收益	35.6	354.9	50.0	55.0	60.0
营业利润	67.3	395.0	132.3	147.0	169.8
加: 营业外净收支	2.3	5.3	4.3	5.0	4.9
利润总额	69.6	400.4	136.6	152.0	174.7
减: 所得税	42.1	41.8	34.2	38.0	43.7
净利润	19.7	333.8	92.2	102.6	119.2
EPS	0.05	0.76	0.21	0.24	0.27

数据来源: WIND; 安信证券研究中心

4.2 投资建议

考虑到公司贸易和金融的多元化经营布局, 我们对其整体估值也分贸易主业、金融股权(租赁、证券、银行、保险、期货)两大部分测算:

- 1) 贸易主业每股合理价值为 8.8 元。我们以 PS 估值测算公司贸易主业的合理价值, 选取以针织棉纺用品、服装等进出口业务为主的贸易公司进行对比, 可比公司平均 PS 为 0.9 倍。去年再度剥离非主业资产后, 今年起公司贸易主业轻装上阵, 经营效率有望改善, 未来稳定增长可期。给予公司贸易主业 2014 年 0.65 倍 PS, 对应贸易业务估

值为 38.4 亿元，合每股价值 8.8 元。

表 33: 贸易业务可比公司估值表

公司	Oct 27 股价 (元)	总市值 (百万元)	PE-TTM (x)	PS-TTM (x)
江苏国泰	17.60	6,336	35.4	1.1
浙江东方	15.26	7,714	12.2	0.7
时代万恒	8.28	1,492	n.a.	1.0
南纺股份	7.89	2,041	16.1	0.5
东方创业	10.05	5,249	40.3	0.4
新华锦	12.65	3,171	68.9	2.5
汇鸿股份	4.21	2,173	75.6	0.2
平均			41.4	0.9

数据来源: WIND; 安信证券研究中心

- 2) 金融股权投资。公司金融股权投资涉及租赁、证券、保险、银行、期货等多个方面，我们分别选取业内主要上市公司，据其估值水平测算公司对应股权隐含价值：分别给予租赁、证券、保险、银行股权投资 2014 年 1.9 倍、2 倍、1.7 倍、0.9 倍 PB，期货业务 20 倍 PE，对应股权投资板块估值为 8.4 亿元，合每股价值 1.9 元。

表 44: 金融股权投资可比公司估值表

	公司	Oct 27 股价 (元)	总市值 (百万元)	--- EPS (元) ---		--- PE (x) ---		PB (x)	PS (x)
				14E	15E	14E	15E	14E	14E
租赁	渤海租赁	10.28	18,240	0.73	0.91	14.0	11.4	1.9	2.4
	中信证券	12.33	135,838	0.66	0.78	18.6	15.8	1.4	6.6
证券	海通证券	9.72	93,163	0.55	0.64	17.6	15.2	1.4	7.0
	招商证券	11.09	64,412	0.48	0.55	23.1	20.1	1.7	8.6
	广发证券	10.64	62,981	0.59	0.68	18.0	15.6	1.7	6.5
	方正证券	5.87	48,322	0.19	0.24	30.7	24.1	1.9	10.8
	兴业证券	5.84	30,368	0.19	0.24	30.1	24.4	2.2	7.6
	平均					23.0	19.2	1.7	7.8
保险	中国人寿	14.84	419,448	1.07	1.26	13.9	11.7	1.7	0.9
	中国平安	40.11	317,519	4.37	5.17	9.2	7.8	1.5	0.7
	中国太保	18.73	169,731	1.26	1.47	14.8	12.7	1.7	0.8
	新华保险	25.80	80,484	1.83	2.21	14.1	11.7	1.8	0.5
平均					13.0	11.0	1.7	0.8	
银行	工商银行	3.49	1,226,776	0.81	0.87	4.3	4.0	0.9	2.0
	建设银行	3.99	997,544	0.93	1.00	4.3	4.0	0.8	1.8
	农业银行	2.43	789,250	0.57	0.62	4.3	3.9	0.9	1.6
	招商银行	10.16	256,234	2.37	2.67	4.3	3.8	0.9	1.7
	中信银行	4.43	207,268	0.95	1.06	4.7	4.2	0.9	1.8
	民生银行	6.12	208,323	1.41	1.58	4.3	3.9	1.0	1.7
	平均					4.4	4.0	0.9	1.8

注: 盈利预测为 WIND 一致预期

数据来源: WIND; 安信证券研究中心

综合考虑货币资金和有息负债后，我们对公司现有业务价值进行分部重估，重估价值为 46.1 亿元，合每股价值 10.6 元。我们认为，随着公司多元化经营战略布局逐步展开，盈利能力和经营效率有望进一步提升，且受益于国资改革预期和体育产业主题，建议积极关注，首次覆盖给予“增持-A”评级。

表 15: 分部估值表

业务	(百万元)	(x)		(百万元)
贸易主业	2014E 收入 5,908	PS 0.65		对应估值 3,840
南京租赁	净资产 250	PB 1.9	持股比例 25.96%	对应估值 123
华安证券	净资产 4,546	PB 2	持股比例 3.55%	对应估值 323
紫金财险	净资产 2,339	PB 1.7	持股比例 6.40%	对应估值 254
厦门银行	净资产 4,688	PB 0.9	持股比例 3.14%	对应估值 132
锦泰期货	净利润 16	PE 20	持股比例 2.27%	对应估值 7
货币资金 (2014E)				1,063
有息负债 (2014E)				1,133
现有价值重估				4,609
每股价值				10.6
			股价 (Oct 27, 元)	8.9
			重估空间	19%

注: 盈利预测为 WIND 一致预期

数据来源: WIND; 安信证券研究中心

风险提示

- 1) 贸易行业景气大幅下滑;
- 2) 汇率风险;
- 3) 国资改革进程低于预期;

财务报表预测和估值数据汇总(2014年10月27日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	5,732.1	5,797.6	5,907.8	6,268.2	6,725.8	成长性					
减:营业成本	5,250.6	5,312.4	5,405.6	5,729.1	6,140.7	营业收入增长率	-3.3%	1.1%	1.9%	6.1%	7.3%
营业税费	8.3	6.9	7.1	8.1	8.7	营业利润增长率	14.7%	486.9%	-66.5%	11.1%	15.5%
销售费用	210.4	222.5	230.4	242.0	258.9	净利润增长率	-46.3%	1,594.4	-72.4%	11.3%	16.2%
管理费用	147.7	136.1	103.4	107.8	115.7	EBITDA 增长率	-21.7%	154.4%	-50.5%	10.1%	7.2%
财务费用	69.1	60.9	68.2	78.2	74.8	EBIT 增长率	-26.0%	234.5%	-56.0%	12.3%	8.6%
资产减值损失	15.6	17.5	18.0	19.0	18.2	NOPLAT 增长率	-20.6%	659.1%	-63.2%	12.3%	8.6%
加:公允价值变动收益	1.2	-1.2	7.2	8.0	1.0	投资资本增长率	26.3%	-24.4%	-18.0%	0.9%	-4.8%
投资和汇兑收益	35.6	354.9	50.0	55.0	60.0	净资产增长率	-4.1%	35.6%	6.9%	7.0%	7.5%
营业利润	67.3	395.0	132.3	147.0	169.8	利润率					
加:营业外净收支	2.3	5.3	4.3	5.0	4.9	毛利率	8.4%	8.4%	8.5%	8.6%	8.7%
利润总额	69.6	400.4	136.6	152.0	174.7	营业利润率	1.2%	6.8%	2.2%	2.3%	2.5%
减:所得税	42.1	41.8	34.2	38.0	43.7	净利润率	0.3%	5.8%	1.6%	1.6%	1.8%
净利润	19.7	333.8	92.2	102.6	119.2	EBITDA/营业收入	3.4%	8.5%	4.2%	4.3%	4.3%
						EBIT/营业收入	2.4%	7.9%	3.4%	3.6%	3.6%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	42	33	24	21	17
货币资金	780.5	783.6	1,063.4	1,128.3	1,210.6	流动营业资本周转天数	-6	0	-9	-11	-9
交易性金融资产	59.0	52.8	60.0	68.0	69.0	流动资产周转天数	194	177	179	184	184
应收帐款	625.1	433.9	386.6	484.0	450.1	应收帐款周转天数	38	33	25	25	25
应收票据	52.1	27.8	40.8	40.3	45.6	存货周转天数	25	22	26	24	24
预付帐款	1,010.9	1,105.9	996.3	1,201.4	1,195.5	总资产周转天数	288	286	293	279	271
存货	301.4	394.0	446.9	388.9	496.0	投资资本周转天数	85	82	63	54	49
其他流动资产	35.3	55.8	45.0	45.4	48.7	投资回报率					
可供出售金融资产	1.0	-	0.9	0.6	0.5	ROE	2.3%	28.3%	7.3%	7.6%	8.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	0.6%	7.4%	2.2%	2.3%	2.5%
长期股权投资	641.1	722.2	722.2	722.2	722.2	ROIC	4.5%	27.1%	13.2%	18.1%	19.5%
投资性房地产	43.5	49.7	49.7	49.7	49.7	费用率					
固定资产	651.7	421.6	379.8	338.0	296.2	销售费用率	3.7%	3.8%	3.9%	3.9%	3.8%
在建工程	0.6	5.8	5.8	5.8	5.8	管理费用率	2.6%	2.3%	1.8%	1.7%	1.7%
无形资产	151.0	58.3	55.3	52.3	49.3	财务费用率	1.2%	1.1%	1.2%	1.2%	1.1%
其他非流动资产	14.7	743.0	500.7	417.1	552.6	三费/营业收入	7.5%	7.2%	6.8%	6.8%	6.7%
资产总额	4,367.9	4,854.4	4,753.4	4,942.0	5,191.8	偿债能力					
短期债务	1,386.4	1,387.2	1,132.6	1,026.8	1,081.4	资产负债率	76.7%	71.6%	68.9%	68.0%	67.3%
应付帐款	635.1	447.2	733.9	495.6	808.3	负债权益比	329.2%	251.6%	222.0%	212.9%	205.8%
应付票据	778.4	873.5	1,006.4	937.0	1,105.8	流动比率	0.86	0.82	0.93	1.00	1.01
其他流动负债	539.7	760.3	393.6	894.2	490.0	速动比率	0.77	0.71	0.79	0.88	0.87
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	1.97	7.49	2.94	2.88	3.27
其他非流动负债	10.5	5.6	10.5	8.9	8.3	分红指标					
负债总额	3,350.1	3,473.8	3,277.0	3,362.5	3,493.8	DPS(元)	0.04	0.08	0.02	0.02	0.03
少数股东权益	152.2	202.8	213.0	224.4	236.2	分红比率	88.8%	10.5%	10.4%	10.4%	10.5%
股本	436.8	436.8	436.8	436.8	436.8	股息收益率	0.5%	0.9%	0.2%	0.2%	0.3%
留存收益	430.5	742.9	826.5	918.2	1,024.9						
股东权益	1,017.8	1,380.5	1,476.3	1,579.4	1,697.9						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	27.5	358.6	92.2	102.6	119.2	EPS(元)	0.05	0.76	0.21	0.24	0.27
加:折旧和摊销	61.1	42.0	44.8	44.8	44.8	BVPS(元)	1.98	2.70	2.89	3.10	3.35
资产减值准备	15.6	17.5	-	-	-	PE(X)	178.0	11.7	42.4	37.1	33.0
公允价值变动损失	-1.2	1.2	7.2	8.0	1.0	PB(X)	4.5	3.3	3.1	2.9	2.7
财务费用	87.8	95.9	68.2	78.2	74.8	P/FCF	-9.9	5.5	89.0	-296.7	17.8
投资损失	-35.6	-354.9	-50.0	-55.0	-60.0	P/S	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
少数股东损益	7.7	24.8	10.2	11.4	11.8	EV/EBITDA	16.6	5.8	14.5	12.9	11.5
营运资金的变动	-395.9	-655.6	404.7	29.2	-134.8	CAGR(%)	60.6%	-28.5%	55.0%	60.6%	-28.5%
经营活动产生现金流量	-211.8	286.0	577.3	219.2	56.8	PEG	2.9	-0.4	0.8	0.6	-1.2
投资活动产生现金流量	8.3	-41.5	34.7	39.3	58.1	ROIC/WACC	0.5	3.0	1.4	2.0	2.1
融资活动产生现金流量	-213.8	-129.6	-332.2	-193.6	-32.6	REP	4.4	0.9	2.7	1.9	1.7

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

李宏鹏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

