

证券研究报告—深度报告

商业贸易

贸易 II

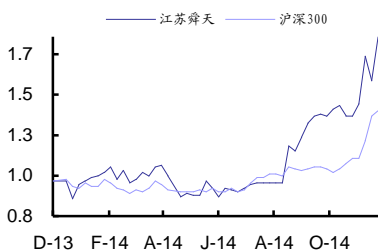
江苏舜天(600287)

买入

合理估值: 15 元 昨收盘: 12.11 元 (首次评级)

2014年12月17日

一年该股与沪深300走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	437/437
总市值/流通(百万元)	5,290/5,290
上证综指/深圳成指	3,022/10,669
12个月最高/最低(元)	12.40/5.63

相关研究报告:

证券分析师: 朱元

电话: 021-60933162  
E-MAIL: zhuyuan2@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513070005

联系人: 郭陈杰

电话: 021-60875168  
E-MAIL: guocj@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

深度报告

业务布局清晰, 国企改革催化价值重塑

● 背靠国信集团实力股东, 业务结构逐步理顺

公司国资背景深厚,实际控制人为江苏国信资产管理集团。经过资产清理和资源整合,公司业务结构逐步理顺,已形成以贸易为第一主业同时涉足金融服务股权投资的两大业务板块。2013年实现收入近58亿元,净利润3.34亿元。

● 主业转型方向明确, 股权投资具备增值空间

出口贸易与国内贸易是公司主要收入来源,其中出口贸易企稳收入及盈利逐步改善,未来将继续向综合服务商转型,内贸则坚持发展服装“电商+品牌化”。同时,公司投资参股的诸多金融公司与创投项目也具备可观增值空间。

● 国信集团是江苏两家试点之一, 公司有望受益国企改革先行先试

江苏正成为全国地方国企改革的一匹黑马,江苏国信集团和汇鸿国际集团是江苏省属国企改制两家试点企业,汇鸿集团推进集团整体上市试点,而国信集团作为国有资本投资公司试点,将更多承担资产整合与产业集聚角色,未来启动大规模资产运作的可行性加大。集团总资产过千亿,核心有金融、能源、不动产和贸易四大平台,特别是金融和贸易两大主业板块和上市公司已有业务布局重合。作为集团旗下上市平台,公司在此轮国企改革中也有望成为先行者与显著受益者,未来资产运作想象空间巨大。

● 体育产业迎来新机遇, 集团足球资产价值凸显

体育产业迎来新的发展机遇;国信集团旗下拥有舜天足球俱乐部、国信帕尔玛国际足球学校等足球资产,在国内足球领域资本化加快的浪潮下,我们看好集团足球资产的稀缺性价值以及由资本化带来的价值重估

● 风险提示

进出口环境持续恶化;国企改革推进不及预期;足球资产资本化步伐低于预期。

● 首次给予“买入”评级

我们预计公司14-16年EPS 0.20/0.26/0.34元,同比增速分别为-73.7%/27.5%/32.8%。考虑到公司已形成清晰的业务布局,主业转型升级加快,金融资产具备增值空间,同时兼具“国企改革+体育”双重预期;母公司江苏国信集团是江苏省属国企改制两家试点企业之一;随着国企改革的进展有望催化公司价值进一步重塑,首次给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	5,732	5,798	5,999	6,435	6,924
(+/-%)	-3.3%	1.1%	3.5%	7.3%	7.6%
净利润(百万元)	20	334	88	112	149
(+/-%)	-46.2%	1592.1%	-73.7%	27.5%	32.8%
摊薄每股收益(元)	0.05	0.76	0.20	0.26	0.34
EBIT Margin	2.4%	8.0%	2.8%	3.0%	3.3%
净资产收益率(ROE)	2.3%	28.3%	7.1%	8.5%	10.5%
市盈率(PE)	260.6	15.4	58.6	46.0	34.6
EV/EBITDA	42.5	17.1	40.1	36.5	31.6
市净率(PB)	5.9	4.4	4.1	3.9	3.6

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 内容目录

<b>背靠国信集团实力股东，业务结构逐步理顺</b> .....	<b>4</b>
国资背景贸易企业，实际控制人为国信集团 .....	4
贸易主业突出，涉足金融服务股权投资 .....	4
<b>主业转型方向明确，股权投资具备增值空间</b> .....	<b>5</b>
出口贸易：外部形势企稳，向综合服务商迈进 .....	5
国内贸易：盈利贡献提升，服装品牌化起步 .....	7
金融投资布局完整，增值空间可观 .....	7
<b>公司有望成为国企改革先行者与显著受益者</b> .....	<b>8</b>
江苏国企改革加速，国信集团是两家试点公司之一 .....	8
依托上市公司平台，集团资产运作想象空间大 .....	9
汇鸿集团“整体上市”试点，改革示范效应突出 .....	13
<b>体育产业迎来新机遇，集团足球资产价值凸显</b> .....	<b>13</b>
政府高层重视足球发展，改革期许愈加强烈 .....	13
舜天足球俱乐部：看好未来资本化步伐加快 .....	14
国信帕尔玛足球学校：受益于国家校园足球政策推动 .....	14
<b>投资建议</b> .....	<b>15</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>15</b>
<b>附表：财务预测与估值</b> .....	<b>16</b>
<b>国信证券投资评级</b> .....	<b>17</b>
<b>分析师承诺</b> .....	<b>17</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>17</b>
<b>证券投资咨询业务的说明</b> .....	<b>17</b>

## 图表目录

图 1: 公司股权结构关系 .....	4
图 2: 公司两大业务板块 .....	4
图 3: 公司营业收入及增速 .....	5
图 4: 公司净利润受投资收益影响显著 .....	5
图 5: 国内服装出口同比增速企稳 .....	6
图 6: 公司出口贸易业务有所改善 .....	6
图 7: 公司贸易业务毛利率稳步提升 .....	6
图 8: 公司自建电商渠道易尚网 .....	7
图 9: 公司的第三方电商渠道 .....	7
图 10: 国信集团收入规模及增速 .....	10
图 11: 国信集团净利润规模及增速 .....	10
图 12: 江苏国信集团业务结构 .....	10
图 13: 舜天足球俱乐部历年中超联赛排名 .....	14
图 14: 中超足球俱乐部主要收入来源 .....	14
表 1: 实现价值链延伸的关键环节 .....	6
表 2: 公司持有的金融股权情况 (截止 2014H1) .....	8
表 3: 公司所持核心金融股权公允价值估算 (锦泰期货资产规模较小, 未予以估算) .....	8
表 4: 公司投资参与的主要项目 .....	8
表 5: 江苏省属国资国企 7 家上市公司 (13 年数据) .....	9
表 6: 国信集团旗下主要资产情况 .....	10
表 7: 国信集团旗下主要金融资产 .....	12
表 8: 国信集团旗下主要贸易资产 .....	12
表 9: 集团重点培育资产介绍 .....	12
表 10: 汇鸿集团今年以来的资产重组动作 .....	13
表 11: 近期国家层面关于足球问题动作频出 .....	13

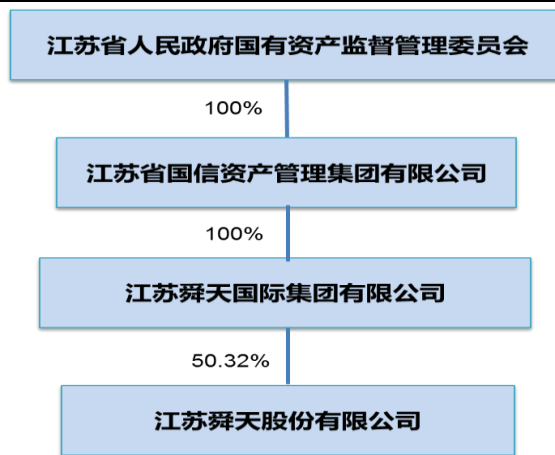
## 背靠国信集团实力股东，业务结构逐步理顺

### 国资背景贸易企业，实际控制人为国信集团

公司成立于1979年，1993年12月实施股份制改造并于2000年9月挂牌上市，主营服装进出口业务，贸易规模位居江苏省前列。公司国资背景深厚，第一大股东为江苏舜天国际集团，实际控制人为江苏国信资产管理集团（2011年舜天国际集团国有股权整体划拨给国信集团）。

国信资产管理集团是国有资产授权投资主体，其业务布局涵盖能源开发、金融服务、房地产开发、贸易产业、酒店服务、文化产业等，资产规模超千亿，在实业领域以及金融领域都具备雄厚实力。

图 1：公司股权结构关系

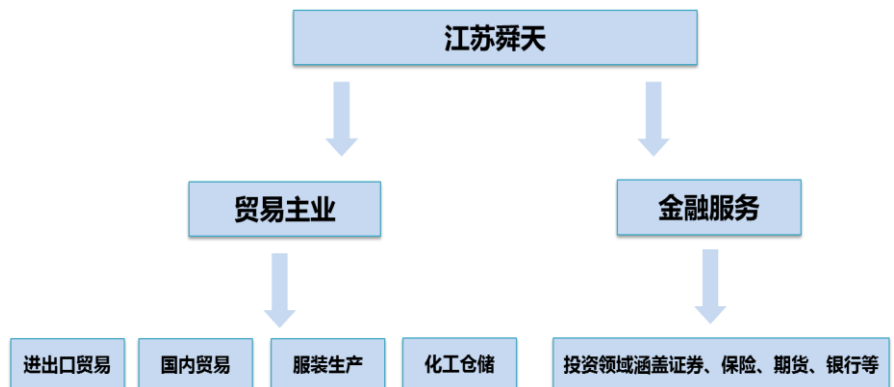


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

### 贸易主业突出，涉足金融服务股权投资

经过近年来的资产清理和资源整合，尤其是剥离了涉及同业竞争的房地产业务以及股权关系复杂的矿产业务，公司业务结构逐步理顺，目前已形成以贸易为第一主业，同时涉足金融服务股权投资的两大业务板块。公司目前直接或间接拥有全资或控股子公司三十余家，并投资持股多家金融服务企业，2013年实现收入近58亿元，净利润3.34亿元。

图 2：公司两大业务板块

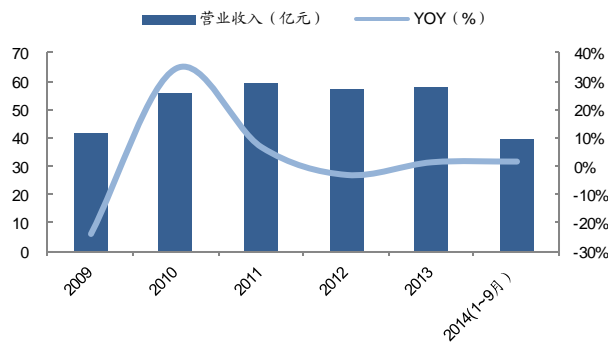


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

从收入角度看，贸易板块核心地位突出。公司进出口贸易与国内贸易近年来收入合计占比均在 90%以上，贸易产品远销欧美等近百个国家和地区。同时，服装生产与化工仓储业务也贡献较为稳定的收入（合计占比 10%左右）。

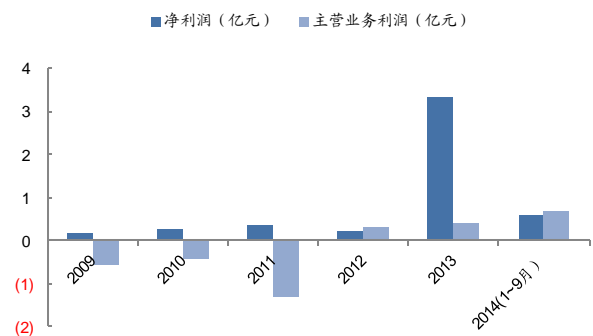
从盈利角度看，投资收益对公司净利润影响显著，由于投资收益的不稳定，致使公司近年来盈利波动较大。公司今年前三季度净利润同比下滑 83.1%，也主要受投资收益大幅下降影响（去年同期因剥离矿产资产获得收益 2.78 亿元）。若不考虑投资收益的贡献，公司主营业务利润呈现逐步改善，业务结构理顺后经营效果较为理想。

图 3: 公司营业收入及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司净利润受投资收益影响显著



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理（注：主营业务利润=营业利润-投资净收益）

## 主业转型方向明确，股权投资具备增值空间

公司主营业务中，出口贸易与国内贸易贡献主要收入及毛利，而进口贸易以及服装生产、化工仓储业务规模较小且变化空间不大，因此我们将主要从出口贸易与国内贸易两块业务把握未来主业的转型方向。同时，在股权投资方面，公司投资参股的诸多金融公司与创投项目也有望带来可观的增值空间。

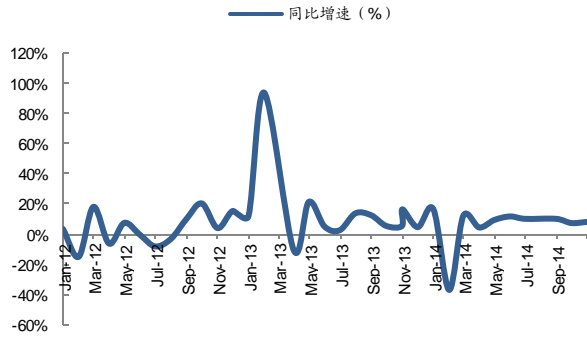
### 出口贸易：外部形势企稳，向综合服务商迈进

公司出口产品主要销往欧盟、美国、加拿大和日本，随着全球经济的回暖，从国内进口的需求有所增加，在服装方面则体现为今年下半年以来出口增速的企稳。公司在相对有利的出口环境下，出口贸易亦有所改善，2014H1 实现出口贸易额 10.89 亿元，同比增长 6.8%。

同时，近年来受益于服装出口中自营比例上升，带动出口毛利率稳步提高。一般而言，自营出口毛利率水平可达 10%以上，且在稳定的出口形势下具备提升空间，而代理业务只收取手续费，规模较大但会拉低整体毛利率水平。因此，虽然自营比例上升一定意义上并不利于出口规模快速扩张，但对于公司整体盈利贡献会加大。

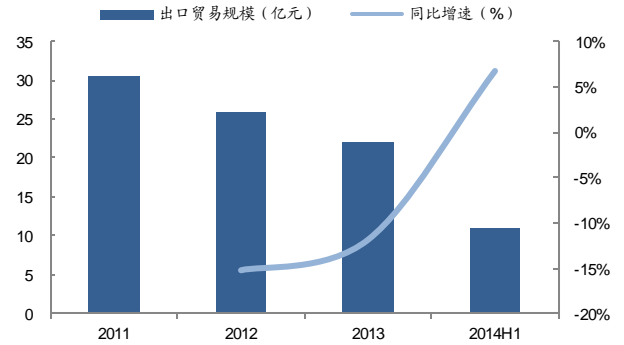
从生产端看，目前出口贸易的订单中 90%以上为外包生产，自产比例及毛利率仍有一定的提升空间。另外，从孟加拉、柬埔寨等东南亚地区采购产品的比例也将不断加大（舜天香港公司在东南亚拥有成熟的服装加工基地），采购成本获得优化。

图 5: 国内服装出口同比增速企稳



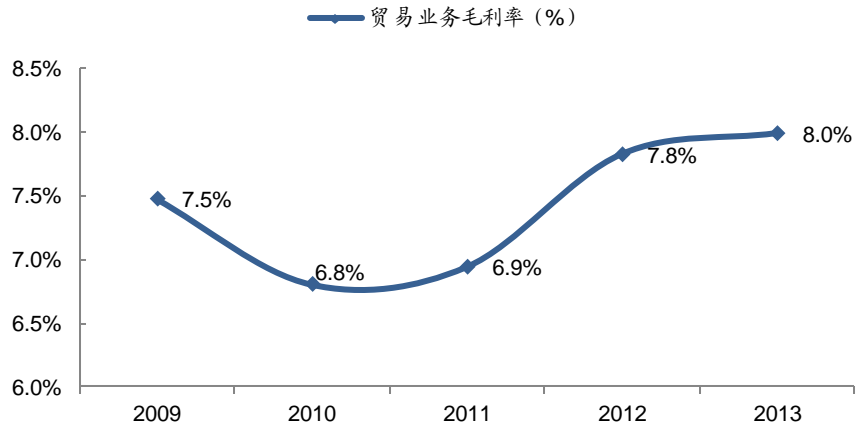
资料来源: 国家海关总署、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司出口贸易业务有所改善



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 7: 公司贸易业务毛利率稳步提升



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

**公司出口贸易转型方向明确: 向综合服务商迈进, 推动价值链延伸。**目前, 对于中间贸易商而言, 主要面临两方面挑战: 1.受人民币升值、国内劳动力成本迅速攀升等因素的影响, 面向出口的中间贸易商在过去的粗放型增长方式下, 弊端逐步显现; 2.随着信息技术的发展, 市场更加开放, 信息透明度大幅提高, 中间贸易商的价值减弱, 其他形式的供应服务商对其威胁加大。

在经营环境的变化下, 公司管理层较早意识到转型的重要性, 并提出由贸易中间商转型为综合服务商的战略方向。相比于贸易中间商在获得国外订单后分发给若干国内生产厂商, 综合服务商则更注重生产环节以及生产以外所能提供的服务, 进一步延伸在价值链条中的空间。

表 1: 实现价值链延伸的关键环节

价值链环节	具体方式
下游客户	过去的贸易模式下, 一般是由客户提供服装样品, 现在则通过加大研发与设计为客户提供多种样品, 提升需求创造的主动性
上游厂商	与上游厂商建立深度合作关系, 保证产品订单的按期保质完成, 提升效率
中间环节	在物流、金融服务等方面发挥作用

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

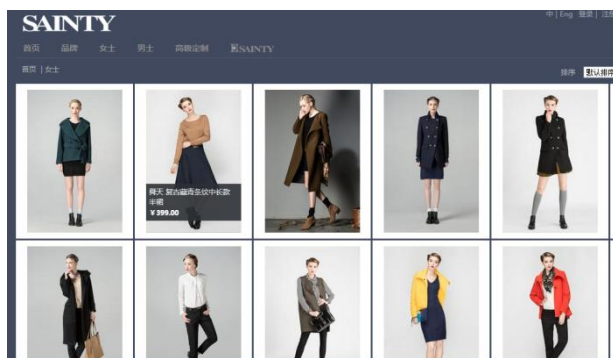
对于出口贸易转型，公司有较好的基础，一方面拥有自己的服装生产企业，在产品端有一定积累，具备在研发及生产领域向上游渗透的能力和空间；另一方面资源整合能力强，通过多领域的布局尤其是在金融服务业的基础能够在产业链中提供更大的价值。

### 国内贸易：盈利贡献提升，服装品牌化起步

公司国内贸易主要包含服装和机电两大类产品，目前收入占比 40%左右。服装内贸方面，“电商+品牌化”是主要发展方向，公司拥有自建的电商渠道易尚网以及在天猫、京东上的第三方电商渠道，目前主要以高端女装为核心产品，另外也在尝试发展男装、高级定制等。对于服装品牌化，公司目前自有品牌 SAINTY 已经起步，收入贡献不大。拥有自己的设计中心和打样中心，可以完成款式的原创设计开发以及高端品牌的快速打样工作与部分定制功能，这是未来着力发展自有品牌的重要基础。

至于机电产品内贸，通过服务质量的提升以及上下游服务链条的延伸，盈利水平也在获得提升，上半年虽然收入规模有所收缩，但利润与去年同期持平。

图 8：公司自建电商渠道易尚网



资料来源：易尚网、国信证券经济研究所整理

图 9：公司的第三方电商渠道



资料来源：天猫商城、国信证券经济研究所整理

### 金融投资布局完整，增值空间可观

公司目前的股权投资方向以金融服务企业为主体，包括华安证券、紫金财险、厦门银行、锦泰期货、南京租赁等，金融投资布局较为完整。其中，南京租赁作为公司子公司（持股 25.96%），2014H1 实现净利润 2494 万元，为公司盈利贡献占比达 10%，而华安证券、紫金财险、厦门银行、锦泰期货则以成本法进行核算，以分红形式贡献主要投资收益。

**表 2: 公司持有的金融股权情况 (截止 2014H1)**

公司名称	持股比例 (%)
南京租赁有限公司	25.96%
华安证券有限责任公司	3.55%
紫金财产保险股份有限公司	6.40%
厦门银行股份有限公司	3.14%
锦泰期货有限公司	2.27%
恒泰保险经纪有限公司	3.33%
江苏银行股份有限公司	微小
华泰证券	微小
南京银行	微小
建设银行	微小
交通银行	微小
平安银行	微小
兴业银行	微小

资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

随着近期 A 股市场中金融板块的强势表现, 公司所持金融股权亦有望获得价值重估 (华安证券已提交上市申请)。

我们参考各个金融板块的估值水平, 分别给予南京租赁、华安证券、紫金财险、厦门银行公允价值 1.95/7.19/4.30/2.01 亿元, 粗略估算可得, 公司目前所持核心金融股权 (南京租赁、华安证券、紫金财险、厦门银行) 合计公允价值大致为 15.45 亿元。

**表 3: 公司所持核心金融股权公允价值估算 (锦泰期货资产规模较小, 未予以估算)**

(亿元)	持股比例 (2014H1)	账面价值 (2014H1)	净资产 (2013)	PB (A股均值)	持股公允价值
南京租赁	25.96%	1.14	2.25	3.31	1.95
华安证券	3.55%	1.72	43.58	4.65	7.19
紫金财产保险	6.4%	1.60	23.39	2.87	4.30
厦门银行股份	3.63%	1.28	46.88	1.18	2.01
<b>合计</b>		<b>5.74</b>			<b>15.45</b>

资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

另外, 公司还参与投资多个具备潜力的创投项目, 随着新三板的扩容以及注册制的推进, 走在新兴技术领域前端的企业上市可能性加大。若能成功推进上市, 带来的增值空间也非常可观。

**表 4: 公司投资参与的主要项目**

主要创投项目	持股比例 (2014H1)	基本介绍
南京聚隆科技	20.98%	研究开发和生产高性能改性塑料、塑木复合材料及制品和 PVC 窗框型材等三大类产品
江苏东强股份	11.42%	主要生产铁路信号电缆, 全国市场份额 30%以上
天津漆虹科技	38.00%	国内唯一从事天然植物型油漆、涂料开发与生产经营的高新技术企业

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

## 公司有望成为国企改革先行者与显著受益者

### 江苏国企改革加速, 国信集团是两家试点公司之一

在全国大部分省市地区尚未明确国企改革实施细则之时, 江苏省继发布《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，率先发布《省属企业深化改革实施细则》，成为全国地方国企改革的一匹“黑马”。江苏省目前拥有 22 家省属国企，2013 年末资产总额达 6676 亿元，国资体量相当庞大，但证券化率整体不高，因此提高证券化率、鼓励省属国资优质资产注入上市公司将是未来重要目标。

深入细则来看，此次国企改革实施主要有几大亮点：

- **组建国有资本投资公司：**选择一户省属企业试点组建国有资本投资公司，并以该公司作为出资人组建能源、金融、旅游等行业企业集团，以重点产业项目和政府项目投资为主，推动国有资本重点向基础设施、能源资源、公共服务、战略性新兴产业等集聚。从公开资料看，**江苏国信集团成为此次“国有资本投资公司”试点单位。**
- **通过整体上市实现混合所有制：**控股上市公司的竞争类企业，通过上市公司吸收合并、资产置换、定向增发等方式实施核心业务、优质资产上市，最终实现整体上市。从公开资料看，**江苏汇鸿国际集团成为此次“整体上市”的试点。**
- **相近业务将推进功能性重组：**江苏省属国企同业竞争较为严重，未来按照业务相近、功能相同、优势互补的原则，部分省属企业将推进功能性重组。

江苏国信集团和江苏汇鸿国际集团是江苏省属国企改制两家试点企业。

目前江苏省属国资国企(含子公司)的上市公司包括江苏舜天、弘业股份、宁沪高速、汇鸿股份、金陵饭店、华泰证券和舜天船舶等，其中汇鸿股份与舜天船舶目前均处在停牌阶段。

**表 5：江苏省属国资国企 7 家上市公司（13 年数据）**

上市公司	主营业务	资产规模 (亿元)	收入 (亿元)	净利润 (亿元)	第一大股东	持股比例 (%)
江苏舜天	纺织品内外销、服装生产、股权投资等	48.5	58.0	3.3	江苏舜天国际集团	50.3
舜天船舶	船舶维修、重型建筑工程机械等	74.7	32.7	1.2	江苏舜天国际集团	25.6
华泰证券	经纪业务、投资银行业务、证券业务等	982.5	71.7	22.1	江苏省国信集团	24.4
弘业股份	纺织品经销、工艺品经销、进出口贸易等	27.9	37.6	0.7	江苏弘业国际集团	24.0
宁沪高速	高速公路收费、普通公路收费等	268.3	76.1	27.1	江苏交通控股公司	54.4
汇鸿股份	纺织品内外销等	43.1	85.7	0.3	江苏汇鸿国际集团	53.1
金陵饭店	餐馆、国内贸易、酒店	30.1	5.3	0.7	南京金陵饭店集团	41.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

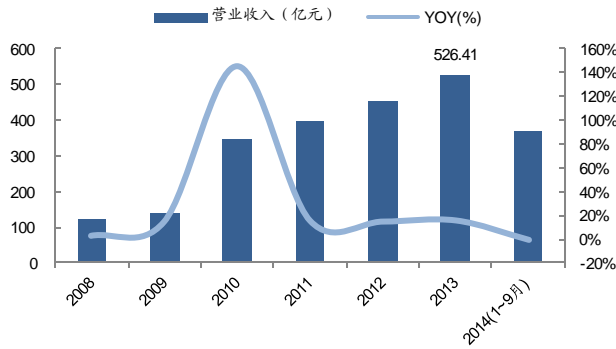
### 依托上市公司平台，集团资产运作想象空间大

国信集团作为“国有资本投资公司”试点单位，通过解决国有资本的布局结构调整，向几个重点领域集聚，盘活存量资产，同时推动国有资产的保值增值。作为国信集团旗下上市公司平台，**江苏舜天在此轮国企改革中未来资产运作想象空间巨大。**

国信集团目前拥有全资、控股企业五十余家，2013 年实现营业收入 527 亿元，净利润 42 亿元，截止 2013 年底集团总资产 1346 亿元，其中重点打造四大平台：①以电力为主的能源产业平台；②以信托为主的金融服务业平台；③不动

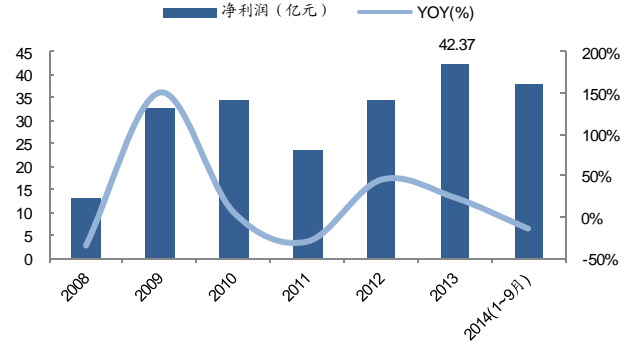
产平台包括房地产开发、酒店业等；④贸易平台。

图 10: 国信集团收入规模及增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

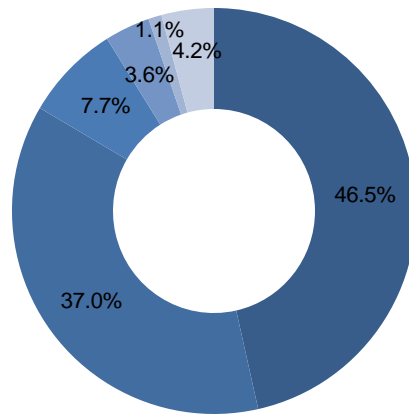
图 11: 国信集团净利润规模及增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 江苏国信集团业务结构

■ 贸易业务 ■ 能源业务 ■ 房地产业务 ■ 金融业务 ■ 酒店业务 ■ 其他



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表 6: 国信集团旗下主要资产情况

业务性质	企业名称	合并口径持股比例 (%)	注册资本 (万元)
金融服务业	江苏省国际信托有限公司	81.49%	268,390
	恒泰保险经纪有限公司	44.06%	5,900
	江苏省国信集团财务有限公司	100.00%	150,000
	江苏省国信信用担保有限公司	75.68%	74,000
	江苏省国信创业投资公司	100.00%	16,000
贸易	江苏舜天国际集团有限公司	100.00%	44,241
	中国有色金属进出口江苏公司	100.00%	26,000
	江苏舜天集团机械进出口股份有限公司	80.04%	5,418
	江苏舜天国际集团五金矿产有限公司	50.98%	3,000
不动产	江苏省房地产投资有限责任公司	100.00%	280,000
	南京奥体中心经营管理有限公司	100.00%	30,000

	上海紫金山大酒店	100.00%	28,000
	南京状元楼酒店	80.35%	21,340
	连云港云台宾馆有限责任公司	65.00%	12,000
	苏州雅都大酒店	92.50%	34,219
	连云港神州宾馆	100.00%	6,920
	深圳市江苏宾馆有限公司	100.00%	6,794
	淮安国信大酒店有限公司	100.00%	10,000
	江苏舜天国际集团碧波度假村	100.00%	3,000
<b>能源产业</b>	江苏省天然气投资开发有限公司	51.00%	100,000
	江苏省新能源开发有限公司	100.00%	29,000
	扬州第二发电有限责任公司	45.00%	169,200
	江苏国信扬州发电有限责任公司	90.00%	100,000
	江苏新海发电有限公司	89.81%	23,900
	江苏淮阴发电有限责任公司	95.61%	52,540
	盐城发电有限公司	100.00%	50,459
	江苏国信瀛州发电有限公司	96.97%	24,750
	江苏射阳港发电有限责任公司	100.00%	83,302
	江苏沙河抽水蓄能发电有限公司	42.50%	15,100
	江苏国信靖江发电有限公司	55.29%	149,200
	江苏国信溧阳抽水蓄能发电有限公司	85.00%	80,000
	江苏国信如东生物质发电有限公司	65.00%	9,609
	江苏国信淮安生物质发电有限公司	100.00%	12,000
	江苏国信泗阳生物质发电有限公司	100.00%	12,000
	国信淮安新能源投资有限公司	60.00%	8,000
	江苏国信东凌风力发电有限公司	70.00%	36,000
	江苏国信协联燃气热电有限公司	51.00%	13,000
	江苏协联热电集团有限公司	50.00%	49,852
<b>其他(医药、文化旅游、软件等)</b>	江苏省医药公司	100.00%	14,000
	江苏省外事旅游汽车公司	100.00%	12,000
	江苏省电影发行放映公司	100.00%	9,860
	江苏省软件产业股份有限公司	57.50%	19,800
	江苏舜天海外旅游有限公司	61.11%	3,000
	江苏软件园天目湖开发建设有限公司	66.67%	15,000

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

### 路径猜想一：内部整合先行，实现优质资产证券化

作为江苏省国企改革“试点”，国信集团内部整合存在较大空间，特别是在优质资产证券化方面。

**江苏舜天目前已有贸易及金融板块布局。对于集团内部整合，若能借助上市平台层面实现两大主业板块的做大做强，有助于提升公司整体业务规模及资产质量。**

从金融板块看，国信集团旗下主要金融资产包括江苏省国际信托、国信创投公司等，其中最具看点的是江苏省国际信托，2013年收入规模已达13.56亿元，利润规模12.2亿元，盈利能力位居行业前列，若能实现证券化，带来的资产增值效应将非常明显。

历史上看，江苏国信集团曾向江苏舜天置入南京国际租赁25.96%股权。

**表 7: 国信集团旗下主要金融资产**

主要金融资产	基本介绍	注册资本 (亿元)	集团持股比例
江苏省国际信托	专业从事金融信托业务, 2013 年公司管理资产规模 1033 亿元	26.8	81%
恒泰保险经纪	为投保人提供防灾、防损或风险评估、风险管理咨询服务	0.54	44%
国信创投公司	主要从事高新技术风险投资、处置各厅局和企事业单位不良资产等业务, 目前创业投资规模已达 4.32 亿元	1.2	100%
国信信用担保公司	目前是江苏省内资本金规模最大的内资担保机构	5	70%

资料来源: 国信集团官网、国信证券经济研究所整理

从贸易板块看, 国信集团 2013 年贸易收入 245 亿元, 其中分为内贸、出口和进口三部分, 内贸及出口合计占比在 80% 以上。近年来受贸易行业景气度下滑以及商品价格波动影响, 集团贸易收入增长放缓明显。

集团旗下贸易资产主要包括机械进出口公司、轻纺进出口公司、中国有色金属进出口江苏公司等, 与上市公司业务性质相似, 存在业务整合的可能性。

**表 8: 国信集团旗下主要贸易资产**

主要贸易资产	基本介绍
江苏舜天国际集团机械进出口股份有限公司	经营包括纺织机械、医疗设备、印刷机械和各类机电设备及加工中心的代理进口业务, 2013 年进出口总额 8.26 亿美元
江苏舜天国际集团轻纺进出口有限公司	主要涉及男装、轻工业品等
江苏舜天国际集团五金矿产有限公司	进出口大宗商品、化工、建筑材料等产品
中国有色金属进出口江苏公司	进出口冶金、有色金属产品

资料来源: 国信集团官网、国信证券经济研究所整理

### 路径猜想二: 重点培育领域存在证券化可能

除了金融与贸易平台, 江苏国信集团在医药、旅游以及体育等政府重点培育领域均有一定积累, 其中核心资产包括江苏省医药公司、舜天海外旅游有限公司以及舜天足球俱乐部等, 在各自领域都已颇具影响力。虽目前尚处于发展与培育阶段, 但在集团的重点扶持下, 未来存在依托上市公司平台证券化的可能性。

**表 9: 集团重点培育资产介绍**

重点培育资产	基本介绍
江苏省医药公司	南京地区市场覆盖最全的医药商业公司, 基本药物配送位居全省第一, 销售额增速多年保持在 30% 以上
舜天海外旅游	经营出入境游、国内游、航空票务等业务的大型国际旅行社
舜天足球俱乐部	国内经营历史悠久的顶尖俱乐部, 多次获得国内重要赛事冠军, 目前尚处于亏损阶段

资料来源: 国信集团官网、国信证券经济研究所整理

### 路径猜想三: 引入社会资本实现混合所有制, 提升经营竞争力

混合所有制将成为未来国企企业的新常态, 我们认为这也将是国信集团未来的重点探索方向, 借助自身的资产运作能力, 在下属企业中引入社会集合资本、私募股权等战略投资者, 有助于提升企业内部管理与经营竞争力, 向市场化要求进一步迈进, 实现国有资产的保值增值。另外, 江苏细则指出: “在混合所有制企业实施员工持股”, 未来也存在在下属企业中实施股权激励或员工持股计划的可能性, 改革企业激励机制, 提高企业经营效率与盈利水平。

## 汇鸿集团“整体上市”试点，改革示范效应突出

根据公开资料，汇鸿集团的改革方向是推动汇鸿集团主要资产、业务整体上市。汇鸿集团总资产规模在 300 亿以上，拥有下属子公司 148 家，核心业务包括外贸、内贸以及房地产，而汇鸿股份则是经营纺织品的进出口贸易（资产规模 40 多亿），汇鸿集团的目标是在整体上市后打造成以供应链运营为核心、以贸易业务为主导的多元化企业，做大做强贸易主业。

**表 10: 汇鸿集团今年以来的资产重组动作**

时间	具体动作	主要目的
6月4日	公告称汇鸿集团为解决旗下公司的同业竞争问题，而对汇鸿股份进行重大资产重组	实现汇鸿集团主要资产、业务整体上市
7月30日	汇鸿集团下属的江苏开元国际集团有限公司，将其旗下的江苏开元国际集团置业有限公司 1000 万元出资额及 2179.83 万元债权挂牌转让	逐步剥离汇鸿集团房地产业务
10月11日	因此前转让流拍，开元集团进行第二次挂牌并调低价格	明确集团资产剥离的任务方向
10月20日	汇鸿股份在江苏产权交易所 3000 万元挂牌转让江苏银行 600 万股股权	剥离主业以外的相关资产
12月4日	汇鸿集团设立的江苏苏汇资产管理有限公司正式成立，注册资本 22 亿元	作为集团整体上市的过渡性安排，资产剥离后的汇鸿集团国有股权将划转至苏汇资管

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

从汇鸿集团的国企改革方向看，核心目标主要在于两个方面：1.提高国有资产证券化率，通过注入的方式实现优质资产的上市；2.提升集团整体经营效率和质量，尤其是对于相似度较高或能够现战略协同的资产进行整合，集中资源做强主业，剥离盈利质量不佳的其他资产。目前汇鸿集团重组尚未完成，在陆续推进中，但作为江苏省属试点，改革的示范效应明显。

## 体育产业迎来新机遇，集团足球资产价值凸显

### 政府高层重视足球发展，改革期许愈加强烈

随着新一届政府对于体育产业的重视度提高，近年来相关利好政策频出，尤其是近期国务院发布《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》，提出到 2025 年体育产业规模达到 5 万亿元的战略目标，体育产业已迎来新的发展机遇。

对于江苏国信集团，在体育产业已拥有重要布局，包括旗下的江苏舜天足球俱乐部、江苏国信帕尔玛国际足球学校、南京奥体中心经营管理有限公司等，尤其是具有全国影响力的舜天足球俱乐部，其资产稀缺性价值有望进一步凸显。

近期，国家层面对中国足球的关注升级。在当前时点，无论社会层面或政府层面，对于国内足球的改革期许愈加强烈，未来相关的实质性举措有望陆续出台，这对于国信集团旗下足球资产必将显著受益。

**表 11: 近期国家层面关于足球问题动作频出**

时间	国家层面相关举动
9月	中央全面深化改革领导小组调研足球问题
11月26日	国务院副总理刘延东在全国电视电话会议上强调，要认真贯彻习近平总书记、李克强总理关于抓好青少年足球、加强学校体育工作重要指示精神
12月4日	央视推出系列片《五问中国足球之中国足球调研报告》，指出国内足球俱乐部当前的经营状况仍有很大改善空间，职业联赛模式需进一步升级
12月8日	人民日报陆续推出“筑梦足球 2014”系列报道，围绕“足球从青少年抓起”指明中国足球未来发展方向

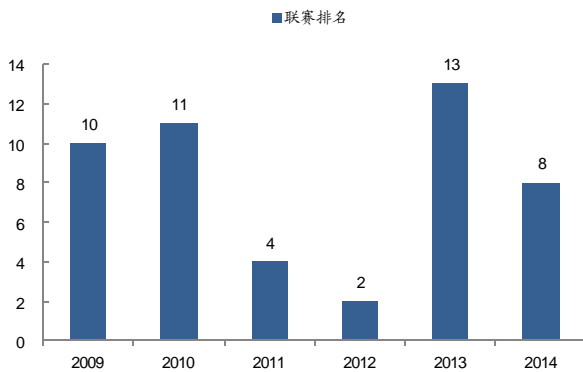
资料来源：央视媒体、国信证券经济研究所整理

### 舜天足球俱乐部：看好未来资本化步伐加快

江苏舜天足球俱乐部成立于 2000 年 1 月，由大股东江苏舜天集团与江苏省体育局共同建立，在 2010 年舜天集团与江苏国信集团重组合并后，江苏国信集团成为实际拥有者。在国信集团的资金支持下，近年来俱乐部成绩提升明显，已多次获得国内重要赛事的冠亚军，包括 2012 年中超联赛亚军、2013 年中国超级杯亚军以及 2014 年中国足协杯亚军等。

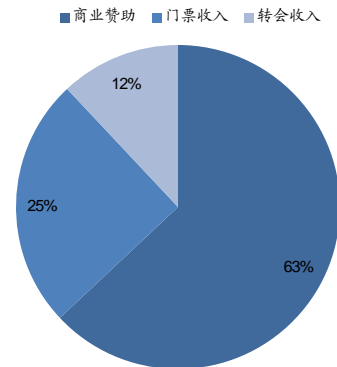
在盈利模式方面，舜天足球俱乐部与国内大部分俱乐部类似，以商业赞助与门票收入为主，2013 年收入在 5000 万左右，略微亏损。（<http://sports.163.com/13/1205/03/9FA6GESH000506UA.html>）相比于国外成熟联赛转播收入占比 30% 以上，国内俱乐部盈利模式仍有很大提升空间。舜天足球俱乐部虽尚未盈利，但随着联赛改革的推进及行业环境的变化，盈利模式有望实现积极突破。

图 13：舜天足球俱乐部历年中超联赛排名



资料来源：俱乐部官网、国信证券经济研究所整理

图 14：中超足球俱乐部主要收入来源



资料来源：《中超商业价值报告》、国信证券经济研究所整理

另外，可以看到国内足球俱乐部资本化步伐正在加快，我们认为依托上市公司平台，舜天足球俱乐部有机会实现与资本市场的直接对接，获得由资本化带来的价值重估。在新的政策指引中，资本市场的融资渠道功能将更加关键，对于符合条件的体育资产，可借助资本市场实现上市。目前，国内已有国安足球俱乐部随母公司中信集团在港实现上市，而在阿里斥资 12 亿购买恒大俱乐部 50% 股权后，恒大俱乐部的资本化计划也已现雏形。在政策的驱动下，国内足球领域的资本化、证券化步伐有望加快。

参照恒大俱乐部目前 24 亿元的估值（以阿里入股作为估值标准），相比于四年前的 1 亿估值已增值 20 多倍，我们认为国内足球俱乐部在有效的资本投入和运作下，具备价值显著提升的空间。对于舜天俱乐部，目前已具备较好的运作基础，与资本市场对接符合未来的发展趋势，同时也可考虑以引入战略投资者的形式，扩大资本运作空间。

### 国信帕尔玛足球学校：受益于国家校园足球政策推动

国信帕尔玛足球学校由国信集团、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，国信集团持股 40%，位于南京江宁足球训练基地，今年已完成首期招生。集团希望通过多渠道、国际化的培养方式为国内包括舜

天俱乐部输送足球人才，同时这种中外合作培养、兼顾青少年综合素质的足球模式也已走在国内前列。

今年 11 月，国务院就校园足球作出重要指示，未来校园足球将不仅由教育部直接主导，而且政府也将推出系列政策措施推动校园足球升级，目标是力争到 2017 年在全国扶持建设 2 万所左右中小学校足球特色学校和 200 个高校高水平足球队。国内足球学校已迎来最佳发展时期，在政策驱动与舜天俱乐部的共同支持下，国信帕尔玛足球学校的发展前景可期。

## 投资建议

我们预计公司 14~16 年实现营业收入 60.0/64.4/69.2 亿元，同比增速分别为 3.5%/7.3%/7.6%，实现净利润 0.88/1.12/1.49 亿元，同比增速分别为 -73.7%/27.5%/32.8%，EPS 0.20/0.26/0.34 元，对应 14~16 年 PE 58.6/46.0/34.6 倍。考虑到公司已形成清晰的业务布局，主业转型升级加快，金融资产具备增值空间，同时兼具“国企改革+体育”双重预期，母公司江苏国信集团是江苏省属国企改革两家试点企业之一，有望催化公司价值进一步重塑，首次给予“买入”评级，合理估值 15 元。

估值方面，我们按照公司主业与所持金融股权分别估值。考虑到国企改革等预期，给予公司主业估值 52.2 亿元，对应 2016 年 PE 35 倍；根据前面的估算，公司所持有的主要金融股权公允价值 15.45 亿元，剔除重复计算的南京租赁后 13.5 亿。两部分合计 65.7 亿元，合理估值对应 15 元/股，对应 13~16 年 PE 分别为 19.7/75.0/57.7/44.1 倍。

催化剂方面，有三方面因素可成为未来提振公司价值的关键：①国企改革持续推进；②集团足球资产推进资本化步伐；③资本市场上行带来金融资产重估。

## 风险提示

- 进出口环境持续恶化影响公司贸易业务；
- 江苏国企改革推进不及预期；
- 集团足球资产资本化步伐低于预期。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	784	813	991	1169
应收款项	462	477	494	512
存货净额	394	403	415	446
其他流动资产	1162	1200	1287	1385
<b>流动资产合计</b>	<b>2854</b>	<b>2944</b>	<b>3239</b>	<b>3565</b>
固定资产	427	398	367	333
无形资产及其他	58	56	54	51
投资性房地产	793	793	793	793
长期股权投资	722	722	722	722
<b>资产总计</b>	<b>4854</b>	<b>4914</b>	<b>5175</b>	<b>5464</b>
短期借款及交易性金融负债	1387	1400	1400	1400
应付款项	1177	1193	1309	1424
其他流动负债	904	868	929	996
<b>流动负债合计</b>	<b>3468</b>	<b>3460</b>	<b>3638</b>	<b>3820</b>
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	6	6	6	6
<b>长期负债合计</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>6</b>
<b>负债合计</b>	<b>3474</b>	<b>3466</b>	<b>3644</b>	<b>3825</b>
少数股东权益	203	208	213	218
股东权益	1178	1239	1317	1421
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4854</b>	<b>4914</b>	<b>5175</b>	<b>5464</b>

关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E
每股收益	0.76	0.20	0.26	0.34
每股红利	0.31	0.06	0.08	0.10
每股净资产	2.70	2.84	3.02	3.25
ROIC	6%	6%	7%	9%
ROE	28%	7%	8%	10%
毛利率	8%	9%	9%	9%
EBIT Margin	2%	3%	3%	3%
EBITDA Margin	3%	4%	4%	4%
收入增长	1%	3%	7%	8%
净利润增长率	1592%	-74%	27%	33%
资产负债率	76%	75%	75%	74%
息率	3%	1%	1%	1%
P/E	15.4	58.6	46.0	34.6
P/B	4.4	4.1	3.9	3.6
EV/EBITDA	54.1	40.1	36.5	31.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>5798</b>	<b>5999</b>	<b>6435</b>	<b>6924</b>
营业成本	5312	5481	5868	6303
营业税金及附加	7	6	6	7
销售费用	223	222	238	249
管理费用	136	122	131	134
财务费用	61	66	63	60
投资收益	355	40	45	50
资产减值及公允价值变动	(19)	(18)	(19)	(21)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	395	123	153	201
营业外净收支	5	5	5	5
<b>利润总额</b>	<b>400</b>	<b>128</b>	<b>158</b>	<b>206</b>
所得税费用	42	32	40	52
少数股东损益	25	8	7	6
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>334</b>	<b>88</b>	<b>112</b>	<b>149</b>

现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
<b>净利润</b>	<b>334</b>	<b>88</b>	<b>112</b>	<b>149</b>
资产减值准备	2	(1)	(1)	(1)
折旧摊销	40	47	50	52
公允价值变动损失	19	18	19	21
财务费用	61	66	63	60
营运资本变动	(601)	(83)	60	33
其它	493	7	6	6
<b>经营活动现金流</b>	<b>286</b>	<b>76</b>	<b>245</b>	<b>258</b>
资本开支	207	(33)	(34)	(35)
其它投资现金流	6	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>132</b>	<b>(33)</b>	<b>(34)</b>	<b>(35)</b>
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(133)	(26)	(34)	(45)
其它融资现金流	(148)	13	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(415)</b>	<b>(14)</b>	<b>(34)</b>	<b>(45)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>3</b>	<b>29</b>	<b>178</b>	<b>178</b>
货币资金的期初余额	781	784	813	991
货币资金的期末余额	784	813	991	1169
企业自由现金流	(247)	57	219	223
权益自由现金流	(395)	20	171	178



### 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

**国信证券经济研究所团队成员**

<b>宏观</b>		<b>策略</b>		<b>技术分析</b>	
董德志	021-60933158	郦彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
钟正生	010-88005308	马韬	021-60933157		
林虎	010-88005302	孔令超	021-60933159		
<b>固定收益</b>		<b>大宗商品研究</b>		<b>互联网</b>	
董德志	021-60933158	马韬	021-60933157	王学恒	010-88005382
赵婧	021-60875174	郦彬	021-6093 3155	郑剑	010-88005307
魏玉敏	021-60933161	郑东	010-66025270	李树国	010-88005305
<b>医药生物</b>		<b>社会服务(酒店、餐饮和休闲)</b>		<b>家电</b>	
张其立	0755-82139908	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
贺平鸽	0755-82133396	钟潇	0755-82132098	曾婵	0755-82130646
林小伟	0755-22940022				
邓周宇	0755-82133263				
李少思	021-60933152				
<b>通信服务</b>		<b>电子</b>		<b>环保与公共事业</b>	
程成	0755-22940300	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077			徐强	010-88005329
<b>军工</b>		<b>机械</b>		<b>非金属及建材</b>	
朱海涛	0755-22940097	朱海涛	0755-22940097	黄道立	0755-82130685
		陈玲	021-60875162	刘宏	0755-22940109
		成尚汶	010-88005315		
<b>房地产</b>		<b>食品饮料</b>		<b>汽车及零配件</b>	
区瑞明	0755-82130678	刘鹏 09660	021-60933167	丁云波	0755-22940056
朱宏磊	0755-82130513				
<b>电力设备</b>				<b>建筑工程</b>	
杨敬梅	021-60933160			邱波	0755-82133390
				刘萍	0755-22940678
<b>农林牧渔</b>		<b>轻工造纸</b>			
杨天明	021-60875165	邵达	0755-82130706		
赵钦	021-60933163				
<b>银行</b>		<b>金融工程</b>			
李关政	010-88005326	林晓明	021-60875168		
		吴子昱	0755-22940607		
		周琦	0755-82133568		
		钱晶	021-60875163		
		黄志文	0755-82133928		

**国信证券机构销售团队**

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王晓健	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	李佩	021-60875173 13651693363 lipei@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	郑灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn
甄艺	010-66020272 18611847166	唐泓翼	13818243512	颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
杨柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn	吴国	15800476582	赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
		储贻波	18930809296	刘紫薇	13828854899
		倪婧	18616741177	许樱之	18688989863
				黄明燕	18507558226