

评级：买入 首次评级

公司研究

市场价格（人民币）：16.93元  
 目标价格（人民币）：22.00-25.00元

长期竞争力评级：高于行业均值

## 市场数据（人民币）

已上市流通 A 股(百万股)	2,835.20
总市值(百万元)	47,999.94
年内股价最高最低(元)	16.93/5.19
沪深 300 指数	4344.42
上证指数	4034.31



## 公司基本情况(人民币)

项 目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.963	1.203	0.921	1.044	1.321
每股净资产(元)	4.48	5.61	6.23	7.18	8.40
每股经营性现金流(元)	2.12	-0.86	-0.28	-0.31	-0.41
市盈率(倍)	7.30	5.94	11.06	13.66	10.79
行业优化市盈率(倍)	15.52	16.52	29.22	41.12	41.12
净利润增长率(%)	-4.18%	24.90%	-3.05%	13.39%	26.52%
净资产收益率(%)	21.51%	21.45%	14.78%	14.55%	15.73%
总股本(百万股)	2,237.75	2,237.75	2,835.20	2,835.20	2,835.20

## 投资逻辑

- **大宗商品供应链进入整合阶段，核心企业有望从物流延伸到供应链金融：**国内产业结构从生产型经济向服务性经济升级，流通成本的下降和供应链效率的提高是中国未来提升经济效率的必由之路，这个基础决定了供应链行业发展空间巨大。而大宗商品价格下跌，倒逼供应链加快整合。供应链整合“三流合一”离不开线下物流，核心企业开展供应链金融服务有天然优势。
- **供应链业务规模上千亿，处于周期底部：**公司资源整合能力强，多个品类建立了领先优势。大宗商品价格持续下跌拉低了毛利率，目前处于周期底部。钢材和矿石业务收入占比达 40%，若价格回升，业绩具备弹性。公司同时加快发展汽车等高毛利供应链业务以提升平均利润率。
- **不断拓展供应链金融版图，积极打造互联网平台：**公司借助配股融资 30 亿，发展（1）“商票融资”、“信保融资”等快速融资服务。（2）在造纸、高科技仪器设备、节能环保、汽车等领域，为客户提供国内外融资租赁、保险和担保等金融服务，积极拓展供应链金融业务。14 年新成立两家子公司进军汽车保险代理行业和汽车融资租赁行业。并与小鱼网合作成立 PP 车，提供汽车保险、美容、购车、二手车等服务，积极尝试 O2O 转型。
- **地产业务受益海西“两区”政策红利：**地产业务为公司贡献了一半毛利。预计明后年进入结算高峰期，提振公司业绩。公司在海西地区拥有近 400 万平米土地储备，主要市场在福建省内，将充分分享福建自贸区和海上丝绸之路核心区政策红利。

## 投资建议

- 公司传统供应链业务处于周期底部具备向上弹性，同时大力发展战略性新兴产业，打造互联网平台。地产业务稳步增长，受益“两区”政策红利，并可能受益于国企改革。给予“买入”评级。

## 估值

- 2014E 每股收益下降是因为配股摊薄。供应链业务和地产业务净利润占比约为 5:5。我们给予供应链 30 倍 PE，地产 12 倍 PE，对应 15 年 22 元目标价位，给予“买入”评级。

## 风险

- 大宗商品价格继续下跌，房地产市场低迷，新业务进展不顺。

## 内容目录

公司以供应链运营和房地产开发为双主业.....	3
大宗商品供应链进入整合阶段 .....	3
产业结构升级，流通成本居高不下 .....	3
大宗商品价格下跌，倒逼供应链整合 .....	4
整合路径：从内部整合到外部整合 .....	5
以物流为基础，延伸到供应链金融 .....	6
公司双主业战略，“供应链+房地产”稳步推进 .....	7
供应链业务具有规模优势，资源整合能力强 .....	7
公司转型供应链运营商，但仍有贸易属性，目前处于周期底部 .....	8
电商平台空间广阔 .....	9
公司作为核心企业，供应链金融有看点 .....	10
房地产销售稳步增长，百万方土地储备分享自贸区红利 .....	11
附录：三张报表预测摘要 .....	13

## 图表目录

图表 1: 总收入近千亿元规模 .....	3
图表 2: 主业毛利率 .....	3
图表 3: 第三产业占 GDP 比重开始超过第二产业 .....	3
图表 4: 我国物流费用持续增长（亿元） .....	4
图表 5: 我国物流总费用与 GDP 的比率远高于美国日本 .....	4
图表 6: 近年来钢铁价格持续走低 .....	5
图表 7: 近年来钢铁行业利润微薄 .....	5
图表 8: 供应链融资的三种主要方式 .....	6
图表 9: 供应链业务收入增长较快 .....	7
图表 10: 供应链业务收入构成（估算） .....	7
图表 11: 供应链业务毛利率与钢材矿石价格走势有较强关联 .....	8
图表 12: 公司有多个电商平台 .....	9
图表 13: 相关电商平台活跃度对比 .....	9
图表 14: 融资租赁应收款近几年持平 .....	10
图表 15: 汽车业务收入稳步增长 .....	10
图表 16: 房地产开发收入稳步增长 .....	11
图表 17: 地产毛利占比不断提升，超过一半 .....	11
图表 18: 公司土地储备超过 1000 万平米 .....	11
图表 19: 签约销售收入稳步增长 .....	11
图表 20: 公司土地储备分布情况(万平米) .....	12
图表 21: 福建省内储备土地的拿地成本约 2700 元/平米 .....	12

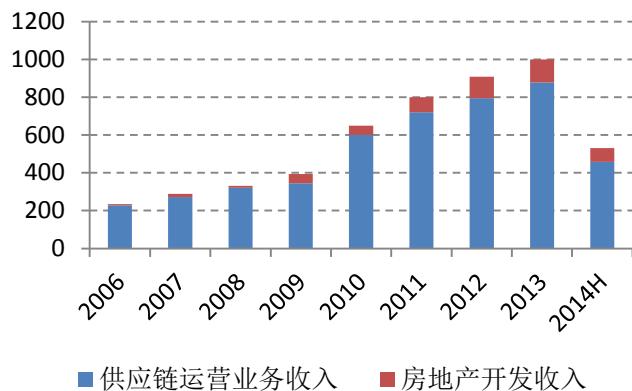
## 公司概况

### 公司以供应链运营和房地产开发为双主业

供应链运营主要赚取的是来源于协调整个链条各个环节的服务费、垫资所带来的利息费以及规模效应所带来的折扣返点等收入。公司志在成为“上控资源、下控渠道、中间提供一站式服务”的供应链运营商，涉及到钢材，矿石，汽车等业务。

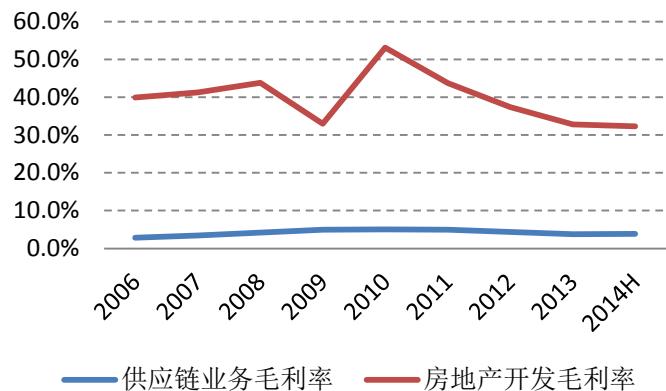
毛利中，供应链业务和地产业务基本各占一半。房地产业务毛利率较高，40%左右。供应链业务毛利率很低，4%左右。

图表 1：总收入近千亿元规模



来源：国金证券研究所

图表 2：主业毛利率



来源：国金证券研究所

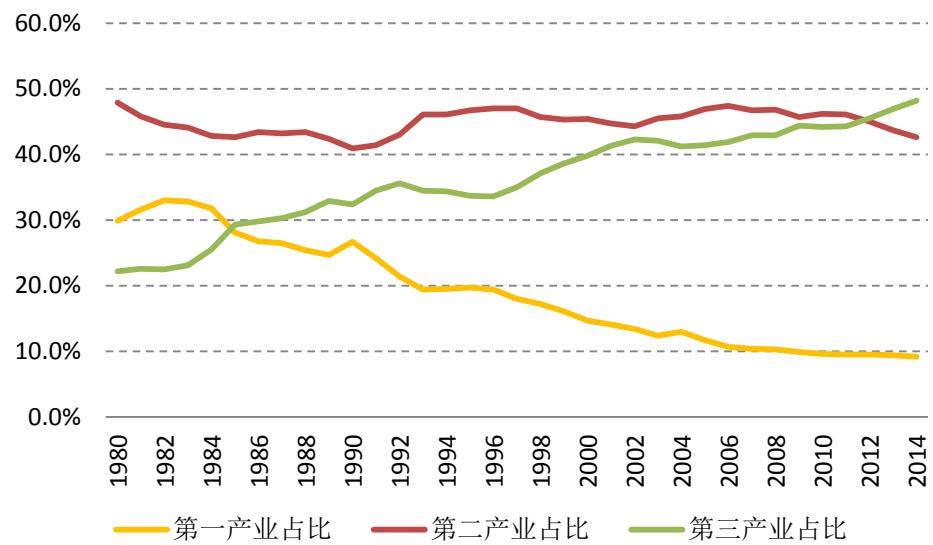
## 大宗商品供应链进入整合阶段

### 产业结构升级，流通成本居高不下

#### ■ 产业结构从生产型经济向服务性经济升级。

- 近十年，我国第三产业占GDP比重与第二产业基本持平，2012年，我国第三产业占比开始超过第二产业。产业结构逐渐向消费服务升级，对企业的服务能力提出了更高要求。

图表 3：第三产业占GDP比重开始超过第二产业



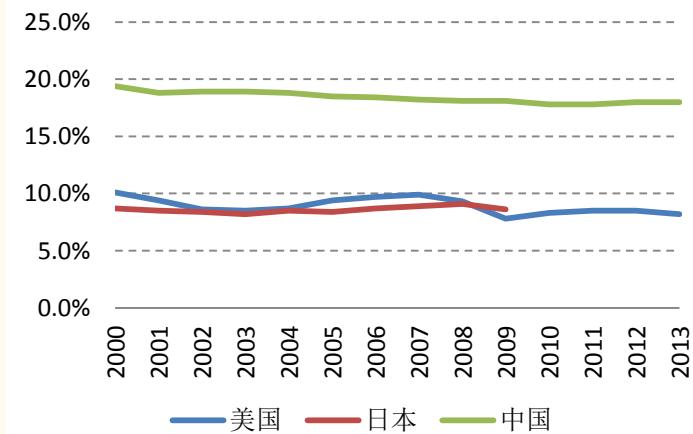
来源：国金证券研究所

- 社会物流成本居高不下。流通成本的下降和供应链效率的提高是中国未来提升经济效率、保持经济较快增长的必由之路，这个基础决定了供应链行业发展空间十分巨大。
- 我国物流费用高，并且持续增长。全社会物流总费用与GDP的比率约为18%，比美国、日本和德国高9.5个百分点左右，比全球平均水平高约6.5个百分点，甚至比“金砖”国家印度和巴西也高5~6个百分点左右。原因主要在于：
  - 1、现阶段经济处于工业化中期阶段，第二产业占比较大，服务业欠发达，工业产品附加值偏低。
  - 2、产业布局区域差异大，生产地与消费地往往不一致。一些高能耗、高物耗产业不能按照地区比较优势布局，致使煤炭钢铁等大宗商品长距离、大规模运输，导致物流成本上升。
  - 3、生产和流通模式粗放，供应链体系发展缓慢。日本采用了精益供应链战略，美国采用了敏捷供应链战略，大幅降低库存水平和物流费用。而国内物流资源缺乏有效整合、不能集约使用。2012年，我国工业企业存货率为9.4%，远高于日本等发达国家5%的水平。

图表4：我国物流费用持续增长（亿元）



图表5：我国物流总费用与GDP的比率远高于美国日本



来源：国金证券研究所

来源：国金证券研究所

### 大宗商品价格下跌，倒逼供应链整合

- 近年来，主要商品价格指数呈下行态势，大宗商品需求疲弱。
  - 中国物流联合会提供的价格指数显示，2014年1-12月份，累计同比总指数为95.6%，下降4.4个百分点。七大类生产资料商品中二升五降，黑色金属累计同比下降9.17%；有色金属累计同比下降4.08%；化工产品累计同比下降3.68%；油品累计同比下降4.84%；煤炭累计同比下降10.85%；木材累计同比上升1.32%；汽车累计同比上升2.01%。
  - 大宗商品产能严重过剩，从卖方市场转变为买方市场。在加速推进工业化和城镇化的进程中，市场需求高速增长，部分行业和企业盲目投资，产能扩张过快，加上产业集中度低，发展方式粗放，导致行业无序竞争，产能过剩矛盾加剧。
  - 相关行业利润微薄，倒逼供应链整合。
    - 以钢铁行业为例，2013年行业物流成本费用率为10.7%，规模以上钢铁企业物流总成本达7900亿元，而全行业利润仅2588亿元，净利率水平不到1%。行业景气时，各个环节都有钱赚。行业处于底部时，

利润微薄，促使相关行业加快向高附加值产品与服务转型，并力求降低流通环节成本，以提高利润。

■ 供应链整合方兴未艾。

- 相关企业纷纷通过拓展物流服务功能、由“物流服务商”向“供应链服务商”发展。物流平台得到创新发展，各种电商平台纷纷涌现。行业内龙头企业借助信息化技术和行业物流资源整合，纷纷优化网络布局、延伸网络布局和覆盖范围，提高物流一体化能力。

图表 6：近年来钢铁价格持续走低



来源：国金证券研究所

图表 7：近年来钢铁行业利润微薄



来源：国金证券研究所

### 整合路径：从内部整合到外部整合

- 供应链整合一般分为内部整合与外部整合。外部整合又包括供应商整合和客户整合两种类型。目前国内大多数企业处于外部整合的初级阶段，尝试着整合产业上下游。
- 内部整合是指为了满足客户的需要，将企业内部不同部门的工作联结成一个紧密无缝的流程。
- 外部整合是指企业和它的主要供应链成员（顾客/供应商）建立伙伴关系，为了满足客户需求，将企业之间的战略、实践、程序和行为等组织成合作的、同步的和能够管理的流程。
- 供应链整合的程度可以从三个角度来衡量：(1) 信息共享；(2) 流程协调；(3) 战略联盟。
- 信息共享是指企业内部不同部门之间和外部供应链成员之间信息和知识的共享。信息共享是更广泛的供应链整合的基础，基于信息共享，企业可以协调其物流、人力流和资金流。
- 各部门和供应链成员分享市场状况、库存状态、能力水平、生产日程、销售计划、需求预测和配送日程等信息，同时还可调整预测和补给计划。
- 更深层次的整合是流程协调，以实现供应链整体效益最优化。各部门和供应链伙伴可以通过相互授予决策权、重新安排工作任务和资源来进行流程协调。
- 进一步的整合是战略联盟，是指企业各部门和上下游各企业为了达到双方明确同意的战略目标而进行的高水平的合作。它能够使双方延长合同期限，更有效地解决冲突以及对信息、奖励和风险的共享与分担。

### 以物流为基础，延伸到供应链金融

#### ■ 提供综合的供应链服务将成为物流行业必然趋势。

- 靠传统的价格差价盈利的物流企业越来越少。在激烈的竞争背景下,物流企业通过物流服务所能获得的利润不断下降。比如卡车运输、货代和一般物流服务利润率下降到平均只有 2%左右,已没有进一步提高的可能性。
- 新的模式是开拓增值服务。特别是区域供应链领域的信息服务、数据服务、供应链金融服务等。从 2013 年美国仓储企业 20 强的业务内容来看,单独的仓储+运输服务获取的利润空间越来越薄,这些排名靠前的企业,都是依靠更多的增值服务获得利润空间。
- 供应链金融融资方式主要有三种,核心企业有天然优势。
- 融资难点在于把握企业的经营动态和对质押品价值的评估等,而在这一方面,做贸易物流的核心企业与产业上下游联系紧密,具有天然的优势。

图表 8: 供应链融资的三种主要方式

	预付款项类融资	存货类融资	应收账款类融资
具体内容	以预付款项为基础,为买方提供的,并以合同项下的商品及其产生的收入作为第一还款来源	以存货为抵押或质押,并以该存货及其产生的收入作为第一还款来源的融资	以应收账款为基础,为卖方提供的,并以合同项下的应收账款作为第一还款来源
债项考察重点	上游供货商的资信和实力、在途风险、入库和交接环节的无缝性等	货物的权属、货物变现能力、价格波动等特征,以及货物监管的可操作性等	应收账款存在性和合法性的确认依据、回收期的预测、回流的封闭手段等

来源：国金证券研究所

- 所以银行开展供应链金融业务时,最直接和常规的切入点就是核心企业——供应链管理者。银行采用“1+N”模式,1 是核心企业, N 是需要融资的中小企业。银行通过对核心企业的责任捆绑,完成对中小企业的授信。核心企业是供应链金融业务的起点和依托,是信用风险控制的保障。
- 但是,对于核心企业,可以借助银行为供应商提供增值服务,若有足够资金实力,也可以绕开银行。
- 供应链金融离不开核心企业,大宗商品电商平台离不开线下物流。
- 无论银行开展供应链金融,采用“1+N”模式,或者核心企业独立开展供应链金融服务,核心企业都是主角。
- 供应链整合是资金流、货物流、信息流的整合。没有线下货物流的支持,大宗商品电商平台难以对产业发展真正构成影响,难以形成资金流,难以形成盈利模式。上海钢联以原有的客户为基础,培养客户线上交易习惯,然后由撮合交易模式向寄售模式发展,打造了 O2O 闭环业务模式,也离不开与物流、仓库企业的合作。但传统核心企业缺乏互联网思维和服务意识,若不及时打造自己的 O2O 业务,可能在线上失去主角地位,如同很多快递企业为淘宝服务一样。
- 由于大宗商品个性化需求大,交易周期长,未来可能存在多家电商平台。例如钢铁,用户对产品的屈服、抗拉、耐腐等特性都有不同要求,找到交易对手方存在较大的摩擦成本。所以目前大多数大宗交易是与

熟悉的客户展开的。大宗商品的特性，预示着生产资料电商领域未来可能会存在着多家电商平台，在某个区域，某个行业，某个品种中提供专业化集成服务。而不太可能出现“只有第一，没有第二”的现象。

## 公司双主业战略，“供应链+房地产”稳步推进

### 供应链业务具有规模优势，资源整合能力强

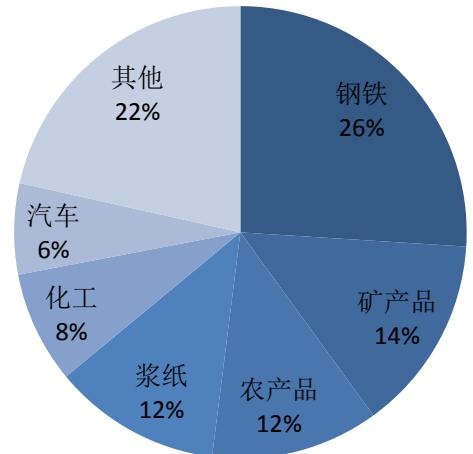
- 主要业务 7+2+1。钢铁业务收入大，汽车毛利率高。
- 公司供应链运营领域共有 10 大核心业务，包括：7 项工业品相关业务（钢铁、浆纸、矿产品、农产品、轻纺、化工、机电），2 项消费品业务（汽车、酒类）以及综合物流服务，与 150 多个国家和地区建立了业务关系。公司通过对贸易、物流等业务的整合，构建了以贸易为核心，物流仓储为基础，以实业投资和金融服务为纽带的完整价值链。
- 2013 年，从收入结构上看，钢铁占比最大，达 26%。从净利润结构上看，钢材：收入约 230 亿元，净利润约 2.3 亿元。汽车：收入约 57 亿元，净利润约 1.8 亿元，毛利率约 4.2%，明显高于其他业务。浆纸：收入约 108 亿元，净利润约 0.89 亿元。三项净利润占比超过 50%。
- 规模优势明显，多个品类领先。
- 供应链业务 2013 年收入 878 亿元，净利润 9.3 亿元，2014 年收入有望接近千亿元级别。规模效应有利于降低采购和运营成本，与客户形成长期合作关系。公司常年合作的活跃客户有 4 万多家，累计合作过的达到 12 万余家。
- 公司在特定的几个品类已建立领先优势：保时捷汽车全球第五大、中国第三大经销商集团、浆纸经销商行业第一，动力煤进口进入前十大，钢铁经销商位居“中国钢贸企业百强榜”前列。

图表 9：供应链业务收入增长较快



来源：国金证券研究所

图表 10：供应链业务收入构成（估算）



来源：国金证券研究所

公司转型供应链运营商，但仍有贸易属性，目前处于周期底部

■ 供应链业务抗周期性有所增强，但仍随大宗商品价格波动。

- 公司向供应链运营商转型的战略取得了一定成效。公司从 2006 年开始就向供应链运营商转型，通过规模效应和专业服务能力，赚取整合供应链各环节带来降本增效的收益分成。供应链业务中钢铁收入占比约 30%，钢铁价格在大宗商品中也具有一定代表性。从下图可见，战略转型取得了一定成效。在 2013 年钢铁价格指数低于 2006 年时，毛利率却相对较高，也有部分原因是汽车业务增长。
- 但毛利率随大宗商品价格波动的趋势依然很明显。因为公司有一定占比的自营盘，没有脱离贸易属性。高附加值的供应链服务仍需拓展。

图表 11：供应链业务毛利率与钢材矿石价格走势有较强关联



来源：国金证券研究所

- 业务处于周期底部，业绩有弹性。近年来大宗商品连连下跌，处于阶段性底部，简单博价差的贸易商会被迫退出，目前国内大宗商品流通领域集中度很低，反而有利于行业未来发展。

### 电商平台空间广阔

- 公司积极拥抱互联网，在多个主要品类领域建立了电商平台。

**图表 12：公司有多个电商平台**



来源：国金证券研究所

- 电商平台活跃度有广阔提升空间。

- 公司钢铁供应链的收入规模达 200 多亿元，电商平台有望做大。下图是 ALEXA 查询结果，日均 PV 是指日均页面浏览量。公司从事钢铁行业 B2B 的电商平台，建发物资和建发金属，目前在 ALEXA 上查询不到排名。上海钢联 2013 年收入约 16 亿元，2014 收入约 76 亿元，电商平台非常活跃。从业务规模对比来看，如果公司积极推进互联网创新，电商平台的发展大有空间。
- 纸源网初具规模，比较活跃。公司在纸业基本是行业老大，拥有 APP 和晨鸣纸业等重点合作伙伴，线下客户资源丰富。纸源网目前年交易额 1-2 亿元，而公司纸业收入达 100 亿元，积极的导入线下流量，纸源网有望再上新台阶。

**图表 13：相关电商平台活跃度对比**

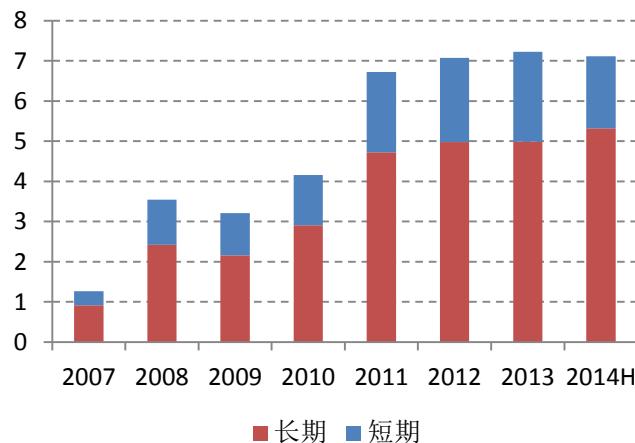
我的钢铁网（上海钢联）		东方钢铁电子交易平台（宝钢）	
三月平均排名	排名变化趋势	三月平均排名	排名变化趋势
13416	↓83	1976372	↓479121
日均 IP [三月平均]	日均 PV [三月平均]	日均 IP [三月平均]	日均 PV [三月平均]
270000	2160000	900	5400
纸源网（建发股份）		酒美网	
三月平均排名	排名变化趋势	三月平均排名	日均 PV [三月平均]
847979	↑521468	2400	14400
日均 IP [三月平均]	日均 PV [三月平均]	日均 IP [三月平均]	日均 PV [三月平均]
3000	15000	270	540
美酒汇（建发股份）			
三月平均排名	日均 PV [三月平均]	三月平均排名	日均 PV [三月平均]

来源：国金证券研究所

### 公司作为核心企业，供应链金融有看点

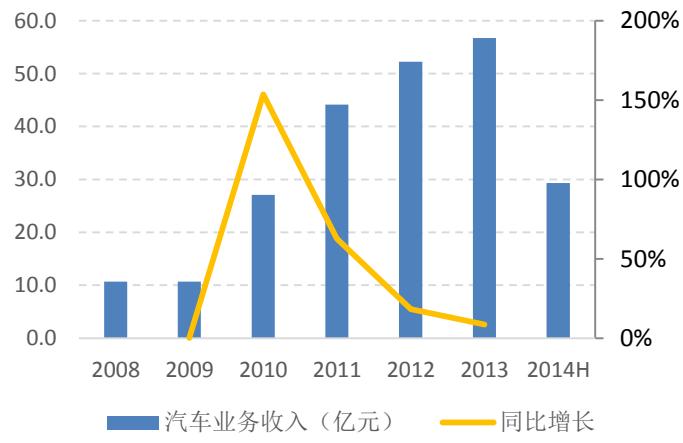
- 公司不断拓宽金融版图，尤其关注汽车业务。
  - 公司是供应链核心企业，志在成为“上控资源、下控渠道、中间提供一站式服务”的供应链运营商。公司供应链业务规模近千亿，前文中谈到供应链金融离不开这类核心企业。公司融资租赁规模接近7亿元，但经过2011年的爆发期，近几年几乎没有增长。后期仍保持强烈关注。
  - 供应链金融将成为新的盈利增长点。公司依托网络平台的建设和完善，不断创新整合供应链。在供应链金融方面，公司2014年通过配股募集30亿元资金，意图在于：(1)通过“商票融资”、“信保融资”等快速融资服务，为客户解决融资难题。(2)在造纸、高科技仪器设备、节能环保、汽车等众多领域，为客户提供国内外融资租赁、保险和担保等系列金融服务。
  - 成立子公司进军汽车金融。2014年上半年，公司在拥有一家融资租赁公司和一家担保公司的基础上，新成立两家子公司进军汽车保险代理行业和汽车融资租赁行业。
  - 汽车业务收入稳步增长，O2O 加速推进。公司定位中高端，目前共有23家汽车4S店及展厅，主营宾利、保时捷、进口大众等品牌。并与小鱼网合作成立PP车，推出首款车主服务APP，未来将主打车主服务、车主生活、车主文化、PP支付四个方面。APP将提供汽车保险、美容、购车、二手车等服务，以及吃喝玩乐多元化的社区服务。
- 营运资金规模制约公司业务扩张。
  - 公司近几年通过发债和配股不断融资，以补充营运资金。供应链业务属于资本密集型行业，在向上游企业采购、中间确保运输、仓储以及向下游中小企业垫付资金或提供融资租赁等各个环节中，均要求公司投入大量营运资金。随着公司的发展壮大，营运资金是否充足已成为制约公司供应链业务扩张的重要因素之一。

图表 14：融资租赁应收款近几年持平



来源：国金证券研究所

图表 15：汽车业务收入稳步增长



来源：国金证券研究所

### 房地产销售稳步增长，百万方土地储备分享自贸区红利

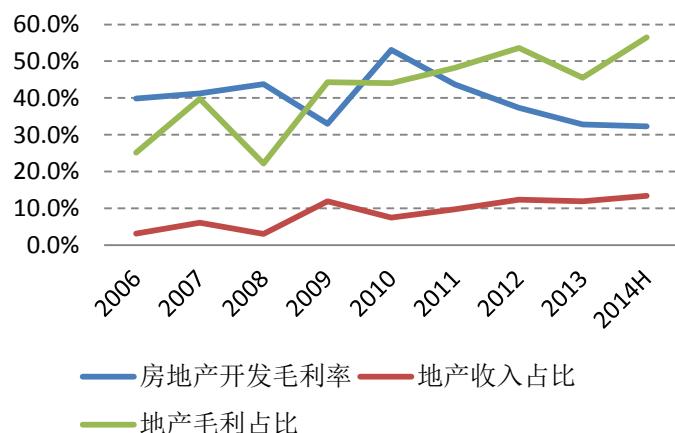
- 公司地产业务稳步发展，主要通过建发房产和联发集团开展房地产业务。公司分别持有两家公司 55% 和 95% 的股权。建发房产是中国房地产开发企业综合发展 10 强，中国房地产 50 强企业。联发集团是中国房地产企业运营效率十强，中国房地产百强企业。
- 地产业务贡献一半毛利。近年来房地产收入稳步增长，2014 年上半年收入达到 72 亿元，毛利达到 23 亿元。地产收入占比上升到 10% 以上，地产的高毛利率为公司贡献了接近一半的毛利。

图表 16：房地产开发收入稳步增长



来源：国金证券研究所

图表 17：地产毛利占比不断提升，超过一半

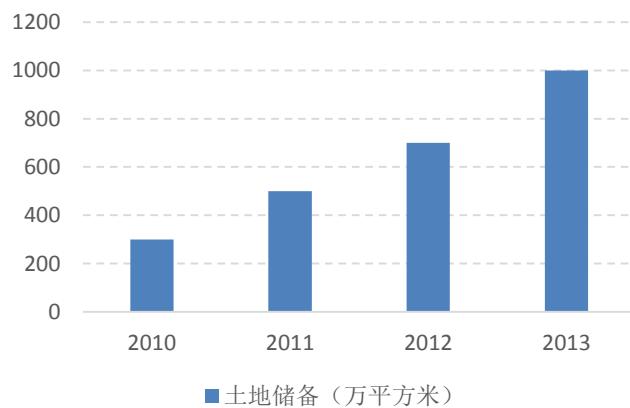


来源：国金证券研究所

- 公司在福建省内有 400 万平米土地储备，分享海西区域发展。公司土地储备充足，2013 年土地储备近 1000 万平米，近 40% 在海西地区。地产业务签约销售收入快速增长，2013 年达到近 190 亿元，预计明后年进入结算高峰，为公司贡献业绩。

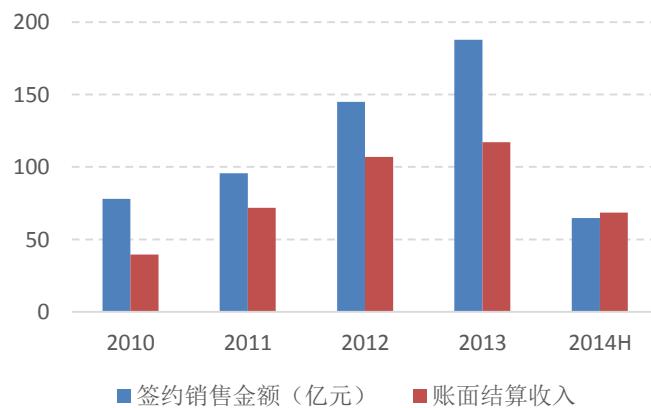
公司在福建省内的储备土地，主要在厦门、泉州和福州，自贸区获批前就已低成本拿地，拿地成本平均约 2700 元/平米。考虑到公司在厦门未售项目的均价在 2-3 万元/平米左右，再叠加海西区域发展上升到国家战略的高度，公司储备土地升值空间巨大。

图表 18：公司土地储备超过 1000 万平米



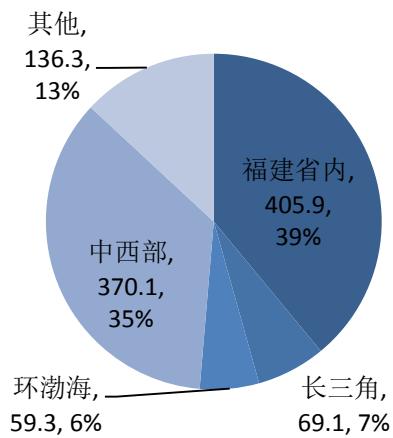
来源：国金证券研究所

图表 19：签约销售收入稳步增长



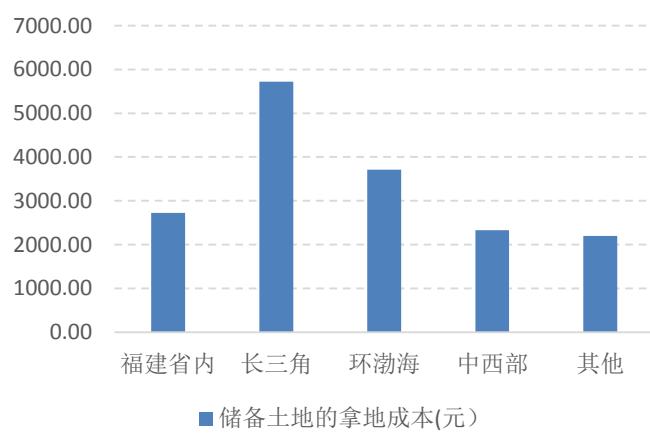
来源：国金证券研究所

图表 20：公司土地储备分布情况(万平米)



来源：国金证券研究所

图表 21：福建省内储备土地的拿地成本约 2700 元/平米



来源：国金证券研究所

■ 福建作为自贸区和海上丝绸之路核心区，区域发展潜力巨大。

福建的战略地位进一步增强，对内辐射长三角、珠三角，并因为对台政策而在多个自贸区中尤为特别。据悉，福建省计划 2018 年省 GDP 规模赶超台湾，已上报 3520 个专案，投资总额高达 7 万亿元，预计未来几年 GDP 年均增速在 8% 以上。区域的迅速发展有利于激活当地房地产市场，公司土地储备丰富，地产业务将极大受益。

■ 福建成为自贸区，由于对台政策原因受到特别关注。

2014 年 7 月，福建平潭综合实验区正式封关运作。2014 年 12 月，福建自贸试验区获准设立，包括福州、厦门和平潭三个片区，面积达 118.04 平方公里。2015 年 3 月 24 日，福建自由贸易试验区总体方案也获中共中央政治局会议审议通过。

■ 福建成为 21 世纪海上丝绸之路核心区。

2013 年 9 月和 10 月，国家主席在出访中亚和东南亚国家期间，先后提出共建“丝绸之路经济带”和“21 世纪海上丝绸之路”（简称“一带一路”）的重大倡议，得到国际社会高度关注。加快“一带一路”建设，有利于促进沿线各国经济繁荣与区域经济合作，加强不同文明交流互鉴，促进世界和平发展。

2015 年 3 月 28 日，国家发展改革委、外交部、商务部联合发布了《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》。文件中明确提出，支持福建建设 21 世纪海上丝绸之路核心区。福建将成为排头兵和主力军。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	80,254	91,167	102,068	113,551	127,287	147,969
增长率	13.6%	12.0%	11.3%	12.1%	16.2%	
主营业务成本	-73,061	-83,186	-93,042	-103,843	-116,661	-134,748
%销售收入	91.0%	91.2%	91.2%	91.5%	91.7%	91.1%
毛利	7,193	7,981	9,026	9,708	10,626	13,220
%销售收入	9.0%	8.8%	8.8%	8.5%	8.3%	8.9%
营业税金及附加	-1,126	-1,393	-1,495	-1,590	-1,655	-1,776
%销售收入	1.4%	1.5%	1.5%	1.4%	1.3%	1.2%
营业费用	-2,435	-2,451	-2,842	-3,157	-3,309	-3,699
%销售收入	3.0%	2.7%	2.8%	2.8%	2.6%	2.5%
管理费用	-258	-196	-252	-284	-318	-370
%销售收入	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
息税前利润 (EBIT)	3,373	3,941	4,437	4,678	5,344	7,376
%销售收入	4.2%	4.3%	4.3%	4.1%	4.2%	5.0%
财务费用	-232	-391	-28	-1,122	-1,211	-1,540
%销售收入	0.3%	0.4%	0.0%	1.0%	1.0%	1.0%
资产减值损失	-186	-36	-253	-50	-51	-55
公允价值变动收益	48	-24	63	0	0	0
投资收益	614	65	305	300	300	100
%税前利润	16.8%	1.8%	6.6%	6.9%	6.1%	1.7%
营业利润	3,617	3,554	4,523	3,806	4,382	5,881
营业利润率	4.5%	3.9%	4.4%	3.4%	3.4%	4.0%
营业外收支	30	44	60	550	500	100
税前利润	3,647	3,599	4,583	4,356	4,882	5,981
利润率	4.5%	3.9%	4.5%	3.8%	3.8%	4.0%
所得税	-859	-929	-1,191	-1,045	-1,172	-1,435
所得税率	23.5%	25.8%	26.0%	24.0%	24.0%	24.0%
净利润	2,788	2,670	3,392	3,311	3,710	4,545
少数股东损益	538	514	699	700	750	800
归属于母公司的净利润	2,250	2,156	2,693	2,611	2,960	3,745
净利率	2.8%	2.4%	2.6%	2.3%	2.3%	2.5%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	2,788	2,670	3,392	3,311	3,710	4,545
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	345	210	435	262	317	373
非经营收益	-662	243	-524	499	585	1,355
营运资金变动	-7,430	1,632	-5,224	-4,860	-5,491	-7,434
经营活动现金净流	-4,959	4,754	-1,921	-789	-879	-1,160
资本开支	-729	-633	-546	253	370	-240
投资	835	-93	-460	0	0	0
其他	86	59	167	300	300	100
投资活动现金净流	193	-667	-839	553	670	-140
股权募资	15	420	1,096	3,065	0	0
债权募资	6,958	-684	5,433	-15	2,907	3,509
其他	-1,178	-1,790	-2,739	-1,356	-2,052	-1,939
筹资活动现金净流	5,794	-2,053	3,790	1,693	855	1,570
现金净流量	1,028	2,034	1,030	1,457	646	270

资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	3,813	6,271	6,648	8,105	8,751	9,021
应收款项	5,177	5,016	10,097	12,379	13,831	16,040
存货	31,068	35,375	45,553	51,210	59,130	70,143
其他流动资产	5,895	6,812	9,449	10,451	11,476	12,923
流动资产	45,953	53,475	71,747	82,144	93,188	108,127
%总资产	87.9%	87.5%	89.6%	90.7%	91.8%	92.7%
长期投资	4,736	5,649	6,267	6,267	6,267	6,267
固定资产	801	1,109	875	1,036	912	945
%总资产	1.5%	1.8%	1.1%	1.1%	0.9%	0.8%
无形资产	434	461	472	396	384	373
非流动资产	6,301	7,607	8,298	8,399	8,363	8,485
%总资产	12.1%	12.5%	10.4%	9.3%	8.2%	7.3%
<b>资产总计</b>	<b>52,254</b>	<b>61,081</b>	<b>80,045</b>	<b>90,543</b>	<b>101,551</b>	<b>116,612</b>
短期借款	12,000	10,916	12,443	8,419	11,216	14,615
应付款项	18,724	24,843	33,797	38,584	43,276	50,179
其他流动负债	1,230	1,222	2,833	2,741	2,723	3,111
流动负债	31,954	36,981	49,072	49,744	57,215	67,904
长期贷款	9,541	9,796	12,711	16,711	16,811	16,911
其他长期负债	662	1,348	1,908	1,919	1,929	1,939
<b>负债</b>	<b>42,157</b>	<b>48,125</b>	<b>63,690</b>	<b>68,374</b>	<b>75,956</b>	<b>86,754</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>8,067</b>	<b>10,021</b>	<b>12,552</b>	<b>17,666</b>	<b>20,343</b>	<b>23,805</b>
少数股东权益	2,030	2,934	3,802	4,502	5,252	6,052
<b>负债股东权益合计</b>	<b>52,254</b>	<b>61,081</b>	<b>80,045</b>	<b>90,543</b>	<b>101,551</b>	<b>116,612</b>

比率分析						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.006	0.963	1.203	0.921	1.044	1.321
每股净资产	3.605	4.478	5.609	6.231	7.175	8.396
每股经营现金净流	-2.216	2.125	-0.859	-0.278	-0.310	-0.409
每股股利	0.100	0.150	0.200	0.200	0.100	0.100
<b>回报率</b>						
净资产收益率	27.89%	21.51%	21.45%	14.78%	14.55%	15.73%
总资产收益率	4.31%	3.53%	3.36%	2.88%	2.91%	3.21%
投入资本收益率	7.99%	8.36%	7.58%	7.24%	7.32%	8.87%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	21.42%	13.60%	11.96%	11.25%	12.10%	16.25%
EBIT增长率	13.40%	16.84%	12.57%	5.44%	14.23%	38.02%
净利润增长率	28.25%	-4.18%	24.90%	-3.05%	13.39%	26.52%
总资产增长率	26.58%	16.89%	31.05%	13.12%	12.16%	14.83%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	7.7	7.2	11.9	16.0	16.0	16.0
存货周转天数	138.3	145.8	158.7	180.0	185.0	190.0
应付账款周转天数	17.8	17.4	21.8	22.0	22.0	22.0
固定资产周转天数	2.2	2.8	2.6	2.6	2.3	1.8
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	180.63%	120.63%	123.39%	84.35%	81.85%	80.98%
EBIT利息保障倍数	14.5	10.1	156.0	4.2	4.4	4.8
资产负债率	80.68%	78.79%	79.57%	75.52%	74.80%	74.40%

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	6
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>1.00</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

**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 20%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；  
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%以下。

**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认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为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

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