

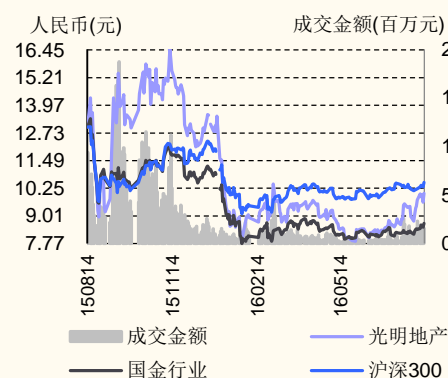
市场价格(人民币): 10.02元

房地产进入收获期, 冷链物流优势显著

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)	508.38
总市值(百万元)	5,113.91
年内股价最高最低(元)	16.48/7.85
沪深300指数	3294.23
上证指数	3050.67



公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.322	0.387	0.982	1.291	1.504
每股净资产(元)	3.12	6.02	6.88	8.04	9.41
每股经营性现金流(元)	0.50	0.70	0.81	2.04	1.40
市盈率(倍)	26.82	33.05	10.20	7.76	6.66
行业优化市盈率(倍)	15.65	16.91	13.32	13.32	13.32
净利润增长率(%)	1.91%	210.34%	153.83%	31.39%	16.52%
净资产收益率(%)	10.31%	6.42%	14.29%	16.06%	15.98%
总股本(百万股)	510.37	1,318.72	1,318.72	1,318.72	1,318.72

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **房地产业务进入收获期, 可售资源丰富:** 公司在2013年集中拿地, 2014年新开工面积达到高峰, 未来两年公司房地产业务即将进入竣工结算高峰期; 同时截至2015年底公司可售面积达到297万平方米, 根据现在在建工程项目进展, 3年内可供出售面积可新增约700万平方米, 可售资源丰富, 未来几年公司销售规模将快速增长。现公司在建房产项目有41%集中在一二线城市, 较低的土地成本伴随着逐步稳健上涨的一二线房价, 公司未来几年房地产业务的利润率将很可观。同时公司重组后积极使用多元融资手段及随着房产销售资金逐步回流, 公司资产负债率也将稳步下降, 降低公司财务风险。
- **进军养老地产, 崇明撤县设区带来发展新机遇:** 上海老年人口占比已突破30%, 至2020年养老床位缺口将达到8万张, 上海养老产业将面临新的发展机遇。公司与长江总公司共同在崇明规划投资养老及相关产业的开发, 项目计划使用土地约2000亩, 计划建设一个集养老、休闲、生态、农业资源为一体的现代化养老产业。同时公司依托光明集团多方位养老资源的支持, 为公司养老庄园增添天然竞争优势。于今年7月22日, 崇明县正式改为崇明区纳入全市规划, 将刺激崇明短期内经济得到高速发展。同时公司大股东光明集团在崇明拥有大量土地储备, 其内在价值也将得到大幅提升。
- **冷库规模上海第二, 打造冷链物流闭环:** 与发达国家相比, 我国人均冷库面积不及其1/5; 经测算我国每年最少有2亿吨食品的冷链需求, 所以冷链物流在我国有较大发展前景。公司于2013年开始打造冷链闭环, 现已布局冷库、冷链运输、进口食品经销、农产品O2O、城市配送等业务, 实现从原材料采购到产品配送一体化。公司的冷链业务具有明显资源优势, 旗下申宏公司拥有4万吨冷库容量, 在上海排名第二; 同时正在建设中的西虹桥冷链物流园区项目将建设6万吨大型冷库。而且依托上海及光明集团的地理及资源优势, 未来公司将面临充足的冷链消费需求。

投资建议

- 公司可售地产资源丰富, 即将进入房产竣工结算高峰期, 未来两年业绩有望实现高速增长。进军养老地产, 受益崇明撤县设区。打造冷链物流闭环, 在资源、地理位置及集团方面有明显竞争优势。

估值

- 根据测算, 公司RNAV为每股13.65元, 根据当前股价折价26.5%, 给予

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003
(8610)66216815
subaoliang@gjzq.com.cn

沙沫 联系人
(8621)60230253
shamo@gjzq.com.cn

“买入”评级。我们预计公司 2016-17 年 EPS 分别为 0.98 及 1.29 元/股。

风险

- 房产销售不及预期。

内容目录

公司介绍	4
重组完成：注入地产资源，保留物流业务	4
股权结构调整	4
业务介绍	4
一季度业绩情况	5
可售地产资源丰富，进军养老产业受益崇明撤县设区	5
房地产资源地处优质长三角地区，深耕多年进入收获期	5
进军养老地产，崇明撤县设区带来发展新机遇	7
全面布局冷链业务，向现代食品物流全面转型	8
盈利预测及估值	10

图表目录

图表 1：公司股权结构	4
图表 2：营业收入占比	5
图表 3：毛利占比	5
图表 4：每季度签约面积	5
图表 5：每季度签约单价	5
图表 6：房地产在建项目区域分布	6
图表 7：在建项目分布	6
图表 8：新增房地产储备面积	6
图表 9：新开工面积	6
图表 10：竣工面积	6
图表 11：公司土地储备情况	7
图表 12：公司重组后资产负债率	7
图表 13：世界各国老龄化占比	8
图表 14：养老床位数统计	8
图表 15：各国冷藏库容量（百万立方米）	9
图表 16：各国人均冷藏库容量（立方米/人）	9
图表 17：居民人均食品消费	9
图表 18：公司全面布局冷链行业	9
图表 19：西虹桥冷链物流园区规划	10
图表 20：菜管家流程	10
图表 21：盈利预测	11
图表 22：RNAV 估值	11

公司介绍

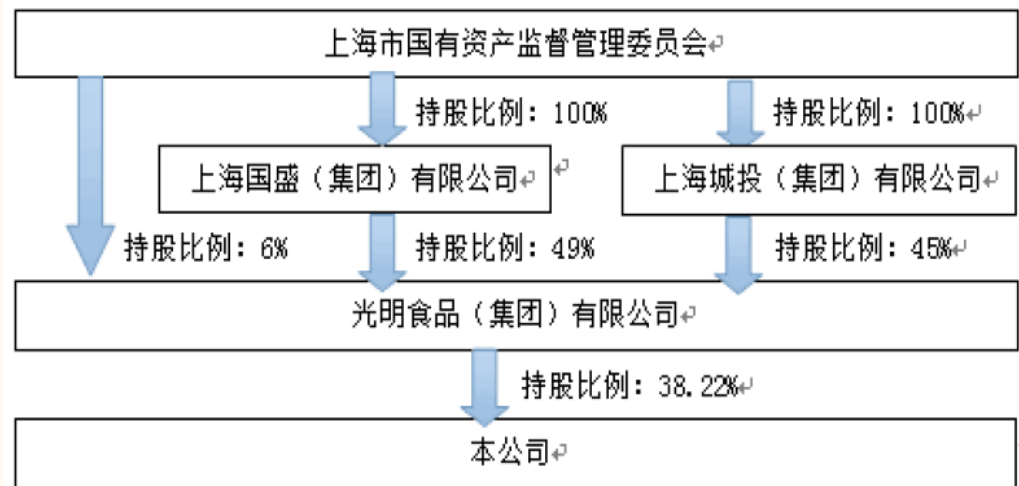
重组完成：注入地产资源，保留物流业务

- 光明地产，原上海海博股份有限公司（600708.SH）于 2015 年完成重大资产重组。（1）将海博股份除物流业务相关资产外的其他资产及负债作价 27.73 亿与光明集团持有的农房集团 72.5455% 股权中的等值部分进行置换。（2）海博股份向光明集团发行股份补足（1）中作价不足的差额部分。向大都市资产、农工商绿化、张智刚、郑建国、沈宏泽和李艳发行股份购买其持有的农房集团股权；向大都市资产发行股份购买其持有的农房集团子公司农房置业 25% 股权。重组完成后，海博股份直接及间接持有农房集团和农房置业 100% 的股权。（3）募集配套资金。向 10 名特定投资者非公开发行股份募集配套资金，发行价为 10.96 元/股，发行数量为 2.38 亿股，共募集配套资金 26.09 亿元。

股权结构调整

- 重组完成后，光明集团直接持有公司 38.22% 股权，合计持股比例为 54.78%，为公司第一大股东。2016 年 1 月 27 日，上海国资委将国盛集团持有的光明集团 22.06% 股权无偿划至城投集团。股权调整后，公司控股股东及实际控制人未发生变化，分别为光明集团及上海国资委。

图表 1：公司股权结构

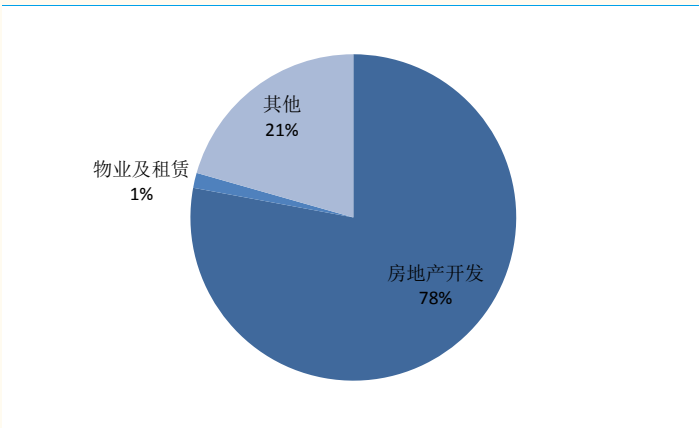


来源：2015 年年报，国金证券研究所

业务介绍

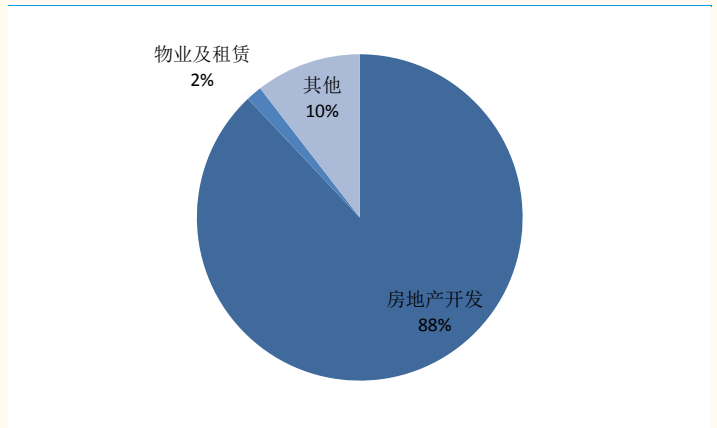
- 现公司以房地产及物流业务为主，探索多元化业务发展。公司完成重组后，主营业务变更为房地产开发经营及冷链物流。截至 2015 年年末，公司主要的营收及利润来源为房地产开发业务，占比分别为 78% 及 88%。公司正逐步探索向相关多元产业探索，如与原本房地产业务相关的物业服务、社区商业、养老产业及冷链物流产业。

图表 2：营业收入占比



来源：2015 年报，国金证券研究所

图表 3：毛利占比

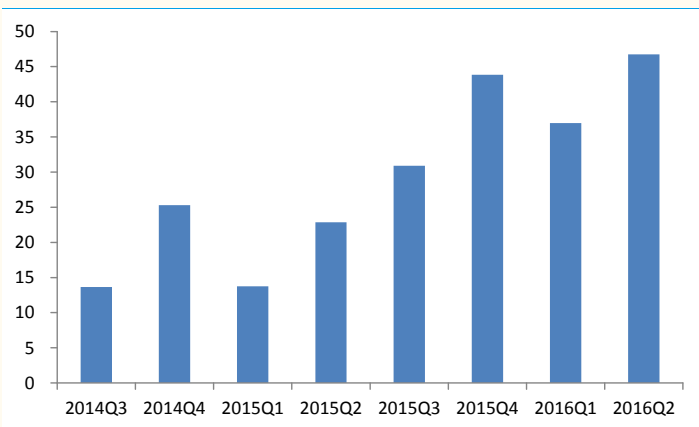


来源：2015 年报，国金证券研究所

一季度业绩情况

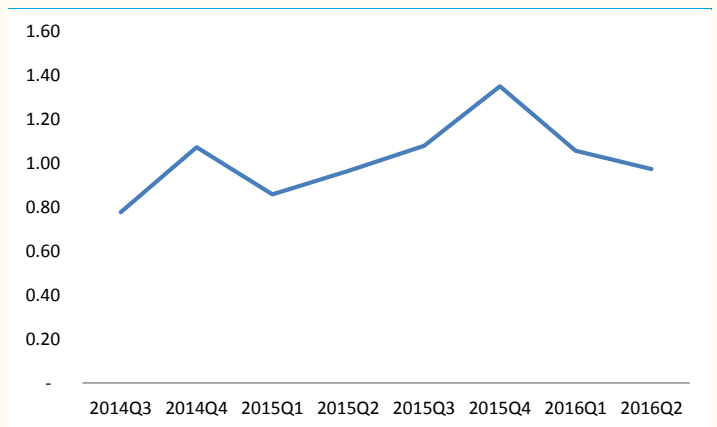
- 按可比口径，公司一季度实现营业收入 24.66 亿元，同比下降 19.5%；实现归属母公司净利润约 4002.7 万元，同比下降 55%。我们分析，营收及净利润同比下降的原因主要是由于该季度结转收入对应 14 年年末及 15 年年初的销售额，那个时间点为全国房地产淡季，所以相对销售量较少，销售单价较低，同时一季度地产项目竣工交房较少，所以对应本年一季度结转收入较少。

图表 4：每季度签约面积



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：每季度签约单价



来源：公司公告，国金证券研究所

可售地产资源丰富，进军养老产业受益崇明撤县设区

房地产资源地处优质长三角地区，深耕多年进入收获期

- 光明地产成立于 1988 年，是中国房地产开发企业 50 强，上海市五星级诚信创建企业，累计开发各类住宅面积 1500 多万平方米。拥有房地产产业链企业 90 多家，下属商业房产经营集团、物流集团、建筑施工企业（一级）、物业管理（一级）等。
- 未来 2 年公司进入竣工结算高峰，可售面积充足。公司主要开发各类商品住宅，开发足迹遍布江苏、浙江、安徽、广西、河南、山东、湖南、湖北、上海等八省一市。从房地产开发投资情况来看，截至 2015 年底，公司在建项目总建筑面积达到 1003.67 万平方米，共 38 个项目，其中竣工项目 10 个，建面 158.53 万方；在建项目 24 个，建面 770.92 万方；新开工项目 4 个，建面 74.22 万方。从公开公司经营数据来看，新开工面积在 14 年 4 季度达到顶点，之后呈下降趋势。地产项目建设周期一般为 2-3 年，所

以近两年是公司竣工结算高峰。同时至 2015 年底，公司可售面积达到 297.29 万平方米，根据现在建工程项目进展，3 年内可供出售面积可新增约 700 万平方米。所以在未来 2-3 年内，公司可供出售面积较为充足，公司未来两年的销售规模将高速增长。

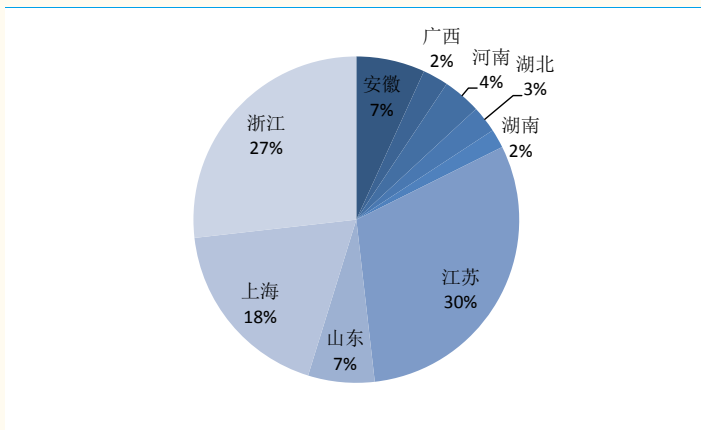
- **地产项目地处优质区域。**公司房地产在建项目主要集中在上海、江苏及浙江省。其中公司一二线城市总建筑面积占比达到 41%。一二线城市土地资源有限，供不应求矛盾突出。自 2014 年 4 季度开始，受政策宽松影响，房地产市场迎来爆发期。今年上半年，公司地产签约面积达到 83.74 万方，同比增长 128.8%；签约金额达到 84.62 亿元，同比增长 150%；签约单价达到 1.01 万/平方米，同比增长 9.2%。

图表 6：房地产在建项目区域分布

	项目规划计容建筑面积(平方米)	占比	总建筑面积(平方米)	占比
一线	1,469,688	19%	1,850,019	18%
二线	1,726,549	22%	2,291,888	23%
三线	4,646,478	59%	5,894,816	59%

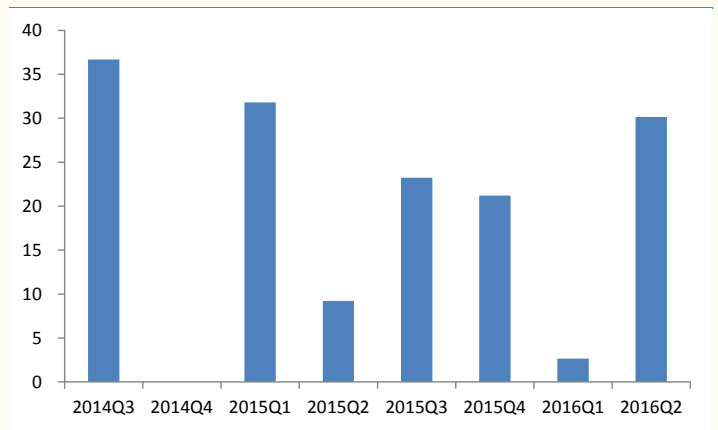
来源：公司年报，国金证券研究所

图表 7：在建项目分布



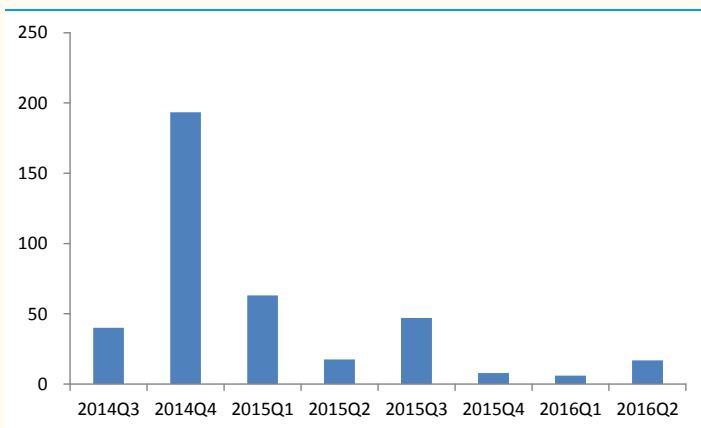
来源：2015 年报，国金证券研究所

图表 8：新增房地产储备面积



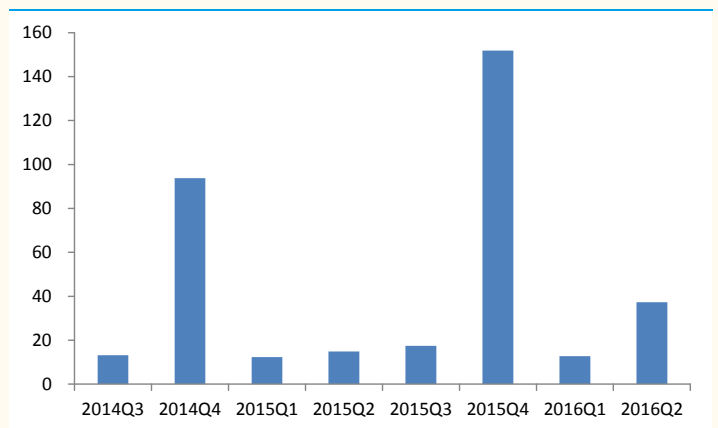
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 9：新开工面积



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 10：竣工面积



来源：公司公告，国金证券研究所

- 从现金流角度来讲，公司 2015 年开始经营性现金流净值由负转正，公司开始减少招拍挂的高价地拿地。2015 年全年新增房地产储备面积为 85.44 万方，同比下降 31.02%。今年上半年，新增房地产储备面积为 32.8 万方，同比下降 20%。由于公司土地大部分为 2013 年以前获取的，所以相对来

讲，较低的土地成本伴随着逐步稳健上涨的一二线房价，公司未来几年房地产业务的利润率将很可观。从现有土地储备来看，公司现储备用地规划计容面积为 169.72 万方，多在南宁、绍兴等二三线城市。

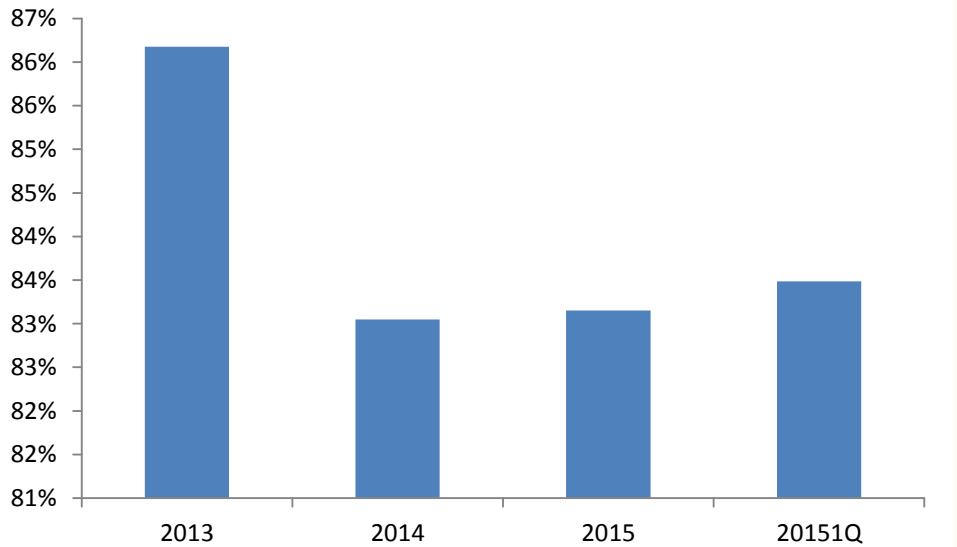
图表 11：公司土地储备情况

持有待开发土地的区域	持有待开发土地的面积(平方米)	规划计容建筑面积(平方米)	是/否涉及合作开发项目	合作开发项目涉及的面积(平方米)	合作开发项目的权益占比(%)
湖州苍山1#地块	206,247	226,871	是	226,871	93%
富阳麓山新城项目	69,611	180,989	是	180,989	73%
松江佘山16街坊39/6丘	31,152	56,070			
松江佘山18街坊122/1丘	73,974	133,146			
南宁那黄村1号地块	50,372	201,488			
南宁那黄村8号地块	56,628	226,512			
绍兴G29, 绍兴B12	111,604	336,000			
镇江项目	232,238	290,000			
郑州一期	22,628	46,162			

来源：2015 年报，国金证券研究所

从资产负债率的角度来讲，公司在 2013 年左右大举拿地，导致公司资产负债率一度超过房地产企业 70% 的警戒线。根据备考财务报表，2013 年公司资产负债率为 86%，公司重组上市后开始积极使用多元融资渠道，如申请发行中期票据等。随着未来几年各项工程竣工交房，公司结转收入，现金流入还款，公司资产负债率也会随之下降，降低财务风险。公司每年利息支出约 3-4 亿，2015 年公司经营活动现金净流入为 9.2 亿，所以公司有充足的还款能力。

图表 12：公司重组后资产负债率



来源：公司公告，国金证券研究所

进军养老地产，崇明撤县设区带来发展新机遇

- **上海老龄化比例远高全国水平，养老市场缺口巨大。**上海市老龄化程度为全国最高省市之一，上海民政局数据显示，截至 2015 年末，上海户籍 60 岁以上的老年人口约为 436 万人，同比增加 5.3%，占比达到 30.2%。全国老龄人口占比为 15.5%，上海接近全国平均水平的 2 倍。预计至 2020 年，上海户籍人口老龄化程度将达到 36%，老年人口总数突破 500 万。

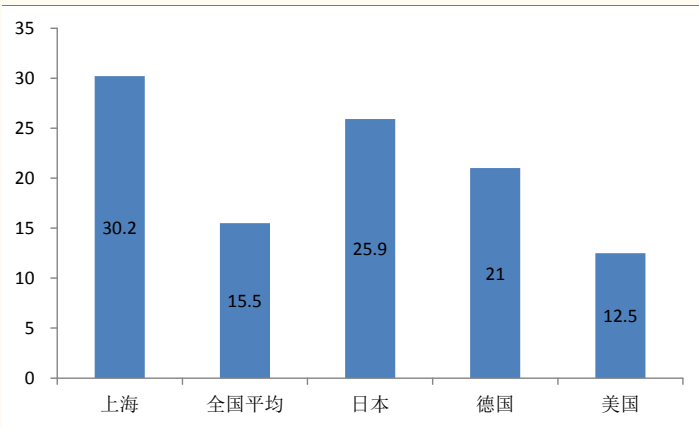
截至 2015 年末，全市养老机构共计 699 家，床位数共计 12.6 万张，同比增加 9.7%，但仅占老龄人口数量的 2.9%。到 2020 年，计划将养老床位数比例提升至 3.75%，现养老床位供给缺口约 8 万张。未来今年伴随着老龄人口数量的提升，供需矛盾加剧，上海老龄产业将得到高速发展。

- 公司近年围绕房地产业务逐步向相关产业探索拓展，例如物业服务、设区商业及养老地产等。

公司于 2014 年 7 月与兄弟公司长江总公司签署了《光明养生庄园合作开发框架协议》双方共同投资设立项目公司负责在崇明进行养老及相关产业的开发，该项目拟规划使用土地约 2000 亩，计划建设一个集养老、休闲、生态、农业资源为一体的现代化养老产业。

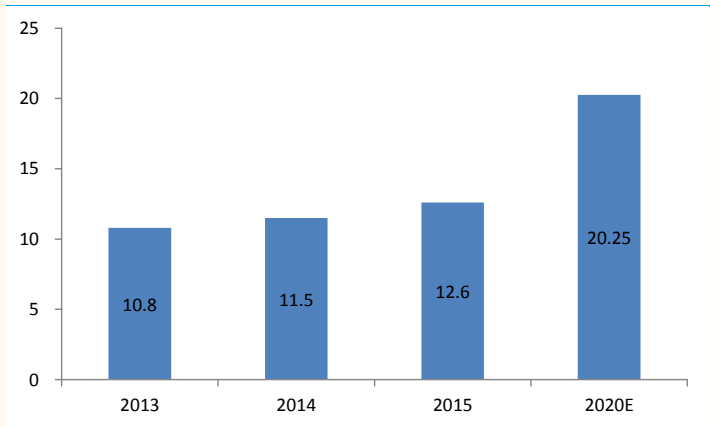
- **光明集团养老资源丰富。**公司控股股东光明集团涉及多项养老产业，可为公司打造养老庄园增添竞争优势。光明集团在食品供给、医疗合作、老年大学方面皆有布局。同时光明集团有在上海拥有多项休闲娱乐产业，也可在日后与养老项目产生协同效应。

图表 13：世界各国老龄化占比



来源：网络，国金证券研究所

图表 14：养老床位数统计



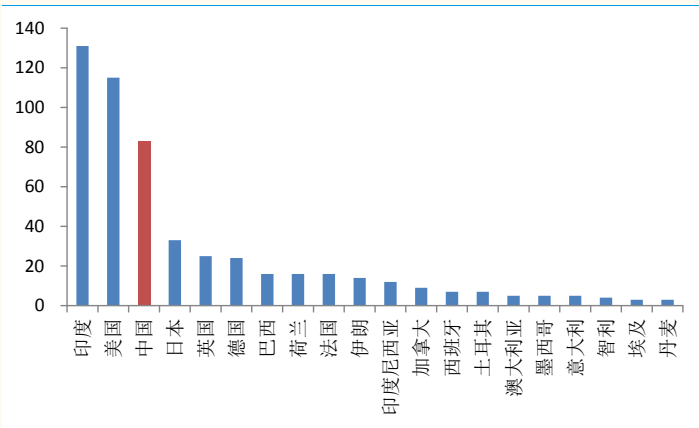
来源：网络，国金证券研究所

- **崇明撤县设区直接带动当地多产业发展，集团储备土地价值将大幅提升。**2016 年 7 月 22 日，经国务院批准，撤销崇明县，设立上海崇明区。崇明依托天然环境优势，在本世纪初确立了生态岛定位。经历了多年的建设，崇明已经进入生态岛建设第三轮计划期（2016-2018 年），正逐步将前期生态建设转变成生态红利以带来经济发展机遇。上海“十三五”规划指出要推进崇明开展国家生态文明先行示范区试点，崇明提出“生态+”发展理念，将生态优势与产业结合起来，依托多年培育的生态资本联合现代农业、体育、旅游及海洋设备等相关行业，探索长期绿色发展道路。现崇明已有约 300 家企业入驻，2015 年接待游客约 480 万人次，旅游收入达 9.5 亿元，同比增长 34.5%。成功转为“崇明区”，伴随而来的资金注入、人才引进等资源流入将加速崇明生态岛的建设，助力崇明顺利实现生态发展向经济发展的转型升级。公司在崇明经济转型的重要拐点，建立养生庄园可与当地经济发展产生相互促进的作用，同时公司大股东光明集团在崇明拥有大量土地储备，其内在价值也将得到大幅提升。

全面布局冷链业务，向现代食品物流全面转型

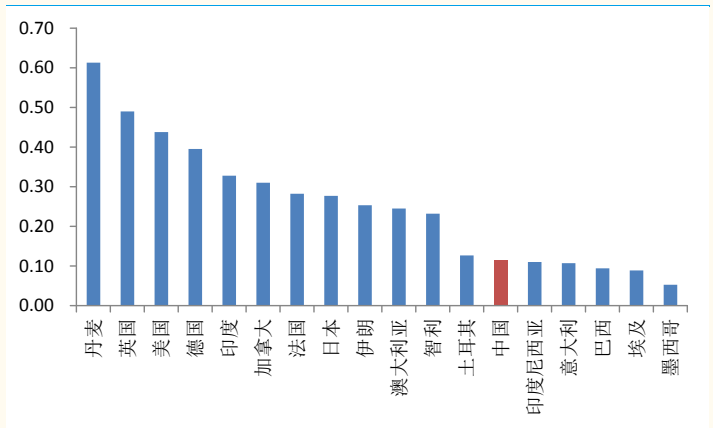
- **中国冷链物流与发达国家差距显著。**我国冷链物流起步较晚，但是近几年随着人们消费习惯的改变，呈现快速发展趋势。但依然与发达国家差距巨大。根据国际冷藏库协会（IARW）2014 年报告，我国在 2014 年冷藏库容量达到 8345 万立方米，且每年增速超过 10%。但是人均冷库面积仅为 0.116 立方米/人，不及发达国家的 1/5，发展空间广阔。
- **冷链物流缺口巨大。**根据 2015 年中国统计年鉴数据，2014 年全国人均消费蔬菜、肉类、水产品等需要应用冷链的人均消费量约 180 千克/年，全年全国需要应用冷链的食品消费约 2.5 亿吨。而国内冷链应用率仅为不到 20%，与欧美国家超过 85% 以上的利用率差异巨大，同时也产生每年最少 2 亿吨食品的冷链需求。

图表 15: 各国冷藏库容量 (百万立方米)



来源: IARW, 国金证券研究所

图表 16: 各国人均冷藏库容量 (立方米/人)



来源: IARW, 国金证券研究所

- 公司重组后保留原海博集团优势的冷链物流业务。公司在冷链物流行业具有明显的资源优势，旗下申宏冷藏拥有 4 万吨冷库容量，在上海排名第二，同时正在建设中的西虹桥冷链物流园区项目将建设 6 万吨大型冷库。同时拥有常温库 3 万平，自贸区保税仓库 6 万平。公司于 2013 年公司收购菜管家 51% 的股份，向线上延伸，致力于拓展多种销售渠道。公司布局冷库、冷链运输、进口食品经销、农产品 O2O、城市配送，打通冷链物流上下游，全面布局冷链业务，实现从原材料采购到产品配送一体化，向现代食品物流企业全面转型。

图表 17: 居民人均食品消费

全国居民主要食品消费 (千克)	2013年	2014年
粮食	148.7	141
食用油	12.7	12.3
蔬菜及食用菌	97.5	96.9
肉类	25.6	25.6
禽类	7.2	8
水产类	10.4	10.8
蛋类	8.2	8.6
奶类	11.7	12.6
干鲜瓜果类	40.7	42.2
食糖	1.2	1.3

来源: 中国统计年鉴 2015, 国金证券研究所

图表 18: 公司全面布局冷链行业



来源: 国金证券研究所

- 公司于 2013 年启动西虹桥冷链物流园区项目。该项目总投资共 10.56 亿，规划建设 6 万吨大型冷库，园区内以冷链及物流相关产业为主。该项目立足虹桥板块，对外可辐射长三角地区，对内可与上海西郊国际农产品交易中心差异化对接，与光明集团食品资源产生协同效应。按 12 年相关预测，投资动态回收期为 10.15 年，投资利润率为 8.8%。其中 9 年经营期营业收入将达到 17.8 亿元，利润总额达到 1.52 亿元。

图表 19: 西虹桥冷链物流园区规划

西虹桥冷链物流园区项目	建设内容	建筑面积 (平方米)	期限	总投资
第一期	冷库	61152	项目工期28个月, 经营期9年	计划总投资10.56亿, 其中3.16亿由公司自 筹, 7.4亿为银行借款
第二期	配套商办	42200		
第三期	冷库和普库	22537		

来源: 国金证券研究所

- 菜管家是上海本地生鲜电商网购网站、优质农产品订购 B2C 平台、提供全程冷链服务, 为企业及个人提供农副产品订购服务。通过建成网上商城、CRM 系统、ERP 系统、WMS 系统、TMS 系统形成一体化供应平台, 提供基地建设、市场开发、冷链配送及终端销售一体服务。

现在市面上生鲜/农产品电商品牌屡见不鲜, 但是“菜管家”具有先天竞争优势。首先 2013 年与海博物流集团进行战略合作, 凭借海博物流丰厚冷链物流资源, 平台可保障为顾客提供更优质的全程冷链服务。其次依托光明食品集团, 公司可获得更加优质的货源, 及品牌优势。

图表 20: 菜管家流程

流程	过程
采购	与农户、农民专业合作社、龙头企业合作; 帮助农户进行分拣并取货; 提供免费包装并报销
配送	与第三方物流公司合作, 实现当天送货、当天送达
品牌建设	部分有自身粗加工和包装的、会贴上自己的标签

来源: 2011 年 7 月商业经济与管理, 国金证券研究所

自 2013 年开始, 海博物流集团着力布局物流产业链, 重组后亦将光明地产打造成以房地产及物流为双主业的上市公司, 表明冷链物流业务为光明集团确定的战略发展方向之一。冷链物流产业前期投入巨大, 但公司立足上海、依托光明集团食品资源, 将拥有充足的冷链消费需求。

盈利预测及估值

- **业绩承诺及补偿:** 根据公司 2015 年重大重组公告, 农房集团承诺在重组完成 3 年内扣非后归属母公司净利润不低于 35.12 亿元; 农房置业 3 年内实际净利润不低于 9842.99 万元。如出现农房集团、农房置业在利润补偿期间的实际净利润合计数低于承诺净利润合计数的、需履行补偿义务的情形, 农房集团全体股东、大都市资产同意由上市公司以总价人民币 1.00 元直接定向回购应补偿的股份并予以注销; 如履行股份补偿义务后仍不足弥补全部补偿义务的, 光明集团应当就差额部分以现金方式向上市公司进行补偿, 并应当按照上市公司发出的付款通知要求向上市公司支付现金补偿价款。
- 2015 年公司实现扣非后归属母公司净利润为 5.5 亿元, 不达承诺的 9.08 亿元, 主要是由于外部经营环境变化, 如经济下行、房地产行业竞争激烈、部分项目未达到销售确认的交付使用状态等原因, 致使房地产业绩不达预期。
- 我们根据公司 2015 年底披露的公司在建工程开发及已签约情况, 预计 2016-17 年公司结转的房地产销售收入达到 158.56 亿及 198.46 亿。2016-17 年归属母公司净利润为 12.95 亿及 17.02 亿元。

图表 21: 盈利预测

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	12,387,285,125.39	18,957,054,102.73	23,299,127,939.62	26,005,108,861.52
房地产开发	9,576,619,345.56	15,856,161,333.33	19,846,008,000.00	22,151,897,666.67
物业及租赁	183,208,231.68	210,689,466.43	273,896,306.36	356,065,198.27
其他	2,531,955,894.95	2,785,151,484.45	3,063,666,632.89	3,370,033,296.18
其他业务收入	95,501,653.20	105,051,818.52	115,557,000.37	127,112,700.41
增速				
营业收入	-7%	53%	23%	12%
房地产开发	18%	66%	25%	12%
物业及租赁	31%	15%	30%	30%
其他	-48%	10%	10%	10%
其他业务收入	-32%	10%	10%	10%
毛利率				
营业收入	24%	25%	26%	26%
房地产开发	27%	27%	27%	27%
物业及租赁	25%	25%	25%	25%
其他	12%	13%	14%	15%
其他业务收入	70%	70%	70%	70%

来源: 国金证券研究所

- **估值:** 根据 RNAV 估值方法, 公司在建项目用地面积为 512.7 万方, 按项目所处区域不同计算售价, 公司一季度净负债为 381 亿元, 所以我们预测 RNAV 为每股 13.65 元, 按当前股价折价近 26.5%, 股价安全边际高, 给予“买入”评级。

图表 22: RNAV 估值

	一线城市	二线城市	三线城市
单价(元/平方米)	25,000	10,372	6,894
用地面积(平方米)	1,008,546	741,045	3,377,818
价格(亿元)	252.14	76.86	232.85
总价格(亿元)		562	
净负债(亿元)		381	
公司估值(亿元)		181	
对应股价(元/股)		13.65	

来源: wind, 公司财报, 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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	2,534	4,526	12,387	18,957	23,299	26,005	货币资金	357	500	4,138	4,500	4,300	4,000
增长率		78.6%	173.7%	53.0%	22.9%	11.6%	应收款项	170	613	2,070	2,857	3,511	3,919
主营业务成本	-2,052	-3,844	-9,357	-14,156	-17,328	-19,302	存货	94	503	39,881	42,662	45,100	47,595
%销售收入	81.0%	84.9%	75.5%	74.7%	74.4%	74.2%	其他流动资产	105	276	2,230	2,403	2,919	3,235
毛利	482	682	3,030	4,801	5,971	6,703	流动资产	727	1,892	48,319	52,423	55,830	58,750
%销售收入	19.0%	15.1%	24.5%	25.3%	25.6%	25.8%	%总资产	18.4%	34.1%	96.8%	96.6%	96.2%	96.0%
营业税金及附加	-9	-7	-974	-1,422	-1,747	-1,950	长期投资	167	154	430	530	630	730
%销售收入	0.3%	0.2%	7.9%	7.5%	7.5%	7.5%	固定资产	1,463	1,652	749	889	1,096	1,221
营业费用	-48	-107	-375	-569	-699	-780	%总资产	37.1%	29.7%	1.5%	1.6%	1.9%	2.0%
%销售收入	1.9%	2.4%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	无形资产	1,575	1,680	74	95	134	174
管理费用	-254	-323	-504	-758	-932	-1,040	非流动资产	3,214	3,664	1,606	1,860	2,207	2,471
%销售收入	10.0%	7.1%	4.1%	4.0%	4.0%	4.0%	%总资产	81.6%	65.9%	3.2%	3.4%	3.8%	4.0%
息税前利润 (EBIT)	171	245	1,177	2,052	2,593	2,932	资产总计	3,941	5,556	49,925	54,283	58,037	61,221
%销售收入	6.8%	5.4%	9.5%	10.8%	11.1%	11.3%	短期借款	1,565	2,435	16,287	17,428	16,629	16,484
财务费用	-81	-95	-264	-340	-317	-286	应付款项	517	1,055	13,876	16,511	20,250	22,578
%销售收入	3.2%	2.1%	2.1%	1.8%	1.4%	1.1%	其他流动负债	79	109	931	1,385	1,640	1,798
资产减值损失	-15	8	-84	0	0	0	流动负债	2,161	3,598	31,094	35,324	38,518	40,860
公允价值变动收益	0	2	0	0	0	0	长期贷款	11	10	9,830	8,830	7,830	6,830
投资收益	13	29	2	3	3	3	其他长期负债	25	6	590	584	584	584
%税前利润	4.9%	10.4%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	负债	2,196	3,614	41,514	44,738	46,932	48,274
营业利润	89	189	831	1,715	2,279	2,649	普通股股东权益	1,472	1,594	7,943	9,067	10,597	12,409
营业利润率	3.5%	4.2%	6.7%	9.0%	9.8%	10.2%	少数股东权益	274	348	468	478	508	538
营业外收支	171	94	17	25	30	35	负债股东权益合计	3,941	5,556	49,925	54,283	58,037	61,221
税前利润	260	283	848	1,740	2,309	2,684							
利润率	10.3%	6.3%	6.8%	9.2%	9.9%	10.3%	比率分析						
所得税	-68	-73	-345	-435	-577	-671		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税率	26.0%	25.8%	40.7%	25.0%	25.0%	25.0%	每股指标						
净利润	192	210	503	1,305	1,732	2,013	每股收益	0.316	0.322	0.387	0.982	1.291	1.504
少数股东损益	31	46	-7	10	30	30	每股净资产	2.883	3.124	6.023	6.875	8.036	9.410
归属于母公司的净利润	161	164	510	1,295	1,702	1,983	每股经营现金净流	0.988	0.500	0.696	0.812	2.037	1.396
净利率	6.4%	3.6%	4.1%	6.8%	7.3%	7.6%	每股股利	0.000	0.100	0.100	0.130	0.130	0.130
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	10.96%	10.31%	6.42%	14.29%	16.06%	15.98%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	4.09%	2.96%	1.02%	2.39%	2.93%	3.24%
净利润	192	210	503	1,305	1,732	2,013	投入资本收益率	3.82%	4.14%	1.99%	4.24%	5.39%	5.98%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	281	262	243	161	193	226	主营业务收入增长率	20.13%	78.59%	173.67%	53.04%	22.90%	11.61%
非经营收益	75	55	231	408	375	334	EBIT 增长率	18.10%	42.85%	380.72%	74.39%	26.35%	13.07%
营运资金变动	-44	-272	-59	-802	386	-732	净利润增长率	6.73%	1.91%	210.34%	153.83%	31.39%	16.52%
经营活动现金净流	504	255	918	1,071	2,686	1,841	总资产增长率	2.15%	40.97%	798.55%	8.73%	6.92%	5.49%
资本开支	-117	-441	-881	-296	-410	-355	资产管理能力						
投资	-15	-181	-609	-100	-100	-100	应收账款周转天数	13.2	19.7	28.9	40.0	40.0	40.0
其他	72	10	-273	3	3	3	存货周转天数	15.0	28.4	787.7	1,100.0	950.0	900.0
投资活动现金净流	-60	-611	-1,763	-393	-507	-452	应付账款周转天数	8.5	9.0	109.7	150.0	150.0	150.0
股权募资	0	10	2,603	0	0	0	固定资产周转天数	167.0	107.0	10.3	5.6	4.7	3.8
债权募资	-200	474	2,125	135	-1,799	-1,145	偿债能力						
其他	-167	-71	-2,244	-451	-579	-543	净负债/股东权益	69.82%	100.11%	267.47%	233.38%	186.19%	153.18%
筹资活动现金净流	-368	413	2,484	-316	-2,379	-1,689	EBIT 利息保障倍数	2.1	2.6	4.5	6.0	8.2	10.3
现金净流量	76	57	1,639	362	-200	-300	资产负债率	55.72%	65.04%	83.15%	82.42%	80.86%	78.85%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD