

南山控股 (002314.SZ)

房地产开发行业

评级: 买入 首次评级

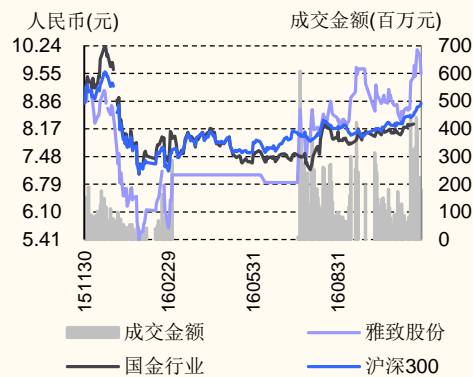
公司研究

市场价格(人民币): 9.54元  
 目标价格(人民币): 12.50-13.00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) -  
 总市值(百万元) 2,064.06  
 年内股价最高最低(元) 10.14/5.41  
 沪深300指数 3564.04  
 深证成指 11034.70



## 物流地产双轮驱动, 赤湾土地价值凸显

## 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	-0.872	0.118	0.310	0.348	0.382
每股净资产(元)	2.26	3.10	3.31	3.56	3.84
每股经营性现金流(元)	-0.01	1.10	0.98	0.58	0.75
市盈率(倍)	-5.57	69.71	30.73	27.44	24.99
行业优化市盈率(倍)	43.57	64.74	52.61	52.61	52.61
净利润增长率(%)	N/A	N/A	162.67%	11.99%	9.78%
净资产收益率(%)	-38.65%	3.81%	9.38%	9.78%	9.94%
总股本(百万股)	580.00	1,877.53	1,877.53	1,877.53	1,877.53

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **换股吸收合并深基地, 地产+物流双轮驱动:** 2016年8月16日, 公司发布公告, 拟发行7.99亿A股换股吸收合并深基地, 换股价格5.64元/股, 交易对价45.08亿。深基地旗下主要有物流园区开发经营和石油后勤业务, 目前已运营的物流园区建筑面积达到180万方, 预计到2019年底或能达到500万方, 按照当前的经营情况和租金水平合理估值200亿, 置入物流地产显著利好中小股东。
- **地产布局热点城市, 进入业绩释放期:** 公司地产项目主要布局在苏州、上海、合肥、长沙、南通、深圳等城市, 从存货价值角度来看, 苏州、深圳和长沙占比较高。根据我们的估算, 公司未结算项目资源超过220万方, 地产部分净增值61亿。如果不考虑上市公司体内集成房屋等资产的评估溢价, 公司重估净资产120亿。
- **股东资源丰富, 或受益南山集团资源整合:** 公司是南山集团控股的唯一A股上市平台, 或将持续受益集团的业务协同和资源整合。南山集团除了参股深赤湾, 控股南山控股和深基地之外, 在深圳赤湾港片区拥有3.2平方公里土地, 即便扣除保留现状用地之后, 建设规模和体量也十分可观。此外, 南山集团注资产业投资和资本增值, 旗下还控股财务公司、资本管理公司等。
- **与中建三局合作, 其他业务板块或整体剥离:** 2016年11月25日公司发布公告, 与中国建筑第三工程局有限公司签署股权合作意向协议, 拟与中建三局在集成房屋、船舶舾装、塔吊租赁等业务板块展开股权层面的合作, 由中建三局或其指定的下属公司购买公司目前拥有的此项业务板块的部分股权, 实现其控股。公司或借此实现集成房屋等业务板块的剥离。

## 投资建议

- 电商的崛起和资产荒打开了物流地产的发展空间, 我们看好公司在物流园区领域的竞争优势和控股股东的资源价值, 预计公司在2016-2018实现EPS分别为0.31、0.35和0.38, 目前股价仅相当于31、27和25PE, 首次覆盖我们给予“买入”评级。

## 风险提示

- 吸收合并深基地进度不及预期等。

胡华如 分析师 SAC 执业编号: S1130516010001  
 (86755)83831622  
 huhuaru@gjzq.com.cn

贾翔夫 联系人  
 (8621)60230251  
 jiaxiangfu@gjzq.com.cn

## 内容目录

南山控股基本情况 .....	3
公司股权结构 .....	3
地产项目布局 .....	3
地产板块 NAV120 亿 .....	4
其他业务板块或剥离 .....	4
整合深基地物流仓储资产 .....	5
整合深基地促使地产+物流双轮驱动 .....	5
深基地基本情况 .....	6
宝湾物流竞争能力可期 .....	6
我国物流仓储设施严重不足 .....	7
行业物流效率亟需提升 .....	7
南山集团资源优势明显 .....	7
南山集团简介 .....	7
南山集团相关资产 .....	8
盈利预测及估值 .....	9
不考虑吸收合并物流板块 .....	9
考虑吸收合并深基地 .....	9
风险提示 .....	9

## 图表目录

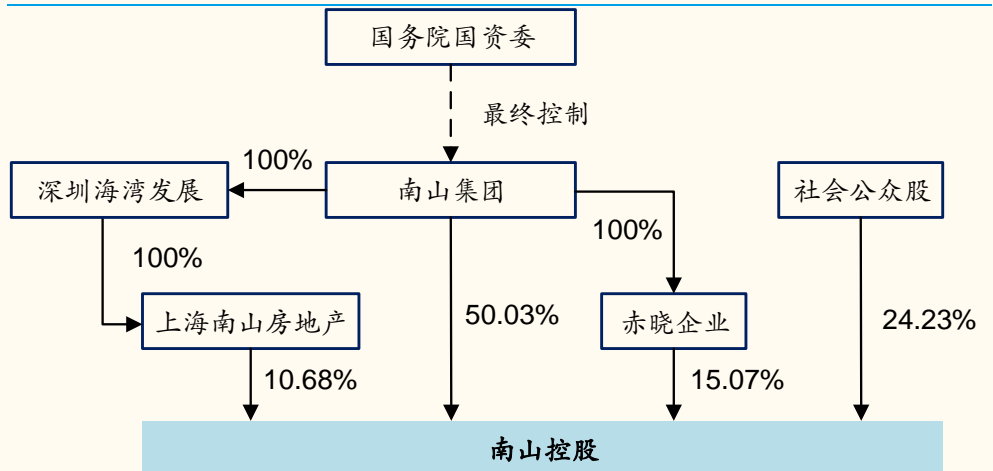
图表 1: 公司股权结构图 .....	3
图表 2: 地产项目按未结算建面划分/万方 .....	4
图表 3: 地产项目按存货价值划分/亿 .....	4
图表 4: 公司地产板块 NAV 估值 .....	4
图表 5: 公司近几年收入结构划分/亿 .....	5
图表 6: 其他业务板块毛利率变化/% .....	5
图表 7: 公司其他业务板块收入构成和毛利率 .....	5
图表 8: 宝湾物流各园区收入和利润情况 (2015) .....	7
图表 9: 南山集团股权结构图 .....	8
图表 10: 南山集团的主要控股企业 .....	9
图表 11: 深赤湾的股权结构 .....	9

## 南山控股基本情况

### 公司股权结构

- 深圳市新南山控股（集团）股份有限公司（以下简称“南山控股”或“公司”）是由原上市公司“雅致集成房屋（集团）股份有限公司”（以下简称“雅致股份”）通过资产重组后于 2015 年 11 月 4 日更名而成，主营业务包括雅致股份原有的集成房屋、船舶舾装、塔吊租赁和南山集团（中国南山开发集团股份有限公司）旗下的原有房地产业务（主体是南山地产）。
- 雅致股份主要从事集成房屋的生产、租赁和销售业务（是国内规模最大的集成房屋制作企业），还包括船舶舱室配套和塔机租赁业务。2015 年 3 月 1 日雅致股份变更为股份有限公司，2009 年 12 月 3 日，雅致股份首次公开发行股票上市交易，代码为 002314.SZ。2015 年 5 月，雅致股份完成通过发行股份收购南山集团旗下地产板块资产（南山地产 100% 股权、上海新南山 80% 股权和南通南山 100% 股权），实现了房地产业务的注入整合。
- 南山控股在地产开发领域有 30 多年的经验，项目布局在苏州、上海、南通、长沙、合肥、深圳、惠州、武汉等城市，特别是在苏州等区域深耕多年。公司在保持传统住宅开发的同时，也在积极探索创新的开发模式，包括体验式商业、养老地产和旅游地产等。2015 年公司完成合同销售面积 36.8 万方，合同销售金额 38.4 亿。
- 公司的实际控制人为南山集团，社会公众股仅占 24.23%，股权结构如下图所示。

图表 1：公司股权结构图

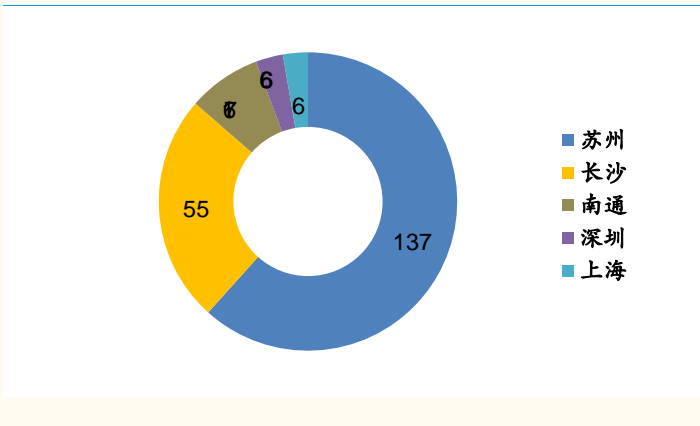


来源：公司公告，国金证券研究所

### 地产项目布局

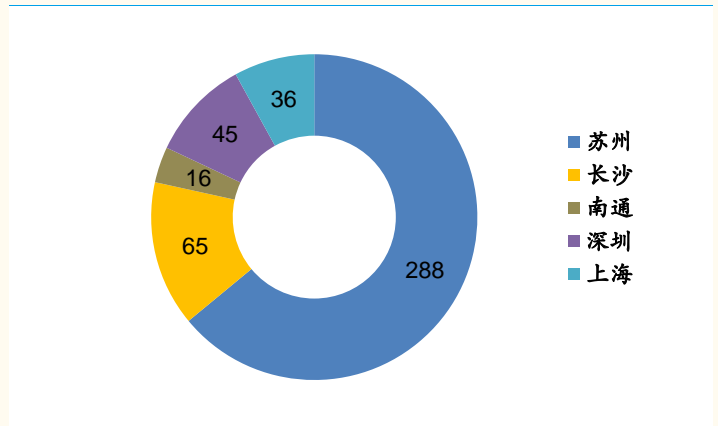
- 公司的房地产业务主要是通过南山地产（深圳市南山房地产开发有限公司）运作。南山地产在深圳赤湾累计开发房地产 200 多万平米，先后在广州、上海、惠阳、大亚湾、长沙、苏州、深圳成立了项目公司，所开发上海海湾大厦，因其经典设计被誉为上海外滩的第二十五座标志性建筑。
- 公司当前的地产项目主要布局在苏州、上海、合肥、长沙、南通、深圳等城市，未来除了区域深耕外可能还会拓展到武汉、成都、重庆等城市。
- 从未结算建面指标来看，公司的地产资源主要位于苏州、长沙和南通；从存货价值的角度来看，苏州、长沙、深圳等地占比较高。

图表 2：地产项目按未结算建面划分/万方



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：地产项目按存货价值划分/亿



来源：公司公告，国金证券研究所

### 地产板块 NAV120 亿

- 根据我们的估算，当前上市公司旗下已开工未结算项目建面超过 100 万方，未开工土地储备建面 121 万方。
- 我们按照假设开发法估算出公司地产业务每股增值 3.27 元，合计增值 61 亿，相当于地产板块 NAV 120 亿，具体如下表所示。

图表 4：公司地产板块 NAV 估值

YEAR (最近年报)	2015/12/31	
WACC	9.84%	
开发类物业增值	6,132.81	百万元
总股本	1,877.53	百万股
开发类物业每股增值	3.27	元
账面每股净资产	3.10	元
RNAV	6.37	元

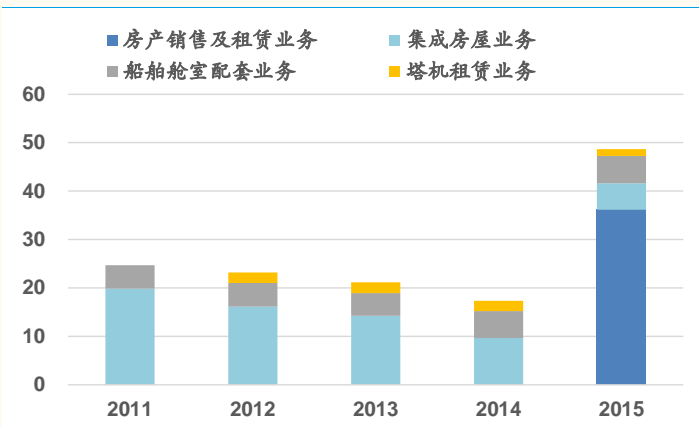
来源：公司公告，国金证券研究所

### 其他业务板块或剥离

- 公司其他业务板块主要包括集成房屋业务、船舶舱室配套和塔机租赁业务。2015 年地产与其他业务收入之比为 2.9:1。
- 集成房屋业务具体包括集成房屋的销售、租赁、租赁资产出售、拆装业务及其他。公司的集成房屋生产基地分布在我国华南、华东、华中、西南、西北、东北等主要区域，并且在全国主要城市周边初步完成了三级营运网络的战略布局，产品的销售及网络覆盖全国近百个重点城市。公司已成为国内规模最大的集成房屋制造企业。但受制于经济的走软、固定资产投资增速持续下行、原材料和人工成本价格上行等因素影响，公司的集成房屋业务受到明显压制。2015 年，公司集成房屋业务实现收入 5.5 亿，从 2011 年达到峰值以来持续走低（2011 年实现营收 19.9 亿，毛利率 22%）。2015 年公司集成房屋年生产量 81 万平米，销量 78 万平米，房屋保有量 60 万平米（雅致股份上市前 2008 年这一数字分别为 480 万平米、401 万平米和 314 万平米）。
- 公司在船舶舱室配套业务领域也比较领先，目前是国内船舶舱室制造厂商中取得船级社认证最多、最全的厂商之一，相继取得中国船级社（CCS）、

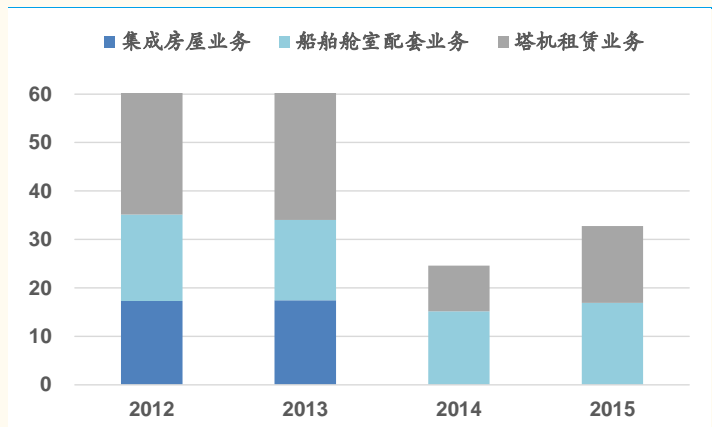
德国劳氏船级社 (GL)、挪威船级社 (DNV)、英国劳氏船级社 (LR)、美国船级社 (ABS)、法国船级社 (BV)、日本船级社 (NK) 等多国船级社工厂认可证书。公司有 10 多年的相关经验, 多款产品在行业中处于领先地位, 比如无包边门、多款新型防火门、新型卫生单元、整体舱室等, 因此公司可以凭借良好的认证基础和领先的技术拓展海外市场。但全球航运业经济不景气且原油价格波动依然会给公司的经营带来压力和挑战。2015 年公司船舶舱室配套业务实现销售收入 5.7 亿, 同比增长 1.6%。

图表 5: 公司近几年收入结构划分/亿



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 6: 其他业务板块毛利率变化/%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 从各业务板块的毛利和毛利率情况来看, 集成房屋业务从 2014 年转为亏损、塔机租赁业务毛利也明显下滑, 相比较而言船舶舱室配套业务表现较为稳定。

图表 7: 公司其他业务板块收入构成和毛利率

项目	2015		2014		2013	
	收入/亿	毛利率	收入/亿	毛利率	收入/亿	毛利率
集成房屋业务	5.46	-3.7%	9.63	-4.7%	14.24	17.4%
销售业务	3.01	-	5.09	-	7.24	-
租赁业务	0.64	-	1.63	-	3.09	-
租赁资产出售业务	1.45	-	2.12	-	2.70	-
拆装业务及其他	0.36	-	0.78	-	1.06	-
船舶舱室配套业务	5.65	16.9%	5.56	15.2%	4.67	16.6%
塔机租赁业务	1.44	15.9%	2.14	9.4%	2.25	31.9%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 根据公司公告, 2016 年 11 月 25 日, 公司与中国建筑第三工程局有限公司 (以下简称“中建三局”) 签署股权合作意向协议, 拟与中建三局在集成房屋、船舶舾装、塔吊租赁等业务板块展开股权层面的合作, 由中建三局或其指定的下属公司购买公司目前拥有的此项业务板块的部分股权, 实现其控股。公司或借此实现这几项业务板块的出表和剥离。

## 整合深基地物流仓储资产

### 整合深基地促使地产+物流双轮驱动

- 2016 年 8 月 16 日公司发布公告, 公司拟发行 A 股换股吸收合并深圳赤湾石油基地股份有限公司 (以下简称“深基地”)。即南山控股向深基地的所有换股股东发行股票交换该等股东所持有的深基地 B 股股票。本次换股吸收合并完成后, 深基地将终止上市并注销法人资格, 南山控股将承继及承接深基地的全部资产、负债、业务、人员、合同及其他一切权利与义务。

- 根据本次方案，深基地和南山控股的换股比例为 1:3.4663。南山控股因本次合并将发行 7.99 亿股 A 股股票，全部用于换股吸收合并深基地。本次实施后，南山控股总股本从 18.78 亿股增加至 26.77 亿股。南山控股的换股价格为 5.64 元/股，现金选择权价格与换股价格一致。合并资产的交易对价为 45.08 亿，构成南山控股的重大资产重组。
- 此外，本次换股吸收合并的同时，南山控股拟采取锁价发行方式向不超过 10 名特定对象（国开汉富融翔、国开汉富贵富、金信基金拟设立的资管计划）非公开发行 A 股不超过 2 亿股募集配套资金，发行价格确定为 5.83，拟募资 11.28 亿。配套资金募集完成后，公司总股本将变为 28.77 亿股。

### 深基地基本情况

- 深基地由赤湾石油基地股份有限公司改组设立，从中外合资经营企业改组为股份有限公司，于 1995 年向社会公开发行境内上市外资股股票。深基地点控股股东和实际控制人均为南山集团（直接持有 51.79% 的股权）。
- 深基地的主营业务分为两大板块，一是通过控股子公司以物流园区为平台，提供多元化和一体化的综合物流服务；二是为中国南海东部石油的勘探、开发及生产活动提供石油后勤服务。
- 物流园区业务情况：深基地通过控股子公司“宝湾控股”在长三角、珠三角、环渤海等经济发达区域的战略城市自行开发、拥有并管理多个大型物流园区，为包括高端制造企业、零售企业、电子商务企业及专业第三方物流公司在内的客户提供仓储、配送、库内管理、供应链管理、设备租赁等多元化及物流一体化综合服务。
- 石油后勤业务：深基地主要经营码头、港口服务，堆场、仓库及办公楼的租赁业务等。主要客户为石油行业客户，深基地致力于为南海东部油气资源的开发提供优质的后勤服务，未来以继续在南海东部石油后勤服务市场保持领先的市场定位和竞争优势作为战略发展目标。

### 宝湾物流竞争能力可期

- 宝湾物流 2003 年成立，目前是国内领先的物流园区运营商。
- 整体上看，我国物流园区开发运营市场主要由几大运营商主导，而且呈现出明显的寡头垄断的格局。目前在核心地位的是外资背景的普洛斯、嘉民、安博、丰树、维龙、盖世理，还有民营背景的宝湾物流、宇培、易商等。但由于行业空间远未饱和，不断有其他行业巨头陆续进入物流园区领域，比如平安不动产、万科等。
- 从已经投入运营的建筑面积来看，普洛斯的物流园区建面高达 1280 万平方米，远远高于其他竞争对手，市占率为 62.9%；宝湾物流达到 135 万方，市占率为 6.6%，排名行业第三位。随着宝湾物流未来几年运营面积的大量增加，排名可能会进一步上升。
- 截止到 2015 年末，宝湾控股实际完成投入运营的物流园区 12 个，总建面 135 万方，综合出租率在 95% 以上。在建和拟建的园区个数 25 个，园区规划建筑面积 356 万方。这些项目布局在上海、天津、广州、武汉、成都、重庆等 30 多个战略热点城市。截止到 2016 年 10 月运营明显达到 180 万方，我们预计公司到 2019 年或达到 500 万方。
- 2015 年宝湾控股各园区业务收入合计为 4.84 亿，过去三年 CARG 为 19.1%；净利率合计为 1.81 亿，过去三年 CARG 为 18.8%。
- 从估值的角度，135 万方的经营面积对应净利润 1.81 亿，500 万方或达到 6.7 亿，按 30 倍 P/E 考虑可以给到 200 亿的估值。

**图表 8：宝湾物流各园区收入和利润情况 (2015)**

园区	收入	净利润	仓库使用率	收入同比%	净利润同比%
上海宝湾	9,329	4,709	100.0	4.41	-12.34
明江宝湾	5,563	2,496	100.0	4.20	-6.99
昆山宝湾	5,769	2,811	95.6	8.04	12.47
廊坊宝湾	2,592	677	88.2	-0.75	-19.24
天津宝湾	5,779	2,255	100.0	4.27	5.76
新都宝湾	2,308	724	100.0	14.78	24.77
龙泉宝湾	6,075	1,923	98.4	44.44	52.09
广州宝湾	4,769	1,537	100.0	327.33	1922.37
深圳宝湾	1,699	135	82.5	-8.91	-46.76
南京宝湾	2,337	611	100.0	N/A	N/A
南通宝湾	1,180	174	83.4	N/A	N/A
武汉宝湾	1,018	29	78.0	N/A	N/A

来源：深基地公司公告，国金证券研究所

### 我国物流仓储设施严重不足

- 物流总费用中的储存费用与物流地产密切相关，从以上数据可以看到储存费用占到总费用的比例大致为 34%。
- 截止到 2015 年末，我国物流仓储设施总建面约 1260 万平方米，2010-2015 年均增速 20.3%。但人均物流设施面积仅为 0.9 平方米，同期日本为 4.4 平方米，美国为 5.4 平方米，从人均这个口径来看不到美国的 1/5。
- 物流设施短缺更多体现在高端甲级物流设施方面，截止到 2015 年末我国甲级物流设施总面积仅为 1950 万平方米，占全国物流设施总建面的 1.5%，供应非常短缺。而且大部分（约 70%）物流仓储设施建造于 90 年代之前，难以满足和匹配现有的需求。由此可见，改建型和高端物流园区开发的空空间十分广阔。

### 行业物流效率亟需提升

- 我国物流效率偏低，成本偏高主要是由信息因素造成，而不是产能、规模和其他因素。2014 年世界银行物流绩效指数（LPI）中国排行世界第 28，在发展中国家里名列前茅，但还是远低于发达国家。
- 社会物流总费用是衡量国家物流成本的指标之一。2015 年我国社会物流总费用为 10.8 万亿元，美国约为 9.9 万亿人民币，我国比美国高 10%，但我国第二产业占比超过 40%，货运周转量约为美国的 2 倍，GDP 不足美国的 65%。
- 通过比较我国社会物流成本与美国的差异，可以看到我国运输成本为 5.8 万亿人民币，比美国反而低了 6.4%，持有成本比美国高 10.9%，管理成本更是美国的 3 倍。

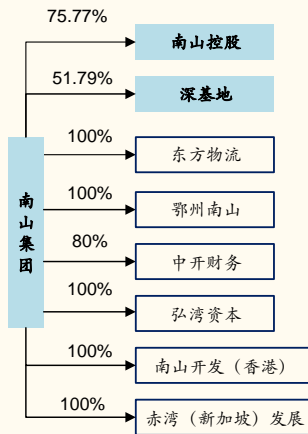
### 南山集团资源优势明显

#### 南山集团简介

- 南山集团是中国最早的综合型产业园区开发运营商之一，于 1982 年从深圳赤湾港片区土地一级开发起步。目前在赤湾港片区已经初步建成以海洋石油后勤、港口物流、临港工业和商务生活配套为一体的产业新城。南山集团在经营赤湾港片区的同时，发挥产业优势，积极在全国拓展，已经成

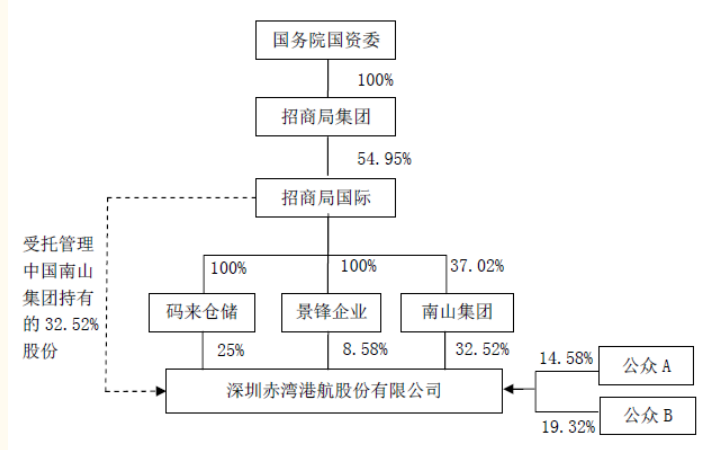


图表 10: 南山集团的主要控股企业



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 11: 深赤湾的股权结构



来源: 深赤湾公司公告, 国金证券研究所

## 盈利预测及估值

### 不考虑吸收合并物流板块

- 我们根据公司近两年的销售表现、结算进度和土地储备情况估计公司在 2016-2018 三年房地产业务实现结算收入分别为 49 亿、54 亿和 59 亿, 由于地块成本相对较低, 毛利率预计能维持在 32% 左右。集成房屋业务、船舶舱室配套和塔机租赁业务表现不一, 但考虑到可能的资产剥离处置以及和中建三局的业务协同效应, 我们认为该项资产能带来的收入相比 2015 年或稳步增长, 预计 2016-2018 三年合计实现的收入分别为 13.8 亿、15.2 亿和 16.7 亿, 毛利率按 18% 估计。
- 我们预计公司在 2016-2018 年实现营业收入分别为 62.8 亿、69.2 亿和 75.7 亿, 实现归属于上市公司股东的净利润分别为 5.8、6.5 和 7.2 亿元。

### 考虑吸收合并深基地

- 如前述分析, 公司地产部分估值 120 亿 (集成房屋业务、船舶舱室配套和塔机租赁业务假定无任何增值或溢价), 宝湾物流估值从业绩角度来看重估值 200 亿。地产部分和宝湾物流两者合计 320 亿。
- 按整合后的总股本 (不考虑募集配套资金) 26.77 亿股, 每股 NAV 为 11.95 元, 当前股价也有明显折让。
- 预计公司在 2016-2018 实现 EPS 分别为 0.31、0.35 和 0.38, 目前股价仅相当于 31、27 和 25PE, 再考虑到集团相关资源的协同和可能的资源整合, 我们首次覆盖给予“买入”评级。

## 风险提示

吸收合并深基地进度不及预期等。

**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
<b>主营业务收入</b>	<b>2,116</b>	<b>1,733</b>	<b>4,883</b>	<b>6,280</b>	<b>6,920</b>	<b>7,570</b>	货币资金	756	379	2,504	3,187	4,014	4,561
增长率		-18.1%	181.8%	28.6%	10.2%	9.4%	应收账款	891	773	1,076	1,469	1,619	1,771
主营业务成本	-1,719	-1,673	-3,682	-4,464	-4,918	-5,381	存货	339	303	5,740	5,870	5,929	5,750
%销售收入	81.2%	96.6%	75.4%	71.1%	71.1%	71.1%	其他流动资产	69	226	691	33	36	40
毛利	397	59	1,202	1,816	2,002	2,189	流动资产	2,055	1,681	10,010	10,560	11,598	12,122
%销售收入	18.8%	3.4%	24.6%	28.9%	28.9%	28.9%	%总资产	51.9%	53.6%	87.9%	83.3%	84.7%	82.0%
营业税金及附加	-29	-14	-359	-465	-512	-560	长期投资	121	117	275	276	275	275
%销售收入	1.4%	0.8%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	固定资产	1,579	1,176	907	1,718	1,704	2,276
营业费用	-115	-115	-214	-276	-304	-333	%总资产	39.9%	37.5%	8.0%	13.5%	12.4%	15.4%
%销售收入	5.5%	6.6%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	无形资产	177	148	143	124	113	104
管理费用	-176	-206	-277	-358	-394	-431	非流动资产	1,904	1,456	1,375	2,120	2,094	2,657
%销售收入	8.3%	11.9%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	%总资产	48.1%	46.4%	12.1%	16.7%	15.3%	18.0%
息税前利润 (EBIT)	76	-276	351	717	791	864	<b>资产总计</b>	<b>3,959</b>	<b>3,136</b>	<b>11,385</b>	<b>12,679</b>	<b>13,692</b>	<b>14,779</b>
%销售收入	3.6%	n.a	7.2%	11.4%	11.4%	11.4%	短期借款	6	22	47	0	0	0
财务费用	-75	-69	-33	59	75	89	应付款项	719	561	3,991	4,909	5,410	5,918
%销售收入	3.5%	4.0%	0.7%	-0.9%	-1.1%	-1.2%	其他流动负债	127	113	445	654	701	750
资产减值损失	-91	-201	-128	-8	-1	-1	流动负债	853	696	4,483	5,563	6,111	6,668
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	97	12	220	30	30	30	其他长期负债	1,117	1,020	929	749	749	749
%税前利润	170.7%	-2.3%	53.9%	3.8%	3.4%	3.1%	<b>负债</b>	<b>1,969</b>	<b>1,716</b>	<b>5,412</b>	<b>6,312</b>	<b>6,859</b>	<b>7,417</b>
营业利润	7	-535	409	799	894	982	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,843</b>	<b>1,309</b>	<b>5,819</b>	<b>6,213</b>	<b>6,678</b>	<b>7,207</b>
营业利润率	0.3%	n.a	8.4%	12.7%	12.9%	13.0%	少数股东权益	146	111	154	154	154	154
营业外收支	49	5	-1	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,959</b>	<b>3,136</b>	<b>11,385</b>	<b>12,679</b>	<b>13,692</b>	<b>14,779</b>
税前利润	57	-529	408	799	894	982							
利润率	2.7%	n.a	8.4%	12.7%	12.9%	13.0%	<b>比率分析</b>						
所得税	-19	-9	-183	-216	-241	-265		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税率	34.2%	n.a	44.7%	27.0%	27.0%	27.0%	<b>每股指标</b>						
净利润	37	-539	226	583	653	717	每股收益	0.130	-0.872	0.118	0.310	0.348	0.382
少数股东损益	-1	-33	4	0	0	0	每股净资产	6.357	2.256	3.099	3.309	3.557	3.839
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>38</b>	<b>-506</b>	<b>222</b>	<b>583</b>	<b>653</b>	<b>717</b>	每股经营现金净流	0.251	-0.007	1.098	0.979	0.582	0.753
净利率	1.8%	n.a	4.5%	9.3%	9.4%	9.5%	每股股利	0.100	0.000	0.190	0.100	0.100	0.100
							<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	2.05%	-38.65%	3.81%	9.38%	9.78%	9.94%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	0.95%	-16.13%	1.95%	4.60%	4.77%	4.85%
净利润	37	-539	226	583	653	717	投入资本收益率	1.81%	-12.58%	2.86%	7.36%	7.61%	7.77%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	298	400	304	120	136	148	主营业务收入增长率	-8.68%	-18.11%	181.80%	28.61%	10.19%	9.39%
非经营收益	-74	149	-180	20	-30	-30	EBIT 增长率	44.91%	-461.07%	#####	104.63%	10.20%	9.27%
营运资金变动	-188	-14	1,712	1,115	335	580	净利润增长率	N/A	N/A	N/A	162.67%	11.99%	9.78%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>73</b>	<b>-4</b>	<b>2,062</b>	<b>1,838</b>	<b>1,093</b>	<b>1,414</b>	总资产增长率	-3.20%	-20.78%	263.00%	11.37%	7.99%	7.94%
资本开支	-101	-87	23	-906	-109	-710	<b>资产管理能力</b>						
投资	95	7	-150	-1	0	0	应收账款周转天数	126.1	152.3	45.5	45.0	45.0	45.0
其他	-23	9	103	30	30	30	存货周转天数	71.0	70.0	299.5	480.0	440.0	390.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-29</b>	<b>-71</b>	<b>-24</b>	<b>-877</b>	<b>-79</b>	<b>-680</b>	应付账款周转天数	74.0	73.4	60.1	60.0	60.0	60.0
股权募资	0	0	1,343	0	0	0	固定资产周转天数	251.6	204.7	65.8	92.5	72.6	84.3
债权募资	16	-16	-1,749	-227	0	1	<b>偿债能力</b>						
其他	-78	-99	-266	-49	-188	-188	净负债/股东权益	2.03%	30.67%	-28.59%	-38.30%	-47.79%	-51.78%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-62</b>	<b>-115</b>	<b>-672</b>	<b>-277</b>	<b>-188</b>	<b>-187</b>	EBIT 利息保障倍数	1.0	-4.0	10.5	-12.2	-10.6	-9.7
<b>现金净流量</b>	<b>-18</b>	<b>-190</b>	<b>1,366</b>	<b>684</b>	<b>827</b>	<b>547</b>	资产负债率	49.74%	54.72%	47.54%	49.78%	50.10%	50.19%

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
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

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

最终评分与平均投资建议对照：

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

**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