



贸易

首次覆盖

评级: 中性

2019.09.25

供应链价值升级，从贸易迈向综合服务

——贸易行业研究报告


曹猛 (分析师)
 021-38676442
 zimeng@gtjas.com
 证书编号 S0880513120002


彭瑛 (分析师)
 021-38674933
 pengying@gtjas.com
 证书编号 S0880517120002

本报告导读:

批发贸易行业自 2015 年以后温和回暖，但仍然面临外部环境挑战。贸易与专业市场板块重点公司积极推进转型升级、兼并整合，提升竞争力。

摘要:

- **投资建议:** 批发贸易行业自 2015 年以后温和回暖，过去 5 年行业复合增速 6.2%，但仍然面临贸易摩擦、产业转移、供过于求、电商分流等挑战，因此给予贸易行业中性评级。贸易与专业市场板块重点公司积极推进转型升级、兼并整合，**建议谨慎增持：浙江东方、东方集团、江苏舜天、小商品城、海宁皮城、深圳华强、农产品。**
- **贸易板块重点公司积极推进转型升级:** 浙江东方从商贸企业成功转型“金控+商贸”双主业驱动，成为集信托+保险+基金等稀缺牌照资源为一体的金控平台。江苏舜天从 OEM 向 ODM 方向升级，向服装贸易产业链中高端延伸，公司还持有华安证券、厦门银行等股权，金融资产增厚业绩。东方集团以粮油为主业，合资成立工供应链管理公司、收购中国玉米网等加速向农业上下游延伸，参股东方财务、民生银行等公司，投资收益持续增厚业绩。
- **专业市场板块重点公司加速收购整合与线上线下融合:** 深圳华强先后收购湘海电子、鹏源电子、淇诺科技、芯斐电子等优秀分销商，初步完成了上游被动+主动元器件双代理、国外+国内产品线双代理、下游不同应用领域全覆盖的电子元器件分销平台布局。海宁皮城整合产业链上下游，从批零交易延伸至面辅料供应、时尚创业园、厂房租赁、设计研发、时尚发布、时装批发、总部商务、会展外贸、电子商务等领域。农产品加快品牌培育、供应链服务、城市配送等供应链服务能力建设。小商品城建设义乌购电商平台，建设集线上线下营销、大数据定位用户画像、互联网金融于一体的完整生态闭环。
- **国企改革推进、一带一路倡议等有望激发行业增长潜力。**贸易及专业市场板块以国有企业为主，若国企改革深度推进，有望改善公司经营管理机制，加强员工激励，提高企业内部活力与经营效率。贸易企业及专业市场企业有望借助一带一路倡议东风，开拓新的海外市场、生产基地等，优化产业布局。
- **风险提示:** (1) **贸易摩擦和产业转移风险:** 美国陆续对进口自中国的商品采取加征关税可能降低中国出口商品的竞争力，纺织服装等产业逐步向要素成本更低的东南亚等地区转移。(2) **电商高速增长对线下企业产生分流:** 我国网上零售维持 21% 的快速增长，对线下批发零售企业仍将产生一定程度分流。(3) **汇率大幅波动影响企业利润:** 人民币汇率发生较大波动时可能会产生大量汇兑损益。

重点覆盖公司列表

代码	公司名称	评级
600415	小商品城	谨慎增持
000062	深圳华强	谨慎增持
000061	农产品	谨慎增持
002344	海宁皮城	谨慎增持
600120	浙江东方	谨慎增持
600287	江苏舜天	谨慎增持
600811	东方集团	谨慎增持

目 录

1. 供应链价值升级，从贸易迈向综合服务	3
1.1. 贸易行业总体供过于求，产业链价值逐步重塑	3
1.2. 贸易行业增速触底回升，子行业增长趋势分化	5
1.2.1. 农产品贸易总量平稳，结构优化	6
1.2.2. 机电贸易总额触底回升，智能制造助推产品结构升级	7
1.2.3. 纺织纱线贸易触底回升，服装出口贸易增长承压	8
1.3. 专业市场业绩承压，整合与触网加速转型升级	9
2. 投资建议	10
3. 风险提示	11

表：本报告覆盖公司估值表

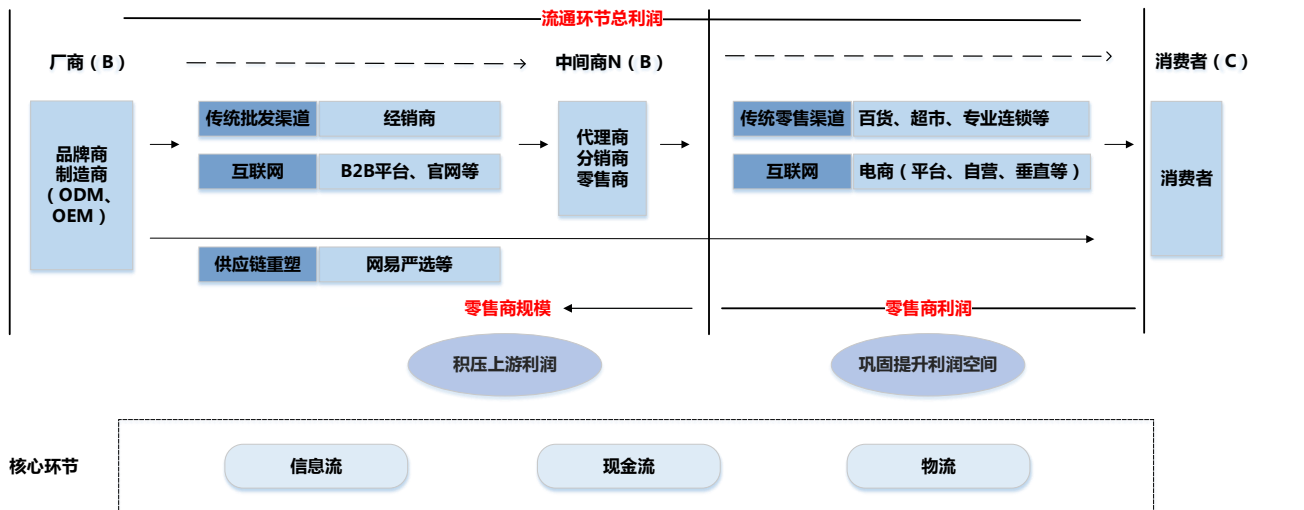
公司名称	代码	收盘价		盈利预测（EPS）			PE			评级	目标价
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E		
小商品城	600415	2019.09.24	3.92	0.20	0.19	0.20	19.51	19.98	19.66	谨慎增持	4.18
深圳华强	000062	2019.09.23	16.31	0.66	0.77	0.89	24.18	20.52	17.79	谨慎增持	16.90
农产品	000061	2019.09.24	5.37	0.03	0.10	0.10	210.70	55.28	53.96	谨慎增持	5.80
海宁皮城	002344	2019.09.24	4.33	0.28	0.29	0.29	15.28	15.09	14.73	谨慎增持	4.64
浙江东方	600120	2019.09.24	12.16	0.62	0.58	0.68	19.64	21.01	17.95	谨慎增持	13.00
江苏舜天	600287	2019.09.24	6.17	0.20	0.51	0.28	31.54	12.09	22.09	谨慎增持	6.70
东方集团	600811	2019.09.23	3.39	0.18	0.13	0.16	19.15	25.31	20.89	谨慎增持	3.70

1. 供应链价值升级，从贸易迈向综合服务

1.1. 贸易行业总体供过于求，产业链价值逐步重塑

贸易行业位于零售行业上游，核心价值亟待重塑。零售业位于产业链终端，贸易行业链接厂商与零售商。上游厂商整体处于供过于求的态势，但强势品牌集中度提高；零售渠道在电商、新零售趋势下逐渐做大，贸易企业处于中间环节价值受到挤压，供应链核心价值亟待重塑。“贸易企业类金融模式”中现金流、物流、信息流的关系也在发生变化。

图 1：流通环节中贸易企业价值受到挤压



数据来源：国泰君安证券研究

贸易行业分为：供应链、批发市场、跨境电商三大板块。贸易供应链企业多起源于供销社、外贸公司，主要模式为赚取中介服务费、批发价差，规模是核心要素；批发市场多为产地自然形成的集中市场，主要赚取商家租金，区位是核心要素；跨境电商从 2013 年后开始快速增长，从 2B 到 2C 缩减中间环节，赚取流量（平台）、价差（自营）。

图 2：贸易行业主要公司分为供应链、批发市场、跨境电商三类

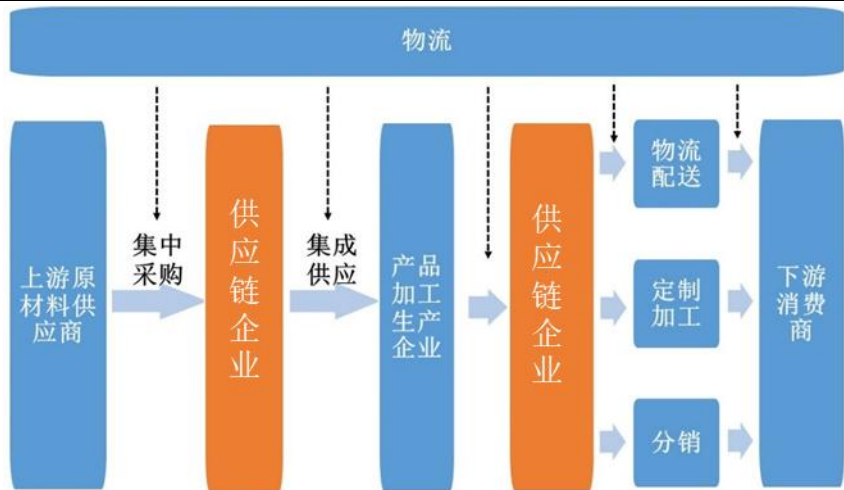
分类	贸易供应链	批发市场	跨境电商
模式	赚服务、赚价差	赚租金	赚流量、赚价差
主要公司	物产中大 象屿股份 厦门国贸 远大控股 汇鸿集团 江苏国泰 建发股份 青岛金王 兰生股份	小商品城 海宁皮城 轻纺城 富森美	跨境通 阿里速卖通 亚马逊 傲基电商

数据来源：国泰君安证券研究

供应链企业主要处于上游原材料大宗贸易和下游分销环节。供应链企业

可分为：国内贸易、出口贸易、原材料贸易、产成品贸易。在原材料——厂商——零售商的物流体系中，供应链企业主要服务两大环节：上游原材料大宗贸易环节中，供应链企业从原材料供应商处集中采购原材料并集中供应给产品加工生产企业，其核心为规模与风控；下游分销环节中，供应链企业将企业产成品通过物流配送、定制加工、分销等形式供应给下游消费者，其核心环节为物流与个性化定制。

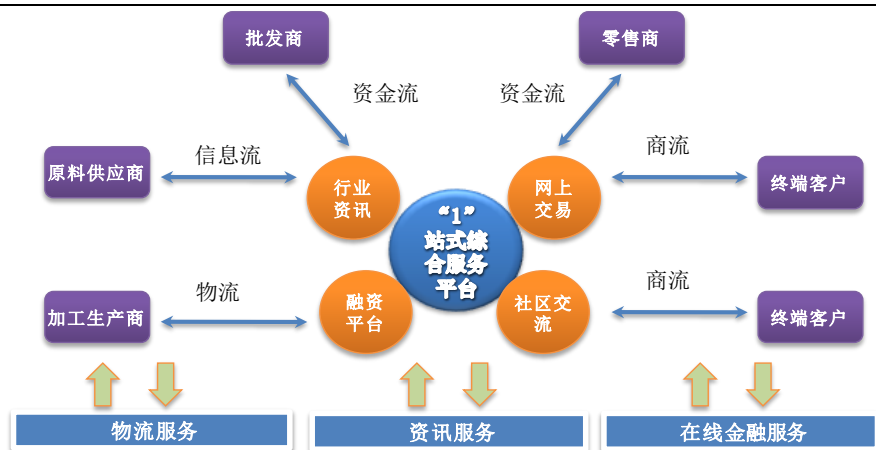
图 3：供应链企业主要服务上游下游两大环节



数据来源：国泰君安证券研究

供应链企业从大宗贸易起家，一体化服务成为发展方向。供应链企业发展初期，主要通过大宗贸易起家，通过赚价差、赚佣金等方式实现自身盈利，拿货能力为核心禀赋。目前供应链企业处于中期阶段，在贸易基础上加入物流为主、金融信息服务为辅的各项服务，从而赚取综合服务费、提高盈利能力，未来供应链企业将主要通过叠加互联网、物联网能力，形成一体化的产业链综合服务能力。

图 4：供应链企业一站式综合服务平台



数据来源：国泰君安证券研究

图 5：供应链与其他服务的叠加形成一体化服务能力



+制造

• 用供应链管理的理念推动制造业创新和发展，提升制造业竞争力

+服务

• 用供应链管理的理念推动服务业更加细分和融合，实现服务业升级

+物流

• 用供应链管理的理念推动物流行业创新与变革

+金融

• 用供应链管理的理念推动金融与互联网齐头并进，共谋发展；

+技术

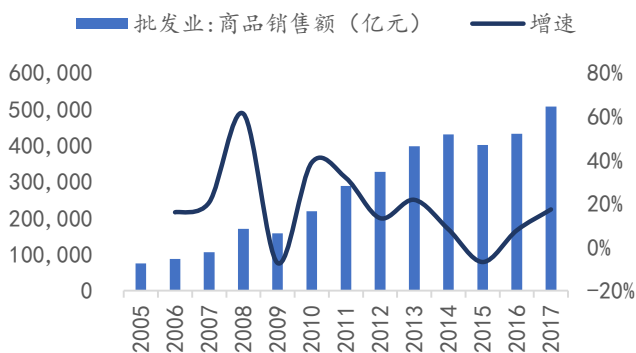
• 用供应链管理的理念促进大数据等新兴技术在各领域的全面运用

数据来源：国泰君安证券研究

1.2. 贸易行业增速触底回升，子行业增长趋势分化

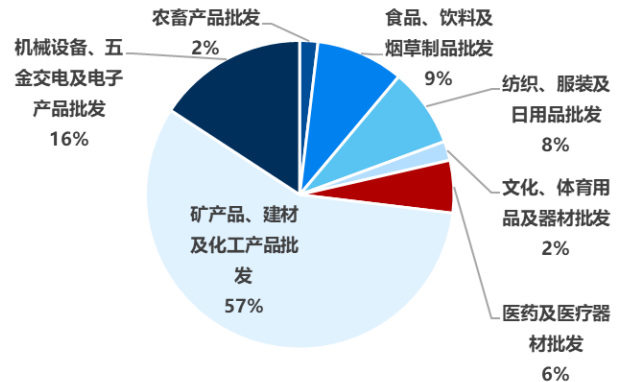
批发贸易行业规模超过 50 万亿，其中大宗商品贸易占比过半。批发贸易行业销售额 2015 年出现负增长后增速逐步回升，2017 年批发贸易行业规模 50.7 万亿元，过去 5 年复合增速 6.2%，远低于社零增速。从批发贸易行业贸易额分布来看，矿产品、建材、化工产品等大宗商品贸易占比最高，达 57%，机械设备、五金电子等占比 16%，食品、饮料及烟草占 9%、纺织品、日用品类占比 8%，医药及医疗器械占 6%，农产品批发占 2%。

图 6：批发行业销售额触底回升



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

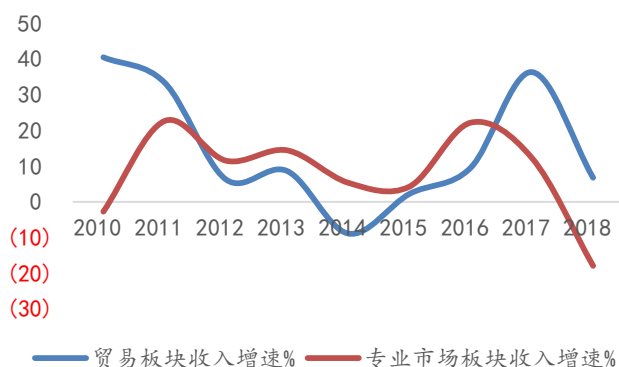
图 7：大宗商品贸易占比过半



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

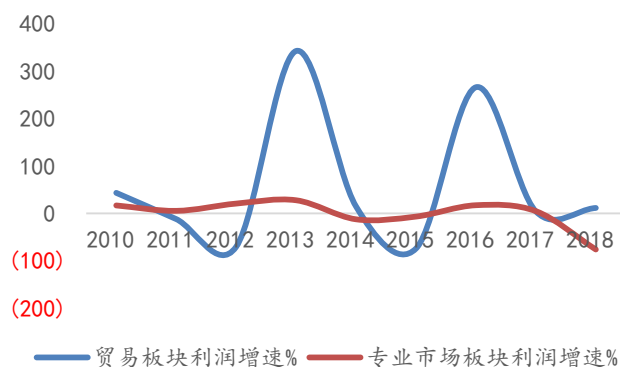
贸易企业收入和利润增长承压，转型升级、兼并收购为大势所趋。我们从万得中提取了贸易和专业市场两个子行业上市公司收入和利润增速数据（剔除 ST 个股以及业绩波动较大个股），相关企业 2015 年处于业绩底部，2016 年以后大部分企业通过同业整合兼并、跨行业收购、服务升级等方式带动业绩增速回升，但 2018 年贸易和专业市场板块企业收入增速均有所放缓，同比仅增长 6.7%和-17.9%，利润增速分别为 11.6%和-76%，专业市场板块利润大幅下滑主要受宏图高科利润同比减少 26 亿影响。

图 6: 贸易企业收入增速下滑



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

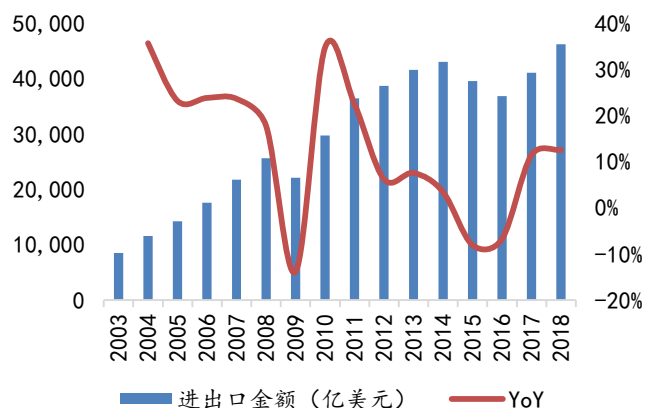
图 7: 贸易企业利润增长承压



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

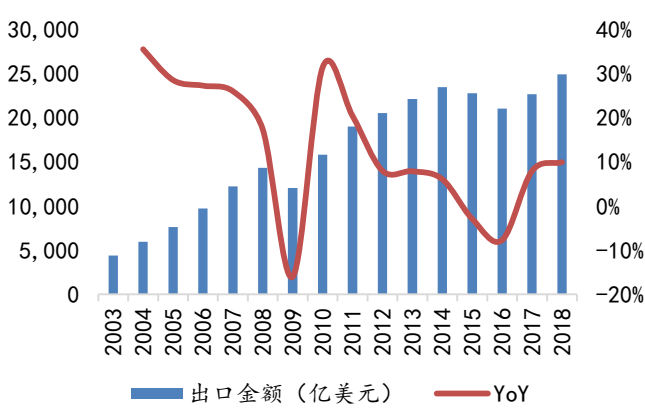
我国进出口贸易 2016 年开始触底回升，总体稳中提质、结构优化。我国进出口贸易总额自 2016 年起逐步回升，但总体维持低个位数增长，过去 5 年复合增速 2.14%，出口总额呈现相似的增长趋势，过去 5 年复合增速 2.4%。2019 年 1-8 月我国累计进出口总值 20.13 万亿元，比去年同期增长 3.6%，其中，出口 10.95 万亿元，增长 6.1%；进口 9.18 万亿元，增长 0.8%；贸易顺差 1.77 万亿元，扩大 46%。出口贸易整体上呈现稳中提质、动力转换的特点，出口商品的结构也在不断优化升级。在中美贸易摩擦的背景下，国家陆续出台了一系列减税降费、贸易便利化、地域性开放等措施，为行业发展助力。尽管在全球经济不确定性增加和中美贸易存在摩擦的背景下，外贸形势充满挑战，但国家主动扩大开放、推行稳外贸政策；外贸企业创新发展、寻求转型升级；跨境电商迅速增长等一系列利好因素助力进出口贸易稳步回升。

图 8: 进出口总额震荡式上升，近三年保持增长



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 9: 出口总额 2016 年起开始回升，总体呈上升趋势



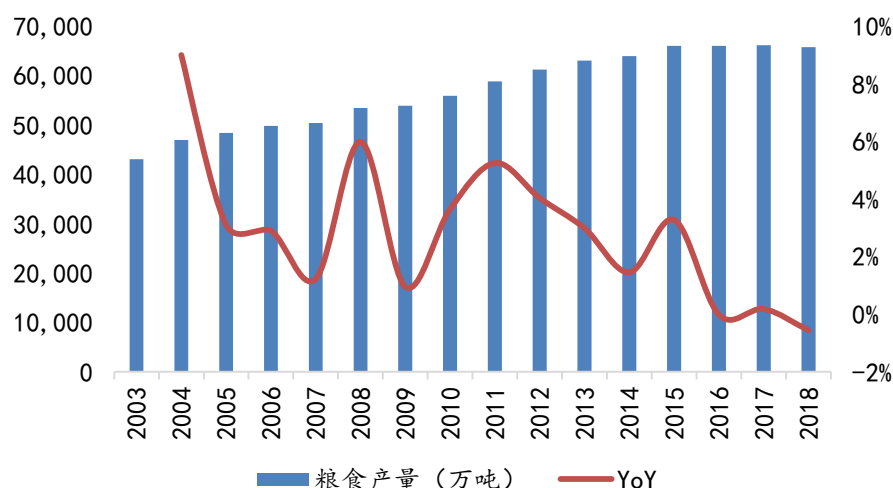
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

1.2.1. 农产品贸易总量平稳，结构优化

粮食产量趋于稳定，农业供给侧结构性改革。2015 年以来，我国粮食产量趋于稳定，维持在 6.6 亿吨左右。2018 年国家深入推进农业供给侧结构性改革，调减稻谷、玉米等的种植量，提高大豆种植量，旨在提高粮食自给率。从主要粮食品种来看，我国玉米、稻谷的产量较大，年产量均超过 2 亿吨，整体而言产量大于总消费量；而大豆产量明显小于总消费量，主要通过进口弥补缺口。在中美贸易摩擦加剧的背景下，粮食安

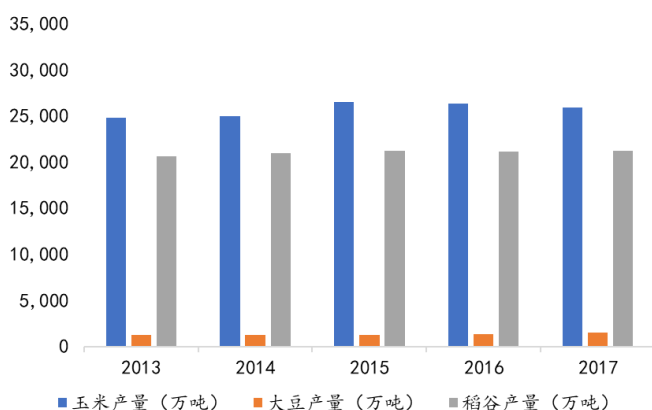
全问题变得紧迫，因此国家大力扶持大豆种植，大豆产量明显上涨。

图 10: 我国粮食产量及增速



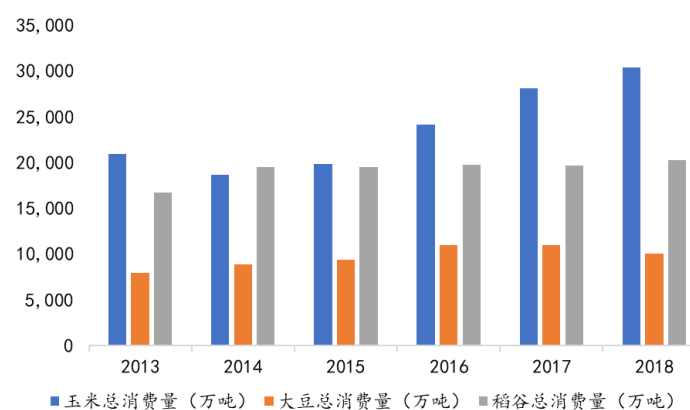
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 11: 主要粮食品种产量



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 12: 主要粮食总消费量

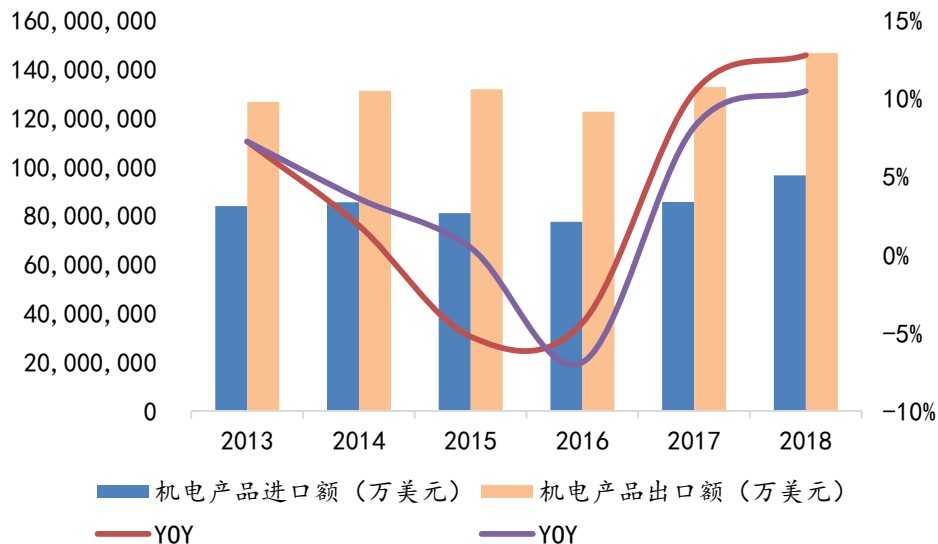


数据来源: Wind、国泰君安证券研究

1.2.2. 机电贸易总额触底回升，智能制造助推产品结构升级

机电产品进出口金额稳步回升，机电贸易企业盈利能力有所提升。机电产品一般包括机械设备、电气设备、交通运输工具、电子产品、电器产品、仪器仪表、金属制品等及其零部件、元器件等。2013年-2018年我国机电产品出口额从1.27万亿美元增长至1.47万亿美元，复合增速3%，从2017年开始呈现触底回升的趋势，我国机电产品进口额趋势与出口额基本一致，2013-2018年从8396亿美元增长至9653亿美元，复合增速2.8%，2017年开始增速触底回升。

图 13: 我国机电产品进出口金额触底回升



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

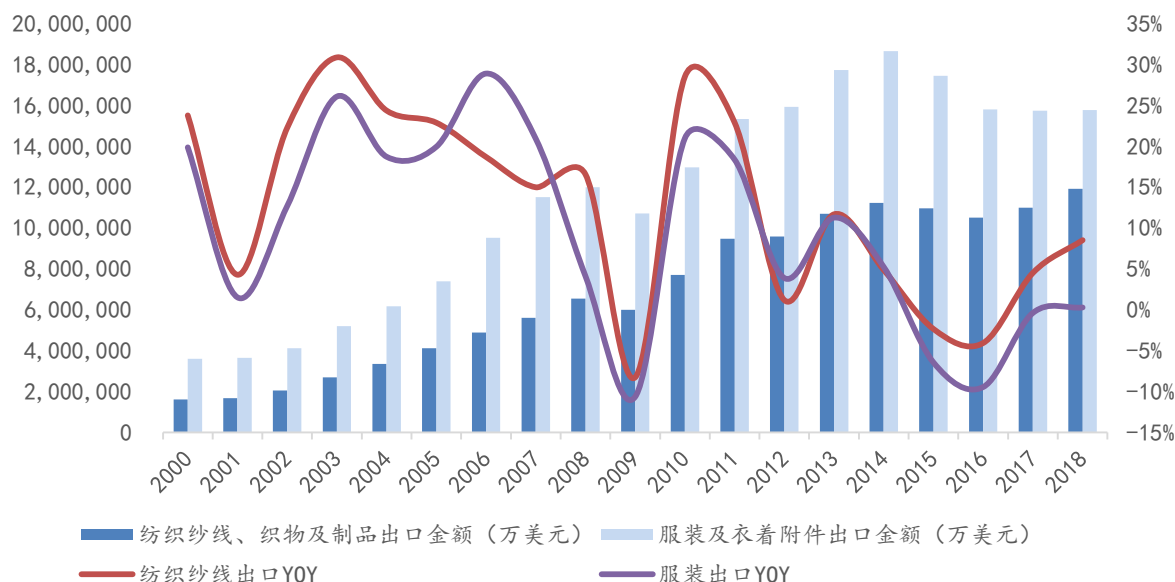
智能制造助推机电产品升级，机电产品贸易发展前景展望乐观。为推动我国制造业转型升级，国家相继出台多项规划与政策，大力扶持产业发展，汽车等产业自动化、柔性化、智能化的生产与应用对上游机电产业提出了更高的要求，预计在未来相当长的一段时期内，智能装备将围绕产业升级得到进一步发展。

1.2.3. 纺织纱线贸易触底回升，服装出口贸易增长承压

2018 年纺织品服装出口继续保持正增长，延续触底回升趋势。我国纺织纱线出口贸易总额自 2016 年起逐步回升，但总体维持低个位数增长，过去 5 年复合增速仅 2.18%。服装出口贸易受中美贸易摩擦、服装加工产业向东南亚地区转移等外部环境因素影响，尽管 2016 年年以来增速有所回升，但 2018 年仅增长 0.3%，近 5 年复合增速-2.3%。

服装出口贸易仍旧面临挑战，企业寻求产业升级。2018 年全球经贸环境复杂多变，中美贸易摩擦升级，纺织服装行业顶住压力在 2018 年实现服装出口正增长，但仍旧面临着国内生产要素成本提升、订单转移加速的不利局面。江苏舜天作为江苏省服装贸易知名企业，近年来坚定从“OEM”向“ODM”的方向转型升级，向产业链的中高端攀升，为客户提供增值、差异化服务，从而提升市场竞争力。2018 年公司服装生产业务收入增长 109%，毛利率提升 2.1 个百分点，成效逐步显现。

图 14: 我国纺织品、服装贸易出口额触底回升



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

1.3. 专业市场行业业绩承压，整合与触网加速转型升级

专业市场行业近年来受电商等因素影响，板块整体业绩承压。2011 年以来，随着电商高速发展，专业市场板块公司收入增速整体呈现下降趋势，2016-2017 年部分企业通过资源收购整合、新项目开拓等方式再次启动收入增长，但 2018 年在贸易摩擦、经济增速放缓等多方因素的影响下，行业收入首次转为负增长，平均增速仅为-6.12%。从净利润角度看，2014 年开始行业利润就转为负增长，2018 年行业平均增速为 13.59%。

表 2: 2018 年专业市场板块公司营收同比增速转负

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
农产品	30.99	-6.33	29.75	-24.48	5.36	16.32	21.10	-5.90
海印股份	39.05	16.43	-0.78	-10.19	-13.88	20.66	28.47	-2.12
海宁皮城	82.03	21.82	29.67	-16.81	-24.14	18.01	-13.71	-8.96
小商品城	7.16	6.34	1.19	5.16	48.26	23.51	42.33	-64.12
轻纺城	3.66	28.59	51.67	19.16	-2.35	2.70	3.75	6.02
华联股份	-0.65	36.22	28.94	37.09	-20.54	-14.66	7.76	14.36
深圳华强	52.94	128.14	33.15	28.54	-23.78	172.64	49.66	38.08
宏图高科	19.29	5.59	11.70	9.79	7.11	9.61	-7.22	-26.35
营收增速-平均	29.31	29.60	23.16	6.03	-2.99	31.10	16.52	-6.12
营收增速-整体平均	22.61	11.50	14.40	4.31	4.24	22.14	12.28	-17.93

数据来源: Wind、国泰君安证券研究

表 2: 2018 年专业市场板块公司利润下滑

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
农产品	-25.32	-76.88	132.70	-24.18	-75.64	330.35	-84.30	207.85
海印股份	50.14	10.42	-6.99	-29.05	-30.59	5.32	11.48	-40.13
海宁皮城	110.07	33.69	47.47	-9.88	-41.39	0.22	-45.22	20.31
小商品城	-20.13	9.44	0.06	-42.19	68.33	54.02	37.64	-25.81
轻纺城	205.48	70.13	98.58	-9.62	-10.44	20.05	2.14	35.05

华联股份	165.69	-19.17	24.17	13.09	197.22	-47.50	-82.87	65.13
深圳华强	-73.18	469.10	46.51	15.91	-21.35	13.39	-3.19	63.33
宏图高科	-18.61	17.08	17.89	32.28	14.96	5.98	36.10	-434.41
利润增速-平均	49.27	64.23	45.05	-6.71	12.64	47.73	-16.03	-13.59
利润增速-整体平均	5.53	20.85	27.85	-12.30	-6.53	17.39	4.87	-75.95

数据来源: Wind、国泰君安证券研究

龙头企业率先打造互联网平台，推动线上线下融合发展。小商品城建设义乌购电商平台，拓展线上渠道，建设集线上线下营销、大数据定位用户画像、互联网金融于一体的完整生态闭环。农产品探索建设“大白菜+”电商平台，整合全国农产品批发市场数据资源，并在此基础上，加快推进档口管理、智慧食安、智慧海吉星、统一结算等应用平台的升级研发和系统重构，构建云数据平台，并逐步推动已完成开发的信息系统在成熟市场的应用。深圳华强旗下华强电子网专注电子元器件 B2B 业务，捷扬讯科专注电子元器件长尾市场，19H1 公司电子元器件线上交易平台收入突破 6085 万元，线上线下融合发展。

专业市场板块加速整合兼并，龙头企业品牌和规模优势凸显。深圳华强近年来先后收购湘海电子、鹏源电子、淇诺科技、芯斐电子等业内优秀分销商，其中湘海电子聚焦被动电子，鹏源电子聚焦电力电子、新能源领域，淇诺科技聚焦消费电子，初步完成了上游被动+主动元器件双代理、国外+国内产品线双代理、下游不同应用领域全覆盖的电子元器件分销平台布局。公司于 2018 年组建华强半导体集团，进一步整合深化，再次增强在项目并购、产品线开拓和新客户开发时的谈判能力和核心竞争力，2018 年，公司营业收入和总资产规模均突破 100 亿元，龙头优势进一步强化。海宁皮城近年来加速整合产业价值链上下游，打造全球唯一一家提供全产业链服务的专业皮革市场，市场功能从批零交易单一的皮衣销售，延伸至面辅料供应、时尚创业园、厂房租赁、设计研发、时尚发布、时装批发、总部商务、会展外贸、电子商务等领域，在皮革制品生产、营销和交易等环节，为商户提供一站式的全产业链服务。

2. 投资建议

批发贸易行业销售额自 2015 年出现负增长后增速逐步回升，2017 年批发贸易行业规模 50.7 万亿元，过去 5 年复合增速 6.2%。行业整体呈温和回暖趋势，但仍然面临贸易摩擦、产业转移、供过于求、电商分流等挑战，因此我们给予贸易行业中性评级。传统贸易企业积极推进转型升级与兼并整合：（1）贸易企业拓展金融、物流仓储、ODM 等增值服务以提升盈利能力，**建议谨慎增持：浙江东方、东方集团、江苏舜天**；（2）专业市场行业加速整合，龙头企业通过兼并收购增强规模、提升竞争力：**建议谨慎增持：小商品城、海宁皮城、深圳华强、农产品**。

表 3：贸易板块重点公司与可比公司估值表

代码	名称	股价（2019.9.24）	PB（LYR）
000019.SZ	深粮控股	6.41	1.8
000626.SZ	远大控股	7.62	1.6
002091.SZ	江苏国泰	5.52	1.1

请务必阅读正文之后的免责条款部分

10 of 26

002505.SZ	大康农业	1.80	2.1
200019.SZ	五矿发展	3.70	1.3
600250.SH	南纺股份	6.97	2.7
600605.SH	汇通能源	10.87	2.3
平均 PB			1.8
600811.SH	东方集团	3.38	0.6
600120.SH	浙江东方	12.16	1.5
600287.SH	江苏舜天	6.17	1.5

数据来源：Wind、国泰君安证券研究

表 4: 专业市场重点公司与可比公司估值表 (天音控股、华致酒行采用万得一致预测, 其余为国泰君安预测)

股票代码	公司名称	收盘价 (2019.9.24)	PB (LYR)	EPS			PE		
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
000829.SZ	天音控股	5.68	2.4	0.21	0.26	0.37	27	22	15
002818.SZ	富森美	12.66	2.1	1.06	1.11	1.20	12	11	11
601828.SH	美凯龙	11.38	1.0	1.41	1.58	1.75	8	7	7
300755.SZ	华致酒行	51.30	8.6	1.22	1.57	1.95	42	33	26
平均估值			3.5				22	18	15
002344.SZ	海宁皮城	4.34	0.7	0.29	0.29	0.30	15	15	14
600415.SH	小商品城	3.88	1.8	0.19	0.20	0.20	20	19	19
000061.SZ	农产品	5.31	1.8	0.10	0.10	0.12	53	53	44
000062.SZ	深圳华强	15.85	3.5	0.77	0.89	1.02	21	18	16

数据来源：Wind、国泰君安证券研究

3. 风险提示

1、贸易摩擦和产业转移风险;

美国陆续对进口自中国的商品采取加征关税等措施, 有可能降低中国出口商品的竞争力, 影响贸易企业收入增长。同时, 纺织服装等产业逐步向要素成本更低的东南亚等地区转移, 也将对中国的服装贸易企业产生不良影响。

2、电商高速增长对线下企业产生分流;

截至 2019 年 8 月, 我国网上零售额占社会消费品零售总额的比重已经达到 19.4%, 对线下零售产生了明显分流。2019 年 1-8 月网上零售额仍然维持 20.8% 的快速增长, 对线下批发零售企业仍将产生一定程度影响。

3、汇率大幅波动影响企业利润;

贸易企业存在大量进出口贸易, 当人民币兑外币汇率发生较大波动时会产生大量的汇兑损益, 有可能对企业当期利润产生不利影响。

小商品城（600415）

传统业务稳定经营，开拓创新拥抱未来

——小商品城（600415.SH）首次覆盖

首次覆盖

评级：谨慎增持

目标价格：4.18

当前价格：3.88

2019.09.25

	瞿猛（分析师）	张睿（研究助理）	彭璞（分析师）
	021-38676442	021-38031656	021-38674933
	zimeng@gtjas.com	zhangrui020842@gtjas.com	pengying@gtjas.com
证书编号	S0880513120002	S0880118080091	S0880517120002

本报告导读：

小商品城深耕市场经营业务多年，模式成熟，经营稳定。同时公司响应国家政策，积极开展义乌对外贸易。顺应潮流推进新零售，积极拓展线上销售渠道的同时优化经营投资要点：

- 投资建议：**小商品城深耕市场经营业务多年，模式成熟，经营稳定。同时公司响应国家政策，积极开展义乌对外贸易。顺应潮流推进新零售，上线电商平台义乌购，研发数据采集平台，积极拓展线上销售渠道的同时优化经营，新业务有望带来增长新动力。预计 2019-2021 年公司 EPS 分别为 0.19/0.20/0.20 元。结合可比公司估值，考虑到公司新业务逐步发展，给予 2019 年 22 倍 PE，对应目标价 4.18 元，首次覆盖给予“谨慎增持”评级。
- 历经 30 余载，市场经营绝对龙头。**义乌小商品城创建于 1982 年，义乌国资委绝对控股，先后建成多个商品市场，逐渐成为专业市场行业龙头。公司现拥有营业面积 470 余万平方米，商位 7 万个。
- 市场经营业务经营稳定，盈利能力持续改善。**公司市场经营业务收入稳定，盈利能力强，近年房地产销售收入带动整体收入快速增加。2018 年开工减速，但是土储较为优质，未来或将带来一定收入。与同业相比，市场经营业务毛利率相近，费用率逐年降低。
- 乘时代东风扩大出口，顺应潮流投身新零售。**浙江义乌为我国商品出口重要基地，近年国贸综合改革不断加强，公司外贸业务或将迎来进一步突破。另一方面，公司顺应互联网+的时代潮流，建设义乌购电商平台，积极拓展线上渠道。进一步加大研发投入，建设集线上线下营销、大数据定位用户画像、互联网金融于一体的完整生态闭环。
- 风险提示：**房地产政策变动、居民消费增长不及预期等。

交易数据

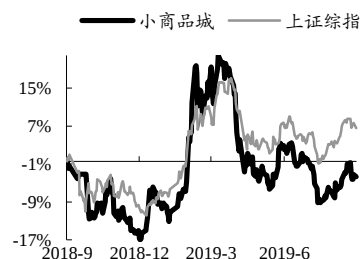
52 周内股价区间（元）	3.37-5.18
总市值（百万元）	21,120
总股本/流通 A 股（百万股）	5,443/5,443
流通 B 股/H 股（百万股）	0/0
流通股比例	100%
日均成交量（百万股）	7.70
日均成交额（百万元）	30.54

资产负债表摘要

股东权益（百万元）	12,228
每股净资产	2.25
市净率	1.7
净负债率	31.38%

EPS（元）	2018A	2019E
Q1	0.13	0.04
Q2	0.09	0.08
Q3	0.03	0.04
Q4	-0.05	0.03
全年	0.20	0.19

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	2%	-7%	-4%
相对指数	-1%	-7%	-12%

财务摘要（百万元）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	10,017	3,594	3,812	4,008	4,186
(+/-)%	42%	-64%	6%	5%	4%
经营利润（EBIT）	2,239	1,100	1,437	1,487	1,520
(+/-)%	8%	-51%	31%	4%	2%
净利润	1,459	1,083	1,057	1,074	1,105
(+/-)%	38%	-26%	-2%	2%	3%
每股净收益（元）	0.27	0.20	0.19	0.20	0.20
每股股利（元）	0.08	0.06	0.08	0.08	0.08
利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率(%)	22.4%	30.6%	37.7%	37.1%	36.3%
净资产收益率(%)	13.0%	9.2%	8.2%	7.7%	7.4%
投入资本回报率(%)	11.1%	5.4%	7.2%	7.3%	7.4%
EV/EBITDA	11.33	12.18	10.64	10.09	9.56
市盈率	14.62	19.71	20.19	19.87	19.31
股息率(%)	2.0%	1.5%	2.0%	2.0%	2.0%

模型更新时间: 2019.09.24

股票研究

可选消费品
批零贸易业

小商品城 (600415)

首次覆盖
评级: 谨慎增持

目标价格: 4.18

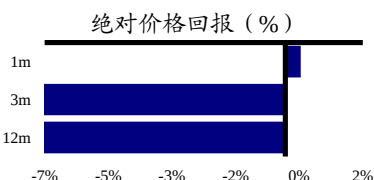
当前价格: 3.88

公司网址

www.cccgroup.com.cn

公司简介

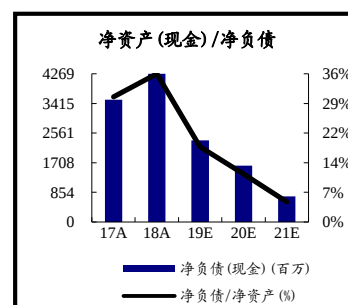
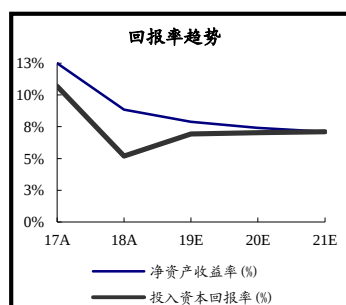
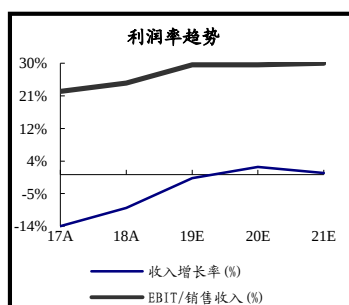
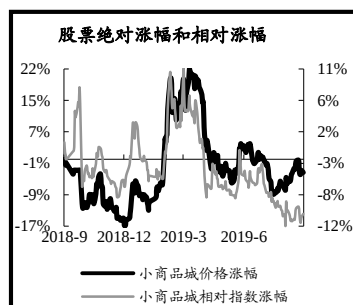
公司是目前我国最大的专业批发市场的发展商之一,以独家经营开发、管理、服务义乌中国小商品城为主业,产品几乎囊括了工艺品、小五金、日用百货、纺织品、服装等所有日用工业品,辐射多个国家和地区,是我国小商品的流通、研发、展示中心和重要出口基地之一。一直以来,公司以服务全球中小微企业为宗旨,搭建共享式贸易服务平台。



52 周价格范围 3.37-5.18
市值 (百万) 21,120

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
损益表					
营业收入	10,017	3,594	3,812	4,008	4,186
营业成本	6,755	1,820	1,800	1,900	2,000
税金及附加	560	239	245	255	269
销售费用	148	120	99	106	115
管理费用	304	291	218	243	263
EBIT	2,239	1,100	1,437	1,487	1,520
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	225	1,083	0	0	0
财务费用	194	271	16	40	39
营业利润	2,251	1,378	1,421	1,447	1,481
所得税	684	379	405	414	418
少数股东损益	-51	-41	-42	-41	-43
归母净利润	1,459	1,083	1,057	1,074	1,105
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	2,137	3,214	0	0	68
其他流动资产	5,725	8,853	6,451	6,848	7,330
长期投资	1,212	1,161	1,161	1,161	1,161
固定资产合计	5,975	5,112	5,112	5,112	5,112
无形资产及其他资产	8,813	8,539	7,505	7,751	7,962
资产合计	23,861	26,878	20,228	20,872	21,633
流动负债	9,521	13,115	6,556	6,166	5,865
非流动负债	2,794	1,938	800	800	800
股东权益	11,547	11,825	12,873	13,906	14,968
投入资本(IC)	13,596	15,027	14,179	14,493	14,651
现金流量表					
NOPLAT	1507	807	1027	1062	1091
折旧与摊销	839	808	800	800	800
流动资金增量	2,014	391	-959	68	-53
资本支出	-528	-439	-24	-246	-211
自由现金流	3,832	1,567	843	1,684	1,627
经营现金流	274	1,307	1,162	1,005	1,155
投资现金流	-319	-1,869	883	-246	-211
融资现金流	1,393	1,207	-5,258	-759	-876
现金流净增加额	1,348	645	-3,214	0	68
财务指标					
成长性					
收入增长率	42.3%	-64.1%	6.1%	5.1%	4.4%
EBIT 增长率	7.9%	-50.9%	30.6%	3.5%	2.2%
净利润增长率	37.6%	-25.8%	-2.4%	1.6%	2.9%
利润率					
毛利率	32.6%	49.4%	52.8%	52.6%	52.2%
EBIT 率	22.4%	30.6%	37.7%	37.1%	36.3%
归母净利润率	14.6%	30.1%	27.7%	26.8%	26.4%
收益率					
净资产收益率(ROE)	13.0%	9.2%	8.2%	7.7%	7.4%
总资产收益率(ROA)	6.1%	4.0%	5.2%	5.1%	5.1%
投入资本回报率(ROIC)	11.1%	5.4%	7.2%	7.3%	7.4%
运营能力					
存货周转天数	379	851	694	694	720
应收账款周转天数	2	2	3	2	2
总资产周转天数	929	2,577	2,255	1,871	1,853
净利润现金含量	18.8%	120.7%	110.0%	93.6%	104.5%
资本支出/收入	5.3%	12.2%	0.6%	6.1%	5.0%
偿债能力					
资产负债率	51.6%	56.0%	36.4%	33.4%	30.8%
净负债率	30.5%	36.1%	18.3%	11.7%	4.9%
估值比率					
PE(现价)	14.62	19.71	20.19	19.87	19.31
PB	2.81	1.62	1.67	1.54	1.43
EV/EBITDA	11.33	12.18	10.64	10.09	9.56
P/S	2.13	5.94	5.60	5.32	5.10
股息率	2.0%	1.5%	2.0%	2.0%	2.0%



深圳华强 (000062)

深耕电子产业上下游，内生外延双轮驱动

——深圳华强首次覆盖报告

首次覆盖

评级：谨慎增持

目标价格：16.90

当前价格：15.85

2019.09.25

	瞿猛 (分析师)	彭璞 (分析师)
	021-38676442	021-38674933
	zimeng@gtjas.com	pengying@gtjas.com
证书编号	S0880513120002	S0880517120002

本报告导读：

5G 商用加速提升行业景气度，公司作为电子元器件分销龙头有望受益。公司加速同业整合、提升规模优势，并不断向产业链上下游延伸增强竞争力。

投资要点：

- **投资建议：5G 商用加速提升行业景气度，加速整合凸显龙头优势。**预计 2019-2021 年 EPS 为 0.77/0.89/1.02 元，参考可比公司给予 2019 年 22X PE，目标价 16.9 元，首次覆盖，给予“谨慎增持”评级。
- **5G 商用加速有望提升电子行业景气度，电子元器件分销龙头有望受益。**2019H1，电子行业处于新旧创新周期的交替阶段，随着 5G 商用加速，新一轮创新周期有望带动电子行业景气度提升，据 Strategy Analytics 预测 5G 手机中国地区销量有望达 8000 万台，促进行业加速增长。公司作为国内电子元器件授权分销龙头企业，业绩有望受益。
- **加速外延并购，强化龙头优势。**近年来公司先后收购湘海电子、鹏源电子、淇诺科技、芯斐电子等优秀分销商，其中湘海电子聚焦被动电子，鹏源电子聚焦电力电子、新能源领域，淇诺科技聚焦消费电子。初步完成了上游被动+主动元器件双代理、国外+国内产品线双代理、下游不同应用领域全覆盖的电子元器件分销平台布局。公司于 2018 年组建华强半导体集团，进一步整合深化，再次增强在项目并购、产品线开拓和新客户开发时的谈判能力和核心竞争力。2018 年，公司营业收入和总资产规模均突破 100 亿元，龙头优势进一步强化。
- **线上线下融合发展，打造创新创业服务平台。**公司旗下华强电子网专注电子元器件 B2B 业务，捷扬讯科专注电子元器件长尾市场，19H1 电子元器件线上交易平台收入突破 6085 万元，线上线下融合发展。公司建设华强北国际创客中心，为创业企业提供创业辅导、产业联盟、风险投资、技术成果展示等全方位配套服务，提升长期竞争力。

交易数据

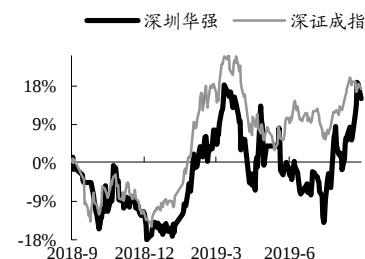
52 周内股价区间 (元)	11.78-24.78
总市值 (百万元)	16,578
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,046/1,045
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	7.79
日均成交额 (百万元)	112.75

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	4,851
每股净资产	4.64
市净率	3.4
净负债率	41.70%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.13	0.16
Q2	0.22	0.21
Q3	0.15	0.20
Q4	0.16	0.20
全年	0.66	0.77

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	10%	16%	14%
相对指数	5%	9%	-3%

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	8,546	11,800	14,514	17,416	20,203
(+/-)%	54%	38%	23%	20%	16%
经营利润 (EBIT)	729	1,066	1,165	1,344	1,533
(+/-)%	41%	46%	9%	15%	14%
净利润	420	686	808	932	1,063
(+/-)%	-1%	63%	18%	15%	14%
每股净收益 (元)	0.40	0.66	0.77	0.89	1.02
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	8.5%	9.0%	8.0%	7.7%	7.6%
净资产收益率 (%)	9.8%	14.6%	14.0%	13.9%	13.7%
投入资本回报率 (%)	9.7%	11.4%	13.0%	13.6%	14.5%
EV/EBITDA	20.62	11.49	14.75	12.53	10.58
市盈率	39.49	24.18	20.51	17.79	15.60
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

模型更新时间: 2019.09.24

股票研究

可选消费品
批零贸易业

深圳华强 (000062)

首次覆盖
评级: 谨慎增持

目标价格: 16.90

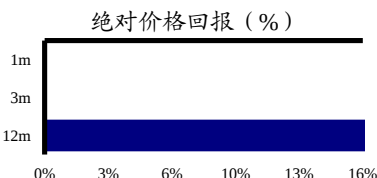
当前价格: 15.85

公司网址

www.szhq000062.com

公司简介

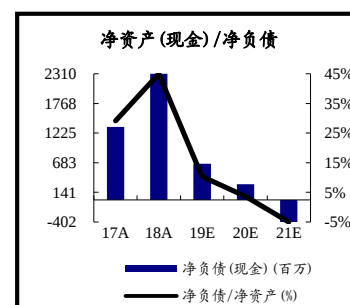
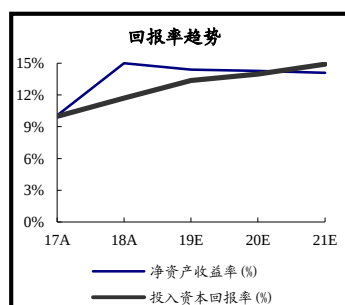
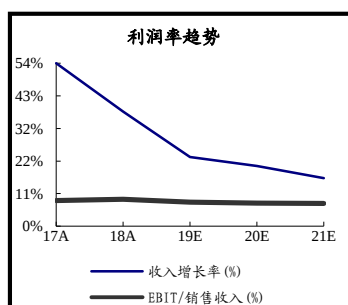
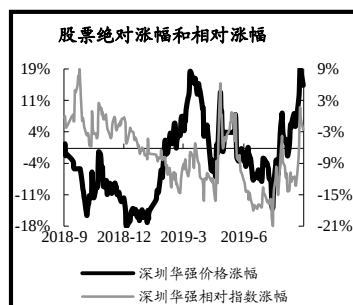
公司的主营业务为面向电子信息产业链的现代高端服务业,为产业链上的各环节提供线上线下交易服务、产品服务、技术服务、交易信息服务和创新创业配套服务,打造面向电子信息产业的国内一流交易服务和创新创业服务双平台。具体业务环节包括电子元器件线下分销、电子元器件线上交易平台、电子元器件及电子终端产品线下交易平台、品牌终端产品线上分销、硬件+互联网的创新创业服务、其他物业经营等。



52 周价格范围 11.78-24.78
市值 (百万) 16,578

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
损益表					
营业收入	8,546	11,800	14,514	17,416	20,203
营业成本	7,177	9,942	12,337	14,874	17,274
税金及附加	56	37	62	68	82
销售费用	317	390	500	592	689
管理费用	217	278	351	418	486
EBIT	729	1,066	1,165	1,344	1,533
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	115	1	1	1
财务费用	62	169	0	0	0
营业利润	600	990	1,166	1,345	1,534
所得税	138	223	268	309	353
少数股东损益	44	84	90	104	118
归母净利润	420	686	808	932	1,063
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	1,192	1,359	325	615	1,246
其他流动资产	3,682	4,927	5,329	6,389	7,411
长期投资	249	317	317	317	317
固定资产合计	310	291	291	291	291
无形资产及其他资产	3,298	3,408	3,382	3,365	3,345
资产合计	8,732	10,302	9,643	10,977	12,610
流动负债	3,448	4,112	2,268	2,566	3,017
非流动负债	700	1,045	1,045	1,045	1,045
股东权益	4,583	5,145	6,331	7,366	8,547
投入资本(IC)	5,813	7,236	6,926	7,616	8,167
现金流量表					
NOPLAT	561	827	897	1,035	1,180
折旧与摊销	154	163	0	0	0
流动资金增量	456	1,357	-284	707	571
资本支出	-43	-42	26	17	20
自由现金流	1,129	2,304	640	1,759	1,771
经营现金流	478	-26	1,181	327	609
投资现金流	-687	-217	27	18	21
融资现金流	453	452	-2,242	-55	0
现金流净增加额	244	209	-1,035	291	630
财务指标					
成长性					
收入增长率	54.1%	38.1%	23.0%	20.0%	16.0%
EBIT 增长率	41.2%	46.2%	9.3%	15.3%	14.1%
净利润增长率	-1.4%	63.3%	17.9%	15.3%	14.0%
利润率					
毛利率	16.0%	15.7%	15.0%	14.6%	14.5%
EBIT 率	8.5%	9.0%	8.0%	7.7%	7.6%
归母净利润率	4.9%	5.8%	5.6%	5.4%	5.3%
收益率					
净资产收益率(ROE)	9.8%	14.6%	14.0%	13.9%	13.7%
总资产收益率(ROA)	4.8%	6.7%	8.4%	8.5%	8.4%
投入资本回报率(ROIC)	9.7%	11.4%	13.0%	13.6%	14.5%
运营能力					
存货周转天数	64	58	60	59	59
应收账款周转天数	66	73	71	71	71
总资产周转天数	334	294	251	216	213
净利润现金含量	113.8%	-3.8%	146.1%	35.1%	57.3%
资本支出/收入	0.5%	0.4%	-0.2%	-0.1%	-0.1%
偿债能力					
资产负债率	47.5%	50.1%	34.4%	32.9%	32.2%
净负债率	29.2%	44.9%	10.5%	3.9%	-4.7%
估值比率					
PE(现价)	39.49	24.18	20.51	17.79	15.60
PB	5.71	3.72	2.87	2.47	2.13
EV/EBITDA	20.62	11.49	14.75	12.53	10.58
P/S	1.34	0.97	1.14	0.95	0.82
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



农产品 (000061)

农批市场融合电商平台，重估价值丰厚

——农产品首次覆盖报告

首次覆盖

评级：谨慎增持

目标价格：5.80

当前价格：5.37

2019.09.25

 瞿猛 (分析师) 彭璞 (分析师)
 021-38676442 021-38674933
 zimeng@gjas.com pengying@gjas.com
 证书编号 S0880513120002 S0880517120002

本报告导读：

公司农批市场主业稳健增长，物流园土地资产重估价值丰厚，“大白菜+”电商平台、供应链服务及自有品牌建设助力转型升级和竞争优势巩固，国改有望助力潜力释放。

投资要点：

- 投资建议：农批市场主业稳健增长，土地重估价值丰厚。预计 2019-2021 年 EPS 0.1/0.1/0.12 元，由于公司扣非利润长期亏损不适合采用 PE 估值法，因此采用 PB 估值参考可比公司并考虑公司资产重估价值丰厚给予 2 倍 PB，目标价 5.8 元，首次覆盖，谨慎增持。
- 深耕农批市场主业，规模和品牌优势凸显。公司在深圳、北京、上海、天津、成都、长沙等 30 多个大中城市经营管理 40 多个农产品物流园，拥有国内最具规模的农产品批发市场。公司旗下海吉星是国内唯一专业从事农批市场项目设计、规划、运营、管理及品牌推广的项目咨询公司，品牌优势凸显。成熟市场利润稳健增长，新农批市场商铺销售及安庆吉星、南方物流等在建项目落地持续驱动业绩。公司农批市场资产重估价值远超当前市值，若国改推进有望释放增长潜力。
- 建设“大白菜+”电商平台，推动实体批发市场转型升级。公司率先探索建设“大白菜+”电商平台，整合全国农产品批发市场数据资源，并在此基础上，加快推进档口管理、智慧食安、智慧海吉星、统一结算等应用平台的升级研发和系统重构，构建云数据平台，并推动已完成开发的信息系统在成熟市场的应用，进一步提高效率和竞争力。
- 建设供应链服务、探索自有品牌等高附加值、高毛利服务及产品。近年来公司加快整合产业链资源，增强品牌培育、供应链服务、城市配送等农产品供应链服务能力建设；同时，在深圳等城市的重点市场加快建立自有品牌和渠道，启动“深农星选”、“圳当时”自营生鲜品牌，积极与新零售企业开展合作，丰富盈利能力、提高竞争力。
- 风险提示：电商及现代通路对农批市场的分流、汇率大幅波动等。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,446	2,302	2,832	3,115	3,582
(+/-)%	21%	-6%	23%	3%	5%
经营利润 (EBIT)	272	271	413	439	514
(+/-)%	402%	0%	52%	6%	17%
净利润	14	43	163	167	207
(+/-)%	-84%	208%	280%	3%	24%
每股净收益 (元)	0.01	0.03	0.10	0.10	0.12
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	11.1%	11.8%	14.6%	14.1%	14.3%
净资产收益率 (%)	0.3%	0.9%	3.2%	3.2%	3.8%
投入资本回报率 (%)	0.7%	1.0%	2.2%	2.1%	2.6%
EV/EBITDA	25.92	18.29	33.37	30.58	25.28
市盈率	655.96	213.08	56.03	54.41	44.04
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

交易数据

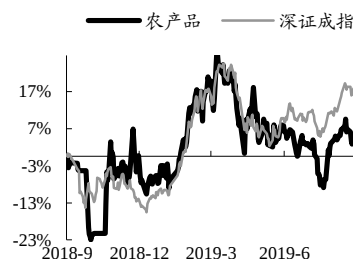
52 周内股价区间 (元)	3.89-6.83
总市值 (百万元)	9,113
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,697/1,695
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	6.10
日均成交额 (百万元)	32.68

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	4,975
每股净资产	2.93
市净率	1.8
净负债率	92.09%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.00	0.03
Q2	-0.01	0.02
Q3	0.04	0.02
Q4	-0.00	0.03
全年	0.03	0.10

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	0%	-4%	1%
相对指数	-4%	-10%	-15%

模型更新时间: 2019.09.24

股票研究

必需消费

农业

农产品 (000061)

首次覆盖

评级:

谨慎增持

目标价格:

5.80

当前价格:

5.37

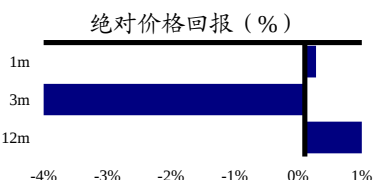
公司网址

www.szap.com

公司简介

公司是一家以投资、开发、建设、经营和管理农产品批发市场为核心业务的大型现代化农产品流通企业集团。

公司肩负使命、情系民生,始终致力于中国农产品流通领域的发展与进步。



52 周价格范围

3.89-6.83

市值 (百万)

9,113

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

归母净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

归母净利润率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE(现价)

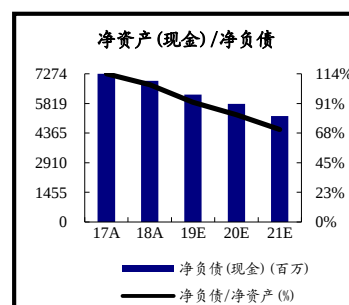
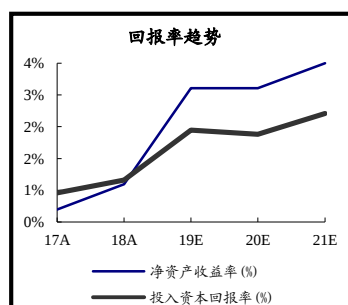
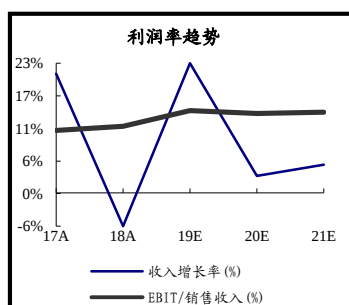
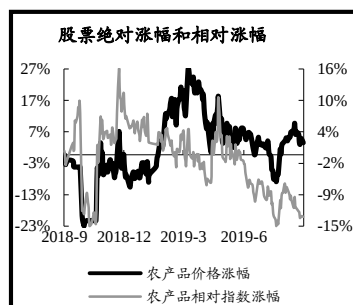
PB

EV/EBITDA

P/S

股息率

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,446	2,302	2,832	3,115	3,582
营业成本	1,523	1,449	1,784	1,968	2,257
税金及附加	85	52	57	62	72
销售费用	179	139	196	209	239
管理费用	382	383	368	420	484
EBIT	272	271	413	439	514
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	115	161	150	130	130
财务费用	256	273	176	126	116
营业利润	195	268	387	443	528
所得税	135	138	155	204	232
少数股东损益	47	57	70	72	89
归母净利润	14	43	163	167	207
货币资金、交易性金融资产	1,823	1,860	-42	-93	-150
其他流动资产	1,800	1,989	2,158	2,367	2,644
长期投资	2,198	2,361	2,361	2,361	2,361
固定资产合计	1,944	1,925	1,925	1,925	1,925
无形及其他资产	11,079	10,865	10,912	10,955	11,000
资产合计	18,843	19,000	17,314	17,516	17,780
流动负债	7,054	7,435	5,517	5,479	5,448
非流动负债	5,380	4,974	4,974	4,974	4,974
股东权益	6,409	6,590	6,823	7,062	7,358
投入资本(IC)	11,834	11,748	11,458	11,354	11,200
NOPLAT	85	114	248	237	288
折旧与摊销	440	462	0	0	0
流动资金增量	98	-34	-337	-148	-199
资本支出	-820	-536	-47	-43	-45
自由现金流	-198	7	-137	46	44
经营现金流	772	1,247	595	384	480
投资现金流	-1,308	-388	103	87	85
融资现金流	1,181	-822	-2,600	-521	-623
现金流净增加额	645	38	-1,902	-51	-58
收入增长率	21.1%	-5.9%	23.0%	3.0%	5.0%
EBIT 增长率	401.5%	-0.3%	52.1%	6.4%	16.9%
净利润增长率	-84.3%	207.9%	280.3%	3.0%	23.6%
利润率					
毛利率	37.7%	37.1%	37.0%	36.8%	37.0%
EBIT 率	11.1%	11.8%	14.6%	14.1%	14.3%
归母净利润率	0.6%	1.9%	5.7%	5.4%	5.8%
净资产收益率(ROE)	0.3%	0.9%	3.2%	3.2%	3.8%
总资产收益率(ROA)	0.1%	0.2%	0.9%	1.0%	1.2%
投入资本回报率(ROIC)	0.7%	1.0%	2.2%	2.1%	2.6%
存货周转天数	112	142	132	135	134
应收账款周转天数	10	9	10	10	10
总资产周转天数	2,693	3,000	2,341	2,041	1,798
净利润现金含量	555.5%	2916.8%	365.9%	229.0%	232.1%
资本支出/收入	33.5%	23.3%	1.7%	1.4%	1.2%
资产负债率	66.0%	65.3%	60.6%	59.7%	58.6%
净负债率	113.5%	105.3%	91.7%	82.2%	70.8%
PE(现价)	655.96	213.08	56.03	54.41	44.04
PB	2.70	1.67	1.79	1.73	1.67
EV/EBITDA	25.92	18.29	33.37	30.58	25.28
P/S	3.73	3.96	3.22	2.93	2.54
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



海宁皮城 (002344)

传统主业地位稳固，积极布局第二主业

——海宁皮城 (002344) 首次覆盖

首次覆盖

评级：谨慎增持

目标价格：4.64

当前价格：4.33

2019.09.25

	瞿猛 (分析师)	张睿 (研究助理)	彭璞 (分析师)
	021-38676442	021-38031656	021-38674933
	ziming@gtjas.com	zhangrui020842@gtjas.com	pengying@gtjas.com
证书编号	S0880513120002	S0880118080091	S0880517120002

本报告导读：

公司是目前中国最具影响力的皮革专业市场，商业模式成熟，产业链建设完备。公司积极整合产业价值链上下游，完善业态布局，锚定第二主业，有望带来新增量。

投资要点：

- 投资建议：**公司是目前中国最具影响力的皮革专业市场，商业模式成熟，产业链建设完备。公司积极整合产业价值链上下游，完善业态布局，锚定第二主业，提高企业设计实力，同时布局大医疗行业，新业务有望带来新增量。预计 19-21 年公司 EPS 分别为 0.29/0.29/0.30 元。结合可比公司估值，考虑到公司增速下滑，保守给予 19 年 16 倍 PE，对应目标价 4.64 元。首次覆盖，给予“谨慎增持”评级。
- 创立 20 余载，皮革专业市场龙头企业。**海宁皮城创建于 1994 年，目前除本部市场外，还经营有多家异地市场，是行业内唯一全国连锁的皮革专业市场，逐渐成为皮革专业市场龙头，行业地位稳固。
- 整合产业价值链上下游，优化行业资源。**公司是全球唯一一家提供全产业链服务的皮革专业市场，市场功能从批零交易单一的皮衣销售，延伸至面辅料供应、时尚创业园、厂房租赁、设计研发、时尚发布、时装批发、总部商务、会展外贸、电子商务等领域，在皮革制品生产、营销和交易等环节，为商户提供一站式的全产业链服务。
- 积极拓展业务边界，涉足时装及健康产业。**公司围绕“巩固提升皮革主业，叠加发展时装产业，稳步推进健康产业”经营战略，除皮革产业外，持续推进金融服务业务、海宁皮革时尚小镇项目、健康产业项目和时装产业基地等创新业务建设，拓展公司产业的广度和深度。
- 风险提示：**皮革产品行业景气度下降、创新业务发展政策风险

交易数据

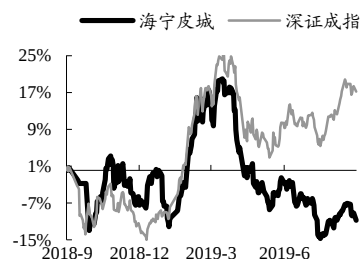
52 周内股价区间 (元)	3.95-5.94
总市值 (百万元)	5,554
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,283/1,275
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	99%
日均成交量 (百万股)	4.74
日均成交额 (百万元)	21.17

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	7,658
每股净资产	5.97
市净率	0.7
净负债率	-9.21%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.09	0.08
Q2	0.09	0.08
Q3	0.05	0.06
Q4	0.05	0.07
全年	0.28	0.29

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	0%	-9%	-10%
相对指数	-4%	-16%	-26%

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,872	1,706	1,688	1,722	1,730
(+/-)%	-14%	-9%	-1%	2%	0%
经营利润 (EBIT)	416	415	495	505	513
(+/-)%	-42%	0%	19%	2%	2%
净利润	303	364	369	378	385
(+/-)%	-45%	20%	1%	2%	2%
每股净收益 (元)	0.24	0.28	0.29	0.29	0.30
每股股利 (元)	0.02	0.12	0.12	0.12	0.12
利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	22.2%	24.4%	29.3%	29.3%	29.7%
净资产收益率 (%)	3.8%	4.9%	4.7%	4.6%	4.5%
投入资本回报率 (%)	4.0%	3.9%	4.8%	4.9%	5.0%
EV/EBITDA	(1.44)	7.33	9.84	8.95	8.13
市盈率	18.35	15.25	15.04	14.71	14.43
股息率 (%)	0.5%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%

模型更新时间: 2019.09.24

股票研究

可选消费品
批零贸易业

海宁皮城 (002344)

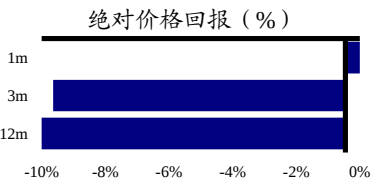
首次覆盖
评级: 谨慎增持
目标价格: 4.64
当前价格: 4.33

公司网址
www.zgpgc.com

公司简介

公司是一家集商贸、金融、信息服务等为一体的全国领先的皮革专业市场，商品交易额位居全国皮革专业市场领先，是华东地区最大的箱包交易区之一，市场内的革皮服装交易辐射全国和海外市场。

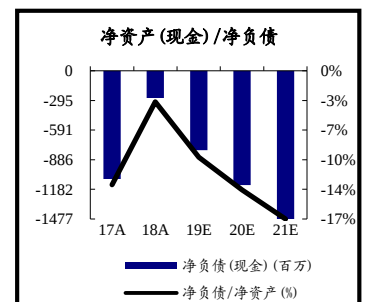
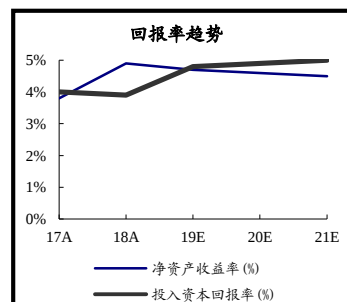
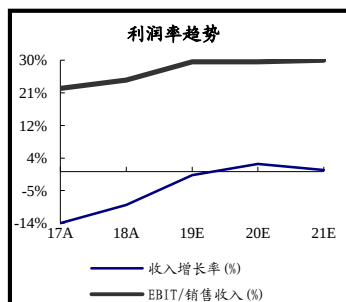
公司主要从事“海宁中国皮革城”市场商铺及配套物业的销售、租赁，始终致力于整合皮革产业价值链的上下游，在皮革制品生产、营销和交易等环节。



52 周价格范围 3.95-5.94
市值 (百万) 5,554

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
损益表					
营业收入	1,872	1,706	1,688	1,722	1,730
营业成本	952	891	770	790	790
税金及附加	169	81	124	116	114
销售费用	217	194	189	195	195
管理费用	118	124	111	117	118
EBIT	416	415	495	505	513
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	22	45	0	0	0
财务费用	12	-1	0	0	0
营业利润	425	480	495	505	513
所得税	137	151	156	160	162
少数股东损益	-20	-39	-30	-33	-34
归母净利润	303	364	369	378	385
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	1,339	920	840	1,194	1,536
其他流动资产	2,259	1,623	1,531	1,550	1,558
长期投资	60	119	119	119	119
固定资产合计	378	417	417	417	417
无形资产及其他资产	7,802	7,952	6,976	6,976	6,976
资产合计	11,837	11,030	9,882	10,255	10,606
流动负债	3,158	2,969	1,986	2,015	2,014
非流动负债	572	556	52	52	52
股东权益	8,107	7,505	7,844	8,189	8,539
投入资本(IC)	7,001	7,205	7,028	7,018	7,027
现金流量表					
NOPLAT	281	284	339	345	351
折旧与摊销	326	344	0	0	0
流动资金增量	445	78	-130	-10	9
资本支出	-713	-554	0	0	0
自由现金流	339	152	209	335	360
经营现金流	862	409	145	354	342
投资现金流	29	-927	854	0	0
融资现金流	-1,514	-26	-1,078	0	0
现金流净增加额	-622	-544	-80	354	342
财务指标					
成长性					
收入增长率	-13.8%	-8.9%	-1.0%	2.0%	0.4%
EBIT 增长率	-41.5%	-0.1%	19.1%	1.9%	1.7%
净利润增长率	-45.0%	20.3%	1.4%	2.2%	2.0%
利润率					
毛利率	49.2%	47.8%	54.4%	54.1%	54.3%
EBIT 率	22.2%	24.4%	29.3%	29.3%	29.7%
归母净利润率	16.2%	21.4%	21.9%	21.9%	22.3%
收益率					
净资产收益率(ROE)	3.8%	4.9%	4.7%	4.6%	4.5%
总资产收益率(ROA)	2.6%	3.3%	3.7%	3.7%	3.6%
投入资本回报率(ROIC)	4.0%	3.9%	4.8%	4.9%	5.0%
运营能力					
存货周转天数	472	540	520	519	523
应收账款周转天数	17	3	12	10	9
总资产周转天数	2,433	2,447	2,260	2,134	2,201
净利润现金含量	284.9%	112.2%	39.1%	93.8%	88.8%
资本支出/收入	38.1%	32.5%	0.0%	0.0%	0.0%
偿债能力					
资产负债率	31.5%	32.0%	20.6%	20.2%	19.5%
净负债率	-13.3%	-3.6%	-10.1%	-13.9%	-17.3%
估值比率					
PE(现价)	18.35	15.25	15.04	14.71	14.43
PB	0.00	0.78	0.72	0.69	0.66
EV/EBITDA	-1.44	7.33	9.84	8.95	8.13
P/S	2.97	3.26	3.29	3.22	3.21
股息率	0.5%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%



浙江东方 (600120)

金控与商贸双主业，大资管协同效应可期

——浙江东方首次覆盖报告

首次覆盖

评级：谨慎增持

目标价格：13.00

当前价格：12.16

2019.09.25

	瞿猛 (分析师)	彭璞 (分析师)
	021-38676442	021-38674933
	zimeng@gjas.com	pengying@gjas.com
证书编号	S0880513120002	S0880517120002

本报告导读：

“金控+商贸”双主业驱动，2019 年公司对旗下金控平台全面增资提升资本实力，未来大资管布局协同效应可期。商贸流通业务趋稳，跨国布局推动产业链优化。

投资要点：

- 投资建议：“金控+商贸”双主业驱动，金控平台协同可期。预计 2019-2021 年 EPS 0.58/0.68/0.82 元，参考可比公司给予公司 1.6 倍 PB，目标价 13 元，首次覆盖，给予谨慎增持评级。
- 从商贸企业成功转型“金控+商贸”双主业驱动，成为浙江省第一家国有上市金控平台。2017 年公司通过资产重组收购浙金信托 56% 股份、大地期货 100% 股权及中韩人寿 50% 股权，此后通过向浙金信托增资提升持股比例至 78%，形成涵盖信托+期货+保险+融资租赁+基金+直投等稀缺牌照资源的金控平台。2018 和 2019H1 金融业务营收增长 115% 和 149%，整合成效凸显。
- 大力推进金控平台建设，大资管协同效应可期。2019 年公司完成对国金租赁 3000 万美元增资，推进中韩人寿 5 亿元增资，推进大地（香港）金融公司 7000 万元增资，进一步增强金融公司资本实力。19H1 浙金信托、大地期货、中韩人寿、国金租赁收入分别同比增长 22%、205%、14%、76%。公司引进了 46 位市场化金融专业人才，为金控平台长期发展提供人力支撑，未来金控各板块协同效应释放可期。
- 商贸流通业务稳健趋稳，探索跨国布局推动产业链优化升级。公司商贸业务涵盖服装、家纺、鞋靴等产品出口，以及白银、橡胶、PTA 等大宗商品的无风险套保内贸。2019 年公司考察越南、缅甸、柬埔寨等国家，探索设立东南亚生产基地。建业公司已经试水在缅甸布局生产基地，探索在原料、设计、品牌等产业链的垂直延伸，优化产业布局。参股公司狮丹努集团积极推进 H 股上市。
- 风险提示：金控板块整合效果不及预期、贸易摩擦加剧、汇率波动等。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	9,811	10,718	13,933	16,023	18,266
(+/-)%	68%	9%	30%	3%	5%
经营利润 (EBIT)	175	237	776	984	1,184
(+/-)%	-51%	35%	227%	27%	20%
净利润	719	704	658	770	937
(+/-)%	-2%	-2%	-6%	17%	22%
每股净收益 (元)	0.63	0.62	0.58	0.68	0.82
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	1.8%	2.2%	5.6%	6.1%	6.5%
净资产收益率 (%)	7.2%	7.6%	7.8%	8.4%	9.2%
投入资本回报率 (%)	4.6%	4.5%	13.1%	17.1%	20.0%
EV/EBITDA	75.57	37.27	14.63	10.58	8.06
市盈率	19.26	19.69	21.06	18.01	14.79
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

交易数据

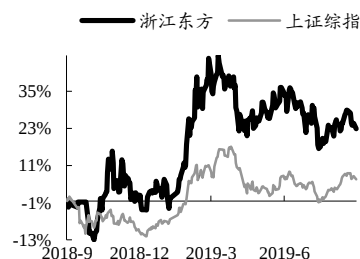
52 周内股价区间 (元)	10.73-19.45
总市值 (百万元)	13,822
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,137/865
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	76%
日均成交量 (百万股)	6.11
日均成交值 (百万元)	77.01

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	9,652
每股净资产	8.49
市净率	1.4
净负债率	-46.24%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.20	0.49
Q2	0.18	-0.07
Q3	0.11	0.08
Q4	0.12	0.08
全年	0.62	0.58

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-1%	-9%	23%
相对指数	-4%	-8%	16%

模型更新时间: 2019.09.24

股票研究

可选消费品
批零贸易业

浙江东方 (600120)

首次覆盖
评级: 谨慎增持

目标价格: 13.00

当前价格: 12.16

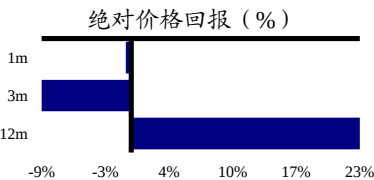
公司网址

www.zjorient.com

公司简介

公司成立于1988年, 1997年在上海证券交易所上市。

2017年上半年, 浙江东方的金融版图实现了重大扩展, 在原有融资租赁、直接投资和基金管理业务的基础之上, 纳入信托、期货、人寿保险、财富管理等多家金融子公司, 成功实现了从“以商贸为主、类金融为辅”业务模式到“金控+商贸”双主业模式的跨越式发展, 成为浙江省唯一的国有上市金控平台。



52 周价格范围 10.73-19.45
市值 (百万) 13,822

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业收入

营业收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

归母净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形资产及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

归母净利润率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE(现价)

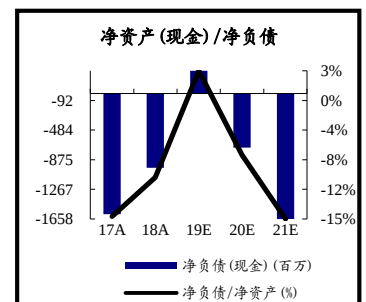
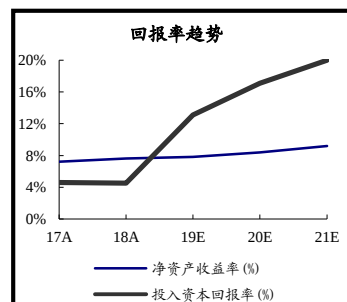
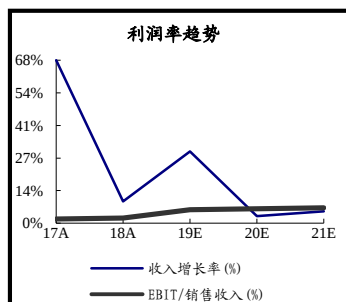
PB

EV/EBITDA

P/S

股息率

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	9,811	10,718	13,933	16,023	18,266
营业成本	8,863	9,565	11,982	13,700	15,545
税金及附加	19	16	23	26	30
销售费用	261	271	358	410	468
管理费用	495	628	793	904	1,040
EBIT	175	237	776	984	1,184
公允价值变动收益	80	-15	0	0	0
投资收益	916	1,047	250	200	200
财务费用	36	68	95	95	58
营业利润	1,022	1,024	931	1,089	1,325
所得税	281	248	223	261	318
少数股东损益	22	75	50	58	71
归母净利润	719	704	658	770	937
货币资金、交易性金融资产	3,838	3,079	1,960	2,817	2,152
其他流动资产	4,047	4,707	5,644	5,929	6,425
长期投资	2,099	1,893	1,893	1,893	1,893
固定资产合计	102	97	97	97	97
无形资产及其他资产	9,029	8,587	8,713	8,843	8,971
资产合计	19,115	18,363	18,306	19,578	19,538
流动负债	7,228	7,437	8,125	8,569	7,522
非流动负债	1,167	1,107	1,107	1,107	1,107
股东权益	10,719	9,819	9,075	9,902	10,909
投入资本(IC)	2,750	4,029	4,486	4,374	4,504
NOPLAT	127	180	590	748	900
折旧与摊销	36	44	0	0	0
流动资金增量	-594	-640	332	-242	2
资本支出	-106	-132	-126	-129	-128
自由现金流	-537	-548	796	376	773
经营现金流	841	-1,115	221	964	864
投资现金流	-2,727	195	124	71	72
融资现金流	2,106	603	-1,465	-178	-1,600
现金流净增加额	220	-318	-1,120	857	-665
收入增长率	68.1%	9.2%	30.0%	3.0%	5.0%
EBIT 增长率	-50.9%	35.4%	227.3%	26.8%	20.3%
净利润增长率	-2.0%	-2.2%	-6.5%	17.0%	21.7%
利润率					
毛利率	9.7%	10.8%	14.0%	14.5%	14.9%
EBIT 率	1.8%	2.2%	5.6%	6.1%	6.5%
归母净利润率	7.3%	6.6%	4.7%	4.8%	5.1%
净资产收益率(ROE)	7.2%	7.6%	7.8%	8.4%	9.2%
总资产收益率(ROA)	3.8%	3.8%	3.6%	3.9%	4.8%
投入资本回报率(ROIC)	4.6%	4.5%	13.1%	17.1%	20.0%
存货周转天数	75	50	58	55	56
应收账款周转天数	14	11	12	12	12
总资产周转天数	637	638	480	431	391
净利润现金含量	116.8%	-158.5%	33.6%	125.3%	92.2%
资本支出/收入	1.1%	1.2%	0.9%	0.8%	0.7%
资产负债率	43.9%	46.5%	50.4%	49.4%	44.2%
净负债率	-14.9%	-10.0%	3.3%	-7.2%	-15.2%
PE(现价)	19.26	19.69	21.06	18.01	14.79
PB	2.79	1.55	1.64	1.51	1.37
EV/EBITDA	75.57	37.27	14.63	10.58	8.06
P/S	0.84	0.99	0.76	0.67	0.58
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



江苏舜天 (600287)

贸易升级稳健增长，金融投资增厚业绩

——江苏舜天首次覆盖报告

首次覆盖

评级：谨慎增持

目标价格：6.70

当前价格：6.17

2019.09.24

	瞿猛 (分析师)	彭璞 (分析师)
	021-38676442	021-38674933
	ziming@gjtas.com	pengying@gjtas.com
证书编号	S0880513120002	S0880517120002

本报告导读：

贸易与投资双轮驱动，贸易结构优化带动抗风险能力提升，金融投资显著增厚业绩。

公司持有厦门银行股 2.76% 股权，未来厦门银行 IPO 有望显著增厚业绩。

投资要点：

- 投资建议：预计公司 2019-2021 年 EPS 为 0.51/0.28/0.28 元，参考可比公司给予公司 1.6 倍 PB，目标价 6.7 元，首次覆盖，谨慎增持。
- 服装贸易主业稳健增长，新型特色市场快速成长。近年来，公司明确“双轮驱动”发展战略，在传统服装贸易的基础上，积极开拓监控化学品特许经营、核电用材投标业务、海产品进出口业务、央企供应链境内外联动合作等新型特色市场业务，逐步突破对传统服装出口贸易的依赖，服装贸易营收占比已经从 2016 年的 63.8% 下降至 2018 年的 56.2%。国内贸易和进口贸易产品类别拓展至机电产品、钢材、化工、医药制品、援外物资等，业务结构日益优化，抗风险能力增强。
- 传统服装主业优化升级，向高附加值、差异化服务延伸。公司坚持深化传统服装主业的转型升级，从 OEM 向 ODM 方向升级，向产业链中高端延伸，提供增值、差异化服务。2018 年服装生产业务收入增长 109%，毛利率提升 2.1 个百分点，成效逐步显现。
- 盘活闲置资产，提高资产使用效率，投资收益增厚业绩。公司坚持“贸易+投资”双轮驱动战略，投资以金融服务业为主，兼具 PRE-IPO、PE 投资等。截至 19H1 公司持有的股票和基金账面价值合计 6.81 亿元，其中持有华安证券 2.1% 股权 19H1 贡献投资收益 1.82 亿元。公司还持有厦门银行 2.76% 股权，厦门银行 IPO 在即，有望实现资本增值，贡献投资优势；公司持续寻找优质投资项目，推动原有资源清理整合，不断提高资产使用效率、增加投资收益。
- 风险提示：贸易摩擦加剧、汇率波动、金融资产公允价值变动等。

交易数据

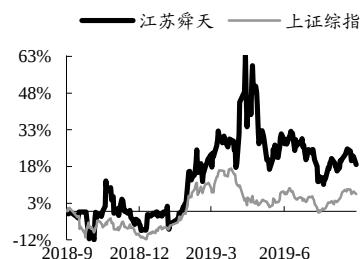
52 周内股价区间 (元)	4.30-8.68
总市值 (百万元)	2,695
总股本/流通 A 股 (百万股)	437/437
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	5.19
日均成交值 (百万元)	33.14

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,147
每股净资产	4.92
市净率	1.3
净负债率	-52.25%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.04	0.45
Q2	0.08	-0.03
Q3	0.05	0.06
Q4	0.03	0.03
全年	0.20	0.51

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-2%	-8%	19%
相对指数	-5%	-7%	12%

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,499	5,364	4,721	4,815	5,008
(+/-)%	16%	-2%	-12%	3%	5%
经营利润 (EBIT)	96	125	93	95	98
(+/-)%	-18%	29%	-25%	2%	3%
净利润	83	85	223	122	124
(+/-)%	76%	3%	161%	-46%	2%
每股净收益 (元)	0.19	0.20	0.51	0.28	0.28
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	1.8%	2.3%	2.0%	2.0%	2.0%
净资产收益率 (%)	4.8%	4.7%	14.0%	7.1%	6.7%
投入资本回报率 (%)	12.8%	15.7%	15.7%	15.6%	16.0%
EV/EBITDA	24.49	12.17	28.61	27.52	25.89
市盈率	32.51	31.54	12.08	22.17	21.73
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

模型更新时间: 2019.09.24

股票研究

可选消费品
批零贸易业

江苏舜天 (600287)

首次覆盖
评级: 谨慎增持

目标价格: 6.70

当前价格: 6.17

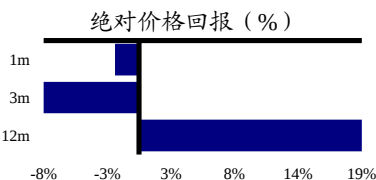
公司网址

www.saintycorp.com

公司简介

公司业务范围已拓展至进出口贸易、国内贸易、服装生产、化工仓储、股权投资等诸多领域,产品远销美国、欧盟、加拿大等近百个国家和地区。

公司坚持品牌发展、诚信经营、守法经营,树立了良好的企业形象,积极实施以质取胜、技工贸一体化的发展战略,业务结构日益优化、经营实力不断提升、资产规模逐步壮大,核心竞争力不断增强。



52 周价格范围 4.30-8.68
市值 (百万) 2,695

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业收入

营业收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

归母净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形资产及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

归母净利润率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE(现价)

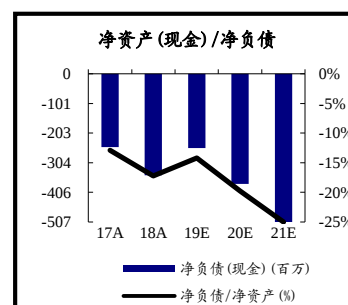
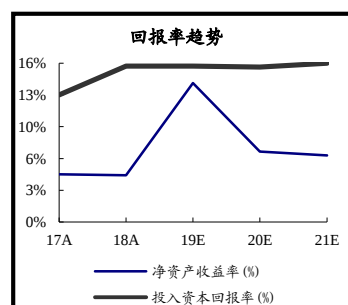
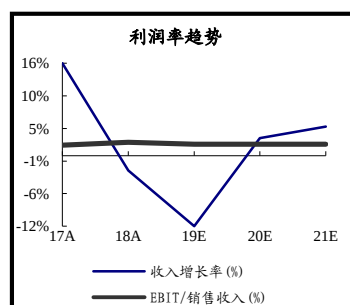
PB

EV/EBITDA

P/S

股息率

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,499	5,364	4,721	4,815	5,008
营业成本	4,996	4,861	4,282	4,372	4,547
税金及附加	13	12	10	11	11
销售费用	268	254	232	234	243
管理费用	127	113	103	104	108
EBIT	96	125	93	95	98
公允价值变动收益	4	-7	180	50	50
投资收益	44	16	20	15	15
财务费用	20	-19	0	0	0
营业利润	124	158	293	160	163
所得税	20	39	70	38	39
少数股东损益	38	33	0	0	0
归母净利润	83	85	223	122	124
货币资金、交易性金融资产	502	517	224	336	457
其他流动资产	1,838	1,885	1,552	1,602	1,659
长期投资	14	7	7	7	7
固定资产合计	313	317	317	317	317
无形资产及其他资产	1,265	1,248	1,248	1,249	1,249
资产合计	3,933	3,975	3,349	3,511	3,689
流动负债	1,830	1,791	1,398	1,438	1,492
非流动负债	149	153	153	153	153
股东权益	1,954	2,031	1,798	1,920	2,044
投入资本(IC)	645	598	454	464	467
NOPLAT	83	94	71	72	75
折旧与摊销	27	26	0	0	0
流动资金增量	201	31	-145	10	3
资本支出	-11	-4	0	0	0
自由现金流	299	147	-74	82	78
经营现金流	-62	108	168	47	56
投资现金流	-13	11	20	15	15
融资现金流	-36	-95	-660	0	0
现金流净增加额	-111	24	-472	62	70
收入增长率	15.8%	-2.5%	-12.0%	3.0%	5.0%
EBIT 增长率	-18.5%	29.2%	-24.9%	1.6%	3.4%
净利润增长率	76.4%	3.1%	161.1%	-45.5%	2.0%
利润率	9.2%	9.4%	9.3%	9.2%	9.2%
毛利率	1.8%	2.3%	2.0%	2.0%	2.0%
EBIT 率	1.5%	1.6%	4.7%	2.5%	2.5%
归母净利润率	4.8%	4.7%	14.0%	7.1%	6.7%
净资产收益率(ROE)	2.1%	2.1%	6.7%	3.5%	3.4%
总资产收益率(ROA)	12.8%	15.7%	15.7%	15.6%	16.0%
投入资本回报率(ROIC)	29	29	29	29	29
存货周转天数	28	46	40	42	42
应收账款周转天数	277	269	283	260	262
总资产周转天数	-74.8%	126.1%	75.3%	38.6%	44.9%
净利润现金含量	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
资本支出/收入	50.3%	48.9%	46.3%	45.3%	44.6%
资产负债率	-12.8%	-17.1%	-14.1%	-19.6%	-24.8%
净负债率	32.51	31.54	12.08	22.17	21.73
PE(现价)	1.84	1.16	1.69	1.57	1.46
PB	24.49	12.17	28.61	27.52	25.89
EV/EBITDA	0.49	0.50	0.57	0.56	0.54
P/S	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股息率					



东方集团 (600811)

农业及食品产业升级，金融地产同步发力

——东方集团首次覆盖报告

首次覆盖

评级：谨慎增持

目标价格：3.88

当前价格：3.39

2019.09.23

	瞿猛 (分析师)	彭璞 (分析师)
	021-38676442	021-38674933
	ziming@gjtj.com	pengying@gjtj.com
证书编号	S0880513120002	S0880517120002

本报告导读：

公司以现代农业及健康食品为核心主业，不断推动产业链延伸和结构优化。参股优质金融资产增厚业绩，新型城镇化开发稳步推进、机遇与挑战并存。

投资要点：

26. 投资建议：贸易主业稳健，医疗和金融助力发展，地产业务短期略有波动。预计2019-2021年EPS 0.13、0.16、0.19元，参考贸易可比公司PB同时考虑公司投资性房地产占比较高，结合房地产企业PB估值，给予公司0.7倍PB，首次覆盖，目标价3.88元，谨慎增持。
27. 以现代农业及健康食品为核心主业，推动产业链延伸和结构优化。19H1粮油购销在公司收入中占比达89%，是公司的核心主业。公司建立了集种植基地、深加工园区、贸易仓储物流等为一体的产业体系。近年来公司加速向农业上下游延伸，与北大荒集团、大连中麦合资成立北大荒供应链管理公司，2019年收购中国玉米网，建设“产业+互联网+金融”的供应链服务平台，提供行业研究分析、产业信息集成以及撮合交易等综合服务。公司还推出品牌米、品牌豆制品、品牌食用油等高毛利、高附加值产品，不断优化产业结构，提升盈利能力。
28. 金融业务经营与投资双轮驱动，持续增厚公司业绩。公司开展普惠金融、供应链金融等业务，服务农业和日常消费领域。19H1子公司金联金服业务规模2.39亿元，营收908万元；参股公司东方财务（持股30%）净利润1837万元，参股公司民生银行（持股2.92%）贡献投资收益9.11亿元，金融业务有望持续为公司增厚业绩。
29. 新型城镇化开发产业稳步推进，机遇与挑战并存。子公司国开东方主营房地产开发、产业引进及运营，主要项目在北京青龙湖、杭州等优质区域。在“房住不炒”的政策导向下，房地产行业增速放缓，房地产开发财务成本较高，需及时调整经营策略、降低经营风险。
30. 风险提示：农产品价格波动、地产监管政策变化、财务费用增长等。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	7,962	14,506	18,568	21,353	23,061
(+/-)%	26%	82%	28%	3%	5%
经营利润 (EBIT)	-73	243	-450	-453	-482
(+/-)%	79%	434%	-285%	-1%	6%
净利润	769	656	496	601	705
(+/-)%	1%	-15%	-24%	21%	17%
每股净收益 (元)	0.21	0.18	0.13	0.16	0.19
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	-0.9%	1.7%	-2.4%	-2.1%	-2.1%
净资产收益率 (%)	3.8%	3.2%	2.4%	2.8%	3.2%
投入资本回报率 (%)	-0.2%	0.6%	-1.0%	-0.9%	-0.9%
EV/EBITDA	627.53	87.78	(82.58)	(86.18)	(84.43)
市盈率	16.52	19.37	25.59	21.13	18.03
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

交易数据

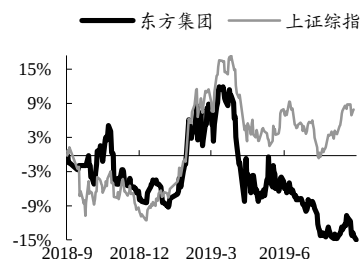
52周内股价区间 (元)	3.21-4.55
总市值 (百万元)	12,592
总股本/流通A股 (百万股)	3,715/3,715
流通B股/H股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	14.85
日均成交额 (百万元)	52.83

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	21,032
每股净资产	5.66
市净率	0.6
净负债率	68.09%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.04	0.05
Q2	0.10	0.05
Q3	0.07	0.03
Q4	-0.03	0.00
全年	0.18	0.13

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-1%	-11%	-15%
相对指数	-5%	-12%	-22%

模型更新时间: 2019.09.23

股票研究

可选消费品

批零贸易业

东方集团 (600811)

首次覆盖
评级: 谨慎增持

目标价格: 3.88

当前价格: 3.39

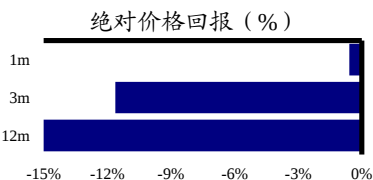
公司网址

www.china-orient.com

公司简介

公司是一家大型投资控股型企业集团，原主营投资和经营：金融保险业、建材流通业、其他产业等，是中国民生银行、新华人寿保险股份有限公司、海通证券有限公司的大股东之一。

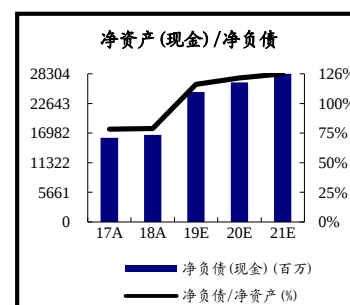
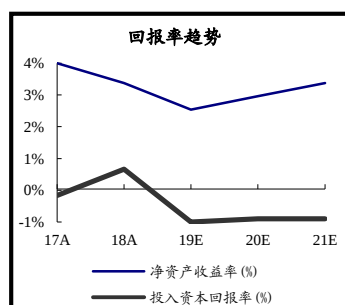
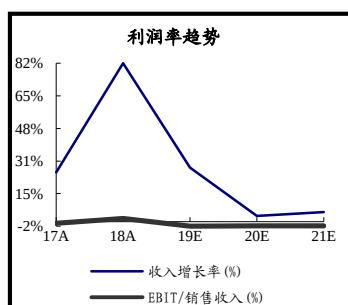
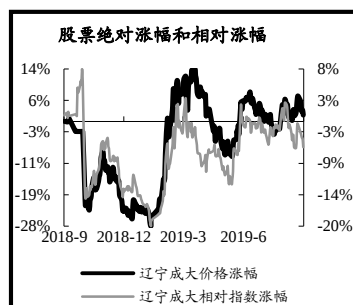
2013 年，公司通过股权收购大成饭店 70% 股权，主营业务变更为粮油食品业、加工业、金融业、港口交通业、酒店置业。



52 周价格范围 3.21-4.55
市值 (百万) 12,592

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
损益表					
营业收入	7,962	14,506	18,568	21,353	23,061
营业成本	7,466	13,492	17,825	20,478	22,093
税金及附加	104	265	308	366	391
销售费用	80	110	156	173	189
管理费用	384	396	637	682	755
EBIT	-73	243	-450	-453	-482
公允价值变动收益	-11	299	0	0	0
投资收益	1,681	1,533	1,550	1,500	1,500
财务费用	828	948	630	450	319
营业利润	765	702	470	596	699
所得税	20	26	19	24	28
少数股东损益	-26	-12	-45	-29	-34
归母净利润	769	656	496	601	705
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	5,906	6,177	-4,503	-6,723	-9,282
其他流动资产	22,146	21,355	32,095	35,023	38,302
长期投资	12,918	14,606	14,606	14,606	14,606
固定资产合计	815	995	995	995	995
无形及其他资产	6,285	6,381	6,099	5,703	5,345
资产合计	48,070	49,513	49,292	49,603	49,964
流动负债	15,736	18,280	17,702	17,441	17,131
非流动负债	11,901	10,280	10,280	10,280	10,280
股东权益	20,434	20,952	21,309	21,882	22,553
投入资本(IC)	35,635	36,960	45,467	47,914	50,223
现金流量表					
NOPLAT	-71	234	-432	-435	-463
折旧与摊销	125	98	0	0	0
流动资金增量	7,946	-36	8,789	2,843	2,668
资本支出	-307	-314	282	396	358
自由现金流	7,693	-19	8,639	2,804	2,563
经营现金流	-1,833	229	-9,258	-3,320	-3,178
投资现金流	-3,750	96	1,832	1,896	1,858
融资现金流	-1,736	-888	-3,254	-796	-1,240
现金流净增加额	-7,319	-563	-10,680	-2,220	-2,560
财务指标					
成长性					
收入增长率	25.5%	82.2%	28.0%	3.0%	5.0%
EBIT 增长率	78.9%	434.5%	-285.3%	-0.7%	6.3%
净利润增长率	0.9%	-14.7%	-24.3%	21.1%	17.2%
利润率					
毛利率	6.2%	7.0%	4.0%	4.1%	4.2%
EBIT 率	-0.9%	1.7%	-2.4%	-2.1%	-2.1%
归母净利润率	9.7%	4.5%	2.7%	2.8%	3.1%
收益率					
净资产收益率(ROE)	3.8%	3.2%	2.4%	2.8%	3.2%
总资产收益率(ROA)	1.6%	1.3%	1.0%	1.2%	1.4%
投入资本回报率(ROIC)	-0.2%	0.6%	-1.0%	-0.9%	-0.9%
运营能力					
存货周转天数	607	312	410	377	388
应收账款周转天数	11	41	31	35	33
总资产周转天数	2,193	1,228	971	845	788
净利润现金含量	-238.4%	35.0%	-1865.1%	-552.2%	-451.0%
资本支出/收入	3.9%	2.2%	-1.5%	-1.9%	-1.6%
偿债能力					
资产负债率	57.5%	57.7%	56.8%	55.9%	54.9%
净负债率	78.7%	79.3%	116.6%	122.0%	125.5%
估值比率					
PE(现价)	16.52	19.37	25.59	21.13	18.03
PB	0.85	0.66	0.61	0.59	0.57
EV/EBITDA	627.53	87.78	-82.58	-86.18	-84.43
P/S	1.60	0.88	0.68	0.59	0.55
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		