

国资整合，创投和矿产蕴含亮点

报告要点

■ 投资策略与报告逻辑

公司是江苏省从事服装纺织贸易及生产的大型国企，近年来在巩固传统主业的基础上，公司不断进行经营业务的结构调整；与此同时，作为省内最大的服装纺织贸易企业之一，公司受益于江苏省国企整合，内部资源配置不断优化，我们认为，公司目前正处于经营业绩拐点和资源配置优化期，经过几年的业务结构调整后将进入快速增长期。

■ 服装贸易与生产业务稳中有升

近年来公司的服装贸易进出口规模稳步增长，但毛利率持续下滑、子公司亏损较为严重，公司通过机制和工艺改造，逐步实现了“贸易+生产”联动平台，2011年上半年公司贸易业务毛利率达8.35%，较上年同期增加了1.51个百分点，贸易收入及盈利能力显著回升。

■ 矿产和创投业务蕴含亮点

重庆市城口县的锰矿资源丰富，上半年公司完成了对舜天西投的股权收购工作，从而有利于进一步向集锰矿开采冶炼和深加工于一体的行业龙头迈进，实现公司的十二五规划目标；公司同时积极推进聚隆股份、江苏东强的上市工作，创投业务有望成为公司新的利润增长点。

■ 投资建议及风险提示

根据各公开信息，我们认为公司目前正处于经营业绩拐点和内部资源整合优化期，随着贸易主业和矿产业务盈利的提升，预计公司2011全年EPS为0.25元，同比增长316.67%，业绩改善明显，首次给予“谨慎推荐”评级。

当前股价: 11.00
 可选消费行业评级 看好

公司基本数据 2011.8.31

总股本(万股)	43680
流通A股/B股(万股)	43680/0
资产负债率	75.45%
每股净资产(元)	2.78
市盈率(当前)	196.98
市净率(当前)	3.96
12个月内最高/最低价	13.74/8.02

市场表现对比图(近12个月)



资料来源: Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

PE
PB
EV/EBITDA
PE
PB
EV/EBITDA

相关研究

《凯乐科技深度研究报告：白酒销量剧增，地产业绩爆发》2011-8-22
 《大众公共深度研究报告：环保运营和创投双引擎式增长》2011-6-22
 《钱江水利深度研究报告：参股天堂硅谷，业绩持续提升》2011-5-18

分析师:

刘俊
 (8627)65799532
 liujun@cjsc.com.cn
 执业证书编号: S0490510120002
 联系人:
 杨靖凤
 (8621) 68751636
 yangjf@cjsc.com.cn

主要财务指标

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	5568	6024	7021	8609
增长率(%)	34%	8.18%	16.55%	22.62%
归属母公司所有者净利润(百万元)	24.40	108.08	195.42	296.20
增长率(%)	-42%	343.08%	80.81%	51.57%
每股收益(元)	0.06	0.25	0.45	0.68
净资产收益率(%)	2.76%	11.09%	17.13%	21.27%
PE	196.98	44.46	24.59	16.22
PB	5.44	4.93	4.21	3.45

正文目录

投资策略与报告逻辑.....	4
公司经营概况	5
服装贸易与生产稳中有升	6
服装贸易：自营出口毛利率稳步提升	7
服装生产：机制改革后渐入盈利期.....	8
矿产业务即将进入收益期	9
锰矿储备及子公司经营业绩	9
重庆市城口县锰矿资源丰富	10
打造集锰矿开采和下游生产于一体的行业龙头	11
金融地产多元发展，创投业务成新的利润增长点.....	11
金融股权投资收益情况.....	11
地产项目稳步推进.....	12
创投业务成新的利润增长点	13
国信集团实力雄厚，国资整合值得期待.....	13
大股东国信集团资产实力雄厚.....	13
能源基础产业情况.....	17
投资建议与风险提示.....	20
盈利预测与估值.....	20
风险提示	20

图表目录

图 1: 舜天集团重组前的江苏舜天股权结构	4
图 2: 舜天集团并入国信集团后的股权结构	5
图 3: 2007 年至 2011 上半年公司营业收入及其变动（亿元，%）	5
图 4: 2007 年至 2011 上半年公司净利润及其变动（亿元，%）	6
图 5: 2007 年至 2011 上半年公司盈利能力变动	6
图 6: 2008 年至 2011 上半年公司服装贸易业绩及其变动（亿元，%）	7
图 7: 2007 年至 2011 上半年公司贸易业务毛利率变动（%）	8
图 8: 2007 年至 2011 上半年公司服装加工业绩及其变动（亿元，%）	8
图 9: 2007 年至 2011 上半年公司服装加工业务毛利率变动（%）	9
图 11: 2007 年至 2011 上半年公司锰矿业务收入及毛利率（亿元，%）	10
图 10: 2002 年至 2011 上半年中国锰矿进口量及同比变动（万吨，%）	10
图 12: 2008 年至 2011 上半年公司房地产业绩及毛利率水平（亿元，%）	12
图 13: 截至目前国信集团股权结构	14
图 14: 2007 年至 2010 年三季度末国信集团总资产及其变动情况（亿元，%）	16
图 15: 2007 年至 2010 年 1-9 月国信集团经营业绩及其变动（亿元，%）	16
图 16: 2007 年至 2010 年 1-9 月国信集团主营收入构成（单位：亿元）	16
图 17: 2007 年至 2010 年 1-9 月国信集团各项主业毛利率变动情况	17
图 18: 2007 年至 2010 年 1-9 月国信集团电力营业收入及毛利率水平（亿元，%）	18
图 19: 2007 年至 2010 年 1-9 月国信集团天然气营业收入（亿元）	19
图 20: 2007 年至 2010 年 1-9 月国信集团天然气业务净利润（亿元）	19
表 1: 2011 年上半年贸易类子公司经营情况及业绩（单位：万元）	7
表 2: 2011 年上半年服装生产类子公司经营情况及业绩	8
表 3: 截至 2011 年 6 月 30 日舜天西投持有的矿产类公司概况（单位：万元）	9
表 4: 截至 2011 年 6 月 30 日公司所投金融企业一览（亿元）	11
表 5: 截至目前公司房地产类子公司、参股公司情况（单位：亿元）	12
表 6: 截至 2011 年 6 月 30 日公司房地产项目开发进展（单位：亿元）	12
表 7: 公司所投项目成本及持股比例一览	13
表 8: 聚隆股份和江苏东强经营范围及产品优势	13
表 9: 截至 2010 年 9 月末国信集团参/控股子公司情况	14
表 10: 截至 2010 年末国信集团主要电力类公司情况	17
表 11: 截至 2010 年 9 月末国信集团天然气类公司情况	18
表 12: 截至 2010 年 9 月末国信集团新能源开发类公司情况	19
表 13: 公司分业务盈利预测	20
公司财务报表及指标预测	21

投资策略与报告逻辑

公司是江苏省从事服装纺织贸易及生产的大型国有企业，受金融危机影响，近年来公司贸易主业收入增速及毛利水平都有所下滑，公司在巩固传统主业的基础上，进行了经营业务的结构调整；与此同时，作为省内最大的服装纺织贸易企业之一，公司受益于江苏省国企整合，内部资源配置不断优化，我们认为，公司目前正处于经营业绩拐点和资源配置优化期，经过几年的业务结构调整后将进入快速增长期。

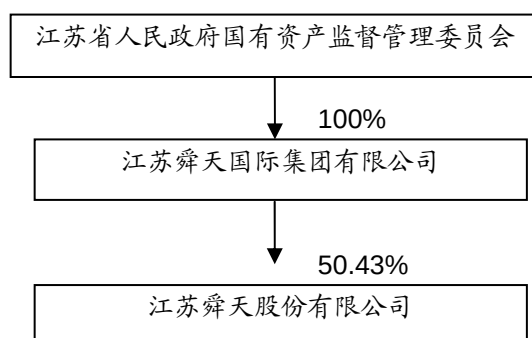
业务结构调整后的经营拐点。2007 年以来，在深度巩固贸易主业基础上，公司从四个方面进行了业务结构调整，一是稳步借入证券、期货、保险和银行等金融领域，持有了厦门银行、紫金财产保险等金融机构股权；二是重点进行矿产类自然资源投资，公司以舜天西投为平台，积极发展重庆城口地区锰矿开采与加工业务，而该地是全国五大锰矿产地之一；三是适度进行房地产开发；四是对拥有明确行业优势和先进技术优势的企业进行股权投资，先后投资了聚隆股份和江苏东强，这两个公司未来一年内将上市。

在半年报中，公司认为业务结构调整初见成效：贸易自营业务显著改善、矿产股权进一步增持、创投项目进展顺利即将进入收获期。我们认为公司正处于经营拐点，未来盈利能力有望显著提升。

省内国资整合下集团内部资源配置优化。2010 年 4 月 16 日，江苏省国资委下发《关于国信集团与江苏舜天集团重组有关事项的通知》，到 2011 年上半年，相关股权划转工作完成，舜天集团成为国信集团的全资子公司。

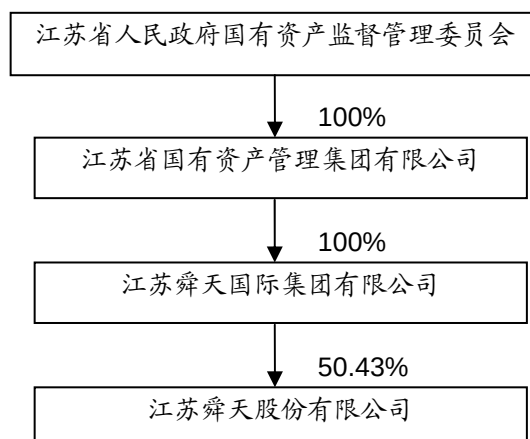
国信集团是江苏省国资旗下重要的资产管理平台，此次重组收购，是江苏省内国企改革的重要举措，旨在推动优势资源向上市公司集中，从而推动公司内部资源配置不断优化。

图 1：舜天集团重组前的江苏舜天股权结构



资料来源：公司年报，长江证券研究部

图 2：舜天集团并入国信集团后的股权结构



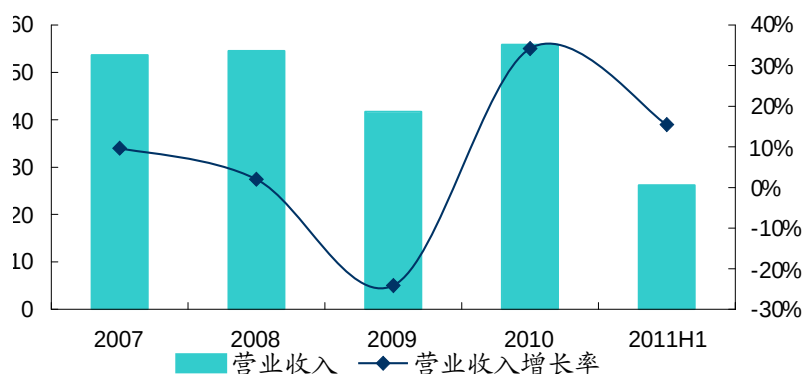
资料来源：公司年报，长江证券研究部

公司经营概况

江苏舜天股份有限公司（以下简称江苏舜天）成立于 1979 年，第一大股东为江苏舜天国际集团有限公司（以下简称“舜天集团”），实际控制人为江苏省国有资产监督管理委员会（以下简称“江苏省国资委”）。2011 年上半年，舜天集团重组后成为江苏省国信资产管理集团有限公司（以下简称“国信集团”）的全资子公司，江苏舜天实际上成为了国信集团的控股子公司，国信集团持有其 50.43% 的股份。

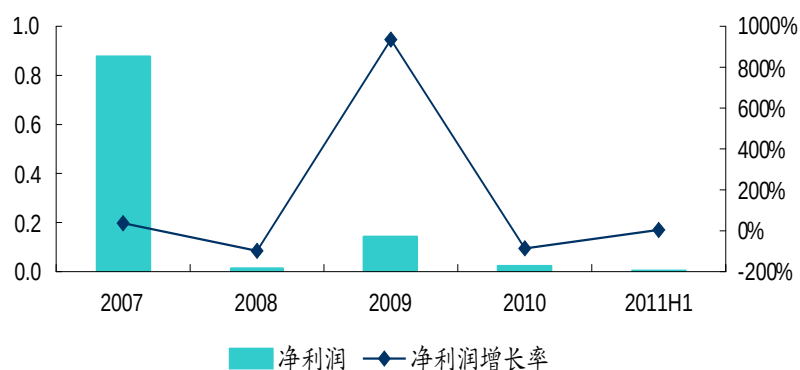
公司已形成以进出口贸易为主，金融、矿产、房地产、创投等业务并举的发展模式。截至 2011 年 6 月 30 日，公司总资产达 53.55 亿元，2011 年上半年实现营业收入 2.62 亿元，利润总额 0.11 亿元，净利润（归属于母公司所有者）0.04 亿元。

图 3：2007 年至 2011 上半年公司营业收入及其变动（亿元，%）

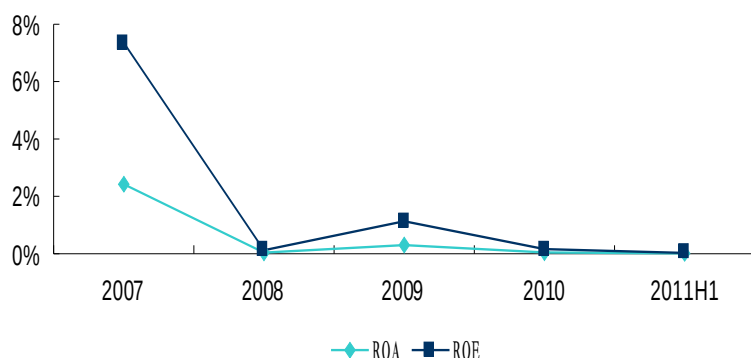


资料来源：wind，长江证券研究部

从公司营业收入、净利润和毛利率水平的变动来看，受金融危机影响，尽管公司依靠金融及矿产股权转让收益丰厚，但主营业务盈利能力下滑明显，净资产收益率由 2007 年的 7.35% 降至 2010 年的 0.15%。

图 4：2007 年至 2011 上半年公司净利润及其变动（亿元，%）


资料来源：wind，长江证券研究部

图 5：2007 年至 2011 上半年公司盈利能力变动


资料来源：wind，长江证券研究部

但在 2010 年报中第 45 页新年底经营计划中，指出公司 2011 年度经营目标为“销售收入 60 亿元；进出口总额 7.5 亿美元，其中出口 6.5 亿美元，进口 1 亿美元；实现利润总额 1 亿元。”表明公司对未来的业务结构和盈利改善充满信心。

服装贸易与生产稳中有升

近年来公司的服装贸易与生产主业一直面临进出口规模稳步增长，但毛利率持续下滑、子公司亏损严重的问题，主要原因一是贸易代理业务手续费收入较低，从而导致整体贸易率下滑，二是作为国有企业，部分子公司生产经营模式单一且用工成本较高，此外，作为大型贸易类公司，旗下贸易子公司较服装生产子公司更有议价权，挤占了生产子公司的业绩。

就公司贸易业务现状来看，公司目前开展的贸易业务有两大类，一是自营出口业务，二是代理业务；公司自营出口业务毛利率水平较为稳定，且略有提升，保持在 10% 水平上，而代理业务只能赚取手续费收入，从而使整体毛利率水平大幅降低，但公司通过代理业务能够做大进出口规模，从而获取更有利的贷款条件。

公司对服装贸易主业的规划，是在稳定产能的基础上，在对子公司进行机制创新的同时提高生产工艺，实现“贸易+生产”联动平台。从 2011 年上半年子公司业绩来看，单个子公司亏损情况得到了进一步缓解，预计 2011 年全年服装贸易及生产主业较去年好转并有提升。

服装贸易：自营出口毛利率稳步提升

国内外贸易业务是公司营业收入的最主要来源，其出口产品系列涉及服装、轻工、医药、化工、五金矿产、机械设备等领域，而服装出口又是其贸易业务的核心，从 2007 年至 2010 年，公司贸易收入占营业收入的平均比重为 87.25%。

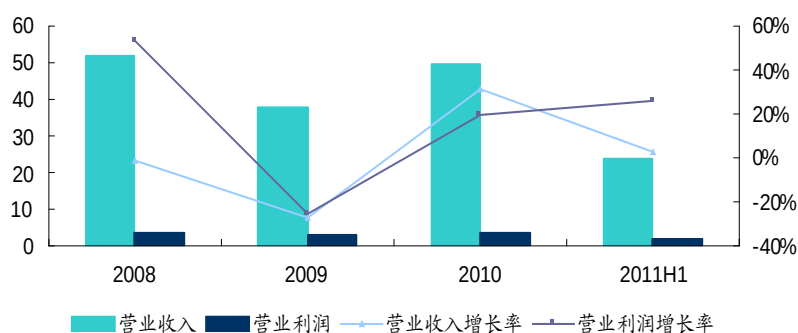
具体来看，公司出口业务主要集中于欧盟、美国、加拿大和日本；2011 年上半年，公司累计实现进出口总额 3.07 亿美元，同比增长 12.89%，其中实现出口 2.85 亿元，同比增长 12.93%，随着全球经济逐渐复苏，公司服装贸易出口也稳步增长。2011 年上半年公司实现贸易业务收入 23.80 亿元，同比增长 2.70%，毛利率达 8.35%，较上年同期增加了 1.51 个百分点，贸易收入及盈利能力显著回升。

表 1：2011 年上半年贸易类子公司经营情况及业绩（单位：万元）

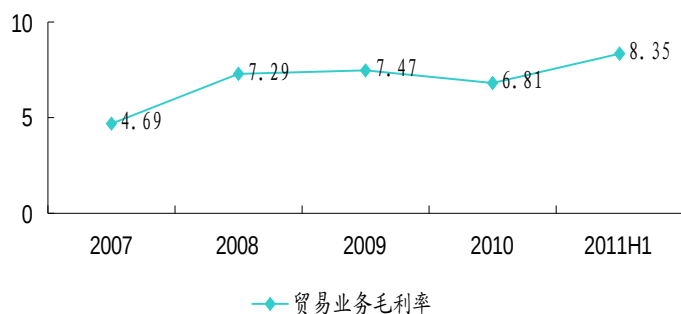
公司类别及名称	注册资本	所占权益%	总资产	净资产	净利润
江苏舜天行健贸易有限公司（合并）	1,000	55	9,740.73	6,789.45	20.36
江苏舜天力佳服饰有限公司（合并）	1,200	55	4,562.79	2,270.71	-128
江苏舜天泰科服饰有限公司（合并）	700	55	14,434.85	8,379.39	1,071.40
江苏舜天信兴工贸有限公司（合并）	1,000	55	15,652.82	3,732.25	234.93
江苏舜天国际集团轻纺进出口有限公司（合并）	1,208	25	22,946.54	5,515.68	318.15
江苏舜天汉商工贸有限责任公司	500	51	7,078.69	589.66	24.6
江苏舜天服装面料有限公司	200	公司持 28%、恒信货运持 24%	566.68	551.05	165.2
江苏舜天朗博工贸实业有限公司（合并）	1,500	公司持 50%、西服公司持 5%	8,825.57	-384.58	-130.5
江苏舜天富德贸易有限公司	500	60	3,671.11	289.3	-33.01
江苏舜天利华工贸有限公司	1,000	51	7,395.92	-980.55	-344.17
江苏舜天东昊经贸有限公司	1000	30	3,478.10	1,119.17	20.69
江苏舜天盛泰工贸有限公司（合并）	2,000	30	23,637.08	2,496.32	242.34
江苏舜天晟通进出口有限公司（合并）	500	30	3,514.36	-313.76	24.72
上海舜泓国际贸易有限公司	100	51	861.22	77.47	10.39
常州舜天服装有限公司	50	100	198.96	137.37	31.91
舜天（香港）有限公司	100 万美元	85	5,996.84	2,239.86	254.52

资料来源：长江证券研究部

图 6：2008 年至 2011 上半年公司服装贸易业绩及其变动（亿元，%）



资料来源：wind，长江证券研究部

图 7：2007 年至 2011 上半年公司贸易业务毛利率变动（%）


资料来源：wind，长江证券研究部

服装生产：机制改革后渐入盈利期

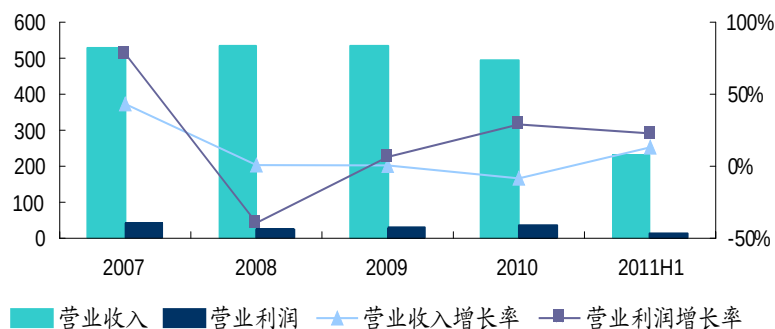
服装生产是公司第二大收入来源，截至 2011 年 6 月 30 日，公司旗下共有 6 家服装加工企业，上半年实现服装生产收入 2.32 亿元，同比增长 13.12%，毛利率 6.24%，较去年同期增加 0.49 个百分点。

受用工成本及原材料价格上涨等的影响，近年来公司旗下服装生产子公司整体业绩一般，仅有舜天西服公司和舜天服饰有限公司通过机制改革，实现了盈利能力的不断提升，目前公司另外四家服装生产企业也逐步开始体制改革，2011 年上半年服装加工生产盈利水平已有所提升。

表 2：2011 年上半年服装生产类子公司经营情况及业绩

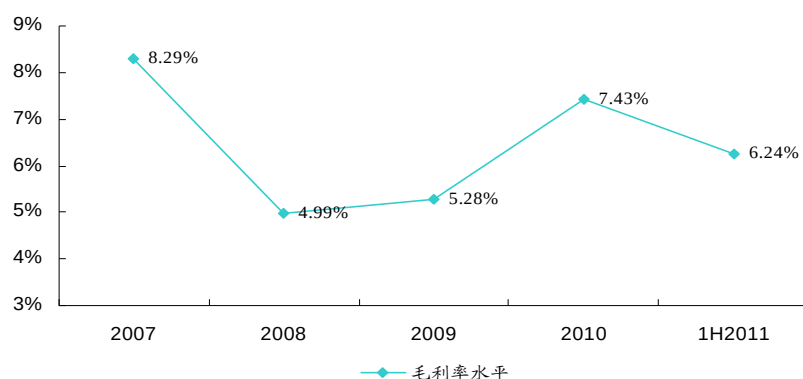
公司类别及名称	注册资本	所占权益%	总资产	净资产	净利润
江苏舜天西服有限公司（合并）	11,146.67	100	24,100.50	12,386.84	333.94
江苏舜天服饰有限公司	1000 万美元	公司持 40%、舜天香港公司持 35%、西服公司持 25%	14,326.85	9,844.43	176.98
江苏舜天国际集团江都制衣有限公司（合并）	7,300	100	16,944.89	2,623.23	-420.34
江苏舜天国际集团金坛制衣有限公司	417.79 万美元	75	14,586.37	1,571.74	-157.36
江苏舜天工贸有限公司（合并）	1,000	公司持 90%、力佳公司持 10%	6,944.13	-694.38	-305.26
江苏舜天丹阳工贸实业有限公司	500 万美元	70	12,173.71	334.22	-633.47

资料来源：长江证券研究部

图 8：2007 年至 2011 上半年公司服装加工业绩及其变动（亿元，%）


资料来源：wind，长江证券研究部

图 9：2007 年至 2011 上半年公司服装加工业务毛利率变动（%）



资料来源：wind，长江证券研究部

矿产业务即将进入收益期

锰矿储备及子公司经营业绩

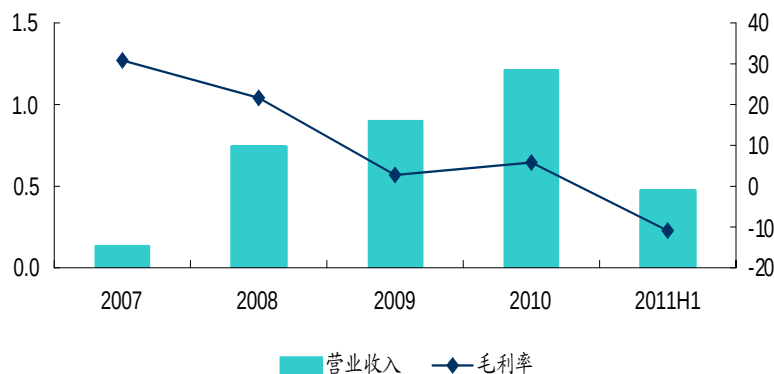
矿产业务是公司经营结构调整的重点业务领域，2007 年公司成立了重庆舜天西投实业有限公司（以下简称“舜天西投”），以此为平台开展矿产开发与冶炼业务。近年来，舜天西投先后并购了重庆城口县地区一批锰矿采掘和冶炼企业，截至 2011 年 6 月 30 日，舜天西投共持有 5 家矿产类子公司。

表 3：截至 2011 年 6 月 30 日舜天西投持有的矿产类公司概况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	实际出资额	经营范围
城口县东联铁合金有限公司	70%	500	1750	锰矿开采（2011 年 5 月 29 日止）；锰矿加工、销售，硅锰合金生产销售，公路货物运输（以上经营范围法律法规禁止的，不得经营；法律法规规定须前置审批的，在未取得审批前不得经营）。
城口县金盛裕铁合金有限公司	80%	50	1506.6	锰矿开采（2010 年 10 月 17 日止）；铁合金生产、销售，普通货物运输（仅限于下属取得许可证的分公司经营）。
重庆市城口县平风锰矿有限公司	75%	125	93.75	锰矿开采、加工、销售（以上经营范围法律法规禁止的，不得经营；法律法规规定须前置审批的，在未取得审批前不得经营）。
重庆市城口县恒源铁合金有限公司	85%	250	928.8	铁合金生产、销售，普通货物运输
城口县通利铁合金有限责任公司	80%	50	0	锰矿开采（至 2012 年 5 月 21 日）；硅锰合金生产销售

资料来源：长江证券研究部

图 11: 2007 年至 2011 上半年公司锰矿业务收入及毛利率 (亿元, %)



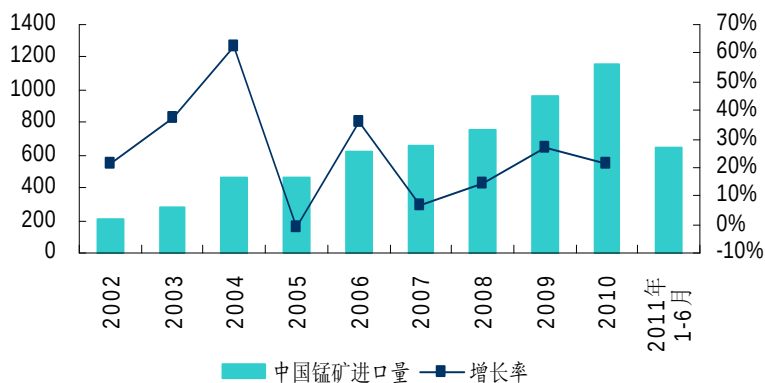
资料来源: wind, 长江证券研究部

由于舜天西投及其矿产子公司股权关系复杂, 以及生产设备的老化, 公司矿产业务收入实现了增长, 但毛利率呈逐年下滑态势, 由 2007 年的 30.8% 降至 2010 年的 5.81%。

重庆市城口县锰矿资源丰富

我国锰矿资源、特别是高品位锰矿非常短缺, 每年大量的锰矿都需要进口, 而锰矿是钢铁企业的基础原料, 随着我国粗钢产量的持续增长, 硅锰、锰铁等普通铁合金产量和价格也呈上扬态势。

图 10: 2002 年至 2011 上半年中国锰矿进口量及同比变动 (万吨, %)



资料来源: 全球铁合金网, 长江证券研究部

根据《重庆市矿山资源总体规划》，重庆市的城口县资源富集，开发潜力巨大。矿产资源尤为突出：其中锰矿储量 2500 多万吨，属全国五大重点矿区之一，已探明储量居全国第二位；钼矿储量 6470 多万吨，居亚洲之首；煤矿可开采量 1.95 亿吨。

根据城口县政府公开资料，近年来，城口县锰矿产业发展迅速，已形成了年产锰矿石 100 万吨的矿山开采能力。矿产品加工能力为：富锰渣 57 万吨/年、硅锰合金 20 万吨/年、硫酸锰 7.6 万吨/年、电解金属锰 0.5 万吨/年。

公司旗下的矿产子公司拥有城口县的矿产开采权，矿产业务发展潜力巨大。2008 年，公司兼并了城口县平风锰矿厂、东联铁合金公司、金盛裕铁合金公司、恒源铁合金公司以及川渝钡化工有限责任公司等企业，组建起了新的企业集团。并拟投资 2 亿元左右建设年产 3 万吨的电解金属锰生产线。

目前，公司在城口的金盛裕铁合金公司、恒源铁合金公司和东联铁合金公司生产经营状况良好，尤其是恒源铁合金有限公司，月产量近 600 吨。

打造集锰矿开采和下游生产于一体的行业龙头

为了彻底解决股权不明晰带来的盈利能力下滑，2011 年上半年，公司分别以 699.99 万元、300 万元价格受让江苏汉唐国贸和重庆新天泽实业所持有的舜天西投 34.999995%、15% 股权，舜天西投成为公司的全资子公司。

在收购舜天西投股权的同时，公司完成了对旗下矿产子公司的清理，转让舜天西投持有的重庆市川渝矿业有限责任公司 70% 股权，本次股权转让为公司贡献的净利润约 537.10 万元，占公司净利润的 139.49%。

我们认为，随着股权明晰和生产设备的改进，公司矿产业务盈利水平有望显著提升，从而有利于进一步向集锰矿开采冶炼和深加工于一体的行业龙头迈进，实现公司的十二五规划目标。

金融地产多元发展，创投业务成新的利润增长点

金融股权投资收益情况

近年来公司利润中很大一部分来自于金融类资产及非上市企业股权投资收益的贡献。2007 年公司处置了江苏开元、高淳陶瓷、中大股份等可供出售金融资产，实现投资收益 1.09 亿元，2009 年公司又以 0.93 亿元向其大股东舜天集团转让华安证券有限责任公司 2.22% 股权，实现股权转让收益 0.44 亿元。

截至 2011 年 6 月 30 日，公司仍持有交通银行、厦门银行、苏物期货和紫金财产保险等金融机构股权，通过投资金融企业，公司开拓了新的利润来源。

表 4：截至 2011 年 6 月 30 日公司所投金融企业一览（亿元）

所持对象名称	投资成本	持股数	持股比例
华安证券	0.01	0.01	0.04%
苏物期货	0.1	0.1	3.33%
江苏银行	0.00776	0.00776	微小
厦门银行	1.21	0.51414	5.99%
紫金财产保险	1.6	1.6	6.40%
交通银行	0.0068		0.0006%

资料来源：长江证券研究部

地产项目稳步推进

公司房地产业务起步于 2008 年，截至目前，公司共参股、控股三家房地产开发企业，分别是江苏舜天国际集团置业有限公司、舜天恒泰房地产开发有限公司和安庆舜天置业有限公司。

2011 年 1-6 月，公司房地产项目共开工建设 11.81 万平米，实现预售 1.9 万平米，交付和结转销售 1.36 万平米，上半年公司共实现房地产业务收入 0.56 亿元，毛利率水平为 37.51%。

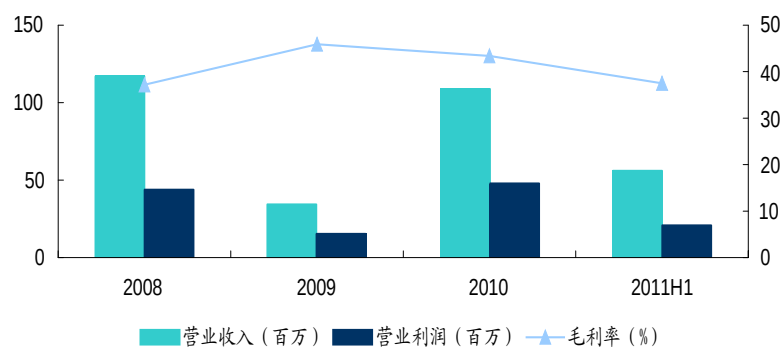
就公司目前运作的房地产项目来看，由于开工时间晚、工期长，从而导致目前公司房地产收入水平相对较低。

表 5：截至目前公司房地产类子公司、参股公司情况（单位：亿元）

房地产开发企业名称	注册资本	所占权益 (%)	2010 年资产规模	2010 年净利润	为公司贡献的净利润	占公司净利润的比重 (%)
江苏舜天国际集团置业有限公司（合并）	2.50	公司持 50.05%、轻纺公司持 10%	7.62	0.08	0.04	16.78
江苏舜天恒泰房地产开发有限公司（合并）	0.20	公司持 50.05%、轻纺公司持 10%	2.07	-0.19	-0.03	-11.75
安庆舜天置业有限公司	0.30	公司持 35%、舜天置业持 30%	0.72	-0.06	-0.10	-40.39

资料来源：长江证券研究部

图 12：2008 年至 2011 上半年公司房地产业绩及毛利率水平（亿元，%）



资料来源：公司年报，长江证券研究部

表 6：截至 2011 年 6 月 30 日公司房地产项目开发进展（单位：亿元）

项目名称	开工时间	预计竣工时间	预计总投资	开发成本
淮安如意里项目	2009 年 9 月	2015 年 12 月	7.50	3.10
句容紫金 7	2009 年 8 月	2014 年 12 月	7.60	2.81
安庆宜秀山庄项目	预计 2012 年 1 月	2015 年 12 月	10.00	0.08
高淳项目	预计 2011 年 12 月	2013 年 6 月	3.00	2.14
合计				8.12

资料来源：长江证券研究部

创投业务成新的利润增长点

对拥有明确行业优势和先进技术优势的企业进行股权投资，是公司经营业务结构调整的又一举措，公司于 2007 年和 2008 年分别投资了聚隆股份和江苏东强，截至 2011 年 6 月 30 日，公司分别持有聚隆股份和江苏东强 20.98%、11.98% 股份。

公司创投业务优势明显，一方面，公司作为江苏省内大型国有企业，具有无可比拟的产业资源优势，公司所投企业，都是技术领先的高成长性企业；另一方面，公司投资成本相对较低，而持股比例较高，一旦项目成功上市后潜在投资收益丰厚。截至目前，聚隆股份和江苏东强的上市工作正稳步推进中，创投业务有望成为公司新的利润增长点。

表 7：公司所投项目成本及持股比例一览

投资企业	投资时间	投资金额	所持股份	持股比例	成本	PE
聚隆化学	2007-8-21	0.28	0.04	20.98%	7 元/股	12 倍
江苏东强	2008-6-14	0.23	0.05	11.98%	4.35 元/股	7.5 倍

资料来源：长江证券研究部

表 8：聚隆股份和江苏东强经营范围及产品优势

	成立时间	经营范围	产品优势
聚隆化学	1999-4-27	化工产品、环保设备的开发、生产、销售；电子计算机、普通机械、电子通讯产品及配件销售及技术咨询、服务	核心产品为改性工程塑料，主要应用于汽车和电动工具行业
江苏东强	2000-1-25	通信电缆、电线电缆、信号电缆、特种电缆、布电线、铁芯通讯电缆、邮电器材、铁路器材配件的制造、销售，通信工程施工、安装。计算机网络系统工程的设计、电缆安装和调试，经营本企业自产产品及技术的进口业务等	高性能铁路数字信号

资料来源：长江证券研究部

国信集团实力雄厚，国资整合值得期待

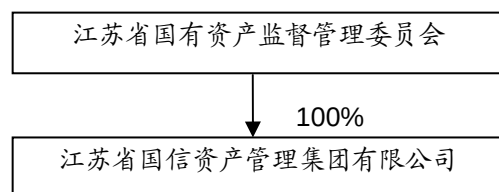
大股东国信集团资产实力雄厚

2011 年上半年，国信集团对舜天集团的收购已经完成，而本次收购目的，旨在实现已有上市省市属国有企业内部资源的进一步整合，推动优势资源向上市公司集中。

江苏国信资产管理集团有限公司（以下简称“国信集团”）是 2001 年 8 月在江苏省国际信托投资公司和江苏省投资管理有限责任公司基础上组建的大型国有独资企业集团，也是江苏省政府授权的国有资产投资主体，其实际控制人为江苏省国有资产监督管理委员会。

截至目前，国信集团的主营业务主要分为以电力为主的能源基础产业、以信托为主的金融服务和以房地产开发、酒店业为主的不动产产业三大板块，集团公司的具体业务经营均通过其下属控股公司实现。

图 13: 截至目前国信集团股权结构



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

子公司情况

截至2010年9月末, 国信集团已拥有电力类、金融类、贸易类、不动产类等40余家主要子公司。

表 9: 截至 2010 年 9 月末国信集团参/控股子公司情况

业务 种类	子公司名称	持股 比例	注册资本 (亿元)	主营业务
电力 及能 源	扬州第二发电有限责任公司	45.00%	16.92	电力生产
	江苏国信扬州发电有限责任公司	90.00%	9.70	电力生产
	江苏新海发电有限公司	89.81%	2.39	电力生产
	江苏淮阴发电有限公司	82.61%	1.40	电力生产
	淮阴发电厂	100.00%	0.22	电力生产
	盐城发电有限公司	60.00%	3.37	电力生产
	盐城发电厂	100.00%	0.39	电力生产
	江苏国信瀛州发电有限公司	80.00%	5.00	电力生产
	江苏射阳港发电有限责任公司	65.00%	2.70	电力生产
	江苏沙河抽水蓄能发电有限公司	42.50%	1.51	电力生产
	江苏国信溧阳抽水蓄能发电有限公司	85.00%	3.00	电力生产
	江苏国信靖江发电有限公司	80.00%	5.00	电力生产
	江苏国信如东生物质发电有限公司	65.00%	0.96	电力生产
	江苏国信淮安生物质发电有限公司	100.00%	0.60	电力生产
	江苏国信泗阳生物质发电有限公司	100.00%	0.60	电力生产
	江苏东凌风力发电有限公司	70.00%	2.40	电力生产
	江苏国信盐城发电厂有限公司	100.00%	0.10	电力生产
	江苏省天然气有限公司	51.00%	10.00	能源开发
	江苏省新能源开发有限公司	100%	2.00	能源开发

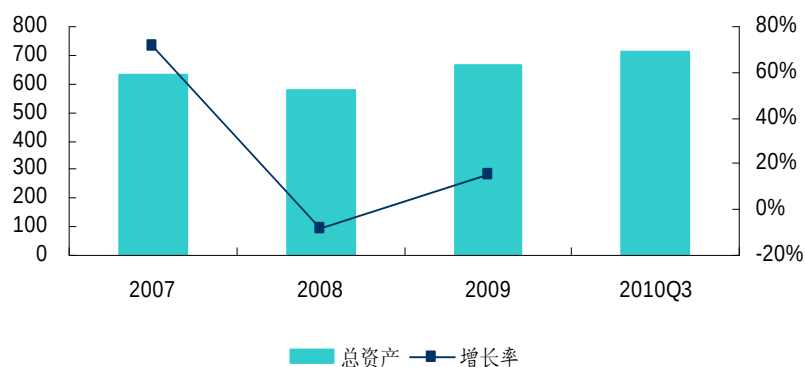
	江苏省投资管理有限责任公司	100%	10.00	受托管理集团公司以电力项目为主的投资和资产
金融	江苏省国际信托有限责任公司	100%	24.84	金融业
	江苏省国信信用担保有限责任公司	70.00%	5.00	金融业
	恒泰保险经纪 有限公司	44.46%	0.54	金融业
	南京国际租赁有限公司	75.00%	0.41	金融业
	江苏省国信创业投资公司	100.00%	0.50	资产管理
贸易	江苏舜天国际集团有限公司	100.00%	4.42	进出口贸易
不动产	江苏兴园置业发展有限公司	51.00%	0.10	房地产
	江苏省房地产投资有限责任公司	100%	11.00	房地产
	南京奥体中心经营管理有限公司	100.00%	3.00	房地产
	上海紫金山大酒店	100.00%	2.30	酒店业
	南京丁山宾馆	100.00%	0.30	酒店业
	南京状元楼酒店	48.47%	USD0.28	酒店业
	连云港云台宾馆有限责任公司	65.00%	1.20	酒店业
	雅都大酒店(苏州)	75.00%	USD0.36	酒店业
	连云港神州宾馆	100.00%	0.25	酒店业
	深圳市江苏宾馆有限公司	100.00%	0.68	酒店业
	南京国信大酒店有限公司	100.00%	0.20	酒店业
	淮安国信大酒店	100.00%	1.00	酒店业
	江苏省外事旅游汽车公司	100.00%	1.00	旅游业
	江苏省软件产业股份有限公司	57.50%	1.98	软件产业
	江苏省电影发行放映公司	100.00%	0.63	文化业
其他	江苏省医药公司	100.00%	0.42	医药经销
	上海兴江实业公司	100.00%	0.50	实业投资

资料来源：公司公告，长江证券研究部

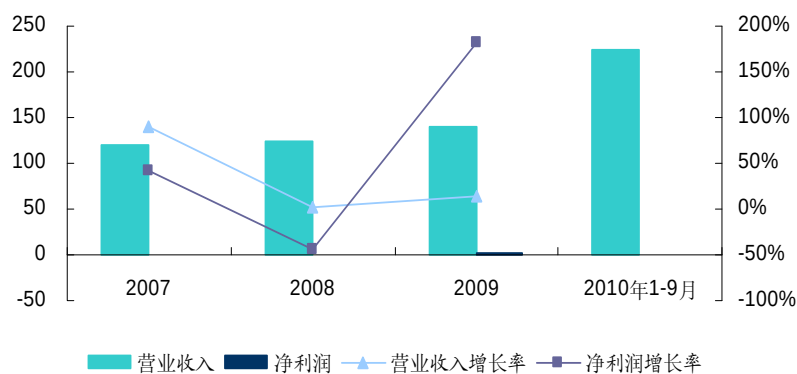
国信集团业绩情况

总体来看，自 2007 年以来，国信集团收入呈稳步增长态势；2010 年 1-9 月国信集团实现营业收入 224.96 亿元，同比增长 123.33%，主要原因是舜天集团纳入合并范围后增加了营业收入 118.95 亿元，与此同时，集团旗下电力、天然气及医药业务收入也有所增长。

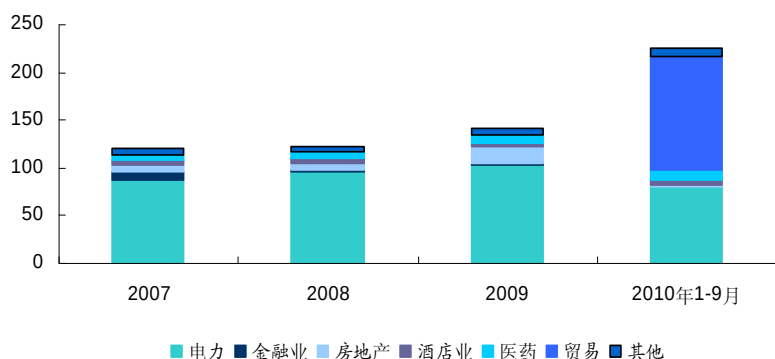
在收入结构方面，能源基础产业一直是集团收入的最主要来源，而就各项业务盈利水平变动来看，2007 年至 2010 年 1-9 月，金融业的平均毛利率为 89.75%，在集团各业务种类中毛利率水平最高，其次是酒店业，毛利率为 81.34%，而房地产、电力、贸易和医药板块的毛利率水平则分别为 26.37%、11.04%、7.60%和 6.95%。

图 14: 2007 年至 2010 年三季度末国信集团总资产及其变动情况 (亿元, %)


资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

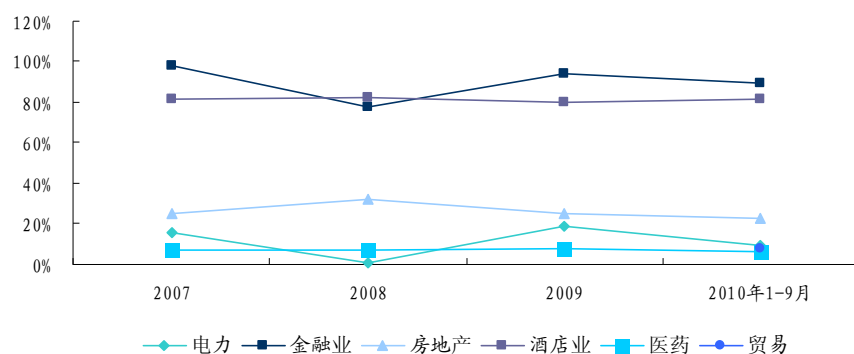
图 15: 2007 年至 2010 年 1-9 月国信集团经营业绩及其变动 (亿元, %)


资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 16: 2007 年至 2010 年 1-9 月国信集团主营收入构成 (单位: 亿元)


资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 17：2007 年至 2010 年 1-9 月国信集团各项主业毛利率变动情况



资料来源：公司公告，长江证券研究部

能源基础产业情况

国信集团的能源基础产业主要由电力、天然气与新能源三部分组成。

电力业务

电力产业是国信集团收入和利润的最主要来源。2009 年电力业务营业收入占国信集团总收入比例为 73.15%，电力产业也是国信集团能源基础产业的核心，截至 2010 年 9 月底，国信集团已投产的控股电厂共 12 家，其中火电企业 6 家、抽水蓄能电厂 1 家、生物质电厂 4 家、风电企业 1 家，其中以火力发电为主。

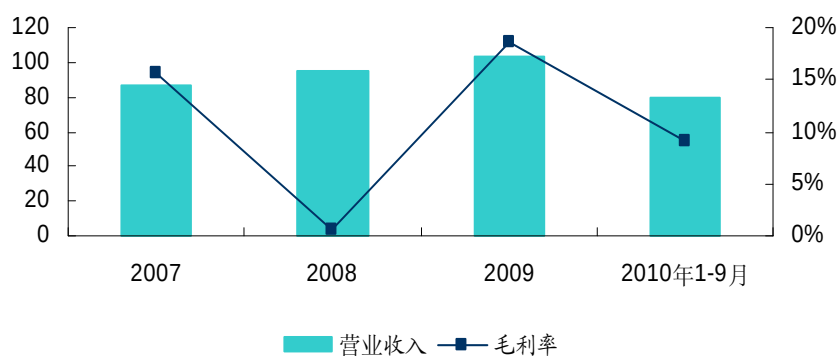
表 10：截至 2010 年末国信集团主要电力类公司情况

电力/能源企业名称	持股比例	装机容量 (万千瓦)	供电标准煤 耗(克/千瓦 时)	2010 年 1-9 月发电 量(亿度)
扬州第二发电有限责任公司	45.00%	126	320	58.51
江苏国信扬州发电有限责任公司	90.00%	126	308.5	64.73
火电企业 江苏新海发电有限公司	89.91%	66	333	30.04
江苏淮阴发电有限责任公司	82.61%	33	320	14.95
江苏射阳港发电有限责任公司	65.00%	13.75	356.5	4.82
盐城发电有限公司	60.00%	43.5	352	14.44
抽水蓄能 江苏沙河抽水蓄能发电有限 发电企业 公司	42.50%	10	N/A	
生物质发 江苏国信如东生物质发电有 电企业 限公司	65.00%	2.5	N/A	
江苏国信淮安生物质发电有 限公司	100%	3	N/A	
江苏国信盐城生物质发电有	100%	3	N/A	1.42

限公司					
江苏国信泗阳生物质发电有 限公司	100%	3	N/A	1.49	
新能源发 江苏国信东凌风力发电有限 电企业 公司	70.00%	7.1	N/A	0.62	

资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 18：2007 年至 2010 年 1-9 月国信集团电力营业收入及毛利率水平（亿元，%）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

国信集团电力板块营业收入近三年持续增长，2010 年 1-9 月实现营业收入 79.71 亿元。

就盈利能力看，2007 年集团电力业务的毛利率为 15.72%，2008 年降到 0.65% 的历史低位，而 2010 年 1-9 月回升至 9.08%；电力业务毛利率水平变动较大，主要是因为国信集团电力业务以火电为主，受电煤价格波动的影响较大。

天然气业务

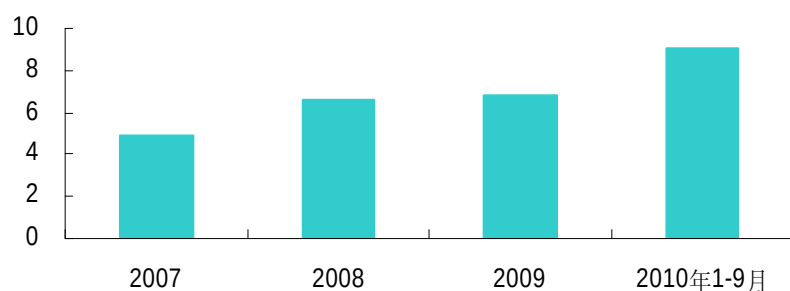
天然气业务属于国信集团能源基础产业的一部分，该业务的经营平台为江苏省天然气有限公司。截至 2010 年 9 月末，江苏省天然气有限公司总资产为 12.91 亿元，2010 年 1-9 月营业收入为 9.00 亿元，实现净利润 0.55 亿元，营业收入约占集团营业收入的 4.00%。

表 11：截至 2010 年 9 月末国信集团天然气类公司情况

公司名称	成立时间	持股比例	2010 年 1-9 月天然气销售量 (亿立方米)	主营业务
江苏省天然气有限公司	2007-11	51.00%	4.21	天然气管网投资、管理及其他实业投资；相关经济信息及技术咨询；天然气输送与销售

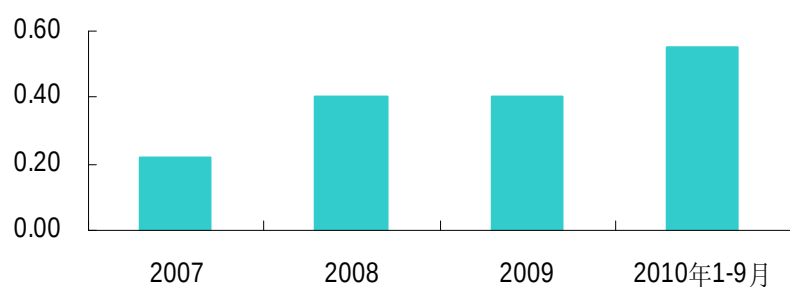
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 19：2007 年至 2010 年 1-9 月国信集团天然气营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 20：2007 年至 2010 年 1-9 月国信集团天然气业务净利润（亿元）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

新能源开发

国信集团的新能源开发业务以江苏省新能源开发有限公司为经营平台，2009 年江苏省新能源开发有限公司营业收入为 1.00 亿元，净利润 229 万元，营业收入占国信集团总收入的 0.71%。2010 年 1-9 月新能源开发公司实现营业收入 0.84 亿元，净利润-856 万元，2010 年前三季度原材料秸秆价格上涨，从而导致公司经营业绩亏损。

综合分析国信集团旗下电力、天然气和新能源开发业务，不难发现，火电业务仍是公司能源产业的主要盈利来源。

表 12：截至 2010 年 9 月末国信集团新能源开发类公司情况

公司名称	成立时间	持股比例	主营业务
江苏省新能源开发有限公司	2002-10	100%	风能、太阳能、地热能、海洋能、天然气水合物等新能源的开发；实业投资、投资管理、投资咨询等

资料来源：公司公告，长江证券研究部

投资建议与风险提示

盈利预测与估值

通过对比分析公司各项业务经营业绩和盈利能力变动,不难发现公司正处于经营的拐点期:一是贸易出口稳步增长,盈利水平提升,上半年贸易业务毛利率为 8.35%,同比增长 23.89%;二是完成了对矿产业务平台——舜天西投的股权收购工作,改造生产设备及生产线,从而进一步向集锰矿开采冶炼与深加工于一体的行业龙头迈进;三是加快推进聚隆股份、江苏东强的上市工作,由于投资成本低、持股比例高且限售解禁时间较短,创投业务有望成为公司新的利润增长点。

在各项业务盈利能力提升的同时,上半年国信集团完成了对舜天集团的收购工作,成为公司大股东,从而有利于集团内部资源配置的进一步优化,不排除大幅度调整公司的业务和收入结构的可能性。

在此基础上,我们假设 1) 公司自营出口额年增速可达 10%以上,毛利率保持在 8.5%水平; 2) 公司矿产业务收入增速保持在 30%以上水平,盈利能力在现有基础上显著提升; 3) 不考虑其他金融和房地产股权的转让收益,并结合公司年初制定的 2011 年度经营目标,预计公司 2011 全年 EPS 为 0.25 元,同比增长 316.67%,业绩增速明显,首次给予“谨慎推荐”评级。

表 13: 公司分业务盈利预测

	2011E	2012E	2013E
服装纺织贸易	51.89	59.67	71.61
服装生产	5.65	6.78	8.13
矿产业务	1.58	2.45	3.91
营业收入合计	60.24	70.21	86.09
营业成本	54.80	63.75	77.08
净利润	1.08	1.95	2.96
EPS (元)	0.25	0.45	0.68

资料来源:长江证券研究部

风险提示

- 1) 公司矿产业务收入和盈利能力受现有生产设备影响较大,因此公司矿产业务收入增速、以及盈利能力提升,取决于现有生产设备及生产线改造进展;与此同时,若公司新收购矿产资源,也会影响矿产业务收入增速。
- 2) 公司现有房地产业务与大股东国信集团存在同业竞争问题,未来集团和公司可能对旗下房地产子公司进行整合,但如果整合进程低于预期,可能影响公司的业务结构调整。
- 3) 公司所投资的两家公司能否上市具有不确定性。
- 4) 人民币升值预期中,对公司的进出口业务可能有不利影响。

公司财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	5568	6024	7021	8609	货币资金	975	620	756	870
营业成本	5129	5480	6375	7708	交易性金融资产	65	65	65	65
毛利	440	544	646	901	应收账款	620	662	772	946
% 营业收入	7.89%	9.04%	9.20%	10.47%	存货	1121	1197	1393	1684
营业税金及附加	16	17	20	25	预付账款	750	803	934	1129
% 营业收入	0.29%	0.29%	0.29%	0.29%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	213	193	183	211	流动资产合计	3554	3374	3951	4732
% 营业收入	3.82%	3.20%	2.60%	2.45%	可供出售金融资产	2	2	2	2
管理费用	154	169	197	241	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	2.76%	2.80%	2.80%	2.80%	长期股权投资	454	454	454	454
财务费用	76	74	83	95	投资性房地产	67	67	67	67
% 营业收入	1.37%	1.23%	1.18%	1.10%	固定资产合计	325	675	978	1134
资产减值损失	16	7	18	29	无形资产	155	148	140	133
公允价值变动收益	-7	-2	-1	-1	商誉	0	0	0	0
投资收益	12	18	54	9	递延所得税资产	8	1	3	5
营业利润	-31	100	199	309	其他非流动资产	375	375	375	375
% 营业收入	-0.56%	1.66%	2.83%	3.59%	资产总计	4941	5097	5970	6902
营业外收支	65	15	9	6	短期贷款	1289	1272	1650	1833
利润总额	33	115	208	315	应付款项	1355	1447	1683	2035
% 营业收入	0.60%	1.91%	2.96%	3.66%	预收账款	309	337	393	482
所得税费用	31.52	20.70	37.42	56.72	应付职工薪酬	46	49	57	69
净利润	1.92	94.28	170.48	258.39	应交税费	38	2	2	3
归属于母公司所有者的净利润	24.39	108.08	195.42	296.20	其他流动负债	316	338	391	472
					流动负债合计	3353	3445	4177	4895
少数股东损益	-22.47	-13.80	-24.95	-37.81	长期借款	350	350	350	350
EPS（元/股）	0.06	0.25	0.45	0.68	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	14	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	11	11	11	11
经营活动现金流净额	7	194	286	447	负债合计	3728	3806	4538	5256
取得投资收益收回现金	3	0	0	0	归属于母公司所有者	883	975	1141	1392
长期股权投资	0	0	0	0	权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	330	316	291	254
固定资产投资	51	-460	-470	-386	股东权益	1213	1291	1432	1646
其他	-55	0	0	0	负债及股东权益	4941	5097	5970	6902
投资活动现金流净额	-4	-460	-470	-386	基本指标				
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.06	0.25	0.45	0.68
股权融资	1	0	0	0	BVPS	2.02	2.23	2.61	3.19
银行贷款增加（减少）	-52	-17	379	183	PE	196.98	44.46	24.59	16.22
筹资成本	93	-90	-112	-139	PEG	1.52	0.34	0.19	0.12
其他	-191	0	0	0	PB	5.44	4.93	4.21	3.45
筹资活动现金流净额	-149	-107	267	44	EV/EBITDA	49.46	19.90	13.24	9.55

现金净流量	-145	-373	82	105	ROE	2.76%	11.09%	17.13%	21.27%
-------	------	------	----	-----	-----	-------	--------	--------	--------

资料来源：长江证券研究部

分析师介绍

刘俊，武汉大学经济学硕士，现为长江证券研究部金融业分析师，具有金融领域 7 年的研究经历。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。