

兰生股份 (600826.SH) 贸易行业

评级: 增持 维持评级

公司研究

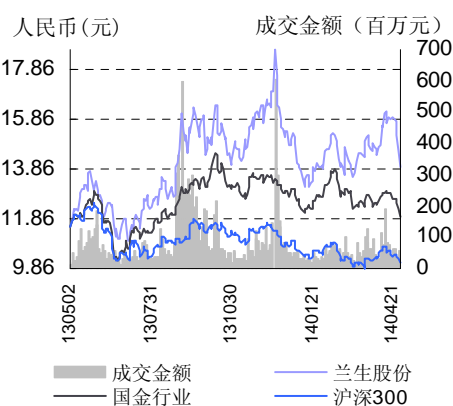
市价(人民币): 13.98元

外贸减亏, 关注东浩注入与国健药业增长

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)	420.64
总市值(百万元)	58.81
年内股价最高最低(元)	18.70/10.95
沪深300指数	2134.97
上证指数	2003.49



公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.118	0.122	0.127	0.132	0.138
每股净资产(元)	4.91	5.48	5.59	5.72	5.84
每股经营性现金流(元)	0.01	-0.03	-0.87	0.02	0.02
市盈率(倍)	91.13	126.14	115.20	110.35	105.55
行业优化市盈率(倍)	20.63	28.16	27.43	27.43	27.43
净利润增长率(%)	-4.98%	3.23%	4.01%	4.39%	4.55%
净资产收益率(%)	2.40%	2.22%	2.27%	2.31%	2.37%
总股本(百万股)	420.64	420.64	420.64	420.64	420.64

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **并入东浩, 资产注入是首要看点:** 1) 2013年12月, 兰生集团并入东浩集团, 后者2012年净利润5亿元, 主业是会展与外服; 2) 东浩旗下会展公司不但拥有世博园内2个馆, 还正在参与大虹桥枢纽中心正在兴建的全球第一大会展中心, 预计第一期即将开业; 而随着上海国际金融中心地位的日益构建, 外服业务增速高, 盈利强; 3) 不论会展还是外服的部分的注入, 都将给公司注入新的发展主力, 带来业绩与估值的双提升。
- **参股国健药业, 潜在收益成长空间大:** 1) 上海兰生国健药业是兰生最大盈利来源, 净利贡献占比近六成; 其参股公司-中信国健, 是国内单抗龙头, 近年来其人源单抗药-益赛普等增长强劲, 推算其13年净利超过2.6亿; 据CFDA消息, 公司新药曲妥珠单抗(“赛普汀”仿制药)有望今年获批生产, 且在研药品梯队充足; 2) 2013年4月证监会公开信息表显示, 中信国健中止审查(不是终止), 不排除其未来上市将给兰生股份带来更大投资收益的可能性; 若上市兰生及东浩兰生集团共同持有的16.7%股份, 或将分享18-23亿市值; 国健研发投入需资金, 即使不上市, 如果兰生增持, 也将更能分享其高成长。
- **外贸亏损逐年缩窄, 物业及参股金融提高安全边际:** 1) 自外贸主业鼎盛期已过, 因国有老企业成本负担不能轻易剥离, 连年亏损但幅度在缩窄; 2) 房产与参股金融为公司提高了较高安全边际: a. 兰生大厦等物业资产, 贡献公司总利润近半; b. 公司持有的海通证券1.96%股权, 若减持可兑现收益十数亿元, 而账面仅显示当年成本2亿多元, 此部分隐性收益较高。

投资建议

- 我们认为, 兰生股份作为国内首家上市的外贸企业, 主业辉煌期已过, 而早期投资参股的金融、医药资产隐性价值却很高; 上海国企改革与自贸区建设, 又给公司业绩改善带来突破空间; 公司2013年底并入东浩集团, 未来注入资产以及激励改革的概率比较大; 值得密切关注, 提前布局。

估值

- 公司持有国健市值近20亿、房产RNAV近28亿、海通股份兑现价值16.6亿, 已对应每股15.34元(远高于目前股价13.98元); 假设东浩注入资产市值20-30亿, 则对应股价增加4.75~7.13元。目前估值安全边际较高。

风险

- 东浩集团注入资产质地低于预期。

赵海春 联系人

(8621)60870938
zhaohc@gjzq.com.cn

黄挺

分析师 SAC 执业编号: S1130511030028
(8621)60230220
huangting@gjzq.com.cn

内容目录

并入东浩，资产注入是首要看点.....	4
兰生股份：外贸减亏，利润来自医药、房产	4
东浩兰生资源丰富，外服、展会是看点.....	6
参股国健药业，人源单抗药国内领先，增势强劲.....	9
中信国健，国内单抗药龙头，尽享行业巨大空间	9
益赛普畅销、曲妥珠单抗将生产，扩产能或成为急需	10
兰生房产与持股海通证券，提供安全边际	11
兰生房产，位置优，收益增长稳定.....	11
海通证券，股权收益隐性，增长空间大.....	12
财务分析	12
出口改善但仍不赚钱，净利提升收益于投资与营业外收益.....	12
盈利预测	13
外贸主业增速将在 5%上下徘徊，增长突破看房产收入与国健医药.....	13
估值	13
附录：三张报表预测摘要	14

图表目录

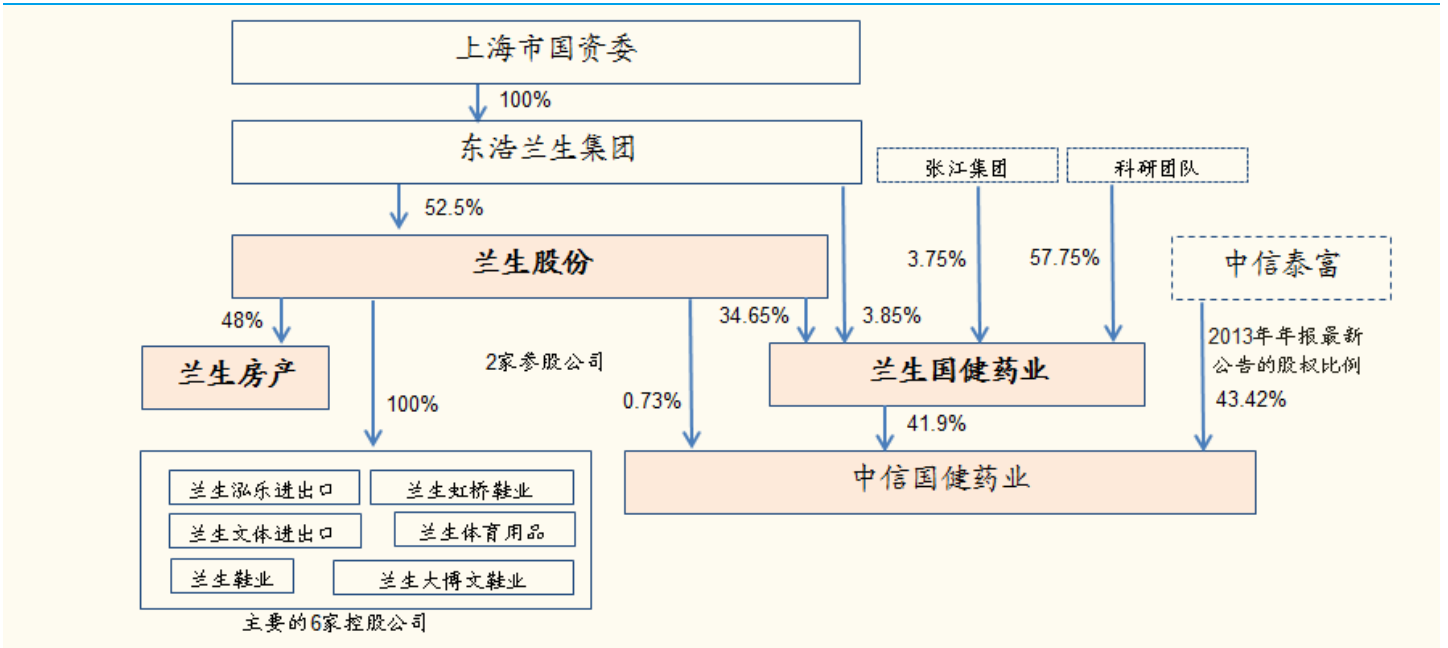
图表 1: 兰生股份股权结构及下属控股与参股子公司	4
图表 2: 公司外贸主业从 2006 年开始急落, 2010 年开始亏损逐年缩窄	5
图表 3: 兰生股份 13 vs 12 年度子公司净利润贡献及增速 (单位-万元)	5
图表 4: 东浩兰生集团历史演进	6
图表 5: 东浩集团组织结构——三大主业: 外服、会展、贸易	8
图表 6: 东浩旗下会展企业正在参与大虹桥枢纽-世界最大会展中心的建设	9
图表 7: 兰生东浩及兰生股份与中信国健药业股权结构	9
图表 8: 中信国健的募资计划显示其扩产能需求	11
图表 9: 兰生大厦最低重估价值也有 27.68 亿元, 折合 1.61 元/股以上	12
图表 10: 兰生大厦位于上海市-正中心-淮海中路、西藏路口	12
图表 11: 公司持有的海通证券股份的价值估算:	12
图表 12: 兰生股份净利率变动归因分析	13
图表 13: 公司外贸主业的销售预测	13

并入东浩，资产注入是首要看点

兰生股份：外贸减亏，利润来自医药、房产

- 兰生股份的前身，是成立于 1983 年 1 月 1 日的上海市文教体育用品进出口公司；1993 年 10 月 7 日，经上海外经贸委批准改制，成为上海外贸系统中首家股份制企业，并于 1994 年 2 月在 A 股上市（1994 年 10 月，在兰生股份的基础上，上海外经贸委组建了兰生集团）；
- 在出口鼎盛时期，公司出口商品有 20 多个大类，行销 134 个国家与地区；公司参与投资的国外合资企业共有 21 家，国内联营厂 66 家。现有贸易、金融、房地产和生物制药四大经营板块；

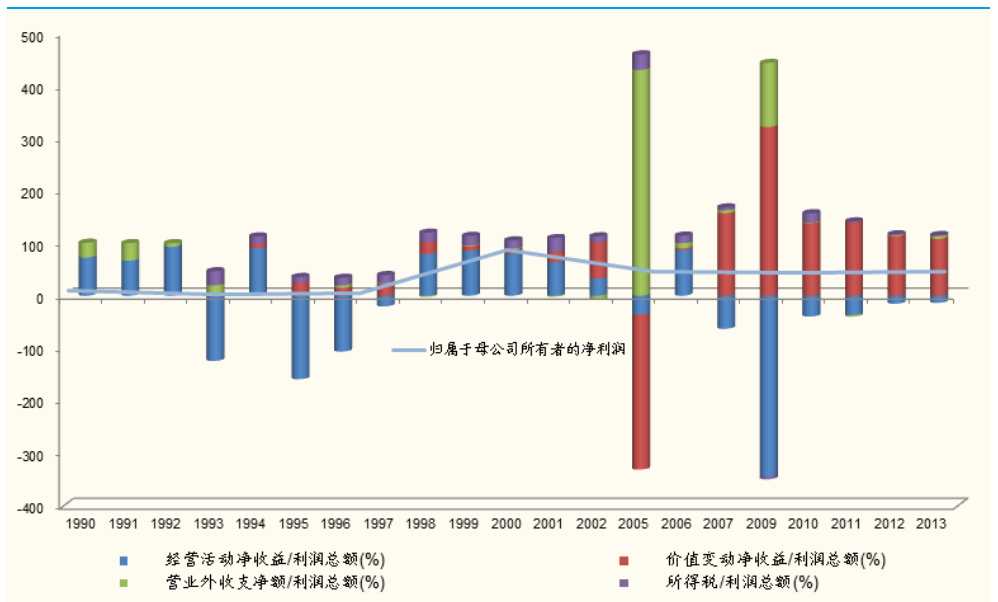
图表1：兰生股份股权结构及下属控股与参股子公司



来源：各公司公告，国金证券研究所

- 目前外贸主业反成拖累（下图蓝色柱子所代表的经营性收益占比部分，就是外贸主业所贡献）；但从下图右侧负值的蓝色柱子逐年缩短也可以看到，外贸亏损幅度正在逐年缩窄；

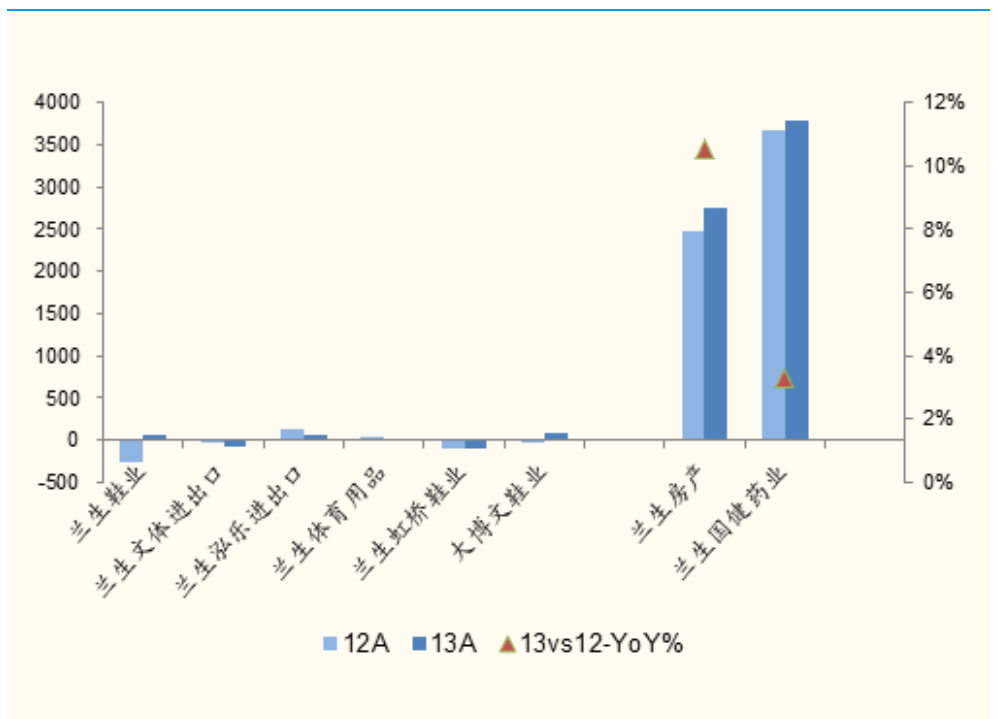
图表2: 公司外贸主业从2006年开始急落, 2010年开始亏损逐年缩窄



来源: 公司公告, 国金证券研究所 净利润单位: 百万元

- 公司的利润贡献主要来自两家参股子公司: 国健药业和兰生房产, 兰生房产 2013 年净利润同比增速为 10.54%。

图表3: 兰生股份 13 vs 12 年度子公司净利润贡献及增速 (单位-万元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 外贸:** 公司与全世界 130 多个国家和地区建立了贸易联系, 拥有自己的生产基地, 其中全资、控股生产企业 30 余家, 拥有诸多自有商品品牌;
 - 但遭遇 2008 年全球金融危机后国际市场持续低迷以及国内劳动生产力成本急剧上升的影响, 公司外贸业务自 08 年以来, 对公司的盈利贡献为负, 只是亏损正逐年缩窄;
- 参股金融:** 公司早年斥资 2.61 亿元投资海通证券 1.99% 股权, 现折合每股兰生股份含 0.45 股海通证券;

- 按当前海通证券 20 日平均市值 9 折计算，兰生最新所持有股份 1.96%（2013 年报显示减持 0.03%），其价值也高达过 16 亿元；只要公司继续持有，这部分投资收益就不会体现在的财报中，但如果公司选择兑现，那么兰生股份通过卖海通股票的每股兑现收益就可达 3.8 元；
- **兰生房产：**兰生房产拥有位于上海市中心的顶级办公写字楼兰生大厦，而公司拥有其 48% 的股权。
- **兰生国健药业：**公司参股子公司兰生国健药业与香港中信泰富公司合作，双方投资 6.86 亿元人民币组建的中信国健药业，生产和经营处于国际领先水平的生物医药产品，公司是**国内人源单抗类龙头**。

东浩兰生资源丰富，外服、展会是看点

图表4：东浩兰生集团历史演进

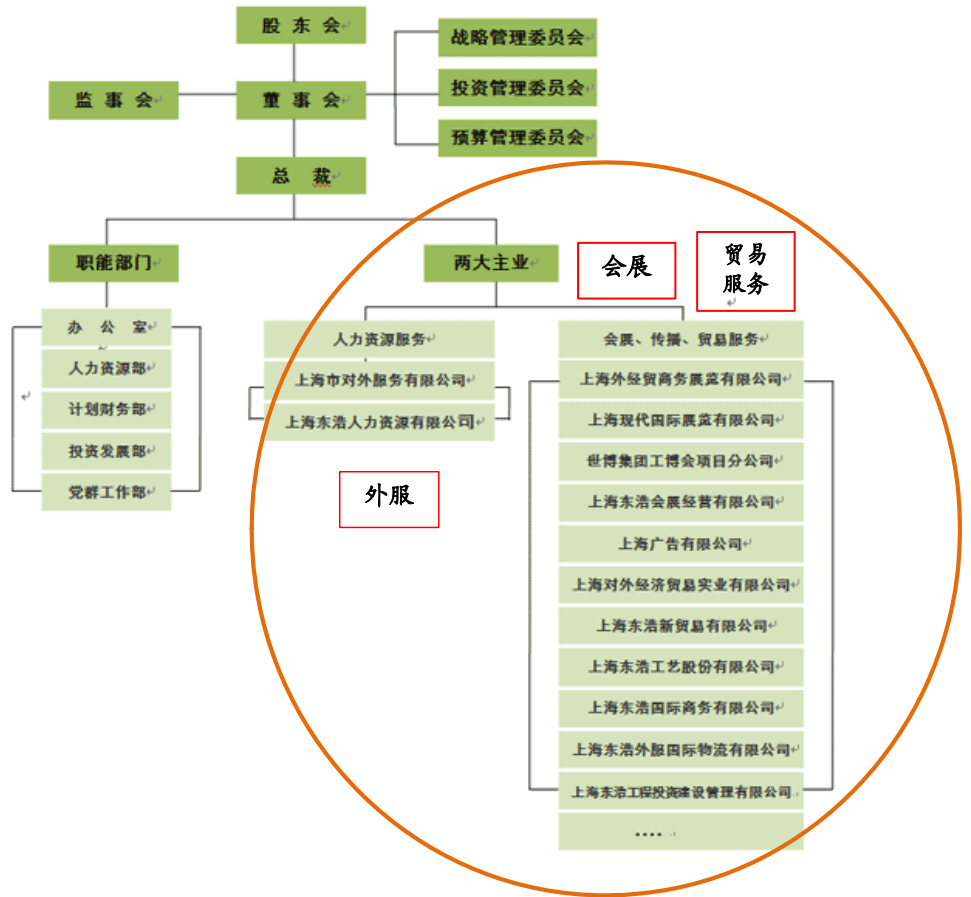


来源：公司、集团网站，国金证券研究所整理

- 整合背景：1) 十八届三中全会掀起了新一轮改革的浪潮，上海出台了国资国企改革 20 条意见，2) 据兰生股份 2013 年 12 月 11 日晚间公告，其控股股东上海兰生(集团)有限公司与上海东浩国际服务贸易(集团)有限公司实施联合重组，上海市国资委将其所持有的兰生集团全部权益划转至东浩集团；据东浩集团官网披露，2012 年东浩集团完成营业收入 684 亿元，实现净利润 5 亿元（10 倍于兰生股份 12 年净利润）；
- 兰生股份：在其 2013 年报中阐述：“东浩集团与兰生集团联合重组成为本轮国资国企改革的先行者，兰生股份作为东浩兰生集团唯一一家上市公司，其上市平台作用将倍受重视。公司将积极研究，依托集团的综合优势，在条件成熟时，在优势互补利益共享的前提下，按市场化运作引入优质资源，形成新的业务领域和增长点，增强公司的综合盈利能力。”

- 兰生集团：现有成员企业 17 家，集团的三大主业：**国际贸易**（旗下包括：兰生股份公司、医药保健品公司、轻工国际集团、五矿公司、畜产集团、包装公司等一些历史悠久的专业外贸公司以及一些新建的外贸企业，出口产品涵盖整个轻工行业，拥有“丰收”牌搪瓷、“三五”牌不锈钢、“钻石”牌建筑五金、“上药”牌药品等一批知名品牌，产品主要销往美国、欧洲、日本等 168 个国家和地区）、**现代物流**（主要是集团控股的兰生国际货运公司，兰生集团国际物流公司，具有相对齐全的海上、陆上的运输能力和仓储、集装箱堆场等物流设施）、**置业**及其它产业（包括兰生大酒店、兰生大厦及集团投资的金融、生物医药等产业）；
 - 不论全球经济如何缓慢复苏中，国内劳动力生产成本高企（刘易斯拐点已过）的趋势不变、传统出口业中低端制造占比大的现状短期难以改变，所以，中国的出口顶峰期已经过去；再注入贸易类，尤其出口类企业资源，可能意义不大；兰生集团的物业资产多在市內中心位置，注入也不是不可能，但就其成长性，可能不如东浩的外服与会展。
- 东浩集团的发展分三个阶段：
 - 集团注册资本 5.18 亿元，成立于 1997 年，是全国首家大型综合性国际服务贸易企业；
 - 2004 年上海市为筹备世博会而在原上海东浩国际服务贸易（集团）有限公司的基础上，由上海文化广播影视集团、上海东方国际集团、上海世博土控集团等公司共同出资组建而成，注册资本 11.1 亿元人民币，中国 500 强企业，集团也因此更名为世博集团；
 - 在世博会后，2011 年 8 月，世博集团又更名回东浩集团，我们推测，此时的东浩集团已经拥有了部分相关的展馆资源。
- 东浩集团可能注入兰生的资产分析：
 - 东浩集团 2012 年实现营业收入 684 亿元，净利润 5 亿元，大幅超越拥有上市公司的兰生集团。2013 年 1-10 月，东浩集团累计进出口总额为 18.09 亿美元，超越兰生集团 2012 年进出口总额 16.99 亿美元，为 2013 年前 10 个月上海国有外贸集团中唯一实现正增长的企业；
 - 东浩目前的业务分三块，外服、会展以及贸易服务；由于对贸易行业不乐观的预期，我们认为注入贸易服务类企业意义不大，可能性也不大；

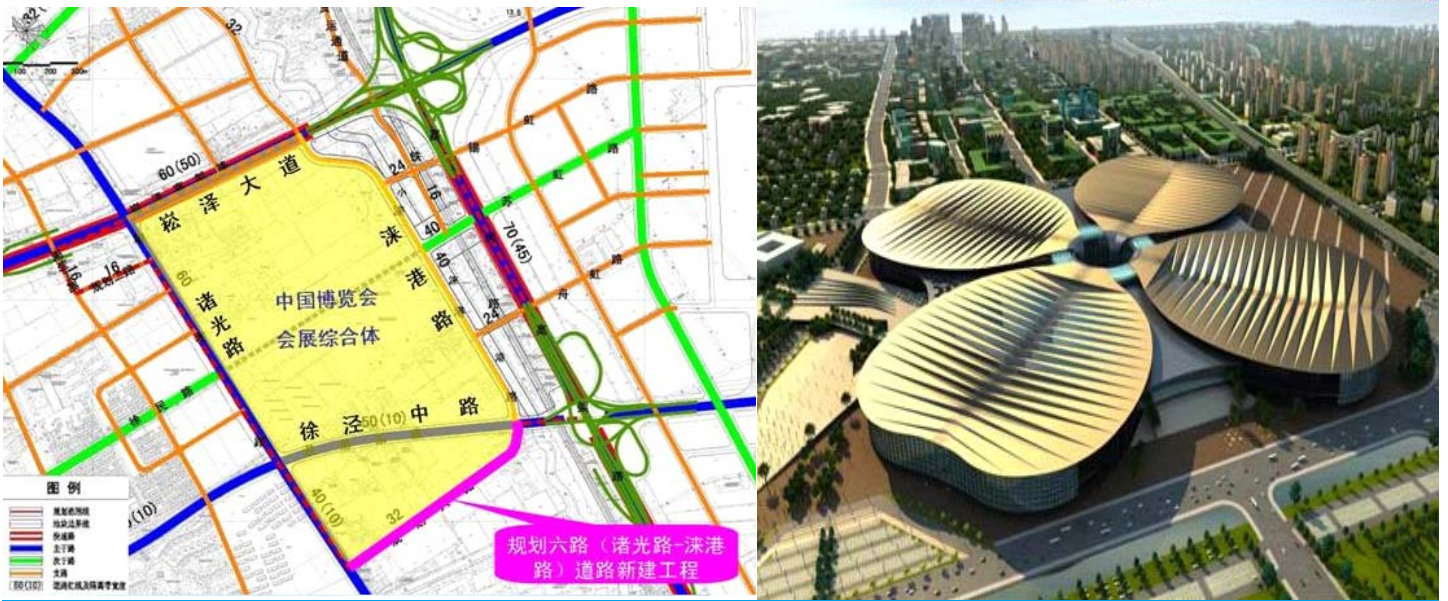
图表5: 东浩集团组织结构——三大主业: 外服、会展、贸易



来源: 东浩集团网站, 国金证券研究所

- 我们认为, 如果能够注入盈利能力较强的外服业务, 将对兰生的业绩提升与长远发展提供动力, 同时也可以是这部分国有资产证券化获得更高估值, 也为国资的部分兑现退出提供空间。
 - ✚ 以上海外服为例, 上海外服成立于 1984 年 8 月, 隶属于东浩兰生集团。是专门为国内外企业和外商驻华代表机构提供人力资源服务以及商务代理、人力资源咨询等延伸服务的综合性企业, 面向中国雇员、外籍雇员和企业提供专业的一站式服务。
 - ✚ 随着自贸区的推进、人民币国际化以及上海日益走向国际金融中心, 全球各大机构的总部也会更多入驻; 可以遇见, 外服业务将要经历较长的上升期。
- 而东浩的会展公司也有多家, 其业务亦有亮点, 并非所有的会展都是利润率显著低于外服, 如果自有展馆 (比如前文我们推断的公司可能有世博园区展馆), 利润率应该是比兰生主业的外贸要好很多的。
 - ✚ 虹桥国家会展中心由中国对外贸易中心和上海世博集团 (上海东浩集团前身) 作为其投资主体于 2012 年筹建, 作为东浩后世博时期的核心项目, 虹桥国家会展中心的建成已成为重组后的东浩兰生集团今年工作的重中之重。
 - ✚ 上海国资委官网消息显示, 东浩兰生集团将基本完成虹桥国家会展项目、制订集团总体改革方案及建设人才保障体系列为 2014 年集团的 3 个重大工作项目。东浩兰生集团总裁池洪日前在接受相关媒体专访时也明确表示, 今年东浩兰生的首要任务是建好虹桥国家会展中心。

图表6: 东浩旗下会展企业正在参与大虹桥枢纽-世界最大会展中心的建设



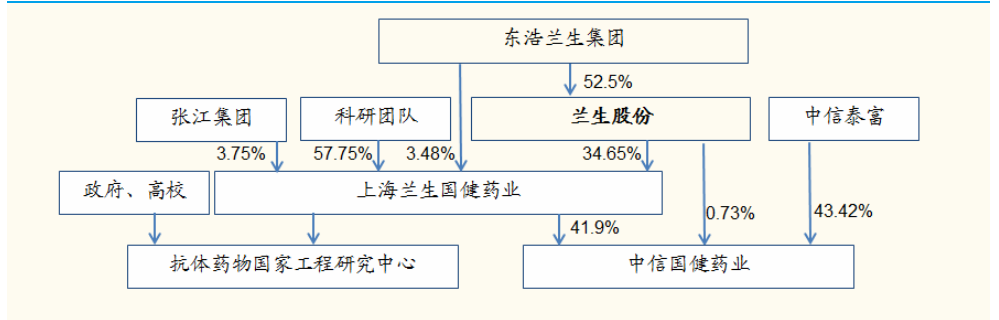
来源: 互联网, 国金证券研究所

参股国健药业, 人源单抗药国内领先, 增势强劲

中信国健, 国内单抗药龙头, 尽享行业巨大空间

- 兰生股份在其股份占比: 中信国健是兰生国健的子公司。2002年兰生国健与香港中信泰富有限公司共同投资组建上海中信国健药业有限公司, 注册资本为人民币 6.86 亿元, 中信泰富出资 3.5 亿元现金, 占 51% 股权, 而兰生国健则以 8 个在研单抗产品及土地作价入股, 占股 49%。2010 年 5 月中信国健增资扩股, 经评估后每股增资价格为 2.69 元, 总股本由 4.5 亿股增加至 5.1 亿股, 其中: 兰生国健占 41.69%, 兰生股份占 0.73%。
- 兰生国健是兰生股份的子公司, 兰生国健股权结构为兰生股份 34.65%, 兰生集团 3.85%, 张江集体 3.75%, 科研团队 57.75%, 专门从事基因工程新药的研制、生产和销售。

图表7: 兰生东浩及兰生股份与中信国健药业股权结构



来源: 公司公告, 网站, 国金证券研究所

- 兰生股份所占股权的市值计算: 上市公司总体持有中信国健药业 16.7% 股权, 而兰生国健药业 2013 年报收益倒推中信国健药业的当年净利润在 2.6 亿以上; 根据目前公司人源单抗药益赛普的畅销、赫赛汀 (单抗仿制药) 年内有望获批生产以及公司目前在国内单抗药领域的领先地位 (不论是发酵罐容量-量产能力、表达效果还是同类药物的研发进度), 按照保守估算, 中信国健的估值可以给到 40~50 倍对应 2013 年 2.6 亿元净利润, 最

保守市值在 104.4~130 亿元，兰生股份近 17% 股权将对应 18~22 亿市值。

■ **单抗药及其市场空间：**

- 随着美国单抗类原研药的专利陆续到期，中国仿制药市场将迎来 10 年黄金发展期；中国单抗产业基数过低，是医药行业中少见的产品稀缺的子行业，基数少，意味着未来行业发展的空间更大，严重的恶性竞争局面在未来 5-10 年内可能不会出现。抗体药物开始逐渐进入医保，2009 年医保调整后，有多个单抗药物进入多个省的医保目录；
- 国际市场单抗药的市场规模都在百亿美元以上，而中国目前不论是量产能力、销售规模还是产品种类上，都与国际市场有很多插件，目前，中国单抗药物市场占全球抗体药物市场的比例很低，不到 1%。其中进口单抗产品占垄断地位。单抗药物细分行业的年均增长率达 25-30%，中国单抗药市场在 2020 年预计将达到 300 亿以上规模。
- 截至 2013 年，国家食品药品监督管理局共批准 20 个抗体药物上市（12 个进口产品，8 个自主或合作研发），主要涉及抗肿瘤、抗排斥、自体免疫疾病等领域，此外还有部分药物处于临床阶段。在进口产品中，上市较早的美罗华（Rituxan）和赫赛汀（Herceptin）样本医院销售额在 5 亿元以上，国产单抗药物中，除益赛普（2013 年样本医院销售额达到 4 亿元）、泰欣生（2013 年样本医院销售额为 2.8 亿元）等产品外，大多单抗仍处在导入期，总仍有巨大发展空间。
- 中信国健在国内单抗领域处于领先龙头地位：
 - 🚩 公司有国内最强的大规模产业化能力：单抗的技术水平取决于大规模培养细胞能力，也就是发酵罐的大小，以及表达水如何；
 - 🚩 而中信国建在工艺上，作为亚洲规模最大的哺乳动物细胞培养生产基地之一，公司拥有国内最先进的 3 条 750 升、2 条 3000 升的真核细胞培养生产线；同时，6 条符合欧盟标准的 5000 升生产线正在建设中。估算其单抗表达量已达克级水平，高于国内同类企业一个数量级，接近国际一线单抗企业的水平。这些使其与韩国 Celltrion、日本 Chugai（两者均为罗氏/Genentech 下属企业）一起成为了亚洲最大单抗生产企业之一。
 - 🚩 单体发酵罐规模国际水平早期为百升级，目前大概在 10000-25000L，Genentech 的总发酵罐规模在 33 万升。

益赛普畅销、曲妥珠单抗将生产，扩产能或成为急需

- 中信国健于 2005 年推出两款单抗类药物益赛普和欣美格，2006 年开始盈利 2007 年至 2014 年，净利润从 0.19 亿上升到 2.67 亿，7 年 CAGR 高达 45.87%。
- **益赛普：**即注射用重组人 II 型肿瘤坏死因子受体一抗体融合蛋白，是国内第一种被称为“肿瘤坏死因子（TNF）拮抗剂”的生物制剂，它能选择性的抑制体内的重要炎症反应物质 TNF，是治疗类风湿关节炎（RA），强直性脊柱炎（AS），银屑病（Ps）等自身免疫系统病的突破性药物；是国内较大规模治疗风湿类的单抗药。
 - 🚩 就全球来说，2013 年 Top100 的重磅药物中，单抗占据了 10% 的份额，并且大品种都集中在类风湿关节炎和肿瘤这类适应症。目前世界范围内的单抗药物销售额总计已达数百亿美元，占到整个

生物制药市场份额的三成以上。在已上市的单抗药物中,销售额排名前 5 位的单抗品种,为整个抗体药物市场贡献着八成以上的市场份额,它们分别是贝伐珠单抗、曲妥珠单抗、阿达木单抗、英利昔单抗、利妥昔单抗。所以,单抗可以说是国外最重磅的一类药物。

- **曲妥珠单抗:** 近日,CFDA 网站显示,国内单抗龙头企业中信国健在研的重磅 2 类生物制品“注射用重组抗 HER2 人源化单克隆抗体”(即曲妥珠单抗)进入待现场检查,如一切顺利,有望今年内获批生产。
 - ✚ 该品种是瑞士罗氏制药的原研药,是罗氏用于治疗 HER2 过度表达的转移性乳腺癌的药物,是一种重组 DNA 衍生的人源化单克隆抗体,可选择性地作用于人表皮生长因子受体-2 (HER2) 的细胞外部位,从而阻断癌细胞的生长,并且还可以刺激身体自身的免疫细胞去摧毁癌细胞。曲妥珠单抗于 1998 年获得 FDA 批准,其商品名为“赫赛汀”。2013 年的全球销售额达 68.39 亿美元。
 - ✚ 赫赛汀作为非常优秀的靶向抗乳腺癌用药,临床认可度很高,但治疗费用极为高昂,一个疗程的费用在 3.2 万美元左右,仿制药上市有望大幅降低用药费用。
- 随着中信国健在单抗药领域的快速发展,产能将逐渐成为其发展瓶颈,从公司披露的招股募资计划中也可可见一斑;
 - 那么,未来中信国建如果是独立上市,兰生股份将通过其持股而获得估值溢价;如果前者不上市,兰生股份也可以分享其快速成长的净利润贡献;如果兰生股份可以增加在中信国建的股权比例,则将是更好的选择。

图表8: 中信国健的募资计划显示其扩产能需求

中信国健上市募集资金使用计划		
项目名称	投资总额	投产时间
3 万升抗体药制备生产线	4.2 亿元	2014.1
年产 10ml 注射剂 2000 万支生产线	2.0 亿元	2014.1
年产 600 万支蛋白质药物制剂生产线	0.7 亿元	2012.7
赛普汀产品市场拓展	0.5 亿元	2013.1

来源: Brilliance Rating, 中国三星经济研究院, 国金证券研究所

兰生房产与持股海通证券, 提供安全边际

兰生房产, 位置优, 收益增长稳定

- 公司在 1990 年代参股上海兰生房产实业有限公司, 建造了位于上海市最市中心淮海中路、西藏路口的兰生大厦, 持有兰生房产 48% 的股份;
 - 兰生房产拥有的兰生大厦, 总建筑面积 59414 平米, 主楼 39 层, 包括 27 层甲级写字楼, 每层约 1200 平米; 1-5 层是大型综合商场裙房, 每层 2000 平米; 2007 年兰生房产出售了其中 2522 平米的两层物业, 还有 56892 平米。
 - 兰生房产, 多年来一直是公司净利润的第二大来源, 提供了较大的安全边际。

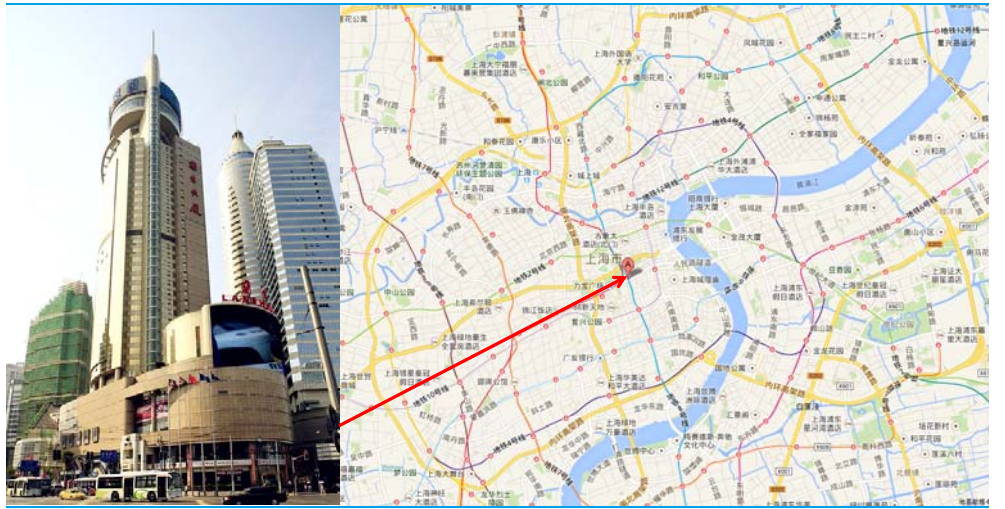
图表9: 兰生大厦最低重估价值也有 27.68 亿元, 折合 1.61 元/股以上

重估单价:	5.5	万元/每平方米
面积:	56892	平方米
物业重估价值:	31.29	亿元
净负债	3.61	亿元
净值	27.68	亿元
股本	4.21	亿元
RNAV	6.58	元
归属上市公司权益的RNAV	3.22	元
折价率50%	1.61	元

注1: 据公司2014年最新1季报显示净负债计算。

来源: 公司公告, 网站, 国金证券研究所

图表10: 兰生大厦位于上海市-正中心-淮海中路、西藏路口



来源: 互联网, 国金证券研究所

海通证券, 股权收益隐性, 增长空间大

- 公司在 2000 年投资海通证券 2.5 亿元, 占海通证券注册资本的 6.67%; 有于 2002 年再投资 2762 万元, 持有海通证券股份 2.92 亿股; 2007 年上海市都市农商社股份有限公司合并海通证券, 公司持有的股份对应为 1.0147 亿股; 之后经历海通证券分红配股等, 到 2013 年年报, 公司共持有海通证券 1.96% 的股权; 若按目前股价减持, 可兑现收益 16 亿元, 而账面成本仅当年成本 2 亿多, 此部分隐性收益较高。

图表11: 公司持有的海通证券股份的价值估算:

海通证券自 2014 年 4 月 29 日前 20 个交易日的均价为	9.833065612 元
$1.96\% * 95.85 * 9.83 * 0.9 = 16.6252$ 亿元	95.8472118 亿股

来源: 公司公告, 国金证券研究所

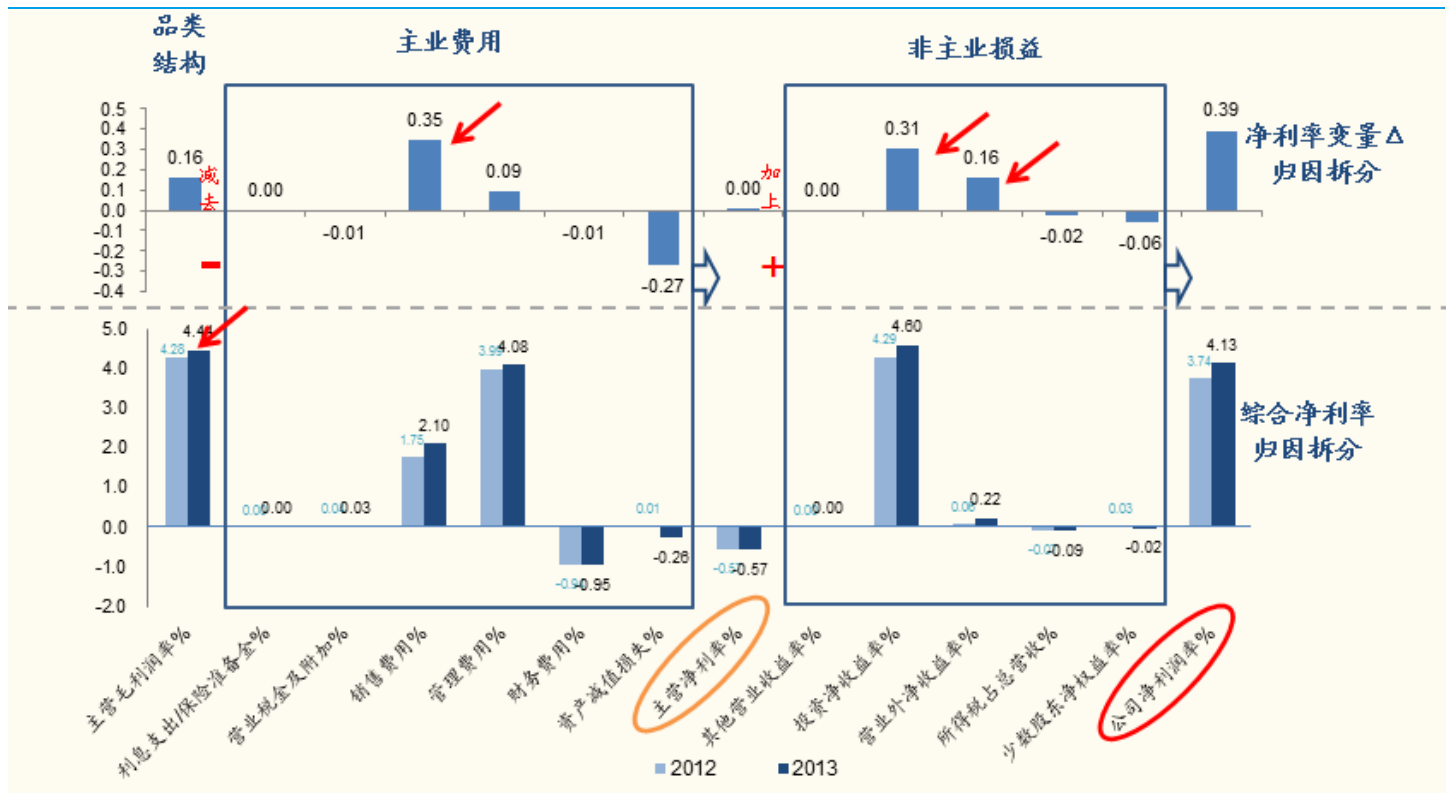
财务分析

出口改善但仍不赚钱, 净利提升收益于投资与营业外收益

- 从以下兰生股份公司综合净利率变动的归因分析, 我们可以看到, 出口地区结构改善所带来毛利率 0.16 个百分点的上升, 但销售费用高涨 0.35 个百分点, 致使主业净利润仍现亏损;

■ 投资与营业外收益才是推升公司综合净利率的根本原因。

图表12: 兰生股份净利率变动归因分析



来源: 公司公告, 国金证券研究所

盈利预测

外贸主业增速将在 5% 上下徘徊, 增长突破看房产收入与国健医药

■ 我们预计, 2014~2016 年, 欧美经济持续缓慢复苏再加公司出口非洲、亚洲等地区的增加, 营收增速将持续在 5%, 而毛利率也将徘徊在 5% 上下。

图表13: 公司外贸主业的销售预测

产品销售收入 (单位: 人民币百万元)

项目	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售总收入 (百万元)	1458.06	1391.98	1290.32	1326.31	1239.09	1303.52	1376.52	1456.36
销售总成本 (百万元)	1390.46	1329.63	1224.80	1269.54	1184.07	1242.33	1306.06	1379.72
毛利 (百万元)	67.60	62.34	65.52	56.77	55.02	61.20	70.46	76.64
平均毛利率	4.64%	4.48%	5.08%	4.28%	4.44%	4.69%	5.12%	5.26%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

估值

公司持有国健市值近 20 亿、房产 RNAV 近 28 亿、海通股份兑现价值 16.6 亿, 已对应每股 15.34 元 (远高于目前股价 13.98 元); 假设东浩注入资产市值 20-30 亿, 则对应股价增加 4.75~7.13 元。目前估值安全边际较高。

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)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	1,290	1,326	1,239	1,304	1,377	1,456	货币资金	273	256	294	290	290	290
增长率	2.8%	-6.6%	5.2%	5.6%	5.8%		应收款项	71	74	92	78	82	87
主营业务成本	-1,225	-1,270	-1,184	-1,242	-1,306	-1,380	存货	31	49	55	39	42	44
%销售收入	94.9%	95.7%	95.3%	94.9%	94.7%		其他流动资产	162	141	165	151	159	168
毛利	66	57	55	61	70	77	流动资产	536	520	605	558	572	588
%销售收入	5.1%	4.3%	4.4%	4.7%	5.1%	5.3%	%总资产	24.3%	18.6%	19.8%	18.5%	18.9%	19.3%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	长期投资	1,592	2,206	2,398	2,399	2,398	2,398
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	64	51	46	39	32	24
营业费用	-28	-23	-26	-25	-26	-28	%总资产	2.9%	1.8%	1.5%	1.3%	1.0%	0.8%
%销售收入	2.2%	1.8%	2.1%	1.9%	1.9%	1.9%	无形资产	5	4	3	12	21	30
管理费用	-58	-53	-51	-52	-55	-58	非流动资产	1,668	2,269	2,454	2,452	2,453	2,454
%销售收入	4.5%	4.0%	4.1%	4.0%	4.0%	4.0%	%总资产	75.7%	81.4%	80.2%	81.5%	81.1%	80.7%
息税前利润 (EBIT)	-21	-20	-22	-16	-11	-9	资产总计	2,204	2,789	3,060	3,010	3,025	3,042
%销售收入	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	短期借款	0	0	0	309	256	197
财务费用	7	12	12	8	5	6	应付款项	290	303	284	324	343	363
%销售收入	-0.6%	-0.9%	-0.9%	-0.6%	-0.4%	-0.4%	其他流动负债	4	-4	-5	26	22	24
资产减值损失	-5	0	3	0	0	0	流动负债	294	299	279	659	621	584
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	74	57	57	60	60	60	其他长期负债	289	424	475	0	0	0
%税前利润	139.6%	113.5%	108.2%	109.8%	105.2%	100.6%	负债	583	724	754	659	621	584
营业利润	54	49	50	52	54	57	普通股股东权益	1,622	2,066	2,306	2,351	2,404	2,458
营业利润率	4.2%	3.7%	4.0%	4.0%	3.9%	3.9%	少数股东权益	-1	-1	-1	-1	0	0
营业外收支	-2	1	3	3	3	3	负债股东权益合计	2,204	2,789	3,060	3,010	3,025	3,042
税前利润	53	50	53	55	57	60	比率分析						
利润率	4.1%	3.8%	4.2%	4.2%	4.1%	4.1%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-1	-1	-1	-1	-1	-1	每股指标						
所得税率	1.9%	1.9%	2.2%	2.0%	2.0%	2.0%	每股收益	0.124	0.118	0.122	0.127	0.132	0.138
净利润	52	49	52	54	56	58	每股净资产	3.857	4.912	5.483	5.590	5.716	5.844
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	-0.139	0.013	-0.032	-0.867	0.019	0.020
归属于母公司的净利润	52	50	51	53	56	58	每股股利	0.000	0.030	0.030	0.020	0.006	0.010
净利率	4.0%	3.7%	4.1%	4.1%	4.0%	4.0%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	3.22%	2.40%	2.22%	2.27%	2.31%	2.37%
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	总资产收益率	2.37%	1.78%	1.67%	1.77%	1.84%	1.91%
净利润	52	49	52	54	56	58	投入资本收益率	-1.10%	-0.78%	-0.77%	-0.59%	-0.40%	-0.35%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	9	6	2	3	4	4	主营业务收入增长率	-7.30%	2.79%	-6.58%	5.20%	5.60%	5.80%
非经营收益	-73	-57	-57	-530	-57	-58	EBIT增长率	-29.54%	-7.68%	10.48%	-27.43%	-31.54%	-13.39%
营运资金变动	-47	8	-10	108	6	5	净利润增长率	N/A	-4.98%	3.23%	4.01%	4.39%	4.55%
经营活动现金净流	-58	5	-14	-365	8	8	总资产增长率	-13.90%	26.50%	9.72%	-1.62%	0.48%	0.57%
资本开支	0	1	0	-4	-1	-2	资产管理能力						
投资	16	207	1,230	-1	0	0	应收账款周转天数	4.8	3.6	6.5	4.7	4.7	4.7
其他	29	29	31	60	60	60	存货周转天数	10.2	11.6	16.0	11.6	11.6	11.6
投资活动现金净流	45	237	1,260	55	59	58	应付账款周转天数	18.7	17.0	20.0	20.0	20.0	20.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	18.0	14.1	13.7	10.8	8.1	5.8
债权募资	-4	0	0	309	-53	-59	偿债能力						
其他	-7	-11	-16	-3	-14	-7	净负债/股东权益	-16.82%	-12.38%	-12.75%	0.80%	-1.42%	-3.80%
筹资活动现金净流	-12	-11	-16	305	-67	-66	EBIT利息保障倍数	2.9	1.6	1.9	2.1	2.2	1.6
现金净流量	-25	231	1,231	-4	0	0	资产负债率	26.45%	25.95%	24.64%	21.91%	20.52%	19.19%

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
评分	0	0	0	0	0

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

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

最终评分与平均投资建议对照：

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

长期竞争力评级的说明：

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

优化市盈率计算的说明：

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

投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明:

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: (8621)-61038271

传真: (8621)-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: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

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: 深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD