

兰生股份 (600826.SH) 贸易行业

评级：买入 维持评级

公司点评

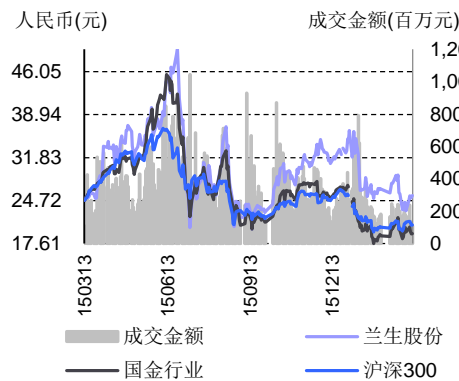
市场价格(人民币): 25.59元

扣非增 81.58%，关注集团整合继续推进

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)	10,764.24
年内股价最高最低(元)	49.74/20.01
沪深 300 指数	3018.28
上证指数	2810.31



相关报告

1. 《中信国健兑现在即、集团整合箭在弦上-兰生股份公司业绩点评》，2015.11.4

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	1.255	1.215	1.289	1.387	1.489
每股净资产(元)	9.57	7.67	8.56	9.04	10.13
每股经营性现金流(元)	-0.04	-0.18	-1.09	-0.59	-0.37
市盈率(倍)	15.61	28.35	19.85	18.45	17.18
行业优化市盈率(倍)	35.99	58.46	42.93	42.93	42.93
净利润增长率(%)	930.69%	-3.22%	6.11%	7.60%	7.38%
净资产收益率(%)	13.11%	15.84%	15.07%	15.34%	14.70%
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

业绩简评

■ 兰生股份 2015 年年报实现营收 23.93 亿元，同比增 55.65%；净利润/扣非净利润 5.1 亿/8013 万元，EPS 1.215 元，同比增长分别为-3.23%、81.58%、-3.19%。外贸业绩高于预期。

经营分析

- **外贸主业混改、并入“上轻”皆完成，营、利稳增可持续：**(1) 公司作为 2013 年底上海国企改革第一家、2014 年首家彻底完成子公司混合所有制改革的上海国企，49%的管理层持股、激励充分；(2) 2015 年有实现集团资产整合的部分承诺，完成注入上海轻工，使得本已扭亏为盈的外贸主业营收增长过半、外贸净利增长 12 倍；(3) 我们认为，目前公司外贸主业稳健增长，增速最快为德国及东南亚、核心产品转型为需求强劲的机电产品，未来盈利将为正增长，为公司总体业绩贡献稳健安全边际。
- **核心地段物业等资产价值数十亿，与主业净利共同构筑业绩安全边际：**公司持有 48% 股权的兰生大厦，地处上海市中心核心地段，租金收入稳定增长 (2015 年收入增 6.8%) RNAV 近二三十亿；作为上海本地国企，公司所持有大量海通证券流通股二三十亿。上述资产不但为公司提供较高安全边际，亦为公司未来整合资产提供了大量可用现金。
- **典型的大集体小公司，改革推进、资产整合概率大：**(1) 合并后的东浩兰生集团旗下只有兰生股份一家上市平台，而集团资产是上市公司资产的数十倍；(2) 根据自 2013 年以来历届股东大会公开信息，未来集团的全部或核心资产整合到上市公司是确定的方向；集团主业-现代服务业的三大核心是外贸、外服、会展，近年来都是二位数的净利增速，仅以外服业务 20~30 倍估值，市值近 120~180 亿。

盈利调整

■ 我们调整公司盈利预测为 2016/17/18 公司实现净利润 5.42/5.83/6.26 亿。

投资建议

■ 公司目前股价对应市值 107.64 亿；我们认为，东浩兰生集团改革方向确定、未来进一步资产整合概率较大，整合后市值提升空间在 50-100%；而公司主业资产无拖累、物业及其他资产提供较高安全边际；维持“买入”评级。

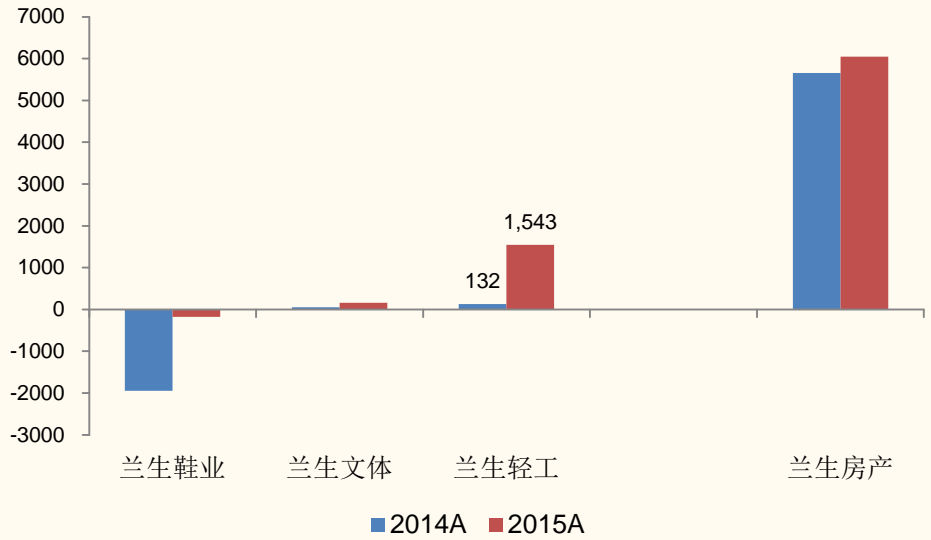
赵海春 分析师 SAC 执业编号：S1130514100001
(8621)61038261
zhaohc@gjzq.com.cn

并入上海轻工后，扣非增 81.58%；未来进一步整合概率大

外贸主业混改、并入“上轻”皆完成，营、利稳增可持续

- 公司作为 2013 年底上海国企改革第一家、2014 年首家彻底完成子公司混合所有制改革的上海国企，49%的管理层持股、激励充分；
- 2015 年有实现集团资产整合的部分承诺，完成注入上海轻工，使得本已扭亏为盈的外贸主业营收增长过半、外贸净利增长 11.72 倍；

图表 1：主业继 2014 年扭亏以来，并入上海轻工后强劲增长近 12 倍



来源：公司公告，国金证券研究所

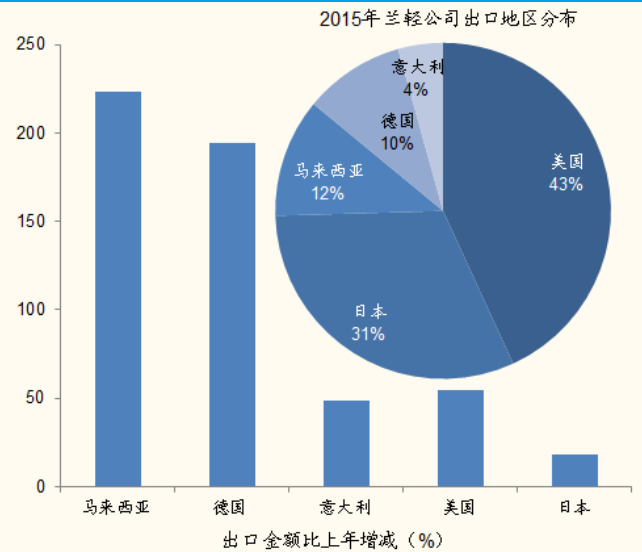
- 我们认为，目前公司外贸主业稳健增长，主要出口国为德国及东南亚、核心产品转型为需求强劲的机电产品，未来盈利将为正增长，为公司总体业绩贡献稳健安全边际。（兰轻公司，即彻底混合所有制改革后、兰生股份持股 51%、管理层持股 49%的外贸平台子公司）

图表 2：2015 年兰轻公司出口品类分布



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：2015 年兰轻公司出口地区分布



来源：公司公告，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	1,239	1,387	2,393	2,479	2,602	2,733	货币资金	294	210	869	1,110	1,236	1,717
增长率		11.9%	72.6%	3.6%	5.0%	5.0%	应收款项	92	142	233	224	235	247
主营业务成本	-1,184	-1,314	-2,275	-2,372	-2,491	-2,615	存货	55	55	95	71	75	79
%销售收入	95.6%	94.7%	95.1%	95.7%	95.7%	95.7%	其他流动资产	165	134	302	239	251	264
毛利	55	73	118	106	112	117	流动资产	605	541	1,499	1,645	1,798	2,306
%销售收入	4.4%	5.3%	4.9%	4.3%	4.3%	4.3%	%总资产	19.8%	10.1%	33.1%	35.3%	37.4%	43.4%
营业税金及附加	0	0	-2	-2	-2	-2	长期投资	2,398	4,784	2,987	2,988	2,987	2,987
%销售收入	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产	46	34	30	29	26	23
营业费用	-26	-29	-58	-59	-62	-66	%总资产	1.5%	0.6%	0.7%	0.6%	0.5%	0.4%
%销售收入	2.1%	2.1%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	无形资产	3	1	1	1	1	1
管理费用	-51	-60	-63	-64	-68	-71	非流动资产	2,454	4,829	3,029	3,019	3,015	3,012
%销售收入	4.1%	4.3%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	%总资产	80.2%	89.9%	66.9%	64.7%	62.6%	56.6%
息税前利润 (EBIT)	-22	-16	-4	-19	-20	-21	资产总计	3,060	5,369	4,527	4,664	4,813	5,319
%销售收入	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	12	12	35	20	24	31	应付款项	284	281	608	586	616	646
%销售收入	-0.9%	-0.9%	-1.5%	-0.8%	-0.9%	-1.1%	其他流动负债	-5	150	160	333	341	350
资产减值损失	3	-22	-3	0	0	0	流动负债	279	432	768	919	957	996
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	57	693	625	700	750	800	其他长期负债	475	880	496	100	0	0
%税前利润	108.2%	103.6%	93.5%	99.4%	99.1%	98.5%	负债	754	1,312	1,264	1,019	957	997
营业利润	50	666	654	701	754	809	普通股股东权益	2,306	4,026	3,225	3,599	3,803	4,262
营业利润率	4.0%	48.0%	27.3%	28.3%	29.0%	29.6%	少数股东权益	-1	32	39	46	53	60
营业外收支	3	2	15	3	3	3	负债股东权益合计	3,060	5,369	4,527	4,664	4,813	5,319
税前利润	53	669	669	704	757	812	比率分析						
利润率	4.2%	48.2%	27.9%	28.4%	29.1%	29.7%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-1	-147	-151	-155	-167	-179	每股指标						
所得税率	2.2%	22.0%	22.5%	22.0%	22.0%	22.0%	每股收益	0.122	1.255	1.215	1.289	1.387	1.489
净利润	52	522	518	549	590	633	每股净资产	5.483	9.571	7.666	8.555	9.042	10.131
少数股东损益	0	-6	7	7	7	7	每股经营现金净流	-0.032	-0.041	-0.182	-1.088	-0.591	-0.369
归属于母公司的净利润	51	528	511	542	583	626	每股股利	0.040	0.050	0.380	0.400	0.400	0.400
净利率	4.1%	38.1%	21.3%	21.9%	22.4%	22.9%	回报率						
							净资产收益率	2.22%	13.11%	15.84%	15.07%	15.34%	14.70%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	1.67%	9.83%	11.29%	11.62%	12.12%	11.78%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	-0.77%	-0.26%	-0.08%	-0.40%	-0.41%	-0.39%
净利润	52	522	518	549	590	633	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	-6.58%	11.92%	72.60%	3.56%	5.00%	5.00%
非现金支出	2	27	6	3	3	3	EBIT 增长率	10.48%	-24.95%	76.03%	#DIV/0!	-5.00%	-5.00%
非经营收益	-57	-698	-637	-1,089	-853	-803	净利润增长率	3.23%	930.69%	-3.22%	6.11%	7.60%	7.38%
营运资金变动	-10	132	37	79	11	11	总资产增长率	9.72%	75.49%	-15.69%	3.02%	3.20%	10.51%
经营活动现金净流	-14	-17	-76	-458	-249	-155	资产管理能力						
资本开支	0	0	0	0	4	3	应收账款周转天数	6.5	12.5	13.4	15.0	15.0	15.0
投资	1,230	5,162	13,023	-1	0	0	存货周转天数	16.0	15.2	12.0	11.0	11.0	11.0
其他	31	635	614	700	750	800	应付账款周转天数	20.0	20.6	20.4	20.0	20.0	20.0
投资活动现金净流	1,260	5,797	13,638	699	754	803	固定资产周转天数	13.7	8.9	4.6	4.1	3.5	2.9
股权募资	0	39	0	0	-210	0	偿债能力						
债权募资	0	0	0	0	0	1	净负债/股东权益	-12.75%	-5.18%	-26.62%	-30.45%	-32.06%	-39.71%
其他	-16	-19	-152	0	-168	-168	EBIT 利息保障倍数	1.9	1.3	0.1	0.9	N/A	N/A
筹资活动现金净流	-16	20	-152	0	-379	-167	资产负债率	24.64%	24.43%	27.91%	21.86%	19.88%	18.75%
现金净流量	1,231	5,800	13,409	241	127	481							

市场中相关报告评级比率分析

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

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

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

最终评分与平均投资建议对照：

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2014-04-29	增持	13.98	15.34~0.00
2	2014-05-16	增持	15.15	N/A
3	2014-05-29	增持	14.60	N/A
4	2014-08-07	增持	16.00	N/A
5	2014-08-25	买入	18.03	N/A
6	2015-11-04	买入	28.27	40.00~48.00

来源：国金证券研究所



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