兰生股份 (600826.SH)　贸易行业

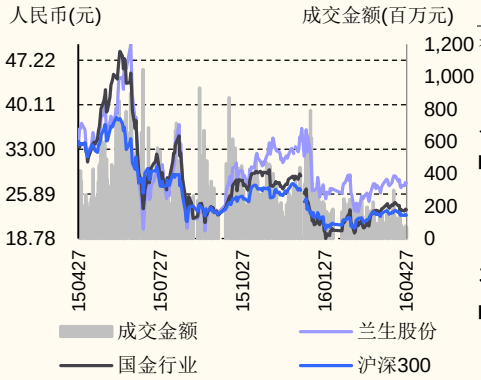
评级：买入　维持评级　　**公司点评**

市场价格（人民币）：27.61 元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	420.64
总市值(百万元)	11,613.93
年内股价最高最低(元)	49.74/20.01
沪深 300 指数	3165.92
上证指数	2953.67



相关报告

1.《扣非增 81.58%，关注集团整合继续推进-兰生股份公司点评》，2016.3.14

2.《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

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

兑现国健、净利增 8 倍，集团资产整合在望

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	1.831	1.489	1.593
每股净资产(元)	9.57	7.67	9.10	9.69	10.88
每股经营性现金流(元)	-0.04	-0.18	-1.24	-0.61	-0.38
市盈率(倍)	15.61	28.35	13.98	17.18	16.06
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%	50.75%	-18.67%	6.99%
净资产收益率(%)	13.11%	15.84%	20.13%	15.37%	14.64%
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 2016 年一季报实现营收 6.34 亿元，同比增 30.9%；净利润/扣非净利润 6.67 亿/ 1063 万元，EPS 1.59 元，同比增长分别为 **829.72**%、 -2.24%、835.29%。一季度净利润高于上年全年，业绩高于预期。

经营分析

- **出售中信国健股权实现收益 6.56 亿元，主业更清晰；下一站，集团资产整合概率进一步提升**：（1）公司于 2016 年 1 月 29 日收到出售中信国健股权的全款 9.34 亿，实现投资收益 6.56 亿，导致公司一季度净利润已经远超上年全；（2）自 2013 年 12 月东浩与兰生集团合并以来，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；（3）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以外贸、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。
- **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。

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 7.77/6.26/6.7 亿。

投资建议

- 公司目前股价对应市值 116.1 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。

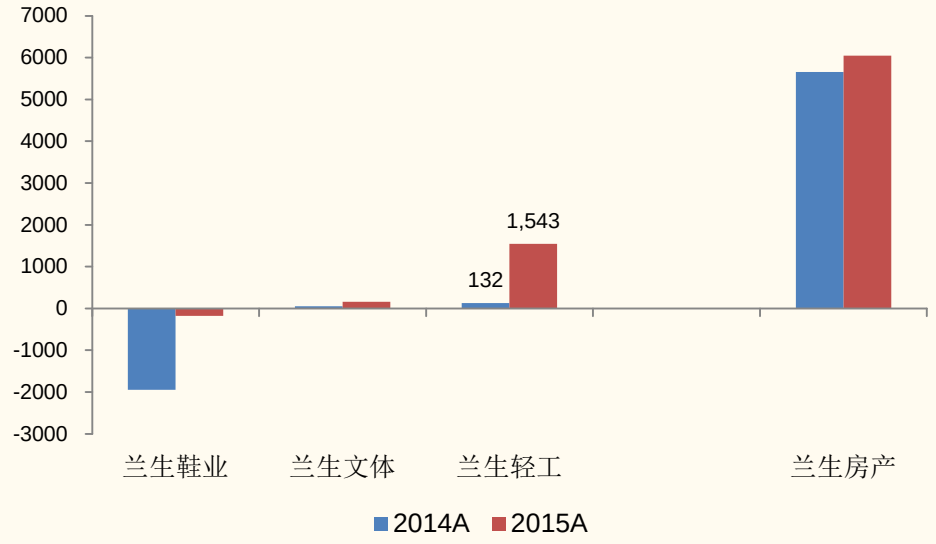
敬请参阅最后一页特别声明

兑现国健、净利增 8 倍，集团资产整合在望

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



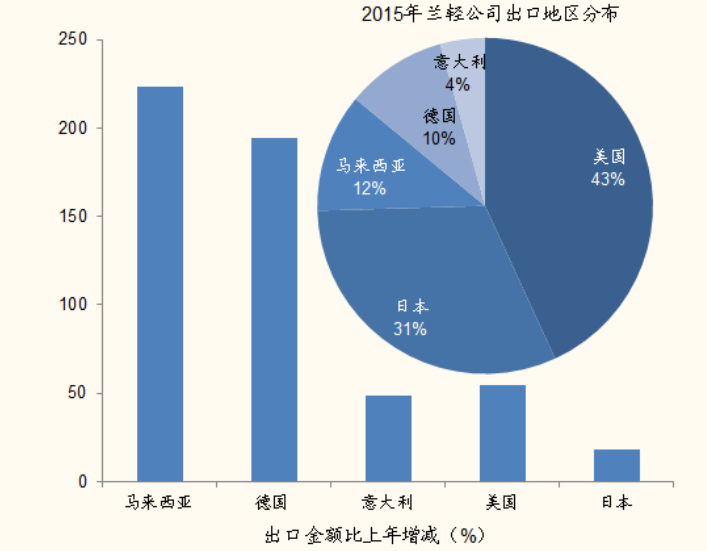
来源：公司公告，国金证券研究所

- 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）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	**1,239**	**1,387**	**2,393**	**2,479**	**2,602**	**2,733**
增长率		11.9%	72.6%	3.6%	5.0%	5.0%
主营业务成本	-1,184	-1,314	-2,275	-2,372	-2,491	-2,615
%销售收入	95.6%	94.7%	95.1%	95.7%	95.7%	95.7%
毛利	55	73	118	106	112	117
%销售收入	4.4%	5.3%	4.9%	4.3%	4.3%	4.3%
营业税金及附加	0	0	-2	-2	-2	-2
%销售收入	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-26	-29	-58	-59	-62	-66
%销售收入	2.1%	2.1%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
管理费用	-51	-60	-63	-64	-68	-71
%销售收入	4.1%	4.3%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
息税前利润（EBIT）	-22	-16	-4	-19	-20	-21
%销售收入	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
财务费用	12	12	35	23	29	37
%销售收入	-0.9%	-0.9%	-1.5%	-0.9%	-1.1%	-1.3%
资产减值损失	3	-22	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	57	693	625	990	800	850
%税前利润	108.2%	103.6%	93.5%	99.4%	98.5%	97.9%
营业利润	50	666	654	993	809	865
营业利润率	4.0%	48.0%	27.3%	40.1%	31.1%	31.7%
营业外收支	3	2	15	3	3	3
税前利润	53	669	669	996	812	868
利润率	4.2%	48.2%	27.9%	40.2%	31.2%	31.8%
所得税	-1	-147	-151	-219	-179	-191
所得税率	2.2%	22.0%	22.5%	22.0%	22.0%	22.0%
净利润	52	522	518	777	633	677
少数股东损益	0	-6	7	7	7	7
归属于母公司的净利润	**51**	**528**	**511**	**770**	**626**	**670**
净利率	4.1%	38.1%	21.3%	31.1%	24.1%	24.5%

现金流量表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	52	522	518	777	633	677
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	2	27	6	3	3	3
非经营收益	-57	-698	-637	-1,379	-903	-853
营运资金变动	-10	132	37	79	11	11
经营活动现金净流	**-14**	**-17**	**-76**	**-520**	**-256**	**-161**
资本开支	0	0	0	0	4	3
投资	1,230	5,162	13,023	-1	0	0
其他	31	635	614	990	800	850
投资活动现金净流	**1,260**	**5,797**	**13,638**	**989**	**804**	**853**
股权募资	0	39	0	0	-210	0
债权募资	0	0	0	0	0	1
其他	-16	-19	-152	0	-168	-168
筹资活动现金净流	**-16**	**20**	**-152**	**0**	**-379**	**-167**
现金净流量	**1,231**	**5,800**	**13,409**	**469**	**170**	**524**

资产负债表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	294	210	869	1,338	1,507	2,032
应收款项	92	142	233	224	235	247
存货	55	55	95	71	75	79
其他流动资产	165	134	302	239	251	264
流动资产	605	541	1,499	1,873	2,069	2,621
%总资产	19.8%	10.1%	33.1%	38.3%	40.7%	46.5%
长期投资	2,398	4,784	2,987	2,988	2,987	2,987
固定资产	46	34	30	29	26	23
%总资产	1.5%	0.6%	0.7%	0.6%	0.5%	0.4%
无形资产	3	1	1	1	1	1
非流动资产	2,454	4,829	3,029	3,019	3,015	3,012
%总资产	80.2%	89.9%	66.9%	61.7%	59.3%	53.5%
资产总计	**3,060**	**5,369**	**4,527**	**4,892**	**5,084**	**5,634**
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	284	281	608	586	616	646
其他流动负债	-5	150	160	333	341	350
流动负债	279	432	768	919	957	996
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	475	880	496	100	0	0
负债	**754**	**1,312**	**1,264**	**1,019**	**957**	**997**
普通股股东权益	2,306	4,026	3,225	3,827	4,075	4,576
少数股东权益	-1	32	39	46	53	60
负债股东权益合计	**3,060**	**5,369**	**4,527**	**4,892**	**5,084**	**5,634**

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.122	1.255	1.215	1.831	1.489	1.593
每股净资产	5.483	9.571	7.666	9.097	9.687	10.880
每股经营现金净流	-0.032	-0.041	-0.182	-1.236	-0.608	-0.384
每股股利	0.040	0.050	0.380	0.400	0.400	0.400
回报率						
净资产收益率	2.22%	13.11%	15.84%	20.13%	15.37%	14.64%
总资产收益率	1.67%	9.83%	11.29%	15.74%	12.32%	11.90%
投入资本收益率	-0.77%	-0.26%	-0.08%	-0.38%	-0.39%	-0.36%
增长率						
主营业务收入增长率	-6.58%	11.92%	72.60%	3.56%	5.00%	5.00%
EBIT 增长率	10.48%	-24.95%	76.03%	#DIV/0!	-5.00%	-5.00%
净利润增长率	3.23%	930.69%	-3.22%	50.75%	-18.67%	6.99%
总资产增长率	9.72%	75.49%	-15.69%	8.05%	3.93%	10.81%
资产管理能力						
应收账款周转天数	6.5	12.5	13.4	15.0	15.0	15.0
存货周转天数	16.0	15.2	12.0	11.0	11.0	11.0
应付账款周转天数	20.0	20.6	20.4	20.0	20.0	20.0
固定资产周转天数	13.7	8.9	4.6	4.1	3.5	2.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-12.75%	-5.18%	-26.62%	-34.54%	-36.52%	-43.80%
EBIT 利息保障倍数	1.9	1.3	0.1	0.9	N/A	N/A
资产负债率	24.64%	24.43%	27.91%	20.84%	18.82%	17.70%

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
7	2016-03-14	买入	25.59	N/A

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为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