

浙江东方 (600120)

重组方案变化，金控转型方向不变

——浙江东方复牌点评

	刘欣琦 (分析师)	张为 (研究助理)	孔祥 (分析师)
	021-38676647	021-38674936	021-38674744
	liuxinqi@gtjas.com	zhangwei015779@gtjas.com	Kongxiang@gtjas.com
证书编号	S0880515050001	S0880115110069	S0880515080006

本报告导读:

公司资产重组方案发生变化，地方持牌 AMC 浙商资产未被注入，考虑到公司 16 年业绩有望维持平稳，以及金融牌照的稀缺价值，给予“增持”评级。

投资要点:

- 维持“增持”评级，下调目标价至 24.8 元/股。公司调整资产重组方案，不再收购浙江省持牌 AMC 浙商资产，在国企改革的大背景，公司金控布局仍有望持续推进。公司 16Q1 归母净利润同比增长 48.9%，原有业务保持高速增长，维持公司 16-18 年 EPS 为 1.24 元、1.28 元、1.41 元，考虑到此次重组方案有所变更，给予公司 2016 年 20 X PE，对应目标价 24.8 元/股。
- 主业盈利水平有望维持平稳，金融牌照仍为稀缺资源。①公司外贸主业利润率水平近年有所下滑，投资收益成为主要收入来源，而未来市场波动对于公司盈利存在一定影响。考虑到公司 15 年留存投资收益有望在 16 年逐步释放，因此 16 年业绩维持 15 年同期水平为大概率事件。②此次收购的浙金信托、大地期货、中韩人寿均行业排名靠后，盈利能力较差，2015 年分别实现净利润 6401 万元、2958 万元、-9273 万元，短期对于公司业绩难有贡献。③公司收购金融资产估值处于行业平均水平，溢价较低，短期内金融牌照（信托+期货+保险）仍为稀缺资源，因此具备较高的安全边际。
- 国企改革背景下，公司金控布局有望持续推进。公司作为浙江省国资上市平台，此次注入浙江省持牌 AMC 浙商资产失败，并未改变后续注入股东旗下其他金融资产预期。收购完成后，公司将拥有直投基金、融资租赁、信托、期货、保险等牌照，金控转型布局稳步推进。
- 风险提示：重组方案审批风险

财务摘要 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	10,340	7,703	6,610	7,428	8,367
(+/-)%	-4%	-26%	-14%	12%	13%
经营利润 (EBIT)	336	369	86	123	202
(+/-)%	32%	10%	-77%	44%	64%
净利润	617	589	628	647	710
(+/-)%	1%	-5%	7%	3%	10%
每股净收益 (元)	1.22	1.16	1.24	1.28	1.41
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营利润率 (%)	3.2%	4.8%	1.3%	1.7%	2.4%
净资产收益率 (%)	22.2%	17.8%	16.4%	14.8%	14.2%
投入资本回报率 (%)	16.3%	46.3%	30.8%	8.4%	21.7%
EV/EBITDA	29.5	24.7	80.7	63.6	39.0
市盈率	16.3	17.0	16.0	15.5	14.1
股息率 (%)	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 24.80

上次预测: 30.91

当前价格: 19.74

2016.06.30

交易数据

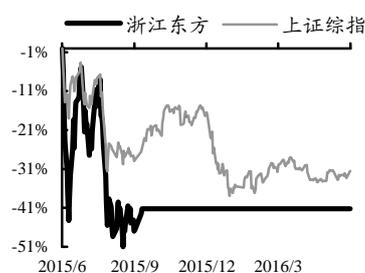
52 周内股价区间 (元)	16.27-36.00
总市值 (百万元)	9,978
总股本/流通 A 股 (百万股)	505/505
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	0.00
日均成交值 (百万元)	0.00

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	5,936
每股净资产	11.74
市净率	1.7
净负债率	-4.96%

EPS (元)	2015A	2016E
Q1	0.19	0.25
Q2	0.40	0.38
Q3	0.30	0.32
Q4	0.28	0.29
全年	1.16	1.24

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	0%	0%	-37%
相对指数	-4%	0%	-10%

相关报告

《AMC 第一股，转型金控再起航》2016.03.16

《浙江国企改革催生新机遇》2014.10.31

模型更新时间: 2016.06.30

股票研究

金融
综合金融

浙江东方 (600120)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **24.80**

上次预测: 30.91

当前价格: 19.74

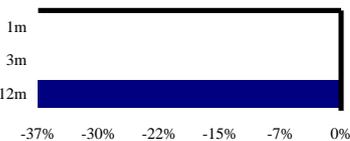
公司网址

www.zjorient.com

公司简介

公司立足外贸主业,在发挥针棉织产品特色的基础上,形成了以服装、服饰、家用纺织品为主导,涉及十余个门类,三千多个商品种类的出口优势,形成了接单、设计打样、生产、储运各环节紧密配套、管理规范的贸易体系。公司在抓好核心业务的同时,利用上市的平台,抓住商机,积极投资新兴产业,在房地产业、新材料新技术开发、金融证券等领域形成了一定的产业投资规模,如今已成为以进出口贸易为龙头,多元并举的现代化、综合型企业集团。

绝对价格回报 (%)

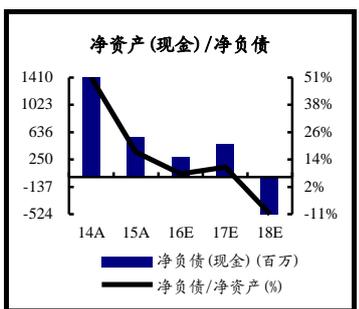
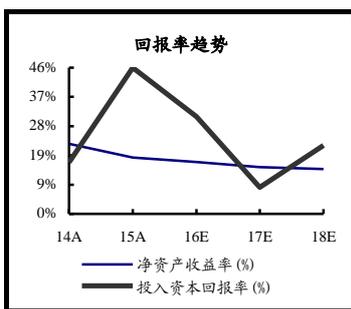
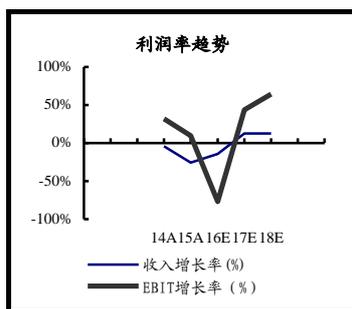


52 周价格范围 16.27-36.00

市值 (百万) 9,978

财务预测 (单位: 百万元)

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
损益表					
营业总收入	10,340	7,703	6,610	7,428	8,367
营业成本	9,381	6,624	5,915	6,620	7,393
税金及附加	22	75	64	72	82
销售费用	318	342	294	330	372
管理费用	283	293	252	283	319
EBIT	336	369	86	123	202
公允价值变动收益	-72	-28	0	0	0
投资收益	956	987	987	987	987
财务费用	135	74	58	64	38
营业利润	901	950	1,015	1,046	1,151
所得税	268	356	380	391	430
少数股东损益	68	32	34	35	39
净利润	617	589	628	647	710
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	900	848	976	976	976
其他流动资产	220	359	0	0	0
长期投资	3,859	4,552	4,552	4,552	4,552
固定资产合计	462	497	490	483	477
无形及其他资产	478	505	535	564	594
资产合计	11,231	11,324	10,548	11,927	11,718
流动负债	5,128	4,511	4,010	4,807	3,948
非流动负债	1,217	1,036	200	202	205
股东权益	2,781	3,308	3,835	4,381	4,990
投入资本(IC)	1,480	506	176	933	593
现金流量表					
NOPLAT	241	234	54	78	128
折旧与摊销	53	61	43	42	42
流动资金增量	-130	805	-32	-733	363
资本支出	-108	-130	-38	-38	-38
自由现金流	57	970	27	-651	495
经营现金流	-213	395	-351	-940	197
投资现金流	760	718	949	949	949
融资现金流	-905	-1,142	-471	-10	-1,146
现金流净增加额	-358	-29	127	0	0
财务指标					
成长性					
收入增长率	-4.2%	-25.5%	-14.2%	12.4%	12.6%
EBIT 增长率	31.9%	9.7%	-76.8%	43.9%	64.2%
净利润增长率	1.4%	-4.5%	6.6%	3.0%	9.9%
利润率					
毛利率	9.3%	14.0%	10.5%	10.9%	11.6%
EBIT 率	3.2%	4.8%	1.3%	1.7%	2.4%
净利润率	6.0%	7.6%	9.5%	8.7%	8.5%
收益率					
净资产收益率(ROE)	22.2%	17.8%	16.4%	14.8%	14.2%
总资产收益率(ROA)	5.5%	5.2%	6.0%	5.4%	6.1%
投入资本回报率(ROIC)	16.3%	46.3%	30.8%	8.4%	21.7%
运营能力					
存货周转天数	116	157	157	157	157
应收账款周转天数	25	38	38	38	38
总资产周转天数	405	534	604	552	516
净利润现金含量	-0.35	0.67	-0.56	-1.45	0.28
资本支出/收入	1%	2%	1%	1%	0%
偿债能力					
资产负债率	56.5%	49.0%	39.9%	42.0%	35.4%
净负债率	50.7%	17.3%	7.5%	10.6%	-10.5%
估值比率					
PE	16.3	17.0	16.0	15.5	14.1
PB	3.6	3.0	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	29.5	24.7	80.7	63.6	39.0
P/S	1.0	1.3	1.5	1.4	1.2
股息率	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%



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

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。

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。

	评级	说明
股票投资评级	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
行业投资评级	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	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 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 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		