

2015年05月06日

兰生股份 (600826.SH)

业绩表现优异，改制成功提升主业发展，国企改革加速转型步伐

■经营规模提升，业绩表现优异。公司15Q1实现营收4.84亿，同比增长84.71%（14Q1-Q4增速分别为-5.2%、-8.7%、8.5%、56.2%）；归母净利润0.72亿，同比增长681.33%（14Q1-Q4增速分别为6.0%、1.7%、162.8%、6441.4%）；扣非后归母净利润0.11亿，同比增长19.90%；EPS为0.17元；加权平均ROE为1.80%，同比增加1.37个百分点。本期减持海通证券370万股，获净收益5991万致业绩大幅提升。

■改制推进经营规模提升，投资收益贡献业绩增量。14年兰轻公司改制成功，上海市轻工业品进出口有限公司优秀经营团队加盟贸易板块，推进公司经营规模大幅增加，本期实现营业收入4.84亿，同比增长84.71%。此外，本期实现毛利率4.57%，同比减少1.65个百分点。报告期内费用控制得当，期间费用率为3.96%，同比减少1.17个百分点。其中，销售费用率2.67%，同比增加0.64个百分点（主要系营业收入增加后销售费用相应大幅增加所致）；管理费用率1.77%，同比减少2.33个百分点，财务费用率-0.48%，同比增加0.52个百分点。投资收益贡献本期主要业绩增量，减持海通证券370万股，共获净收益5991万致归母净利润达0.72亿，同比增长681.33%，报告期内实现净利率14.82%，同比增加11.32个百分点。

■上市平台资源稀缺，重组改革逐步落地推进未来建设。公司为东浩兰生集团旗下唯一上市平台，也是上海市国企改革的优质标的，自13年12月以来，先后在自贸区设立子公司、实现集团整合、积极推进贸易板块改制等，站在国企改革的最前沿，当前集团资产证券化率仅为10%，时逢2015国企改革大力推进，公司必将大有作为。

首次覆盖，给予增持-A评级。预计15-17年EPS分别为0.51元、0.70元、0.97元，对应当前股价PE分别为65倍、47倍、34倍，给予增持-A评级。

■风险提示：集团资产注入存在不确定性。

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,239.1	1,386.8	1,567.1	1,786.5	2,054.4
净利润	51.2	527.9	215.3	294.2	407.5
每股收益(元)	0.12	1.26	0.51	0.70	0.97
每股净资产(元)	5.48	9.57	1.74	2.57	3.68
盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	276.3	26.3	65.0	47.4	34.2
市净率(倍)	6.1	3.5	19.1	12.9	9.0
净利润率	4.1%	38.1%	13.7%	16.5%	19.8%
净资产收益率	2.2%	12.9%	28.1%	26.3%	25.7%
股息收益率	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	-18.5%	-304.7%	-26.2%	31.4%	14.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

贸易 III

投资评级

增持-A

首次评级

6个月目标价

40.09元

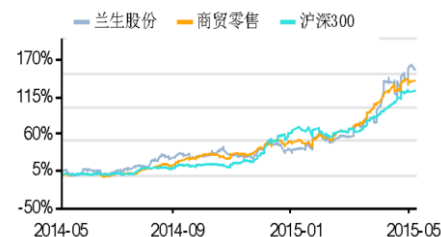
股价(2015-05-05)

34.22元

交易数据

总市值(百万元)	14,394.38
流通市值(百万元)	14,394.38
总股本(百万股)	420.64
流通股本(百万股)	420.64
12个月价格区间	14.20/37.64元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-10.10	21.17	19.31
绝对收益	0.12	57.70	132.47

张龙

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020030
zhanglong@essence.com.cn
021-68766113

报告联系人

张璐芳

021-68766135

zhanglf2@essence.com.cn

相关报告

经营规模提升，业绩表现优异。公司 15Q1 实现营收 4.84 亿，同比增长 84.71% (14Q1-Q4 增速分别为 -5.2%、-8.7%、8.5%、56.2%)；归母净利润 0.72 亿，同比增长 681.33% (14Q1-Q4 增速分别为 6.0%、1.7%、162.8%、6441.4%)；扣非后归母净利润 0.11 亿，同比增长 19.90%；EPS 为 0.17 元；加权平均 ROE 为 1.80%，同比增加 1.37 个百分点。本期减持海通证券 370 万股，获净收益 5991 万致业绩大幅提升。

改制推进经营规模提升，投资收益贡献业绩增量。14 年兰轻公司改制成功，上海市轻工业品进出口有限公司优秀经营团队加盟贸易板块，推进公司经营规模大幅增加(15Q1 进出口总额达 1.45 亿美元，同比增长 186%)，本期实现营业收入 4.84 亿，同比增长 84.71%。此外，本期实现毛利率 4.57%，同比减少 1.65 个百分点。报告期内费用控制得当，期间费用率为 3.96%，同比减少 1.17 个百分点。其中，销售费用率 2.67%，同比增加 0.64 个百分点（主要系营业收入增加后销售费用相应大幅增加所致）；管理费用率 1.77，同比减少 2.33 个百分点，财务费用率 -0.48%，同比增加 0.52 个百分点。投资收益贡献本期主要业绩增量，减持海通证券 370 万股，共获净收益 5991 万致归母净利润达 0.72 亿，同比增长 681.33%，报告期内实现净利率 14.82%，同比增加 11.32 个百分点。

上市平台资源稀缺，重组改革逐步落地推进未来建设。公司为东浩兰生集团旗下唯一上市平台，也是上海市国企改革的优质标的，自 13 年 12 月以来，先后在自贸区设立子公司、实现集团整合、积极推进贸易板块改制等，站在国企改革的最前沿，当前集团资产证券化率仅为 10%，时逢 2015 国企改革大力推进，公司必将大有作为。

改制平台顺利完成强化优质资产注入预期，期待传统贸易华丽转身现代服务商。首先，贸易板块改制顺利完成，转型进程又迈一步。14 年 12 月公司贸易板块改制顺利完成，选择全资子公司上海兰生泓乐进出口有限公司作为贸易板块改制平台(改名“兰轻公司”)。公司与经营团队及业务骨干出资成立“兰灏商贸”共同向兰轻公司增资，实施混合所有制改造(增资后公司持有 51% 股权，兰灏商贸持股 49%)。改制完成后兰轻公司成为原贸易板块经营主体，兰生股份将不再经营与其经营范围一致业务。改制后经营机制改善，团队实力大大增强，平稳起步，顺利推进。此外，兰轻公司未来有望探索跨境电商贸易平台，实现实体经营与平台经营同时并举。此外，集团优质资产丰富，公司有望借此优势实现华丽转型。东浩兰生集团是上海市现代服务贸易的领跑者，旗下三块业务(人力资源+会展传播+体育赛事运营)资源优质。公司作为集团旗下唯一上市平台，优质资产注入预期强烈。1. 人力资源服务为集团核心资产之一(收入贡献占比 80% 以上，是集团主要利润来源)，是本土领先的人力资源管理专家，为各类企业提供一条龙式专业化人力资源服务解决方案。人力资源行业具有较强的抗周期性，在当下经济虽整体稳定但仍存下行压力的形式下，若整合该业务将大大提升公司业绩。此外，上海外服为 2.5 余家企业 125 万员工提供专业高效的人力资源服务，具备大数据能力，资源优势明显。2. 在会展传播、大型活动和场馆经营方面具备丰富的经验和实力。集团拥有上海世博展览馆、上海汽车会展中心两大会展场馆，展览面积达 13 万平米，参与建设运营的中国博览会会展综合体项目总建筑面积 147 万平米，可提供 40 万平米的室内展览面积和 10 万平米的室外展览面积，配套有 15 万平米的商业中心、18 万平米的办公设施和 6 万平米的五星级酒店，定位于建成世界上最具规模、最具水平、最具竞争力的会展综合体。3. 参与成立上海东浩兰生赛事管理有限公司，进军体育界。14 年 3 月，上海市体育局和东浩兰生集团共同打造成立上海东浩兰生赛事管理有限公司，该公司将与久事国际赛事管理有限公司、东亚集团构成三足鼎立之势，承办上海 70% 的优质赛事。总之，改制平台顺利推进，贸易主业经营必将逐步向好，同时公司将适时引入集团优质资产加快转型步伐。

首次覆盖，给予增持-A 评级。公司作为东浩兰生集团旗下唯一上市公司，平台资源极为

稀缺。14 年主业贸易板块改制成功，公司将以崭新姿态踏入转型新征程，积极推进现代服务贸易平台搭建。改制完成加速集团优质资产注入预期，叠加国企改革逐步落地，公司有望成功转型现代服务商，不断提升估值空间。预计 15-17 年 EPS 分别为 0.51 元、0.70 元、0.97 元，对应当前股价 PE 分别为 65 倍、47 倍、34 倍，给予增持-A 评级。

财务报表预测和估值数据汇总(2015年05月06日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,239.1	1,386.8	1,567.1	1,786.5	2,054.4	成长性					
减:营业成本	1,184.1	1,313.8	1,458.3	1,633.3	1,829.3	营业收入增长率	-6.6%	11.9%	13.0%	14.0%	15.0%
营业税费	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	营业利润增长率	1.2%	1,232.6	-54.6%	36.8%	38.8%
销售费用	26.0	28.9	26.0	27.0	27.3	净利润增长率	3.2%	931.1%	-59.2%	36.6%	38.5%
管理费用	50.6	60.0	54.5	55.0	56.5	EBITDA 增长率	-0.2%	1,426.9	-48.0%	60.2%	63.8%
财务费用	-11.7	-12.3	-12.2	-12.1	-12.2	EBIT 增长率	3.5%	1,612.6	-55.6%	38.4%	39.9%
资产减值损失	-3.2	22.3	6.4	8.5	12.4	NOPLAT 增长率	3.6%	1,263.9	-60.3%	38.5%	40.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-17.3%	361.4%	-215.7%	204.2%	71.5%
投资和汇兑收益	57.0	692.8	268.9	339.6	433.8	净资产增长率	11.7%	76.0%	-81.3%	46.1%	41.8%
营业利润	50.0	666.3	302.6	414.0	574.5	利润率					
加:营业外净收支	2.7	2.5	2.0	2.4	2.3	毛利率	4.4%	5.3%	6.9%	8.6%	11.0%
利润总额	52.7	668.8	304.6	416.4	576.8	营业利润率	4.0%	48.0%	19.3%	23.2%	28.0%
减:所得税	1.1	147.0	91.4	124.9	173.0	净利润率	4.1%	38.1%	13.7%	16.5%	19.8%
净利润	51.2	527.9	215.3	294.2	407.5	EBITDA/营业收入	3.5%	47.5%	21.8%	30.7%	43.7%
						EBIT/营业收入	3.1%	47.2%	18.5%	22.5%	27.4%
资产负债表						运营效率					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资产周转天数	14	10	59	183	379
货币资金	293.9	210.2	360.4	410.9	472.5	流动营业资本周转天数	0	-9	-23	-9	-11
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	164	149	145	158	156
应收账款	92.0	140.8	73.0	187.4	120.9	应收账款周转天数	24	30	25	26	27
应收票据	-	1.0	0.2	1.2	0.4	存货周转天数	15	14	13	14	13
预付帐款	164.4	127.3	221.9	169.8	257.9	总资产周转天数	857	1,091	1,440	1,500	1,565
存货	54.8	54.9	59.3	76.6	72.8	投资资本周转天数	-54	-122	14	364	643
其他流动资产	0.3	6.6	2.3	3.1	4.0	投资回报率					
可供出售金融资产	2,163.1	3,791.1	2,919.3	2,977.7	3,037.3	ROE	2.2%	12.9%	28.1%	26.3%	25.7%
持有至到期投资	8.2	820.0	290.4	372.9	494.4	ROA	1.7%	9.7%	2.9%	3.9%	4.1%
长期股权投资	226.7	173.3	173.3	173.3	173.3	ROIC	-18.5%	-304.7%	-26.2%	31.4%	14.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	46.5	33.8	482.1	1,335.8	3,000.3	销售费用率	2.1%	2.1%	1.7%	1.5%	1.3%
在建工程	-	-	926.4	1,852.8	2,316.0	管理费用率	4.1%	4.3%	3.5%	3.1%	2.8%
无形资产	2.0	1.4	1.3	1.2	1.1	财务费用率	-0.9%	-0.9%	-0.8%	-0.7%	-0.6%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	5.2%	5.5%	4.4%	3.9%	3.5%
资产总额	3,059.7	5,369.5	7,289.5	7,570.5	9,959.1	偿债能力					
短期债务	-	-	5,384.0	5,313.5	6,946.0	资产负债率	24.6%	24.4%	89.6%	85.3%	84.2%
应付帐款	91.3	127.8	126.5	156.8	156.9	负债权益比	32.7%	32.3%	859.4%	582.2%	533.1%
应付票据	-	-	0.3	-	0.2	流动比率	2.17	1.25	0.12	0.15	0.12
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	1.97	1.13	0.11	0.13	0.11
长期借款	-	-	99.2	63.2	152.9	利息保障倍数	-3.26	-53.19	-23.80	-33.21	-46.09
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	754.1	1,311.6	6,529.8	6,460.9	8,386.1	DPS(元)	0.05	-	-	-	-
少数股东权益	-0.8	31.8	29.7	27.0	23.3	分红比率	41.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	420.6	420.6	420.6	420.6	420.6	股息收益率	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	1,885.8	966.0	309.5	662.1	1,129.2						
股东权益	2,305.6	4,057.9	759.8	1,109.7	1,573.1						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	51.5	521.8	215.3	294.2	407.5	EPS(元)	0.12	1.26	0.51	0.70	0.97
加:折旧和摊销	5.5	5.1	51.8	146.4	335.6	BVPS(元)	5.48	9.57	1.74	2.57	3.68
资产减值准备	-3.4	22.3	-	-	-	PE(X)	276.3	26.3	65.0	47.4	34.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.1	3.5	19.1	12.9	9.0
财务费用	-1.3	-1.9	-12.2	-12.1	-12.2	P/FCF	828.8	12.3	3.5	-8.5	73.7
投资损失	-57.0	-692.8	-268.9	-339.6	-433.8	P/S	11.2	10.1	8.9	7.8	6.8
少数股东损益	0.3	-6.2	-2.1	-2.7	-3.7	EV/EBITDA	92.5	5.2	41.2	28.4	19.0
营运资金的变动	1.0	683.2	-2,061.7	1,728.0	184.7	CAGR(%)	78.2%	-8.2%	63.0%	78.2%	-8.2%
经营活动产生现金流量	-13.6	-17.2	-2,077.8	1,814.2	478.1	PEG	3.5	-3.2	1.0	0.6	-4.2
投资活动产生现金流量	68.0	-86.4	243.9	-1,727.7	-2,210.5	ROIC/WACC	-1.8	-29.4	-2.5	3.0	1.4
融资活动产生现金流量	-16.8	18.2	1,984.1	-36.0	1,794.0	REP	13.3	0.2	-6.2	1.9	2.6

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张龙声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

