

传统业务业绩下滑，战略转型大健康扬帆起航

■**证券投资收益丰厚，助力业绩增长，归母净利润同比增长170.85%**。8月14日晚，公司发布半年报，15H1实现营收1.37亿元，同比下降25.11%（15Q1、15Q2增速分别为-27.89%、-19.93%）；归母净利润6810万元，同比增长170.85%（15Q1、15Q2增速分别为+154.62%、185.04%）；扣非后归母净亏损为2246万元，同比下降190.90%（15Q1、15Q2增速分别为-13.02%、-350.08%），EPS0.22元。此外，公司计划在香港独资设立昂立国际（香港）投资有限公司，第一期注册资本为1000万港币，主要从事投资、咨询等业务。

■**保健品板块经营承压，致15H1营收同比下降25.11%**。下公司15H1实现营收1.37亿，同比下降25.11%，主要系保健品板块受到政策和市场环境的严峻挑战。分行业来看，15H1商业实现营收1.64亿，同比下降20.90%；工业实现营收7743.57万，同比下降1.35%；房地产业实现营收519.95万，同比增加21.24%；租赁实现营收101.27万，同比增加0.93%。

■**地产、租赁业务带动毛利向上，期间费率有所提升**。15H1毛利率60.18%，同比增加2.36个百分点，毛利率增加主要系房地产业及租赁业毛利率增长所致。其中，工业毛利率26.42%，同比下降6.31个百分点；商业毛利率33.39%，同比下降1.44个百分点；房地产业毛利率62.16%，同比增加11.24个百分点；租赁业毛利率69.70%，同比增加2.38个百分点。15年期间费用率88.22%，同比增加31.33个百分点。其中，销售费用率53.22%，同比增加14.42个百分点，主要系人工成本刚性上涨、营销力度加强所致；管理费用率29.00%，同比增加14.66个百分点，主要系同科公司以前年度销售房产预提土地增值税所致；财务费用率6.01%，同比增加2.25个百分点，主要系本期短期借款增加所致。公司受益持有的兴业证券及国泰君安股票表现优异，净利率提升显著，15H1净利率为50.28%，同比增加31.23个百分点。

■**公司转型扬帆起航，大健康平台呼之欲出**。公司6月25日，聘请葛剑秋先生为公司常务副总裁，葛剑秋先生曾任上药副总裁，有着丰富的大健康产业资本运作经验和资源，曾促成原上海医药、上实医药、中西药业三方合并，并帮助上药实现H股上市。葛剑秋先生本次入主交大昂立主要负责公司大健康业务未来规划及发展，未来或将在保健品领域的产品研发及线上平台搭建、医药领域的供应链整合等方面有所突破，本次出资设立昂立国际，创建国际化投资平台，探索国内外优质大健康标的，转型进程或将提速。此外，公司是交大重要大健康资产整合平台，交大在上海13家医院及1家附属卫生学校，公司推进业务转型过程中或将与交大旗下医疗机构进行对接，提升大健康业务领域合作深度及广度。

■**校企改革有望提速，公司价值重估预期发酵**。国企改革顶层方案出台节点临近，地方积极相应中央号召，加速国资背景企业改革进程，新一轮国企改革即将扬帆起航。2014年中国高校企业资产总规模达到4500亿元，未来几年内或突破万亿元，目前已上市校企有32家，校企改革作为国企改革的重要分支，却远远落后于国企改革相关布局。未来伴随校企改革逐渐受到中央重视，有望尽快纳入国资监管体系，市场化管理或将加速推进，公司作为交大旗下两大上市平台之一（另一家为新南洋），在校企改革中存在价值重估预期。

■**首次覆盖，给予买入-A评级**。我们预计公司15-17年EPS为0.30、0.33、0.35元，当前股价对应PE为72倍、65倍、61倍，给予“买入-A”评级。

■**风险提示**：昂立国际设立、大健康转型进展不达预期

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	367.0	388.4	369.6	386.8	405.3
净利润	83.0	84.9	92.8	102.3	109.5
每股收益(元)	0.27	0.27	0.30	0.33	0.35
每股净资产(元)	4.24	6.68	1.26	1.75	2.57
盈利和估值					
市盈率(倍)	80.4	78.6	71.8	65.2	60.9
市净率(倍)	5.0	3.2	16.9	12.2	8.3
净利润率	22.6%	21.8%	25.1%	26.5%	27.0%
净资产收益率	6.0%	4.3%	18.3%	15.7%	12.3%
股息收益率	0.7%	0.7%	0.4%	0.5%	0.5%
ROIC	12.6%	14.8%	39.6%	40.5%	33.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

买入-A

首次评级

6个月目标价

28.00元

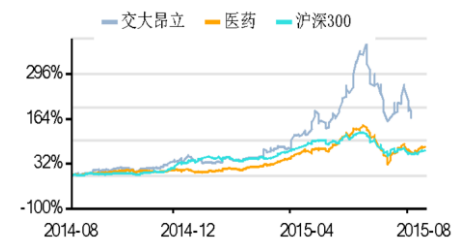
股价(2015-08-14)

21.37元

交易数据

总市值(百万元)	6,714.24
流通市值(百万元)	6,714.24
总股本(百万股)	312.00
流通股本(百万股)	312.00
12个月价格区间	8.37/43.74元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-14.17	7.48	82.72
绝对收益	-15.11	-5.86	157.11

刘章明

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515050001
liuzm@essence.com.cn
021-68765076

报告联系人

张璐芳

021-68766135

zhanglf2@essence.com.cn

相关报告

财务报表预测和估值数据汇总(2015年08月17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	367.0	388.4	369.6	386.8	405.3	成长性					
减:营业成本	133.1	133.6	154.9	162.8	171.1	营业收入增长率	-2.2%	5.8%	-4.8%	4.7%	4.8%
营业税费	5.1	10.4	9.6	10.1	10.5	营业利润增长率	-9.4%	20.9%	4.0%	10.1%	9.2%
销售费用	159.3	138.5	147.9	154.7	162.1	净利润增长率	-0.2%	2.3%	9.3%	10.3%	7.0%
管理费用	65.2	66.6	70.2	73.5	77.0	EBITDA 增长率	-8.4%	24.1%	3.9%	9.0%	8.3%
财务费用	4.2	14.6	14.0	14.2	14.4	EBIT 增长率	-9.7%	31.0%	3.1%	9.2%	8.4%
资产减值损失	4.2	5.6	5.0	5.0	5.0	NOPLAT 增长率	2.7%	20.0%	3.3%	9.2%	8.4%
加:公允价值变动收益	0.4	-	-	-	-	投资资本增长率	2.4%	-61.5%	6.9%	31.4%	-26.7%
投资和汇兑收益	94.3	90.4	146.0	159.0	172.0	净资产增长率	-4.4%	51.9%	-76.1%	29.5%	38.4%
营业利润	90.6	109.6	114.0	125.6	137.1	利润率					
加:营业外净收支	2.6	1.6	-1.0	-	-1.0	毛利率	63.7%	65.6%	58.1%	57.9%	57.8%
利润总额	93.3	111.2	113.0	125.6	136.1	营业利润率	24.7%	28.2%	30.8%	32.5%	33.8%
减:所得税	5.9	15.8	15.8	17.6	19.1	净利润率	22.6%	21.8%	25.1%	26.5%	27.0%
净利润	83.0	84.9	92.8	102.3	109.5	EBITDA/营业收入	30.7%	35.9%	39.2%	40.9%	42.3%
						EBIT/营业收入	25.8%	32.0%	34.6%	36.1%	37.4%
资产负债表						运营效率					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资产周转天数	228	207	216	209	201
货币资金	72.0	109.9	147.9	154.7	162.1	流动营业资本周转天数	105	122	93	107	108
交易性金融资产	1.1	0.2	143.0	140.0	94.4	流动资产周转天数	308	326	428	517	492
应收帐款	137.6	173.7	64.7	208.3	82.5	应收帐款周转天数	121	144	116	127	129
应收票据	0.1	-	0.1	-	0.1	存货周转天数	74	75	84	87	88
预付帐款	32.7	11.4	50.2	11.0	51.9	总资产周转天数	1,789	2,115	2,359	2,044	2,092
存货	84.1	78.1	95.2	92.6	106.3	投资资本周转天数	699	463	280	320	300
其他流动资产	-	3.3	1.1	1.5	2.0	投资回报率					
可供出售金融资产	454.1	1,610.5	913.4	992.7	1,172.2	ROE	6.0%	4.3%	18.3%	15.7%	12.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.9%	3.4%	4.7%	4.7%	4.9%
长期股权投资	406.2	111.0	111.0	111.0	111.0	ROIC	12.6%	14.8%	39.6%	40.5%	33.4%
投资性房地产	142.7	138.5	138.5	138.5	138.5	费用率					
固定资产	226.8	220.5	223.9	226.0	226.7	销售费用率	43.4%	35.7%	40.0%	40.0%	40.0%
在建工程	0.1	-	-	-	-	管理费用率	17.8%	17.1%	19.0%	19.0%	19.0%
无形资产	8.5	8.2	8.3	8.4	8.4	财务费用率	1.1%	3.8%	3.8%	3.7%	3.6%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	62.3%	56.6%	62.8%	62.7%	62.6%
资产总额	1,793.0	2,770.0	2,074.9	2,317.6	2,393.2	偿债能力					
短期债务	159.0	224.0	1,286.7	1,252.3	1,120.1	资产负债率	18.6%	19.9%	74.4%	70.3%	60.3%
应付帐款	102.2	112.4	123.4	127.0	139.2	负债权益比	22.9%	24.9%	291.0%	237.3%	151.7%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	1.19	1.03	0.35	0.43	0.39
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.89	0.82	0.28	0.37	0.31
长期借款	-	-	-	109.6	19.2	利息保障倍数	22.82	8.51	9.14	9.84	10.52
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	333.6	552.5	1,544.3	1,630.4	1,442.3	DPS(元)	0.15	0.15	0.09	0.10	0.11
少数股东权益	135.0	132.4	136.8	142.5	150.0	分红比率	56.4%	55.1%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	312.0	312.0	312.0	312.0	312.0	股息收益率	0.7%	0.7%	0.4%	0.5%	0.5%
留存收益	1,012.4	713.9	81.8	232.7	488.8						
股东权益	1,459.4	2,217.5	530.6	687.2	950.9						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	87.4	95.4	92.8	102.3	109.5	EPS(元)	0.27	0.27	0.30	0.33	0.35
加:折旧和摊销	21.2	18.8	17.0	18.4	19.7	BVPS(元)	4.24	6.68	1.26	1.75	2.57
资产减值准备	4.2	5.6	-	-	-	PE(X)	80.4	78.6	71.8	65.2	60.9
公允价值变动损失	-0.4	-	-	-	-	PB(X)	5.0	3.2	16.9	12.2	8.3
财务费用	6.7	15.4	14.0	14.2	14.4	P/FCF	62.4	11.2	5.9	79.1	-761.0
投资损失	-94.3	-90.4	-146.0	-159.0	-172.0	P/S	18.2	17.2	18.0	17.2	16.5
少数股东损益	4.4	10.5	4.4	5.7	7.6	EV/EBITDA	16.5	13.8	45.3	41.2	35.9
营运资金的变动	-310.9	74.1	-18.6	-89.4	106.3	CAGR(%)	7.3%	7.1%	5.2%	7.3%	7.1%
经营活动产生现金流量	-244.4	-28.7	-36.4	-107.9	85.5	PEG	11.0	11.1	13.8	8.9	8.6
投资活动产生现金流量	227.7	76.8	809.7	5.2	12.3	ROIC/WACC	1.1	1.3	3.5	3.6	2.9
融资活动产生现金流量	-12.4	-10.2	-735.4	109.6	-90.4	REP	2.3	5.4	6.4	4.7	7.3

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

刘章明声明, 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
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	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

