

兰生股份 (600826.SH) 贸易行业

评级：买入 维持评级

公司业绩点评

赵海春

分析师 SAC 执业编号：S1130514100001
(8621)60870938
zhaohc@gjzq.com.cn

中信国健兑现在即、集团整合箭在弦上

事件

兰生股份于 2015 年 10 月 20 日在上海召开了临时股东大会，通过了增选新任东浩兰生集团董事长王强为上市公司董事的议题。总裁池洪与集团董事长王强分别做讲话，明确了 3 件事：1、集团资产优质；2、中信国健即将兑现（公司 2015 年 9 月 16 日已发布拟出让中信国健及兰生国健股权的公告）；3、整合改革在途中。

评论

■ 上海国企典型的小平台、大集体，集团资产优质：

- **外贸：**继兰生东浩集团于 2013 年底合并、打响上海国企改革第一枪后，公司 2014 与 2015 年继续快速推进改革步伐，完成了兰生与上海轻工两大集团的管理层投资的兰灏公司以 3920 万获得兰轻公司（上市公司二级子公司，详见下图）**49%股权**，彻底完成了混合所有制改革，解决了管理团队激励的问题。
- **外服：**东浩兰生集团的三大主业-外贸、会展、外服，除外贸已完成混改，会展与外服都是之前、现在与未来，都将保持 2 位数的年同比增速。据集团官网，**2014 年集团完成营业收入 1083 亿元，同比增长 14.3%**。其中，从事人力资源业务的上海对外服务有限公司在各省市区建立了 20 个区域公司，服务网点 387 个，服务雇员数 139 万人，**从 2007 年起连续八年全国人力资源行业位居第一**。
- **会展：**在会展业务中，集团建成上海世博展览馆等综合性展馆，负责承办的中国国际工业博览会、上海国际技术进出口交易会、中国华东进出口商品交易会、上海国际广告技术设备展览会等成为国内外知名展会，2014 年集团举办展会活动 44 个，展览面积 88.3 万平方米。**集团出资（持股 40%）并参与商务部和上海市合作的重大项目——国家会展中心已于 2014 年年底基本建成，总建筑面积 147 万平方米，可展览面积 50 万平方米，是目前世界上面积最大的建筑单体和会展综合体。**
- **体育：**2014 年集团成立了东浩兰生赛事管理公司，承办上海国际马拉松赛事，冠名并运营上海女排、“东浩杯”双千人双人桥牌大赛等。

■ 中信国健、兰生国健股权的拟出让，近 15 年投资的成果将提前兑现：

- 公司投资了近 15 年的中信国健（股权关系详见下表）是中国单抗龙头，据公司 9 月 16 日拟出让该公司股权的公告，2014 年公司营收 9 亿多，净利 2 亿多；
- 现因中信国健上市受阻、且医药与集团三大主业及未来发展战略并不相关，近期拟出让公司持有的全部股权。这就意味着近 15 年的投入，将提前兑现，获得中信国健近 16% 的市值。

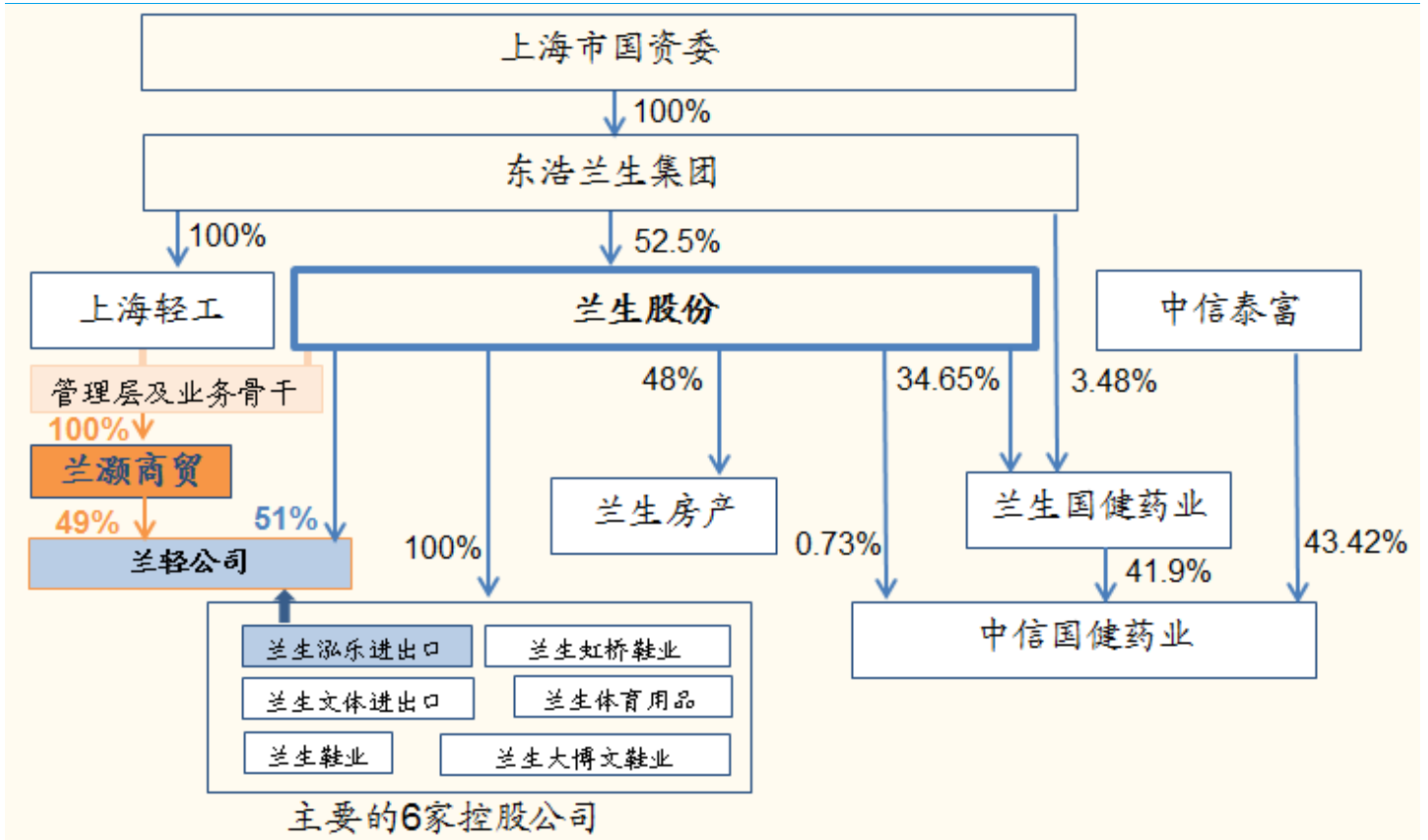
■ 随着两大集团合并、外贸混改完成，部分资产兑现，集团资产整合，犹如箭在弦上：公司从 2013 年底打响上海国企改革第一枪、实现兰生与东浩两大集团合并以来，已经顺利完成业务整合、部分资产兑现（前海物业的出让、部分持有海通证券流通股的兑现等）、2015 年彻底完成了上市公司旗下外贸平台兰轻公司的混合所有制改革，直至目前正在进行的挂牌转让中信国健股权，我们认为，这也是为未来部分资产的现金收购准备了子弹；而集团的改革与整合一直在向前推进中，随着新任领导班子的确定，进程进一步加快会是较大概率事件。

投资建议

- 维持“买入”评级，目标价位 40-48 元。

附录：混改完成后的兰生股份及其持有的中信国健股权结构图

图表 1：兰生股份最新股权结构图



来源：上市公司年报，国金证券研究所整理绘制

附录：三张报表预测摘要

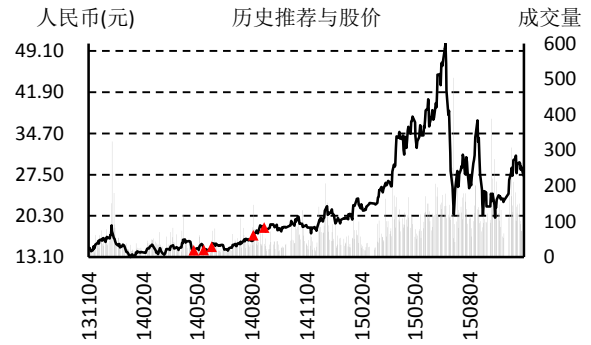
损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	1,326	1,239	1,387	1,977	2,076	2,179	货币资金	256	294	210	300	320	837
增长率		-6.6%	11.9%	42.5%	5.0%	5.0%	应收款项	74	92	142	244	256	269
主营业务成本	-1,270	-1,184	-1,314	-1,880	-1,975	-2,074	存货	49	55	55	57	60	63
% 销售收入	95.7%	95.6%	94.7%	95.1%	95.1%	95.2%	其他流动资产	141	165	134	190	199	209
毛利	57	55	73	97	101	105	流动资产	520	605	541	790	835	1,377
% 销售收入	4.3%	4.4%	5.3%	4.9%	4.9%	4.8%	% 总资产	18.6%	19.8%	10.1%	14.1%	14.8%	22.2%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	长期投资	2,206	2,398	4,784	4,785	4,784	4,784
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	51	46	34	32	28	25
营业费用	-23	-26	-29	-49	-52	-54	% 总资产	1.8%	1.5%	0.6%	0.6%	0.5%	0.4%
% 销售收入	1.8%	2.1%	2.1%	2.5%	2.5%	2.5%	无形资产	4	3	1	1	1	1
管理费用	-53	-51	-60	-36	-37	-39	非流动资产	2,269	2,454	4,829	4,820	4,816	4,813
% 销售收入	4.0%	4.1%	4.3%	1.8%	1.8%	1.8%	% 总资产	81.4%	80.2%	89.9%	85.9%	85.2%	77.8%
息税前利润 (EBIT)	-20	-22	-16	11	11	11	资产总计	2,789	3,060	5,369	5,611	5,651	6,190
% 销售收入	n.a	n.a	n.a	0.6%	0.5%	0.5%	短期借款	0	0	0	511	71	0
财务费用	12	12	12	-12	-13	10	应付款项	303	284	281	374	392	412
% 销售收入	-0.9%	-0.9%	-0.9%	0.6%	0.6%	-0.4%	其他流动负债	-4	-5	150	45	75	76
资产减值损失	0	3	-22	0	0	0	流动负债	299	279	432	930	538	488
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	57	693	700	750	800	其他长期负债	424	475	880	100	0	0
% 税前利润	113.5%	108.2%	103.6%	99.6%	99.8%	97.1%	负债	724	754	1,312	1,030	538	489
营业利润	49	50	666	700	749	821	普通股股东权益	2,066	2,306	4,026	4,544	5,071	5,654
% 利润率	3.7%	4.0%	48.0%	35.4%	36.1%	37.7%	少数股东权益	-1	-1	32	37	42	47
营业外收支	1	3	2	3	3	3	负债股东权益合计	2,789	3,060	5,369	5,611	5,651	6,190
税前利润	50	53	669	703	752	824	比率分析						
利润率	3.8%	4.2%	48.2%	35.6%	36.2%	37.8%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-1	-1	-147	-155	-165	-181	每股指标						
所得税率	1.9%	2.2%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	每股收益	0.118	0.122	1.255	1.291	1.382	1.516
净利润	49	52	522	548	586	643	每股净资产	4.912	5.483	9.571	10.803	12.055	13.441
少数股东损益	0	0	-6	5	5	5	每股经营现金净流	0.013	-0.032	-0.041	-2.623	-0.592	-0.379
归属于母公司的净利润	50	51	528	543	581	638	每股股利	0.000	0.030	0.030	0.060	0.130	0.130
净利率	3.7%	4.1%	38.1%	27.5%	28.0%	29.3%	回报率						
							净资产收益率	2.40%	2.22%	13.11%	11.95%	11.46%	11.28%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	1.78%	1.67%	9.83%	9.68%	10.29%	10.30%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	投入资本收益率	-0.78%	-0.77%	-0.26%	0.17%	0.17%	0.16%
净利润	49	52	522	548	586	643	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	2.79%	-6.58%	11.92%	42.54%	5.00%	5.00%
非现金支出	6	2	27	3	3	3	EBIT 增长率	-7.68%	10.48%	24.95%	1978.04%	0.53%	0.35%
非经营收益	-57	-57	-698	-1,458	-834	-801	净利润增长率	N/A	3.23%	930.69%	2.89%	7.02%	9.71%
营运资金变动	8	-10	132	-197	-5	-5	总资产增长率	26.50%	9.72%	75.49%	4.49%	0.72%	9.54%
经营活动现金净流	5	-14	-17	-1,103	-249	-160	资产管理能力						
资本开支	1	0	0	0	4	3	应收账款周转天数	3.6	6.5	12.5	15.0	15.0	15.0
投资	207	1,230	5,162	-1	0	0	存货周转天数	11.6	16.0	15.2	11.0	11.0	11.0
其他	29	31	635	700	750	800	应付账款周转天数	17.0	20.0	20.6	20.0	20.0	20.0
投资活动现金净流	237	1,260	5,797	699	754	803	固定资产周转天数	14.1	13.7	8.9	5.6	4.8	4.0
股权募资	0	0	39	0	0	0	偿债能力						
债权募资	0	0	0	511	-441	-70	净负债/股东权益	-12.38%	-12.75%	-5.18%	4.61%	-4.88%	-14.66%
其他	-11	-16	-19	-17	-44	-57	EBIT 利息保障倍数	1.6	1.9	1.3	1.0	N/A	N/A
筹资活动现金净流	-11	-16	20	494	-485	-127	资产负债率	25.95%	24.64%	24.43%	18.36%	9.53%	7.91%
现金净流量	231	1,231	5,800	90	20	517							

来源：公司公告，国金证券研究所

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

来源：国金证券研究所



投资评级的说明:

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 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%以下。

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