

2014 年 07 月 29 日

# 兰生股份 (600826)

——借力国企改革推动转型升级，集团优质隐蔽资产有望体现

报告原因：强调投资评级

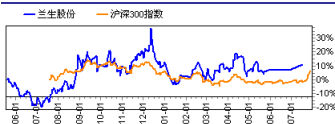
## 增持

维持

|                    |                  |
|--------------------|------------------|
| 市场数据：              | 2014 年 07 月 28 日 |
| 收盘价（元）             | 16.19            |
| 一年内最高/最低（元）        | 19.7/12.4        |
| 上证指数/深证成指          | 2178/7809        |
| 市净率                | 3.4              |
| 息率（分红/股价）          | 0.31             |
| 流通 A 股市值（百万元）      | 6810             |
| 注：“息率”以最近一年已公布分红计算 |                  |

|                |                  |
|----------------|------------------|
| 基础数据：          | 2014 年 03 月 31 日 |
| 每股净资产（元）       | 4.8              |
| 资产负债率%         | 24.19            |
| 总股本/流通 A 股(百万) | 421/421          |
| 流通 B 股/H 股（百万） | -/-              |

### 一年内股价与大盘对比走势：



### 相关研究

《兰生股份(600826)——集团总裁入驻公司董事会，优质资产整合平台明确》 2014/07/21

《兰生股份深度研究——“盘活存量资产+注入优质资源+优化激励机制”推进改革转型》 2014/05/29

### 证券分析师

刘章明 A0230514040001  
liuzm@swsresearch.com

### 联系人

陆达  
(8621)23297818 × 转  
luda@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号  
电话：(8621) 23297818  
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

### 盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

|        | 营业收入  | 增长率 | 净利润 | 增长率 | 每股收益 | 毛利率 | 净资产收益率 | 市盈率 | EV/EBITDA |
|--------|-------|-----|-----|-----|------|-----|--------|-----|-----------|
| 2013   | 1,239 | -7  | 51  | 3   | 0.12 | 4.4 | 2.2    | 133 | -446      |
| 2014Q1 | 262   | -5  | 9   | 6   | 0.02 | 6.2 | 0.5    |     |           |
| 2014E  | 1,251 | 1   | 85  | 66  | 0.20 | 4.4 | 2.2    | 81  | -271      |
| 2015E  | 1,264 | 1   | 55  | -36 | 0.13 | 4.4 | 2.3    | 125 | -419      |
| 2016E  | 1,277 | 1   | 56  | 3   | 0.13 | 4.5 | 2.3    | 125 | -419      |

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；

### 投资要点：

- **高举高打的国企改革标的，混合所有制焕发企业活力。** 公司是国内首家股份制外贸企业，市国资绝对控股。上市公司旗下拥有对外贸易、房地产（兰生大厦 48%股权）、金融股权投资（海通证券 1.99%股权，交通银行 40 万股）、医药（兰生国健 34.65%股权）四大主要业务。东浩兰生集团去年 12 月实现合并，公司是新成立东浩兰生集团唯一上市平台。面对主业下滑，管理层借力国企改革在子公司层面探索混合所有制，激发公司活力。
- **人力资源外服为集团最优质资源。** 集团核心资产是上海外服旗下人力资源服务业务。上海外服 13 年实现收入约 580 亿，收入年复合增速在 10%以上，实现净利润约 4 亿，是国内人力资源行业龙头，增速快速且稳定，资产优质且稀缺，A 股现代服务业的潜在样本。人力资源对标公司为美股 ADP（估值 27 倍），公司外服潜在价值超过 140 亿。集团将通过拓展布局，提速“外服中国战略”，加快从上海走向全国，并探索“外服亚太战略”，走出国门成为全球性的人力资源企业；另外将加强人力资源服务产品的研发和设计，按照产业链和价值链来打造新品，除了传统的人事代理之外，研发弹性福利、医疗健康保障、员工体检、培训、咨询、业务流程外包等人力资源的服务产品。
- **会展及国际贸易业务增厚集团业绩。** 集团会展业务收入占比小但盈利能力强，12 年实现营收约 6.63 亿，毛利率高达 33%，是公司第二大盈利业务，旗下拥有世博主题馆、上海汽车会展中心两大核心资产，同时，集团正在筹建虹桥国家会展中心项目，未来会展业务体量能够得到进一步扩张，14 年将继续承办上海马拉松、上海国际工博会和上海技术进步交易展览会在内的重大活动及展会；此外，集团亦有 21%的收入来自传统贸易业务。
- **上市平台资源稀缺，集团总裁入驻董事会为加速整合信号。** 上市公司近期发生人事变动，集团总裁池洪被提名为上市公司董事会候选人，集团董事长戴柳代行总经理职责。池洪先生在年初接受采访时曾表示，集团将聚焦现代服务业，

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的 1%，还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](http://compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

发展人力资源、会展和国际贸易。我们认为：1. 东浩兰生集团总经理进驻上市公司董事会，明确未来兰生股份作为集团上市公司平台的战略定位；2. 随着国企改革政策逐步落地，地方企业改革快马加鞭，东浩兰生集团作为上海首批实现管理层整合的集团企业，或将成为国企改革试点的“先头部队”；3. 东浩兰生集团是上海市国资委旗下资产证券化率最低的优质集团，公司作为旗下唯一平台，价值稀缺，集团优质资产或将持续注入，实现传统物资贸易向现代服务贸易平台转型，提升空间极大。

● **维持盈利预测，维持增持。**兰生股份是隐蔽资产价值极高的稀缺优良标的，在不考虑亏损的贸易主业的条件下，旗下资产重估价值达 62.5 亿，现有市值合理，在国企改革逐步推进的过程中原有资产价值或将大幅增值。不考虑引入优质资产的情况下，我们预计 14-16 年 EPS 为 0.20、0.13、0.13 元，当前股价对应 PE 为 81 倍、125 倍、125 倍，维持增持评级。

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

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，资格证书编号为：ZX0065。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。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

## 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- |                   |                        |
|-------------------|------------------------|
| 买入 (Buy)          | ：相对强于市场表现 20% 以上；      |
| 增持 (Outperform)   | ：相对强于市场表现 5%~20%；      |
| 中性 (Neutral)      | ：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ：相对弱于市场表现 5% 以下。       |

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- |                  |                 |
|------------------|-----------------|
| 看好 (Overweight)  | ：行业超越整体市场表现；    |
| 中性 (Neutral)     | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ：行业弱于整体市场表现。    |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为

本公司的商标、服务标记及标记。