

2014年08月25日

兰生股份 (600826)

——贸易板块改制方案强化集团资产注入预期，未来市值空间广阔

报告原因：有业绩公布需要点评

增持

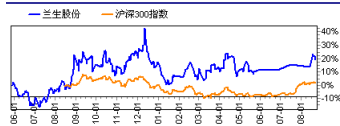
维持

市场数据:	2014年08月22日
收盘价(元)	18.03
一年内最高/最低(元)	19.7/12.95
上证指数/深证成指	2241/8059
市净率	3.7
息率(分红/股价)	0.28
流通A股市值(百万元)	7584

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2014年06月30日
每股净资产(元)	4.84
资产负债率%	23.68
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)——借力国企改革推动转型升级,集团优质隐藏资产有望体现》 2014/07/29

《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

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	148	-466
2014H1	585	-7	41	3	0.10	6.2	2.0		
2014E	1,251	1	85	66	0.20	4.4	2.2	90	-
2015E	1,264	1	55	-36	0.13	4.4	2.3	138	-
2016E	1,277	1	56	3	0.13	4.5	2.3	138	-

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:

- **业绩符合预期。**14H1 实现收入 5.84 亿，同比下降 7.18%；归母净利润 4121 万，同比增长 2.66%，扣非净利润 4109 万，同比增长 2.56%，加权平均 ROE 为 1.90%，较去年同期减少 0.09 个百分点，EPS 为 0.098 元，符合预期。
- **“国际贸易低迷、大客户业务进程放缓”致收入下滑。**14H1 实现收入 5.84 亿，同比下降 7.18%。14H1 国际市场复苏乏力、大客户业务进程放缓（剔除后上半年出口有所增长）导致业务总量下滑，14H1 进出口总值为 11178 万美金，同比下降 5.73%；其中，出口 9600 万美金，同比下降 6.71%；进口 1578 万美金，同比增长 0.71%。公司尝试在低迷环境中谋求发展，一是恢复传统品类出口，鞋类出口 1868 万美元，同比增长 19.16%，塑料制品出口 887 万美元，同比增长 15.34%；玩具出口 562 万美元，同比增长 54.20%；二是加大新品出口力度，如铝制品出口总量达 348 万美元，同比增长 197.76%，对美出口增长 4 倍；三是抓住美、日经济复苏机会，重点营销力度，对美、日出口增长 9.02%、17.24%。
- **加强供应链管理提升毛利率，费用刚性压缩盈利空间。**公司 14H1 毛利率为 6.22%，较同期增加 1.77 个百分点，其中核心贸易业务实现毛利率 6.52%，较同期增加 2.28 个百分点。报告期内，公司加强供应链管理、优化商品结构、出口高毛利商品提升毛利率水平。公司 14H1 期间费用率 5.58%，较同期增加 0.72 个百分点。其中，销售费用率 2.03%，较同期增加 0.36 个百分点，主要系销售服务费增长（同比 21%）；管理费用率 4.40%，较同期增加 0.37 个百分点，管理费用刚性导致费用率提升；财务费用率为-0.84%，较同期增加 0.03 个百分点，主要系汇兑损失增加。
- **投资收益维系上市公司业绩。**公司 14H1 实现投资收益 3747 万，同比下降 11.70%（主要因去年同期虹远鞋业模具贡献投资收益 689 万，本期已注销登记），其中，兰生大厦贡献投资收益 1397 万，同比增长 14.80%；海通证券贡献分红收益 2291 万，较同期持平；兰生国健成本法核算，对当期收益无影响

（由于业务结算原因，14H1 亏损 616 万）。毛利率提升叠加投资收益维系上市公司业绩。公司 14H1 实现归母净利润 4121 万，同比增长 2.66%，净利率为 7.00%，较同期增加 0.66 个百分点。

- 贸易板块改制方案强化集团资产注入预期。**公司同时公告贸易板块改制实施方案，公司全资子公司上海兰生泓乐作为改制平台，并改名兰轻公司，上市公司与经营团队出资成立的合伙企业拟向兰轻公司增资（上市公司 51%，经营团队公司 49%），兰生股份及全资子公司兰生体育、大博文、鞋业、文体等主要业务骨干老公关系变更至兰轻公司。改制后兰轻公司为原贸易板块经营主体，未来上市公司不再经营与兰轻公司经营范围一致的业务。我们认为，本轮贸易板块改制方案明确将原上市公司贸易业务及人员划入兰轻公司，上市公司平台腾出，为未来集团资产注入做准备。集团资产优质，未来上市公司市值潜力较大，东浩兰生集团全年 12 月实现合并，集团核心资产有二，一是人力资源外服，13 年实现收入 621 亿，实现净利润 5 亿，为国内龙头且行业趋势向上，资产优质且稀缺，是现代服务业的样本，对标公司 ADP 估值 27 倍，人力资源外服潜在价值超过 150 亿；二是会展传播，12 年营收约 6.63 亿，毛利率高达 33%，旗下拥有世博主题馆、上海汽车会展中心两大核心资产，大虹桥国家会展中心建成后体量近一步提升；此外，集团拥有“双千双人桥牌大赛”“上海马拉松”等赛事活动主办权并拥有东浩兰生女子排球队，是稀缺体育产业标的，在国家政策扶持下，发展空间极大。
- 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。我们看来公司未来发展：1. 上半年通过品类调整，贸易业务有所好转，毛利率提升 1.77%，同时子公司将试行混合所有制，或通过激励实现贸易主业效率提升。2. 在国企改革逐步推进，作为集团唯一上市平台，整合价值将逐步实现。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 90 倍、138 倍、138 倍，维持增持评级。

表 1：公司主营业务拆分（单位：万元）

分类	项目	本期收入	占比	上期收入	占比	收入同比
分行业	贸易	56,922.81	98.90%	62,045.37	99.96%	-8.26%
	工业	996.60	1.73%	602.41	0.97%	65.43%
	行业间抵减	-362.19	-0.63%	-580.00	-0.93%	-37.55%
	合计	57,557.22	100.00%	62,067.78	100.00%	-7.27%

资料来源：公司公告，申万研究

表 2：销售费用明细（单位：万元）

项目	本期发生	占比	上期发生	占比	同比增长
销售服务费	774.82	1.35%	641.30	1.03%	20.82%

运输费	152.00	0.26%	93.70	0.15%	62.22%
展览费	68.02	0.12%	119.61	0.19%	-43.13%
检验整理费	15.42	0.03%	18.36	0.03%	-16.03%
样品及产品损耗	1.33	0.00%	7.04	0.01%	-81.07%
咨询费	128.72	0.22%	124.94	0.20%	3.03%
其他	46.82	0.08%	48.88	0.08%	-4.20%
合计	1,187.14	2.06%	1,053.82	1.70%	12.65%

资料来源：公司公告，申万研究

表 3：管理费用明细（单位：万元）

项目	本期发生额	占比	上期发生额	占比	同比增长
职工薪酬	1,413.50	2.46%	1,298.28	2.09%	8.88%
折旧费	192.23	0.33%	224.10	0.36%	-14.22%
租赁及业务管理费	234.40	0.41%	235.98	0.38%	-0.67%
差旅费	56.15	0.10%	73.25	0.12%	-23.34%
车膳费	72.90	0.13%	74.14	0.12%	-1.68%
业务招待费	65.63	0.11%	71.22	0.11%	-7.84%
劳务费	110.23	0.19%	66.94	0.11%	64.67%
税金	36.93	0.06%	15.58	0.03%	137.08%
邮电快递费	41.48	0.07%	34.29	0.06%	20.96%
水电煤	31.37	0.05%	32.33	0.05%	-2.96%
中介服务及法律事物费	18.79	0.03%	69.38	0.11%	-72.92%
其他	298.15	0.52%	360.80	0.58%	-17.36%
合计	2,571.77	4.47%	2,556.28	4.12%	0.61%

资料来源：公司公告，申万研究

表 4：公司各季度收入表（单位：百万元）

收入	Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2009	2,935	2,335	2,565	3,264	11,099
2010	3,813	2,928	3,191	4,015	13,946
2011	4,819	3,538	3,829	4,576	16,761
2012	5,071	3,999	4,153	5,042	18,264
2013	5,514	4,518	4,504	5,254	19,790
2014	5,240	4,193			

资料来源：公司公告，申万研究

表 5：公司各季度收入增速表

收入	Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2010	29.9%	25.4%	24.4%	23.0%	25.7%
2011	26.4%	20.8%	20.0%	14.0%	20.2%
2012	5.2%	13.0%	8.5%	10.2%	9.0%
2013	8.7%	13.0%	8.5%	4.2%	8.4%

2014 -5.0% -7.2%

资料来源：公司公告，申万研究

表 6：公司各季度净利润表（单位：百万元）

收入	Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2009	101	107	65	111	384
2010	143	100	80	52	376
2011	200	116	137	130	583
2012	214	170	164	125	673
2013	222	148	153	171	694
2014	223	155			

资料来源：公司公告，申万研究

表 7：公司各季度净利润增速表

收入	Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2010	41.9%	-6.1%	22.4%	-52.9%	-2.2%
2011	39.8%	15.3%	71.0%	147.8%	54.9%
2012	6.8%	47.2%	19.8%	-3.7%	15.6%
2013	3.7%	-12.8%	-7.0%	36.9%	3.1%
2014	0.5%	4.5%			

资料来源：公司公告，申万研究

表 8：公司期间费用率变化表

期间费用率	14H1	13H1	比上年同期增减 (%)
综合毛利率	20.58%	19.51%	增加 1.07 个百分点
销售费用率	11.23%	10.17%	增加 1.06 个百分点
管理费用率	3.08%	2.69%	增加 0.39 个百分点
财务费用率	0.31%	0.40%	减少 0.08 个百分点
期间费用率合计	14.62%	13.25%	增加 1.37 个百分点

资料来源：公司公告，申万研究

表 9：公司关键财务指标表（单位：百万元）

关键财务指标	14H1	13H1	同比增长 (%)
销售费用	1,059	1,020	3.83%
管理费用	290	269	7.76%
财务费用	29	40	-25.91%
期间费用	1,379	1,329	3.74%
营业收入	9,433	10,032	-5.97%
营业成本	7,492	8,075	-7.22%
营业税金及附加	85	112	-23.93%
毛利率	20.58%	19.51%	1.07%
净利润	378	370	2.07%

净利率	4.01%	3.69%	0.32%
-----	-------	-------	-------

资料来源：公司公告，申万研究

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 索取有关披露资料或登录 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。