

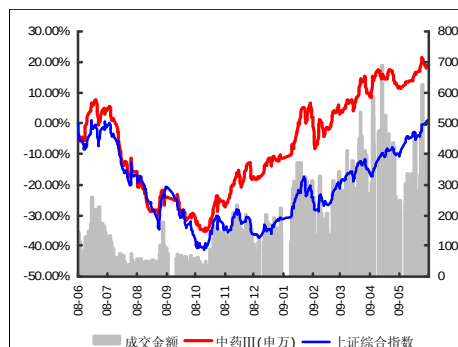
2009年7月26日

评级：观望（首次）

交易数据

总市值	32.51 亿
总股本/流通 A 股(亿)	3.21/3.21
流通股比率	100.00%
当前价格	10.42

52 周走势



报告作者

医药行业高级研究员

洪阳

电话：0510-82832380

Email: hongy@glsc.com.cn

相关报告

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

交大昂立（600530.SH）

这是我们江浙沪重点公司调研的第三站，我们期望在这样一个处于困境，面临转型的企业中发现未来的价值，并较早地呈现给投资者。

简报要点：

- Ø 公司未来的业务将呈现“三足鼎立”的局面，分别是：保健品、房地产和金融股权投资。目前各版块分别独立核算和考核，有专门的管理层进行负责管理。
- Ø 公司未来可能转型的方向是“金融控股型公司”和“资产性企业”。我们认为后者的可能性更大一些。因为高科技项目本身就是需要较长的投入培育期，最初的回报很低，短期内无法支撑上市公司的业绩，而创投公司也是同理。只有资源类的企业才可能达到短期见利的效果。但是由于部分资产减值涉及到前高管的案件，即使是重组也要待此案有明确结论并执行后方可执行。但我们认为转型和资金追回将是公司未来一个交易性投资机会点。
- Ø 单纯从坏转来看不过也就是还有近 2600 万可能计提，至于存货跌价和固定资产减值，我们认为随着去年对湖南金农的大额计提 4000 万元，今年计提的空间有限。因此今年的资产减值损失将小于去年的水平。
- Ø 我们认为公司属于一个比较典型的“价值反转类”企业，在 2008 年通过大“洗澡”的方式将大额资产减值损失进行提取为接下来的变革埋下了伏笔。因此未来无论是减值准备巨额转回资金，还是公司进行的资产重组，甚至是出售金融资产或创投公司上市都将带来较好的交易性投资机会，但鉴于目前主业的发展状况及高企的市值。我们给予“观望”评级。

一、公司的主营现状——“三足鼎立”

公司未来的业务将呈现“三足鼎立”的局面，分别是：保健品、房地产和金融股权投资。目前各版块分别独立核算和考核，有专门的管理层进行负责管理。

1、公司保健品业务——“天然元增长迅速”

保健食品依然是公司未来发展的主业，目前公司有两个主打品牌“昂立”和“天然元”。其中昂立品牌旗下有十几个产品，天然元有五十几个品种，主要是维生素系列、植物提取物和蛋白粉等营养补充剂。天然元的毛利率与昂立差不多 70%左右。

天然元是 2006 年开始引进和运作的，由于基数较小 2007 年同比翻倍，天元生产的原料和产品加工都在美国，在国内分包销售，主要是通过进入大卖场，采取利润共享分配的模式来调动卖场的销售积极性，公司将战线收缩到江浙沪等经济发达区域，集中力量推广，目前来看取得了事半功倍的效果。2008 年公司发现有较好的增长趋势，因此决定通过开设专柜和专卖店的形式来加大推广力度。目前与昂立的销售比例在 3: 7，预计 2008 年的销售额在 8800 万。目前在编的销售人员有 127 人，公司尚没有申请直销牌照的意愿，担心出现问题对上市公司有影响。公司正在培养“南京、宁波”等重点市场，准备在当地的大卖场投入更多精力。天然元预计 2009 年将增长 50%以上，从一季度来看，实现了净利润预算是增长 20%-30%的目标，当然也含有节假日的因素。

交大通过市场销售价格将产品内销给昂立保健品销售公司，再由销售公司统一销售，所以 2008 年有 2.93 亿的内部抵消，生产系统在松江。

至于市场热炒的“益生菌粉”，原来是作为一种产品，现在该产品为益生菌的生产原料，但是量并不大，每年也就是几十万的收入。

2、房地产业务——“短期内贡献较小”

房地产业务今年会有部分结算额，主要是合肥的“上海城市花园”将会得到体现，由于这个项目开发周期比较长，因此额度不会太大。公司在成都青羊区 3000 万拿了一块 3000-4000 平米的土地（折合每亩 500-600 万，从目前来看已经算是比较便宜的），但是对于这个项目具体如何操作，是自己开发还是转让没有具体定论。江苏太仓的项目面积达 20 万平米，主要开发成公寓、联排别墅和独栋别墅的综合大型社区。苏州兆元收购后主要就是用于来做这个项目，目前公司只有 30%股权，另 40%股权转让给了南洋房产。

公司位于上海市四平路 1188 号的远洋大厦项目，是 2005 年从中远旗下的中远置业和中远发展购得，总面积 22800 平米，总价为 1.86 亿元。目前由上海昂立同科置业有限公司负责管理，1-3 楼为餐厅、6-11 楼为宾馆。但是去年该产业亏损 2357.82 万元。目前已经停业，进行装修改造，计划做成旅游、饮食

和宾馆一体化的酒店。该项目的位置还算不错，在同济大学的对面，附近临近虹口体育馆和和平公园。

3、金融资产——“只有存量，没有增量”

由于公司没有专业的金融投资团队，因此未来金融资产只有存量，没有增量。公司目前还持有 200 万股的交通银行，时机合适还会考虑减持。另外还有 5200 万股的兴业证券股权。

公司参股 20% 的上海交大信息投资有限公司是一家专业从事风险投资、投资管理和投资增值服务的投资公司，海隆软件就是其投资的并成功上市的一家公司。

公司持有国内乙型肝炎疫苗龙头企业深圳康泰生物制品有限公司 5% 股权，虽然此公司质地优良，但交大昂立持股比例较小，整体影响不大。

二、公司的变化与“转型”

1、管理层变更

公司 2007 年和 2008 年分别进行了董事会和管理层的换届选举，公司新任总经理朱敏骏先生曾先后担任上海交大房地产处处长以及大股东上海交大南洋股份有限公司总经理，现在兼任上海交大南洋房地产开发有限公司董事长，对于房地产行业有较深的认识，因此目前公司的房地产都交由总经理统一负责。董事长杨国平先生现在还兼任上海大众董事长。管理层的变化对公司未来的转型存在着积极的价值。

2、公司的转型

2008 年大幅计提 9300 多万元后，历年来形成的坏账基本剥离，虽然随着公司前高管诉讼进程的展开，有望使得减值准备的转回金额达到上千万。但是从近期的庭审过程来看，这一进度可能会非常漫长。同时公司目前的保健品业务竞争异常激烈，即使是达到公司最初构想的 3000 万年度利润规模，也依然不足以支撑整个上市公司的业绩，尽管公司在房产和金融股权投资有一定的斩获，但目前对于公司来说还是很微薄，因此公司未来的转型是一定的！

公司未来可能转型的方向是“金融控股型公司”和“资产性企业”。我们认为后者的可能性更大一些，目前调研的对象主要是矿业和油气资源。因为高科技项目本身就是需要较长的投入培育期，最初的回报很低，短期内无法支撑上市公司的业绩，而创投公司也是同理。只有资源类的企业才可能达到短期见利的效果。但是由于部分资产减值涉及到前高管的案件，即使是重组也要待此案有明确结论并执行后方可执行。但我们认为转型和资金追回将是公司未来一个交易性投资机会点。

三、未来的风险——“资产减值损失”

1、资产减值损失细分

公司的 2008 年资产减值损失高达 9300 万元，主要是坏账损失 3470 万、存货跌价损失 2850 万元（来自于在产品计提了 2546 万，主要是对湖南金农的计提）、和固定资产减值损失 2723 万元。公司坦诚坏账处理还需要慢慢来进行，但预计今年不会有去年那么多。

从 2008 年年报来看：应收账款未计提的账龄在 1 年以上的只有 1043 万元。其他应收账款未计提账龄在 1 年以上的只有 1535 万元。

单纯从坏转来看不过也就是还有近 2600 万可能计提，至于存货跌价和固定资产减值，我们认为随着去年对湖南金农的大额计提，今年计提的空间有限。

2、“湖南金农”的困境

从今年 3 月份的公告来看，交大昂立已经分别对湖南金农的存货跌价准备和固定资产减值准备计提了 2643.93 万元和 1382.82 万元。因此剩下需要的计提部分预计不会太大。

2006 年 12 月公司级上海交大昂立生命科技有限公司与上海交大科技园（上饶）有限公司签订了《关于转让上海诺德生物实业有限公司 10.256% 股权之股权转让协议》，各方一致同意上海交大（上饶）有限公司将其所持有的伤害诺德生物事业有限公司股权全部转让给公司和上海交大昂立生命科技有现公司。股权转让各方于 2006 年 12 月 8 日签署了股权转让协议。根据该协议昂立公司和生命科技公司于分别向科技园支付了 1237.5 万元和 412.5 万元的股权转让款。由于上海交大科技园未及时向上级机构报送材料，造成评估报告失效。从而导致截至资产评估报告失效。

2008 年，公司重新启动了对诺德及下属子公司的评估工作，因子公司湖南金农的部分资产涉及到巨大减值，需对这部分资产进行评估之后才能进入诺德公司的资产，重新确定的评估基准日为 2008 年 12 月 31 日，公司承诺在 2009 年月底之前完成股权转让协议。实际上上海诺德过去只是公司管理层一个资金周转的平台。湖南金农的主业经营一般，对公司的贡献很小。

湖南金农生物资源股份有限公司是上海诺德生物实业有限公司植物提取生产基地，成立于 1993 年，位于长沙高新技术开发区，占地面积 100 亩，是一家以植物提取物为主业，涉及农作物种子选育、生物农药等领域的拥有自营进出口权的生物高科技企业，现为中国医药保健品进出口商会植物提取物分会授权单味植物提取物标准定制单位。自 1993 年成立至今已经成功开发了 100 多种标准植物提取物，能生产多达 400 余种植物功能成分提取物，草本浓缩汁年生产能力 10000 吨，其他提取物生产能力超过 1200 吨。主导产品绿茶提取物、罗汉果提取物、菊花粉、草药茶浓缩汁等产品的生产工艺位于全球领先地位。

四：盈利预测及投资建议

我们认为此时对公司的盈利预测意义不大，综合有两个方面来考虑，一方面从短期来看的盈利假设条件存在着众多的不确定性，例如今年公司房地产业务的结算额度，公司今年的资产减值损失计提额度（虽然我们判断不会再像去年那么多），公司是否还会再出售交行股权，以及何时出售，前高管官司结束后的资金追讨工作进展和额度等都对公司盈利预测带来极大的不确定性。另一方面，如果从明年的角度，如果“官司”能够顺利进行，公司得以进行资产重组，那我们现在对公司 2010 年的盈利预测则毫无价值。因此这里就要分析交大昂立的投资建议。

我们认为公司属于一个比较典型的“价值反转类”企业，在 2008 年通过大“洗澡”的方式将大额资产减值损失进行提取为接下来的变革埋下了伏笔。因此未来无论是减值准备巨额转回资金，还是公司进行的资产重组，甚至是出售金融资产或创投公司上市都将带来较好的交易性投资机会，但鉴于目前主业的发展状况及高企的市值。我们给予“观望”评级。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。