

兰生股份 (600826)

外贸业务稳健增长，集团资产注入预期持续发酵

行业名称	商业贸易
投资建议	买入
当前价格:	31.49元
目标价格:	39.00元

投资要点:

➤ 营收增长12.66%，归母净利增长65.43%

公司发布半年报，16H1实现营收11.35亿，同比增长12.66%（16Q1、Q2同比增速分别为30.90%、-4.21%）；归母净利7.06亿，同比增长65.43%（16Q1、Q2同比增速分别为829.72%、-88.99%）；扣非后归母净利3285.40万，同比增长2.08%，EPS为1.68元。营收增长主要系外贸业务稳定增长所致，兰轻公司主要出口商品均实现20%以上增幅，业绩大幅提升主要系报告期内完成兰生国健、中信国健股权转让，扣除所得税影响后结转净投资收益6.56亿，此外理财和国债回购、兰生房产分别贡献1850万、1435万投资收益。

➤ 东浩兰生集团唯一上市平台，平台改制+医药剥离+管理层变动加快资产证券化进程

第一，混改效果明显，公司架构理顺，剥离医药带来充沛现金。主业贸易转入子公司兰轻公司，强化激励约束机制，报告期内兰生国健34.65%股权及中信国健0.73%股权出售完成，兰生文体转入兰轻公司，理顺组织架构。第二，集团层面改革预期不断发酵。控股股东东浩兰生集团主营人力资源、会展服务、体育服务，拥有国内最大人力资源服务外包企业之一“上海外服”。近日集团从加快推进体制机制改革、核心资产上市、提高资产证券化率等九方面部署下半年重点工作任务，标志着集团层面改革情绪持续升温，资产注入有望提速。此前戴总作为集团功勋人物在位期间国企改革动作较少，新董事长王强上任或进一步表明公司战略发展明确性。此外，上海国企改革进入快车道，公司此前公告拟以自有资金3亿认购中证上海国企ETF，分享上海国改价值增值。第三，积极转型现代服务商，探寻利润新增长点。公司深入研究现代服务贸易与业务的契合点，寻找现代服务行业具有良好增长潜力及战略价值的目标公司，拟通过市场并购、定向增发、设立现代服务业产业基金等方式加速转型，目前相关工作仍在积极推进中。

➤ 风险提示

集团层面改革未达预期

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	421/421
流通 A 股市值 (百万元)	13,246
每股净资产 (元)	8.87
资产负债率 (%)	21.46
一年内最高/最低 (元)	36.36/19.88

一年内股价相对走势



刘章明 分析师
 执业证书编号: s1110516060001
 电话:
 邮箱: liuzm@sh.tfzq.com

相关报告

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	1,386.75	2,393.48	2,513.15	2,638.81	2,770.75
增长率 (%)	11.92%	72.60%	5.00%	5.00%	5.00%
EBITDA (百万元)	657.96	621.66	885.06	645.89	597.40
净利润 (百万元)	527.95	510.93	733.64	530.48	490.95
增长率 (%)	930.69%	-3.22%	43.59%	-27.69%	-7.45%
EPS (元/股)	1.26	1.21	1.74	1.26	1.17
市盈率 (P/E)	25.09	25.93	18.06	24.97	26.98
市净率 (P/B)	3.29	4.11	5.97	5.13	4.55
EV/EBITDA	5.23	17.44	12.01	15.66	16.77

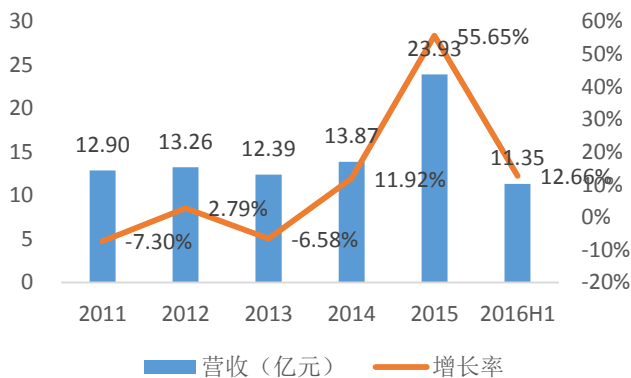
数据来源: 公司公告, 天风证券研究所



报告信息

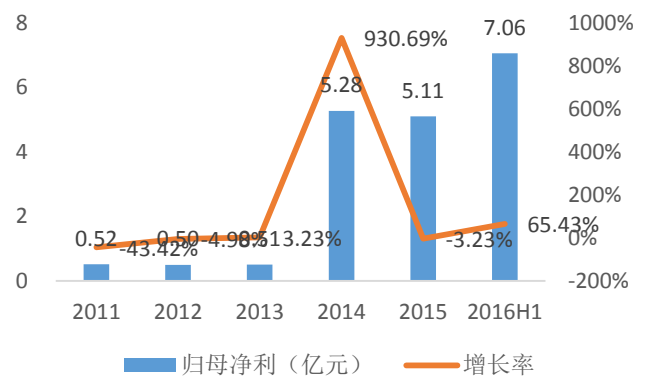
营收增长 12.66%，归母净利增长 65.43%。公司发布半年报，16H1 实现营收 11.35 亿，同比增长 12.66%（16Q1、Q2 同比增速分别为 30.90%、-4.21%）；归母净利 7.06 亿，同比增长 65.43%（16Q1、Q2 同比增速分别为 829.72%、-88.99%）；扣非后归母净利 3285.40 万，同比增长 2.08%，EPS 为 1.68 元。营收增长主要系外贸业务稳定增长所致，兰轻公司主要出口商品均实现 20%以上增幅，业绩大幅提升主要系报告期内完成兰生国健、中信国健股权转让，扣除所得税影响后结转净投资收益 6.56 亿，此外理财和国债回购、兰生房产分别贡献 1850 万、1435 万投资收益。

图表 1: 2011-2016H1 公司营收及增长率



来源: wind, 天风证券研究所

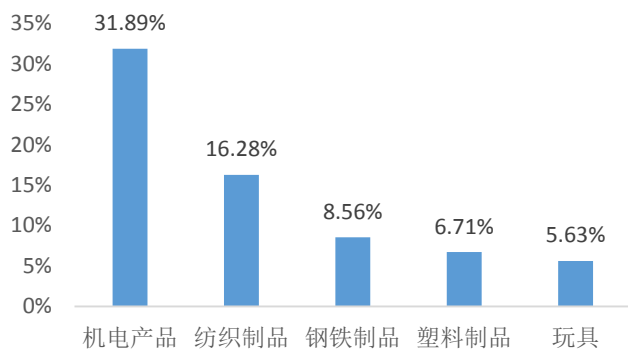
图表 2: 2011-2016H1 公司归母净利及增长率



来源: wind, 天风证券研究所

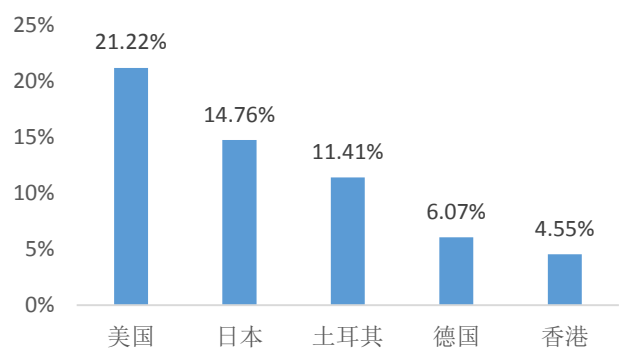
外贸业务稳健增长。报告期内公司实现主营业务收入 11.25 亿，同比增长 13.81%。**分产品来看**，机电产品收入 3.59 亿（占比 31.89%），同比增长 27.88%；纺织制品收入 1.83 亿（占比 16.28%），同比增长 23.39%；钢铁制品收入 9623 万（占比 8.56%），同比增长 17.41%；塑料制品收入 7544 万（占比 6.71%），同比增长 29.22%；玩具收入 6331 万（占比 5.63%），同比增长 85.14%，主要系对香港客户出口增加所致。**分地区来看**，美国收入 2.39 亿（占比 21.22%），同比下降 1.04%；日本收入 1.66 亿（占比 14.76%），同比下降 12.12%；土耳其收入 1.28 亿（占比 11.41%），同比增长 1163.19%，主要系代理某大客户机电产品出口大幅增加所致；德国收入 6827 万（占比 6.07%），同比增长 58.52%；香港收入 5119 万（占比 4.55%），同比增长 45.98%，主要系有效开拓中小客户市场所致。

图表 3: 2016H1 公司前 5 名出口商品收入占比



来源: 公司公告, 天风证券研究所

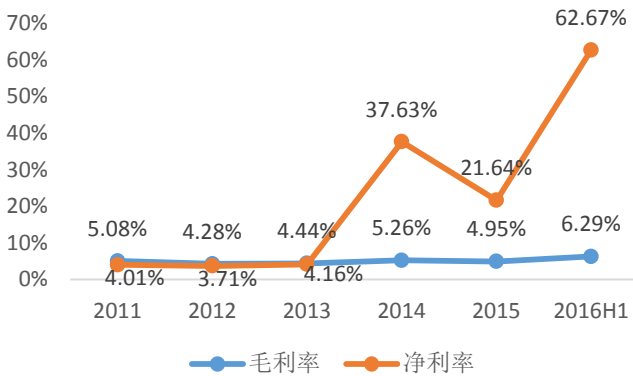
图表 4: 2016H1 公司前 5 名出口地区收入占比



来源: 公司公告, 天风证券研究所

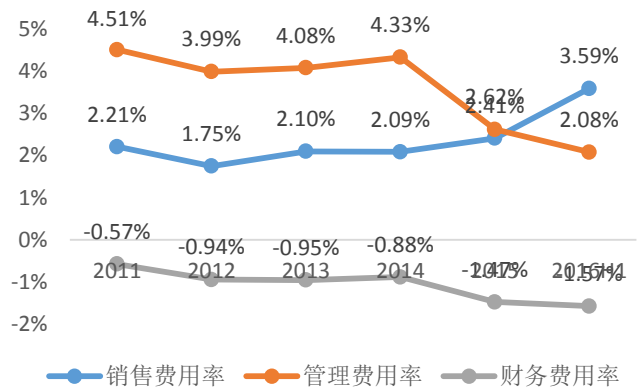
毛利率提升，费用率维稳。16H1 公司毛利率 6.29%，同比增加 1.42 个百分点，主要系优化内部管理、生产效率提升所致。其中，贸易业务毛利率 5.98%，同比增加 1.32 个百分点。报告期内费用率保持稳定，期间费用率 4.10%，同比增加 0.8 个百分点。其中，销售费用率 3.59%，同比增加 1.09 个百分点，主要系外贸业务增长所致；管理费用率 2.08%，同比增加 0.27 个百分点，主要系本期计提上半年奖金等费用所致；财务费用率-1.57%，同比减少 0.56 个百分点，主要系利息收入增加所致。业绩提升致净利率同比增加 20.04 个百分点至 62.67%。

图表 5: 2016H1 公司毛利率与净利率



来源: wind, 天风证券研究所

图表 6: 2016H1 公司期间费用率



来源: wind, 天风证券研究所

东浩兰生集团唯一上市平台，平台改制+医药剥离+管理层变动加快资产证券化进程。第一，混改效果明显，公司架构理顺，剥离医药带来充沛现金。主业贸易转入子公司兰轻公司，强化激励约束机制，商品经营品种、国内外客户资源等获得较大拓展。伴随优秀经营团队加盟，管理效率进一步提升，报告期内兰生国健 34.65% 股权及中信国健 0.73% 股权出售完成，增加在手现金，兰生文体转入兰轻公司，理顺组织架构，上市公司不再进行实体经营，资本运作空间大。第二，集团层面改革预期不断发酵。公司是典型大集团小公司，控股股东东浩兰生集团主营人力资源、会展服务（会展传播、大型活动和场馆经营）、体育服务（成立赛事管理公司，进军体育界），拥有国内最大人力资源服务外包企业之一“上海外服”（收入占比约 80%，近五年复合收入增速 30% 以上）。近日集团召开上半年经济运行情况专题会议，对上半年工作进行回顾总结（16H1 营收 649.59 亿，+13.55%YoY，扣非后归母净利 3.3 亿，+8.55%YoY），从加快推进集团体制机制改革、核心资产上市、提高资产证券化率等九方面部署下半年重点工作任务，标志着集团层面改革情绪持续升温，资产注入有望提速。此前戴总作为集团功勋人物在位期间国企改革动作较少，新董事长王强上任或进一步表明公司战略发展明确性，资产整合进度或加快。此外，上海国企改革进入快车道，公司此前公告拟以自有资金 3 亿认购中证上海国企 ETF，分享上海国改价值增值。第三，积极转型现代服务商，探寻利润新增长点。公司深入研究现代服务贸易与现有业务的契合点，寻找现代服务行业具有良好增长潜力及战略价值的目标公司，致力相关项目的可行性研究，拟通过市场并购、定向增发、设立现代服务业产业基金等方式加速转型，探索盈利新模式，目前相关工作仍在积极推进中。

首次覆盖，给予买入评级。公司是东浩兰生集团旗下唯一上市平台，资源稀缺，

是典型的大集团小公司。贸易板块改制成功，主业业绩回暖，剥离医药非主业资产，优化业务机构。集团层面改革预期不断发酵，伴随国改推进，资产整合有望提速，未来或转型现代服务商，提升估值空间。我们预计 16-18 年 EPS 分别 1.74 元、1.26 元、1.17 元，当前股价对应 PE 分别 18 倍、25 倍、27 倍，给予买入评级。

图表 7: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	210.17	868.92	201.05	211.1	387.6	营业收入	1,386.75	2,393.4	2,513.15	2,638.81	2,770.75
应收账款	140.80	232.70	150.11	122.1	163.7	营业成本	1,313.82	2,275.0	2,374.93	2,493.68	2,618.36
预付账款	127.29	291.22	234.47	286.9	249.2	营业税金及	0.42	1.86	1.15	1.36	1.61
存货	54.87	94.87	92.93	96.92	108.5	营业费用	28.92	57.76	55.27	58.92	63.22
其他	7.72	10.96	7.61	8.67	9.02	管理费用	60.03	62.71	92.41	93.47	90.87
流动资产合计	540.85	1,498.	686.17	725.8	918.2	财务费用	-12.26	-35.23	-25.00	-9.52	-13.83
长期股权投资	173.29	184.34	184.34	184.3	184.3	资产减值损	22.27	2.75	7.28	10.76	6.93
固定资产	33.80	30.46	51.57	92.76	132.9	公允价值变	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76	投资净收益	692.78	624.96	900.00	660.00	600.00
无形资产	1.36	1.31	1.27	1.23	1.19	其他	-1,385.56	-1,249.	-1,800.00	-1,320.0	-1,200.0
其他	4,620.	2,812.	2,860.	2,987.	2,886.	营业利润	666.33	653.51	907.12	650.15	603.59
非流动资产合	4,828.	3,028.	3,133.	3,335.	3,277.	营业外收入	3.01	15.16	15.00	15.00	15.00
资产总计	5,369.	4,527.	3,819.	4,061.	4,195.	营业外支出	0.55	0.04	2.80	1.13	1.32
短期借款	0.00	0.00	400.67	25.79	0.00	利润总额	668.79	668.63	919.32	664.03	617.27
应付账款	127.82	196.19	190.39	201.8	201.7	所得税	147.00	150.69	183.86	132.81	123.45
其他	303.96	571.74	350.58	547.0	444.1	净利润	521.79	517.94	735.46	531.22	493.81
流动负债合计	431.78	767.94	941.64	774.7	645.9	少数股东损	-6.16	7.01	1.82	0.74	2.87
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公	527.95	510.93	733.64	530.48	490.95
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每 股 收 益	1.26	1.21	1.74	1.26	1.17
其他	879.81	495.68	616.92	664.1	592.2						
非流动负债合	879.81	495.68	616.92	664.1	592.2						
负债合计	1,311.	1,263.	1,558.	1,438.	1,238.						
少数股东权益	31.77	38.78	40.51	41.24	44.05	主要财务					
股本	420.64	420.64	420.64	420.6	420.6		2014	2015	2016E	2017E	2018E
资本公积	137.91	137.91	137.91	137.9	137.9	成长能力					
留存收益	966.02	1,317.	1,799.	2,160.	2,492.	营业收入	11.92%	72.60%	5.00%	5.00%	5.00%
其他	2,501.	1,349.	-137.9	-137.9	-137.9	营业利润	1,233.97%	-1.92%	38.81%	-28.33%	-7.16%
股东权益合计	4,057.	3,263.	2,260.	2,622.	2,957.	归属于母公	930.69%	-3.22%	43.59%	-27.69%	-7.45%
负债和股东权	5,369.	4,527.	3,819.	4,061.	4,195.	获利能力					
						毛利率	5.26%	4.95%	5.50%	5.50%	5.50%
						净利率	38.07%	21.35%	29.19%	20.10%	17.72%
						ROE	13.11%	15.84%	33.04%	20.55%	16.85%
						ROIC	-304.82%	-62.00	-168.93%	-128.26	-85.72%
						偿债能力					
						资产负债率	24.43%	27.91%	40.81%	35.43%	29.51%
						净负债率	11.34%	33.75%	17.46%	36.48%	40.65%
						流动比率	1.25%	1.95%	0.73%	0.94%	1.42%
						速动比率	1.13%	1.83%	0.63%	0.81%	1.25%
						营运能力					
						应收账款周	11.92%	12.82%	13.13%	19.38%	19.38%
						存货周转率	25.28%	31.97%	26.76%	27.80%	26.97%
						总资产周转	0.33%	0.48%	0.60%	0.67%	0.67%
						每股指标					
						每股收益	1.26	1.21	1.74	1.26	1.17
						每股经营现	-0.04	-0.18	-0.35	0.22	-0.72
						每股净资产	9.57	7.67	5.28	6.14	6.93
						估值比率					
						市盈率	25.09	25.93	18.06	24.97	26.98
						市净率	3.29	4.11	5.97	5.13	4.55
						EV/EBITDA	5.23	17.44	12.01	15.66	16.77
						EV/EBIT	5.26	17.54	12.05	15.79	16.98

数据来源: 公司报告、天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期股价绝对收益 20%以上为“买入”、10%~20%为“增持”、-10%~10%为“持有”、-10%以下为“卖出”。

行业投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对于沪深 300 指数，涨幅 5%以上为“强于大市”、-5%~5%为“中性”、-5%以下为“弱于大市”。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

	电话	传真	邮箱	地址
武汉	(8627)-87618889	(8627)-87618863	research@sh.tfzq.com	湖北省武汉市武昌区中南路99号保利广场A座37楼 (430071)
上海	(8621)-68815388	(8621)-50165671	research@sh.tfzq.com	上海市浦东新区兰花路333号333世纪大厦 10F (201204)