

## 外贸稳增 集团整体上市值得期待

——兰生股份（600826）2016 半年度财报点评

2016 年 08 月 23 日

推荐/首次

兰生股份 财报点评

|    |                    |                       |  |
|----|--------------------|-----------------------|--|
| 徐昊 | 分析师                | 执业证书编号：S1480514070003 |  |
|    | xuhao@dxzq.net.cn  | 010-66554017          |  |
| 史琨 | 联系人                |                       |  |
|    | shikun@dxzq.net.cn | 010-66554063          |  |

### 事件：

兰生股份 2016 年 1-6 月实现营业收入 11.35 亿元，同比增长 12.66%；归属上市公司股东净利润 7.06 亿元，同比上涨 65.43%，扣非后净利润 0.33 亿元，同比增长 2.08%；每股收益 1.68 元/股，同比增长 66.34%。

### 公司分季度财务指标

| 指标         | 2014Q4   | 2015Q1  | 2015Q2   | 2015Q3  | 2015Q4  | 2016Q1  | 2016Q2  |
|------------|----------|---------|----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元）  | 612.94   | 484.18  | 523.08   | 578.39  | 807.83  | 633.77  | 501.04  |
| 增长率（%）     | 107.26%  | 84.71%  | 62.11%   | 70.10%  | 31.80%  | 30.90%  | -4.21%  |
| 毛利率（%）     | 3.16%    | 4.57%   | 5.15%    | 4.95%   | 5.04%   | 5.50%   | 7.28%   |
| 期间费用率（%）   | 4.76%    | 3.96%   | 2.68%    | 1.93%   | 5.06%   | 4.54%   | 3.54%   |
| 营业利润率（%）   | 100.56%  | 19.06%  | 89.56%   | 14.06%  | 1.41%   | 140.26% | 10.21%  |
| 净利润（百万元）   | 470.89   | 72.36   | 357.01   | 73.22   | 15.34   | 668.87  | 42.33   |
| 增长率（%）     | 5868.80% | 678.31% | 1029.15% | 632.48% | -96.74% | 824.32% | -88.14% |
| 每股盈利（季度，元） | 1.13     | 0.17    | 0.84     | 0.16    | 0.04    | 1.59    | 0.09    |
| 资产负债率（%）   | 24.74%   | 26.34%  | 24.14%   | 26.96%  | 27.91%  | 25.48%  | 21.46%  |
| 净资产收益率（%）  | 11.60%   | 1.81%   | 9.14%    | 2.53%   | 0.47%   | 17.74%  | 1.12%   |
| 总资产收益率（%）  | 8.73%    | 1.33%   | 6.93%    | 1.84%   | 0.34%   | 13.22%  | 0.88%   |

### 观点：

- **外贸结构优化，营收同增12.66%符合预期。**公司积极应对国际市场需求不足等困难，保持贸易业务的稳定，2016年上半年，实现总营业收入11.35亿元，同比增长12.66%，主要是外贸结构优化、转向增长强劲的机电等产品，使得外贸业务实现营业收入11.25亿元，同比增长13.81%。分品类来看，公司前五名出口商品：机电\机械设备及零附件、纺织原料及制品、钢铁及其制品、塑料及其制品、玩具实现出口销售额分别为3.59亿、1.83亿、0.96亿、0.75亿、0.63亿，同比增长分别为27.88%、23.39%、17.41%、29.22%、85.14%，玩具出口大幅增加主要是对香港客户出口增加。分地区来看，公司主营地区美国、日本、土耳其、德国和香港分别实现出口销售额2.39亿、1.66亿、1.28亿、0.68亿、0.51亿，同比变化分别为-1.04%、-12.12%、1163.19%、58.52%、45.98%，土耳其的出口增加主要来自于代理大客户机电产品出口的大幅增长，德国及香港地区的增长主要源于公司对中小客户市场的有效开拓。

- **股权转让，驱动归母净利润同增65.43%**。2016年上半年，公司综合毛利率提升1.42个百分点至6.29%，其中贸易业务毛利率提升1.32个百分点至5.98%。期间费用率同比增加0.8个百分点至4.1%，其中外贸业务增长使得销售费用增加，同比增长62.03%；管理费用同比增长29.33%；而财务费用同比下降75.22%。投资收益方面，报告期内实现投资收益9.15亿元，同比增长67.14%，其中报告期内出售兰生国健34.65%、中信国健0.73%的股权，剥离医药业务，获得净收益6.56亿元；理财和国债回购收益合计为1850万元；兰生房产贡献投资收益1435万元；持有海通证券15,173.37万股（持股比例1.38%）。因此由于毛利率提高、费用有效控制、投资收益贡献，2016年上半年实现归属净利润7.06亿元，同比增长65.43%；扣非后净利润0.33亿元，同比增长2.08%。公司预测：2016年1-9月归属净利润同比增速为50%以上（2015年第三季度末累计净利润为4.95亿元）。
- **国企改革加速推进，有望注入集团优质资产**。2016年是国企改革的落地之年，上海始终走在国企改革的前列，并将集团整体上市作为国企改革的重点措施。2013年12月东浩与兰生集团合并，公司是上海市国资委独资公司东浩兰生集团旗下唯一的上市公司，集团拥有人力资源与会展传播等优质资产板块：1）人力资源板块是集团的核心业务，由上海对外服务与上海东浩人力资源两家子公司经营，集团持股比例分别为100%与80%，上海外服连续多年位居国内人力资源行业第一，2015年集团人资板块实现营收927.6亿元，毛利率1.48%；2）会展传播板块，包括东浩会展经营、东浩会展活动策划和世博文化传播三家公司，持股比例分别为100%、100%和86.67%，集团还拥有上海世博展览馆、上海汽车会展中心以及国家会展中心（持股40%，商务部持股60%）共计约26万平方米展览面积，2015年该板块实现营收12.23亿元，营收占比1.03%，毛利占比9.89%，毛利率25.18%，利润较为稳定。随着2016年国企改革成果落地，集团有望将两大优质资源注入，实现集团整体上市。

## 结论：

公司以出口贸易为主，向德国等出口国转为需求较强的机电等产品，促进贸易结构优化。公司持有上海核心地段兰生大厦48%股权、海通证券1.38%股权，提供较高的安全边际。此外面对上海国企改革浪潮，公司有望注入集团优质资产实现整体上市，有望大幅提升公司业绩。预计公司2016-2018年的EPS分别为1.68元、1.27元和1.18元，对应PE分别为18.7、24.9、26.6倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

## 风险提示：

贸易保护主义抬头、集团改革遇阻风险

**公司盈利预测表**

| 资产负债表     |       |       |       | 单位:百万元 |        | 利润表        |         | 单位:百万元 |        |         |        |
|-----------|-------|-------|-------|--------|--------|------------|---------|--------|--------|---------|--------|
|           | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E  | 2018E  |            | 2014A   | 2015A  | 2016E  | 2017E   | 2018E  |
| 流动资产合计    | 541   | 1499  | 1819  | 1922   | 1885   | 营业收入       | 1387    | 2393   | 2476   | 2574    | 2689   |
| 货币资金      | 210   | 869   | 1013  | 927    | 692    | 营业成本       | 1314    | 2275   | 2345   | 2435    | 2541   |
| 应收账款      | 61    | 114   | 114   | 118    | 123    | 营业税金及附加    | 0       | 2      | 2      | 2       | 2      |
| 其他应收款     | 80    | 118   | 122   | 127    | 133    | 营业费用       | 29      | 58     | 56     | 58      | 61     |
| 预付款项      | 127   | 291   | 460   | 636    | 819    | 管理费用       | 60      | 63     | 65     | 67      | 70     |
| 存货        | 55    | 95    | 98    | 102    | 106    | 财务费用       | -12     | -35    | -20    | -21     | -22    |
| 其他流动资产    | 6     | 11    | 11    | 11     | 11     | 资产减值损失     | 22.27   | 2.75   | 0.00   | 0.00    | 0.00   |
| 非流动资产合计   | 4829  | 3029  | 3431  | 3427   | 3423   | 公允价值变动收益   | 0.00    | 0.00   | 0.00   | 0.00    | 0.00   |
| 长期股权投资    | 173   | 184   | 199   | 199    | 199    | 投资净收益      | 692.78  | 624.96 | 880.00 | 650.00  | 600.00 |
| 固定资产      | 33.80 | 30.46 | 26.84 | 23.19  | 19.54  | 营业利润       | 666     | 654    | 909    | 682     | 636    |
| 无形资产      | 1     | 1     | 1     | 1      | 1      | 营业外收入      | 3.01    | 15.16  | 7.11   | 7.11    | 7.11   |
| 其他非流动资产   | 0     | 0     | 0     | 0      | 0      | 营业外支出      | 0.55    | 0.04   | 0.35   | 0.35    | 0.35   |
| 资产总计      | 5369  | 4527  | 5250  | 5349   | 5309   | 利润总额       | 669     | 669    | 915    | 689     | 643    |
| 流动负债合计    | 432   | 768   | 1039  | 1323   | 1620   | 所得税        | 147     | 151    | 206    | 155     | 145    |
| 短期借款      | 0     | 0     | 0     | 0      | 0      | 净利润        | 522     | 518    | 709    | 534     | 498    |
| 应付账款      | 91    | 163   | 167   | 173    | 181    | 少数股东损益     | -6      | 7      | 0      | 0       | 0      |
| 预收款项      | 153   | 411   | 678   | 956    | 1246   | 归属母公司净利润   | 528     | 511    | 709    | 533     | 498    |
| 一年内到期的非流  | 0     | 0     | 0     | 0      | 0      | EBITDA     | 659     | 623    | 892    | 665     | 619    |
| 非流动负债合计   | 880   | 496   | 617   | 617    | 617    | EPS (元)    | 1.26    | 1.22   | 1.68   | 1.27    | 1.18   |
| 长期借款      | 0     | 0     | 0     | 0      | 0      | 主要财务比率     | 2014A   | 2015A  | 2016E  | 2017E   | 2018E  |
| 应付债券      | 0     | 0     | 0     | 0      | 0      |            |         |        |        |         |        |
| 负债合计      | 1312  | 1264  | 1656  | 1940   | 2237   | 成长能力       |         |        |        |         |        |
| 少数股东权益    | 32    | 39    | 39    | 40     | 40     | 营业收入增长     | 11.92%  | 72.60% | 3.47%  | 3.96%   | 4.45%  |
| 实收资本(或股本) | 421   | 421   | 421   | 421    | 421    | 营业利润增长     | 1233.97 | -1.92% | 39.02% | -24.91% | -6.72% |
| 资本公积      | 138   | 138   | 138   | 138    | 138    | 归属于母公司净利润  | 38.69%  | -24.74 | 38.69% | -24.74% | -6.66% |
| 未分配利润     | 618   | 969   | 1164  | 1311   | 1448   | 获利能力       |         |        |        |         |        |
| 归属母公司股东权  | 4026  | 3225  | 3634  | 3593   | 3323   | 毛利率(%)     | 5.26%   | 4.95%  | 5.30%  | 5.40%   | 5.50%  |
| 负债和所有者权   | 5369  | 4527  | 5328  | 5573   | 5600   | 净利率(%)     | 37.63%  | 21.64% | 28.63% | 20.73%  | 18.53% |
| 现金流量表     |       |       |       |        | 单位:百万元 | 总资产净利润(%)  | 5.06%   | 9.83%  | 11.29% | 13.50%  | 9.97%  |
|           | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E  | 2018E  | ROE(%)     | 13.11%  | 15.84% | 19.50% | 14.84%  | 14.98% |
| 经营活动现金流   | -17   | -76   | 29    | -38    | -21    | 偿债能力       |         |        |        |         |        |
| 净利润       | 522   | 518   | 709   | 534    | 498    | 资产负债率(%)   | 24%     | 28%    | 31%    | 35%     | `      |
| 折旧摊销      | 5.20  | 4.66  | 0.00  | 3.74   | 3.74   | 流动比率       |         |        |        | 1.45    | 1.16   |
| 财务费用      | -12   | -35   | -20   | -21    | -22    | 速动比率       |         |        |        | 1.38    | 1.10   |
| 应收账款减少    | 0     | 0     | 1     | -5     | -5     | 营运能力       |         |        |        |         |        |
| 预收帐款增加    | 0     | 0     | 267   | 277    | 290    | 总资产周转率     | 0.33    | 0.48   | 0.50   | 0.47    | 0.48   |
| 投资活动现金流   | -86   | 887   | 474   | 650    | 600    | 应收账款周转率    | 29      | 27     | 22     | 22      | 22     |
| 公允价值变动收益  | 0     | 0     | 0     | 0      | 0      | 应付账款周转率    | 18.70   | 18.85  | 15.00  | 15.12   | 15.17  |
| 长期股权投资减少  | 0     | 0     | -406  | 0      | 0      | 每股指标(元)    |         |        |        |         |        |
| 投资收益      | 693   | 625   | 880   | 650    | 600    | 每股收益(最新摊薄) | 1.26    | 1.22   | 1.68   | 1.27    | 1.18   |
| 筹资活动现金流   | 18    | -160  | -202  | -146   | -134   | 每股净现金流(最新  | -0.20   | 1.55   | 0.71   | 1.11    | 1.06   |
| 应付债券增加    | 0     | 0     | 0     | 0      | 0      | 每股净资产(最新摊  | 9.57    | 7.67   | 8.64   | 8.54    | 7.90   |
| 长期借款增加    | 0     | 0     | 0     | 0      | 0      | 估值比率       |         |        |        |         |        |
| 普通股增加     | 0     | 0     | 0     | 0      | 0      | P/E        | 25.01   | 25.93  | 18.70  | 24.85   | 26.63  |
| 资本公积增加    | -1428 | 0     | 0     | 0      | 0      | P/B        | 3.29    | 4.11   | 3.65   | 3.69    | 3.99   |
| 现金净增加额    | -85   | 650   | 301   | 466    | 445    | EV/EBITDA  | 19.79   | 19.88  | 13.72  | 18.53   | 20.31  |

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 徐昊

会计学硕士，2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，8 年食品饮料行业研究经验。

## 联系人简介

---

### 史琨

投资银行与金融学硕士，2015 年加入东兴证券从事商贸零售行业研究，获 2015 年度“今日投资”商贸零售行业最佳选股分析师第三名

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级(以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级(以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。