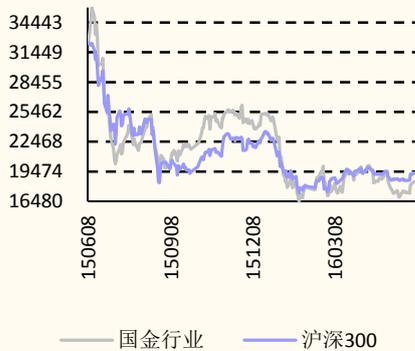


目标价格(人民币): 20.00-25.00元

长期竞争力评级: 等于行业均值

## 市场数据(人民币)

发行价(元)	7.70
发行A股数量(百万股)	18.68
总股本(百万股)	74.68
国金其它运输指数	18501.54
沪深300指数	3178.79
深证成指	10363.09



1. 《顺丰借壳姗姗来迟, 未来将产生 2-3 家快递巨头-快递行业点评》, 2016.5.24

2. 《开放与否我都受益, 投资时点最好“等”-通用航空行业点评》, 2016.5.18

3. 《快递业务量依旧维持高增长, 竞争加剧单价进一步下降-4月份快递...》, 2016.5.16

4. 《打通增值税抵扣链条, 促产业细化分工-交通运输业营改增专题报告》, 2016.5.9

5. 《国金证券交运物流 2016 年投资策略-日常其它运输行业行业研究》, 2016.1.6

戴亚雄 联系人  
(8621)61038274  
daiyaxiong@gjzq.com.cn

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003  
(8610)66216815  
subaoliang@gjzq.com.cn

## 新疆第三方物流龙头, 提供综合性供应链服务

## 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.578	0.584	0.504	0.530	0.578
每股净资产(元)	4.36	4.83	5.50	6.20	6.97
每股经营性现金流(元)	-0.97	0.82	1.14	0.88	0.98
市盈率(倍)	N/A	N/A	35.46	33.68	30.90
行业优化市盈率(倍)	29.22	50.43	41.39	41.39	41.39
净利润增长率(%)	2.14%	1.06%	14.92%	5.28%	9.00%
净资产收益率(%)	13.27%	12.11%	12.22%	11.40%	11.05%
总股本(百万股)	56.00	56.00	74.68	74.68	74.68

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **公司是新疆最大的民营综合型第三方物流供应商:** 依托新疆丰富的自然资源, 公司以大宗和大件货物的第三方物流服务为起点, 逐步扩展供应链管理、物流园区经营、物流金融监管。2015 年, 公司营业收入达 4.87 亿元, 其中第三方物流收入占比高达 92.8%。
- **第三方物流渐成主流, 新疆市场需求旺盛:** 我国物流外包服务的比例不断上升, 第三方物流规模增长迅速。全国社会物流总额从 2004 年的 38.4 万亿元增长到 2014 年的 213.5 万亿元, 年复合增长率达到 18.7%。而国内开展物流外包业务的工商企业比例逐年上升, 从 2006 年的 42.9% 提升到 2011 年的 86.7%。2014 年, 我国第三方物流收入规模占物流总成本的比例为 8%, 对比美国的 10.9% 和欧洲的 10.5%, 仍有提升空间。新疆经济富有活力, GDP 增速与固定资产投资增速均高于全国平均水平, 而由于运输距离长, 物流成本高, 为更专业的第三方物流企业发展提供了市场空间。
- **轻资产的第三方物流与重资产的物流园区相结合, 提供综合性服务:** 公司主要运输品种是大宗货物中的铁和煤等矿产品类、钢铁类、水泥类以及大件货物中的风电机组, 2015 年前五大主要客户的物流收入的占比为 72.7%。公司第三方物流为轻资产型, 大量采用外协车辆, 外协成本对总成本的占比达到 90%, 而其中燃料成本占比为 37.6%, 油价下降节省成本。物流园区为重资产型, 发挥集聚功能, 主要分为仓储库、租赁库和监管库三类, 仓储利用率达到 98%, 毛利率接近 60%。
- **募投资金建设哈密物流园区, 开拓疆外市场:** 公司此次发行前总股本为 5600 万股, 本次公开发行股票的发行业总量不超过 1868 万股, 发行价格为 7.7 元/股, 计划融资约 1.44 亿元。目前公司收入超过 90% 来自新疆, 公司拟投资 1.9 亿元建设哈密物流园区, 0.29 亿元升级信息系统, 将助力开拓疆外市场, 业务辐射至全国。

## 投资建议

- 新疆经济发展富有活力, 公司延伸供应链服务, 开拓疆外市场, 预计 2016-2018 年的 EPS 为 0.50 元、0.53 元、0.58 元。申万物流板块最新静态 PE 为 36 倍, 新股有估值溢价, 给予公司 50 倍静态 PE, 对应目标价 25 元。

## 风险

- 主要运输品种需求低迷, 油价大幅上涨, 应收账款与外协对象违约风险等。

## 内容目录

公司是新疆最大的民营综合型第三方物流供应商 .....	4
延伸第三方物流业务，形成四大业务板块 .....	4
股权结构 .....	5
行业概况：第三方物流渐成主流，新疆市场需求旺盛 .....	5
服务外包促进第三方物流快速发展，行业集中度与增值服务提升空间大 .....	5
新疆市场需求旺盛，物流业蓬勃发展 .....	7
业务分析：轻重模式结合，外协模式降低运营成本 .....	8
公司是疆内第三方物流龙头企业，运输品种以大宗与大件货物为主 .....	8
发挥传统业务优势，四大业务板块协同 .....	9
轻资产型的第三方物流，外协模式降低运营成本 .....	10
重资产型的物流园区，发挥集聚功能 .....	11
募投项目：建设哈密物流园区，升级信息系统 .....	12
打开新疆东大门，助力开拓疆外市场 .....	12
信息系统升级提高运营效率和服务水平 .....	13
盈利预测与估值 .....	13

## 图表目录

图表 1：公司四大业务板块协同 .....	4
图表 2：公司营业收入情况（百万元） .....	4
图表 3：公司净利润情况（百万元） .....	4
图表 4：公司股权结构图 .....	5
图表 5：全国社会物流总额和物流总费用（万亿元） .....	6
图表 6：工商企业开展物流外包服务的比例不断上升 .....	6
图表 7：主要地区第三方物流收入规模比较（十亿美元） .....	6
图表 8：我国第三方物流收入规模增速较快 .....	6
图表 9：新疆 GDP 及固定资产投资总额 .....	7
图表 10：新疆交通运输、仓储及邮电通信业增加值 .....	7
图表 11：新疆地区货运量及公路货运量 .....	7
图表 12：疆内主要物流企业情况 .....	8
图表 13：2015 年公司第三方物流主要客户收入及运输品种 .....	9
图表 14：2013-2015 年公司各项业务收入（万元） .....	9
图表 15：公司各项业务毛利率 .....	9
图表 16：供应链管理前五大客户服务品类及收入占比 .....	10
图表 17：物流金融监管前十大客户服务品类及收入占比 .....	10
图表 18：公司成本构成（2015） .....	10
图表 19：外协的成本和毛利（万元） .....	11

图表 20: 自有车辆的自营成本和毛利 (万元) .....	11
图表 21: 同行业上市公司物流园区业务毛利率对比 .....	12
图表 22: 园区仓储能力及利用率 .....	12
图表 23: 募投项目分析 .....	12
图表 24: 2013-2015 新疆内外营业收入 (万元) .....	13
图表 25: 哈密是新疆的“东大门” .....	13
图表 26: 同行业上市公司估值情况 .....	13
图表 27: 公司盈利预测表 (万元) .....	14

## 公司是新疆最大的民营综合型第三方物流供应商

### 延伸第三方物流业务，形成四大业务板块

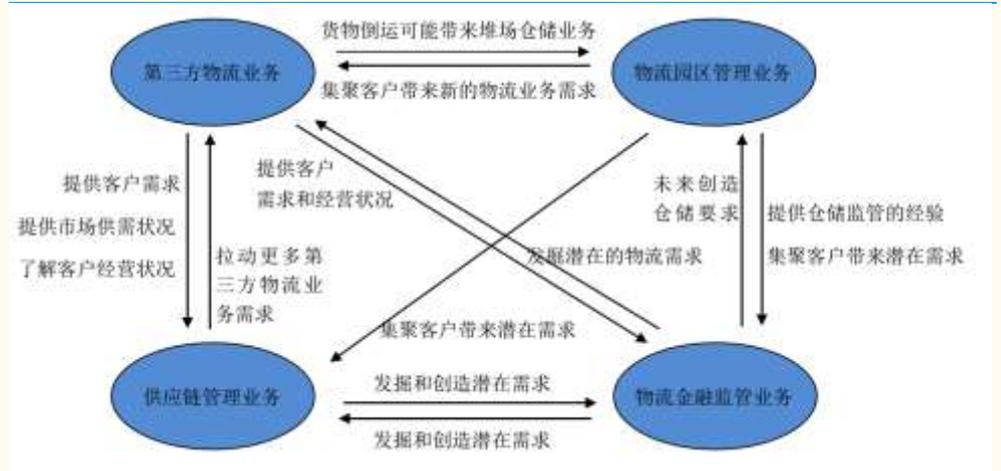
- 公司是疆内营业收入最大的民营综合型第三方物流供应商。

公司成立于 2008 年 12 月，依托新疆资源丰富的经济特点，主要从事大宗货物和大件货物的第三方物流业务，并从事相应的供应链管理、物流园区经营及物流金融监管等业务。2015 年，收入中第三方物流的占比为 93%。

- 延伸第三方物流业务，四大业务板块协同发展，相互促进。

公司经过多年在第三方物流业务领域的发展，积累和沉淀了一大批优质客户，熟悉客户的经营状况，市场供需状况、上下游企业发展情况。在此基础上，公司将其中可供挖掘的需求以及风险评估信息迅速传递给供应链管理业务，能够大大降低供应链业务实施的难度和成本。目前供应链管理业务主要在煤炭、铁精粉等矿产资源类商品及水泥、钢材等建材产品领域，物流金融监管业务的监管物也以大宗商品为主，体现了第三方物流业务的衍伸。

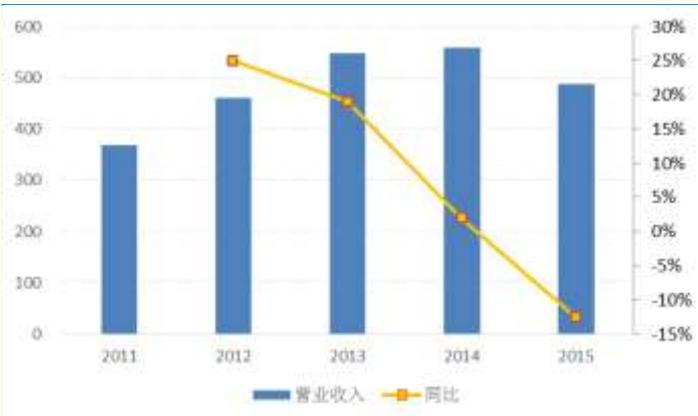
图表 1：公司四大业务板块协同



来源：招股说明书，国金证券研究所

- 近年来公司收入增速有所下滑，净利润保持稳定。2015 年收入下滑，主要是因为资金瓶颈限制，公司主动调减供应链业务，其收入同比下降 77.8%。

图表 2：公司营业收入情况（百万元）



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 3：公司净利润情况（百万元）

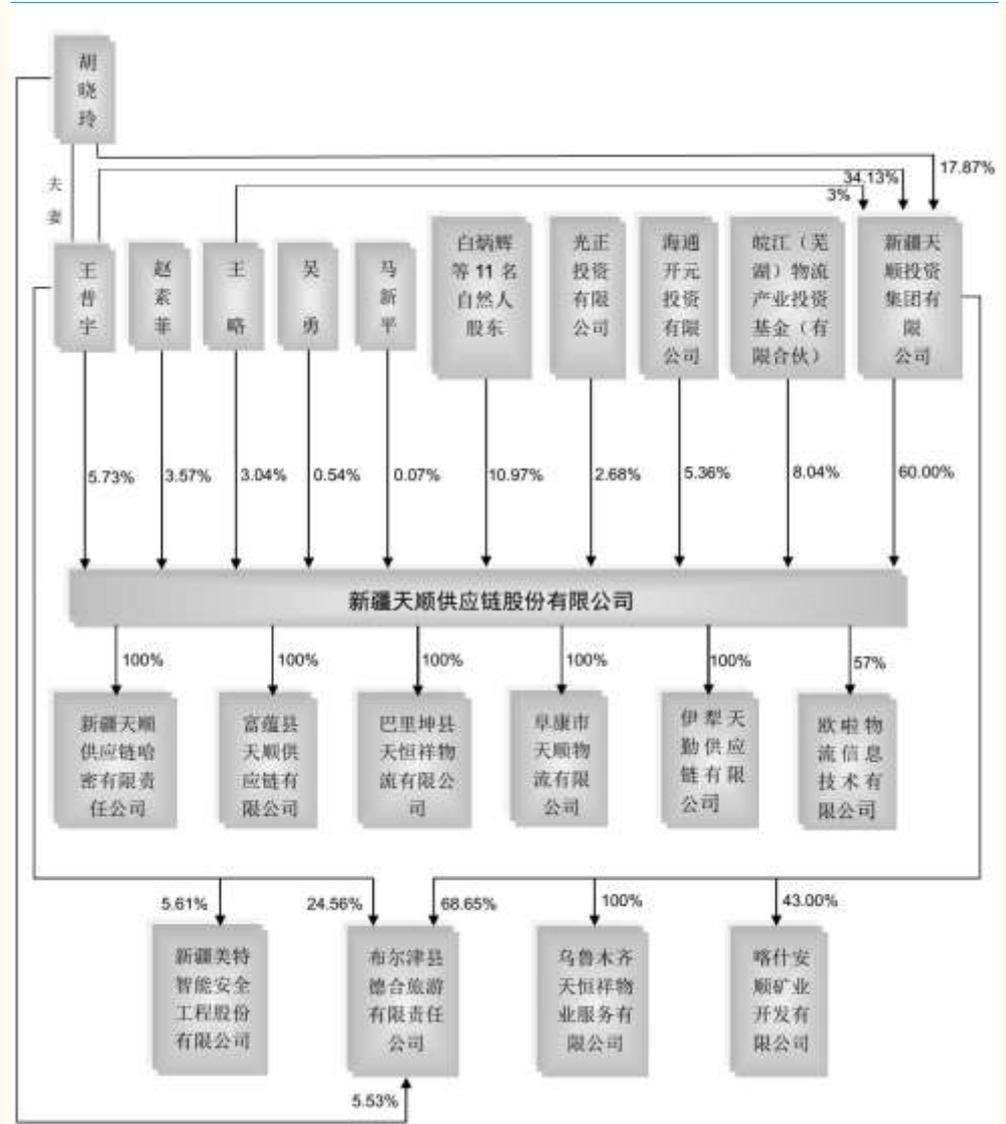


来源：招股说明书，国金证券研究所

### 股权结构

- 公司控股股东为持有公司 60% 股权的新疆天顺投资集团有限公司，公司实际控制人为王普宇、胡晓玲夫妇，直接持有和间接控制了公司合计 65.73% 的股权。

图表 4：公司股权结构图



来源：招股说明书，国金证券研究所

### 行业概况：第三方物流渐成主流，新疆市场需求旺盛

#### 服务外包促进第三方物流快速发展，行业集中度与增值服务提升空间大

- 第三方物流（合同物流），是指物流服务商以合同的形式在一定期限内向供需企业提供所需要的全部或部分物流服务的业务模式。物流服务商通过整合仓储、运输等社会物流资源，集中精力提高物流服务质量，以合同形式来保证为委托方提供物流服务。
- 第三方物流已逐渐成为现代物流发展的主流。市场竞争的加剧，促使企业更加关注其核心资源与竞争力的培养，将企业内部物流交给专业

的第三方物流公司经营。第三方物流有效提升了物流行业的服务效率，降低了服务成本，使物流服务的规模经济效益得以体现。

- 我国物流外包服务的比例不断上升，第三方物流规模增长迅速。

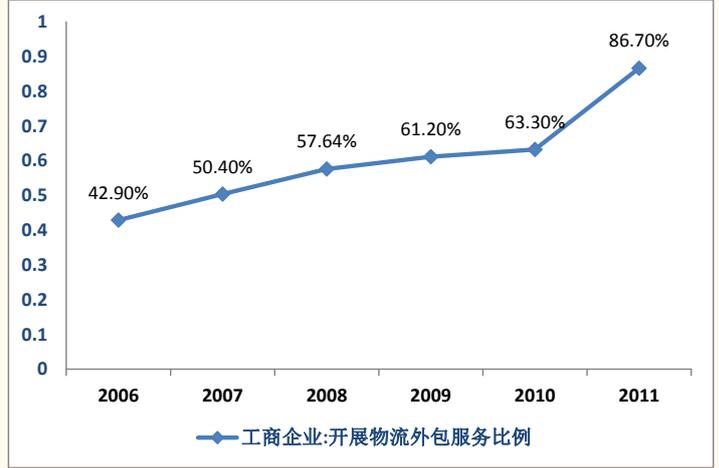
全国社会物流总额从 2004 年的 38.4 万亿元增长到 2014 年的 213.5 万亿元，年复合增长率 达到 18.7%。其中第三方物流增速较快，明显高于美国，欧洲和日本的增速，我国开展物流外包业务的工商企业比例逐年上升，2006 年该比例为 42.9%，2011 年已提升到 86.7%。

图表 5：全国社会物流总额和物流总费用（万亿元）



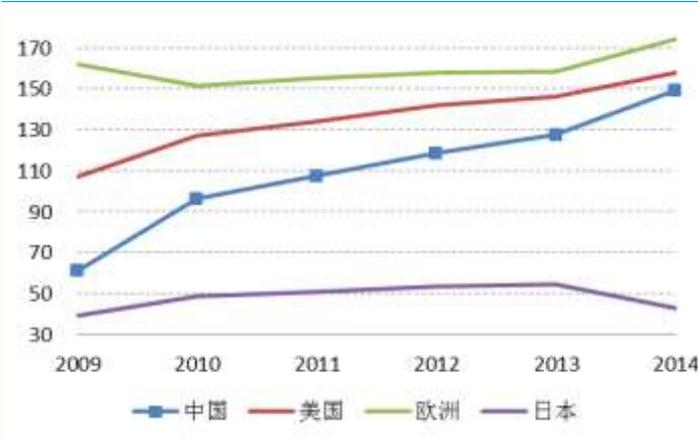
来源：wind，国金证券研究所

图表 6：工商企业开展物流外包服务的比例不断上升



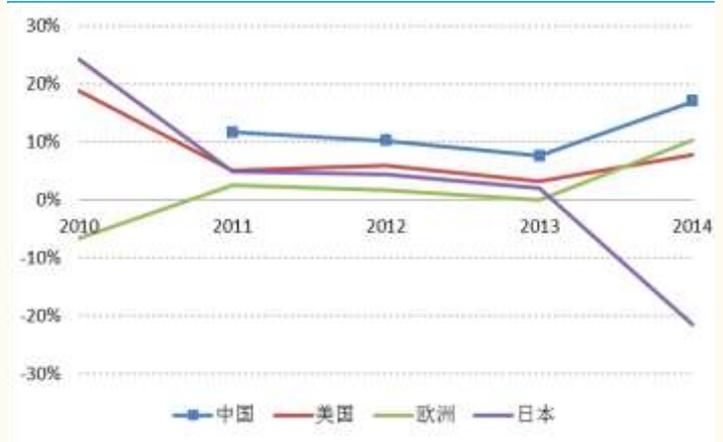
来源：wind，国金证券研究所

图表 7：主要地区第三方物流收入规模比较（十亿美元）



来源：wind，国金证券研究所

图表 8：我国第三方物流收入规模增速较快



来源：wind，国金证券研究所

- 从欧美发达国家的发展历程来看，我国第三方物流行业集中度低，提供增值服务有限，未来发展潜力巨大。

行业集中度较低。国内注册的物流企业多达 73 万多家。2011 年度，我国前 50 强物流企业主营业务收入共计 7274 亿元，占社会物流总费用的比例仅为 8.66%，占比较小。

我国第三方物流企业提供增值服务的能力有限。《中国物流年鉴 2012》的数据表明，我国第三方物流供应商的收益 85%来自仓储、运输等基础性服务，而物流金融、物流信息服务等增值服务的收益只占 15%。

2014 年，我国第三方物流收入规模占物流总成本的比例为 8%，而美国和欧洲这一比例分别为 10.9%和 10.5%，该比例仍有提升空间。

### 新疆市场需求旺盛，物流业蓬勃发展

- 新疆经济具有活力，物流业总体规模快速增长。

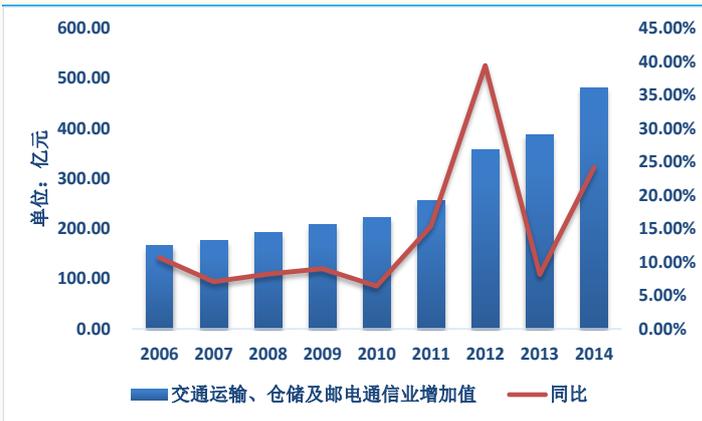
新疆是“丝绸之路经济带”上重要的交通枢纽中心，自然资源丰富，煤炭、石油、天然气、有色金属和贵金属储量巨大，经济发展增速高于全国，2014年GDP增速高达10.81%，固定资产投资增速为26.15%，交通运输、仓储及邮电通信业增加值增速为24%，均高于全国平均水平。

图表 9：新疆 GDP 及固定资产投资总额



来源：wind，国金证券研究所

图表 10：新疆交通运输、仓储及邮电通信业增加值



来源：wind，国金证券研究所

- 目前新疆已形成货流、客流大进大出的态势，以公路运输为主。

新疆区域物流已形成以公路运输为主、铁路运输为辅、民航和管道运输快速发展的立体运输网络。以石油石化、煤炭、矿产资源、棉花等为主的大宗货物物流、以生产资料、农副产品和生活用品等为主的“干线运输+区域配送”物流、以边境小额贸易为主的口岸外贸物流亦成为新疆现代物流业的三个主要特色。

2014年新疆全社会货运量达到7.2亿吨，货物周转量1,880.92亿吨公里，分别较2006年增长131.58%和110.58%，其中公路货物运输量为6.4亿吨，占比达到89.73%。

图表 11：新疆地区货运量及公路货运量



来源：wind，国金证券研究所

- 新疆运输距离长，物流成本远高于全国水平，为更专业的第三方物流企业发展提供了市场空间。

新疆幅员辽阔，远离内地经济腹地，疆内运输和疆内与疆外的运输距离都较长，因此新疆的社会物流总费用一直较高。按现行费率初步测算，新疆每亿元国内生产总值所需的运输费用比全国水平高 2~3 倍。2012 年，新疆全社会物流总费用占 GDP 的比重约为 22%，高于全国水平近 4 个百分点。

降低企业的物流成本，已经成为新疆经济发展和企业运营的迫切需求，越来越多的企业将选择综合成本更低、配送效率更高的第三方物流服务，也将为第三方物流企业提供更大的市场空间。

### 业务分析：轻重模式结合，外协模式降低运营成本

公司是疆内第三方物流龙头企业，运输品种以大宗与大件货物为主

- 据新疆物流协会统计，公司是疆内营业收入最大的民营综合型第三方物流供应商。

第三方物流（TPL）指生产经营企业把原来属于自己处理的物流活动，以合同方式委托给专业物流服务企业一种物流运作方式。疆内主要大型物流仍以企业内部物流为主，第三方物流占比尚小，且规模较小。公司主要竞争对手为新疆顺通物流有限公司和新疆天域安驰物流有限公司，2014 年营收分别约为 3.1 亿元和 1.15 亿元。

图表 12：疆内主要物流企业情况

公司名称	业务范围	2014 年营收	性质
中国石油天然气运输公司	石油天然气运输等	201.72 亿元	内部物流
新疆九州通医药有限公司	医药销售	24.43 亿元	内部物流
新疆蓝天石油化学物流有限责任公司	运输、仓储、商贸	18 亿元	内部物流
中铁物资集团新疆有限公司	贸易、物流等	10.1 亿元	内部物流
新疆亚欧大陆桥煤炭运输公司	煤炭购、运、销	3.2 亿元	内部物流
新疆邮政速递物流有限公司	海陆空运输、仓储、快递等	3.37 亿元	第三方物流
新疆兆中快运公司	零担快运	2.4 亿元	第三方物流
<b>公司主要竞争对手</b>			
新疆顺通物流有限公司	大宗货物运输、汽车修理等	约 3.1 亿元	第三方物流
新疆天域安驰物流有限公司	大宗货物运输、煤炭销售	约 1.15 亿元	第三方物流

来源：招股说明书，国金证券研究所

- 公司主要运输品种集中在大宗货物中的铁和煤等矿产品类、钢铁类、水泥类以及大件货物中的风电机组。近三年，公司主要客户及运输品种情况变化不大，2015 年前五大主要客户的物流收入占公司第三方物流总收入的 72.71%。

图表 13: 2015 年公司第三方物流主要客户收入及运输品种

序号	客户名称	金额 (万元)	占第三方物流业务收入比例	主要运输品种
1	宝钢集团新疆八一钢铁有限公司	15207.51	33.66%	钢铁、矿产品
2	新疆金风科技股份有限公司	11343.75	25.11%	风电机组
3	神华新疆能源有限责任公司	3,351.28	7.42%	沫煤
4	中电投新疆能源化工集团有限公司乌苏热电分公司	1,490.43	3.30%	电煤、沫煤
5	新疆天山水泥股份有限公司	1,229.38	2.72%	水泥
合计		32,622.35	72.21%	

来源: 招股说明书, 国金证券研究所

### 发挥传统业务优势, 四大业务板块协同

- 第三方物流作为传统优势业务, 做大做强。拓展增值服务, 形成四大业务板块, 第三方物流、供应链管理、物流园区经营、与物流金融监管。

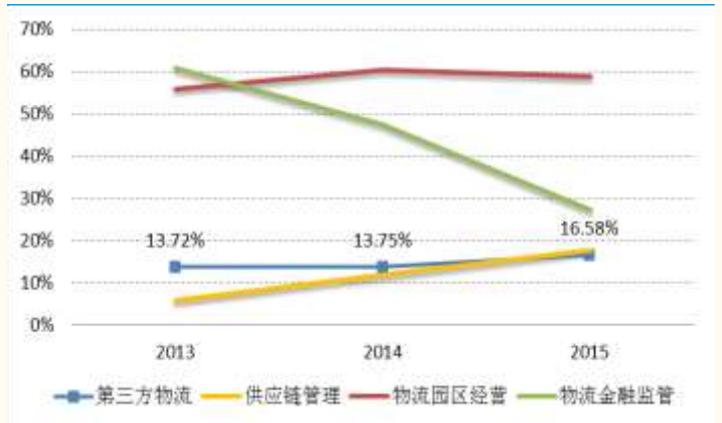
分业务结构看, 公司 2013-2015 年第三方物流收入达 4 亿元, 4.3 亿元和 4.5 亿元, 占营业收入比例分别为 73.9%, 77.1% 和 92.8%。2010 年下半年, 公司经过长期的经验积累和市场调查, 开始筹备起步供应链管理业务, 2013 年度及 2014 年度公司供应链管理业务收入分别达到 1.35 亿元和 1.19 亿元, 营收占比达到 24.7% 和 21.3%。公司物流园区经营业务和物流金融监管业务收入占比较低, 在报告期内稳步增长。

图表 14: 2013-2015 年公司各项业务收入 (万元)



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表 15: 公司各项业务毛利率



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

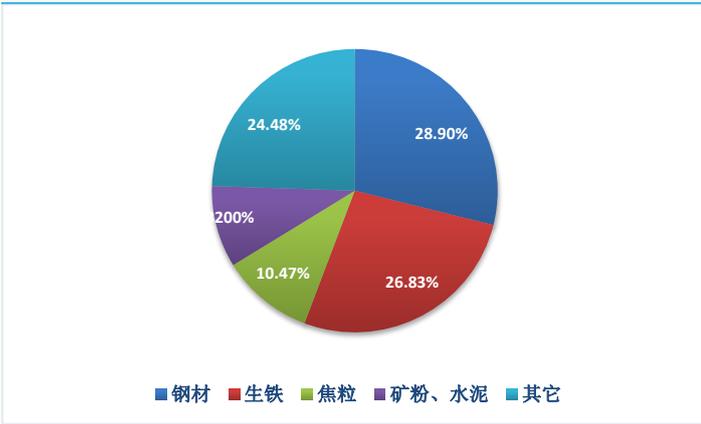
- 提高资金使用效益, 主动调减供应链业务。

第三方物流和供应链管理业务均为资金密集型业务: (1) 第三方物流服务时需要预先支付燃料费、工资或外协费用; 此外还需缴纳一定比例的保证金, 物流服务完成后公司与客户存在一定的账期; (2) 供应链管理业务中, “形式买断”类供应链管理业务中公司需先行形式买断供应商的商品, 而公司与供应链管理业务客户结算存在一定的账期。

为提高资金使用效益, 在业务附加值较高的第三方物流业务稳步增长的前提下, 公司 2015 年主动调减了毛利率相对较低的供应链管理业务规模, 供应链业务收入同比下降 77.8%, 公司总体营收同比下降 12.7%。

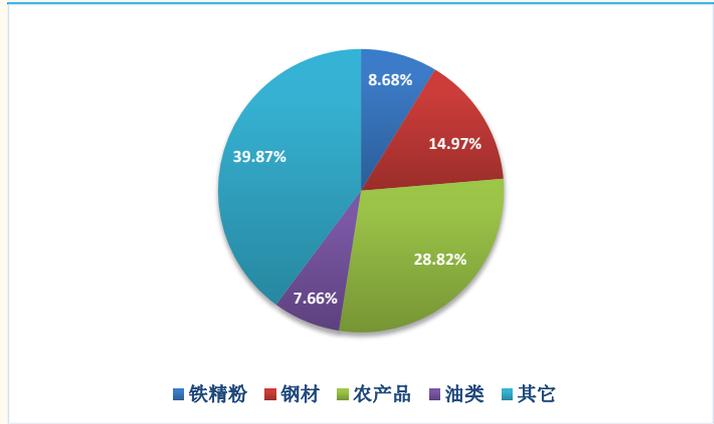
- 从供应链管理与物流金融监管业务的前五大客户来看, 服务品类主要为大宗货物, 是第三方物流业务的自然延伸。

图表 16: 供应链管理前五大客户服务品类及收入占比



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表 17: 物流金融监管前十大客户服务品类及收入占比



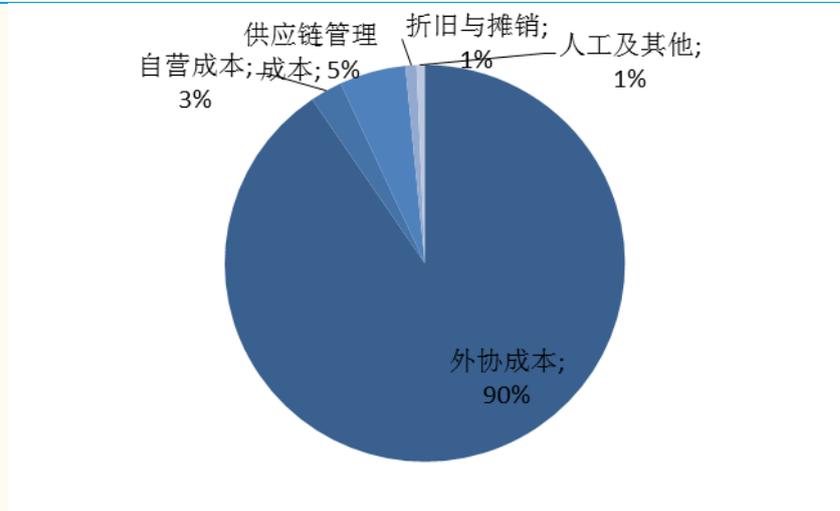
来源: 招股说明书, 国金证券研究所

### 轻资产型的第三方物流, 外协模式降低运营成本

- 公司形成了轻资产与重资产相结合的综合型供应链服务模式, 即轻资产型的第三方物流模式与重资产型的物流园区模式相结合。
- 轻资产型第三方物流, 大量采用外协, 公司的外协成本对总成本的占比达到 90%。公司前十大外协对象成本占外协总成本的比例低于 10%, 占比很低。

在确保服务质量和经营效益的前提下, 公司大量借助外协车辆, 对第三方物流服务项目进行合理分解、外包, 扩大服务规模, 强化核心竞争力。这是国际物流业的通行做法, 是现代综合物流企业降低营运成本、扩大影响的重要手段。

图表 18: 公司成本构成 (2015)



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

- 疆内物流空载率高, 外协模式具有优势。报告期内公司自有车辆自营毛利持续为负, 外协成本和外协收入匹配, 外协毛利率逐年上升。

对于单个物流企业而言, 尤其是以大宗物资、大件物资为主的远距物流为主的新疆地区, 难以做到所有路线均能够承接到足够的双向货运业务, 因此物流企业的自有车辆返程空驶的概率较大, 导致自有车辆每单业务的成本偏高, 据统计, 新疆地区公路货运空载率高达 60%, 远大于 35% 的全国水平。

图表 19: 外协的成本和毛利 (万元)



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表 20: 自有车辆的自营成本和毛利 (万元)



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

- 外协成本中燃料成本占比 37.6%，油价下跌，以及自营车辆多采用 LNG 车，节省燃料成本。

公司运输车辆绝大部分为外协车辆。公司通过向中石油等公司采购燃油，并提供给外协对象，外协对象执行运输服务过程中实际发生的部分燃料费用由公司采购后直接承担，外协对象完成运输服务后公司与其进行结算。2015 年，公司外协成本中燃料成本占比 37.6%。

自营车辆较少。2015 年，公司仅保有 37 量普货外协车辆，自营车运量仅占大宗货物外协周转量的 3.4%，其中 34 辆为 LNG 车。一般而言在同等排量、同样工况条件下，LNG 车辆比柴油车辆燃料费用大约能节省 20%-40%。

### 重资产型的物流园区，发挥集聚功能

- 公司物流园区经营业务主要提供货物仓储、仓库租赁、堆场租赁等服务，毛利率水平较高。

2010 年，公司投资建设了新疆天顺综合物流配送中心，通过物流园区的物资集聚功能，帮助公司拓展乌鲁木齐及周边地区的第三方物流业务、供应链管理业务和物流金融监管业务。

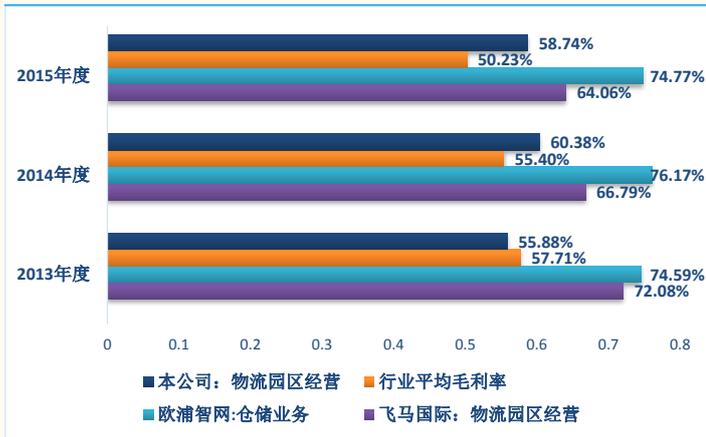
公司物流园区经营业务 2013 年、2014 年及 2015 年毛利率分别为 55.88%、60.38%和 58.74%。毛利率水平较高，主要系公司取得园区土地成本较低，而租赁价格上涨较快，该业务成本主要由物流园区的折旧摊销费和人员工资构成。

- 物流园区分为仓储库、租赁库和监管库三类。

(1) 对于临时租给客户的仓储库，仓储服务费=仓储单价×仓储天数。(2) 对于较长时间租给客户的租赁库，仓储服务费=月租金×租赁时间。(3) 监管库为供应链管理和合作银行开展物流金融监管业务提供监管服务的场所，不仅收取仓储费用，亦根据监管货物的金额及监管天数收取服务费。

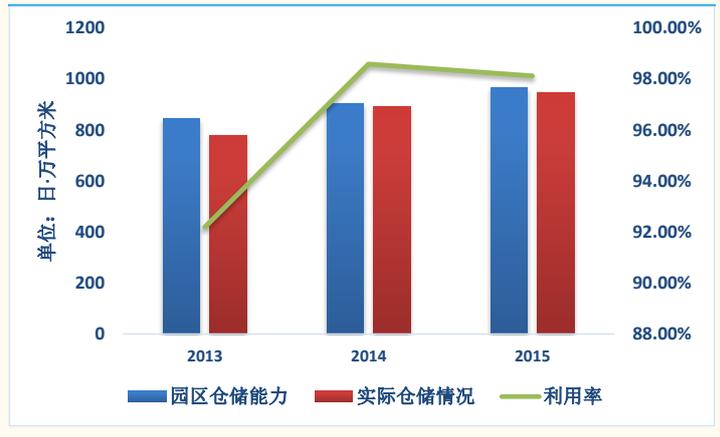
- 公司物流园区利用率高，2015 年仓储能力达 967 日·万平方米，利用率高达 98.12%。

图表 21：同行业上市公司物流园区业务毛利率对比



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 22：园区仓储能力及利用率



来源：招股说明书，国金证券研究所

### 募投项目：建设哈密物流园区，升级信息系统

#### 打开新疆东大门，助力开拓疆外市场

- 疆外收入占比较小，哈密物流园区项目有助于开拓疆外市场，将业务辐射至全国。

公司所在地为乌鲁木齐，位于新疆中部，目前主要业务集中在疆内市场，2013-2015 年疆外市场营业收入占比分别为 2.71%，5.72%，6.37%，逐年上升，但仍然较低。伴随着公司业务不断发展，公司基础物流配套设施不足的瓶颈日益显现，尤其缺少进入内地市场的物流基地，哈密位于新疆东部，是新疆通往内地的门户，有新疆“东大门”之称，将助力公司开拓疆外市场。

图表 23：募投项目分析

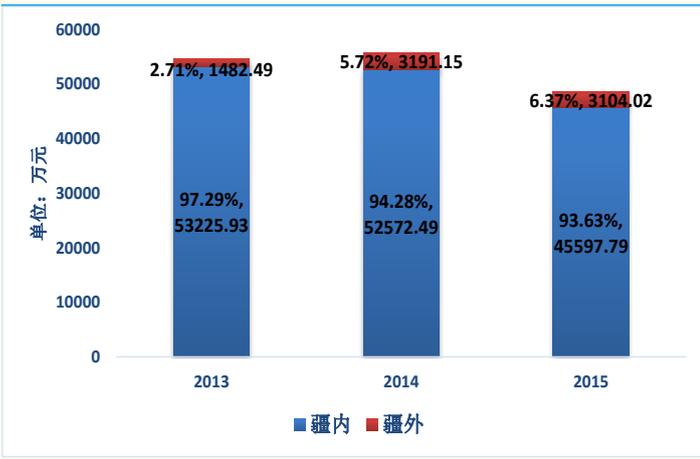
项目	投资总额：万元	拟使用募集资金：万元	项目分析
新疆天顺哈密物流园区项目	19,017	9,007.92	通过在“新疆门户”新建仓库、增加物流运营设施和增加自动化系统配套设施，有利于公司将业务辐射至全国的战略规划，有助于公司突破发展瓶颈，提升市场份额及盈利能力。
物流管理信息系统建设项目	2,900	1,395.68	进一步提高公司的营运效率，提高公司的管理水平，提高公司为客户服务的能力，满足公司长期发展的需要。
合计	21,917	10,403.60	

来源：招股书，国金证券研究所

- 哈密是新疆通往内地的门户，已成为区际物资流通的一个重要聚集点。

依托优越的区位交通条件，哈密成为新疆东部的综合交通中心、全疆“东联西出、西来东去”的重要枢纽和现代化的商品物流集散地。新的亚欧大陆桥东起连云港，西经哈密—乌鲁木齐—伊犁，从霍尔果斯口岸、阿拉山口口岸等通往中亚，并向中东和欧洲大陆延伸，最终直达西欧。哈密是这条运输线路上重要的枢纽之一。

图表 24: 2013-2015 新疆内外营业收入 (万元)



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表 25: 哈密是新疆的“东大门”



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

### 信息系统升级提高运营效率和服务水平

#### ■ 信息系统建设主要包括三大方向。

(1) 进一步建立和完善外协对象及其运输车辆信息的“大数据库”; (2) 进一步建立并完善客户信息的“大数据库”; (3) 进一步优化第三方物流运输路线, 降低运输成本。

#### ■ 预计项目建成后, 公司将更有能力充分利用车辆的运能、运力, 提高货物配载率, 降低车辆空驶率, 为公司、外协对象和客户节省费用; 另一方面将提高派车和送达的及时率和准确率, 提升客户满意度。

### 盈利预测与估值

- 收入主要假设: (1) 大宗货物。受大宗商品需求较为低迷的影响, 预计未来运量先下降, 后有所回升, 运价企稳。(2) 大件货物。主要品种为风电机组, 考虑新疆地区风电行业保持较快发展, 预计未来收入保持增长。(3) 供应链管理与物流金融监管。保持稳定增速。(4) 物流园区经营。假设募投项目, 哈密物流园区 2018 年投入运营, 预计收入大幅增长。
- 成本与毛利率主要假设: 2015 年, 公司总成本中外协成本占比 90%, 而外协成本中燃料成本占比 37.6%, 油价下降为公司节省了成本。今年以来油价同比依然有较大下降, 预计 2017-2018 年有所回升, 预计提升公司成本, 综合来看, 毛利率将出现下滑。
- 估值。

图表 26: 同行业上市公司估值情况

代码	公司	最新收盘价对应2015年的PE
300350.SZ	华鹏飞	116.7
300013.SZ	新宁物流	-39.8
002210.SZ	飞马国际	93.3
002492.SZ	恒基达鑫	105.1
002245.SZ	澳洋顺昌	47.5
603128.SH	华贸物流	53.5
300240.SZ	飞力达	93.9
002183.SZ	怡亚通	59.5
002711.SZ	欧浦智网	59.3

来源: 招股书, 国金证券研究所

从上表中同行业上市公司估值情况来看，静态 PE 大多高于 50 倍。申万物流板块最新静态 PE 为 36 倍（整体法），公司作为新股有估值溢价，给予 50 倍静态 PE，对应目标价为 25 元。

图表 27：公司盈利预测表（万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	54,708	55,764	48,702	50,361	52,454	57,163
第三方物流	40,411	42,987	45,184	46,814	48,716	52,171
大宗货物	37,266	42,218	36,700	33,122	31,466	33,039
大件货物	5,152	5,497	13,455	18,836	22,604	24,864
其他	-2,007	-4,729	-4,970	-5,144	-5,353	-5,732
供应链管理	13,503	11,854	2,628	2,584	2,698	3,175
形式买断	13,503	10,758	2,178	1,998	1,937	2,110
资金结算配套服务		1,096	450	585	761	1,066
物流园区经营	473	534	599	644	689	1,361
物流金融监管	321	389	290	319	351	456
营业成本	47,901	47,945	40,316	41,436	43,565	47,872
第三方物流	34,865	37,077	37,694	38,938	41,079	44,776
大宗货物						
大件货物						
供应链管理	12,701	10,452	2,197	2,001	1,964	2,167
形式买断	12,701	10,452	2,164	1,958	1,899	2,070
资金结算配套服务			33	43	65	97
物流园区经营	209	212	247	265	278	611
物流金融监管	126	205	211	232	244	317
毛利	6,808	7,819	8,386	8,925	8,889	9,290
第三方物流	5,546	5,910	7,490	7,877	7,637	7,394
大宗货物						
大件货物						
供应链管理	802	1,402	464	583	734	1,008
形式买断	802	306	47	40	38	39
资金结算配套服务		1,096	417	542	696	968
物流园区经营	264	322	352	379	411	749
物流金融监管	195	185	79	87	107	139
毛利率(%)	12.44%	14.02%	17.22%	17.72%	16.95%	16.25%
第三方物流	13.72%	13.75%	16.58%	16.83%	15.68%	14.17%
大宗货物						
大件货物						
供应链管理	5.93%	11.82%	17.67%	22.55%	27.20%	31.74%
形式买断	5.94%	2.84%	2.17%	2.02%	1.94%	1.87%
资金结算配套服务			92.63%	92.63%	91.50%	90.89%
物流园区经营	55.88%	60.38%	58.74%	58.90%	59.66%	55.07%
物流金融监管	60.80%	47.42%	27.21%	27.21%	30.52%	30.52%

来源：公司公告，国金证券研究所。注：营业收入中，大宗货物与大件货物的数据为运输总金额（含税），扣除“其他”（调整项）后为第三方物流收入。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>主营业务收入</b>	<b>547</b>	<b>558</b>	<b>487</b>	<b>504</b>	<b>525</b>	<b>572</b>	货币资金	70	53	62	73	82	96
增长率		1.9%	-12.7%	3.4%	4.2%	9.0%	应收账款	159	258	288	290	302	321
主营业务成本	-479	-479	-403	-414	-436	-479	存货	8	14	4	9	10	10
%销售收入	87.6%	86.0%	82.8%	82.3%	83.1%	83.7%	其他流动资产	19	29	24	24	28	32
毛利	68	78	84	89	89	93	流动资产	256	355	378	395	421	459
%销售收入	12.4%	14.0%	17.2%	17.7%	16.9%	16.3%	%总资产	68.9%	75.9%	75.0%	67.3%	66.6%	65.5%
营业税金及附加	-3	-4	-4	-4	-4	-4	长期投资	46	45	44	44	44	44
%销售收入	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	61	60	73	136	152	181
营业费用	-9	-9	-11	-15	-16	-16	%总资产	16.5%	12.7%	14.4%	23.2%	24.1%	25.8%
%销售收入	1.7%	1.7%	2.3%	3.0%	3.0%	2.8%	无形资产	6	6	6	8	10	11
管理费用	-11	-13	-15	-18	-17	-18	非流动资产	115	112	126	192	211	242
%销售收入	2.0%	2.2%	3.0%	3.5%	3.3%	3.1%	%总资产	31.1%	24.1%	25.0%	32.7%	33.4%	34.5%
息税前利润 (EBIT)	45	52	54	53	52	55	<b>资产总计</b>	<b>371</b>	<b>467</b>	<b>504</b>	<b>587</b>	<b>632</b>	<b>701</b>
%销售收入	8.2%	9.4%	11.2%	10.5%	9.9%	9.7%	短期借款	112	165	179	196	182	187
财务费用	-12	-14	-14	-13	-13	-13	应付款项	29	46	33	43	45	50
%销售收入	2.2%	2.6%	2.9%	2.6%	2.5%	2.3%	其他流动负债	7	7	6	10	12	14
资产减值损失	-1	-2	-7	0	0	0	流动负债	148	218	217	249	239	250
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	10	20	30
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	6	5	16	20	25	30
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>154</b>	<b>223</b>	<b>234</b>	<b>279</b>	<b>284</b>	<b>310</b>
营业利润	33	36	33	40	39	42	<b>普通股股东权益</b>	<b>217</b>	<b>244</b>	<b>270</b>	<b>308</b>	<b>347</b>	<b>391</b>
营业利润率	6.0%	6.5%	6.8%	8.0%	7.4%	7.3%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	2	0	4	3	6	7	<b>负债股东权益合计</b>	<b>371</b>	<b>467</b>	<b>504</b>	<b>587</b>	<b>632</b>	<b>701</b>
税前利润	35	36	37	43	45	49	<b>比率分析</b>						
利润率	6.4%	6.5%	7.7%	8.6%	8.6%	8.6%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-3	-4	-5	-6	-5	-6	<b>每股指标</b>						
所得税率	9.3%	11.0%	12.7%	13.0%	12.0%	12.0%	每股收益	0.566	0.578	0.584	0.504	0.530	0.578
净利润	32	32	33	38	39	43	每股净资产	3.880	4.356	4.826	5.496	6.203	6.974
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	-0.580	-0.975	0.817	1.142	0.880	0.984
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>32</b>	<b>32</b>	<b>33</b>	<b>38</b>	<b>40</b>	<b>43</b>	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	5.8%	5.8%	6.7%	7.5%	7.5%	7.6%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	14.59%	13.27%	12.11%	12.22%	11.40%	11.05%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	8.54%	6.93%	6.49%	6.41%	6.27%	6.16%
净利润	32	32	33	38	39	43	投入资本收益率	12.43%	11.37%	10.56%	8.97%	8.35%	8.00%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	7	7	13	7	14	22	主营业务收入增长率	18.97%	1.93%	-12.66%	3.41%	4.16%	8.98%
非经营收益	10	11	8	11	9	8	EBIT 增长率	5.34%	15.71%	4.32%	-2.68%	-1.54%	5.77%
营运资金变动	-80	-105	-8	9	-13	-18	净利润增长率	0.33%	2.14%	1.06%	14.92%	5.28%	9.00%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-32</b>	<b>-55</b>	<b>46</b>	<b>64</b>	<b>49</b>	<b>55</b>	总资产增长率	12.69%	25.98%	7.93%	16.39%	7.57%	10.93%
资本开支	-4	-4	-7	-69	-27	-46	<b>资产管理能力</b>						
投资	0	0	0	0	0	0	应收账款周转天数	50.9	72.7	110.1	110.0	110.0	105.0
其他	0	0	9	0	0	0	存货周转天数	5.1	8.3	8.3	8.0	8.0	8.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>	<b>2</b>	<b>-69</b>	<b>-27</b>	<b>-46</b>	应付账款周转天数	18.6	20.4	24.1	24.0	24.0	24.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	25.0	22.4	23.3	32.2	70.1	69.6
债权募资	12	59	-23	30	1	20	<b>偿债能力</b>						
其他	-13	-16	-17	-14	-15	-15	净负债/股东权益	19.37%	45.55%	43.22%	43.06%	34.53%	30.91%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-1</b>	<b>43</b>	<b>-40</b>	<b>16</b>	<b>-13</b>	<b>5</b>	EBIT 利息保障倍数	3.8	3.6	3.8	4.1	3.9	4.2
<b>现金净流量</b>	<b>-37</b>	<b>-17</b>	<b>8</b>	<b>11</b>	<b>9</b>	<b>14</b>	资产负债率	41.44%	47.81%	46.36%	47.54%	44.98%	44.25%

来源：公司年报、国金证券研究所

**定价区间的说明：**

上市定价：预期该股票上市当日均价区间；  
目标价格：预期未来 6—12 个月内该股票目标价格区间；  
询价价格：建议询价对象申报的询价价格区间。

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,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,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。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用;非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD