

强烈推荐-A (维持)

天海投资 600751.SH

当前股价: 8.11 元

2017 年 03 月 07 日

双拐点已现, IT 供应链龙头起航

基础数据

上证综指	3230
总股本(万股)	289934
已上市流通股(万股)	197118
总市值(亿元)	230
流通市值(亿元)	156
每股净资产(MRQ)	4.3
ROE(TTM)	2.6
资产负债率	11.8%
主要股东	海航物流集团有限公司
主要股东持股比例	20.76%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	-8	30
相对表现	-5	-13	12



资料来源: 贝格数据、招商证券

1、《天海投资(600751)一杠杆收购英迈国际, 转型 IT 分销》2016-07-29

刘泽晶

010-57601795
liuzejing@cmschina.com.cn
S1090516040001

常涛

010-57601863
changt@cmschina.com.cn
S1090512030004

周楷宁

010-57601791
zhoukaining@cmschina.com.cn
S1090516060001

IT 真龙头: 天海投资收购英迈 (Ingram Micro Inc., IMI) 已完成交割, 成为全球 IT 供应链真龙头。航运低点过: 航运业强周期属性, 最坏的时候已经过去。低估值: 我们预测 2017 年 PE21 倍。维持“强烈推荐-A”投资评级。

- IT 真龙头: 天海投资收购全球 500 强公司英迈 (Ingram Micro Inc., IMI) 已完成交割, 成为全球 IT 供应链真龙头。(1) 天海投资成功收购英迈国际 (2016 年 12 月 5 日完成交割, 2017 年并表英迈), 成为全球 IT 供应链龙头: 市场对公司收购的英迈认识不足, 认为增长空间不大。但我们认为英迈拥有全球首屈一指的 IT 供应链体系, 结合天海投资及海航强大的资本背景, 未来增长空间和增速有望得到强力提升。收购英迈国际相关事项已经完成, 天海投资踏足 IT 供应综合服务行业这一全新领域, 打造国际化的物流及上下游产业链的运营、服务及管理投资平台。(2) 英迈是国际 IT 供应链龙头企业, 国内 IT 企业加速国际化有望为英迈提供新的增长空间: 英迈作为世界领先的 IT 产品分销商, 具有渠道、网络、技术、管理等多方面的优势, 其四大业务板块和五大核心竞争力将助推其成为业内极具竞争力的 IT 供应链综合服务商。国内 IT 企业已具备国际竞争力, 随着华为、联想、小米等企业进一步迈向国际市场, 英迈强大的国际化供应链能力有望找到新的施展空间, 从而拉动增速向上提升。
- 航运低点过: 航运业强周期属性, 最坏的时候已经过去。收购英迈前, 天海投资主营国际近洋和国内沿海集装箱班轮业务。2016 年, 集装箱运输业普遍出现亏损, 集装箱班轮公司经营惨淡, 倒闭事件频发, 17 年 2 月韩进成为史上破产的最大规模集运公司。随着并购重组事件增多, 行业集中度明显提升, 有助于行业自律, 船公司提价动力加强, 运价提升将显著改善船公司盈利。
- 投资建议: 我们认为公司盈利能力有望显著提升, 维持“强烈推荐-A”。我们预测未来 IT 供应链行业将稳步增长, 综合服务供应商市场广阔, 收购行业龙头企业英迈国际将给公司带来良好的协同效应。上调 2017-18 年 EPS 至 0.38 元、0.50 元, 维持“强烈推荐-A”投资评级。

风险提示: 企业文化的整合风险、业务整合风险。

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	424	720	25718	308620	317879
同比增长	26%	70%	3471%	1100%	3%
营业利润(百万元)	86	293	623	5697	7635
同比增长	-161%	239%	113%	814%	34%
净利润(百万元)	79	247	330	1110	1447
同比增长	-161%	213%	34%	236%	30%
每股收益(元)	0.03	0.09	0.11	0.38	0.50
PE	298.0	95.3	71.2	21.2	16.2
PB	2.0	1.9	2.1	2.0	1.8

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、航运主业：最坏的时候已经过去 4

二、经营战略调整升级，成功收购英迈国际，布局全球 IT 供应综合服务行业 5

 1、2015 年起业务升级，经营业绩有明显起色 5

 2、收购英迈国际，进军 IT 供应链服务行业 5

 3、IT 支出持续增长，IT 服务占总支出份额比重不断上升，IT 供应链服务行业前景广阔 8

三、英迈深耕行业 40 年，成为全球出色 IT 供应链综合服务商 10

 1、打通上下游，四大业务板块打造综合 IT 服务 10

 (1) IT 产品分销及技术解决方案 10

 (2) 移动设备及生命周期服务 11

 (3) 电子商务供应链解决方案 12

 (4) 云服务 13

 2、全球布局，管理经验丰富，客户群体广泛 14

 (1) 国际化程度高，业务、人员和分支机构遍布全球 14

 (2) 管理经验丰富，采用去集约化的区域化管理模式 14

 (3) 客户类型广泛，以丰富的产品体系提供“一站式”服务 15

 3、专业服务能力强，核心技术优势明显 16

 (1) 仓库管理系统（WMS） 16

 (2) 第四方物流管理能力 17

 (3) 云集市平台 17

 4、营收占据市场鳌头，英迈有望带来财务协同效应 18

 (1) 行业领导地位，营收规模行业领先 18

 (2) 财务状况健康，有望带来财务协同效应 20

 5、国内 IT 企业加速国际化引发英迈新的想象空间 20

 (1) 国内 IT 企业加速国际化 20

 (2) 国内 IT 企业加速国际化引发英迈新的想象空间 20

四、投资建议 21

图表目录

图 1：天海投资收入和净利润 4

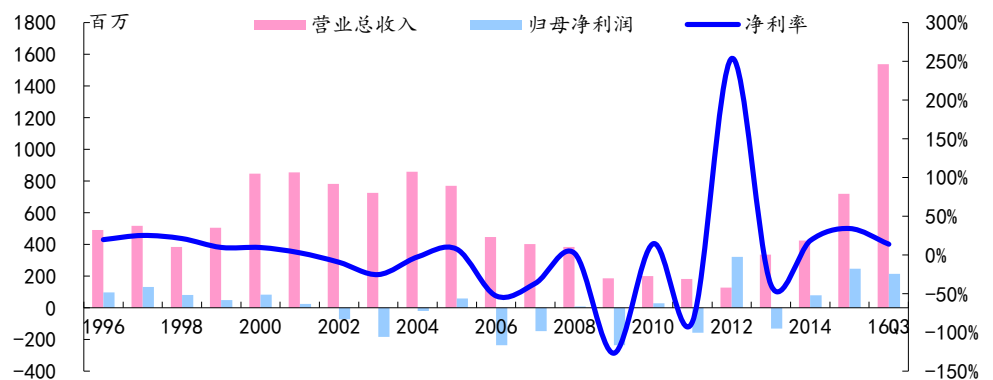
图 2: SCFI 韩国航线.....	4
图 3: 大连内贸集装箱运价指数.....	4
图 4: 2015 年起业务升级, 营业利润大幅增长.....	5
图 5: IT 产品分销商是 IT 供应链生态圈的关键环节.....	6
图 6: IT 产品分销商有全品类分销商和专业分销商两大类.....	6
图 7: IT 行业产业链关系现状与上、下游行业发展状况.....	7
图 8: IT 产品分销商转型为供应链综合服务商具有优势.....	7
图 9: 全球 IT 支出持续增长, 且增速稳定.....	8
图 10: IT 服务占据 IT 总支出重要份额.....	9
图 11: 英迈四大业务板块示意图.....	10
图 12: 英迈 IT 产品分销及技术解决方案示意图.....	11
图 13: 英迈移动设备及生命周期服务示意图.....	11
图 14: 英迈服务于移动设备销售产业中的全球领先企业.....	12
图 15: 英迈电子商务供应链解决方案示意图.....	13
图 16: 英迈云集市平台示意图.....	13
图 17: 英迈全球人力资源分布情况.....	14
图 18: 英迈 2016 年第一季度全球地区营收占比.....	14
图 19: 英迈全球组织结构及去集约化的区域化管理模式.....	15
图 20: 英迈主要分销商品的营收入占比.....	16
图 21: 英迈五大核心竞争力.....	16
图 22: 仓库管理系统 (WMS) 示意图.....	17
图 23: 英迈及其可比公司近三年营业收入.....	18
图 24: 英迈及其可比公司近三年净利润.....	18
图 25: 英迈及其可比公司营业收入增长情况.....	18
图 26: 英迈及其可比公司调整后净利润增长情况.....	18
图 27: 英迈及其可比公司净利润增长率、毛利率和营业利润率比较.....	19
图 28: 英迈及其可比公司主要资产收益率指标比较.....	19
表 1: 可比公司估值.....	21
附: 财务预测表.....	23

一、航运主业：最坏的时候已经过去

天海投资在收购英迈之前，主营业务为航运业务，管理经营由天津、上海、宁波、青岛至韩国的国际近洋及国内沿海多个口岸的集装箱班轮货物运输航线。2008 年金融危机后，受制于全球经济复苏步伐缓慢、需求疲软及船舶供应过剩等原因，国际航运业一路下滑、陷入低谷。2015 年以来已有美国 GMI、丹麦船公司 Copenship 等多家国际航运企业陆续宣告破产。

由于航运业的强周期属性，天海投资业绩剧烈波动。自 1996 年上市以来，公司有 8 年处于亏损状态。

图 1：天海投资收入和净利润

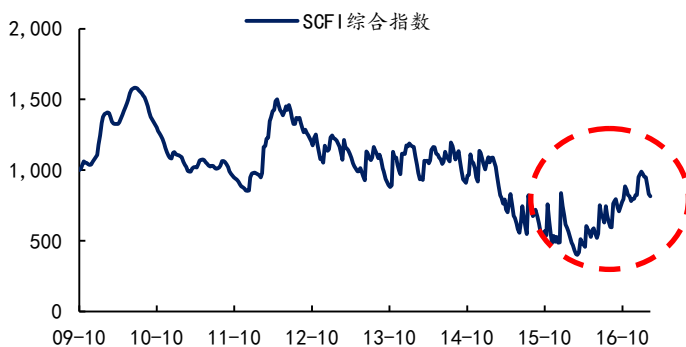


资料来源：Wind、招商证券

2016 年，集装箱运输行业普遍出现亏损，集装箱班轮公司经营惨淡，倒闭事件频发。随着并购重组事件增多，行业集中度明显提升，有助于行业自律，提价动力加强，行业盈利水平随着运价上行会出现明显改善。

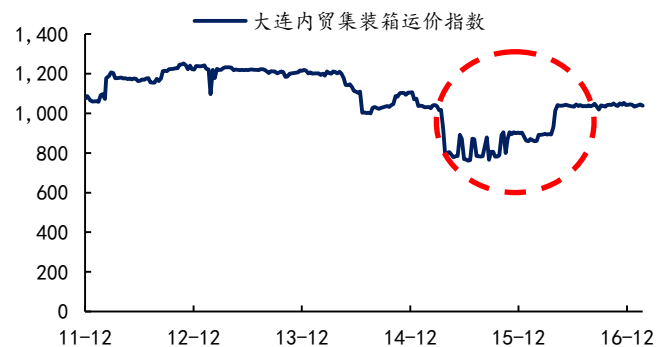
2016 年 8 月，韩国最大海运公司韩进海运进入法定管理，并于 17 年 2 月宣布破产，成为史上破产的最大规模集运公司。韩进海运破产降低市场有效运力，加上中国和欧美经济的复苏，2016 年下半年，外贸集装箱和内贸集装箱市场均有所改善。

图 2：SCFI 韩国航线



资料来源：Wind、招商证券

图 3：大连内贸集装箱运价指数



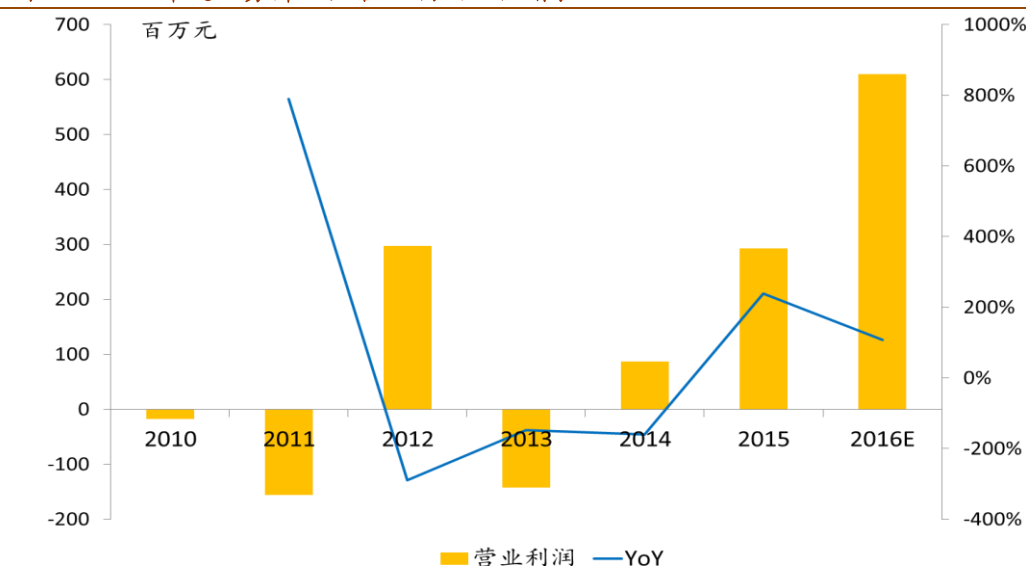
资料来源：Wind、招商证券

二、经营战略调整升级，成功收购英迈国际，布局全球 IT 供应综合服务行业

1、2015 年起业务升级，经营业绩有明显起色

2015 年起，天海投资为改变主营业务单一的局面，决定进行业务升级，在继续夯实航运业务的基础上，向物流上下游产业以及相关配套金融产业延伸，致力于打造国际化的物流及上下游产业链的运营、服务及管理投资平台。经营战略的改变对公司业绩的刺激和提升是迅速而显著的。从财务数据上来看，在进行业务升级之前，受原主营业务拖累，公司的营业利润惨淡，甚至有两年出现了入不敷出的局面。但是自 2015 年起，公司营业收入和营业利润均有较大幅度的增速，2016 年营业利润更有望实现翻番。这说明公司经营战略的调整取得了阶段性的成果。

图 4：2015 年起业务升级，营业利润大幅增长



资料来源：Wind，招商证券

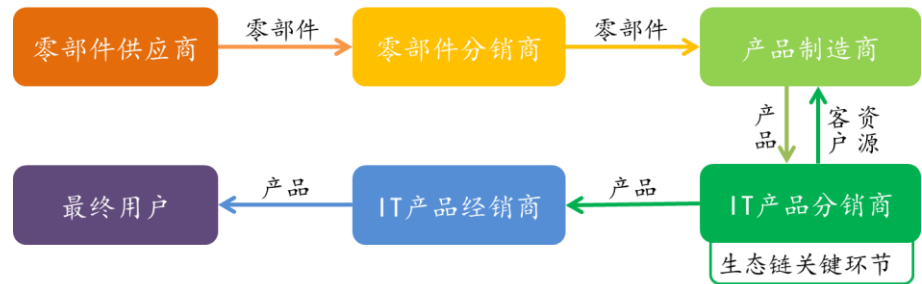
2、收购英迈国际，进军 IT 供应链服务行业

作为经营战略升级的重要进程，2016 年 12 月 7 日天海投资发布公司公告称，收购英迈（IngramMicroInc.）的相关事项已经完成。此次交易后，天海投资将踏足 IT 供应综合服务行业这一全新领域，公司的经营范围将进一步拓宽，公司规模也将进一步扩大，此举有利于实现公司主业的战略发展规划，也有利于公司长久健康的发展。

IT 供应链一般是指包括信息技术产品零部件供应商、零部件分销商、产品制造商、IT 产品分销商、经销商及最终用户的生态系统。在这些角色中，传统 IT 产品分销商作为供应链生态圈的关键环节，连接着上游成千上万的制造商，以及下游数以百万计的经销商与销售终端。处于供应链上游的 IT 产品生产供应商八成左右的销售收入依赖于分销渠道，对供应商来说，分销为一种获取大量客户资源的经济有效的渠道。作为分销商，

在业务中建立起的与上下游之间的网络和渠道优势是行业链上其他环节不可比的。

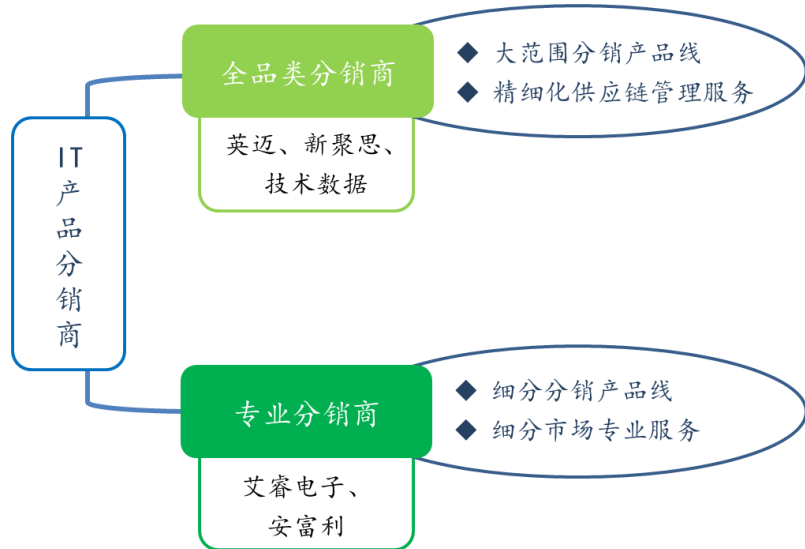
图 5: IT 产品分销商是 IT 供应链生态圈的关键环节



资料来源: 公司公告, 招商证券

就传统 IT 产品分销环节而言, 当今 IT 产品分销商主要分为两大类, 即全品类分销商和专业分销商。从这个维度上来划分, 英迈是一家全品类分销商。全品类分销商以分销产品线覆盖范围广泛为特点并提供精细化的供应链管理服务, 具有代表性的全品类分销商如英迈、技术数据 (Tech Data) 及新聚思 (Synnex) 等。而专业分销商以为细分市场提供更专业更全面的更为特点, 比如艾睿电子公司 (Arrow) 和安富利 (Avnet), 其拥有几个主要的产品线和解决方案, 涵盖信息储存、服务器、网络及软件等方面。

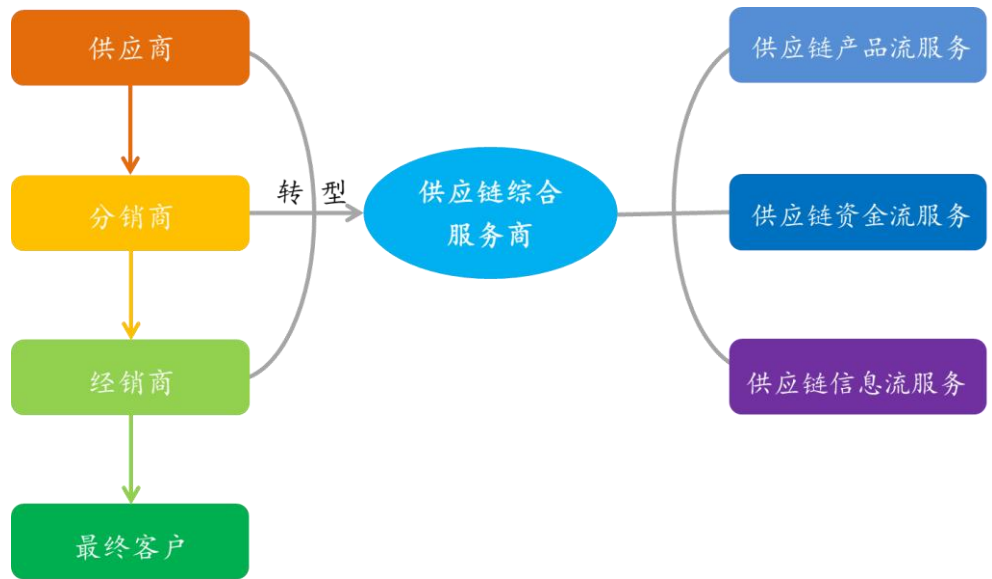
图 6: IT 产品分销商有全品类分销商和专业分销商两大类



资料来源: 公司公告, 招商证券

随着 IT 产业的稳步发展, IT 供应链上各个环节的企业都想谋求转型, 寻找新的业务增长点, IT 产品分销商也不例外。行业上、下游企业在分销等传统业务需求之外, 对供应链金融服务、市场推广、逆向物流服务 (如回收、维修等) 等高附加值服务的需求也在日益增加。在此背景下, 传统 IT 供应链上的供应商、分销商和经销商纷纷想抓住机遇转型, 供应链综合服务商是大势所趋。传统的 IT 产品分销企业在原有业务的积累中获得了得天独厚的优势, 其三大特性也在助推 IT 产品分销商的转型。

图 7: IT 行业产业链关系现状与上、下游行业发展状况

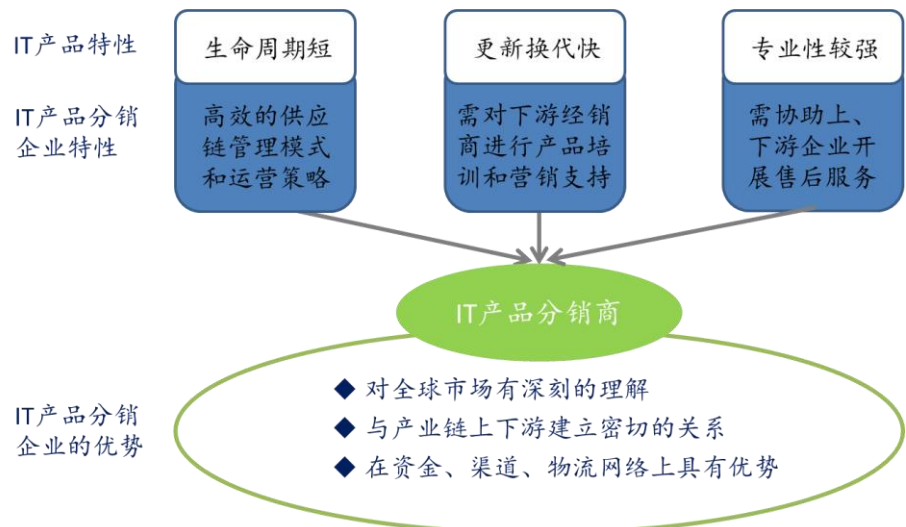


资料来源: 公司公告, 招商证券

不同于一般产品分销, 从事 IT 产品分销业务需要企业具备以下特性:

- (1) 信息技术产品的生命周期较为短暂, 因此分销商需要有更高效的供应链管理模式和运营策略, 从而迅速、准确的为客户提供产品与相应的服务, 实现商品的快速周转和维持较低库存;
- (2) 信息技术产品更新换代较快, 技术和功能比较复杂, 分销商需要对下游经销商进行产品培训和营销支持, 以便下游经销商将产品销售给最终客户;
- (3) 信息技术产品的专业性较强, 往往需要分销商协助上、下游企业开展安装、集成、配置、升级、维修、退换货等售后服务。

图 8: IT 产品分销商转型为供应链综合服务商具有优势



资料来源: 公司公告, 招商证券

基于上述特性, 具有渠道资源基础、全球布局的 IT 产品分销商, 可以基于自身对全球市场的理解以及在资金、渠道、物流网络上的优势, 在提供分销服务的同时满足上下游

的供应链服务需求,在传统分销业务的基础上追加提供售后支持、订单执行、销售培训、供应链金融等增值服务。

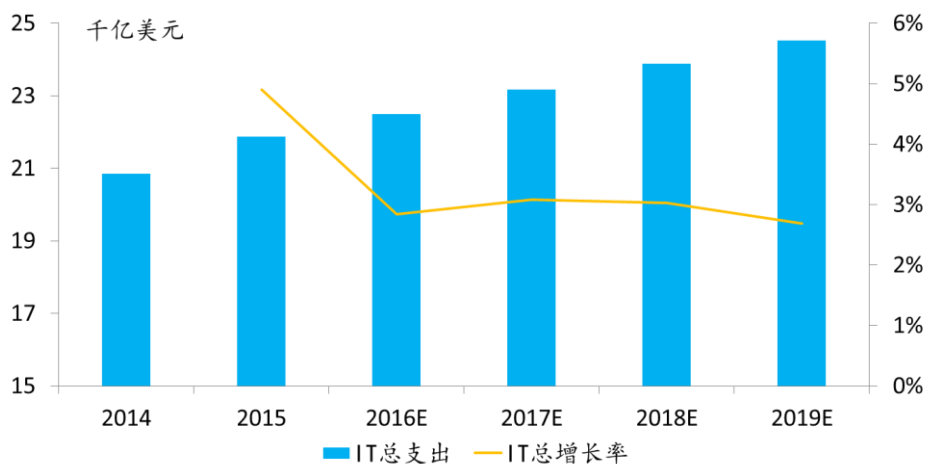
通过开展上述业务,IT产品分销商不仅可以通过附加服务较高的毛利率提升自身盈利水平,也能够进一步加深与上下游客户的合作,形成更稳定的客户关系,实现向IT供应链综合服务商的转型与升级。天海投资通过收购英迈国际,除了取得其完整的分销产品线 and 大量的客户资源,未来也必将在IT供应链综合服务领域内有所作为。大势所趋下,公司前景十分广阔。

3、IT支出持续增长,IT服务占总支出份额比重不断上升,IT供应链服务行业前景广阔

IT供应链服务行业与全IT行业的整体环境密不可分,IT行业整体欣欣向荣和全球IT支出的持续增长为IT供应链服务行业的发展奠定了良好的基础。

传统IT产品分销业的销售收入与IT支出成正相关,而IT服务与IT硬件、软件作为IT行业中最重要三种产品,IT服务业的营收亦与IT支出成正向相关。从全球IT支出的增长趋势来看,近年来虽然呈现出放缓的趋势,但仍维持着稳健的增长。国际数据(IDC)对全球IT产品支出进行了统计及预测,指出2015年全球IT支出增速同比下降约2个百分点,但2016至2019年全球IT支出增速依然可以稳定在3%上下。这样一个稳定的增速为IT供应链综合服务业务营造了有利环境。

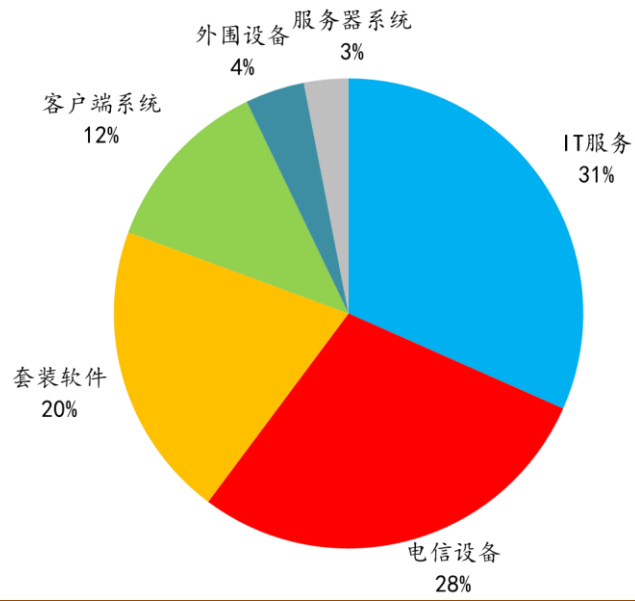
图9:全球IT支出持续增长,且增速稳定



资料来源:国际数据(IDC),招商证券

IT的细分行业中,IT服务、电信设备及套装软件为主要的三个板块,合计占总支出份额的约80%。其中IT服务包括培训与教育、规划、应用、服务支持及运营管理;电信设备的销售主要包括企业网络搭建、运营商设备、功能性手机及智能手机,其中智能手机占电信设备销售额的70%以上;套装软件的销售主要包括系统基础设施软件、应用的设计与开发软件以及应用。可以看到,IT服务占据IT总支出相当重要的份额,并且这一比重的还在不断上升,这也为IT供应链综合服务业务营造了有利环境。

图 10: IT 服务占据 IT 总支出重要份额



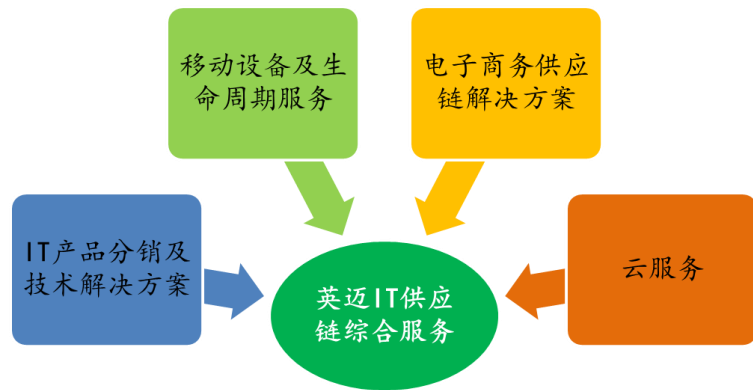
资料来源: 国际数据 (IDC), 招商证券

三、英迈深耕行业 40 年，成为全球出色 IT 供应链综合服务商

1、打通上下游，四大业务板块打造综合 IT 服务

英迈成立于 1979 年，总部位于美国加利福尼亚州尔湾市，是 IT 产品传统分销以及供应链综合服务行业的龙头企业，在 IT 供应链综合服务行业有着专业的服务水平和广泛的客户群体。英迈在 IT 产品分销及技术解决方案、移动设备及生命周期服务、电子商务供应链解决方案及云服务四大领域表现出色，目前已经成为全球计算机与移动网络设备硬件、软件和其他计算机外围设备、电子消费产品、物理安全、自动识别和数据采集产品的供应链综合服务商。公司四大板块的业务是其打造综合 IT 服务的关键所在。

图 11：英迈四大业务板块示意图



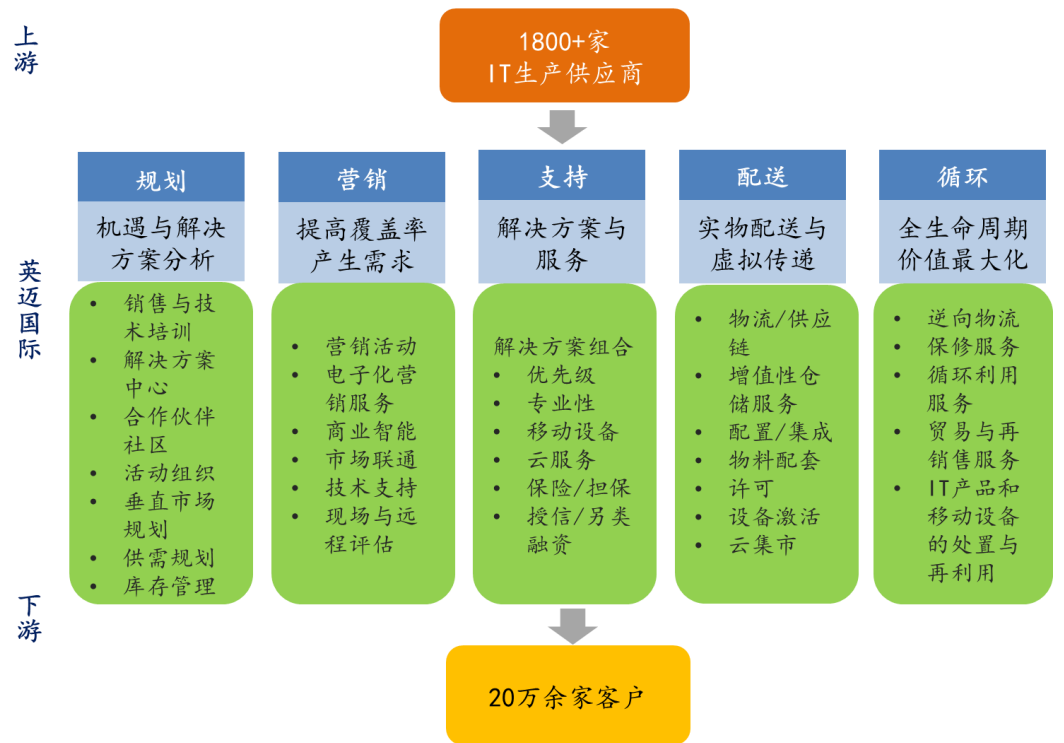
资料来源：公司资料，招商证券

(1) IT 产品分销及技术解决方案

IT 产品分销为基础环节，在为客户提供 IT 产品的同时，聚焦于提供全品类分销、技术解决方案以及高附加值增值服务。公司将产品买断后将 IT 产品与产品池信息汇总、重新包装或组合、提供供应链金融服务等出售给经销商，经销商可通过英迈的产品供应、市场销售、物流方案设计、信贷、培训和技术支持以及库存管理服务降低自身的成本、提高效率，完成“一站式”消费。

作为 IT 产品分销商，英迈一方面借助其营运资本管理能力、资金实力与规模优势，构建全球性高覆盖面的渠道网络，几乎涵盖全部的 IT 产品细分市场。另一方面，作为技术解决方案服务商，英迈在为下游客户提供库存管理与供应链金融服务的同时，扮演着 IT 产品供应链物流配送执行引擎的角色，借助其全球性的渠道资源与客户积累，为供应链上下游企业提供 IT 产品解决方案。近年来，英迈大力推进在 IT 细分市场高附加价值商品的市场份额，在增加商品种类的同时，扩大了此类商品所需的配套技术与服务。通过加强公司在高附加价值商品种类的服务，IMI 能够协助与支持其下游经销商客户在自动识别和数据采集（ADIC）、销售网络点（POS）、专业视听、数字标牌产品和节能技术为代表的新兴领域提供更完善和更优越的技术解决方案。

图 12: 英迈 IT 产品分销及技术解决方案示意图

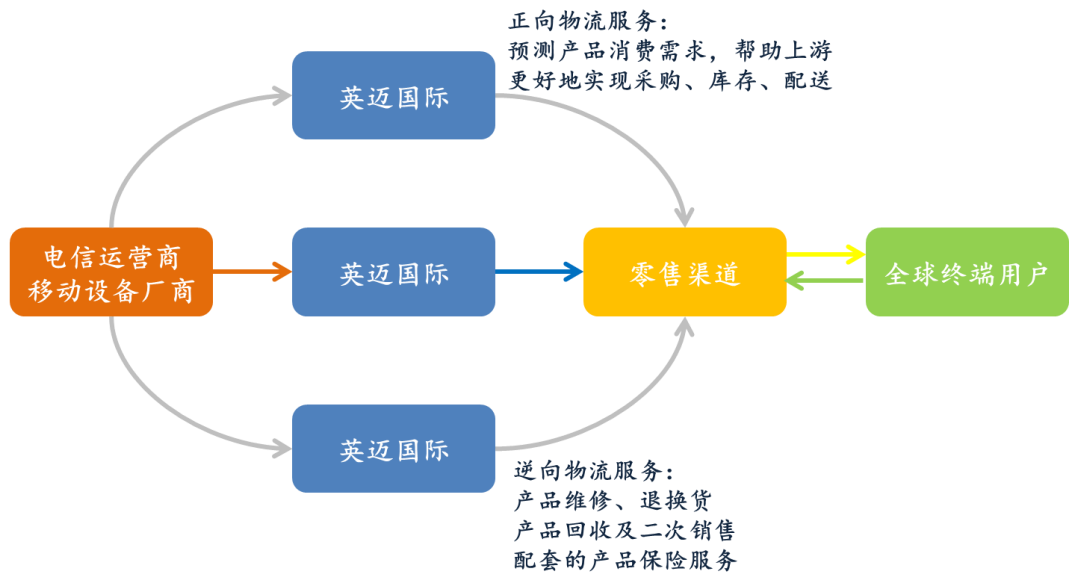


资料来源: 公司资料, 招商证券

(2) 移动设备及生命周期服务

英迈为移动设备及消费性电子设备提供终端到终端的全生命周期服务, 主要业务内容包括 SIM 卡配套、原始设计制造商 (ODM) 采购的解决方案、客户多元化定制服务、IT 集成托管与电子商务平台、供应链金融服务、正向物流、逆向物流及返修、产品以旧换新及保修理赔、废旧 IT 资产处置回收与再配置、再推广等。

图 13: 英迈移动设备及生命周期服务示意图



资料来源: 公司资料, 招商证券

英迈服务于移动设备销售产业链各环节的全球领先企业，制造商如苹果(Apple)、华为、联想、三星(Samsung)、索尼(Sony)及中兴通讯(ZTE)等；运营商如美国电话电报公司(AT&T)、中国移动、德国电信(T-Mobile)、沃达丰(Vodafone)等；线上线零售如亚马逊(Amazon)、百思买(BestBuy)、沃尔玛(Walmart)等。

图 14：英迈服务于移动设备销售产业中的全球领先企业



资料来源：公司资料，招商证券

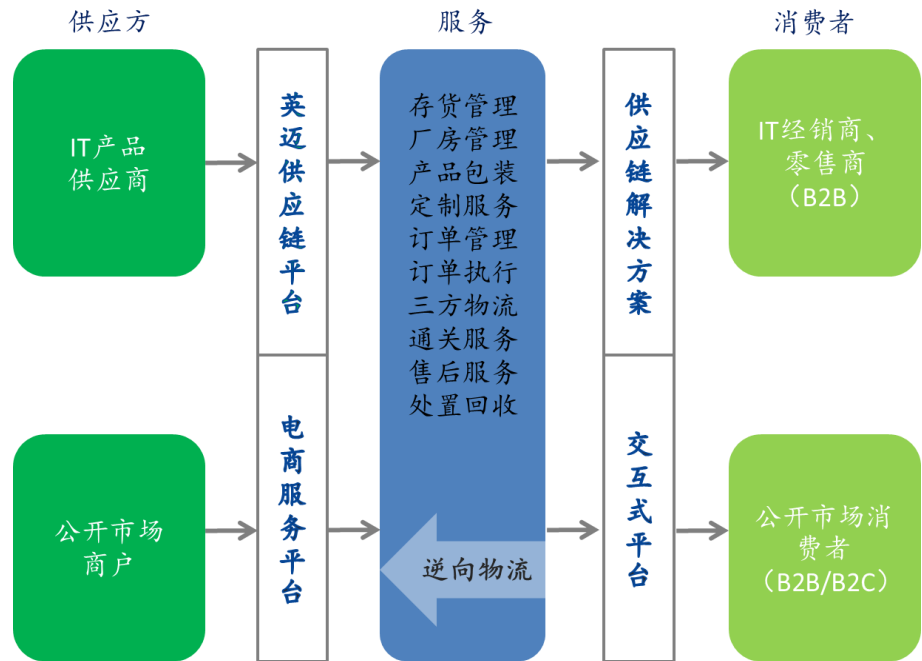
(3) 电子商务供应链解决方案

英迈为供应链的上下游企业提供物流规划、直运、数据分析、库存管理、仓库管理、订单管理、订单履行及退货管理等供应链综合服务。规模化的供应链增值服务有助于供应链中的上游供应商和下游经销商更及时地实现产品交付，更准确地预测客户需求、节约物流成本。英迈的电子商务解决方案最大目标就是在此。

近年来，电子商务以 14% 的复合增长率迅速成长为一个 3,500 亿美元的巨大市场。英迈在物流方面积累的专业能力和基础架构，可有效帮助英迈的业务范围超越传统意义的 IT 产品服务，而延伸到电子商务终端到终端用户的供应链服务，其中包括商品运输、库存管理、仓库管理、订单管理、订单执行及退货管理等。英迈结合全球化的分销渠道网络，构建出集合订单执行、逆向物流与在线支付于一体的全球化供应链综合服务交付平台。目前的英迈供应链服务为生产商与终端用户之间搭建起桥梁，填补中小企业在供应链中不足的环节，成为其业务发展不可或缺的一部分。

具体来说，英迈的电子商务供应链解决方案主要包括两块。一块是顺供应链方向的管理服务，涵盖供应链平台、电商平台和交互式平台三大主要平台，提供包括存货管理、厂房管理、产品包装、定制服务、订单管理、订单执行、三方物流、通关服务、售后服务和处置回收等专业化服务。另一块是逆向物流，主要抓住了客户退货这一部分商机、为其提供顺畅的一站式服务，同时也能借此机会收集客户的反馈信息，以便以后改进产品和服务的质量。

图 15: 英迈电子商务供应链解决方案示意图



资料来源: 公司资料, 招商证券

(4) 云服务

作为主云服务提供商 (mCSP), 英迈通过自身的云集市平台为客户和云服务提供商之间搭建起桥梁。云集市是一个由客户、云服务提供商和解决方案组成的生态系统, 简化了云技术的获取、管理和客户支持活动。客户通过英迈的单一自动化平台即可轻松使用各家云服务提供商在云集市上提供的各种类型的云技术解决方案, 有助于客户方便地购买、配置、管理、应用云技术。

目前来说, 英迈合作的云服务提供商主要还是以 IaaS 和 SaaS 这两大类为主。具有代表性的合作伙伴有亚马逊网络服务 (AWS)、思科 (Cisco)、国际商业机器 (IBM)、微软 (Microsoft)、迈克菲 (McAfee) 及威睿 (VMware) 等。

图 16: 英迈云集市平台示意图



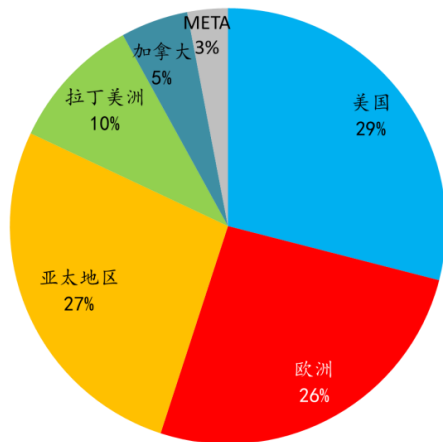
资料来源: 公司资料, 招商证券

2、全球布局，管理经验丰富，客户群体广泛

(1) 国际化程度高，业务、人员和分支机构遍布全球

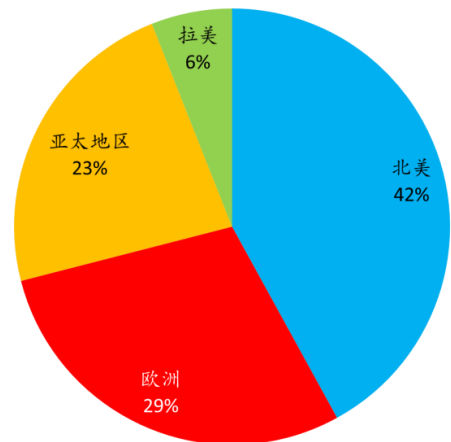
英迈有着极高的国际化程度，广泛的国际布局使得英迈拥有完善的全球供应链网络及渠道优势。目前英迈已在北美、欧洲、亚太、拉美的 45 个国家设立分支机构和业务中心，其中包括 154 个分销中心和 28 个服务中心。业务遍及全球 160 多个国家，除了北美市场，欧洲和亚太地区也是英迈的主要市场。全球范围内约有员工 27,700 名，在北美、欧洲、亚太、拉美和 META 地区均有分布。根据《财富》排名，英迈位居 2015 年世界 500 强的第 230 位，拥有极高的知名度和美誉度。

图 17: 英迈全球人力资源分布情况



资料来源：公司资料，招商证券

图 18: 英迈 2016 年第一季度全球地区营收占比



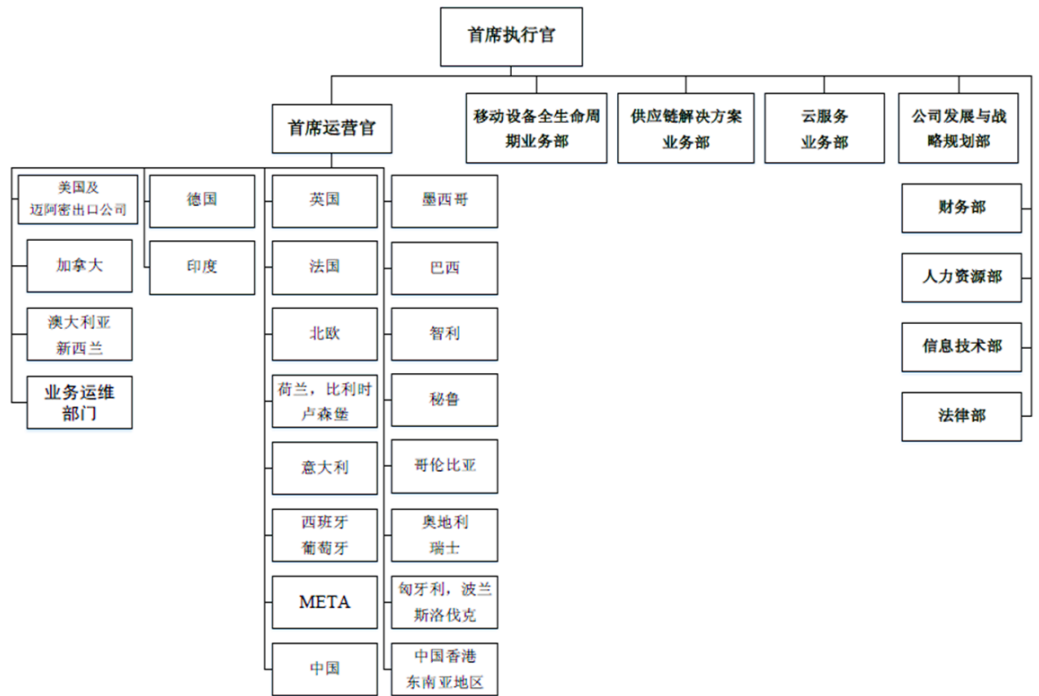
资料来源：公司资料，招商证券

(2) 管理经验丰富，采用去集约化的区域化管理模式

作为一家规模化的全球企业，管理团队的水平对公司长远的发展至关重要。英迈拥有经验丰富的管理团队统筹公司庞大的网络及服务设施。其经营模式采用了去集约化的区域化管理模式，即除去战略规划、财务、人力、信息技术、法务等后台部门外，其主要业务部门按照国家或区域划归管理，而业务流程中的主要模式或因国家或区域情况和合规要求的不同而采取更适应本地化的模式。

也就是说，英迈一方面将战略规划、财务、人力、信息技术、法务这几个后台部门与业务部门分离并单独管理；另一方面也针对 IT 产品分销及技术解决方案、移动设备及生命周期服务、电子商务供应链服务和云服务四大业务板块进行分类别、分层次的管理。同时其首席运营官负责统筹全球 21 个国家或地区的业务部门，依据地方特性进行专业化管理，并建立单独的运维部门以提供技术支持。

图 19: 英迈全球组织结构及去集约化的区域化管理模式



资料来源: 公司资料

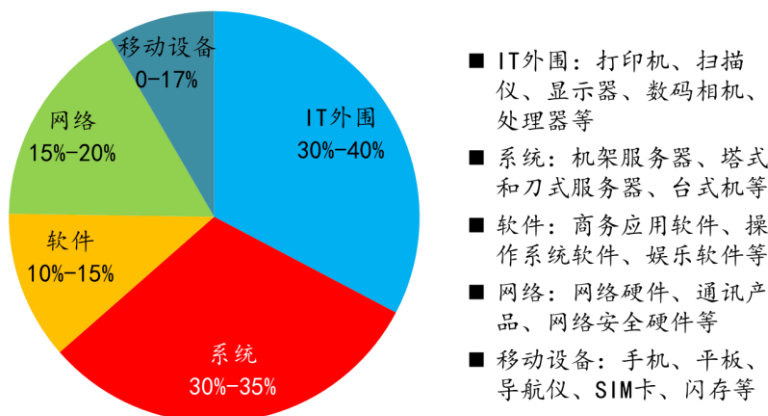
目前, 英迈拥有仓储面积合计近 120 万平方米, 每年发送约 5 亿件货物。2015 年, 英迈对于终端用户的配送服务中, 62%可做到次日送达, 运送服务的下单精确性高达 99.9%, 准时性高达 99.8%。

(3) 客户类型广泛, 以丰富的产品体系提供“一站式”服务

英迈所服务的客户类型覆盖范围较广, 包括中小企业、公共服务部门及大型企业。不同类型的客户对产品和服务的需求也会有差异。另一方面, 赢吗服务的客户群体数量也相当庞大, 在全球拥有超过 20 万个客户群体。据统计, 英迈的信息技术供应链市场在北美和拉丁美洲排名第一, 在欧洲和环太平洋经济区排名第二。

如何满足和及时回应广泛、多样的客户需求是英迈在业务开展中面临的挑战之一。在这个问题上, 英迈借助其自身丰富的产品体系和规模经济效益, 致力于为客户提供“一站式”的采购服务, 整体解决多种客户需求。英迈销售的商品主要可分为两类, 一为实物或虚拟商品, 二为增值类服务。在实物或虚拟商品这一块中, 英迈主要分销的产品为 IT 外围、系统、软件、网络和移动设备, 其中 IT 外围和系统的营收占比最大, 分别都在三成左右。在增值服务这一块, 英迈主要是向下游客户和上游供应商提供的与其销售商品直接或间接销售相关的多种 IT 供应链服务。这些服务一方面增强了英迈传统分销业务的竞争力, 一方面也拓展了英迈的业务范围, 坚实了其上下游之间的渠道网络。英迈完整的产品体系降低了单一市场、产品和客户的市场需求波动, 也为天海投资在如电子商务、大数据分析、全渠道零售等业务方面的发展提供了基础。

图 20: 英迈主要分销商品的营业收入占比

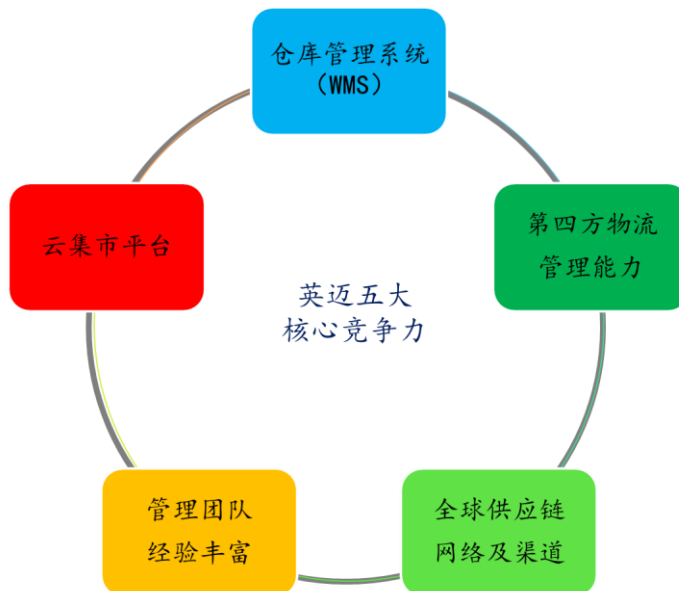


资料来源: 公司资料, 招商证券

3、专业服务能力强, 核心技术优势明显

除了完善的全球供应链网络及渠道优势和经验丰富的管理团队, 英迈的核心技术及其竞争力还体现在其仓库管理系统、第四方物流能力和云集市平台上。

图 21: 英迈五大核心竞争力



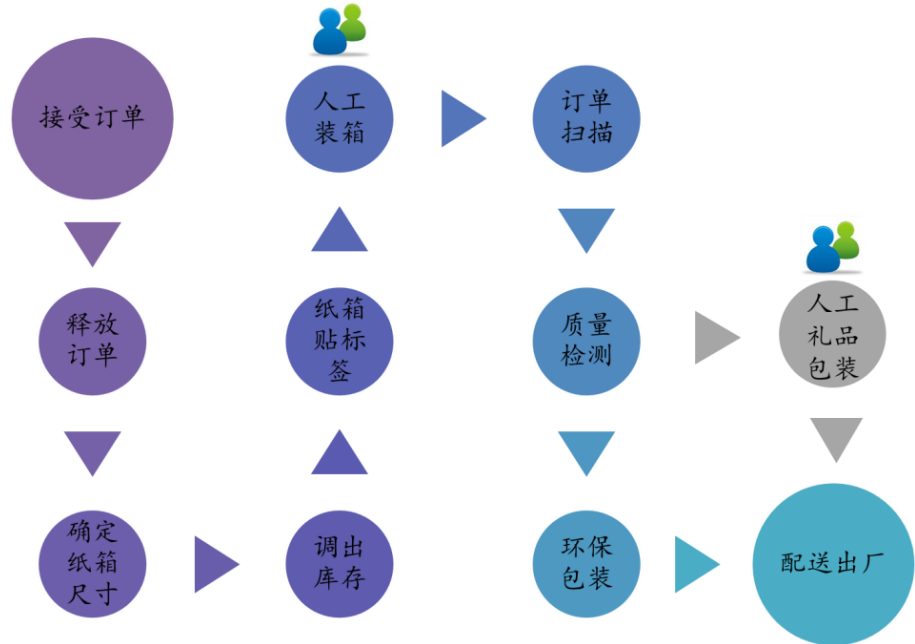
资料来源: 公司资料, 招商证券

(1) 仓库管理系统 (WMS)

英迈作为国际领先的信息技术产品分销企业, 拥有核心技术的仓库管理系统 (WMS), 可以根据客户需求, 高效、准确的实现配送服务。仓库管理系统 (WMS) 拥有极高的机器智能化程度, 能够提供从接受订单到货物装车的全过程服务。仓库管理系统 (WMS) 能够自动识别距离客户最近的、拥有库存的仓库, 并将订单发送至该仓库; 随后, WMS

系统会对订单进行优先级排序，并自动印刷相关单据；根据货物尺寸，WMS 系统能够自动选择装箱尺寸，实现匹配并贴上标签，交付人工装箱；订单扫描、质量检测 and 统一规格的环保包装均能实现自动化。对于存在特殊包装需求的货物，WMS 系统能够自动识别，并将其与普通包装的货物区分开，避免混淆。在接受订单直至货物装车的过程中，WMS 系统通过高度自动化的方式降低了配送的准备时间，提高了货物配送的准确性，节省了大量的人员开支。

图 22: 仓库管理系统 (WMS) 示意图



资料来源：公司资料，招商证券

(2) 第四方物流管理能力

第四方物流是为供给方、需求方和第三方物流企业提供物流规划、咨询、物流信息系统、供应链管理等活动供应链集成商。英迈有较强的第四方物流管理能力，能以轻资产方式将物流环节中的运输公司、仓储公司、报关公司等整合和管理起来，为客户提供个性化的一体化物流增值服务，共享仓储物流、提高物流工作效率。

(3) 云集市平台

在云服务方面，英迈作为主云服务提供商 (mCSP)，通过自身的云集市平台为客户和云服务提供商之间搭建桥梁。云集市是一个由客户、云服务提供商和解决方案组成的生态系统，简化了云技术的获取、管理和客户支持活动。客户通过英迈的单一自动化平台即可轻松使用各家云服务提供商在云集市上提供的各种类型的云技术解决方案，有助于客户方便的购买、配置、管理、应用云技术。云集市平台上目前已有 2,000 多家合作云服务提供商提供了近 5,000 个解决方案，服务客户约 20 万家。

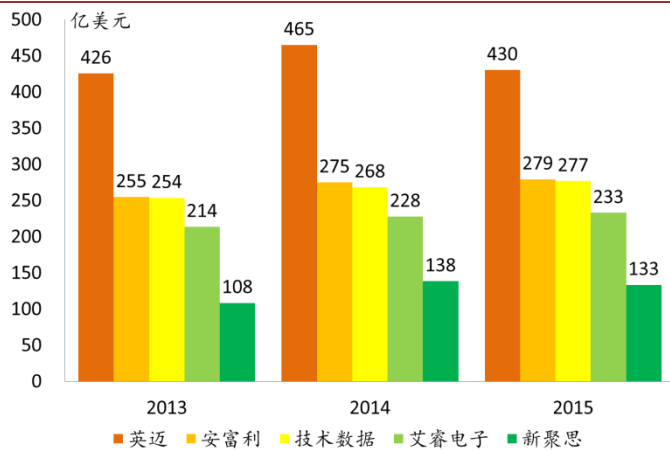
4、营收占据市场鳌头，英迈有望带来财务协同效应

(1) 行业领导地位，营收规模行业领先

根据现有数据，英迈是 IT 产品分销行业的领导者。英迈在 2013、2014、2015 财务年度的营业收入分别为 425.54 亿美元、464.87 亿美元和 430.26 亿美元，净利润分别为 3.11 亿美元、2.67 亿美元和 2.15 亿美元。在行业可比公司中，近三年英迈的营业收入规模最大，其营业收入是第二名安富利的 1.54 倍，这充分说明了英迈的全球市场地位。全行业各公司营业收入增长率普遍较低，英迈与行业整体平均增长水平基本一致。

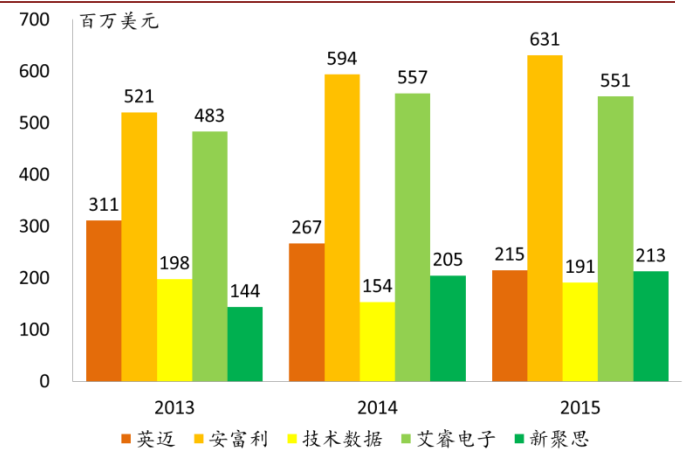
从利润率的维度来看，整体上 IT 分销行业的利润率都偏低，并且净利润波动幅度远大于营业收入波动幅度。在行业可比公司中，英迈的净利润规模依旧能占据行业靠前的位置。注意到英迈 2015 年净利润大幅下降，究其原因，主要是因为英迈在这一年取消未来部署 SAP 软件，进而确认内部开发软件非现金税前减值损失 1.21 亿美元，剔除非经常损益后，英迈 2015 年净利润与上年基本持平。

图 23: 英迈及其可比公司近三年营业收入



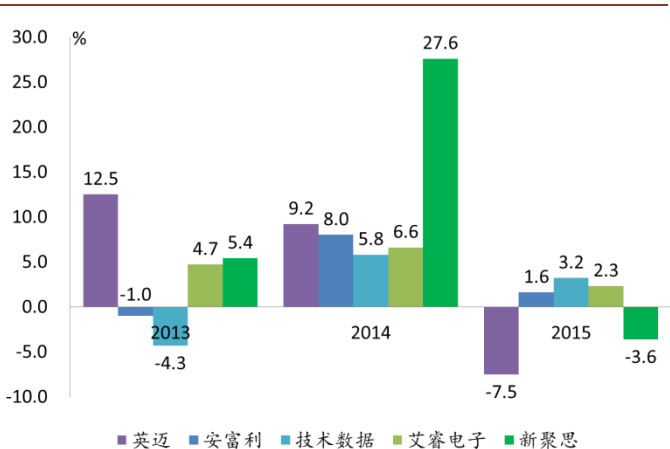
资料来源：公司资料，招商证券

图 24: 英迈及其可比公司近三年净利润



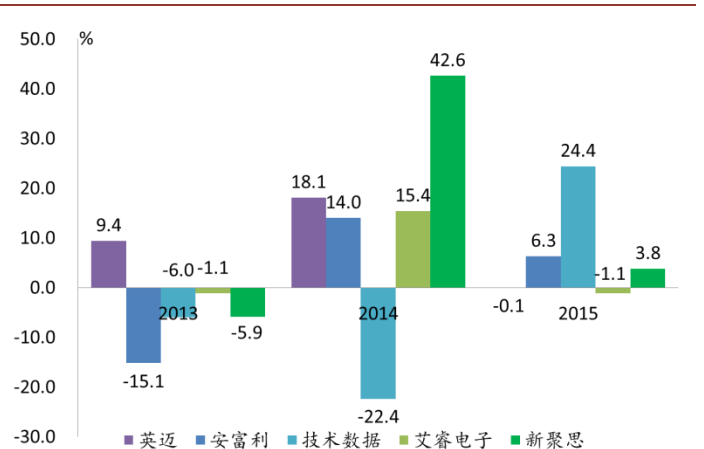
资料来源：公司资料，招商证券

图 25: 英迈及其可比公司营业收入增长情况



资料来源：公司资料，招商证券

图 26: 英迈及其可比公司调整后净利润增长情况

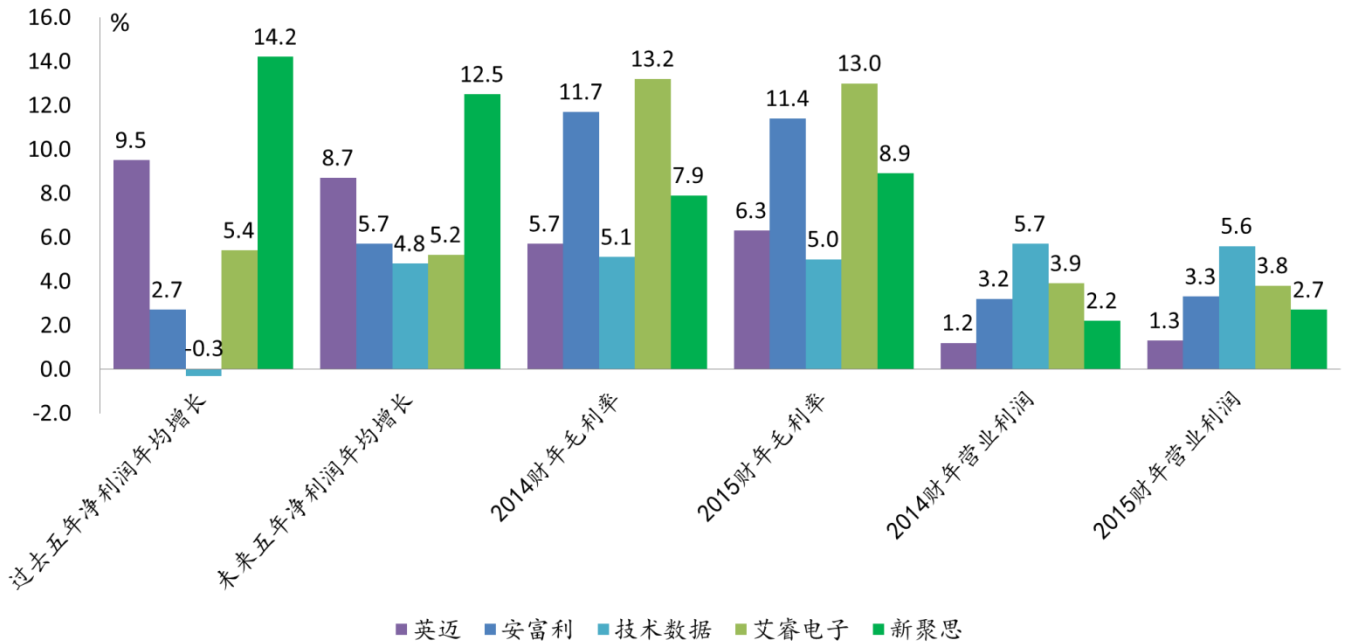


资料来源：公司资料，招商证券

根据可比公司年报及机构预测,可比公司过去5年净利润增长率年均约0%~15%左右,未来5年净利润年均增长率约在5%~15%左右。英迈过去五年的净利润年均增长率为9.5%,预计未来五年内的年均增长率将保持在8.7%,均处于行业中间水平。

可比公司中,英迈营业收入规模远大于其他公司,由于IT销售业务占比较大,毛利率、营业利润率相对较低。可比公司毛利率在5%~20%左右,营业利润率在1%~5%左右。而英迈的毛利率和营业利润分别在6%左右和1%左右。

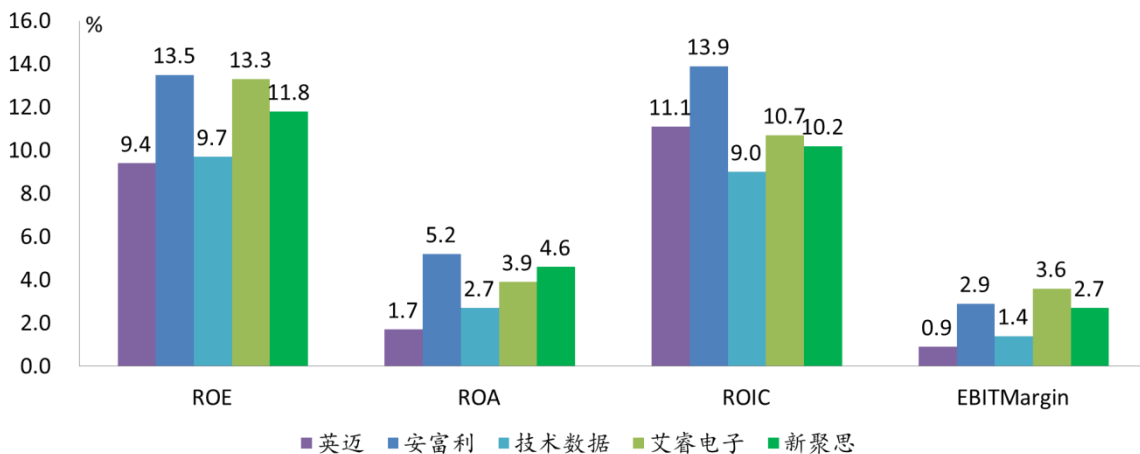
图 27: 英迈及其可比公司净利润增长率、毛利率和营业利润率比较



资料来源: 公司资料, 招商证券

经测算,英迈及其可比公司2015年的主要资产收益率指标(分别是权益报酬率、资产报酬率、投入资本报酬率和息税前利润率)如下所示。英迈由于内部开发软件确认减值损失1.21亿美元,导致其2015年的资产报酬率、权益报酬率处于较低水平。

图 28: 英迈及其可比公司主要资产收益率指标比较



资料来源: 公司资料, 招商证券

（2）财务状况健康，有望带来财务协同效应

本次交易银行贷款规模约为 42.70 亿美元，期限为 7 年，预计该贷款的年利率为 3%-4%。交易完成后，英迈将纳入天海投资的合并报表范围，利润也将合并计算。基于对英迈历史经营业绩的评估和对其未来经营业绩的预测，其利润有能力覆盖上述利息支出，并足以抵消天海投资利用自有资金收购英迈导致投资收益减少的影响，因此本次交易总体来讲将使天海投资经营业绩有所提升。

另外，英迈比较保守的营运资本管理以及多元化的资金来源使得其运营良好，根据相关协议，此次交易完成之后英迈仍将保持健康良好的财务状况。英迈成为天海投资的子公司，将被纳入天海投资的并报表范围，利润也将合并计算，这将从根本上改变天海投资的资产质量和盈利能力，实现公司的战略发展规划，有利于提升公司的业务规模，提高公司的价值。

5、国内 IT 企业加速国际化引发英迈新的想象空间

（1）国内 IT 企业加速国际化

国内 IT 企业加速国际化。衡量一家企业是否是国际化公司的标准有两个维度，一个是企业对国际市场的依存度，通常由企业海外收入、海外资产的比重来衡量。另一个是企业国际市场运营、竞争的能力，表现在国际视野的领导力、全球化运营模式、人才、供应链管理、技术、品牌等等。

（2）国内 IT 企业加速国际化引发英迈新的想象空间

华为 2015 年的海外收入比重在 58% 左右，特别是在欧美市场的出色表现，为华为的国际影响力增加了浓墨重彩的一笔。联想的海外收入也超过 60%。从 BAT 等互联网巨头到小米、魅族等互联网手机品牌，无不开始了自己的出海之路，东南亚和印度市场也顺势成了出海的第一站。国内 IT 企业的出海已蔚然成风，我们希望看到更多中国 IT 企业在海外扩张的身影。国内 IT 企业加速国际化引发英迈新的想象空间。

四、投资建议

核心假设:

- (1) 我们预计 2017 年以后整合协同效应增强、运营效率提高，英迈 2017 年、2018 年净利润增速分别为 20%、20%。
- (2) 并购贷款的年度利息支出应在 1.28 亿美元至 1.71 亿美元的区间范围内。
- (3) 其他业务保持平稳增长和过渡。
- (4) 天海投资能将英迈纳入合并报表范围，合并比例为 68.51%，少数股东权益比例和少数股东损益比例均为 31.49%。

投资建议:

我们认为市场对公司收购的英迈认识不足，随着英迈的并表和整合，盈利能力有望进一步提升。国内 IT 企业实力越来越强，国际化的需求愈加强烈，英迈有望凭借其强大的国际化 IT 供应链管理体系让国内优秀的 IT 公司更好的走向国际市场，同时有望充分受益这一过程。

我们预测未来 IT 供应链行业将稳步增长，综合服务供应商市场广阔，收购行业龙头企业英迈国际将给公司带来良好的协同效应。考虑到英迈在全球 IT 供应链体系的地位，参考国内可比公司估值，预估 2017-2018 年 EPS 为 0.38 元、0.50 元，维持“强烈推荐-A”投资评级。

表 1: 可比公司估值

	股价	15EPS	16EPS	17EPS	16PE	17PE	PB
神州数码	23.62	0.06	0.62	0.71	38	33	6
华胜天成	10.66	0.08	0.10	0.16	108	66	2
同方股份	13.83	0.44	1.48	0.50	9	28	2
紫光股份	56.89	0.74	0.94	1.77	61	32	2
天海投资	8.11	0.09	0.11	0.38	74	21	2

资料来源: Wind, 招商证券

风险提示:

英迈是一家美国上市公司，与天海投资在法律法规、会计税收制度、商业惯例、经营理念、企业文化等经营管理方面存在明显差异。本次交易后，为达成本次交易之目的，天海投资需要与标的公司在企业文化、资源管理、市场拓展等方面进行整合。如相关整合计划未能有效实施，或者实施未能取得预期效果，可能导致核心人员流失、业绩下滑等风险。因此，能否顺利整合、尽早步入正轨对上市公司未来的经营发展至关重要。

1、企业文化的整合风险

企业文化是企业的灵魂，关系到企业上下能否形成朝向相同发展目标的合力。天海投资的业务范围主要分布在国内，而英迈是一家纽交所上市公司，业务范围遍布全球。由于中美两国历史、语言、文化、社会制度、经济发展阶段等多个方面存在区别，公司与英迈的企业文化、管理理念方面存在一定差别。因此，此次收购后文化融合风险不容忽视。天海投资与英迈企业文化能否顺利融合以及融合与发展的程度关系到本次重组的效益能否顺利发挥，也关系到天海投资日后的顺利经营。

2、业务整合风险

本次交易将使天海投资进入 IT 供应链服务业这个全新的业务领域，虽然业务规模大幅增加，品牌区域跨度大幅提高，但是在业务管理上仍需要费心探索。交易完成后，从上市公司经营和资源配置等角度出发，天海投资和英迈需至少在财务管理、客户管理、资源管理、业务拓展等众多方面进行融合，还需要与当地的监管部门和雇员等进行协调，并对公司自身和英迈的管理架构进行适时适度的调整。这些整合能否顺利实施都将关系到天海投资未来的经营发展，仍存在一定风险。

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	12437	12649	130895	156561	161243
现金	12326	9032	2533	25263	25873
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	9	1	36	429	441
应收款项	68	258	8568	102820	105905
其它应收款	16	39	1396	16755	17258
存货	7	4	55	657	676
其他	12	3313	118308	141969	146228
非流动资产	135	134	131	128	125
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	135	132	129	126	124
无形资产	0	1	1	1	1
其他	0	2	1	1	1
资产总计	12572	12783	131027	156574	161256
流动负债	682	550	119912	155310	159814
短期借款	11	4	108919	142385	146502
应付账款	110	289	10190	122276	125945
预收账款	12	16	565	6777	6980
其他	550	241	238	199	198
长期负债	3	7	7	7	7
长期借款	0	0	0	0	0
其他	3	7	7	7	7
负债合计	686	556	119918	155311	159815
股本	2899	2899	2899	2899	2899
资本公积金	10133	10129	10129	10129	10129
留存收益	(1137)	(891)	(2011)	(1000)	115
少数股东权益	(9)	90	91	602	1267
归属于母公司所有者权益	11895	12137	11017	12028	13142
负债及权益合计	12572	12783	131027	156574	161256

现金流量表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	129	(40)	(112606)	(127405)	(23396)
净利润	79	247	330	1110	1447
折旧摊销	7	7	8	7	7
财务费用	19	(93)	1588	18282	17057
投资收益	(2)	(232)	(232)	(232)	(232)
营运资金变动	26	29	(115032)	(130208)	(42614)
其它	0	2	733	8866	938
投资活动现金流	(1)	(3460)	(4)	(4)	(4)
资本支出	(1)	(5)	(4)	(4)	(4)
其他投资	0	(3455)	0	0	0
筹资活动现金流	12072	(293)	106110	129678	24010
借款变动	771	830	108915	131493	41168
普通股增加	2007	0	0	0	0
资本公积增加	9767	(4)	0	0	0
股利分配	(446)	(1450)	(1450)	(99)	(333)
其他	(26)	331	(1356)	(18050)	(16825)
现金净增加额	12200	(3793)	(6500)	22730	610

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	424	720	25718	308620	317879
营业成本	393	656	23147	277758	286091
营业税金及附加	1	2	79	943	971
营业费用	0	8	257	3086	3179
管理费用	57	94	257	3086	3179
财务费用	19	(96)	1588	18282	17057
资产减值损失	(131)	(5)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	232	232	232	232
营业利润	86	293	623	5697	7635
营业外收入	5	2	2	2	2
营业外支出	12	0	0	0	0
利润总额	79	294	625	5698	7636
所得税	1	47	293	4078	5524
净利润	79	248	332	1620	2112
少数股东损益	0	1	1	510	665
归属于母公司净利润	79	247	330	1110	1447
EPS (元)	0.03	0.09	0.11	0.38	0.50

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	26%	70%	3471%	1100%	3%
营业利润	-161%	239%	113%	814%	34%
净利润	-161%	213%	34%	236%	30%
获利能力					
毛利率	7.3%	8.9%	10.0%	10.0%	10.0%
净利率	18.6%	34.3%	1.3%	0.4%	0.5%
ROE	0.7%	2.0%	3.0%	9.2%	11.0%
ROIC	0.9%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%
偿债能力					
资产负债率	5.5%	4.4%	91.5%	99.2%	99.1%
净负债比率	2.1%	0.0%	83.1%	90.9%	90.9%
流动比率	18.2	23.0	1.1	1.0	1.0
速动比率	18.2	23.0	1.1	1.0	1.0
营运能力					
资产周转率	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2
存货周转率	61.9	114.1	782.9	780.8	429.2
应收帐款周转率	5.9	4.4	5.8	5.5	3.0
应付帐款周转率	3.7	3.3	4.4	4.2	2.3
每股资料 (元)					
每股收益	0.03	0.09	0.11	0.38	0.50
每股经营现金	0.04	-0.01	-38.84	-439.43	-8.07
每股净资产	4.10	4.19	3.80	4.15	4.53
每股股利	0.50	0.50	0.03	0.11	0.15
估值比率					
PE	298.0	95.3	71.2	21.2	16.2
PB	2.0	1.9	2.1	2.0	1.8
EV/EBITDA	-21805.1	-11988.	-1101.9	-101.9	-99.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

招商证券研发中心 计算机&交运团队

刘泽晶：2014/15 年新财富计算机行业团队第三、第五名，2014 年水晶球团队第三名。中央财经大学硕士毕业，6 年从业经验。

常涛：北京大学光华管理学院硕士，中国科学技术大学学士，曾供职于中国外运长航集团，7 年券商从业经验，2010 年加入招商证券，现为招商证券研究董事，交运行业首席分析师，曾获得 2012-2016 年度新财富、金牛奖、水晶球最佳分析师。

周楷宁：招商证券计算机行业高级分析师，2012、2013 年新财富第一团队成员，北京大学硕士，武汉大学学士，4 年证券从业经验。

陈卓：复旦大学管理科学与工程系硕士，天津大学工业工程系学士。曾供职于 DHL，长期从事项目规划工作，后供职于华创证券研究所从事行业研究。12 年加盟招商证券研发中心，现为招商证券交运行业分析师，团队曾获得 2012-2016 年度新财富、金牛奖、水晶球最佳分析师。

袁钊：中国社科院金融硕士，清华大学物理学学士，2015 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业助理分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。