

审慎推荐-A (首次)

*ST三泰-002312.SZ

目标估值: N.A 元
当前股价: 6.82 元
2017年07月09日

自提柜国家队成立，全年扭亏有望

基础数据

上证综指	3218
总股本(万股)	137809
已上市流通股(万股)	100963
总市值(亿元)	94
流通市值(亿元)	69
每股净资产(MRQ)	2.2
ROE(TTM)	-43.5
资产负债率	33.4%
主要股东	补建
主要股东持股比例	25.54%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

常涛
010-57601863
changt@cmschina.com.cn
S1090512030004

陈卓
021-68407470
chenzhuo5@cmschina.com.cn
S1090513070005

研究助理
袁钉
yuanding@cmschina.com.cn

事件:

公司公告重大资产出售报告书。全资子公司成都我来啦(速递易运营主体)估值26亿元,三泰控股通过减资、股权转让、增资三步将速递易控制权转让予中邮集团,同时引入战略投资者驿宝网络(菜鸟网)和亚东北辰(复星集团)。本次交易后,成都我来啦出资额增加至22.22亿元,中邮资本、三泰控股、驿宝网络及亚东北辰分别持股50%、34%、10%和6%。

评论:

1、速递易估值26亿元,减资、股权转让、增资三步实现股权多元化

经收益法评估,成都我来啦(速递易运营主体)100%股权价值为26.03亿元,较账面净资产21.9亿元增值4.13亿元,增值率18.85%。

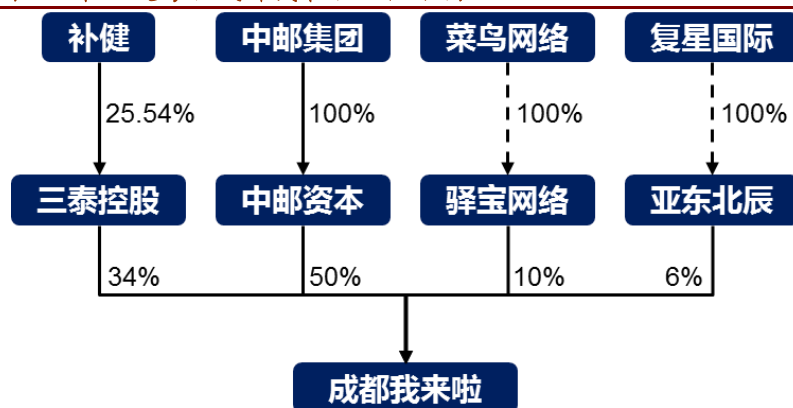
1) 减资: 本次重组前,成都我来啦为三泰控股全资子公司,注册资本为29亿元,减资11.52亿元至17.48亿元。其中,8.52亿元返还至母公司募集资金账户,2.9亿元转入资本公积,0.1亿元为认缴而未实缴出资。

2) 股权转让: 三泰控股分别向中邮资本、驿宝网络和亚东北辰转让出资额7.52亿元、1.5亿元和0.9亿元,合计9.92亿元。

3) 增资: 中邮资本、驿宝网络和亚东北辰分别向成都我来啦增资3.6亿元、0.72亿元和0.43亿元,合计增资4.75亿元。

本次交易后,成都我来啦出资额增加至22.22亿元,中邮资本、三泰控股、驿宝网络及亚东北辰分别持股50%、34%、10%和6%,分别获得5个、2个、1个和1个董事席位(合计9个)。董事长由中国邮政提名(兼法人代表),三泰控股获得两届(3年/届)总经理提名权,管理团队完全市场化运作。

图1: 本次交易后成都我来啦股权结构



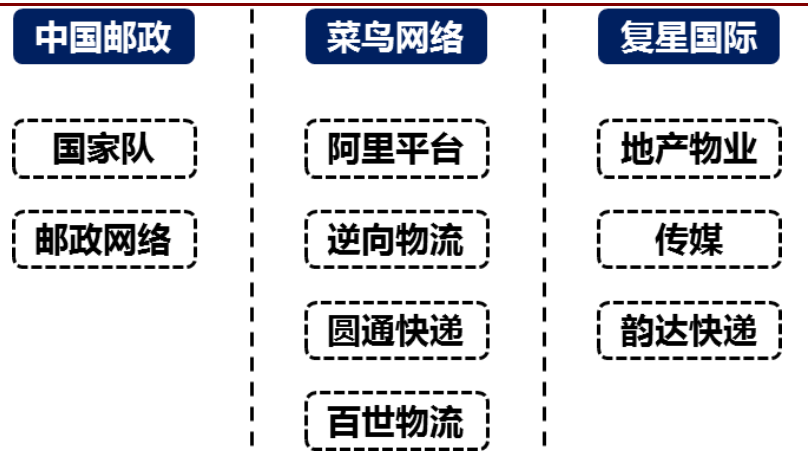
资料来源: 公司数据、招商证券

2、自提柜国家队成立，市场格局或将产生剧变

根据本次交易方案，中邮资本虽未获得过半数股权，但直接获得 9 个董事席位中的 5 个（包括董事长），实际上形成对于成都我来啦的控制。“速递易”品牌将改名为“中邮速递易”，成都我来啦也将择机以现金收购中邮快递柜业务 100% 股权（2.1 万组快递柜）。参考速递易估值，我们估计中邮快递柜估值： $26/5.6*2.1=9.75$ 亿元。如果本次整合得以推进，中邮速递易将拥有自提柜 7.7 万组，巩固自提柜市场的龙头地位（排名第二的丰巢约 5 万个）。

本次交易整合了中邮集团、菜鸟供应链、复星集团的资源，通过资源整合，打通上下游渠道，可逐步培育成完整的物流闭环，增强速递易业务的市场竞争力。

图 2：成都我来啦获取战略资源



资料来源：公司资料、招商证券

3、利用率持续向好，广告潜力尚未释放

成都我来啦通过布放智能快件箱设备于大型居住区、商业区、校区、机关企事业单位综合办公区等人流密布区域，从而实现快递员集中、快速投放快件，客户 24 小时自助取件，媒体广告发布等基础功能。截至目前，“速递易”智能快递柜进入 79 个城市、5.5 万个小区，布设智能快递柜 5.6 万组，合计箱格 262 万个，注册快递员超过 50 万，积累用户超过 5,000 万。

图 3：速递易业务模式

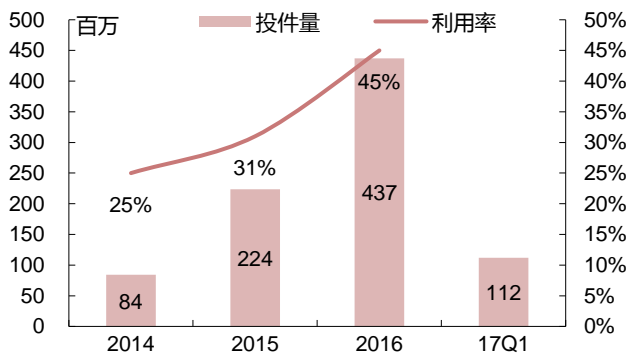


资料来源：招商证券

2014、2015、2016年，速递易投件量分别为8,400万、2.2亿、4.4亿，2016年入柜量占行业总量近40%，日投件量峰值超过250万单。同时，速递易箱格使用率逐渐上升，而16年下半年公司对使用率较低的网点进行了调整，16年12月箱格使用率达到60%左右。

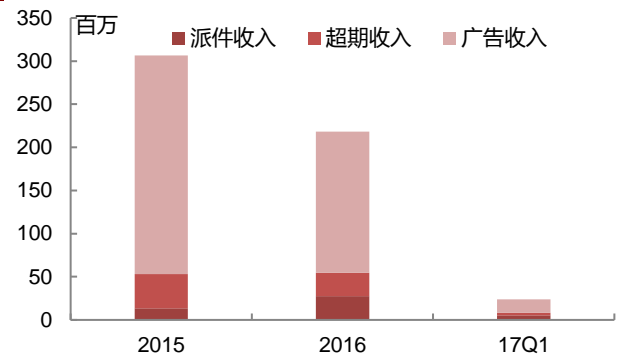
从收入结构上看，广告仍然是速递易收入的主体。2016年，为配合三泰控股业务推广，速递易智能柜为三泰控股预留了一部分的广告位，同年成都我来啦还将原有的广告位改造为框架式广告位，导致广告上刊率从15年的38%下降至15%。随着复星、菜鸟等战略投资者的进入，速递易将加大广告开发的力度，流量变现值得期待。

图 4: 速递易箱格利用率不断提升



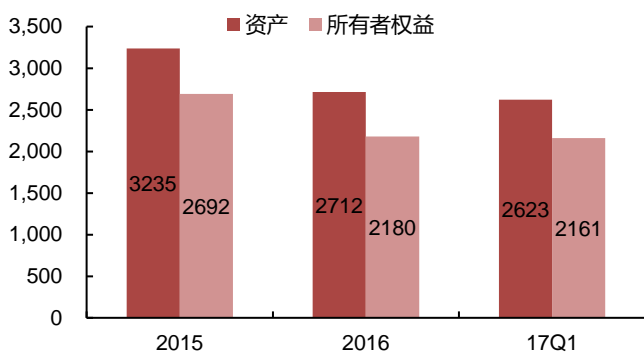
资料来源：公司资料、招商证券

图 5: 广告仍是速递易主要收入



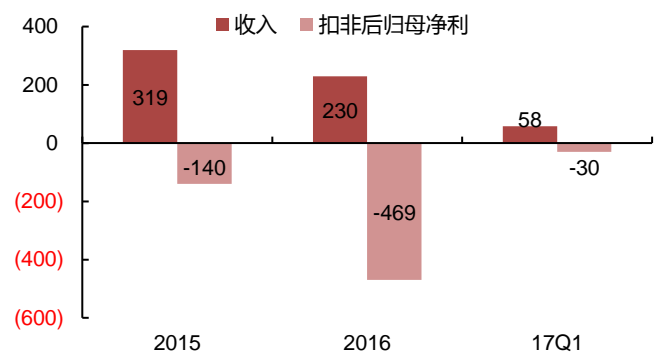
资料来源：公司资料、招商证券

图 6: 速递易债务压力不大



资料来源：公司资料、招商证券

图 7: 速递易盈利压力较大



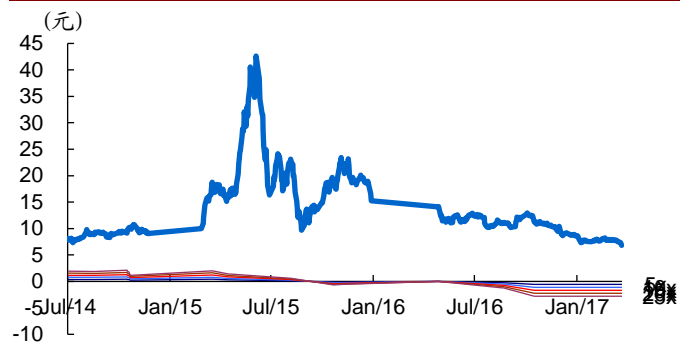
资料来源：公司资料、招商证券

4、上市公司轻装上阵，17年有望扭亏，首次覆盖给予“审慎推荐-A”评级

假设本次交易完成后，公司资产规模保持稳定，净资产规模较本次交易前增加4.33亿元。同时，剥离重资产，补充现金流，优化资产结构，公司净利润和每股收益均得到一定改善，有利于提高公司资产质量、改善公司财务状况，增强持续盈利能力。我们认为得益于4亿元左右的投资收益（处置速递易业务），公司17年有望扭亏，首次覆盖给予“审慎推荐-A”评级。

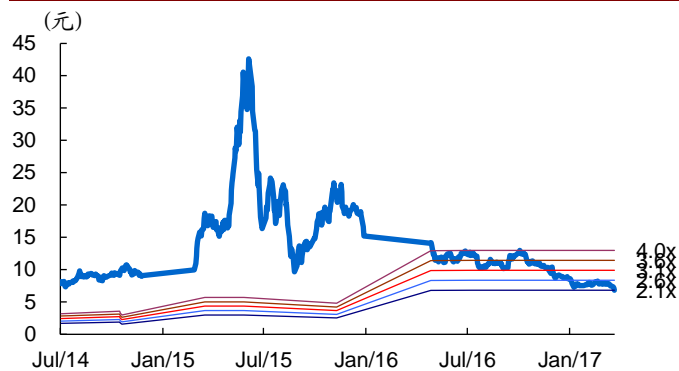
5、风险提示：业务整合低于预期、快递柜竞争加剧

图 8: *ST 三泰历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 9: *ST 三泰历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	4482	2511	1918	1955	2071
现金	2243	641	720	640	648
交易性投资	0	2	2	2	2
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1231	258	156	171	186
其它应收款	13	43	28	31	33
存货	114	3	1	1	1
其他	880	1563	1012	1110	1202
非流动资产	2393	2262	2189	2124	2067
长期股权投资	42	46	46	46	46
固定资产	1188	1321	1268	1221	1179
无形资产	93	164	148	133	120
其他	1070	731	727	724	721
资产总计	6875	4773	4107	4078	4137
流动负债	1761	974	177	177	181
短期借款	883	449	0	0	0
应付账款	567	73	43	43	46
预收账款	37	2	1	1	1
其他	273	450	133	133	134
长期负债	679	713	713	713	713
长期借款	640	445	445	445	445
其他	39	268	268	268	268
负债合计	2440	1687	891	891	895
股本	919	1378	1378	1378	1378
资本公积金	3206	2748	2748	2748	2748
留存收益	311	(1039)	(909)	(937)	(882)
少数股东权益	0	(1)	(1)	(1)	(1)
归属于母公司所有者权益	4436	3087	3218	3189	3244
负债及权益合计	6875	4773	4107	4078	4137

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	(136)	(319)	623	103	110
净利润	(38)	(1304)	131	4	56
折旧摊销	100	182	174	165	158
财务费用	64	83	15	2	3
投资收益	(1)	(31)	(335)	48	(2)
营运资金变动	(273)	735	652	(118)	(106)
其它	12	16	(15)	1	1
投资活动现金流	(2116)	(1150)	(100)	(100)	(100)
资本支出	(820)	(613)	(100)	(100)	(100)
其他投资	(1295)	(537)	0	0	0
筹资活动现金流	3751	(111)	(444)	(83)	(2)
借款变动	925	(296)	(763)	0	0
普通股增加	477	459	0	0	0
资本公积增加	2393	(458)	0	0	0
股利分配	0	0	0	(33)	(1)
其他	(43)	184	319	(50)	(1)
现金净增加额	1500	(1580)	79	(80)	8

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1426	1039	676	743	805
营业成本	927	867	507	505	547
营业税金及附加	25	13	9	10	10
营业费用	351	492	101	111	121
管理费用	135	170	68	74	80
财务费用	60	79	15	2	3
资产减值损失	11	695	0	0	0
公允价值变动收益	0	2	2	2	2
投资收益	1	31	333	(50)	0
营业利润	(81)	(1242)	311	(8)	45
营业外收入	60	38	30	30	30
营业外支出	2	81	200	0	0
利润总额	(23)	(1286)	141	22	75
所得税	15	18	10	18	19
净利润	(38)	(1304)	131	4	56
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	(38)	(1304)	131	4	56
EPS (元)	(0.04)	(0.95)	0.09	0.00	0.04

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	14%	-27%	-35%	10%	8%
营业利润	-261%	1429%	-125%	-103%	-669%
净利润	-140%	3338%	-110%	-97%	1275%
获利能力					
毛利率	35.0%	16.6%	25.0%	32.0%	32.0%
净利率	-2.7%	-125.4%	19.3%	0.5%	7.0%
ROE	-0.9%	-42.2%	4.1%	0.1%	1.7%
ROIC	-0.6%	-27.5%	6.7%	-0.1%	1.0%
偿债能力					
资产负债率	35.5%	35.4%	21.7%	21.8%	21.6%
净负债比率	23.2%	25.3%	10.8%	10.9%	10.8%
流动比率	2.5	2.6	10.8	11.0	11.4
速动比率	2.5	2.6	10.8	11.0	11.4
营运能力					
资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
存货周转率	7.7	14.8	248.5	830.8	864.8
应收帐款周转率	1.3	1.4	3.3	4.5	4.5
应付帐款周转率	1.9	2.7	8.8	11.9	12.3
每股资料 (元)					
每股收益	-0.04	-0.95	0.09	0.00	0.04
每股经营现金	-0.15	-0.23	0.45	0.07	0.08
每股净资产	4.83	2.24	2.33	2.31	2.35
每股股利	0.00	0.00	0.02	0.00	0.01
估值比率					
PE	-165.2	-7.2	72.0	2300.8	167.3
PB	1.4	3.0	2.9	2.9	2.9
EV/EBITDA	38.3	-2.2	4.4	13.8	10.7

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。

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。

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。

袁钉：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。