

## 东方嘉盛 002889.SZ 新股分析

估值区间: 23.4

2017年07月19日

### 供应链管理优势企业，发展前景广阔

#### 发行数据

发行前总股本(万)	10357
新发行股数(万)	
老股配售(万)	
发行后总股本(万)	
发行价(元)	12.94
发行市盈率(倍)	23
发行日期	2017-07-18
上市日期	

#### 主要股东

	持股比例
孙卫平	61.48%
邓思晨	17.19%
上海智君投资管理中心	1.45%

#### 行业指数



资料来源: 贝格数据、招商证券

东方嘉盛是我国最早涉足供应链管理行业的本土企业之一，具有丰富的经验及行业先发优势。公司发行价估值合理，首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级，目标价23.4元，对应17年30X PE。

- 国内最早涉足供应链行业的企业之一。东方嘉盛成立于2001年7月，是国内最早涉足供应链行业的企业之一，大股东和实际控制人为孙卫平女士。公司构建了深圳、上海、北京为中心的覆盖华南、华东、华北的物流网络，并在全国主要省会城市建立配送网络，业务范围包括第三方国际采购与分销、进出口报关代理、保税仓储、保税组装维修、国际国内运输配送等。
- 贸易类、代理类和基础供应链三大类业务。公司主营业务包括贸易类、代理类和基础供应链服务。贸易类业务以买断销售形式获取差价（实质仍然是服务费），代理类业务则根据经手货值向客户收取服务费，基础供应链盈利仍然源于服务费。通过供应链外包，公司将原属于客户的非核心业务，转变为自身的核心业务，提升客户供应链效率，节约成本和费用。
- 供应链管理行业发展迅速，业内竞争相对分散。供应链管理市场规模取决于社会贸易额和外包比例，而行业发展仍处于早期，市场格局极为分散。供应链管理业务的嵌入性特点决定了客户黏性较强、忠诚度高，且国内供应链管理市场规模增长潜力巨大，多数行业存在供应链外包需求，因此竞争的关键在于拓展新行业。
- 募投项目：本次发行，公司拟公开发行不超过3453万股，募集资金不超过4.47亿元，用于开拓跨境电商供应链、医疗器械供应链、互联网综合物流、信息化建设以及补充流动资金。
- 投资策略：我们预测公司17/18/19 EPS为0.78/0.95/1.16元，对应发行价12.94元16.5/13.7/11.2X PE，首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级，目标价23.4元，对应17年30X PE。
- 风险提示：募投项目不及预期

#### 常涛

010-57601863  
 changt@cmschina.com.cn  
 S1090512030004

#### 研究助理

#### 袁钉

yuanding@cmschina.com.cn

#### 主要财务数据

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	4405	6887	8609	10761	13451
同比增长	35%	56%	25%	25%	25%
营业利润(百万元)	93	101	144	174	213
同比增长	-14%	8%	43%	21%	22%
净利润(百万元)	82	91	108	131	160
同比增长	-12%	11%	18%	21%	22%
每股收益(元)	0.79	0.88	0.78	0.95	1.16
ROE	12%	12%	8%	9%	10%

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

**一、最早涉足供应链的本土企业之一 ..... 4**

1、公司历史沿革 ..... 4

2、主营业务 ..... 4

3、公司股权结构 ..... 5

**二、供应链运营商 ..... 6**

1、贸易类业务 ..... 6

2、代理类业务 ..... 6

3、基础供应链类业务 ..... 7

**三、供应链管理空间巨大，但市场格局分散 ..... 9**

1、市场空间广阔 ..... 9

2、竞争相对分散 ..... 10

**四、募投项目分析 ..... 11**

1、募集资金投向 ..... 11

2、募集资金助力公司扩张 ..... 11

**五、盈利预测与投资策略 ..... 12**

1、盈利预测与投资策略 ..... 12

2、物流行业历史 PE Band 和 PB Band ..... 12

## 图表目录

图 1: 公司历史沿革 .....	4
图 2: 东方嘉盛收入及净利润 .....	5
图 3: 东方嘉盛收入构成 .....	5
图 4: 东方嘉盛毛利构成 .....	5
图 5: 东方嘉盛毛利率 .....	5
图 6: 电子信息贸易服务流程 .....	6
图 7: 医疗器械贸易服务流程 .....	6
图 8: 公司代理类服务的典型业务流程 .....	7
图 9: 基础供应链业务典型流程 .....	7
图 10: 影响供应链管理规模的因素 .....	9
图 11: 中国社会物流总额 (万亿) .....	9
图 12: 中国社会物流总费用 (万亿) .....	9
图 13: 物流行业历史 PE Band .....	12
图 14: 物流行业历史 PB Band .....	12
表 1: 东方嘉盛业务板块 .....	4
表 2: 发行前后公司股权结构 .....	5
表 3: 供应链行业主要上市公司 .....	10
表 4: 公司募投项目 (百万元) .....	11
附: 财务预测表 .....	13

## 一、最早涉足供应链的本土企业之一

### 1、公司历史沿革

深圳市东方嘉盛供应链成立于 2001 年 7 月，构建了以深圳、上海、北京为中心的覆盖华南、华东、华北的保税和非保税物流网络体系，并在全国主要省会城市建立了自己的配送网络，业务范围包括第三方国际采购与分销、进出口报关代理、保税仓储、保税组装维修、国际国内运输配送等物流增值服务。

图 1：公司历史沿革



资料来源：公司官网、招商证券

### 2、主营业务

公司以客户需求为核心，通过综合提供进出口代理、报关报检、仓储及保税物流、运输等供应链基础服务，有效整合客户的各个供应链环节，以此提高客户供应链效率和市场竞争力。公司的业务模式包括：深度整合供应链管理服务和基础供应链管理服务，而深度整合供应链管理服务又包括贸易类和代理类两种。

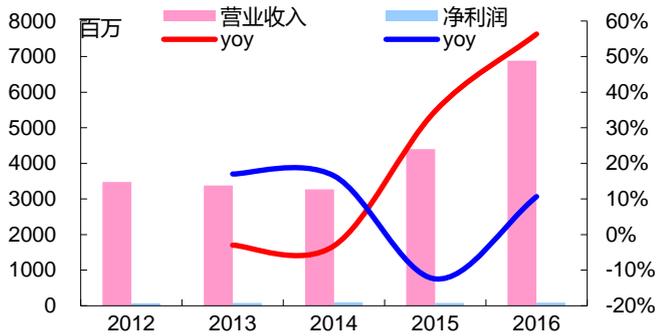
表 1：东方嘉盛业务板块

主营业务		业务模式
深度供应链	贸易类	公司根据客户所下达的相关指令或要求为其提供采购执行、销售执行、进出口代理、仓储、运输、资金结算等一体化的供应链管理服务。服务执行过程中，公司根据客户（上游生产商或下游采购商）需求，买断销售商品，并以实际销售价格向客户开具增值税发票，公司盈利体现为以买卖差价为表现形式的服务费收益。
	代理类	公司根据客户所下达的相关指令或要求为其提供进出口代理、仓储及保税物流、运输、资金结算等一体化的供应链管理服务。服务执行过程中，公司并不买断商品的所有权，仅以收取的服务费金额向客户开具增值税发票，盈利来源是根据意向书服务的内容和经手货值的一定比例向客户收取服务费。
基础供应链		公司以报关报检、仓储及保税物流、运输等基础服务项目为载体，通过发挥公司在管理、创新和执行上的优势，为客户设计并提供国际采购集拼、精品物流服务和 VMI 管理等基础供应链管理服务方案。服务执行过程中，公司仅以收取的服务费金额向客户开具增值税发票，盈利来源是根据服务的内容向客户收取服务费。

资料来源：招股书

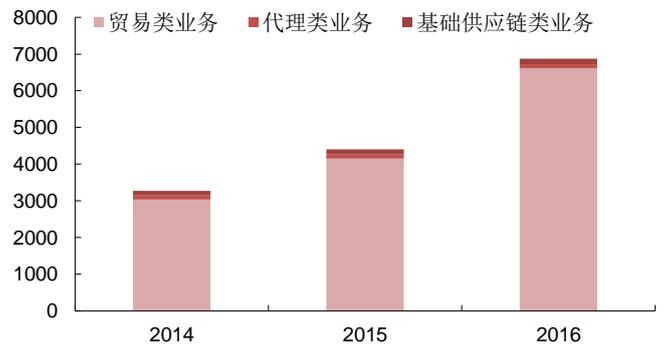
2016 年，东方嘉盛实现营业收入 68.9 亿元（+56.24%），实现归母净利润 0.91 亿元（+11.11%）。

图 2: 东方嘉盛收入及净利润



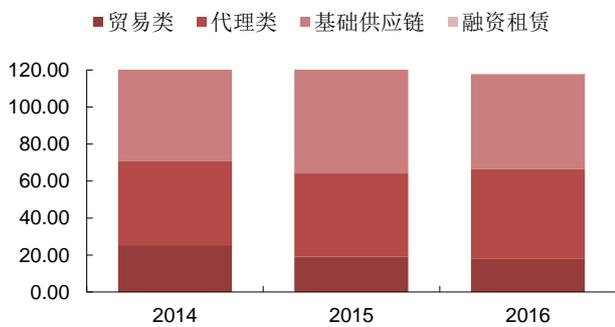
资料来源: 招股书

图 3: 东方嘉盛收入构成



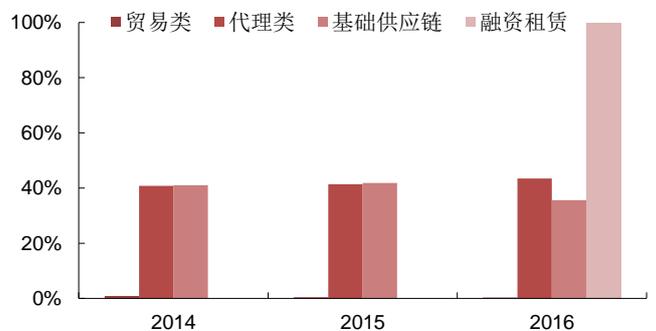
资料来源: 招股书

图 4: 东方嘉盛毛利构成



资料来源: 招股书、招商证券

图 5: 东方嘉盛毛利率



资料来源: 招股书、招商证券

### 3、公司股权结构

本次发行前，上市公司总股本为 1.04 亿股，孙卫平合计控制公司 97.3019% 股份，为公司大股东和实际控制人。本次拟公开发行不超过 3453 万股，占发行后总股本的比例不低于 25%。

表 2: 发行前后公司股权结构

股东	本次发行前		本次发行后	
	持股数	持股比例	持股数	持股比例
孙卫平*	6368	61.48%	6368	46.11%
邓思晨*	1780	17.19%	1780	12.89%
邓思瑜*	1780	17.19%	1780	12.89%
青岛金石投资有限公司	207	2.00%	207	1.50%
上海智君*	150	1.45%	150	1.09%
其他 19 名自然人股东	72	0.70%	72	0.52%
本次发行的流通股	-	-	3453	25.00%
合计	10357	100.00%	13810	100.00%

资料来源: 招股书

\*注: 孙卫平女士为邓思晨和邓思瑜监护人，同时是上海智君执行合伙人

## 二、供应链运营商

基于业务发展战略，公司以客户需求为核心，拥有完整且多样化的三大业务模式：A、以采购执行，销售执行，进出口代理，仓储，运输，资金结算等为服务内容的一体化贸易类的供应链管理服务；B、以进出口代理，仓储，运输，资金结算等为服务内容的一体化代理类的供应链管理服务；C、以报关报检，仓储，运输等为服务内容的一体化基础供应链管理服务。依托上述三大业务模式，公司在 IT，食品，医疗器械，工业品等行业深耕多年，保持着较强的行业竞争优势。

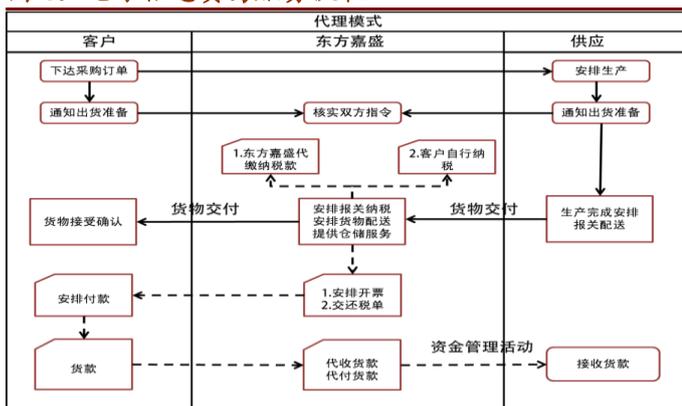
### 1、贸易类业务

贸易服务执行过程中，公司根据客户（上游生产商或下游采购商）需求，买断销售商品，并以实际销售价格向客户开具增值税发票，盈利体现为以买卖差价为表现形式的服务费收益。

**1) 电子信息：产成品的采购。** 公司为客户量身定制了一套“成品采购供应链管理服务”解决方案，提供从“制造商”到“品牌商成品仓库”这一供应链环节的报关报检、保税运输、保税仓储、货物分拣、国内配送等综合物流服务，同时为客户完成销售订单接收、采购订单分拆与传送、电子发票信息传递、出货预报、国际结算等配套的订单管理和资金流、信息流管理及服务。

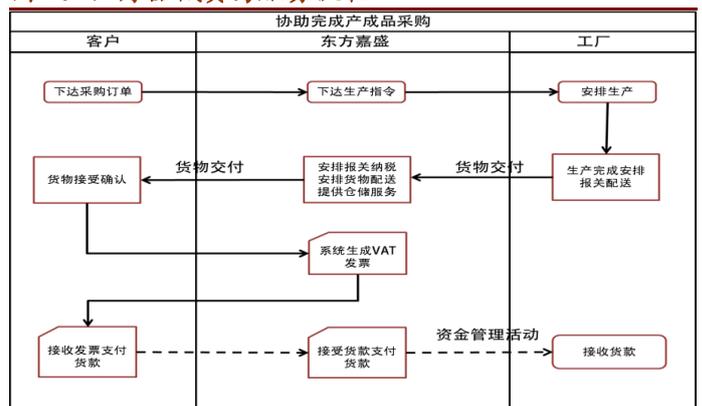
**2) 医疗器械：产成品的销售。** 公司承接客户产成品销售至最终用户/代理商环节的供应链管理，提供从“品牌商”到“消费者（最终用户）/代理商指定仓库或地点”这一供应链环节的保税运输、保税集货、进出口代理/报关报检、完税、国内配送、协助装机、货款代收付等综合服务，同时为其完成配套的订单管理和资金流、信息流管理及服务。

图 6：电子信息贸易服务流程



资料来源：招股书

图 7：医疗器械贸易服务流程



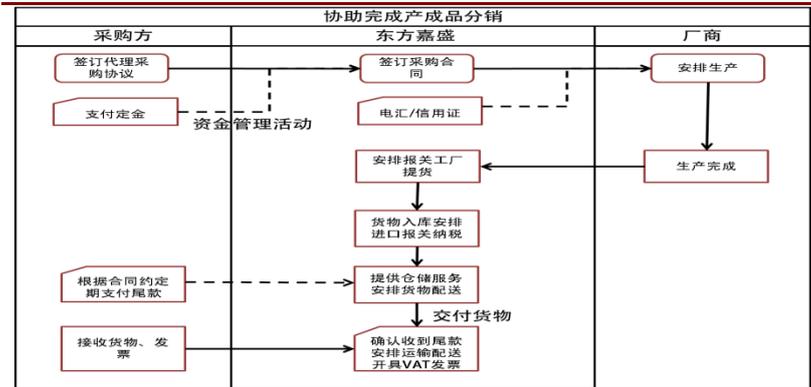
资料来源：招股书

### 2、代理类业务

代理服务执行过程中，公司并不买断商品的所有权，仅以收取的服务费金额向客户开具增值税发票，盈利来源是根据意向书服务的内容和经手货值的一定比例向客户收取服务费。针对客户的产品进口及国内分拨需求，公司为其设计“供应链代理服务”解决方案，为客户提供进口代理、仓储、运输服务、资金结算等一体化的供应链管理服务，有效降

低了销售环节的供应链成本。

图 8: 公司代理类服务的典型业务流程

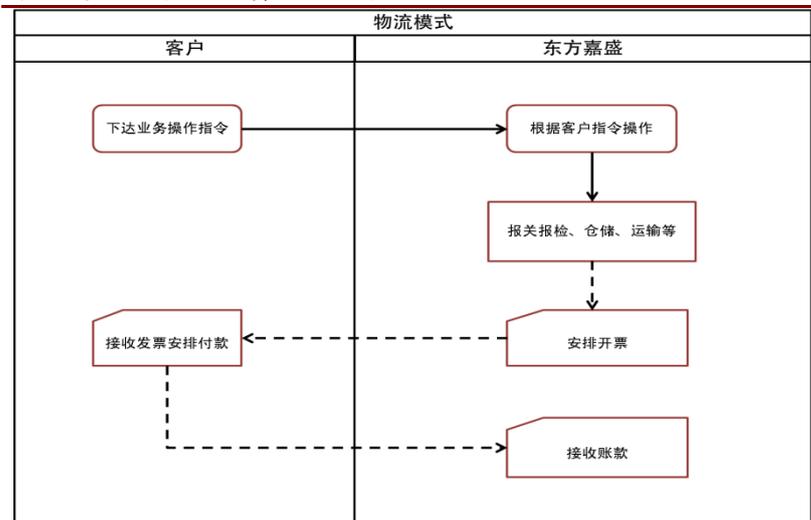


资料来源: 招股书

### 3、基础供应链类业务

公司以报关报检、仓储及保税物流、运输等基础服务项目为载体,通过发挥公司在管理、创新和执行上的优势,为客户设计并提供国际采购集拼、精品物流服务和 VMI 管理等基础供应链管理服务方案。服务执行过程中,公司仅以收取的服务费金额向客户开具增值税发票,盈利来源是根据服务的内容向客户收取服务费。

图 9: 基础供应链业务典型流程



资料来源: 招股书

公司打造在国内干线和终端配送上均具有优势的精品物流服务。在资源整合环节,公司充分整合社会运输资源和仓储资源,辅以公司标准化的物流运营管理流程和信息系统,提升物流服务效率并节约物流成本;在物流服务环节,公司从事该项业务的优势包括:标准化的运营管理流程;强大的 IT 系统支持;良好的风险控制能力。

此外,公司拥有一批掌握国际贸易规则,熟悉银行结算服务的贸易结算人才,可以为客户提供高效的资金结算服务。一般情况下,公司先收到客户支付的货款后,才向其指定的供应商支付货款,但也存在少量为客户垫付货款、税款的情形。公司贸易类业务产生

的代垫款项计入应收账款科目，代理类业务产生的代垫款项计入其他应收款科目。

**1) 代垫货款：**在贸易类和代理类业务中，一般只有在下游客户预先付款的情况下，才会向上游供应商支付货款；在部分情况下，对一部分短期资金紧张的客户，公司也会为客户先行垫款，通过提供一定的信用支持从而促成交易，促进公司与核心企业的长期战略协同关系，提升整个供应链的竞争能力。公司与客户约定的代垫货款结算账期主要为不超过 45 天至不超过 180 天。

**2) 代垫税款：**在贸易类和代理类业务中，公司作为进出口报关的经营单位，需按货值的一定比例缴纳相应的税费，才能完成通关，但该部分税费一般只有报关时才能确定，并且公司所服务的客户均为一些规模较大、内部组织架构复杂的大型跨国企业，其内部资金支付程序复杂、周期相对较长，结算模式单一，为提高结算效率，公司通常采用代垫税款的服务模式。该资金结算模式是公司从事供应链管理服务中日常的资金结算模式，不涉及赊销，风险较低。公司与客户约定的代垫税款结算账期主要为不超过 30 天至不超过 120 天。

### 三、供应链管理空间巨大，但市场格局分散

供应链管理行业是经济全球化和产业分工下的产物，属于现代物流发展的高级阶段。基于供应链运作规律产生的供应链管理实质上是一种管理模式和管理理念的更新，它强调供应链上的企业之间通过合理分工与流程优化，使供应链从采购到销售的全过程上的商流、物流、资金流和信息流均能高效率运作，达到缩短供应链响应时间、降低供应链总体交易成本、提高用户满意度、进而实现整条供应链价值最大化的目的。

#### 1、市场空间广阔

供应链管理行业的发展主要取决于两个因素：一是社会贸易总规模；二是企业供应链管理外包的比例。二者的关系如下：

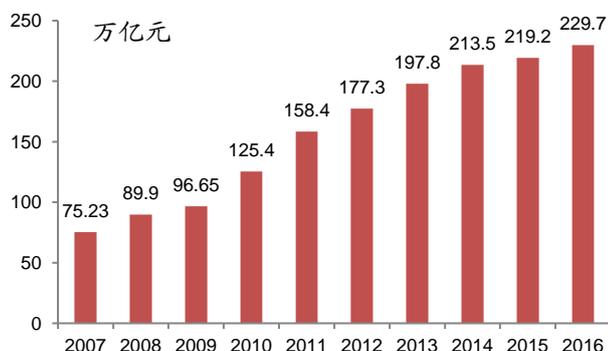
图 10：影响供应链管理规模的因素



资料来源：招股书、招商证券

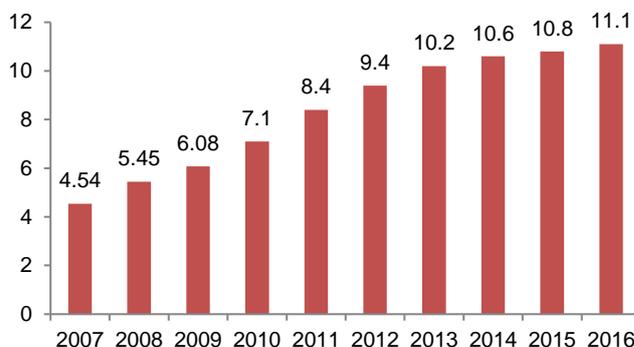
目前，中国经济持续高速发展，为现代物流及供应链管理行业的快速发展提供了良好的宏观环境。近年来，我国经济增长带动我国社会物流总额实现快速增长。2016 年，全国社会物流总额为 229.7 万亿元，比上年增长 6.1%。伴随社会物流总额的增加，我国社会物流费用（包括运输费用、保管费用和管理费用）也表现为较为快速增长。2016 年，全国社会物流总费用 11.1 万亿元，比上年增长 2.9%。

图 11：中国社会物流总额（万亿）



资料来源：wind、招商证券

图 12：中国社会物流总费用（万亿）



资料来源：wind、招商证券

从这个角度看，供应链管理行业的市场规模具有极大的想象空间。同时，电子信息行业供应链管理的外包已较为成熟，医疗器械、快消品、食品及酒类等行业也逐步提升供应链管理外包的比例以提升整体运行效率，从而为供应链管理行业提供了更大的发展空间。

## 2、竞争相对分散

目前，我国的供应链管理行业尚未进入发展成熟期，行业内企业众多，发展路径和侧重服务行业不同，各具特色。供应链管理业务的嵌入性特点决定了客户黏性较强、忠诚度高，且国内供应链管理服务市场规模增长潜力巨大，多数行业存在供应链外包服务潜在需求，因此境内供应链管理服务企业之间的竞争主要体现为新拓展的行业领域。

表 3: 供应链行业主要上市公司

公司名称	主要业务模式	主要覆盖行业
东方嘉盛	公司以客户需求为核心，综合运用和整合进出口代理、报关报检、仓储及保税物流、运输等基础服务，为客户提供综合供应链管理服务。公司的业务模式包括：深度整合供应链管理服务和基础供应链管理服务	电子信息、医疗器械、食品及酒类等行业
怡亚通	以生产型供应链服务、流通消费型供应链服务、供应链金融服务、全球采购及产品整合供应链服务为核心的全称供应链整合服务平台。主要业务模式包括：广度供应链业务、全球采购业务、深度供应链业务、供应链金融服务	IT、快消品、通信、化工等行业
普路通	为客户提供包括供应链方案设计、采购、分销、库存管理、资金结算、通关物流以及信息系统支持等诸多环节在内的一体化供应链管理服务。主要业务模式包括交易类业务和服务类业务	电子信息、医疗器械等行业
飞马国际	供应链管理服务（主要是综合物流服务、贸易执行服务）以及物流园经营服务。综合物流服务主要是特种设备的国际物流综合服务以及物流、配送、进出口通关服务等。贸易执行服务，先主要服务的行业是矿产资源类的能源、资源类以及塑化、IT、电子等。物流园经营主要是公司在东莞的黄江塑胶物流园，为园区商家提供商铺租赁、仓库租赁、管理等服务	能源资源、IT、电子、建材等行业

资料来源：wind、招商证券

## 四、募投项目分析

### 1、募集资金投向

本次发行，公司拟向社会公开发行不超过 3453 万股，预计募集资金总额 44681.82 万元，募集资金用于以下募投项目：

表 4：公司募投项目（百万元）

投资项目名称	投资总额	使用募集资金额
跨境电商供应链管理项目	135	81
医疗器械供应链管理项目	66	40
互联网综合物流服务项目	212	127
信息化建设项目	62	37
补充流动资金	200	120
合计	675	406

资料来源：招股书

### 2、募集资金助力公司扩张

根据公司的业务发展规划，公司将大力开拓跨境电商供应链管理项目、医疗器械供应链管理项目、互联网综合物流服务项目、信息化建设项目以及补充流动资金，需要大量的营运资金用于为客户提供中长期采购、信用放大、代垫相关税款等资金流服务。

本次募集资金投资项目建设完成后，将对公司产生如下影响：其一，公司将提升在医疗器械行业的供应链管理覆盖深度和竞争优势；其二，公司将进一步扩展跨境电商客户，从而提高公司的市场竞争力，增强公司盈利能力；其三，公司综合物流服务项目的建设将帮助公司形成覆盖面更加广泛的全国性网点的战略布局，为公司业务规模的快速增长打下坚实基础；其四，公司信息系统的不断完善和优化升级，将进一步提升公司的业务运营与管理效率；其五，公司经营规模的扩大、服务水平的提高以及管理效率的提升，将不断促进公司营业收入的增长和盈利能力的提升，为实现公司的长期战略规划目标建立良好的基础。

从中长期来看，本次募集资金投资项目能够扩大公司的业务规模，并提高公司的盈利能力。

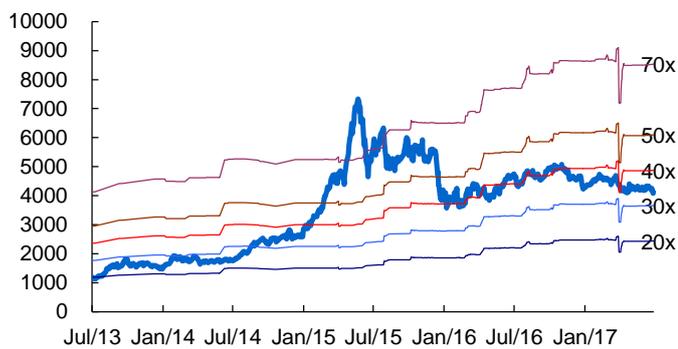
## 五、盈利预测与投资策略

### 1、盈利预测与投资策略

我们预测公司 17/18/19 EPS 为 0.78/0.95/1.16 元,对应发行价 12.94 元 16.5/13.7/11.2X PE, 首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级, 目标价 23.4 元, 对应 17 年 30X PE。

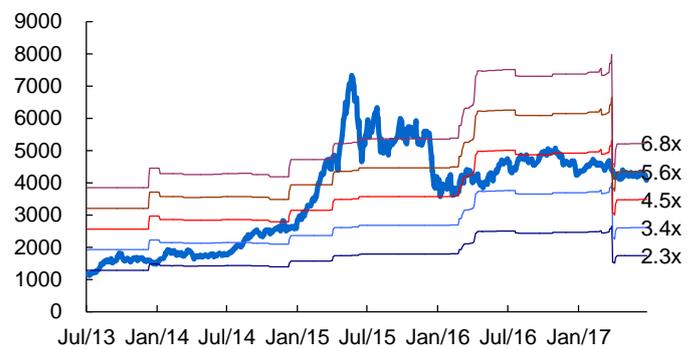
### 2、物流行业历史 PE Band 和 PB Band

图 13: 物流行业历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 14: 物流行业历史 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

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	12440	7297	6176	7183	8527
现金	6041	2557	706	882	1324
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1392	2774	3013	3228	3363
其它应收款	39	161	201	251	314
存货	57	62	78	97	121
其他	4912	1743	2179	2724	3405
<b>非流动资产</b>	222	308	290	274	259
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	66	230	219	209	199
无形资产	67	65	58	53	47
其他	90	13	13	13	13
<b>资产总计</b>	<b>12662</b>	<b>7605</b>	<b>6467</b>	<b>7457</b>	<b>8786</b>
<b>流动负债</b>	11961	6798	5105	5997	7205
短期借款	10407	4071	1730	1809	2001
应付账款	1271	2533	3167	3958	4948
预收账款	30	58	72	91	113
其他	253	136	136	139	143
<b>长期负债</b>	21	36	36	36	36
长期借款	0	25	25	25	25
其他	21	11	11	11	11
<b>负债合计</b>	<b>11982</b>	<b>6834</b>	<b>5141</b>	<b>6033</b>	<b>7241</b>
股本	104	104	138	138	138
资本公积金	113	113	525	525	525
留存收益	463	554	662	760	881
少数股东权益	0	0	0	1	1
归属于母公司所有者权益	680	770	1325	1424	1544
<b>负债及权益合计</b>	<b>12662</b>	<b>7605</b>	<b>6467</b>	<b>7457</b>	<b>8786</b>

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	21	(314)	19	103	259
净利润	82	91	108	131	160
折旧摊销	7	10	18	16	15
财务费用	(21)	(15)	(25)	(26)	(28)
投资收益	(6)	(2)	(2)	(2)	(2)
营运资金变动	(43)	(387)	(81)	(17)	114
其它	2	(11)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(38)	(80)	2	2	2
资本支出	(39)	(82)	0	0	0
其他投资	1	2	2	2	2
<b>筹资活动现金流</b>	5	329	(1871)	72	181
借款变动	(33)	305	(2343)	79	192
普通股增加	4	0	35	0	0
资本公积增加	25	0	412	0	0
股利分配	0	0	0	(32)	(39)
其他	10	24	25	26	28
<b>现金净增加额</b>	<b>(13)</b>	<b>(66)</b>	<b>(1851)</b>	<b>177</b>	<b>442</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	4405	6887	8609	10761	13451
营业成本	4280	6752	8440	10550	13188
营业税金及附加	1	2	2	2	3
营业费用	2	5	6	8	10
管理费用	44	48	43	54	67
财务费用	(10)	(24)	(25)	(26)	(28)
资产减值损失	0	5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	6	2	2	2	2
<b>营业利润</b>	93	101	144	174	213
营业外收入	6	15	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	98	115	144	174	213
所得税	16	24	36	43	53
<b>净利润</b>	82	91	108	131	160
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	82	91	108	131	160
<b>EPS (元)</b>	0.79	0.88	0.78	0.95	1.16

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	35%	56%	25%	25%	25%
营业利润	-14%	8%	43%	21%	22%
净利润	-12%	11%	18%	21%	22%
<b>获利能力</b>					
毛利率	2.8%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
净利率	1.9%	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%
ROE	12.1%	11.8%	8.2%	9.2%	10.3%
ROIC	0.6%	1.2%	2.9%	3.4%	3.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	94.6%	89.9%	79.5%	80.9%	82.4%
净负债比率	82.2%	53.9%	27.1%	24.6%	23.1%
流动比率	1.0	1.1	1.2	1.2	1.2
速动比率	1.0	1.1	1.2	1.2	1.2
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.3	0.9	1.3	1.4	1.5
存货周转率	64.3	113.4	120.8	120.8	120.8
应收帐款周转率	3.7	3.3	3.0	3.4	4.1
应付帐款周转率	3.9	3.5	3.0	3.0	3.0
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.79	0.88	0.78	0.95	1.16
每股经营现金	0.20	-3.04	0.13	0.75	1.88
每股净资产	6.56	7.44	9.60	10.31	11.18
每股股利	0.00	0.00	0.23	0.28	0.35
<b>估值比率</b>					
PE	16.4	14.7	16.5	13.7	11.2
PB	2.0	1.7	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	19.8	20.6	12.7	10.5	8.6

## 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“公司”）编制。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，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。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。

本报告版权归公司所有。公司保留所有权利。未经公司事先书面许可，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，公司将保留随时追究其法律责任的权利。