

嘉诚国际 603535.SH 新股分析

估值区间: 19

2017年07月28日

领先供应链一体化管理，自贸区促盈利增长

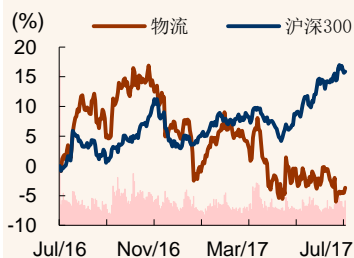
发行数据

发行前总股本(万)	11280
新发行股数(万)	3760
老股配售(万)	
发行后总股本(万)	15040
发行价(元)	15.17
发行市盈率(倍)	23
发行日期	2017-07-27
上市日期	

主要股东

	持股比例
段容文	44.63%
广东恒尚投资管理有限	11.53%
黄艳芸	9.51%

行业指数



资料来源: 贝格数据、招商证券

公司是领先的第三方综合物流服务商,位于自贸区的物流中心带动公司盈利增长,商品销售巩固和客户的合作关系。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 19 元。

- **供应链一体化管理优质企业。**嘉诚国际成立于 2001.10,由运输物流起步,逐步增加仓储和出入库作业,最终发展成为制造业提供全程供应链管理的第三方物流服务商,拥有综合物流、商品销售、代理采购、代加工、国际贸易五大业务模式。公司主要经营区域为华南地区,控股股东与实际控制人为段容文等五名自然人。
- **一体化物流吸引优质客户,自贸区促利润高速增长。**公司综合物流主要包括运输和仓储两大核心业务,另有少量货代业务。公司借助与松下系客户合作的成功经验,将全程物流运营模式逐渐复制到其他制造企业,客户结构、行业分布逐步多元化。天运南沙多功能物流中心凭借自贸区区位优势,促进仓储业务快速增长,物流业务从单一运输转型全程供应链管理。
- **销售业务辅助盈利,收入触底回升。**商品销售是公司为物流客户提供的延伸服务,目前销售的均为松下系产品。通过代理物流客户商品销售,公司巩固了与主要客户的战略合作,获得更多成品物流机会,并改善物流环节效率。公司商品销售业务与空调行业高度相关,14-15 年空调行业去库存影响公司销售收入;进入 2016 年,空调去库存进入尾声,公司销售收入触底回升。
- **募投项目:**公司拟公开发行不超过 3760 万股,占发行后公司总股本的比例不低于 25%,分别用于嘉诚国际港(二期)和全程供应链管理平台,项目总投资 9.78 亿元,拟使用募集资金 5.25 亿元。
- **投资策略:**我们预测公司 17/18/19 年 EPS 0.76、0.90、1.04 元,对应发行价 15.17 元估值 20、16.9、14.6X PE,首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级,目标价 19 元,对应 17 年 25X PE。
- **风险提示:**客户高度集中,家电行业景气度下滑,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)	718	859	987	1135	1306
同比增长	6%	20%	15%	15%	15%
营业利润(百万元)	73	120	153	181	209
同比增长	-8%	64%	28%	18%	16%
净利润(百万元)	72	104	114	135	156
同比增长	3%	44%	10%	18%	15%
每股收益(元)	0.64	0.92	0.76	0.90	1.04
ROE	12%	14%	8%	9%	10%

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、公司概况.....	4
1、历史沿革：从运输到供应链管理	4
2、第三方综合物流服务	4
3、股权结构.....	5
二、物流一体化引优质客户，销售业务辅助盈利	7
1、制造业与物流业联动发展，第三方物流发展空间广阔	7
2、综合物流业务模式	7
(1) 运输业务	7
(2) 仓储业务	8
(3) 货运代理业务	8
3、运输业务为基础，仓储业务带动盈利	9
4、一体化管理下客户合作可持续，自贸区助推新增长	10
(1) 全程供应链一体化运营优势	10
(2) 客户优势	10
(3) 自贸区优势	11
5、销售业务辅助盈利，收入触底回升	11
三、募投项目分析.....	13
四、盈利预测与投资策略.....	13
1、盈利预测与投资策略	13
2、物流行业历史 PE Band 和 PB Band	13

图表目录

图 1: 嘉诚国际历史收入和净利润.....	5
图 2: 嘉诚国际收入构成.....	5
图 3: 嘉诚国际毛利构成.....	5
图 4: 嘉诚国际毛利率变化.....	5
图 5: 嘉诚国际股权结构.....	6
图 6: 物流业与制造业全程供应链一体化联动发展示意图.....	7
图 7: 牛奶运输模式.....	8
图 8: 保税物流运输模式.....	8
图 9: 仓储业务模式.....	8
图 10: 综合物流收入结构.....	9
图 11: 综合物流成本结构.....	9
图 12: 综合物流业务毛利结构.....	9
图 13: 综合物流业务毛利率.....	9
图 14: 全程供应链一体化运营模式.....	10
图 15: 南沙自贸区示意图.....	11
图 16: 上海自贸区示意图.....	11
图 17: 嘉诚国际商品销售业务盈利情况.....	12
图 18: 国内空调月销量同比.....	12
图 19: 物流行业历史 PE Band.....	13
图 20: 物流行业历史 PB Band.....	13
表 1: 嘉诚国际历史沿革.....	4
表 2: 嘉诚国际五大业务板块.....	4
表 3: 嘉诚国际发行前后股份结构.....	6
表 4: 物流与制造业联动发展政策文件.....	7
表 5: 嘉诚国际综合物流业务前五名客户合作情况.....	10
表 6: 嘉诚国际代理产品与对应物流客户.....	11
表 7: 公司募投项目.....	13
附: 财务预测表.....	14

一、公司概况

1、历史沿革：从运输到供应链管理

2000年10月，广州市嘉诚国际物流有限公司成立，主要为制造业企业提供第三方物流服务。2004年，公司开始向松下空调提供仓储服务，实现运输仓储一体化管理。2007年起，公司进行业务扩张，逐步代理销售松下集团家电产品，并通过与广州浪奇的合作尝试在国内大型制造企业推广业务。2010年，段容文等五名自然人发起设立嘉诚股份有限公司。2010年至今，公司进入全面拓展期，与万力轮胎等多家制造业企业深入合作，由局部供应链管理向全程供应链管理业务渗透。

表 1：嘉诚国际历史沿革

时间	发展阶段
2000-2003	基础起步期：嘉诚有限设立，主要为客户提供成品配销物流阶段的运输服务，承接松下空调华南、华东部分地区的干线运输以及零售商的门店配送及宅配业务
2004-2006	磨合成长期：通过提供仓储服务逐步建立松下空调的国内与出口仓储网络，实现运输仓储一体化管理，并通过提供 VMI 等原材料物流服务参与松下空调供应链一体化管理，合作方式由基础物流服务转型为全程供应链一体化管理
2007-2009	业务扩张期：开始代理销售松下产品，逐步承接了松下电器多家在华企业的供应链管理业务。与广州浪奇建立合资企业，尝试在国内大型制造企业推广业务
2010 至今	全面拓展期：为广州浪奇实施供应链一体化管理，并与万力轮胎等多家企业确立合作关系，由局部供应链管理向全程供应链管理业务渗透，向国内其它大型制造企业全面拓展业务，以实现更广泛的“两业联动”

资料来源：公司网站，招商证券

2、第三方综合物流服务

公司主营业务是为制造业企业提供全程供应链一体化管理的第三方综合物流服务，具体可分为综合物流、商品销售、代理采购、代加工、国际贸易五个业务板块。

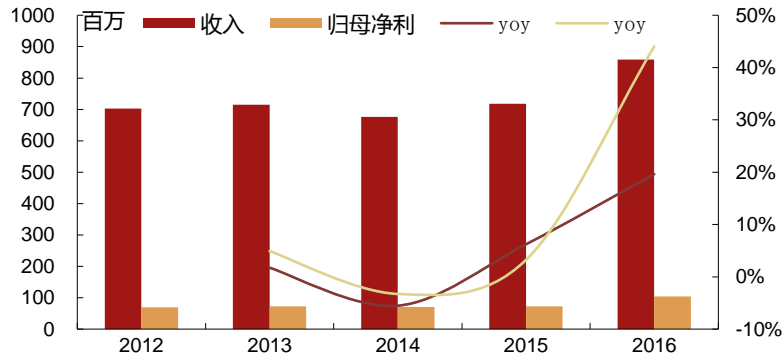
表 2：嘉诚国际五大业务板块

业务板块	内容
综合物流	公司推行全程供应链一体化管理的业务模式，将基础物流服务通过流程信息化进行协同集成管理，开展综合物流业务，主要内容包括：运输服务，仓储及出入库作业服务，货运代理。
商品销售	公司商品销售业务是为物流客户提供的供应链延伸服务，代理产品主要为公司已经承担物流业务（主要是成品物流）的客户的产品。当前，公司代理销售松下系列产品。
代理采购	公司注册于南沙自贸片区的子公司天运物流和注册于上海自由贸易区的子公司三田供应链利用自由贸易区的保税功能与“境内关外”属性，可以代理境内制造商进行采购，整合各制造商订单，在采购价格基础上加收一定中间费用。
代加工服务	公司对原材料物流、生产物流、成品物流、逆物流中各环节的部分原材料及成品提供代加工服务。主要服务内容包括：半成品组装、包装、贴标、捆包下线、检测、分拣、指定交货单、标签发行、维修等。
国际贸易	子公司天运物流与三田供应链分别注册于南沙自贸片区与上海自由贸易区，可结合自贸区政策优势进行进出口贸易活动。

资料来源：招股书，招商证券

2016年，嘉诚国际实现营业收入 8.59 亿元（+19.64%），归属母公司净利润 1.04 亿元（+44.44%）。2015年起，公司营业收入与归属母公司净利润回升，主要原因系 2016年松下系客户的综合物流业务保持稳定、万力系客户的综合物流业务量持续增长；同时随着空调行业景气度的触底企稳，公司商品销售业务增长。

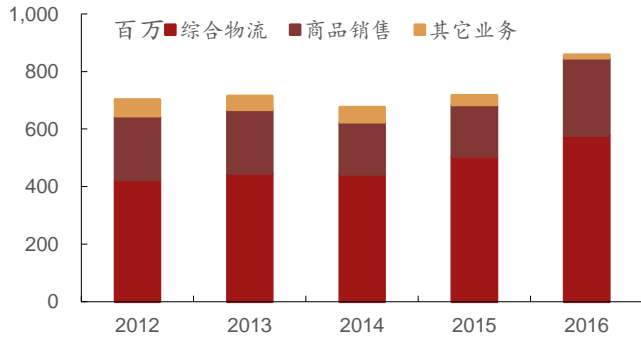
图 1: 嘉诚国际历史收入和净利润



资料来源: Wind, 招商证券

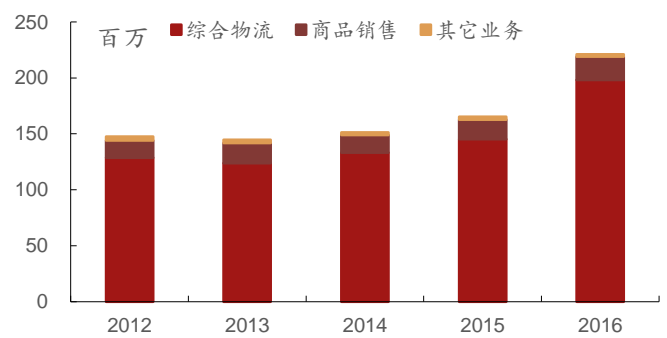
2012-2016 年, 公司各项业务收入结构相对稳定。综合物流、商品销售是公司的核心业务, 合计收入占主营业务收入比重超过 90%, 毛利占主营业务毛利比重超过 98%。

图 2: 嘉诚国际收入构成



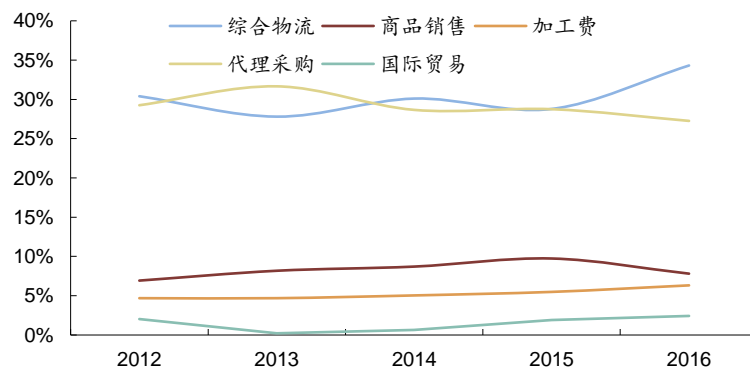
资料来源: Wind, 招商证券

图 3: 嘉诚国际毛利构成



资料来源: Wind, 招商证券

图 4: 嘉诚国际毛利率变化



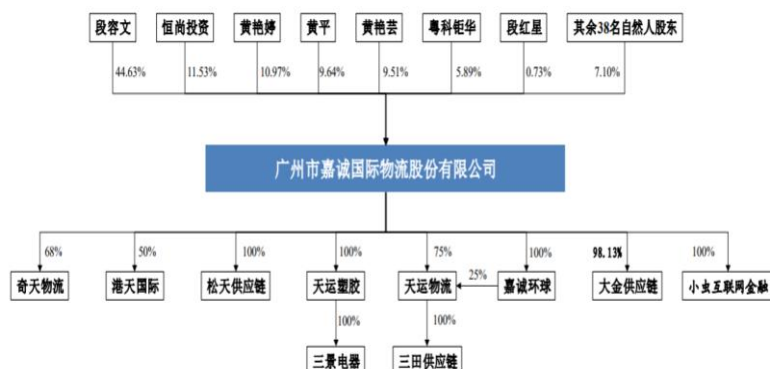
资料来源: Wind, 招商证券

3、股权结构

本次发行前, 公司股本总数为 11280 万股, 段容文、黄艳婷、黄艳芸和黄平分别持有 44.63%、10.97%、9.64%、9.51% 的股权, 合计持有公司股份 74.75%, 为公司大股东与实际控制人。段容文是黄艳婷、黄艳芸和黄平的母亲, 四人为一致行动人。本次公司

拟公开发行不超过 3760 万股,占发行完成后公司总股本 15040 万股的 25%。

图 5: 嘉诚国际股权结构



资料来源: 招股书

注: 2017 年 6 月, 小虫互联网金融注销登记已被核准。

表 3: 嘉诚国际发行前后股份结构

股东	发行前		发行后		
	持股数 (万)	持股比例	持股数 (万)	持股比例	
发起人股东	段容文*	5034.50	44.63%	5034.50	33.47%
	黄艳婷*	1237.50	10.97%	1237.50	8.23%
	黄平*	1087.50	9.64%	1087.50	7.23%
	黄艳芸*	1072.50	9.51%	1072.50	7.13%
	段红星*	82.50	0.73%	82.50	0.55%
法人股东	粤科钜华	664.50	5.89%	664.50	4.42%
	恒尚投资	1300.50	11.53%	1300.50	8.65%
其余 38 名自然人股东*	800.50	7.10%	800.50	5.32%	
本次发行的流通股	-	-	3760.00	25.00%	
合计	11280.00	100.00%	15040.00	100.00%	

资料来源: 招股书

*注: 段容文为黄艳婷、黄艳芸和黄平的母亲, 段红星、段卫真 (其余 38 名自然人股东之一) 是段容文的侄子, 李明 (其余 38 名自然人股东之一) 为黄平配偶的弟弟。

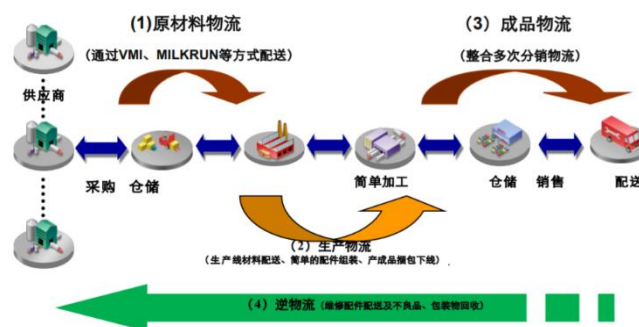
二、物流一体化引优质客户，销售业务辅助盈利

公司由运输物流业务起步，逐渐向全程供应链管理转变，是为制造业提供第三方物流的领先企业。公司供应链一体化的运营模式吸引了一大批如松下空调、万力轮胎、广州浪奇等优质制造业客户。同时，天运南沙多功能物流中心凭借自贸区的区位优势，成为公司仓储业务收入的重要增长点。

1、制造业与物流业联动发展，第三方物流发展空间广阔

第三方物流是由供方与需方以外的物流企业提供物流服务的业务模式。目前，我国物流市场以企业自营物流为主，第三方物流占比较小。工业企业中，第三方物流仅分别占原材料物流和产成品物流的 19%和 31%；商贸企业当中，第三方物流占比仅 17%。2014 年 9 月，国务院发布了《物流业发展中长期规划（2014-2020 年）》，明确提出要鼓励制造企业分离外包物流业务，着力发展第三方物流。

图 6：物流业与制造业全程供应链一体化联动发展示意图



资料来源：招股书

表 4：物流与制造业联动发展政策文件

时间（年）	政策文件
2004	《关于促进我国现代物流业发展的意见》
2009	《国务院关于印发物流业调整和振兴规划的通知》
2011	《国民经济和社会发展规划纲要》
2014	《物流业发展中长期规划（2014-2020 年）》

资料来源：招股书，招商证券

2、综合物流业务模式

公司与松下空调、万力轮胎、广州浪奇等主要客户签订了全程供应链管理合同，提供发运至全国各地的干线运输、区域配送、仓储保管、装卸作业、集装箱拖车运输、国际海运、货运代理、保税物流等综合性物流服务。

(1) 运输业务

公司运输服务主要包括：生产下线转库运输、干线运输、区域调拨配送及循环对流运输、城市配送、跨境运输、海关监管运输、集装箱运输等整车或零担运输的“门到门”（Door

to Door) 一条龙服务。

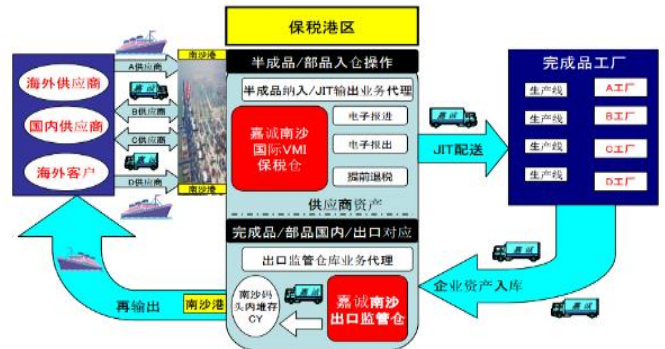
运输方式主要包括公路运输、铁路运输、水路运输、航空运输、多式联运等。其中自有运输车辆主要提供生产下线短驳运输、区域配送、城市配送、联合配送、海关监管运输、港口集装箱运输等近距离运输，主要为珠三角地区或长三角地区范围内；外协车辆主要从事物流干线运输、区域调拨、跨境运输、循环对流运输、联合配送及特种运输等长距离运输。公司研发了特色的牛奶运输与保税运输模式、提高了运输效率，同时在国内率先采用甩挂运输模式。

图 7: 牛奶运输模式



资料来源：招股书

图 8: 保税物流运输模式

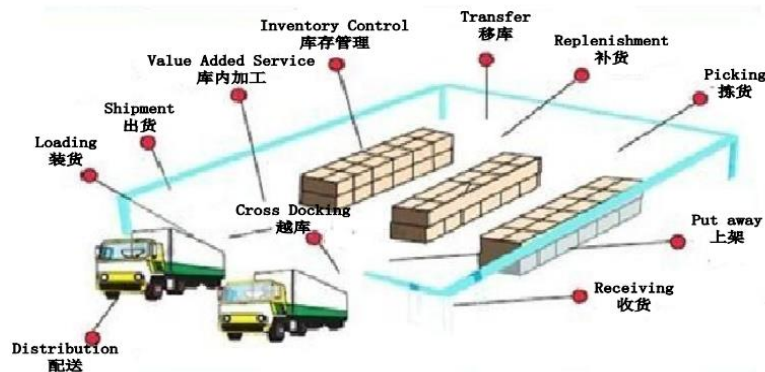


资料来源：招股书

(2) 仓储业务

公司仓储作业主要是提供普通仓储服务及保税仓储服务，其中包括货物的出入库作业管理以及库内分拣、分包、包装、贴签、简易加工、点检等服务。公司目前通过租赁、自建方式在广州、杭州等城市建立了仓储营运网络以提供供应链一体化管理过程中的仓储服务，依托公司各分支机构及经营网点形成覆盖华北、华东、华南等区域的分拨和配送中心，辐射内陆大部分主要城市。

图 9: 仓储业务模式



资料来源：招股书，招商证券

(3) 货运代理业务

公司依托在广州总部、香港、上海等地的子公司和分支机构以及物流营运网络，凭借港口、航空等国际物流资源及海关监管与非监管自有拖车，主要为进出口的原材料及成品

提供国际货运代理服务，同时整合订舱、拖车、报关报检等操作环节。

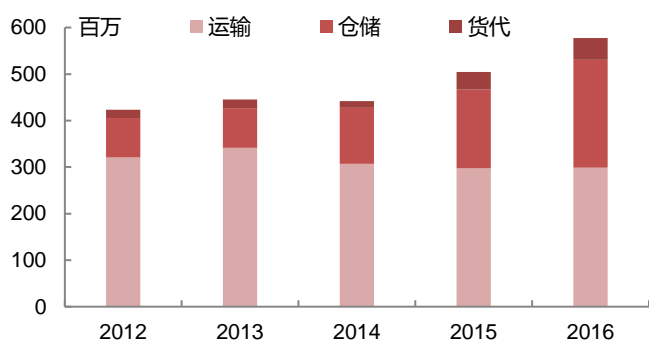
公司的国际货运代理服务内容较为齐全，主要包括：订舱、托运和包装；货物的监装、监卸、集装箱拆箱，分拨、中转及相关的短途运输服务；报关、报检、报验、保险；签发有关单证、交付运费、结算及交付杂费；国际多式联运、集运（含集装箱拼箱）。可以满足连接中国和世界各地的全球化物流需求，努力为客户提供“门对门、一票到底”的物流服务。

3、运输业务为基础，仓储业务带动盈利

成立以来，运输业务一直是综合物流业务的基础。2014-2016年，公司运输业务收入分别为3.07亿、2.97亿和2.99亿元，占综合物流收入的69.51%、58.93%和51.77%，运输收入占比的下降主要是由于国内空调行业处于“去库存”周期，松下空调的运输业务量持续下滑。

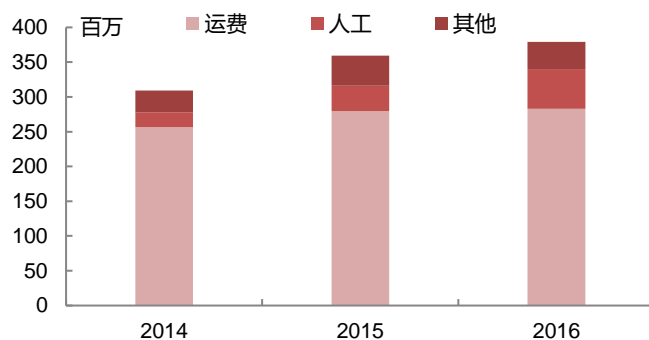
随着公司对客户供应链的渗透度逐步增加，综合物流业务向全程供应链管理转变，相应的仓储及出入库作业比重逐步提升。2014-2016年，公司仓储及出入库收入与毛利年均复合增速分别达到38.93%、42.02%。一方面是公司对客户供应链渗透度提高，与万力轮胎的全程供应链管理合作更加深入；另一方面，2014年末，公司位于南沙自贸片区的天运南沙多功能物流中心投入运营，逐步贡献租金收入。

图 10：综合物流收入结构



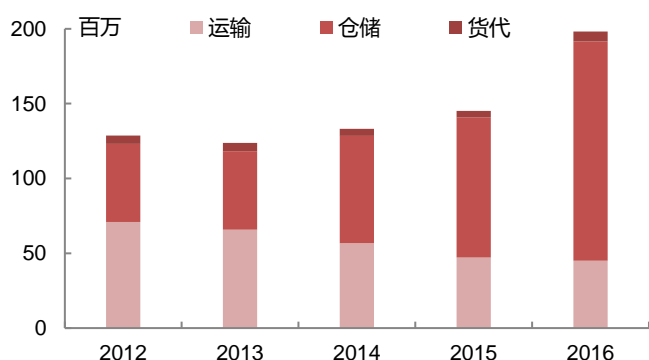
资料来源：Wind，招商证券

图 11：综合物流成本结构



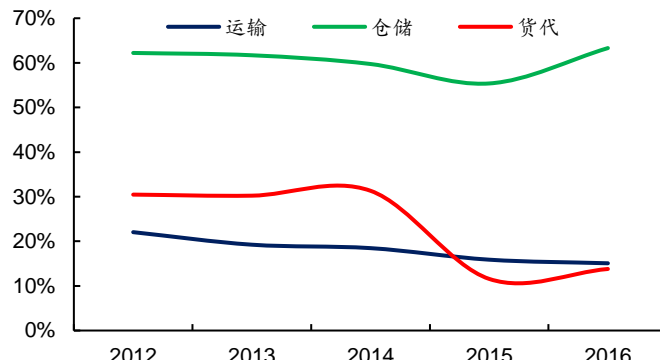
资料来源：Wind，招商证券

图 12：综合物流业务毛利结构



资料来源：Wind，招商证券

图 13：综合物流业务毛利率



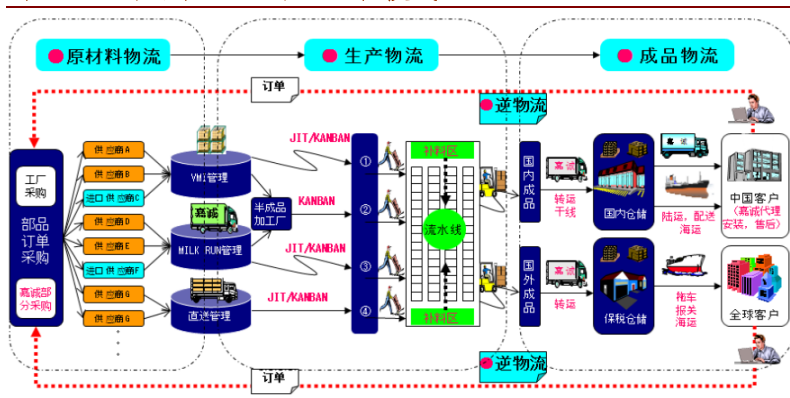
资料来源：Wind，招商证券

4、一体化管理下客户合作可持续，自贸区助推新增长

(1) 全程供应链一体化运营优势

作为专业第三方物流企业，在原材料采购阶段公司提供采购物流服务，在生产物料调达过程中提供 KANBAN+JIT 模式的生产物流服务，在产品销售环节提供成品物流服务，在产品售后环节及生产环节提供拟向物流服务，帮助制造业客户减少物流环节，降低物流成本，缩短制造周期，实现“零”库存管理。

图 14: 全程供应链一体化运营模式



资料来源: 招股书

(2) 客户优势

一体化物流服务模式带给公司较强的竞争优势，增强了客户黏性。2014-2016 年，公司综合物流业务前五大客户收入占比超过 60%，前两大客户万力轮胎、松下系客户收入占比超过 50%，客户集中度较高，核心客户变化较小。

公司借助与松下系客户合作成功经验，将全程物流运营模式逐渐复制到其他制造业企业，客户结构、行业分布逐步多元化。2014-2016 年，公司来自松下系客户的毛利额占比逐期下滑，万力轮胎等其它客户收入、毛利占比逐步提升，抵抗单一行业、客户经营风险的能力逐步加强。

表 5: 嘉诚国际综合物流业务前五名客户合作情况

客户名称	主营业务	综合物流业务收入 (百万元)		
		2014	2015	2016
万力轮胎	轮胎生产与销售	56	200	235
松下系客户	家电产品生产与销售	325	227	228
广州市浪奇实业股份有限公司	日化产品生产与销售	31	31	36
广东鹏锦实业有限公司	日化产品生产与销售	8	7	12
广州市卓志商贸发展有限公司	跨境电商	-	4	6
住友电工运泰克(无锡)有限公司	漆包线生产与销售	7	6	6
合计		428	474	524
占营业收入的比重		63%	66%	61%

资料来源: 招股书, 招商证券

(3) 自贸区优势

随着南沙自贸片区的成立，以及“一路一带”建设和“21世纪海上丝绸之路”建设的推进，南沙保税港区将逐步建设成为全球性航运中心枢纽。

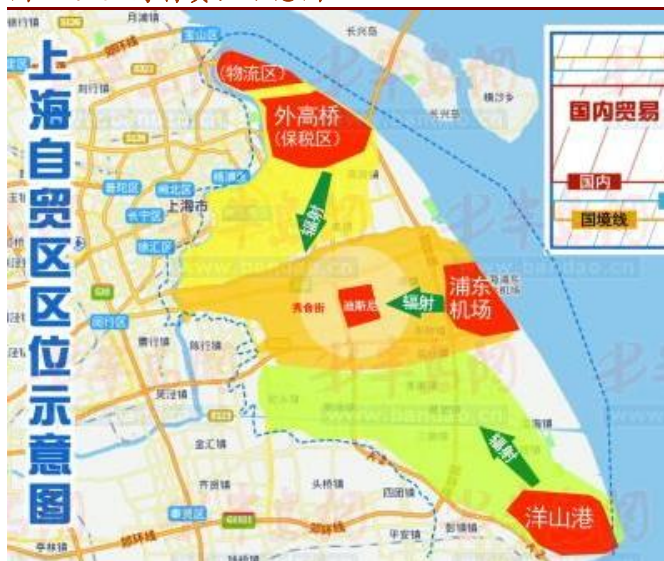
公司的控股子公司天运物流位处南沙自贸片区保税港区，天运物流的全资子公司三田供应链位处上海自贸区洋山保税港区。自贸区利好政策，如推进跨境电子商务发展、贸易限制的取消、关税的降低及便利进出口通关政策的推行，将带动公司业务发展，并降低商品流通成本。

图 15: 南沙自贸区示意图



资料来源：互联网

图 16: 上海自贸区示意图



资料来源：互联网

5、销售业务辅助盈利，收入触底回升

商品销售业务是公司为物流客户提供的延伸服务。目前公司所代理销售的产品均为松下系产品，包括空调、智能座便器、电饭煲、微波炉等。下游客户主要包括国美电器、广百集团、友谊商店等大型家电零售商、部分房地产开发企业和各区域下一级经销商。

通过代理物流客户商品销售，公司巩固了与主要客户的战略合作关系；同时，公司可以主动选择进货和下游配送物流供应商，获得更多成品物流机会。此外，通过参与产品销售，公司有机会参与管理下游经销商或客户的库存，一方面可以增加仓储收入，另一方面还可以整合多次配销物流，直接减少物流环节。

表 6: 嘉诚国际代理产品与对应物流客户

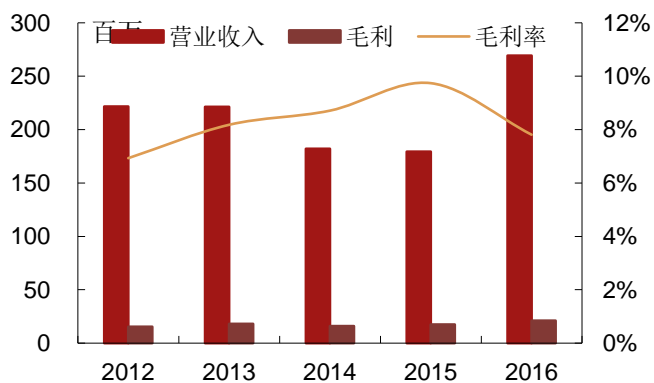
代理产品	物流客户
空调	广州松下空调器有限公司
智能座便器	松下电化住宅设备机器（杭州）有限公司
微波炉	上海松下微波炉有限公司
电饭煲	杭州松下厨房电器有限公司
其他家电	松下万宝美健生活电器（广州）有限公司、松下万宝（广州）电熨斗有限公司等

资料来源：招股书

公司商品销售业务的变动与国内空调行业变动联系紧密。2014年9月起，空调行业进入“去库存”周期，国内各大家电厂商纷纷开启“价格战”，产品月销量同比依然负增长。2015年4月，发改委要求空调制造商和渠道商“规范价格竞争、繁荣空调市场”，行业价格战暂时终止，空调销量进一步下滑。进入2016年，空调去库存进入尾声，销量触底回升。

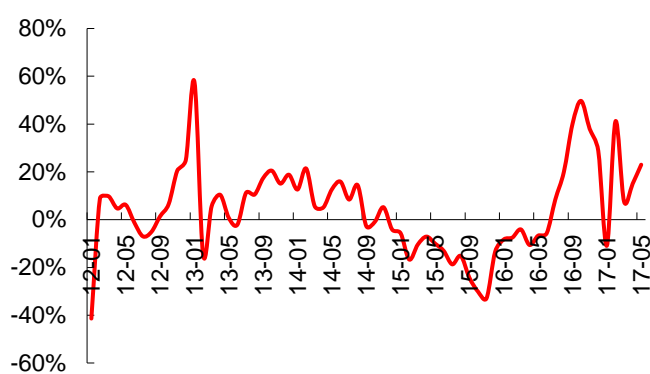
2015年，“去库存”背景下松下空调市场销量下滑，公司销售业务收入与2014年基本持平；销售毛利率为9.74%，较2014年（8.71%）有所提升，系公司增加毛利率更高的中高端空调销售。2016年，空调行业回暖，公司销售额快速增长至2.69亿元（+50.05%），但因公司增加促销力度，成本大幅增加，毛利率也下降至7.81%。

图 17: 嘉诚国际商品销售业务盈利情况



资料来源: Wind, 招商证券

图 18: 国内空调月销量同比



资料来源: Wind, 招商证券

三、募投资项目分析

公司本次公开发行不超过 3760 万股，且占发行后公司总股本的比例不低于 25%，分别用于嘉诚国际港（二期）等项目。本募投项目的实施主体为发行人控股子公司大金供应链。

表 7：公司募投资项目

项目名称	项目投资金额	募集资金投入金额
嘉诚国际港（二期）	91,778	51,495
基于物联网技术的全程供应链管理 平台建设及应用	6,000	1,000
合计	97,778	52,495

资料来源：招股书

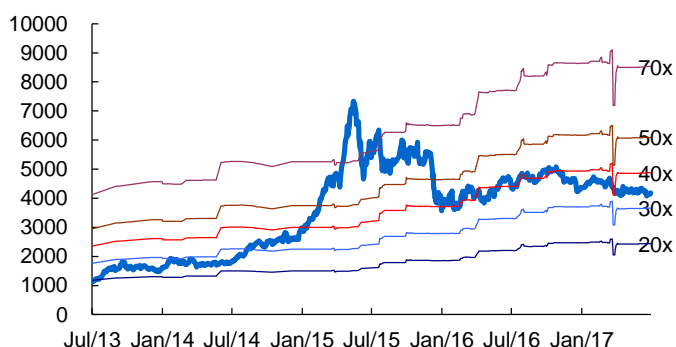
四、盈利预测与投资策略

1、盈利预测与投资策略

我们预测公司 17/18/19 年 EPS 0.76、0.90、1.04 元，对应发行价 15.17 元估值 20、16.9、14.6X PE，首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级，目标价 19 元，对应 17 年 25X PE。

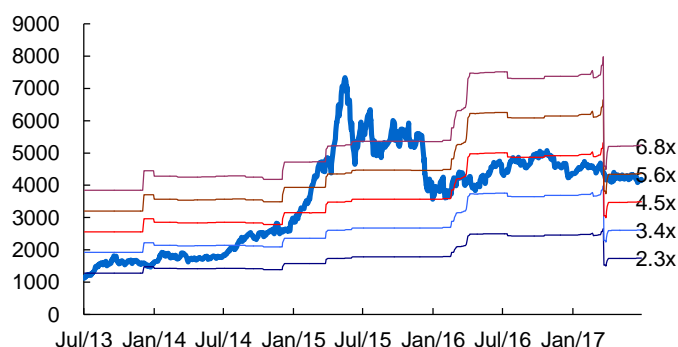
2、物流行业历史 PE Band 和 PB Band

图 19：物流行业历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 20：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

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	358	420	1177	1353	1548
现金	141	166	671	827	1008
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	35	50	57	66	76
应收款项	82	114	346	341	326
其它应收款	4	24	28	32	37
存货	79	58	67	77	88
其他	17	8	9	10	12
非流动资产	634	619	583	549	518
长期股权投资	5	5	5	5	5
固定资产	400	384	368	352	337
无形资产	205	200	180	162	146
其他	23	29	29	29	29
资产总计	992	1039	1760	1902	2066
流动负债	340	280	316	357	403
短期借款	50	0	0	0	0
应付账款	209	180	207	238	274
预收账款	4	5	6	7	8
其他	77	95	102	111	121
长期负债	12	11	11	11	11
长期借款	0	0	0	0	0
其他	12	11	11	11	11
负债合计	352	292	327	368	415
股本	113	113	150	150	150
资本公积金	146	146	679	679	679
留存收益	367	474	588	689	804
少数股东权益	14	15	15	16	17
归属于母公司所有者权益	626	733	1417	1518	1634
负债及权益合计	992	1039	1760	1902	2066

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	147	73	(75)	175	202
净利润	72	104	114	135	156
折旧摊销	21	21	36	34	31
财务费用	4	1	(8)	(15)	(18)
投资收益	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	54	(50)	(217)	21	33
其它	(2)	(2)	1	1	1
投资活动现金流	137	2	1	1	1
资本支出	(3)	(6)	0	0	0
其他投资	140	8	1	1	1
筹资活动现金流	(218)	(56)	579	(19)	(22)
借款变动	(211)	(55)	0	0	0
普通股增加	0	0	38	0	0
资本公积增加	2	0	533	0	0
股利分配	0	0	0	(34)	(41)
其他	(9)	(1)	8	15	18
现金净增加额	66	19	505	157	181

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	718	859	987	1135	1306
营业成本	553	638	733	843	970
营业税金及附加	1	4	4	5	6
营业费用	16	19	22	25	29
管理费用	73	74	85	97	112
财务费用	4	0	(8)	(15)	(18)
资产减值损失	0	6	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	1	1	1	1
营业利润	73	120	153	181	209
营业外收入	11	4	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	84	123	153	181	209
所得税	12	19	38	45	52
净利润	72	105	115	136	157
少数股东损益	(0)	1	1	1	1
归属于母公司净利润	72	104	114	135	156
EPS (元)	0.64	0.92	0.76	0.90	1.04

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	6%	20%	15%	15%	15%
营业利润	-8%	64%	28%	18%	16%
净利润	3%	44%	10%	18%	15%
获利能力					
毛利率	23.0%	25.7%	25.7%	25.7%	25.7%
净利率	10.1%	12.1%	11.6%	11.9%	12.0%
ROE	11.5%	14.2%	8.1%	8.9%	9.6%
ROIC	9.5%	13.6%	7.6%	8.1%	8.7%
偿债能力					
资产负债率	35.5%	28.1%	18.6%	19.3%	20.1%
净负债比率	5.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.1	1.5	3.7	3.8	3.8
速动比率	0.8	1.3	3.5	3.6	3.6
营运能力					
资产周转率	0.7	0.8	0.6	0.6	0.6
存货周转率	6.5	9.3	11.7	11.7	11.7
应收帐款周转率	7.6	8.8	4.3	3.3	3.9
应付帐款周转率	2.8	3.3	3.8	3.8	3.8
每股资料 (元)					
每股收益	0.64	0.92	0.76	0.90	1.04
每股经营现金	1.30	0.65	-0.50	1.16	1.34
每股净资产	5.55	6.50	9.42	10.10	10.86
每股股利	0.00	0.00	0.23	0.27	0.31
估值比率					
PE	23.7	16.5	20.0	16.9	14.6
PB	2.7	2.3	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	27.3	18.7	14.1	12.8	11.5

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。