

新宁物流 (300013.SZ)

其它运输行业

评级：增持 首次评级

公司研究

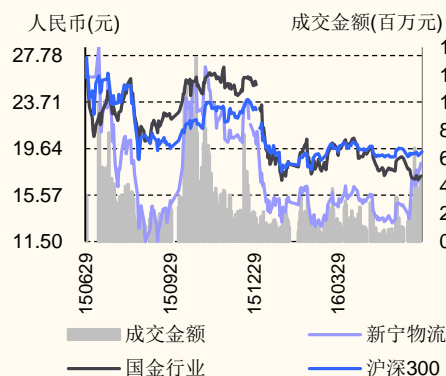
市场价格 (人民币): 18.28 元

打造智能物流平台，延伸新能源物流车分时租赁业务

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	180.00
总市值(百万元)	5,443.63
年内股价最高最低(元)	28.50/11.50
沪深 300 指数	3136.40



公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.036	-0.369	0.251	0.338	0.411
每股净资产(元)	1.89	3.93	4.18	4.52	4.93
每股经营性现金流(元)	0.08	-0.10	0.43	0.35	0.46
市盈率(倍)	286.86	-54.35	72.76	54.11	44.49
行业优化市盈率(倍)	29.22	50.43	36.13	36.13	36.13
净利润增长率(%)	31.05%	N/A	N/A	34.48%	21.62%
净资产收益率(%)	1.89%	-9.39%	6.01%	7.48%	8.34%
总股本(百万股)	180.00	297.79	297.79	297.79	297.79

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **智能物流转型进行时，公司具有先发优势：**现代物流概念中，物流为供应链的一部分，对生产效率具有决定性作用。智能物流利用先进的信息采集、处理、流通及管理技术，可以实现对整体供应链全方位考量后作出最优决定，即利益最大化、服务最佳、耗材最少。新宁物流拥有集成化 IT 系统，为供应商、制造商、海关及公司内部提供信息及数据同步交换管理平台，先于大部分物流企业提供智能化服务，实现供应商实时分拨、制造商零库存管理及海关库存数据实时监控等业务。
- **并购亿程信息，加码车联网：**车辆定位装置可以实时监控是否有超重、疲劳驾驶等危险，并发出警示信号。国家源于对此安全因素的考量，大力推广车联网。由于我国高汽车保有量及低车联网渗透率，车联网在我国具有广大的市场空间，假设 5 年内市场渗透率达到 15%，车联网市场规模将达到 1000 亿元。公司于 2015 年并购亿程信息，提供车辆卫星定位运营服务，现欲转型进入前装市场。亿程信息采用框架式开发系统，可提供丰富的产品系列，并在该领域有深厚的积累，具有相对竞争优势，多年技术沉淀为进军前装市场提供保障。同时车联网业务在未来也可与公司传统物流业务产生协同效应，通过管理物流车辆信息使物流运输更高效。
- **布局跨境电商，经验丰富优势明显：**电子商务在近年得到高速发展，近 5 年年复合增长率达到 30%。在电子商务时代，物流作为唯一受实物流通制约的环节，提升其效率尤为重要。根据数据统计，客户对快递服务的时效性及质量的高度重视在逐步提升。公司在此社会背景下，在宁波及重庆设立参股公司布局跨境电商业务。依托在保税仓储多年的业务经验，熟悉跨境电商海关及仓储相关流程，自动化信息系统可以高效采集海关及商检所需数据，所以公司在该领域具有相对优势，具有更高的清关效率。现宁波公司日清关量已突破 5000 件，并且与唯品会、国美、当当网建立了友好合作关系。
- **物流多数、大件化，新能源物流车分时租赁突破瓶颈：**随着电子商务的发展，物流呈现多数、大件化。传统在市区使用的物流运输工具三轮车及摩托车已经不足以满足需求，一般新能源物流车载重量为传统三轮车的 3-4 倍，相较于传统燃油车燃油成本也可节省约 20%-30%。公司于 2014 年设立苏州新宁新能源汽车发展有限公司，推出新能源物流车租赁业务。新能源物流车分时租赁可提供充电及维修配套服务，可解决配套设备不完善的缺陷，在时

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

间上灵活性更强，保证配送效率，突破新能源车推广瓶颈。同时与公司车联网从租赁车辆管理及控制上可产生协同作用。

投资建议

- 公司提供智能化保税仓储业务；并购亿程信息，进军车联网；借电子商务高速发展之利，布局跨境电商；全面布局智能物流。同时设立子公司，提供新能源物流车租赁业务，顺应物流多数、大件化趋势，解决新能源物流车推广瓶颈，未来可与亿程信息协同对车辆进行管理监控。车联网市场空间广阔，试水跨境电商业务成效明显可在其他地区推广复制，新能源物流车租赁业务受国家大力扶持，公司中长期业绩将迎来爆发式增长。考虑到公司处于快速成长阶段，短期业绩可能不达预期，给与“增持”评级。

估值

- 预计 2016-18 年 EPS 为 0.25/0.34/0.41 元/股。

风险

- 物流车政策补贴风险，亿程信息业绩承诺不确定性风险

内容目录

布局智慧物流，延伸新能源物流车业务板块	4
公司简介.....	4
股权结构.....	6
现代物流先驱者，智能物流前奏打响	7
智能物流拐点来临，新宁具有先发优势	7
优先布局智能物流，加码车联网	7
电子商务催化智能物流高速发展，推出跨境电商自动报关系统.....	9
进军新能源物流车租赁市场，推广电动化物流.....	11
物流大件、多数化创造新能源物流车广阔发展空间	11
分时租赁突破电动车推广瓶颈.....	12
新能源物流车与亿程信息协同效应明显	13
盈利预测	13
估值与投资评级	13

图表目录

图表 1：公司业务亮点.....	4
图表 2：公司大事时间表	5
图表 3：公司业务战略规划.....	5
图表 4：公司营收结构.....	6
图表 5：公司毛利结构.....	6
图表 6：公司营收及归属母公司净利润（万元）	6
图表 7：公司股权结构（截至 2016-1-6）	7
图表 8：车联网理念相关政策.....	8
图表 9：机动车保有量	8
图表 10：车联网渗透率	8
图表 11：公司运营模式	9
图表 12：国内电子商务市场规模	10
图表 13：跨境电商市场规模.....	10
图表 14：快递服务网络负面评价指数	10
图表 15：各国清关效率指数（0 最低，5 最大）	11
图表 16：跨境电商业务流程.....	11
图表 17：快递业务量高速增长	12
图表 18：15 年居家大物件物流量环比增速	12
图表 19：大件商品通过电商渠道销售量在增加	12
图表 20：收入及毛利率预测.....	13

布局智慧物流，延伸新能源物流车业务板块

公司简介

- 新宁物流定位制造业国际供应链物流全程提供商，主要提供电子元器件保税物流服务，包括提供国际供应链物流解决方案及功能性物流服务。公司根据电子行业多品种、小批量、国际化及及时性特征，为客户提供供货商分拨中心、供应商管理库存服务等以实现物流成本最低化及物流时间最小化。同时打造仓储物流服务一体化，依托物流网点资源积极推进保税仓储业务，提供出口退税、保税仓储、货运代理及报关报检服务。
- 公司致力于成为一体化的全球供应链服务企业，历经十余年的发展，现公司已经是长三角地区一流的综合仓储物流提供商。公司先后在苏州、上海、淮安、昆山等 16 个地区拓展物流仓储网点，基本实现了全国性布局。公司也与多家知名电子元器件供应商及电子信息产品制造商建立了长期稳定的合作关系。公司拥有领先行业标准的信息技术平台以满足货主、厂商、海关及各下属子公司之间的业务处理及信息交换需求。自主开发了华东地区唯一具有自主知识产权的保税仓储管理系统和电子分拨系统的保税仓库，实现数据及时传递及共享，达到降本增效。

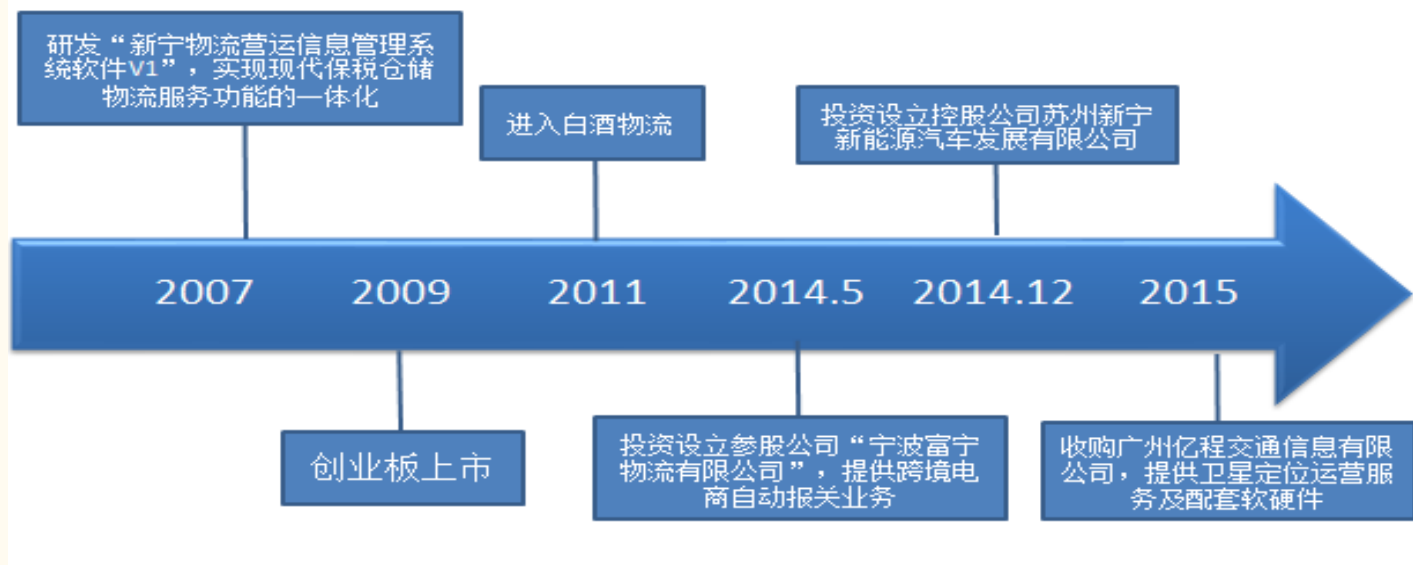
图表 1：公司业务亮点



来源：公司官网，国金证券研究所

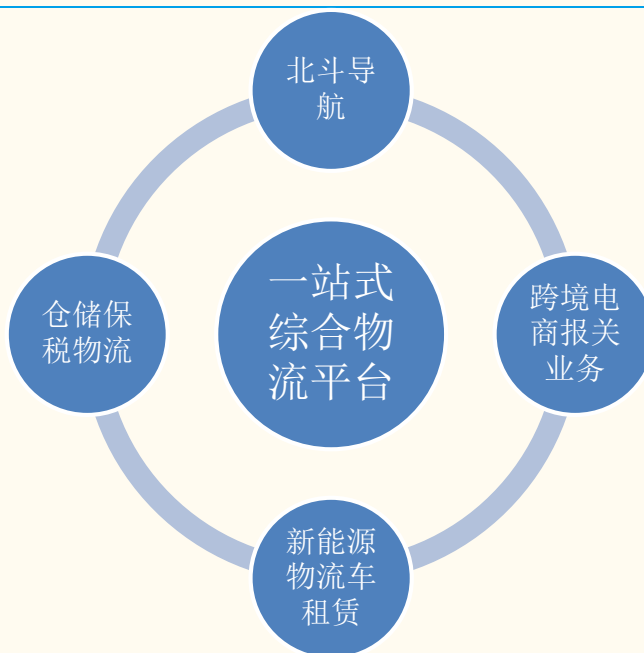
- 从 2011 年开始，公司依托在仓储物流业务上积累的经验进行产业链延伸，先后开拓卫星导航定位、跨境电商、新能源汽车租赁等业务，形成了以物流、卫星定位、新能源物流车及跨境电商为主干线的智能物流发展战略规划。结合公司在仓储保税领域的优势联合新能源物流车的推广，引入以云计算、大数据、北斗导航为基础的信息平台，为客户打造智能化、电动化、一体化的综合物流服务平台。

图表 2：公司大事时间表



来源：公司公告，国金证券研究所

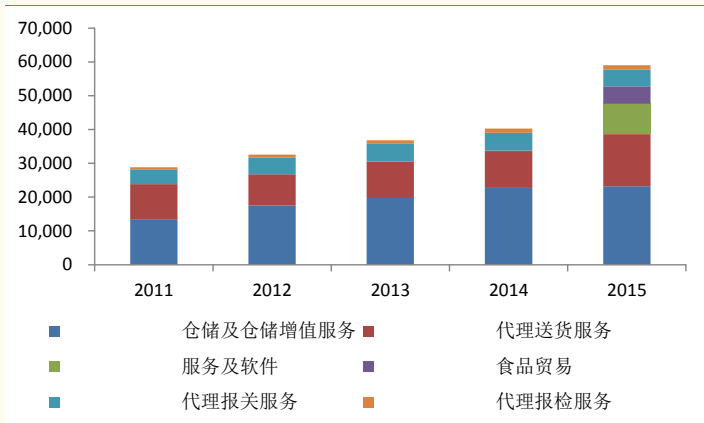
图表 3：公司业务战略规划



来源：公司公告，国金证券研究所

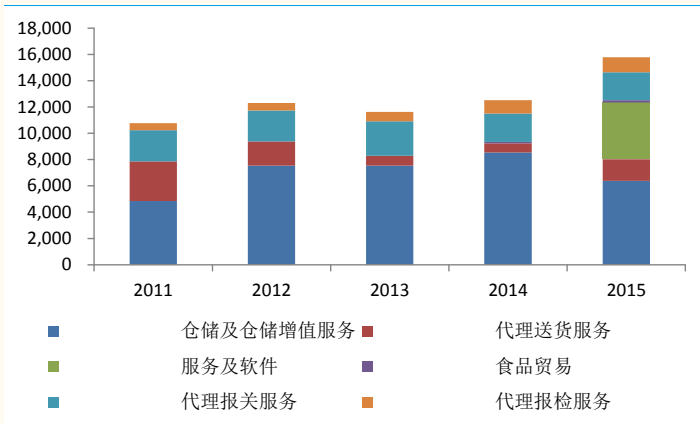
- 从业务结构上看，公司业务来源依然以仓储物流服务为主，2015 年仓储物流相关服务毛利占比 72%，新并入的亿程交通信息有限公司贡献毛利约 4500 万，占比 27%。新能源租车业务还在试水阶段，暂未贡献利润。

图表 4：公司营收结构



来源：wind，国金证券研究所

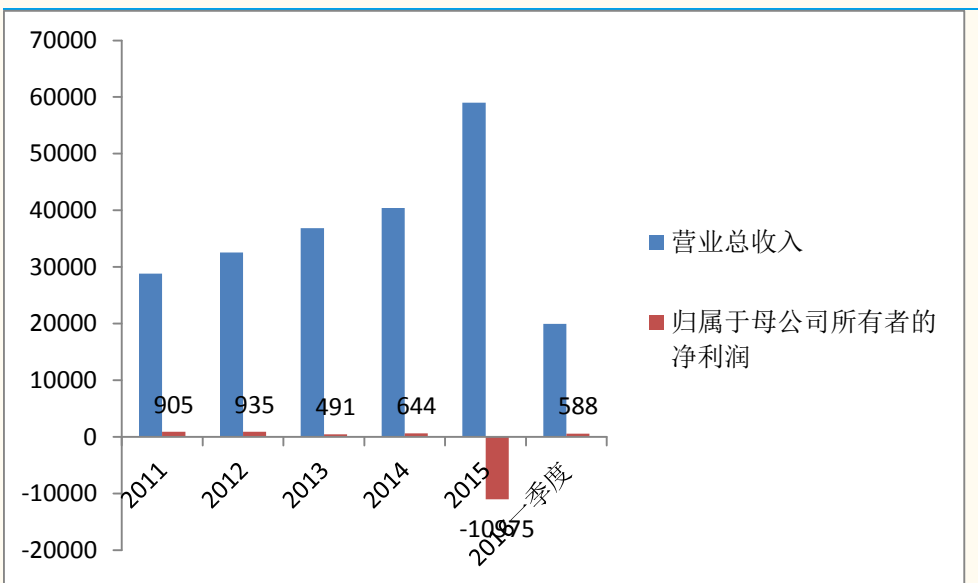
图表 5：公司毛利结构



来源：wind，国金证券研究所

- 公司业务规模不断扩张，营收水平 5 年复合增长率为 19%，大部分增量来自新增业务，同时传统保税仓储业务也保持 10-15% 的增长速度。由于公司处于发展扩张阶段，费用占比较高，且产能使用不完全，毛利率较低，所以归属母公司净利润波动较大。2015 年归属母公司净利润为 -1.1 亿元，其中由于亿程信息本期利润承诺未达目标，根据未来现金流折现进行减值测试，产生商誉减值损失约 1.03 亿元。排除商誉减值损失影响，公司 15 年度依然亏损，主要原因系仓储业务毛利率大幅下降从 14 年的 38% 降至 15 年的 27%，影响毛利约 2000 万元，毛利率下降主要受宏观经济下行及国内物流行业结构调整影响，物流费用规模增速下降，物流价格水平处于低位，致使物流企业盈利能力下降。随着现代物流转型完成，物流质量得到质的突破，物流产业将迎来高速增长。

图表 6：公司营收及归属母公司净利润（万元）

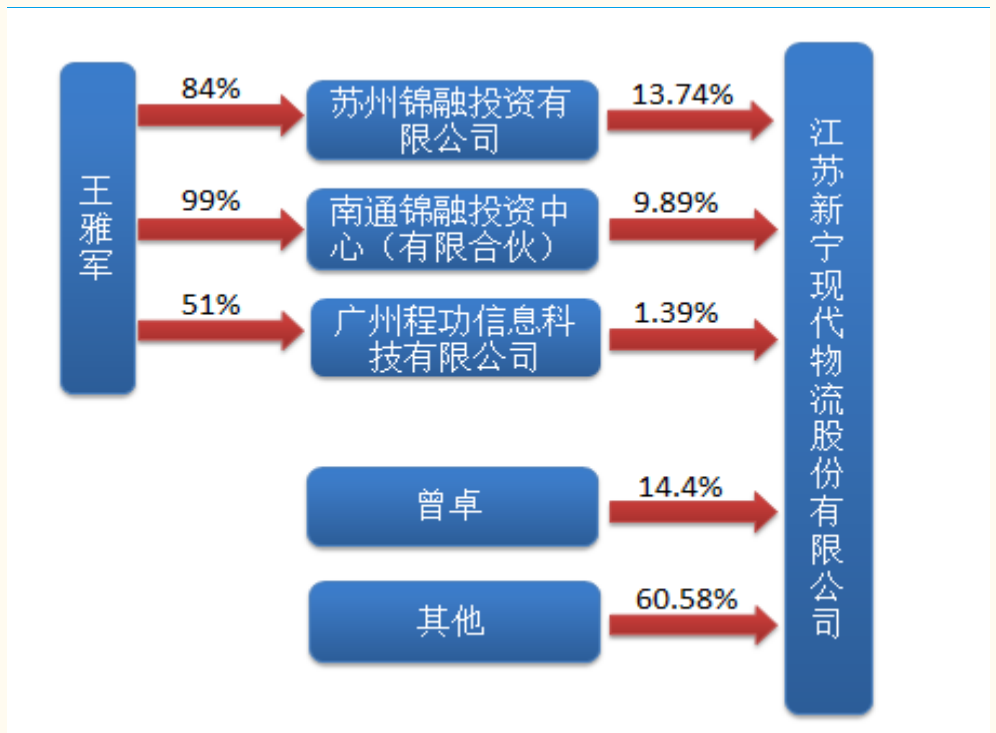


来源：wind，国金证券研究所

股权结构

- 公司第一大股东为曾卓，持股比例 14.4%。实际控制人为王雅军，间接持股 25.02%。

图表 7：公司股权结构（截至 2016-1-6）



来源：wind，公司年报，国金证券研究所

现代物流先驱者，智能物流前奏打响

智能物流拐点来临，新宁具有先发优势

- **进入现代物流时代，物流成为供应链的一部分。**国内从上世纪 90 年代末引入物流概念。随着经济发展及社会分工逐步细化，物流已经不仅仅从产品出厂开始只联系着流通系统，同时与生产系统也产生了紧密的关系。现代物流领域包含原材料流通的供应物流，生产过程中厂内物料移动的生产物流，及流通相关的销售物流。物流俨然已经成为供应链体系中不可或缺的一部分，物流，商流及生产都紧紧结合在一起。所以物流的效率很大程度上决定了生产效率。

现代物流的专业化，系统化，电子化。作为供应链条的一部分，现代物流更注重整体供应链条的统筹管理，追求整个链条的效率最大化，强调物流功能的整合，所以需要整个供应链体系保持一致性，**系统化**。随着互联网技术的应用，可视化物流系统可以加强企业对整体流通过程的控制，形成现代物流**电子化**特征。随着物流重要性的提升，更加**专业**的物流服务应运而生，为企业降本增效。

智能物流是现代物流发展的必然产物。智能物流是现代物流发展的高阶产物。依托物联网技术的兴起，利用先进的信息采集、处理、流通和管理技术完成货物移动的过程。智能物流的特点在于自动识别的数据采集技术，系统对数据自动集成、分析并得出结论。整个过程系统根据对整体供应链全方位考量作出最优决定，即利益最大化、服务最佳、耗材最少。

优先布局智能物流，加码车联网

- 公司主营业务为保税仓储，主要包括出口货物保税仓储管理及配送方案设计。公司拥有集成化 IT 系统可以有效连接货主、厂商、海关及公司内部服务网点，该系统可以满足网络数据的集成，数据可见及数据跟踪。实现海关对保税物品的跟踪及监控，同时还可以根据采集的数据帮助客户实现最优物流解决方案或进行库存管理、加快物料流通速度、减少仓储成本。

公司于 2007 年开发“新宁物流营运信息管理系统软件 V1.00”，先于大部分物流企业提供智能化服务。该系统为公司自主研发仓储管理系统，是供应商、制造商、海关及公司内部信息及数据同步交换管理平台。可实现供应商实时分拨、制造商零库存管理及海关库存数据实时监控。

- 公司于 2015 年收购广州亿程交通信息有限公司，加码车联网。亿程主营业务为向公司及政府机关提供车辆卫星定位运营服务及配套软硬件。其运营模式是通过车载信息终端采集车辆及车上人与物的信息状态，经过归集、存储和分析，最终以多种形式发送至客户。

车联网在我国推广主要源于安全因素的考量，车辆定位装置可以实时监控是否有超重、疲劳驾驶等危险，并发出警示信号。现国家积极出台相关政策保证车联网的发展，2011 年发文要求“两客一危”要纳入联网控制系统平台，2015 年制定车联网未来发展规划。

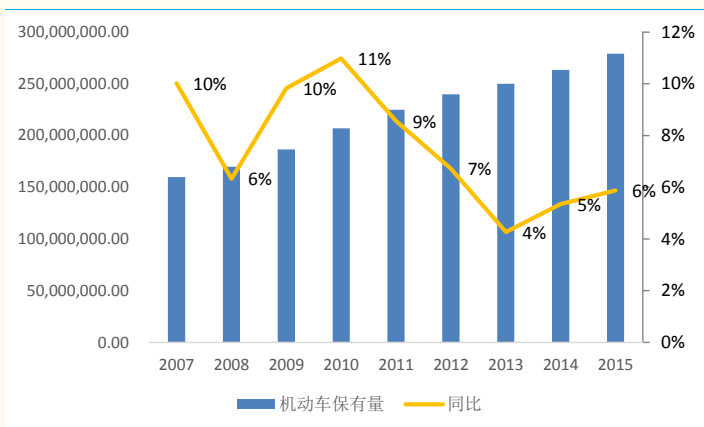
图表 8：车联网理念相关政策

时间	政策内容
2009	交通运输部要求各地方交通主管部门全面开展重点营运车辆 GPS 联网联控建设工作
2010	国务院总理温家宝在“两会”上作《政府工作报告》时，首次提到了物联网。
2011	交通运输部、公安部、国家安监总局、工信部联合下发《关于加强道路运输车辆动态监管工作的通知》要求“两客一危”车辆纳入联网联控系统
2012	车联网被列入国家重大专项中的重要项目。
2014	《道路运输车辆动态监督管理办法》，规定客运企业、危险品运输企业以及拥有 50 辆以上重型载货汽车的企业必须使用符合标准要求的卫星定位
2015	《车联网发展创新行动计划（2015-2020 年）》要求推动车联网技术研发和标准制定，组织开展车联网试点、基于 5G 技术车联网示范。

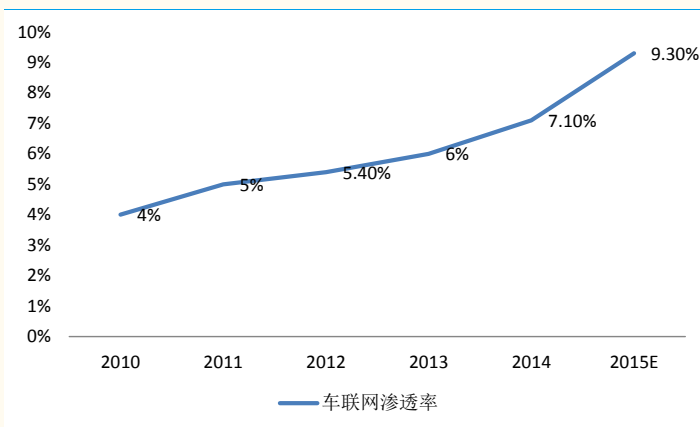
来源：中商情报网，国金证券研究所

车联网市场空间广阔。我国现机动车保有量在 2015 年达到 2.75 亿量，同比增速为 6%。车联网渗透率逐步提升，2015 年为 9.3%，处在较低的水平。预计随着社会安全意识的提高及国家的大力推行，车联网市场将在未来几年有高速发展。假设 5 年内有 15% 的营运车辆安装卫星定位车载终端，硬件产品数量需求为 4000 万台，市场规模将达到 400 亿，考虑系统建设及运营服务，市场规模将达到约 1000 亿元。

图表 9：机动车保有量



图表 10：车联网渗透率



来源：wind，国金证券研究所

来源：国家统计局，国金证券研究所

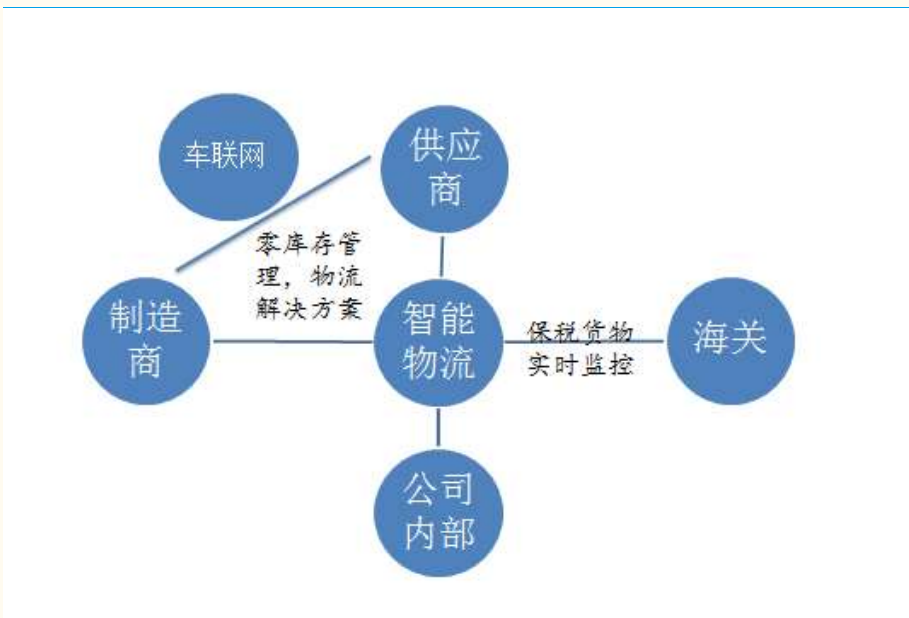
亿程信息致力于向前装市场转型。亿程信息为后装市场龙头企业，2015 年把握行业趋势，致力于向前装市场转型。车联网前装表示车载装置为汽车原装，后装为在出厂之后安装。后装体现了消费者的自主需求，由于为自有购买，相比较前装，消费者对于价格更敏感，导致后装市场价格战激烈，产品质量参差不齐。前装市场将是未来发展主要方向。从车厂角度，其首先看到客户需求，最终会转向引导消费者需求与习惯，把车载装置变为汽车标配。并且相对于后装市场，前装可以提供更可靠、更稳定、更准确的服务。据不完全统计，截至 2009 年，国内新车导航装配率不到 5%，日本为 66%，欧洲为 15.6%，北美为 14.1%。低装配率为后装进入前装市场提供足够的转换空间。

亿程信息竞争优势为 1) 具有丰富的产品系列，采用框架式开发结构，可满足多行业客户需求；2) 在软件及硬件基础开发平台方面有深厚的积累，处于行业领先地位；3) 亿程信息的技术涵盖北斗、GPS 及多系统组合卫星导航定位的硬件和软件，可实现不同精度等级的覆盖。多年的技术沉淀为转型前装市场打好坚实的基础。

2015 年亿程信息归属母公司净利润未达承诺金额，主要原因公司于 15 年下半年才完成车联网产品研发，还未形成规模效应。该业务特点为高前期固定成本投入，低边际成本。使用量越高，单位成本越低，规模效应越明显，公司盈利能力越强。随着业务量上升，亿程信息业绩有望成爆发式增长。

车联网及智能物流概念均来自于工业 4.0、“互联网+”概念，通过信息归集，统筹规划，实现信息可视化、智能化、可控化。我们认为在未来，公司原有物流业务与亿程车联网软硬件设备可以实现协同效应，通过将物流信息及车辆交通信息在线上进行无缝衔接，就可实时获得公司物流车辆载运状态，结合仓储管理达到物流车辆最佳使用效率。

图表 11：公司运营模式

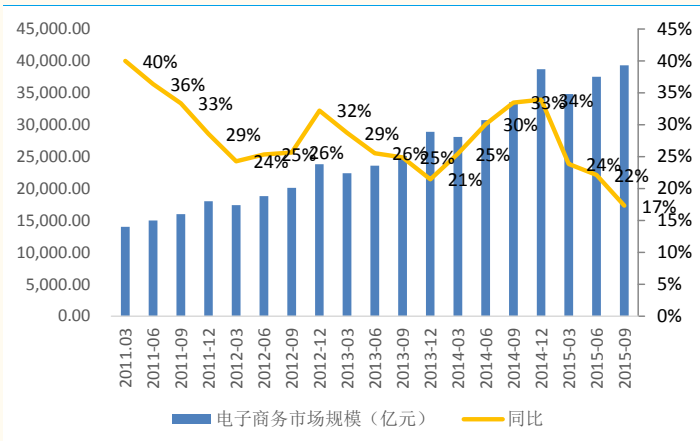


来源：公司公告，国金证券研究所

电子商务催化智能物流高速发展，推出跨境电商自动报关系统

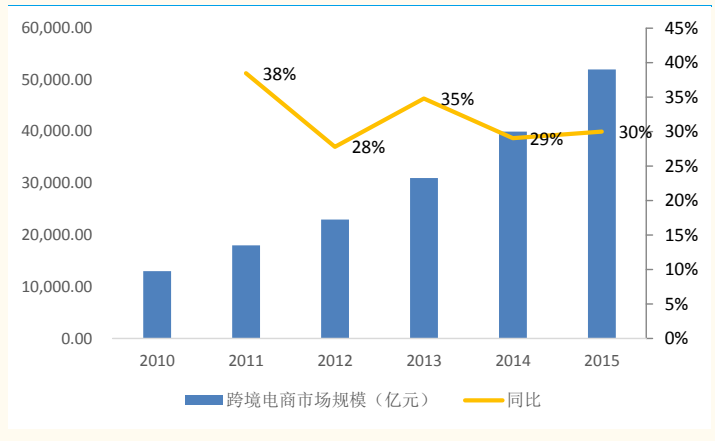
- **电子商务高速发展。**我国电子商务规模在进入 21 世纪后呈现高速发展，自 2010 年起至 2015 年，电子商务规模年复合增长率达到约 30%。近几年电子商务规模增速放缓，其中跨境电商市场规模依旧保持高增长，2015 年同比增速到达 30%。

图表 12：国内电子商务市场规模



来源：wind，国金证券研究所

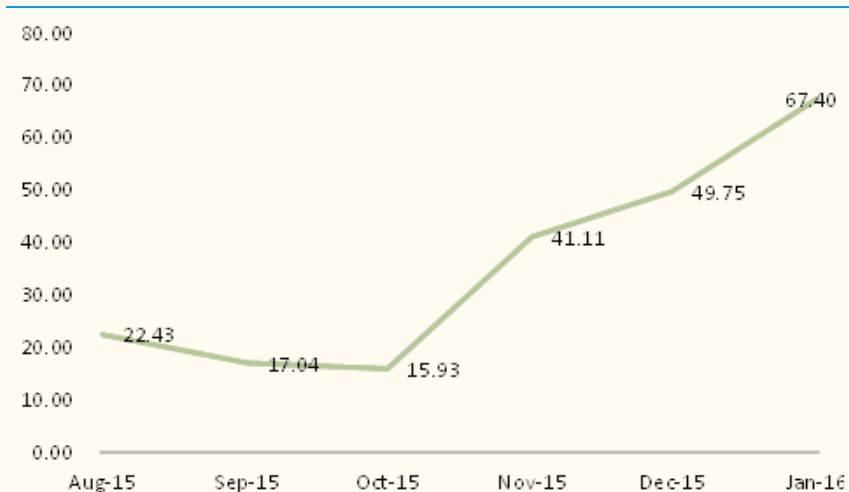
图表 13：跨境电商市场规模



来源：wind，国金证券研究所

- 电子商务的核心虽然是畅通的网络信息流，但是物流是商品及服务价值的最终体现。电子商务可以通过信息处理产生高效流通的信息流、商流及资金流，但是物流效率依旧受制于实质物品流通速度。物流作为电子商务时代决定社会生产效率的关键因素，必将实现高速发展。随着电子商务的跨国蔓延，拥有高效完善的物流体系尤为重要。
- 从社会对快递诉求可以看出，人们不单单只关心物流成本，对物流时效性及质量也越来越重视。根据物流网络大数据平台出具的《快递服务网络评价 (ESNI) 报告》指出，随着快递业务野蛮式扩张，客户快递服务网络负面评价指数随着快递量的上涨而上升。其中至 2016 年 1 月份，ESNI 服务评价指数最大达到 31.2，时效性评价指数达到 26.34，价格评价指数为 9.86。由于快递单价在近几年已经处于低位，客户对价格的负面评价最低，快递服务及时效性问题较为突出。快递正在从价格战转向物流战，服务质量与时效性也逐渐变为客户选择快递服务的重要因素之一。

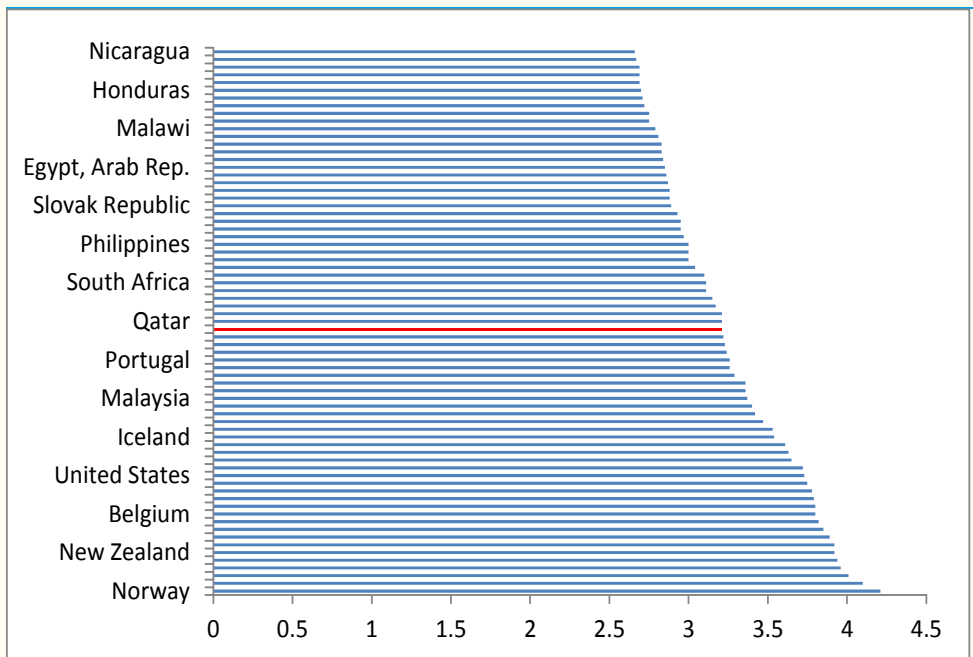
图表 14：快递服务网络负面评价指数



来源：物流网络大数据平台，国金证券研究所

- 对于近年高速发展的跨境电商业务，通关是影响其物流效率最大壁垒。跨境电商交易最明显的特征是跨越国界，虽然信息实现了无国界自由沟通，但是物品的流通依然受国界限制。一般进出口货物超过海关规定，便被要求申报。申报要求提供支付单、订单、运单等信息通过海关通检平台申报合格后，才允许通关放行。根据世界银行对世界各国海关通关效率的统计，中国通关在 2014 年排名第 35，明显低于发达国家水平。

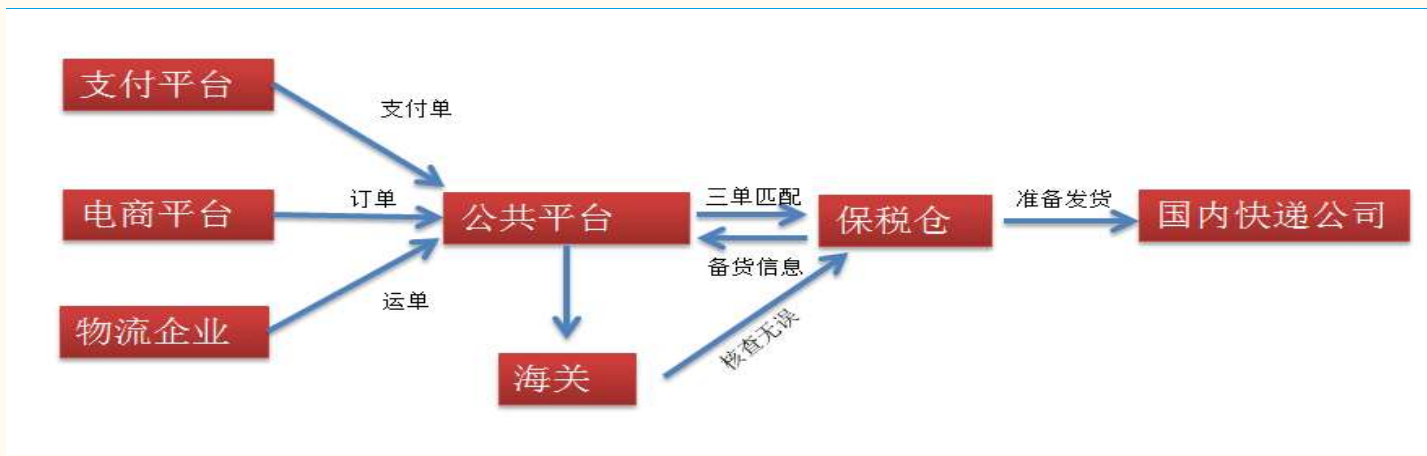
图表 15：各国清关效率指数（0 最低，5 最大）



来源：世界银行，国金证券研究所

- 新宁物流从 2014 年 5 月开始先后在全国跨境电商试点城市参股宁波富宁物流有限公司（6.67%）及重庆跨境云仓物流有限公司（40%），提供跨境电商业务。跨境电商清关流程为，客户下单并且货物入关后，支付平台、电商平台、物流企业将支付单、订单及运单信息传递至公共平台，公共平台核对无误后将信息传递至公司保税仓系统，公司准备配货，配货完成后将信息传回公共平台，然后海系统自动审核，审核无误后通知公司发货。该业务与公司传统保税仓储业务类似，终端客户变为个人消费者。依托多年保税仓储经验，公司熟悉跨境电商海关及仓储相关业务，并且自动化信息系统可以高效采集海关及商检所需数据，所以在该领域具有相对优势，且具有更高清关效率。现公司自动报关系统日清关量已突破 5000 件，日后该成功模式可复制在重庆等其他地区。公司已经与唯品会、国美、当当网建立了良好的合作关系。

图表 16：跨境电商业务流程



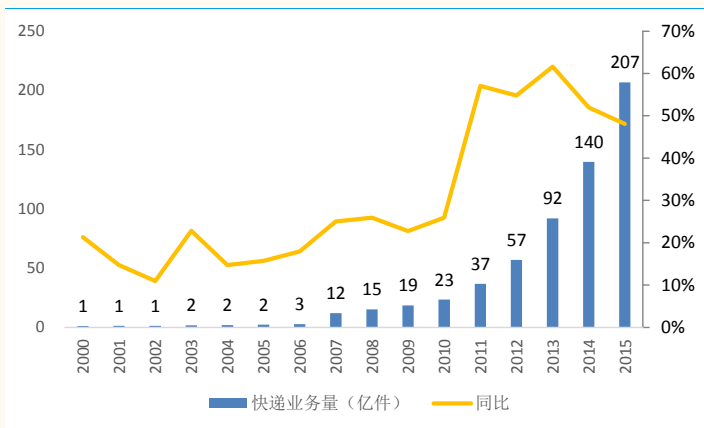
来源：国金证券研究所

进军新能源物流车租赁市场，推广电动化物流

物流大件、多数化创造新能源物流车广阔发展空间

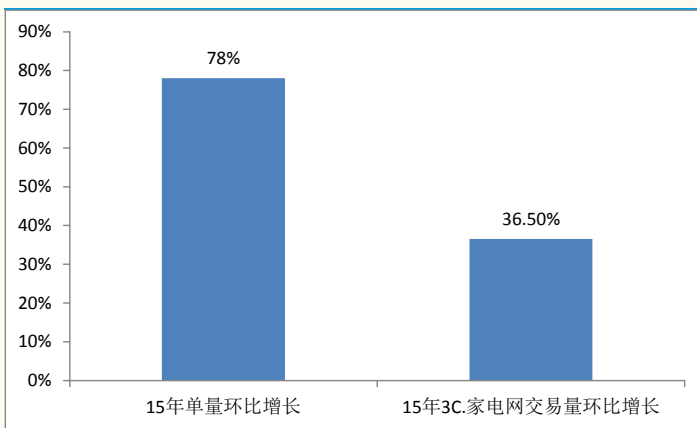
- 随着电子商务的高速发展，物流业务量成指数型增长，大件商品通过电商渠道的销售量也得到了快速增长，使传统小物件物流正逐步向多件、大物件物流转型。至 2015 年全国规模以上快递业务量达到 207 亿件，同比增长 48%，居家大物件物流单量环比增长 78%。同时从消费者网上购物习惯来看，大宗家电及家装等大件商品也逐步成为网络消费主要商品。伴随着物流多数、大件化发展，传统在市区使用物流运输工具三轮车及摩托车已经不足以满足需求，新能源物流车在载装量及成本上具有明显优势。一般市场上的新能源物流车载重量为传统三轮车的 3-4 倍，且相较于传统燃油车燃油成本也可节省约 20%-30%。

图表 17：快递业务量高速增长



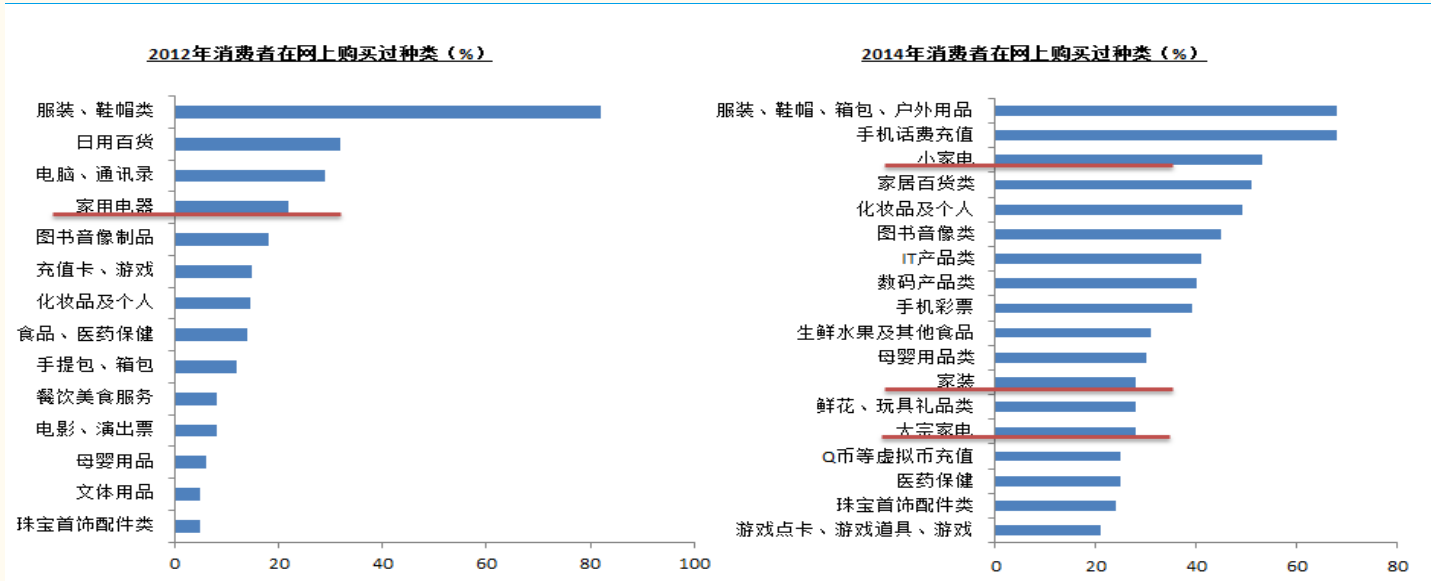
来源：wind，国金证券研究所

图表 18：15 年居家大物件物流量环比增速



来源：易观智库，国金证券研究所

图表 19：大件商品通过电商渠道销售量在增加



来源：中国产业信息，国金证券研究所

- 同时由于新能源物流车具有低成本及环保等优势，国家采取多种措施全面支持新能源物流车的推广。主要有经济及通行两方面措施：1) 国家及各方对于符合规定的新能源汽车均出台了相关的补贴规定，一般基本按国家地方 1:1 比例进行补贴。2) 多地对新能源车采取通行优惠，如不限号、不限行、免费通行、免费停车等优惠。同时新能源汽车由于其环保属性不受大城市限排影响。

分时租赁突破电动车推广瓶颈

- 公司于 2014 年设立苏州新宁新能源汽车发展有限公司，推出新能源物流车租赁业务，现主要提供分时租赁、以租代售等业务，车型为小物流车、箱式货车。现公司在苏州进行试点，拥有新能源电动车近百量。
- 分时租赁为新能源物流车推广的较好切入口。受制于续航能力，微小新能源车每天可行驶 150-250 公里，充电要花费 6-8 小时，且目前充电桩网络不完善。对于物流公司，分时租赁可提供充电及维修配套服务，可解决配套设备不完善的缺陷，同时从时间上灵活性更强，保证配送效率。

新能源物流车与亿程信息协同效应明显

- 公司同时开展新能源物流车及车联网业务，未来可产生明显协同效应。1) 通过亿程信息车辆卫星定位系统，可实时跟踪车辆状态，对租赁车辆进行实时管理。2) 亿程开发的远程控制系统可以对新能源汽车实现开关控制。车联网业务使公司新能源电车租赁业务更加智能化，管理效率更高。

盈利预测

- 公司传统仓储及仓储增值服务受宏观经济影响，预计 16-18 年保持稳定增长，营收增长率为 10%，15%及 15%。
- 代理报关业务。考虑跨境电子商务依旧持续高增长，预计 16-18 年营收增速为 10%，30%及 30%。
- 新能源汽车租赁业务，现公司拥有新能源物流车近百辆，预计本年年平均拥有 500 辆左右，17 年达到 5000 辆。每车每日租金 50 元，预计出租率为 30%。所以预计 16-18 年该业务营收为 270 万，2500 万及 3000 万元。
- 卫星定位业务，根据业绩承诺，预计 2016-18 年营收均有约 30%的增长。2015 年为达到业绩承诺主要原因是 2015 年下半年公司车联网产品才研发成功，尚未达到规模效应，于 2015 年末正式投产。预计下半年产生规模效应，业绩开始高速增长。产生规模效应后，该业务毛利率也将随之上升。

图表 20：收入及毛利率预测

营 收 增 长 率	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
仓储及仓储增值服务	31%	13%	15%	2%	10%	15%	15%
代理送货服务	-12%	16%	1%	42%	30%	30%	30%
服务及软件					300%	30%	30%
食品贸易				3364%	20%	20%	20%
代理报关服务	17%	7%	-1%	-6%	5%	8%	8%
代理报检服务	10%	16%	29%	6%	10%	10%	10%
新能源汽车租赁					270 万	2500 万	3000 万
毛 利 率							
仓储及仓储增值服务	43%	38%	38%	27%	30%	30%	30%
代理送货服务	20%	7%	6%	11%	10%	10%	10%
服务及软件				48%	55%	55%	55%
食品贸易			75%	4%	5%	5%	5%
代理报关服务	47%	49%	41%	42%	45%	45%	45%
代理报检服务	70%	76%	83%	88%	88%	88%	88%
新能源汽车租赁					70%	70%	70%

来源：国金证券研究所

估值与投资评级

- 预计公司 2016-18 年 EPS 为 0.25/0.34/0.41 元/股。公司提供智能化保税仓储业务；并购亿程信息，进军车联网；借电子商务高速发展之利，布局跨境电商；全面布局智能物流。同时设立子公司，提供新能源物流车租赁业务，顺应物流多数、大件化趋势，解决新能源物流车推广瓶颈，未来可与亿程信息协同对车辆进行管理监控。车联网市场空间广阔，试水跨境电商业务成效明显可在其他地区推广复制，新能源物流车租赁业务受国家大

力扶持，公司中长期业绩将迎来爆发式增长。考虑到公司处于快速成长阶段，短期业绩可能不达预期，给与“增持”评级。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	368	404	590	946	1,193	1,481
增长率		9.8%	46.0%	60.3%	26.0%	24.2%
主营业务成本	-252	-278	-433	-611	-761	-943
%销售收入	68.4%	68.8%	73.3%	64.5%	63.8%	63.7%
毛利	116	126	157	336	432	538
%销售收入	31.6%	31.2%	26.7%	35.5%	36.2%	36.3%
营业税金及附加	-3	-1	-2	-3	-4	-5
%销售收入	0.8%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-16	-22	-36	-57	-72	-89
%销售收入	4.5%	5.3%	6.1%	6.0%	6.0%	6.0%
管理费用	-80	-85	-116	-170	-215	-267
%销售收入	21.8%	21.1%	19.6%	18.0%	18.0%	18.0%
息税前利润 (EBIT)	17	18	3	105	142	177
%销售收入	4.5%	4.4%	0.6%	11.1%	11.9%	12.0%
财务费用	-7	-6	-3	-11	-15	-21
%销售收入	2.0%	1.4%	0.5%	1.1%	1.2%	1.4%
资产减值损失	-1	-1	-105	-3	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	5	5	10	10	10
%税前利润	17.6%	28.5%	-5.4%	9.8%	7.3%	6.0%
营业利润	12	16	-100	101	136	165
营业利润率	3.2%	4.1%	n.a	10.7%	11.4%	11.1%
营业外收支	5	1	-1	1	1	1
税前利润	17	17	-101	102	137	166
利润率	4.6%	4.3%	n.a	10.8%	11.5%	11.2%
所得税	-10	-9	-8	-26	-34	-41
所得税率	60.8%	50.2%	n.a	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	7	9	-108	77	103	124
少数股东损益	2	2	2	2	2	2
归属于母公司的净利润	5	6	-110	75	101	122
净利率	1.3%	1.6%	n.a	7.9%	8.4%	8.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	7	9	-108	77	103	124
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	26	29	140	49	66	82
非经营收益	5	1	-4	6	8	15
营运资金变动	-12	-25	-58	-5	-73	-85
经营活动现金净流	26	14	-30	127	105	136
资本开支	-52	-42	-60	-212	-214	-214
投资	-9	-5	-50	-10	-10	-10
其他	0	12	33	10	10	10
投资活动现金净流	-61	-34	-77	-212	-214	-214
股权募资	2	0	221	0	0	0
债权募资	20	-14	91	6	79	103
其他	1	-11	-8	-17	-19	-26
筹资活动现金净流	23	-26	303	-10	59	78
现金净流量	-12	-46	196	-95	-50	0

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	199	185	345	250	200	200
应收款项	100	118	350	373	470	583
存货	0	1	107	125	156	194
其他流动资产	17	132	79	102	124	151
流动资产	315	436	881	850	950	1,128
%总资产	58.6%	63.9%	51.3%	45.6%	44.7%	46.1%
长期投资	21	29	122	132	142	152
固定资产	155	173	204	365	507	634
%总资产	28.8%	25.3%	11.9%	19.6%	23.9%	25.9%
无形资产	46	45	496	503	511	518
非流动资产	223	246	837	1,014	1,173	1,317
%总资产	41.4%	36.1%	48.7%	54.4%	55.3%	53.9%
资产总计	538	682	1,718	1,863	2,123	2,446
短期借款	89	77	209	211	279	373
应付款项	59	209	212	255	318	394
其他流动负债	29	20	42	61	77	95
流动负债	177	306	463	527	674	862
长期贷款	0	10	39	44	54	64
其他长期负债	1	1	20	20	20	20
负债	179	317	522	591	748	946
普通股股东权益	336	341	1,169	1,244	1,345	1,467
少数股东权益	24	24	26	28	30	32
负债股东权益合计	538	682	1,718	1,863	2,123	2,446

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.055	0.036	-0.369	0.251	0.338	0.411
每股净资产	3.733	1.892	3.927	4.178	4.516	4.927
每股经营现金净流	0.285	0.079	-0.100	0.427	0.352	0.458
每股股利	0.150	0.050	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	1.46%	1.89%	-9.39%	6.01%	7.48%	8.34%
总资产收益率	0.91%	0.94%	-6.39%	4.02%	4.74%	5.00%
投入资本收益率	1.46%	1.98%	0.25%	5.16%	6.20%	6.85%
增长率						
主营业务收入增长率	13.02%	9.76%	46.00%	60.32%	26.05%	24.17%
EBIT 增长率	-13.76%	7.68%	-81.00%	#####	34.40%	25.21%
净利润增长率	-47.44%	31.05%	N/A	N/A	34.48%	21.62%
总资产增长率	12.98%	26.73%	151.89%	8.46%	13.96%	15.18%
资产管理能力						
应收账款周转天数	83.1	85.1	130.0	130.0	130.0	130.0
存货周转天数	0.8	0.7	45.6	75.0	75.0	75.0
应付账款周转天数	57.4	67.5	99.8	125.0	125.0	125.0
固定资产周转天数	129.8	155.8	115.3	114.6	103.8	90.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-30.46%	-26.83%	-8.09%	0.37%	9.71%	15.78%
EBIT 利息保障倍数	2.3	3.2	1.1	10.0	9.5	8.3
资产负债率	33.21%	46.50%	30.40%	31.71%	35.24%	38.69%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

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为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