

2016 年 7 月 5 日
首次覆盖
强烈推荐

——天海投资（600751）公告点

评

最近 52 周走势：



相关研究报告：

报告作者：

分析师：陈晓
执业证书编号：S0590513120001

联系人：

陈晓王正成
电话：0510-85613713
Email: chenx@glsc.com.cn
wangzc@glsc.com.cn;

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。
国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

事件：

天海投资 7 月 5 日公告，公司拟通过自有资金、联合投资和银行借款共计约 60.09 亿美元收购全球最大的 IT 分销商 IMI 100% 股权，联合投资方为国华人寿。其中，公司自有资金为 87 亿元，联合投资方国华人寿投资金额为 40 亿元，剩余部分为银行借款。

点评：

- **航运市场持续低迷，转型升级已迫在眉睫。**自 2008 年航运业的高峰之后，伴随着全球金融危机的全面爆发，航运业整体景气程度直线下降，全球航运业景气的主要指标波罗的海干散货运价指数虽然在 2013 年曾小幅回升，但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，BDI 指数近年来持续走低，2016 年 2 月以来更是连续创下历史新低。由于市场低迷，2015 年以来已有美国 GMI、丹麦船公司 Copenship、韩国大波航运公司等多家航运企业陆续宣告破产。基于供求失衡的局面，国内沿海航运市场亦未出现复苏迹象，中国的船公司、港口业和航运服务企业的景气指数值均处于不景气区间，整体经营情况不断恶化，行业进入深度调整期，公司转型升级已迫在眉睫。
- **“走出去”战略为国内企业跨国并购提供了良好机遇。**随着综合国力的不断提升，面对当前国际经济发展的新形势和新特点，国家根据海内外发展情况提出了“走出去”的战略，并出台了一系列的相关政策，支持企业加快国际化经营的步伐。党的第十八次报告中明确指出要“加快走出去步伐，增强企业国际化经营能力，培育一批世界水平的跨国公司”。2015 年国务院《政府工作报告》指出：“加快实施走出去战略。实行以备案制为主的对外投资管理方式。拓宽外汇储备运用渠道，健全金融、信息、法律、领事保护服务。让中国企业走得稳、走得远，在国际竞争中强筋健骨、发展壮大。”在国家“一带一路”的战略布局及相关政策支持下，

通过海外收购整合资源并形成全球产业布局已经成为国内企业探求发展空间、实现产业转型升级、迈向国际化的重要方式。

- **实现公司战略发展规划，打造全球 IT 供应链综合服务商。** 本公司原有业务较为单一，主营航运业务。基于供求失衡加剧，国内沿海航运市场景气度呈现较大下滑，运价大幅下跌，景气持续低迷，公司主营业务短期内面临困难局面。2015 年起，公司进行业务升级，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，打造物流金融基础信用平台及物流运输资源与业务交易平台、逐步搭建物流全供应链金融服务产业体系。标的公司 IMI 作为 IT 供应链综合服务商，具有全球领先的 IT 产品分销业务基础，在供应链解决方案设计、仓储管理、第四方物流等具有较为突出的优势。本次交易完成后，上市公司将进入 IT 供应链综合服务行业，实现公司主业的战略发展规划。本次交易将改善上市公司的业务格局，有利于公司长远健康发展。
- **盈利预测及估值：** 本次交易完成后，IMI 成为上市公司的子公司，将从根本上改善公司的资产质量，实现公司主业的战略发展规划，有利于大幅提高上市公司的价值，实现公司的可持续发展。此外，本次收购将快速建立国际市场对于上市公司的认知度，大大提升上市公司的国际影响力，实现上市公司的国际化。预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.69 元，0.73 元和 0.80 元，首次覆盖并给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示：** 本次交易的审批风险，IT 供应链市场竞争持续加剧的风险。

单位：百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	720.2	241,289.3	278,761.5	301,870.9
YOY	70.01%	33403.67%	15.53%	8.29%
归属母公司净利润	246.7	2,004.8	2,122.3	2,328.6
EPS(元)	0.09	0.69	0.73	0.80
P/E	71.8	8.8	8.3	7.6
P/B	1.5	1.3	1.1	1.0

数据来源：国联证券研究所

财务报表预测与财务指标

单位: 百万

利润表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	资产负债表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	423.6	720.2	241,289.3	278,761.5	301,870.9	现金	12,289.7	8,955.7	2,412.9	29,332.6	3,018.7
YOY(%)	26.3%	70.0%	33403.7%	15.5%	8.3%	交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业成本	392.8	655.8	225,895.1	261,952.2	283,396.4	应收款项净额	102.3	323.2	172,339.6	13,615.9	161,050.4
营业税金及附加	0.8	2.2	651.5	808.4	935.8	存货	7.1	4.4	5,384.3	1,790.5	6,759.7
销售费用	0.0	8.1	1,134.1	1,142.9	1,267.9	其他流动资产	2.3	3,280.7	0.0	0.0	0.0
占营业收入比(%)	0.0%	1.1%	0.5%	0.4%	0.4%	流动资产总额	12,401.4	12,563.9	180,136.8	44,738.9	170,828.8
管理费用	56.6	94.1	10,158.3	10,146.9	9,901.4	固定资产净值	134.9	131.7	110.4	89.2	67.9
占营业收入比(%)	13.4%	13.1%	4.2%	3.6%	3.3%	减: 资产减值准备	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT	97.5	201.2	4,196.7	5,135.1	6,595.8	固定资产净额	134.9	131.7	110.4	89.2	67.9
财务费用	19.2	-96.0	1,407.7	2,555.4	3,982.1	工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
占营业收入比(%)	4.5%	-13.3%	0.6%	0.9%	1.3%	在建工程	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
资产减值损失	-130.5	-4.9	0.0	0.0	0.0	固定资产清理	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	1.6	231.8	1,385.4	1,476.0	1,591.0	固定资产总额	134.9	131.7	110.4	89.2	67.9
营业利润	86.3	292.8	3,428.1	3,631.7	3,978.4	无形资产	0.0	1.1	26,853.1	53,705.1	80,557.0
营业外净收入	-6.8	1.7	12.3	7.3	23.9	长期股权投资	0.0	0.0	1,385.4	2,861.4	4,452.4
利润总额	79.5	294.5	3,440.4	3,639.0	4,002.3	其他长期资产	0.0	1.6	1.5	1.3	1.1
所得税	0.6	46.7	513.8	540.7	602.8	资产总额	12,536.4	12,698.3	208,487.1	101,395.8	255,907.3
所得税率(%)	0.8%	15.9%	14.9%	14.9%	15.1%	循环贷款	11.0	4.0	20,194.5	0.0	23,240.9
净利润	78.9	247.7	2,926.7	3,098.2	3,399.5	应付款项	385.6	466.1	154,985.2	46,837.6	156,556.2
占营业收入比(%)	18.6%	34.4%	1.2%	1.1%	1.1%	预提费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
少数股东损益	0.0	1.0	921.9	975.9	1,070.8	其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
归属母公司净利润	78.9	246.7	2,004.8	2,122.3	2,328.6	流动负债	396.6	470.1	175,179.7	46,837.6	179,797.1
YOY(%)	160.6%	212.5%	712.6%	5.9%	9.7%	长期借款	0.0	0.0	18,152.5	36,305.0	54,457.5
EPS (元)	0.03	0.09	0.69	0.73	0.80	应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
						其他长期负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	负债总额	646.6	470.1	193,332.2	83,142.6	234,254.6
成长能力						少数股东权益	(9.4)	(8.5)	90.1	1,012.0	1,988.0
营业收入	26.3%	70.0%	33403.7%	15.5%	8.3%	股东权益	11,886.7	12,226.6	15,153.3	18,251.5	21,651.0
营业利润	37.5%	239.1%	1070.8%	5.9%	9.5%	负债和股东权益	12,533.2	12,696.7	208,485.5	101,394.1	255,905.6
净利润	160.6%	212.5%	712.6%	5.9%	9.7%						
获利能力						现金流量表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
毛利率(%)	7.3%	8.9%	6.4%	6.0%	6.1%	税后利润	78.9	247.7	2,926.7	3,098.2	3,399.5
净利率(%)	18.6%	34.4%	1.2%	1.1%	1.1%	加: 少数股东损益	(0.0)	1.0	921.9	975.9	1,070.8
ROE(%)	0.7%	2.0%	14.2%	13.0%	12.5%	公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA(%)	0.8%	1.6%	2.0%	5.1%	2.6%	折旧和摊销	7.3	0.0	3,506.0	4,236.3	5,348.1
偿债能力						营运资金的变动	43.7	(290.6)	(23,719.6)	49,969.8	(47,027.3)
流动比率	19.18	26.73	1.03	0.96	0.95	经营活动现金流	130.0	(42.9)	(17,286.9)	57,304.3	(38,279.7)
速动比率	19.17	19.74	1.00	0.92	0.91	短期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
资产负债率%	5.2%	3.7%	92.7%	82.0%	91.5%	长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营运能力						固定资产投资	(0.6)	(3,459.8)	(26,842.7)	(26,846.5)	(26,834.0)
总资产周转率	3.4%	5.7%	115.7%	274.9%	118.0%	投资活动现金流	(0.6)	(3,459.8)	(26,842.7)	(26,846.5)	(26,834.0)
应收账款周转天数	66.7	131.5	216.2	11.2	155.9	股权融资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
存货周转天数	6.6	2.4	8.7	2.5	8.7	长期贷款的增加/(减少)	0.0	0.0	100.0	100.0	0.0
每股指标(元)						公司债券发行/(偿还)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
每股收益	0.03	0.09	0.69	0.73	0.80	股利分配	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
每股净资产	4.10	4.19	4.88	5.61	6.41	计入循环贷款前融资活:	(18.0)	93.2	(756.2)	(1,496.1)	(2,593.5)
估值比率						循环贷款的增加(减少)	12,089.6	(385.9)	38,343.0	(2,042.0)	41,393.4
P/E	224.4	71.8	8.8	8.3	7.6	融资活动现金流	12,071.6	(292.7)	37,586.8	(3,538.1)	38,799.9
P/B	1.5	1.5	1.3	1.1	1.0	现金净变动额	12,200.9	(3,795.3)	(6,542.8)	26,919.7	(26,313.8)

无锡

国联证券股份有限公司研究所

江苏省无锡市滨湖区金融一街8号楼国联金融大厦9F

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

北京

国联证券股份有限公司研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司研究所

广东省深圳市福田区福华三路卓越世纪中心1号楼2401室

电话: 0755-82556064

传真: 0755-82556064

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上
	推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上
	观望	股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来6个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来6个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来6个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

免责条款:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写,本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该认为该信息是准确和完整的。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和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会,还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。