

# 万林股份 (603117) \ 交通运输

——基础物流业务逆势大增，行业领跑者地位得到巩固

## 事件:

公司发布中报，报告期内，公司实现营业收入 203,389,215.24 元，比上年同期下降 3.57%；归属于上市公司股东的净利润 47,238,362.86 元，比上年同期增长 13.91%。

## 投资要点:

➤ **装卸及贸易代理业务双双出现下滑，基础物流业务逆势大增。**2016 年上半年，全国进口木材货值下降 9.8%，公司作为专注于木材流通领域的现代物流企业，不可避免的受到相关行业大环境的影响，上半年总营收有所下降。分项来看，公司上半年装卸业务实现营收8427万元，同比下降9.43%，主要由于装卸业务中的散货业务量出现下降；贸易代理业务实现营收8606万元，同比下降8.74%，主要受汇率变化和结算的影响。与此同时，面对市场需求增长放缓、竞争日趋激烈的外部经营环境，公司持续加大经营力度，基础物流业务实现营收3305.6万元，同比大幅增长40.19%。由于基础物流业务毛利率相对较低，受装卸及贸易代理业务毛利率下降影响，公司上半年整体毛利率65.67%，同比下降4.21pct。

➤ **消费升级提升木材进口景气度，定增巩固公司木材供应链领跑者地位。**随着国民生活水平的不断提高，健康与环保逐渐成为关注的重点，在装修过程中人们越来越倾向于选择天然木材家具替代人造材料家具。考虑到我国林木资源相对匮乏，且2017年起将全面禁伐天然商品林，我们预计经过最近两年的低迷后，未来我国木材进口依存度将持续提升。此外，公司定增项目已顺利过会实施在即。公司通过此次定增投资建设“木材供应链管理一体化服务平台”和“物流网点工程”两大项目，将强化公司在木材供应链领域内综合物流服务竞争力，逐步实现由“综合物流服务提供商”向“供应链管理集成服务提供商”的转变，进一步巩固公司在业内的领跑者地位。

投资建议:

推荐  
首次覆盖

当前价格:

17.39 元

目标价格:

20.00 元

## 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	410/410
流通 A 股市值 (百万元)	4,446
每股净资产 (元)	3.33
资产负债率 (%)	64.07
一年内最高/最低 (元)	34.23/15.51

## 一年内股价相对走势



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

## 相关报告

财务数据和估值	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	436.11	379.69	418.99	516.95	659.01
增长率 (%)	24.24%	-12.94%	10.35%	23.38%	27.48%
EBITDA (百万元)	256.26	201.94	254.29	312.11	376.33
净利润 (百万元)	111.09	73.59	100.69	141.42	186.26
增长率 (%)	-7.40%	-33.75%	36.82%	40.45%	31.71%
EPS (元/股)	0.27	0.18	0.25	0.34	0.45
市盈率 (P/E)	64.26	97.00	70.90	50.48	38.33
市净率 (P/B)	7.32	5.25	4.89	4.46	3.99
EV/EBITDA	30.93	43.36	34.28	28.98	24.08

数据来源: 公司公告, 国联证券研究所

➤ **投资建议：**公司提供的物流服务已经涵盖了木材进口供应链多个流通环节，集成服务能力的优势使公司在行业竞争过程中始终处于优势地位。公司是目前两市唯一一家木材供应链相关标的，我们预计公司此次募投项目落地后未来两年业绩将逐步得到释放。在不考虑此次定增的前提下，预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.25 元，0.34 元和 0.45 元，首次覆盖并给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**募投项目达产率低于预期，人民币汇率大幅波动。

**资产负债表**

单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	448.82	284.69	335.19	413.56	527.21
应收账款+票据	2,056.31	1,857.79	2,025.39	2,425.43	2,765.56
预付账款	6.16	6.98	6.24	8.53	11.44
存货	1.20	1.23	1.17	1.61	1.64
其他	221.22	222.69	219.43	231.59	227.42
<b>流动资产合计</b>	<b>2,736.06</b>	<b>2,373.38</b>	<b>2,587.42</b>	<b>3,080.73</b>	<b>3,533.27</b>
长期股权投资	8.21	7.83	7.83	7.83	7.83
固定资产	739.10	740.36	679.78	615.71	548.28
在建工程	0.82	12.65	0.00	0.00	0.00
无形资产	191.69	232.20	227.02	221.84	216.67
其他非流动资产	33.24	33.25	33.64	32.68	34.66
<b>非流动资产合计</b>	<b>973.06</b>	<b>1,026.30</b>	<b>948.27</b>	<b>878.07</b>	<b>807.44</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,709.12</b>	<b>3,399.68</b>	<b>3,535.70</b>	<b>3,958.79</b>	<b>4,340.71</b>
短期借款	1,894.29	1,597.70	1,558.25	1,885.55	1,903.36
应付账款+票据	9.52	10.81	10.26	12.88	18.17
其他	766.76	411.43	486.76	438.52	611.07
<b>流动负债合计</b>	<b>2,670.57</b>	<b>2,019.94</b>	<b>2,055.27</b>	<b>2,336.95</b>	<b>2,532.61</b>
长期带息负债	40.00	20.00	20.00	20.00	20.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	22.71	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>62.71</b>	<b>20.00</b>	<b>20.00</b>	<b>20.00</b>	<b>20.00</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,733.27</b>	<b>2,039.94</b>	<b>2,075.27</b>	<b>2,356.95</b>	<b>2,552.61</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	350.50	410.50	410.50	410.50	410.50
资本公积	162.30	411.88	411.88	411.88	411.88
留存收益	463.04	537.35	638.04	779.46	965.72
<b>股东权益合计</b>	<b>975.84</b>	<b>1,359.73</b>	<b>1,460.42</b>	<b>1,601.84</b>	<b>1,788.10</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,709.12</b>	<b>3,399.68</b>	<b>3,535.70</b>	<b>3,958.79</b>	<b>4,340.71</b>

**现金流量表**

单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
净利润	104.58	70.61	96.16	136.73	182.36
折旧摊销	31.99	33.96	65.23	65.23	65.23
财务费用	90.51	72.71	54.97	58.80	62.82
存货减少	-0.49	-0.03	0.06	-0.44	-0.03
营运资金变动	-92.83	-333.31	-88.81	-460.12	-161.02
其它	60.36	176.82	13.20	4.03	7.39
<b>经营活动现金流</b>	<b>194.11</b>	<b>20.76</b>	<b>140.80</b>	<b>-195.77</b>	<b>156.74</b>
资本支出	70.22	66.09	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	244.00	0.00	0.00	0.00
其他	2.85	192.32	4.13	5.63	1.91
<b>投资活动现金流</b>	<b>-67.37</b>	<b>-117.77</b>	<b>4.13</b>	<b>5.63</b>	<b>1.91</b>
债权融资	-27.64	-131.41	-39.45	327.30	17.81
股权融资	0.00	322.80	0.00	0.00	0.00
其他	-85.82	-89.69	-54.97	-58.80	-62.82
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-113.46</b>	<b>101.70</b>	<b>-94.42</b>	<b>268.50</b>	<b>-45.01</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>13.31</b>	<b>6.48</b>	<b>50.51</b>	<b>78.37</b>	<b>113.65</b>

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明: 我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

**利润表**

单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	<b>436.11</b>	<b>379.69</b>	<b>418.99</b>	<b>516.95</b>	<b>659.01</b>
营业成本	147.66	130.84	142.00	176.90	224.66
营业税金及附加	0.75	0.72	0.88	1.19	1.45
营业费用	9.09	8.29	9.18	10.55	14.04
管理费用	55.45	56.13	57.78	68.24	87.45
财务费用	90.19	80.85	67.75	73.74	80.88
资产减值损失	8.29	14.28	13.20	4.03	7.39
公允价值变动收益	3.02	-2.35	0.49	1.39	0.20
投资净收益	3.49	4.21	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>131.20</b>	<b>90.44</b>	<b>128.70</b>	<b>183.70</b>	<b>243.35</b>
营业外净收益	4.71	8.21	5.39	4.39	4.93
<b>利润总额</b>	<b>135.90</b>	<b>98.65</b>	<b>134.09</b>	<b>188.09</b>	<b>248.28</b>
所得税	24.81	25.06	33.40	46.68	62.02
<b>净利润</b>	<b>111.09</b>	<b>73.59</b>	<b>100.69</b>	<b>141.42</b>	<b>186.26</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>111.09</b>	<b>73.59</b>	<b>100.69</b>	<b>141.42</b>	<b>186.26</b>

**主要财务比率**

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>					
营业收入	24.24%	-12.94%	10.35%	23.38%	27.48%
EBIT	11.02%	-25.10%	12.55%	30.59%	26.01%
EBITDA	10.02%	-21.20%	25.92%	22.74%	20.57%
归属于母公司净利润	18.33%	-33.75%	36.82%	40.45%	31.71%
<b>获利能力</b>					
毛利率	66.14%	65.54%	66.11%	65.78%	65.91%
净利率	25.47%	19.38%	24.03%	27.36%	28.26%
ROE	11.38%	5.41%	6.89%	8.83%	10.42%
ROIC	6.85%	4.37%	4.61%	5.95%	6.54%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	73.69%	60.00%	58.69%	59.54%	58.81%
流动比率	1.02	1.17	1.26	1.32	1.40
速动比率	0.94	1.06	1.15	1.22	1.30
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2.11	2.03	2.05	1.92	1.75
存货周转率	122.84	106.43	121.42	110.17	137.27
总资产周转率	0.12	0.11	0.12	0.13	0.15
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.27	0.18	0.25	0.34	0.45
每股经营现金流	0.47	0.05	0.34	-0.48	0.38
每股净资产	2.38	3.31	3.56	3.90	4.36
<b>估值比率</b>					
市盈率	64.26	97.00	70.90	50.48	38.33
市净率	7.32	5.25	4.89	4.46	3.99
EV/EBITDA	30.93	43.36	34.28	28.98	24.08
EV/EBIT	35.35	52.13	46.11	36.63	29.13

**投资评级说明**

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%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	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

**一般声明**

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

**特别声明**

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

**无锡**

国联证券股份有限公司 研究所  
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层  
 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