

2016年09月04日

天海投资 (600751.SH)

收购英迈布局全球 IT 供应链，做强金融打开未来空间

■**航运主营难言复苏，外延收购改善业务结构：**航运业表现持续低迷，公司传统主业难言复苏。更名为“天海投资”后彻底开启外延并购大周期，先后向深圳前海航空航运交易中心有限公司增资成为其控股股东、收购海航供应链管理（深圳）有限公司全部股权、收购中合担保部分股权，包括 16 年拟收购的英迈国际 100% 股权。

■**关注存量业务三亮点：**公司前期通过收购产生的业务存在亮点，如收购前海航交所探索互联网+资产交易模式，当前日交易流量在超亿元水平，预计全年将贡献千万级利润；收购中合担保打造金融担保体系，未来至少贡献千万级利润；收购的天海金服创造了半年超 10 亿元的收入，未来拟打造商贸领域供应链金融服务平台，贡献利润应近亿元级别。

■**拟收购英迈将为公司带来增量利润：**英迈是 IT 产品传统分销及供应链综合服务行业的龙头，也是集 IT 产品分销及技术解决方案、移动设备及生命周期服务、电子商务供应链服务和云服务为一体的供应链综合服务提供商。收购完成后，基于英迈庞大的收入体量上，我们预计 2017 年将为公司带来约 7.64 亿元的利润增量。

■**未来看点在于引领 IT 产业走出国门及英迈业务与供应链金融的整合：**未来公司的看点是海航集团或将英迈的业务作为整个集团战略布局的一部分协同发展。一方面，公司或发挥英迈国际的渠道优势引领中国 IT 行业整体走出国门，另一方面，公司或将供应链金融业务与海航自身的业务以及英迈的 IT 供应链综合管理业务整合发挥更大优势。此整合在英迈国际超 2650 亿元的业务收入的基础上有较大的发展空间。

■**投资建议：**买入-A 投资评级，6 个月目标价 12.80 元。我们预计收购英迈后收入水平会有很大提升，公司 2016 年-2018 年的净利润增速分别为-67%、1011%、8%，首次给予买入-A 的投资评级。

■**风险提示：**IT 行业整体不景气，国际政策风险，与英迈国际的整合风险。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	423.6	720.2	2,840.1	290,976.3	300,608.5
净利润	78.9	246.7	80.3	891.5	965.3
每股收益(元)	0.03	0.09	0.03	0.31	0.33
每股净资产(元)	4.10	4.19	4.21	4.52	4.85

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	327.3	104.7	321.9	29.0	26.8
市净率(倍)	2.2	2.1	2.1	2.0	1.8
净利润率	18.6%	34.3%	2.8%	0.3%	0.3%
净资产收益率	0.7%	2.0%	0.7%	6.8%	6.9%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	339.5%	-93.1%	0.7%	70.8%	5.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司深度分析

证券研究报告

航运

投资评级 买入-A

首次评级

6 个月目标价：12.80 元
 股价 (2016-09-02) 8.91 元

交易数据

总市值(百万元)	25,833.10
流通市值(百万元)	15,974.05
总股本(百万股)	2,899.34
流通股本(百万股)	1,792.82
12 个月价格区间	5.37/12.22 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-8.96	41.59	18.15
绝对收益	-6.11	45.83	15.08

姜明

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515080002
 jiangming@essence.com.cn
 021-35082325

相关报告

内容目录

1. 报告观点	4
2. 航运整体长期不景气拖累业绩	4
2.1. 天海投资传统主业长期亏损	4
2.2. 航运业短期难以真正复苏	4
3. 原募投项目被弃，新业务空间更大	6
3.1. 投资计划搁浅	6
3.2. 募集资金到位，开辟新业务板块	7
3.2.1. 收购前海航交所，构建交易所业务体系	7
3.2.2. 收购增资海航供应链，构建物流金融、物流管理新格局	8
3.2.3. 参股中合担保，布局担保领域	8
3.2.4. 拟大手笔收购英迈国际，转型供应链物流 IT 服务商	9
4. 拟收购英迈国际——大型 IT 产品传统分销及供应链综合服务商	9
4.1. 英迈国际主营业务为基于 IT 产品分销环节的供应链综合服务	9
4.2. 英迈国际在行业中处于规模上的龙头地位	13
4.3. 行业整体难再有快速增长，英迈国际的发展以稳为主	15
5. 拟收购英迈，公司将获得增量利润（1USD=6.6727CNY）	20
5.1. 收购后将改变公司的整体架构，每年贡献增量利润约 7.64 亿元利润	20
5.2. 公司或将受益于汇率结算，前期收购也将贡献一部分利润	21
5.3. 2016 年公司业绩难有起色，业绩改善或体现在 2017 年	22
6. 整合英迈国际，上市公司将同时面临机遇和挑战	22
6.1. 资源共享、优势互补，收购不会对英迈本身造成负面影响	22
6.2. 英迈收入体量巨大，如有效降低成本可能使公司业绩大超预期	23
6.3. 本次收购前后，公司仍将面临一系列挑战	23
7. 收购的意义不止于此，大股东强劲实力助力打开未来想象空间	23
7.1. 收购额排行前列，且收购标的为世界 500 强企业	23
7.2. 天海投资的大股东实力强劲	24
7.3. 本次收购意义深远，未来充满想象空间	26
8. 投资建议	27
8.1. 收入及利润率预测	27
8.2. 可比公司估值	28
8.3. 投资建议	28
9. 风险提示	28

图表目录

图 1: 天海投资历年船舶运输收入及毛利率	4
图 2: 天海投资近两年运量及船舶运营率	4
图 3: 全球集装箱运力（艘）	5
图 4: 进出口集装箱运价指数	5
图 5: 中国航运景气指数	6
图 6: 原油运输市场指数	6
图 7: 前海航交所股权结构	7

图 8: 典型的供应链金服流程图	8
图 9: 中合担保股权结构	9
图 10: 中合担保债券业绩 (亿元)	9
图 11: IT 产品分销及技术解决方案示意图	10
图 12: 移动设备及生命周期服务示意图	11
图 13: 电子商务供应链服务示意图	11
图 14: 云服务示意图	12
图 15: 英迈国际分地区收入 (亿美元)	13
图 16: 英迈国际分地区收入占比	13
图 17: 英迈国际可比上市公司业务简述	14
图 18: 国际数据 (IDC) 全球 IT 支出增速预测	15
图 19: 2015 年 IT 细分行业支出 (IDC 统计)	17
图 20: 国际数据 (IDC) 对细分行业支出增速预测	17
图 21: 英迈国际的仓储管理系统示意图	18
图 22: 英迈国际的费用水平 (%)	19
图 23: 2015 年初至今美元兑各主要货币升贬值状况	19
图 24: 我国近年中长期贷款利率	20
图 25: 英迈国际净利润 (万美元)	21
图 26: 2015 年至今人民币兑各主要货币升贬值状况	21
图 27: 2016 年至今人民币兑各主要货币升贬值状况	21
图 28: 天海投资的股权结构	24
图 29: 海航集团下属业务	25
图 30: 天海投资另一大股东国华人寿万能三号, 实际控制人为刘益谦	26
图 31: 我国作为收购方的跨国并购金额 (亿美元)	27
图 32: 2011 年至今我国非金融类对外直接投资状况	27
表 1: 我国 AAA 级担保公司业务规模	9
表 2: 近三年英迈年报公布的近年产品收入构成	12
表 3: 英迈国际各地区经营利润率	13
表 4: 英迈国际可比公司经营数据	15
表 5: 国际数据 (IDC) 全球分地区 IT 支出增速预测	15
表 6: 英迈近两年的收购事件	18
表 7: 天海投资对英迈国际的整合计划	22
表 8: 自发布收购计划以来的收购进度	23
表 9: 截至 2016 年 8 月 31 日, 我国 2016 年 IT 行业并购金额前五名:	24
表 10: 天海投资收入利润预测:	28
表 11: 天海投资可比上市公司估值情况 (2016-9-2 收盘)	28

1. 报告观点

由于行业整体景气度仍处于周期底部，天海投资（600751.SH）的传统航运业务的盈利能力短期内难言复苏，预计公司已不准备在航运领域过多投入，公司公告显示前期定向增发募集资金购买船舶的计划变更，而后转向收购供应链管理及物流金融领域的公司，布局供应链领域业务。16年公司有望凭借重头戏——拟现金收购英迈国际100%股权一举成为IT供应链综合服务商。英迈国际是全球IT供应链综合服务商中业务规模上的龙头，我们认为其规模优势和颇具竞争力的专业性服务使之有能力保持甚至扩大市场占有率，预计2017年英迈国际会为公司带来7.64亿元的利润增量。

此次收购的意义不仅是对公司业绩的增厚，战略上面，一方面海外并购符合“走出去”的国家战略需求：收购英迈国际或可利用其渠道优势促使中国IT产业更好的走出国门；另一方面则是是现有业务与收购资产可能形成的互补效应：公司有可能依托当前业务中供应链金融自身的发展以及控股股东海航物流的雄厚背景，将海航物流的业务体系及英迈的IT供应链综合服务业务体系与公司的供应链金融业务整合。结合2015年海航集团的年收入接近1900亿，英迈年收入更是超过2650亿人民币且应收账款占收入比重超过13%，因此未来供应链金融的市场空间十分广阔。

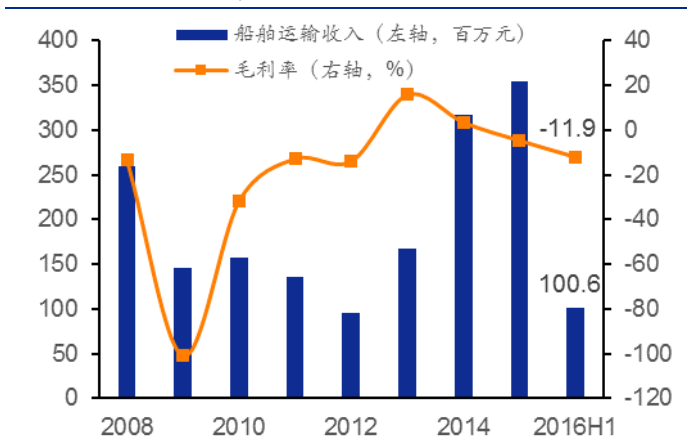
我们估计整合英迈后公司2016-2018年的EPS在0.03、0.31、0.33元，目标股价12.80元，对应2016-2018年PE427、41.7、38.4倍。

2. 航运整体长期不景气拖累业绩

2.1. 天海投资传统主业长期亏损

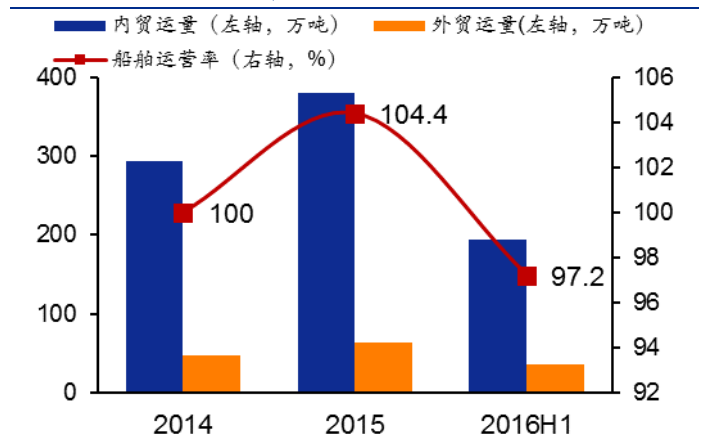
运力增长停滞，主业长期亏损：公司转型前的主业为集装箱运输。由于行业景气度处于周期底部，过去几年中仅2013-2014年毛利率短暂为正，其余年份全部经营亏损。2016上半年公司船舶运输收入1.01亿元，同比下降7.95%，毛利率为-11.92%，依然处于经营亏损状态。

图1：天海投资历年船舶运输收入及毛利率



资料来源：WIND、安信证券研究中心

图2：天海投资近两年运量及船舶运营率



资料来源：WIND、安信证券研究中心

2.2. 航运业短期难以真正复苏

航运业整体长期低迷：当前在全球经济面临较大衰退压力，众多刺激政策收效甚微，国

内经济增速放缓，硬着陆风险仍存的大背景下，航运业表现持续低迷。一方面，航运运输的主要商品如能源，矿石等的全球整体需求很难有进一步的增量，在全球经济整体不景气的背景下，多个国家和地区对大宗商品的需求总量降低；另一方面，运力过剩的问题依然存在。以集装箱运输为例，全球集装箱运力长期保持高位，供求不匹配造成运价长期低迷，去运力过程已经开始，从事航运的企业的生存现状不容乐观。

公司 2016 年公司中报显示，天海投资拥有自由集装箱船 3 艘，期租集装箱船 4 艘。公司以天津、上海、宁波、青岛为基本港，业务主要集中在国内。从国际运价指数来看，进出口集装箱运价指数 2015 年起出现明显下滑；从国内运价来看，北方国际集装箱运价指数和沿海集装箱运价指数 2015 年起持续低迷，不景气的行业基本面拖累了公司业绩。

图 3：全球集装箱运力（艘）



资料来源：WIND、安信证券研究中心

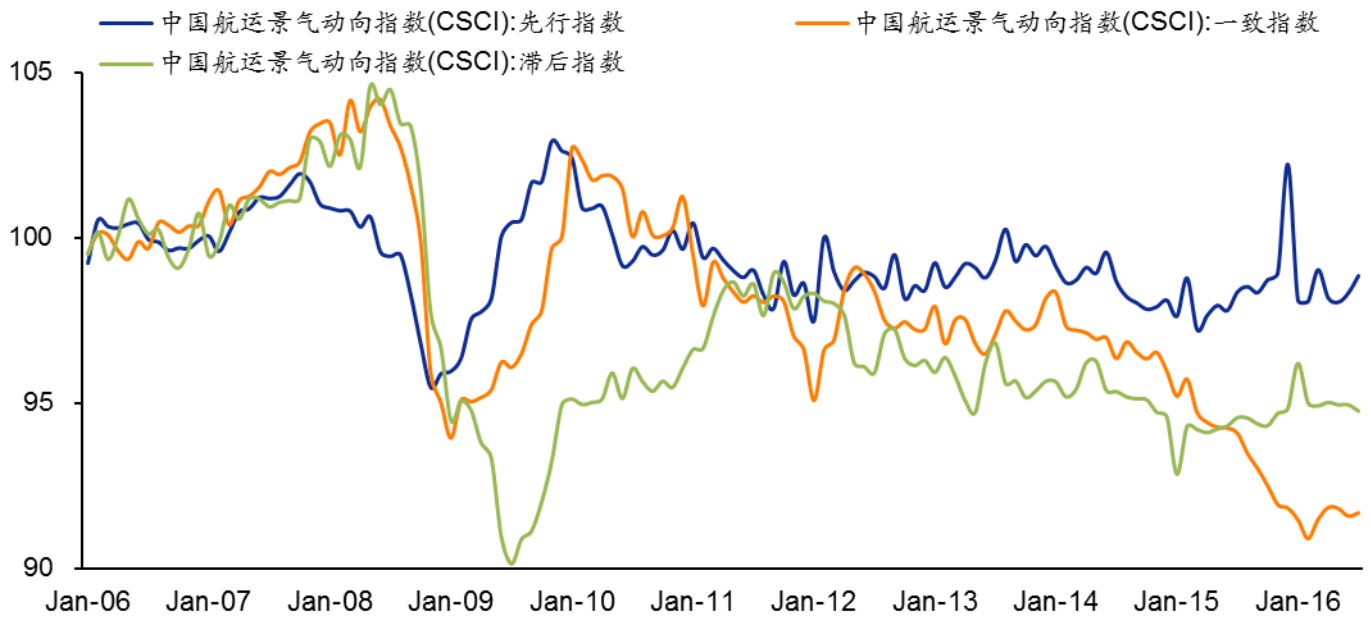
图 4：进出口集装箱运价指数



资料来源：WIND、安信证券研究中心

价格战中二线企业生存空间将更小：我国当前处于经济结构调整阵痛期和增速换挡期，这个期间驱动经济增长的新增量恐将很难出现在航运业所倚靠的传统行业中，因此我国的航运业短期难言复苏。从我国航运景气指数可以看出未来低迷的航运价格很大概率将持续，行业整体的复苏还很难看到。在行业整体不景气的时期，作为我国集装箱运输领域的二线企业天海投资不可避免的要与整合后的行业巨头中国远洋海运进行竞争。不同于干散货运，集装箱货运的运营成本要更高，行业的规模效应突出。中远中海合并后，中远承接中海的集装箱运输业务，会使行业集中度更高，更有可能更有效的发挥规模效应，因此二线企业如天海投资在集装箱运输领域的生存空间将进一步被压缩。

图 5：中国航运景气指数



资料来源：WIND、安信证券研究中心；

3. 原募投项目被弃，新业务空间更大

3.1. 投资计划搁浅

前期定增项目购买资产计划未能实施：2014 年年底，公司通过定向增发实际募集资金接近 118 亿，该部分资金目标投向是花费 36 亿元购买 10 艘 VLCC 油轮和花费 48 亿元购买 4 艘 LNG 船以及补充流动资金，以进军能源运输行业。但由于国际航运景气度和国内经济的低迷，LNG 方面，2015 年国内进口量首次出现负增长，需求端低迷造成 LNG 船收益水平持续降低。VLCC 方面，油价目前低迷已经维持了相当长的时间。而 VLCC 运输市场竞争也变得日趋激烈，2016 年油轮运价相较 2015 已现回落，三季度传统淡季运价更是持续下探，公司最终放弃原先募投项目。

图 6：原油运输市场指数



资料来源：WIND、安信证券研究中心；

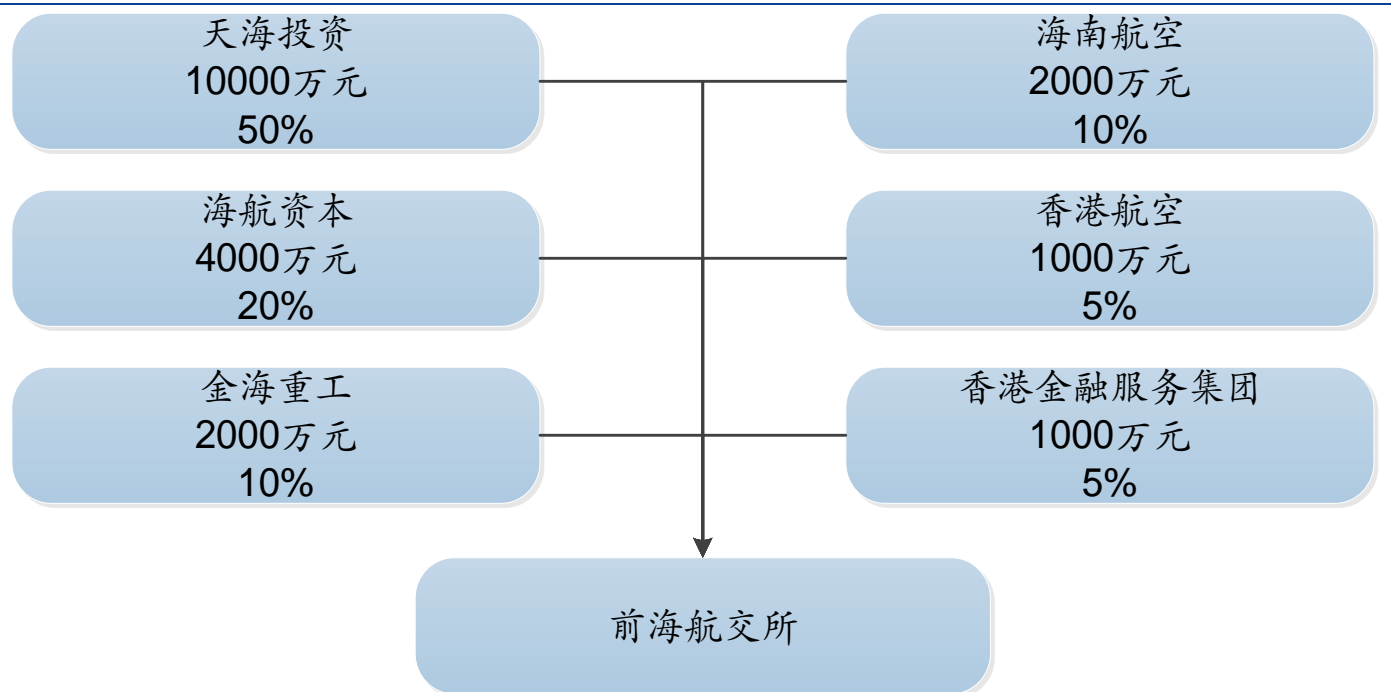
3.2. 募集资金到位，开辟新业务板块

募集资金已经到位，开辟新业务板块：2014 年的定向增发项目推进受阻，但是募集的资金并未全部闲置，2015 年公司利用这部分资金进行了一定程度上的业务拓展。

3.2.1. 收购前海航交所，构建交易所业务体系

2015 年公司以现金形式向深圳前海航空航运交易中心有限公司增资 1 亿元成为其控股股东，控股比例为 50%。截至 2015 年底，公司累计完成前海航交所目前已完成 2 条 VLCC 船，近 20 架通航飞机以及 10 架直升机的交易签约业务。平台累计交易额超过 126 亿元，注册用户超过 13 万人，机构会员数近 1100 家。2016 年上半年平台交易量进一步扩大，截至 8 月 31 日，平台累计交易额 302.39 亿元，且当前每日交易额在数亿元水平。上半年前海航空航运交易中心经营收入 4974 万元，比 2015 年全年的 2914 万元增长 70%；2015 年全年净利 201 万，净利率 6.7%，具有一定的收益能力。

图 7：前海航交所股权结构



资料来源：公司网站、安信证券研究中心；

三大体系开拓全新业务模式：前海航空航运交易中心有限公司以“立足深港、服务全国、面向世界”为定位，构建了“航空航运资产交易+航空航运电商+航空航运金融”的交易所业务体系，利用航交所独有的资质，以航付保产品为抓手，为航空航运企业提供安全有保障的船舶(飞机)交易结算、三方协议支付、运营结算服务，并以资产交易衍生的交易融资需求构建金融资产交易体系，提供资产交易、航运结算、投资融资、信用管理和航运衍生品“五位一体”物流金融解决方案，打造产融结合、虚实结合的互联网型交易所创导者。

航空航运资产交易及航空航运电商：前海航空航运交易中心“互联网+资产交易”模式开拓了传统航空航运交易交易新方式，船舶买卖双方可以通过互联网进行资产交易，有效降低时间、运营成本并提升风险控制。航空航运电商造航运资产交易的基础上为其提供现货电子交易平台和市场服务。

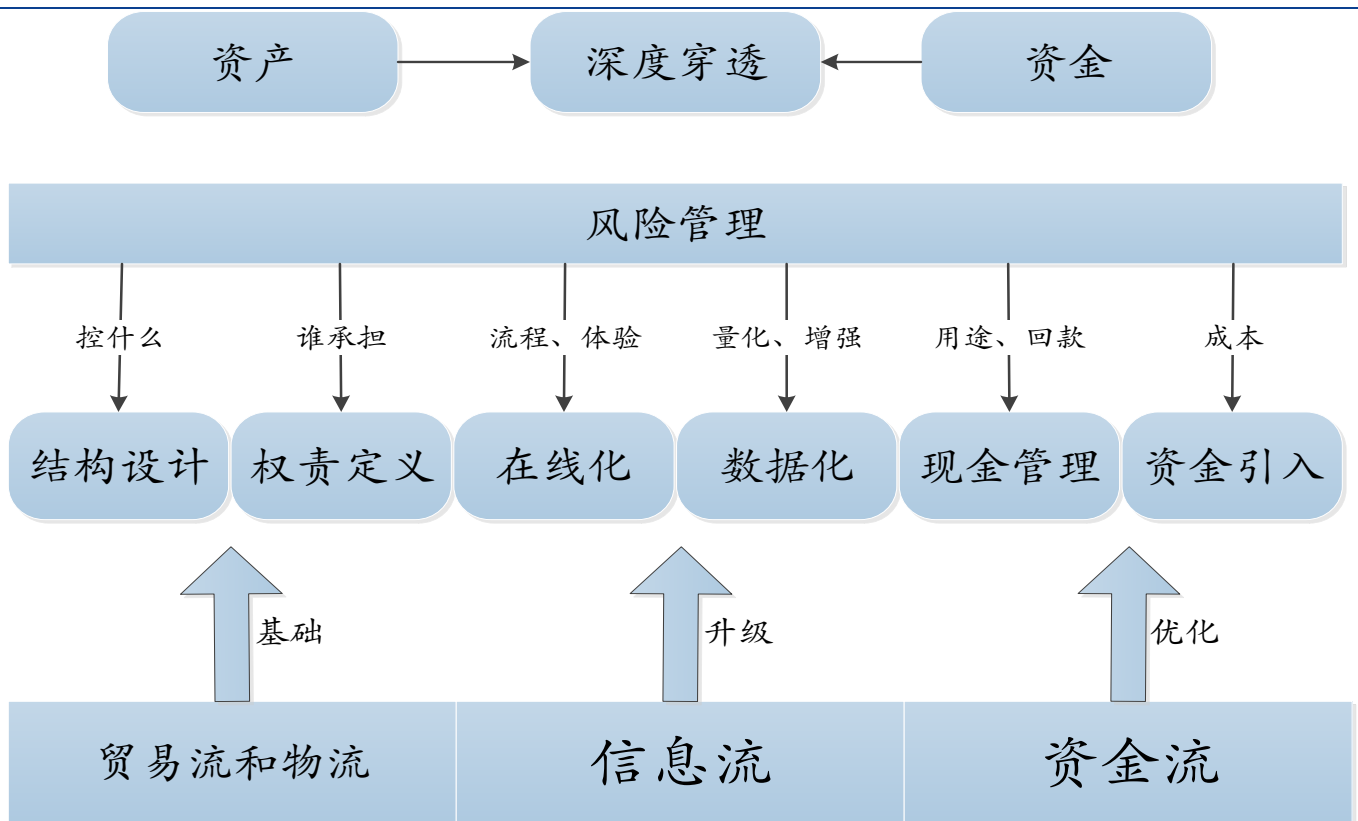
航空航运金融业务及大数据展望：前海航交所当前的互联网金融平台当前成交活跃，2016年9月1日至2日两天的交易额突破10亿元。此外，前海航交所旗下交易结算平台航付保作为中国首家航空航运金融结算与数据服务平台，能为航运企业提供安全有保障的船舶交易结算、三方协议支付、运营结算服务。未来，航付保将基于企业在平台上沉淀的大量结算支付数据，通过互联网对交易数据、运营数据、舱单数据等进行收集整理处理，逐渐把航付保的服务与航运企业的需求对接，从而产生更大的社会价值。

3.2.2. 收购增资海航供应链，构建物流金融、物流管理新格局

2015年四季度天海投资以现金613.97万元收购了海航供应链管理(深圳)有限公司(现名：天海金服)100%的股权。截至目前，从公开信息来看，目前公司已经对天海金服增资至一亿元。2016年上半年天海金服贡献收入10.59亿元，毛利率1.88%。

天海金服的经营范围为经营范围包括供应链管理；经营进出口业务；企业管理咨询；海、陆、空国内及国际货运代理等。供应链金融可依托其商贸业务展开，在半年10.59亿的交易流量上，通过对中小企业的融资支持，打造互联网金融平台，将形成互利多赢的格局，相信未来会为公司创造一定的收益。

图 8：典型的供应链金服流程图



资料来源：百度图片、安信证券研究中心；

3.2.3. 参股中合担保，布局担保领域

中合担保作为首家获得国内评级公司授予的AAA级主体信用等级的融资担保公司，规模排名行业第二，2015年公司资产总额77.1亿元，净利润4.5亿元，担保责任余额488.2亿元。2016年上半年，中合担保经营业绩稳步增长，市场地位逐步加强，行业影响力持续提升，累计支持中小企业超过5000户。2016年5月27日此项增资获批，上半年公司2016年上半年中合担保对应的公司长期股权投资项确认收益387.53万元。未来中合担保会为天

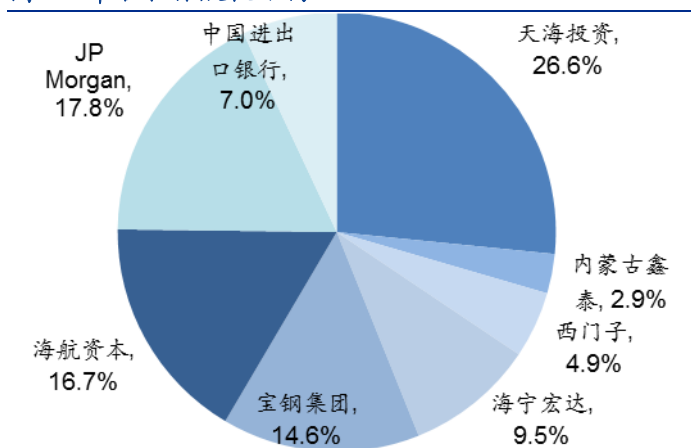
海投资创造相对比较可观的投资回报，也可为作为公司后续的金融服务平台发展的依托。

表 1：我国 AAA 级担保公司业务规模

公司名称	主体评级	发债规模 (亿元)		
		公募债	公募城投	私募债
中国投融资担保股份有限公司	AAA	944	934	4.5
中合中小企业融资担保股份有限公司	AAA	480	458	11
中债信用增进投资股份有限公司	AAA	1214	491	137
中证信用增进投资有限公司	AAA	47	47	0
广东省融资再担保有限公司	AAA	50	29	3
安徽省信用担保集团有限公司	AAA	82	78	3
江苏省信用再担保有限公司	AAA	154	106	6.3

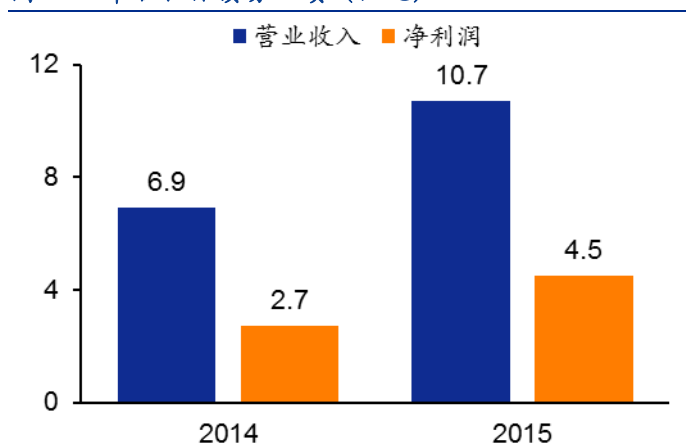
资料来源：复熙资管、安信证券研究中心

图 9：中合担保股权结构



资料来源：复熙资管、安信证券研究中心

图 10：中合担保债券业绩 (亿元)



资料来源：复熙资管、安信证券研究中心

3.2.4. 拟大手笔收购英迈国际，转型供应链物流 IT 服务商

2016 年中报显示公司货币资金和其他流动资产（银行理财产品）合计约 110 亿元，可见公司储备了大量的资金准备进一步的收购事项。2016 年 2 月天海投资发布公告，公司拟以自有资金 87 亿元、联合投资方国华人寿出资的 40 亿元及银行贷款，每股作价 38.90 美元，合计 60.09 亿美元收购英迈 100% 股权（含股权激励计划），转型供应链物流 IT 服务商。2016 年 7 月设立上海标基投资合伙企业，投资金额 127.001 亿元，其中天海投资认缴 87 亿元，专门用作收购英迈国际股权。收购完成后，天海投资将成为年收入千亿级别的供应链物流 IT 服务商。

4. 拟收购英迈国际——大型 IT 产品传统分销及供应链综合服务商

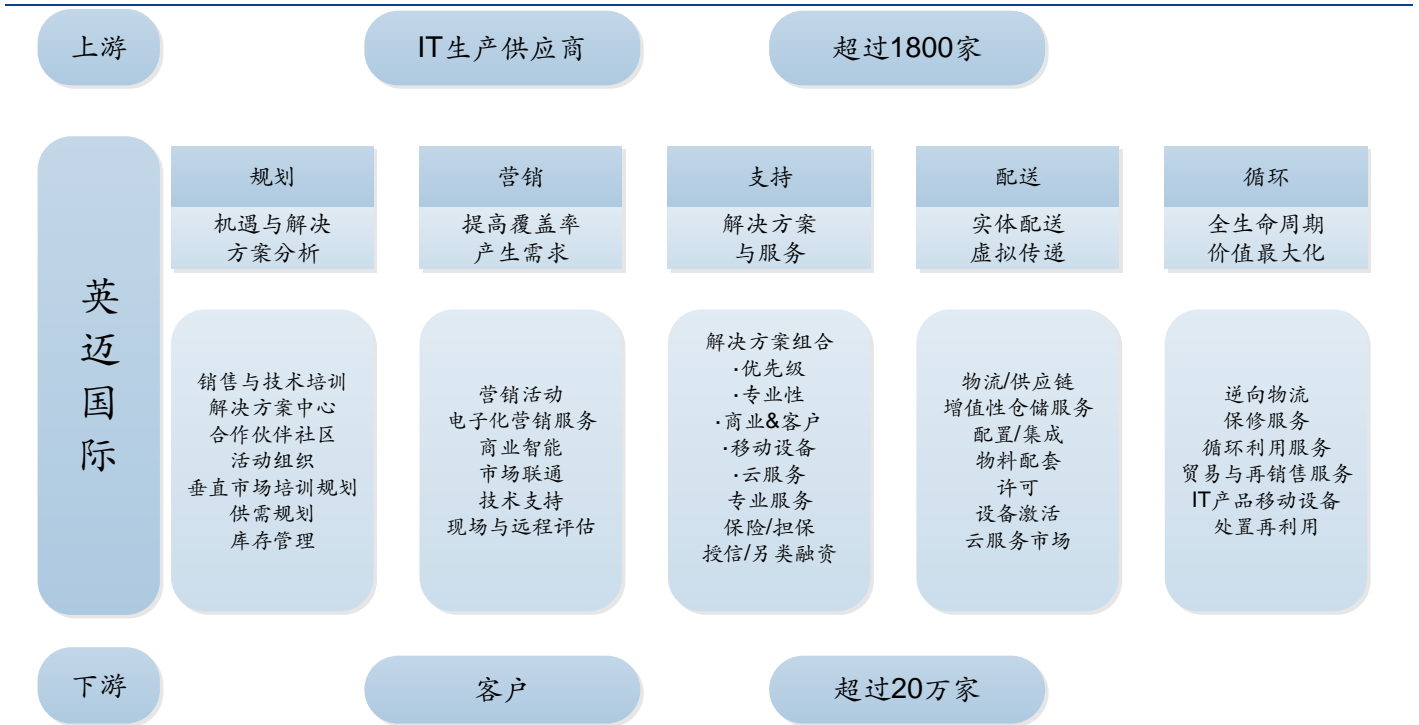
4.1. 英迈国际主营业务为基于 IT 产品分销环节的供应链综合服务

成立于 1979 年，近 40 年深耕 IT 行业，业务分布广泛：英迈成立于 1979 年，是 IT 产品传统分销及供应链综合服务行业的龙头，也是集 IT 产品分销及技术解决方案、移动设备及生命周期服务、电子商务供应链服务和云服务为一体的供应链综合服务提供商。2015 年公司在《财富》杂志公布的全球 500 强中排名第 230 位。截至 2015 年，英迈在全世界 45 个国家设立了分支机构，业务分布在全球 160 多个国家，为 1800 余家供应商提供销售服务和

20 万余家经销商提供解决方案和服务。

从提供的服务看英迈国际主营业务：英迈国际主营业务分为四个板块：分别为 IT 产品分销及技术解决方案、移动设备及生命周期服务、电子商务供应链解决方案及云服务。其中 IT 产品分销及技术解决方案为公司业务的基础环节，在为客户提供 IT 产品的同时，聚焦于为中小企业、公共服务部门、及大型企业提供全品类分销、技术解决方案以及高附加值增值服务。提供的商品或服务主要包括市场推广、金融服务、员工培训与支持、技术支持、库存管理等多种服务。英迈在这部分业务中部分采取计费服务方式，部分在分销业务的毛利或销售返点及折扣中体现计费。

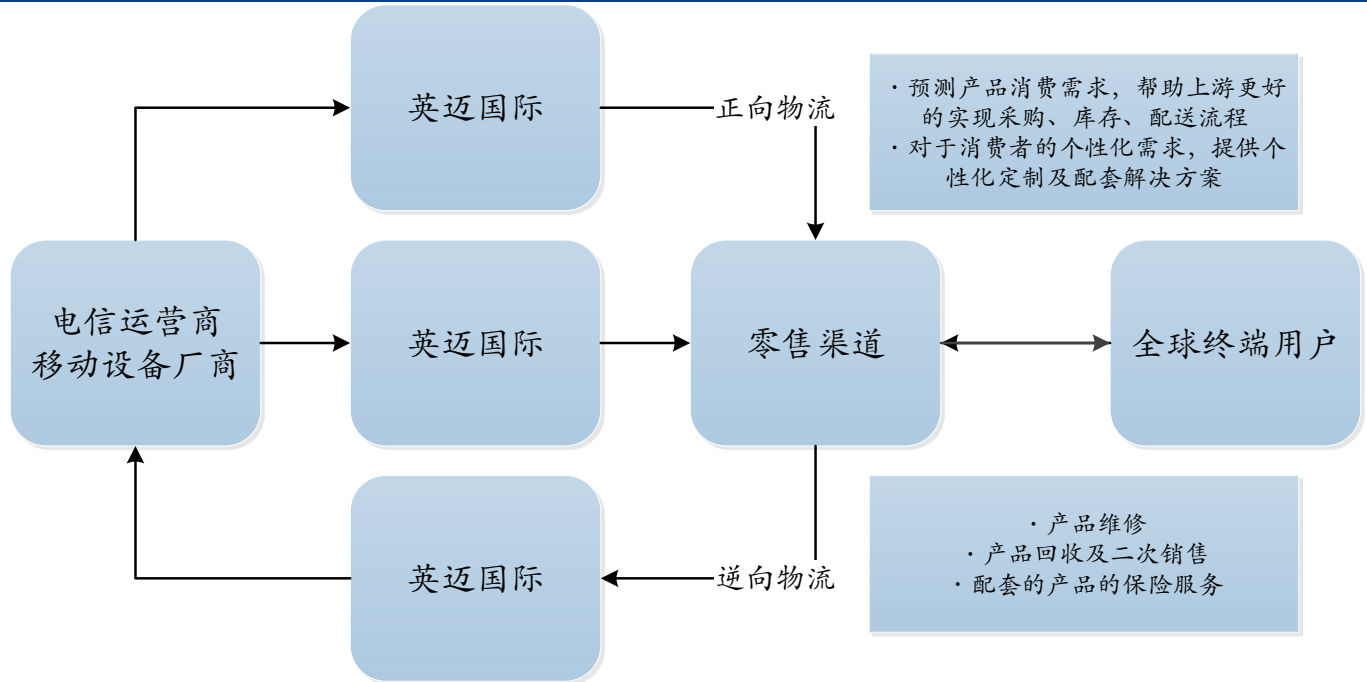
图 11：IT 产品分销及技术解决方案示意图



资料来源：公司公告、安信证券研究中心；

移动设备及生命周期服务为移动设备及消费性电子设备提供终端全生命周期服务，旨在为客户创建降低运输成本、扩大市场范围、从回收的设备中实现价值最大化的解决方案。提供的商品组合为：智能手机、平板电脑、机器对机器产品、配套产品及配件。

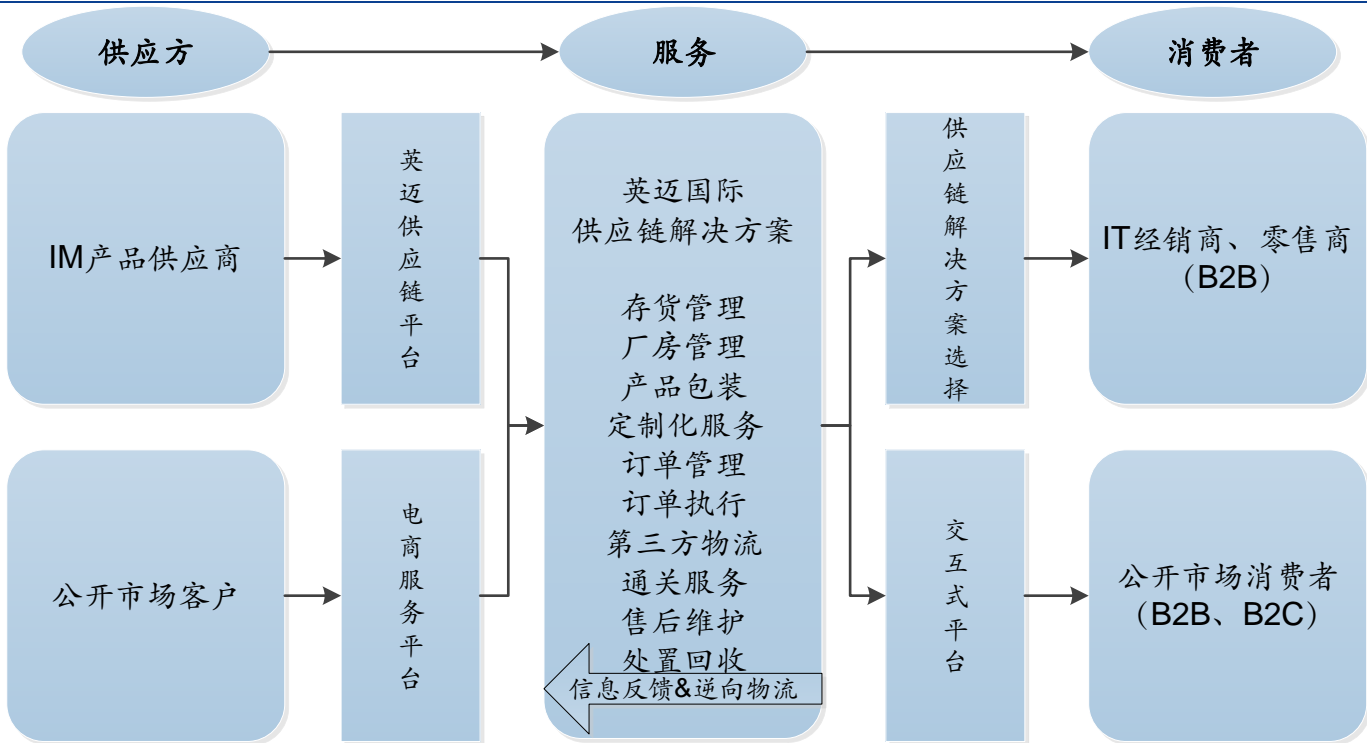
图 12: 移动设备及生命周期服务示意图



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心;

电子商务供应链解决方案为上下游企业提供物流规划、直运、数据分析、库存管理、仓库管理、订单管理、订单履行及退货管理等供应链综合服务, 有利于上下游经销商更及时的实现产品交付, 更准确地预测客户需求, 节约物流成本。英迈在这部分的业务中主要采取计费服务的收费方式。

图 13: 电子商务供应链服务示意图

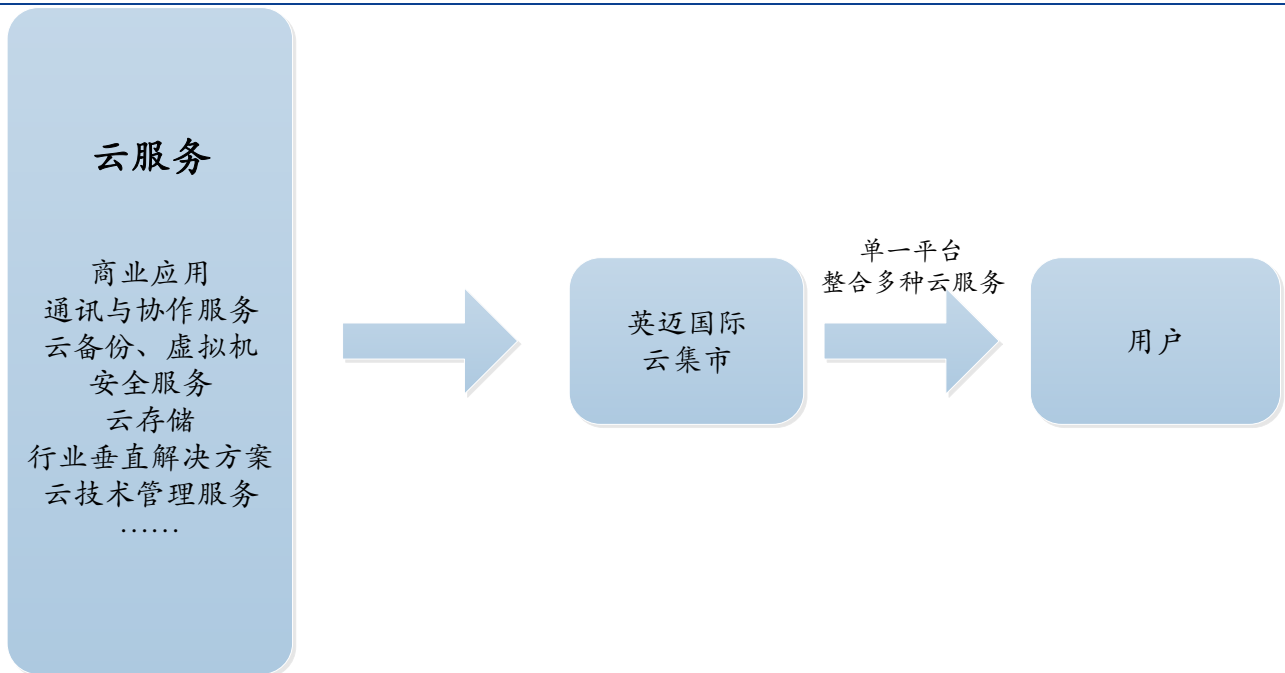


资料来源: 公司公告、安信证券研究中心;

云服务方面, 英迈通过自身的云集市平台为客户和云服务提供商之间搭建起桥梁, 客户

通过英迈的自动化平台有助于客户方便地购买、配置、管理、应用各家云服务提供商在云集市上提供的云技术解决方案。英迈在此部分业务同样采用计费收费的方式。

图 14：云服务示意图



资料来源：公司公告、安信证券研究中心；

从提供的产品看英迈国际主营业务：英迈国际提供的产品贡献的收入较为稳定，2015年公司年报显示，近几年主营业务中 IT 外国产品收入占比在 30%-40%的水平，系统产品占比在 30%-35%的水平，软件类产品占比 10%-15%的水平，网络类产品占比 15%-20%的水平，移动设备类产品占比在 0%-17%的水平。

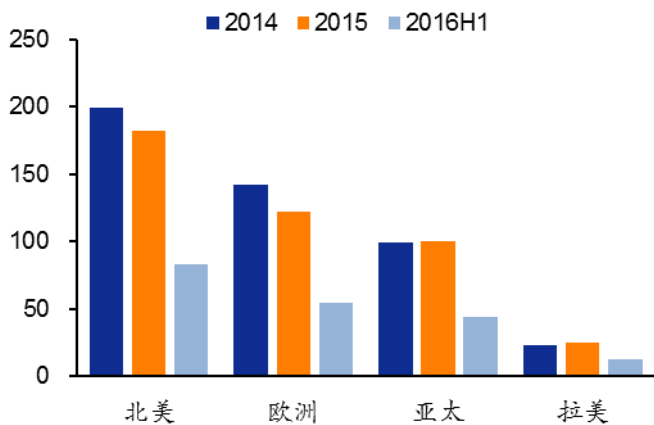
表 2：近三年英迈年报公布的近年产品收入构成

年份/收入占比	2013	2014	2015
IT 外国 (打印机、扫描仪、数字标签产品、消费电子类、自动识别与数据采集、终端 POS 机等)	35%-40%	30%-40%	30-40%
系统 (架构服务器、塔式和刀式服务器、台式机)	30%-35%	30%-35%	30%-35%
软件 (商务应用软件、操作系统软件、娱乐软件等)	12%-17%	11%-17%	10%-15%
网络 (网络硬件、通讯产品、网络安全硬件等)	12%-17%	13%-17%	15%-20%
移动设备 (手机、平板、导航仪、SIM 卡、闪存等)		0%-15%	0%-17%

资料来源：公司公告、安信证券研究中心；

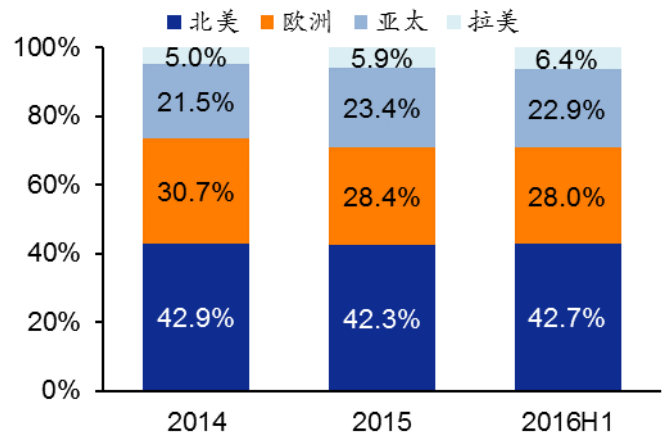
从产品销售的全球分布看英迈的主营业务：英迈国际的业务遍布全球，从全球范围的收入构成上看，北美和欧洲地区的收入占比合计达到 70%，由于近两年美元相比欧元和加元强势，造成欧洲、加拿大地区收入与折算成美元后公司整体收入水平有所降低。拉美地区业务蓬勃发展，收入占比已经提高到 6.4%。

图 15: 英迈国际分地区收入 (亿美元)



资料来源: WIND、安信证券研究中心;

图 16: 英迈国际分地区收入占比



资料来源: WIND、安信证券研究中心;

从各地区经营利润率水平来看, 欧洲地区的盈利能力不佳, 拉美地区盈利能力有一定程度下滑, 亚太地区盈利能力基本稳定, 北美地区盈利能力有所改善。

表 3: 英迈国际各地区经营利润率

地区	2014			2015			2016Q2 (单季度)		
	营业收入 (亿美元)	占比	经营利润率	营业收入 (亿美元)	占比	经营利润率	营业收入 (亿美元)	占比	经营利润率
北美	199.3	42.9%	1.72%	182	42.3%	1.78%	44.3	43.8%	2.06%
欧洲	142.6	30.7%	0.20%	122.4	28.4%	0.54%	27.8	27.5%	-0.19%
亚太	99.9	21.5%	1.09%	100.7	23.4%	1.44%	22.6	22.3%	1.40%
拉美	23	5%	1.86%	25.2	5.9%	1.68%	6.5	6.4%	1.02%
合计	464.9	100%	1.05%	430.3	100%	0.97%	101.2	100%	0.96%

资料来源: WIND、安信证券研究中心;

4.2. 英迈国际在行业中处于规模上的龙头地位

IT 产品分销及技术服务行业的市场竞争十分激烈: IT 产品分销及技术服务行业的市场竞争十分激烈。在美国上市的可比上市公司就有 9 家之多。从可比公司的业务范围来看, IT 产品分销及技术服务行业的上市公司有产品线覆盖交广的厂商也有为细分市场提供更专业服务的专业分销商。

图 17：英迈国际可比上市公司业务简述

公司业务类型	公司业务范围	公司名称及代码	提供产品类型	公司业务规模
集成服务商	主要为客户提供信息技术的设计、管理、维护的解决方案	CDW Corp CDW.O	独立硬件，软件产品，集成IT解决方案	服务超过25万家企业、政府机构和医疗机构，超一千个品牌和十种产品
		Insight Enterprises Inc. NSIT.O	一体化服务，单一资源服务满足客户各种IT需求	无数据
		PC Conection Inc. PCCC.O	信息技术，IT产品，设计配置及IT补充方案服务	三大业务板块，无具体数据
精品分销商	主要提供细分领域高价值产品	艾利斯特国际 AXE.N	分销通信和安全产品，电线电缆产品，紧固件及小零件等	超12.5万客户，涉及超50万种产品，270个仓库，750万英尺仓储面积。
		Scansource Inc. SCSC.O	向专业技术市场的经销商批发产品	批发超十种产品，服务超35000个稳定的分销商
高净值及电子元件分销商	高价值产品与电子元件	艾睿电子 ARW.N	电子元件和电脑产品经销及增值服务	服务53个国家，有40处配送和服务中心，超300个销售网点
		安富利 AVT.N	分销计算机产品和半导体等多种产品	体量较小
分销(含BPO)	IT分销和商务流程外包服务(BPO)	新聚思 SNX.N	提供全球多地区经销商、零售商和原始设备制造商的(OEM)的服务	在汽车制造、服装时尚、零售、医疗、电商等行业有众多客户
同类型	与英迈相近	技术数据 TECD.O	电子元器件，电脑操作系统，软件，网络设备和电脑外设产品	26个物流中心，服务超百个国家11.5万家分销、直销、零售商和企业客户。
英迈国际	与英迈相近	英迈国际 IM.N	IT产品分销、移动设备、电商供应链、云服务	客户范围超1800供应商，20万余家经销商

资料来源：公司公告、安信证券研究中心；

英迈国际在行业中处于规模上的领先地位：从经营数据来看，在盈利能力方面，这9家可比公司的细分业务范围都不一致，只有技术数据(TECD.O)的业务覆盖面与英迈国际具有可比性。由于近年来英迈国际多次收购造成费用增加使得英迈国际的盈利能力比技术数据(TECD.O)稍弱。从营业收入的角度来看，英迈国际比任何一家可比上市公司的营收总额都高，可见英迈国际在行业中的体量是最大的，处于规模上的领先地位。

表 4: 英迈国际可比公司经营数据

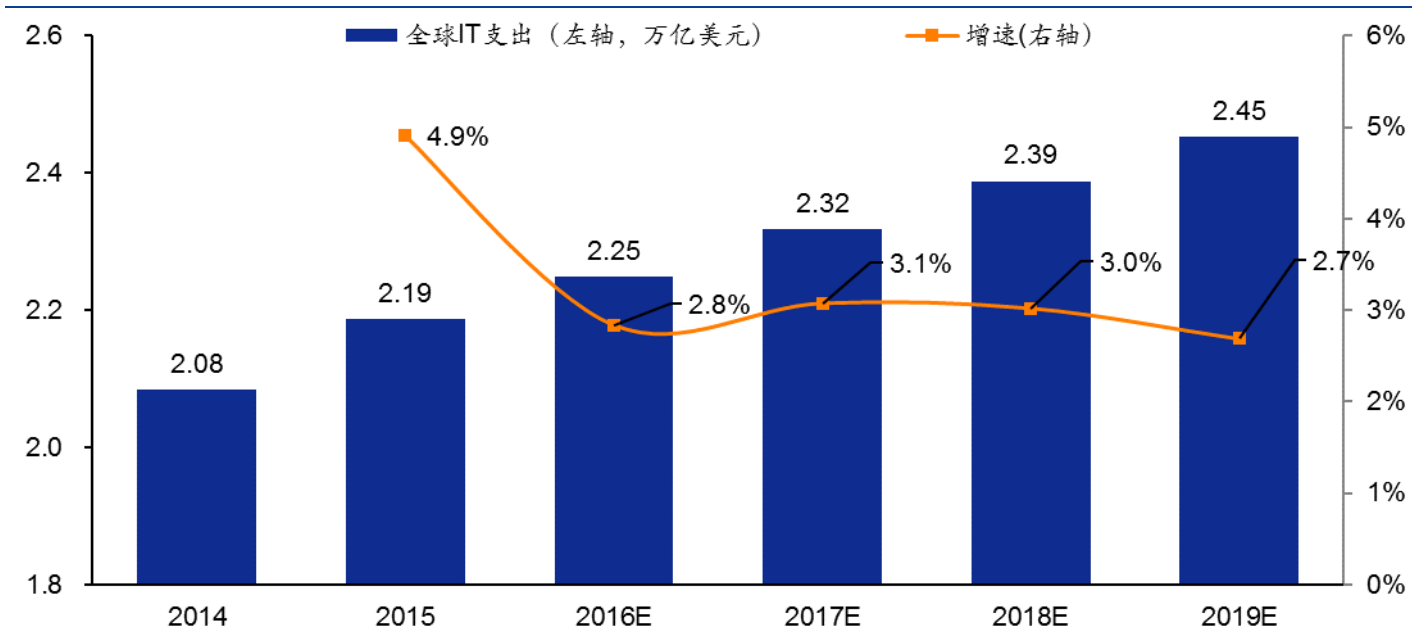
公司代码	公司名称	总营业收入			ROE			销售净利率		
		2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015
IM.N	英格麦克	425.5	464.9	430.3	8.2	6.6	5.3	0.7	0.6	0.5
AVT.N	安富利	275.0	279.3	-	11.9	12.0	-	2.0	2.1	-
TECD.O	技术数据	268.2	276.7	263.8	9.0	8.6	13.4	0.7	0.6	1.0
ARW.N	艾睿电子	213.6	227.7	232.8	9.8	12.0	12.0	1.9	2.2	2.2
SNX.N	新聚思	108.5	138.4	133.4	11.2	11.8	12.1	1.4	1.3	1.6
CDW.O	CDW	107.7	120.8	129.9	31.3	29.7	39.7	1.2	2.0	3.1
AXE.N	艾利斯特国际	62.3	64.5	61.9	20.1	18.0	11.0	3.2	3.0	2.1
NSIT.O	INSIGHT ENTERPRISES INC	51.4	53.2	53.7	10.0	10.5	10.8	1.4	1.4	1.4
SCSC.O	SCANSOURCE INC	29.1	32.2	-	10.9	8.1	-	2.8	2.0	-
PCCC.O	PC CONNECTION INC	22.2	24.6	25.7	11.7	12.7	12.6	1.6	1.7	1.8

资料来源: WIND、安信证券研究中心;

4.3. 行业整体难再有快速增长, 英迈国际的发展以稳为主

行业整体难以再有快速增长, 小幅增长为主基调: 供应链服务行业与全 IT 行业的整体环境息息相关。传统 IT 产品分销业的销售收入与 IT 支出正相关, 而作为与 IT 硬件、软件并为最重要的产品的 IT 服务, 其营收与 IT 支出正向相关。IT 支出方面, 全球 IT 支出增速已经显著放缓, 未来也将保持缓慢增长的态势。据国际数据 (IDC) 的统计与预测, 2015 年全球 IT 支出 2.18 万亿美元, 预计 2016-2019 年全球 IT 支出可保持 3% 左右的增速。

图 18: 国际数据 (IDC) 全球 IT 支出增速预测



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心;

分地区来看, 占据 IT 支出主导地位的北美、欧洲、亚太地区均保持低速增长, 拉美、非洲地区的仍能保持一定的增速。但由于拉美、非洲地区 IT 支出基数太低, 因此无法贡献明显增量。

表 5: 国际数据 (IDC) 全球分地区 IT 支出增速预测

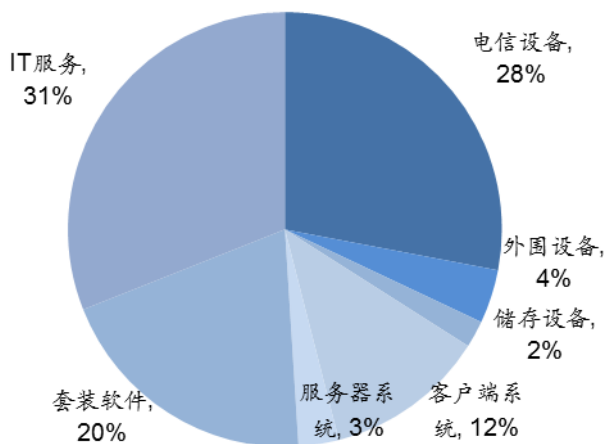
地区	2015 年规模 (亿美元)	2015 年占比	2015 年增速	2015-2019 年增速预测
----	-------------------	----------	----------	-----------------

北美地区	7769.1	35.5%	3.4%	3.5%
欧洲地区	5911.6	27.0%	4.2%	1.8%
亚太地区	5851.4	26.8%	5.9%	2.9%
拉美地区	1307.8	6.0%	12.0%	4.8%
中东和非洲地区	1025.7	4.7%	6.9%	3.1%

资料来源：公司公告、安信证券研究中心；

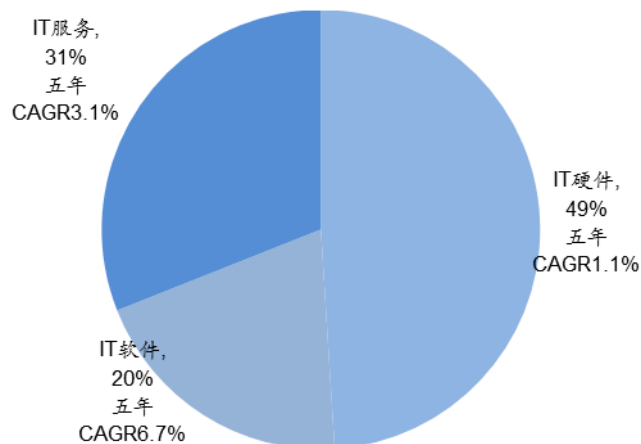
细分行业领域，IT 服务占比将不断提升：当前 IT 支出中，硬件支出占据主导地位，2015 年国际数据（IDC）统计全球硬件支出占 IT 支出的 49%，IDC 认为硬件端将增长乏力，软件支出和服务类支出将保持中高速增长，未来硬件、软件、服务支出将成三足鼎立的局面。

图 19：2015 年 IT 细分行业支出 (IDC 统计)



资料来源：公司公告、安信证券研究中心；

图 20：国际数据 (IDC) 对细分行业支出增速预测

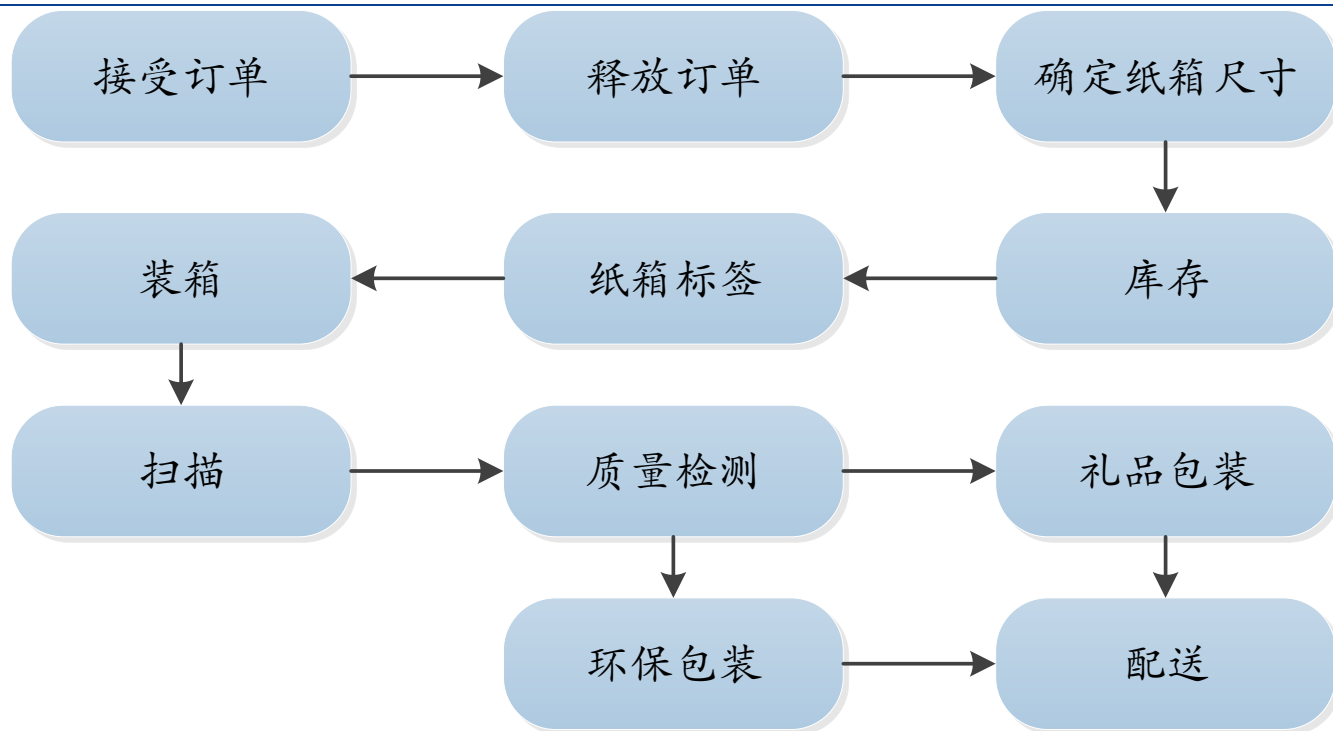


资料来源：公司公告、安信证券研究中心；

低增速下产品升级及行业组织结构扁平化带来压力，供应链服务商需提高核心竞争力：对上游的 IT 产品供应商，IT 供应链综合服务商需要能够做到提供供应商意图获取的行业市场状况、协助供应商进行推广活动、为供应商提供配送和信用管理服务、维修及退换货服务等；对下游的 IT 经销商，IT 供应链综合服务商需要提供采购服务、配送服务、信贷支持和技术指导及营销支持等服务。IT 行业产品更新换代十分迅速，软件、硬件的性能及服务提供能力的需求无时无刻不在提高。近年来，IT 供应链有由分工明确的中间经销商模式转变为供应商直达零售端的直营模式的趋势，我们认为在 IT 支出增速放缓的大背景下，IT 供应链服务企业必须形成足够的核心竞争力来维持自身的服务优势才能不被激烈的竞争淘汰。

英迈国际的竞争优势在于规模优势及专业性程度较高，有能力保证公司的市占率：IT 行业具有一定的规模经济性，新进入企业前期拓展业务需要大量的人力、物力、财力的投入，但行业内的成熟企业能够以较低成本在现有渠道中开展新产品的分销业务，可以通过已经建立的规模优势在成本等方面阻止新企业的进入，可以说目前行业已经形成了一定程度的进入壁垒。英迈国际是全球性的 IT 产品分销商与供应链综合服务商，从收入规模来看，英迈国际走在了各大 IT 供应链服务商的前列，存在相当的规模优势。从专业度上来看，英迈国际拥有高水平的供应链管理系统、广覆盖范围的分销及配送网络和丰富的供应链管理经验丰富。英迈国际的专业性体现在以下几个方面：拥有可以根据客户需求，高效准确的实现配送服务的仓库管理系统 (WMS)；拥有能为客户提供个性化的一体化物流增值服务，共享仓储物流、提高物流工作效率的第四方物流管理服务；拥有能够集合各家云服务商，有助于客户方便的购买、配置、管理、应用云技术的云集市；拥有分布于全球 45 个国家 154 个分销中心和 28 个服务中心，仓储面积合计 120 万平方米，能够做到每年做到发送 5 亿件货物，62% 的货物次日达，下单准确性 99.9%，准时性 99.8% 的供应链网络和渠道；拥有经验丰富的管理团队和完善的业务体系。我们认为拥有规模优势和高专业程度的业务模式的英迈国际有能力保证公司在 IT 供应链领域占据足够的市场空间。

图 21：英迈国际的仓储管理系统示意图



资料来源：公司公告、安信证券研究中心；

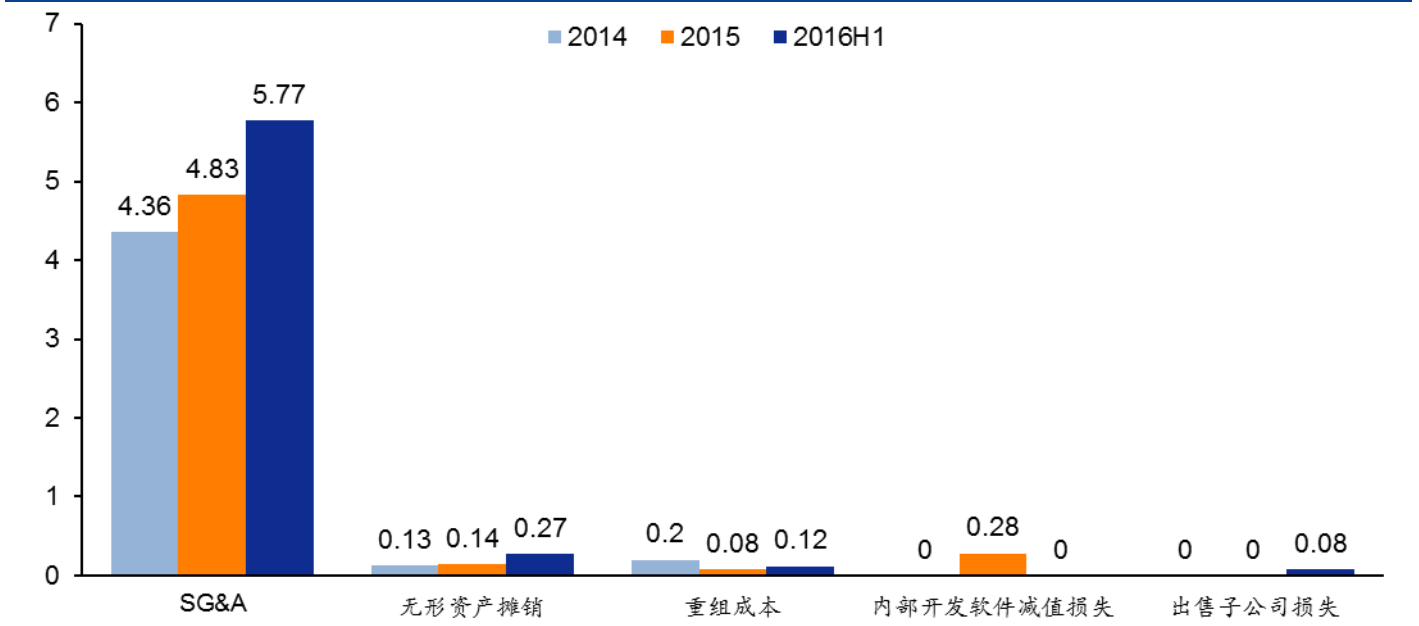
公司通过收购拓展业务造成费用增加值得关注：2015 年公司的前期收购项目贡献了大致 2% 的收入增量。随着 IT 供应链综合服务对服务的广度要求越来越高，公司未来也将继续通过收购拓展业务，这就会造成未来整合业务造成的潜在的管理费用及摊销费用增加甚至是收购资产的运营状况不佳造成资产减值损失。由于公司的净利润水平不高，因此费用的增减会显著影响公司的净利润水平。2015 年公司计提了 1.21 亿美元的资产减值损失，直接蚕食了 31% 的净利润，因此需重点关注公司的费用水平。

表 6：英迈近两年的收购事件

时间	收购事项	收购规模（美元）
2015 年	收购 DocData	1.4 亿
2015 年	收购 Grupo Acão	6865 万
2016 年 1 季度	三次战略收购	6628 万
2016 年 5 月	收购 Discan Limited	5331 万
2016 年 5 月	收购 Ensim Corporation	1209 万
2016 年 6 月	收购 RRC Poland Spolka Z.o.o	4745 万

资料来源：公司公告、安信证券研究中心；

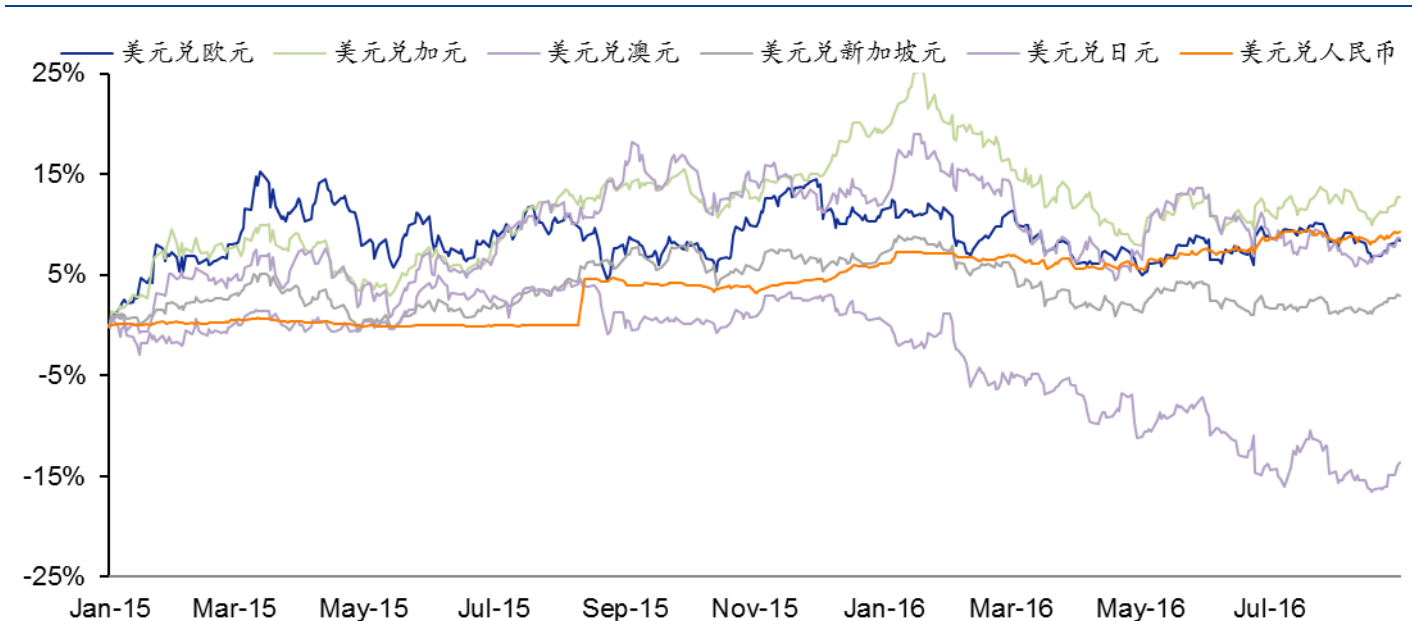
图 22: 英迈国际的费用水平 (%)



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心;

汇率变动对英迈国际的收入水平影响较大, 2016 年公司收入在 410 亿美元水平: 2016 年英迈国际半年报显示公司北美地区的非美国业务总收入占比达到 60%, 也就是公司超过 25.7% 的业务发生在非美国的北美地区。2016 年半年报显示尚有 56% 的业务发生在非北美地区, 可见以外币折算的业务收入占比达八成, 公司面临着较大的汇率波动风险。2015 年外汇波动直接造成折算后的公司收入损失 8%, 最终使得公司收入同比降低 7.8%。2016 年美元汇率对主要货币小幅贬值, 上半年英迈国际收入 194.59 亿美元, 可见英迈的收入相比 2015 年确实有所萎缩, 但 IT 行业的销售旺季在 10-11 月, 因此公司 2016 年全年收入达到 410 亿美元的水平应该问题不大。

图 23: 2015 年初至今美元兑各主要货币升贬值状况



资料来源: WIND、安信证券研究中心;

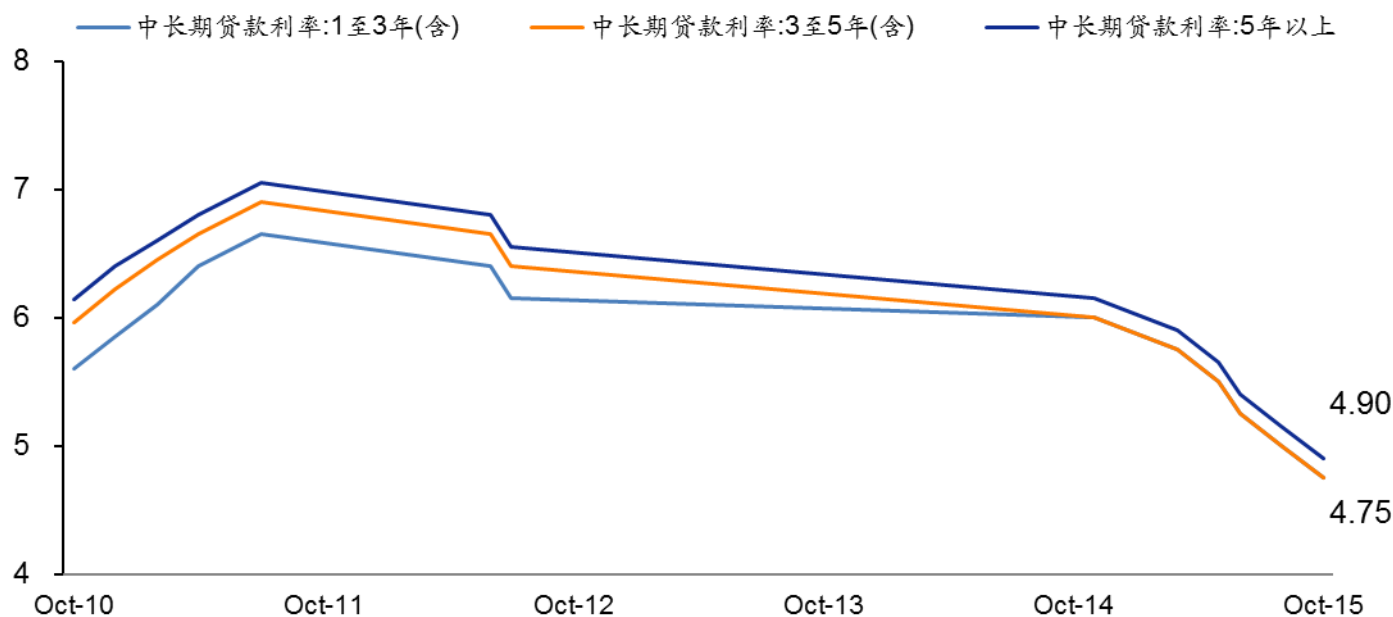
5. 拟收购英迈，公司将获得增量利润（1USD=6.6727CNY）

5.1. 收购后将改变公司的整体架构，每年贡献增量利润约 7.64 亿元利润

本次收购将彻底改善公司资产质量：天海投资拟以自有资金 87 亿元、联合投资方中国人寿（天海投资第二大股东）出资的 40 亿元及银行贷款，每股作价 38.90 美元，合计 60.09 亿美元收购英迈 100% 股权（含股权激励计划）。本次交易完成后，英迈国际成为上市公司的子公司，按照出资额和当前汇率计算公司从持股比例将达 90%，这将从根本上改变公司的资产质量，实现公司的战略发展规划。

本次收购将产生大量银行贷款，预计每年提高利息支出 11.4 亿元：公司计划贷款约 42.7 亿美元，董事会已经审议通过了《关于授权公司及公司子公司向相关金融机构申请贷款的议案》和《关于接受控股股东或其关联方为公司及公司子公司申请金融机构贷款提供担保的议案》，公司在此次贷款的年利率估计为 3%-4%。我们认为公司对贷款利率的估计较低，但也不排除未来央行进一步降息的可能，如果以 4% 的贷款利率计算，未来公司的每年利息支出将为 1.708 亿美元，约合 11.4 亿人民币。

图 24：我国近年中长期贷款利率

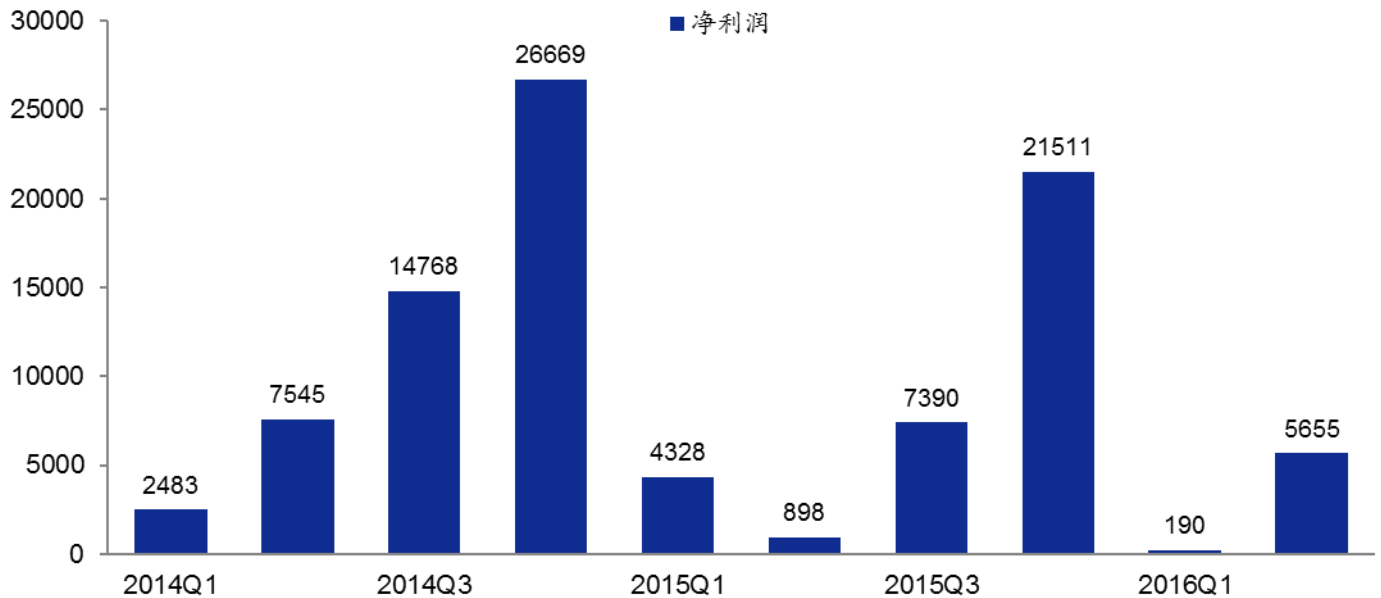


资料来源：WIND、安信证券研究中心；

英迈国际各地区收入未来大概率稳中有升，2017 年并表后将贡献增量利润大概 7.64 亿：收入方面，从 2016 年英迈国际的半年报可以看到公司的收入略有下滑，但这大部分是由于汇率结算的因素导致的，公司除了智能手机端在全球的需求疲软外其余部分业务均保持正常。2016 年上半年公司的毛利率 6.94%，相比 2015 年全年提高 0.64%，相比 2015 年上半年提高 0.93%。成本端，公司的总费用水平 2016 年上半年为 6.24%，相比 2015 年全年提高 0.91%，相比 2015 年上半年提高 0.69%。但值得注意的是 2015 年上半年英迈国际计提了一笔资产减值损失，剔除资产减值损失对费用的影响，2016 年上半年的费用水平比 2015 年上半年提高了 1.24%。就目前的 IT 行业的增长速度和行业竞争的激烈程度来看，我们认为未来公司收入将保持小幅度增长但毛利率很难有较大提升；2015 年 5 月起公司力图在全球范围内优化费用结构，预计未来每年将节约成本一亿美元，对应着 2015 年 0.22% 的费用

水平，但整体影响并不大。净利润贡献方面，我们预计 2017 年会实现并表，假设在 2016 年我们预计的英迈国际 410 亿美元销售收入基础上实现 3.1% 的增量，2017 年随着英迈费用水平回归正常，以净利率 0.75% 计算，那么估计未来英迈能够保证每年 3.17 亿美元的净利润，那么按照天海投资持有英迈国际 90% 的股权，剔除银行贷款利息后将为上市公司每年贡献净利润 1.1453 亿美元合人民币 7.64 亿元人民币。

图 25：英迈国际净利润（万美元）

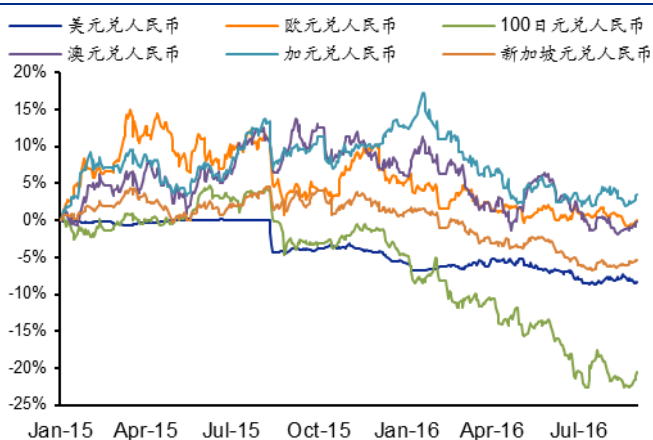


资料来源：WIND、安信证券研究中心；

5.2. 公司或将受益于汇率结算，前期收购也将贡献一部分利润

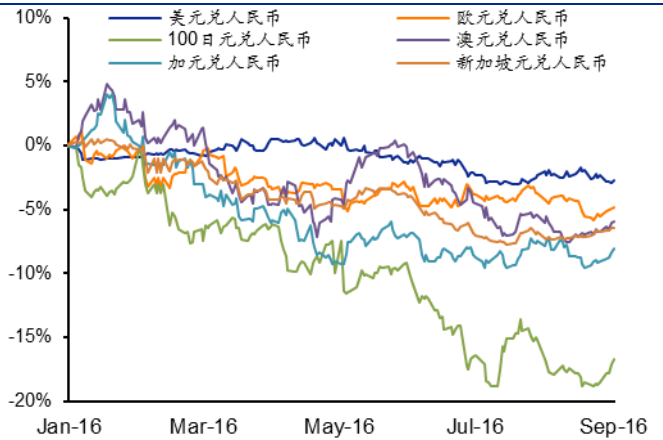
人民币对各主要货币有一定程度贬值：从 2015 年初至 2016 年 8 月 31 日，人民币兑美元中间价累计贬值 8.38%，人民币兑日元中间价累计贬值 20.57%。2016 年初至 2016 年 8 月 31 日，人民币对各主要货币均有一定程度贬值。

图 26：2015 年至今人民币兑各主要货币升贬值状况



资料来源：WIND、安信证券研究中心

图 27：2016 年至今人民币兑各主要货币升贬值状况



资料来源：WIND、安信证券研究中心

弱势人民币或将带来外汇结算优势：英迈国际的主要业务分布在北美、亚太、欧洲地区，北美地区业务有 40% 在美国，亚太地区有相当大的一部分业务在日本，鉴于自 2016 年起人民币兑欧元和加元也有一定程度贬值，因此在弱势人民币的假设基础上，天海投资未来外汇

收入体现在报表中结算成人民币会占有一定优势。

前期收购将获得一定利润：公司前期收购的海航供应链管理有限公司 2015 年为公司贡献增量净利润 650.6 万元，2016 年上半年收入超 10 亿，如果利润率能够得到提升也可为公司带来可观的收益。此外，公司通过增资参股的中合担保 2015 年净利润 4.5 亿元人民币，且保持着相当的增速。公司持有中合担保的 26.62% 的股权，相信未来中合担保会为天海投资创造相对比较可观的投资回报。

5.3. 2016 年公司业绩难有起色，业绩改善或体现在 2017 年

2016 年公司仍然靠现有业务维持：按照目前的收购进度，英迈国际预计要在 2017 年才能真正实现并表，因此 2016 年公司的业务仍以现有业务为主，我们预计船舶运输全年难以扭亏，代理业务能够贡献一部分利润；深圳供应链子公司会为公司创造超 20 亿元的收入，利润率不高，但比 2015 年有所提升。此部分业务预计贡献净利 6000 万元；中合担保或为公司创造一定收益，上半年创造投资收益 387.53 万元，未来增量会更大。不过，公司 2016 年与英迈投资洽谈收购业务，收购业务本身也会产生各种费用，会造成 16 年的费用水平提高，因此我们估计 2016 年公司的全年业绩不会有太大起色。

如果收购成功，预计 2017 年公司利润在 9 亿元左右：前面我们估计，天海投资收购的英迈国际 2017 年会为公司创造约 7.64 亿元人民币利润，海航供应链预计会为公司创造近 1 亿元利润。由于公司现有船舶运输及代理业务规模体量较小无法贡献可观收益，收购的前海交易所及中合担保贡献收益应在千万量级。那么粗略的忽略掉其他业务的业绩贡献，我们估计公司 2017 年的净利润应该在 9 亿元左右。

公司长期将面临一定的还款压力：本次收购除了自有资金 87 亿元人民币和联合投资方国华人寿的 40 亿元人民币之外仍然需要 42.7 亿美元合人民币 283.75 亿元的贷款。目前这部分款项将通过集团担保银行贷款的方式实现。未来几年预计上市公司每年贡献的净利水平在十亿元人民币的体量，因此偿还贷款将成为公司未来面临的一个问题。

6. 整合英迈国际，上市公司将同时面临机遇和挑战

6.1. 资源共享、优势互补，收购不会对英迈本身造成负面影响

整合英迈国际，形成资源共享、优势互补的格局：未来公司将在保持英迈国际独立运营的基础上，围绕上市公司自身和英迈国际的主营业务展开企业文化、资产、机构、业务、人员、财务上的整合，实现资源共享，优势互补。

表 7：天海投资对英迈国际的整合计划

整合角度	整合方式
企业文化整合	制定专门措施，加大企业文化、理念方面的融合力度，为协调效应的良好发挥奠定基础
资产、机构整合	继续保持英迈国际的资产及机构独立运营的模式，通过派出董事等人员的方式，履行母公司对子公司的管理职能。
业务整合	从上市公司经营和资源配置等角度出发，公司和英迈国际需至少在财务管理、客户管理、资源管理、业务拓展等方面进行融合，与当地的监管部门和雇员等进行协调，并对公司和英迈国际的管理架构进行适时适度的调整，充分发挥公司和英迈国际的特长和优势，互相借鉴，提升经营管理水平，降低经营管理成本，为客户、为股东创造价值。
人员整合	英迈国际将维持其现有的管理团队进行经营管理，而上市公司将通过派驻董事的方式，履行母公司对子公司的管理职能。
财务整合	把英迈国际纳入上市公司财务管理体系，制定符合上市公司监管要求的财务管理制度。

资料来源：公司公告、安信证券研究中心；

收购不会对英迈国际自身的业务造成负面影响：首先，本次收购不会影响到英迈国际通过长期业务拓展形成的与供应商及客户维持的长期合作关系；其次，本次交易不会改变英迈国际员工的管理关系和工作环境，且天海投资会尽可能保证英迈国际的核心员工留任，保证

人才优势；最后，本次交易不会改变英迈国际通过比较保守的营运资本管理以及多元化的资金来源所维系的良好财务状况。

6.2. 英迈收入体量巨大，如有效降低成本可能使公司业绩大超预期

收入体量巨大，毛利率难以有效提升：我们认为，国际 IT 支出增速下降到 3% 的水平，增量不足，行业内部竞争势必进一步加剧，因而未来英迈国际的毛利率不会有太大提升。

如能成功降低费用水平，公司业绩可大超预期：从前面对公司费用水平的分析可以看到公司的费用率很高，如果能够降低总费用水平 1%，那么以 2016 年预计的总收入 410 亿美元计算，将额外贡献 4.1 亿美元合人民币 27.36 亿元的净利润，这种边际效应是非常大的。近两年公司毛利率和费用水平同步小幅提升，因此如果天海投资收购英迈国际后能够通过优质的业务整合和公司管理有效的降低费用水平，将为上市公司利润提供极大弹性。

6.3. 本次收购前后，公司仍将面临一系列挑战

本次收购仍需要面对相当多的挑战：本次收购计划属于跨国跨行业收购，因此公司将面临相当的不确定因素。就本次收购本身而言，尚需完成境内机构境外直接投资项下的外汇登记手续和其他必须的审批事项。未来收购成功后尚需面对中美文化差异及法律法规差异的影响及公司业务整合及人才流失风险等，将对天海投资的公司治理造成相当的挑战。

表 8：自发布收购计划以来的收购进度

日期	进度
2016-2-15	拟披露重大事项
2016-2-19	公司董事会通过收购计划
2016-7-5	IMI 董事会，股东大会
2016-7-5	天海投资董事会通过收购预案
2016-7-5	通过中国、美国、南非、印度、巴西、土耳其、加拿大的反垄断审查。
2016-7-26	通过墨西哥的反垄断审查
2016-7-29	通过上市公司股东大会
2016-8-10	完成国家发改委、天津商委的备案
2016-8-24	完成全部境内外反垄断审查
尚需通过	完成境内机构境外直接投资项下的外汇登记手续；
尚需通过	其他必需的审批、备案或授权（如有）

资料来源：公司公告、安信证券研究中心；

需防范全球经济下滑对公司的业绩影响：近年来全球经济增速下滑，要防范全球经济不景气对 IT 行业整体和英迈国际本身的不利影响。

7. 收购的意义不止于此，大股东强劲实力助力打开未来想象空间

7.1. 收购额排行前列，且收购标的为世界 500 强企业

本次收购标的在 IT 行业中排名第一：截至 2016 年 8 月 31 日，2016 年我国收购标的所处行业为 IT 行业的并购中，天海投资的收购规模排名第一。

表 9：截至 2016 年 8 月 31 日，我国 2016 年 IT 行业并购金额前五名：

首次披露日	交易标的	交易买方	交易总价值(亿人民币)
2016-02-19	IMI100%股权	天海投资 (900938.SH, 600751.SH)	395.28
2016-02-25	长城信息 100%股权;中原电子 100%股权;圣非凡 100%股权;中国电子 1.65 亿元债权	长城电脑 (000066.SZ)	229.34
2016-01-21	丽满万家 100%股权;搜房媒体 100%股权;北京搜房网网络 100%股权;拓世寰宇 100%股权;宏岸图升 100%股权	万里股份 (600847.SH)	161.80
2016-06-22	DHS100%股权	潍柴动力 (000338.SZ,2338.HK)	144.44
2016-01-07	完美世界 100%股权	完美世界 (002624.SZ)	120.00

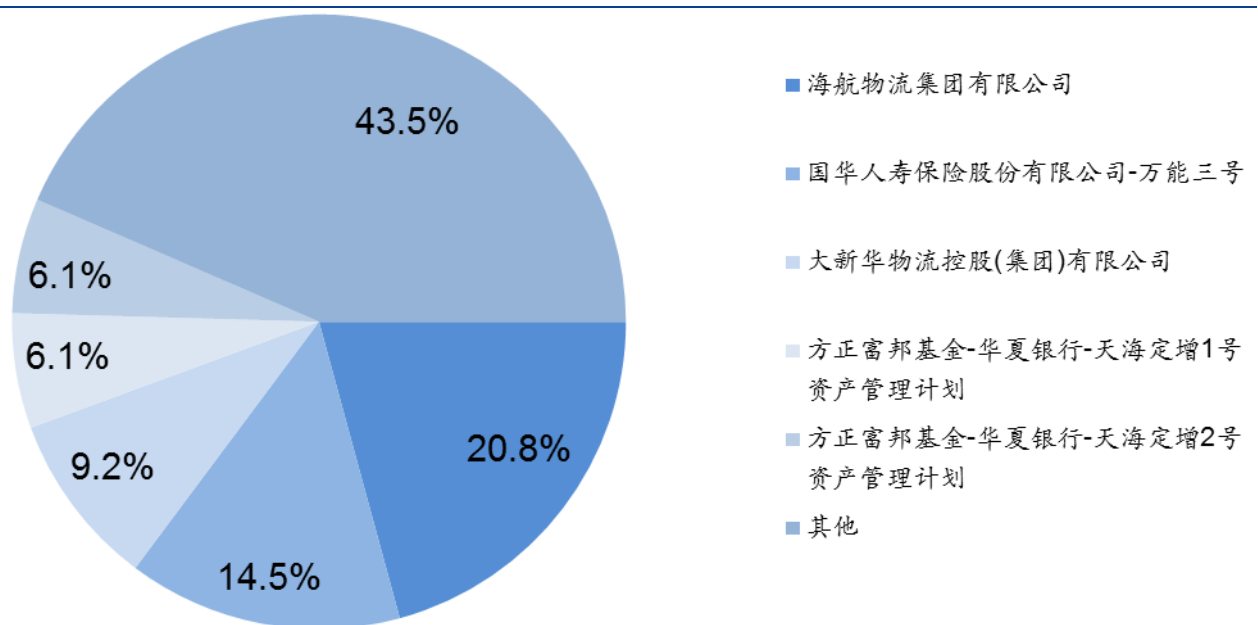
资料来源：WIND、安信证券研究中心；

收购标的为世界 500 强企业彰显股东野心：2015 年英迈国际被《财富》杂志评选为世界 500 强企业中的第 230 位，我们注意到本次收购的联合投资方国华人寿发行的国华人寿万能三号也是天海投资的第二大股东，如此大手笔全资收购世界 500 强企业，彰显了股东的野心，未来将进行进一步的业务拓展。

7.2. 天海投资的大股东实力强劲

天海投资 35%的股权集中在海航物流和国华人寿手中：截至 2016 年 8 月 31 日，海航物流集团持股天海投资达 20.76%，国华人寿万能三号持股 14.45%。

图 28：天海投资的股权结构



资料来源：WIND、安信证券研究中心；

大股东实际控制人海航集团拥有强劲实力，有利于业务更好整合：海航集团总资产逾 6000 亿元，参控股上市公司 11 家，2015 年实现收入近 1900 亿元。2015 年位列中国企业 500 强的 99 位，2016 年位列世界 500 强的 353 位，排名提升 111 位。业务遍布金融、旅游、酒店、机场、地产、商业、物流、生态领域，业务规模庞大。其中，天海投资的控股股东海航物流致力成为全球物流产业资源整合商及行业解决方案提供商，2015 总资产近 700 亿元，年收入逾 100 亿元，体现了上市公司强大的股东实力。海航集团自身有通过收购及兼并迅速壮大国际业务的诉求，未来将主动开展全方位、多层次国际合作，致力于与国际伙伴开展多领域合作，形成合作共赢的新格局。海航集团未来也将通过收购及合并迅速壮大国际

业务，获得优质资产，吸收先进管理经验、平台以及渠道，充分利用多元化资源为发展提供支撑。我们看到海航集团业务布局广泛，业务规模庞大，各块业务的交集部分可能被更好的融合，因此我们认为未来收购英迈国际的 IT 供应链综合服务业务将被整体融入到海航集团的战略布局中。

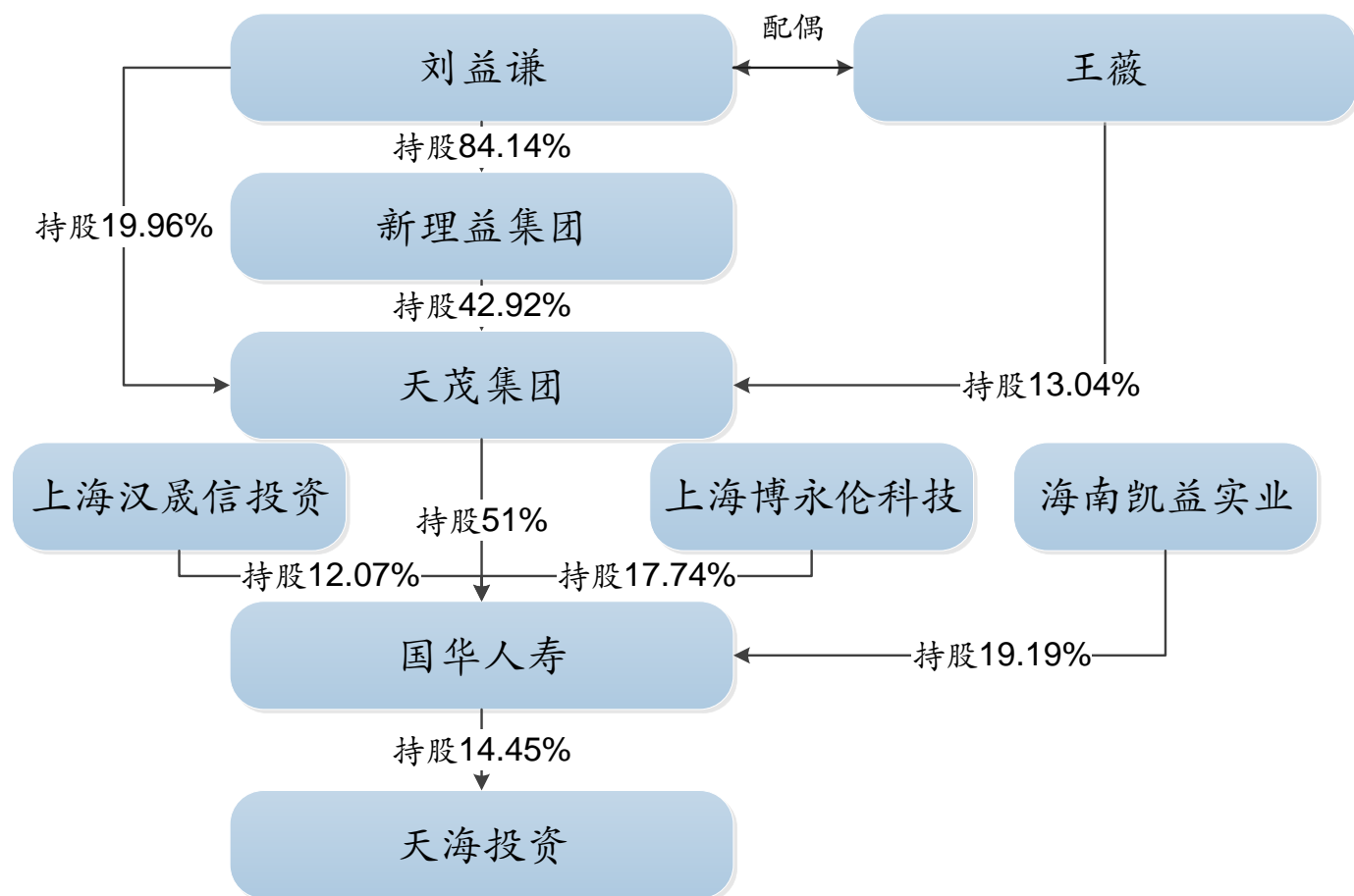
图 29：海航集团下属业务



资料来源：公司网站、安信证券研究中心；

国华人寿既是大股东，又是本次收购联合投资方：本次收购国华人寿出资 40 亿元，出资比例 10%。国华人寿注册资本 38 亿元人民币，2015 年保费收入 236 亿，净利 16.5 亿。国华人寿实际控制人为天茂实业集团，天茂实业又由新理益集团控制，实际控制人为刘益谦，控制人背景也十分雄厚。

图 30：天海投资另一大股东国华人寿万能三号，实际控制人为刘益谦

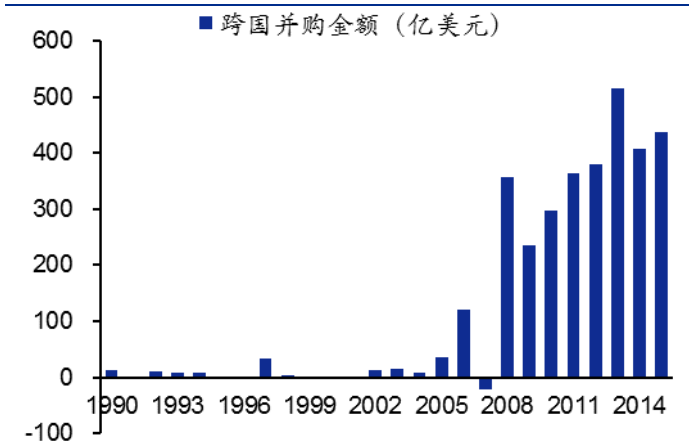


资料来源：公司网站、公司公告、安信证券研究中心；

7.3. 本次收购意义深远，未来充满想象空间

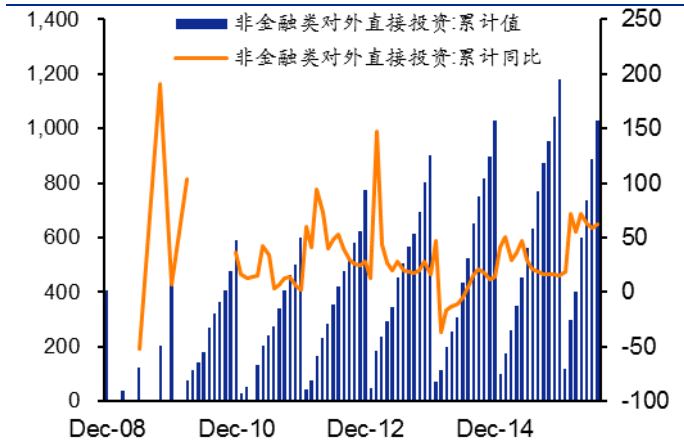
海外并购符合国家“走出去”战略需求，有利于创造多元化赢利点和增长点：十八大报告提出，要加快走出去步伐，增强企业国际化经营能力，培育一批世界水平的跨国公司；“一带一路”重大战略更是旗帜鲜明的为我国企业的国际化指明了大方向。企业“走出去”意味着企业经营的国际化，近年来我国跨国并购，海外直接投资数额节节攀升。2015年我国作为收购方的跨国并购金额达到436.53亿美元，同比上升7.05%；2016年上半年非金融类对外直接投资达到888.6亿美元，累计同比增长58.7%。跨国并购有助于国内企业拓展海外业务，也有利于国内业务更好的与国外业务融合，符合政策导向；对于上市公司而言，还可以充分利用上市公司融资平台，通过内生外延等方式寻求更多元化的盈利模式和增长点，具有相当的发展前景。

图 31：我国作为收购方的跨国并购金额（亿美元）



资料来源：WIND、安信证券研究中心；

图 32：2011 年至今我国非金融类对外直接投资状况



资料来源：WIND、安信证券研究中心；

本次收购计划将形成渠道优势，可促进国内 IT 产业升级及电子类商品走出国门：英迈国际拥有高水平的供应链管理系统、广覆盖范围的分销及配送网络和丰富的供应链管理经验，在全球范围内服务上游超 1800 家供应商和下游超 20 万客户，业务遍布北美、欧洲、亚太和拉美地区。我们认为随着英迈国际整体被天海投资收购，将形成国内外 IT 产业的双向通路，将推进我国 IT 产业升级，也将使我国 IT 产业更好的走出国门。一方面，英迈国际上游的 1800 家供应商，将推动我国 IT 产业的产品升级和消费升级；另一方面，通过英迈国际的分销优势可以向下游客户更好的提供产品，有利于提高我国高性价比的 IT 终端产品向欠发达和发展中国家地区的渗透率，也有利于打开高尖端领域产品在发达国家地区市场空间。

海航集团或将英迈国际业务与国内业务整合，未来有很大看点：我们前面提到，海航集团的业务布局广阔。海航集团 2015 年的收入为近 1900 亿元，本次收购后海航集团的增量收入或超 2650 亿元，因此未来海航集团势必要将英迈国际的供应链服务与海航自身的业务进行一定的整合。我们认为潜在的整合点可能供应链金融、小微担保领域。IT 供应链服务中对信息流、物流及资金流的管理要求很高，从海航集团目前的业务分布来看，IT 信息流层面对比英迈自身的管理能力未必有太大优势，其物流领域主要在做海运、冷链和工程物流，与 IT 物流关系不大。当然不排除集团在信息流管理和物流管理领域开疆拓土的可能，但整合供应链金融业务的可能性最大。未来公司将依托担保、保险等领域的业务优势，提高 IT 供应链资金流的管理水平。由于 2015 年英迈国际的销售收入超 2650 亿元，应收账款占销售收入超过 13%，在如此巨大的交易流量的基础上，供应链金融服务的市场充满想象空间。

8. 投资建议

8.1. 收入及利润率预测

供应链综合管理服务业务板块：假设 2017 年全年并表，假设 IT 供应链综合管理业务未来的收入增速预计为国际数据 (IDC) 对全球 IT 服务支出的增速，即 3.1% 的水平，假设不考虑汇率波动，假设该部分业务全年的毛利率在上半年 6.94% 的水平保持不变，假设未来三年毛利率及费用水平持平。

传统业务部分：运输及代理业务中，假设船舶运输 2017 年扭亏，假设收入增速 0%，假设扭亏后毛利率为 10%；我们预计商贸业务增速较快但短期盈利能力一般，2016 年全年预计达到 20 亿元量级，未来增速假设 15% 左右；假设毛利率有所提升，2016 年全年毛利率 2.2%，2017 年后为 3%；预计代理业务及劳务业务有一定收入增量，毛利稳定，那么公司整体的营收状况如下。

表 10: 天海投资收入利润预测:

收入利润 (亿) 及增速	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
主营收入	4.2	7.2	28.4	2909.8	3006.1	3102.3
增长率%	26.3%	70.0%	294.4%	10145.2%	3.3%	3.2%
主营成本	3.9	6.6	27.7	2,710.4	2,800.3	2,890.1
增长率%	34.5%	67.0%	322.5%	9683.6%	3.3%	3.2%
主营业务毛利	0.3	0.6	0.7	199.4	205.7	212.2
主营业务综合毛利率%	7.3%	8.9%	2.5%	6.9%	6.8%	6.8%
净利润	0.8	2.5	0.8	8.9	9.7	9.9

资料来源: WIND、安信证券研究中心;

8.2. 可比公司估值

表 11: 天海投资可比上市公司估值情况 (2016-9-2 收盘)

	代码	股价	总市值	2017 总收入一致预期 (亿元)	PE (TTM)	2017PE 一致预期
怡亚通	002183.SZ	12.20	256.1	744.5	44.9	24.8
普路通	002769.SZ	27.75	104.5	55.4	50.9	31.5
神州数码	000034.SZ	30.35	198.5	373.4	79.3	38.9
天海投资	600751.SH	8.91	243.6	2909.8(我们预测)	106.8	29.0 (当前价, 我们预测)

资料来源: WIND、安信证券研究中心;

8.3. 投资建议

买入-A 投资评级, 6 个月目标价 12.80 元。我们预计收购英迈后收入水平会有很大提升, 公司 2016 年-2018 年的净利润增速分别为-67%、1011%、8%, 首次给予买入-A 的投资评级。

9. 风险提示

IT 行业整体不景气, 国际政策风险, 与英迈国际的整合风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	423.6	720.2	2,840.1	290,976.3	300,608.5	成长性					
减:营业成本	392.8	655.8	2,770.3	271,036.1	280,034.8	营业收入增长率	26.3%	70.0%	294.4%	10145.2	3.3%
营业税费	0.8	2.2	5.7	1,600.4	1,653.3	营业利润增长率	-160.8%	239.1%	-73.1%	1539.6%	8.3%
销售费用	-	8.1	30.7	8,147.3	8,326.9	净利润增长率	-160.6%	212.5%	-67.5%	1010.7%	8.3%
管理费用	56.6	94.1	113.6	7,710.9	7,966.1	EBITDA 增长率	-210.1%	81.9%	-86.0%	9948.7%	5.3%
财务费用	19.2	-96.0	-57.7	1,163.9	1,202.4	EBIT 增长率	-193.1%	86.4%	-89.3%	11550.3	5.9%
资产减值损失	-130.5	-4.9	3.0	145.5	150.3	NOPLAT 增长率	-192.4%	58.0%	-87.3%	8646.5%	5.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-676.7%	-1896.9	-18.6%	1264.3%	2.0%
投资和汇兑收益	1.6	231.8	104.2	118.6	123.4	净资产增长率	36505.3	2.9%	0.6%	8.0%	8.1%
营业利润	86.3	292.8	78.7	1,290.8	1,398.0	利润率					
加:营业外净收支	-6.8	1.7	1.8	28.5	30.5	毛利率	7.3%	8.9%	2.5%	6.9%	6.8%
利润总额	79.5	294.5	80.5	1,319.2	1,428.5	营业利润率	20.4%	40.7%	2.8%	0.4%	0.5%
减:所得税	0.6	46.7	0.1	329.8	357.1	净利润率	18.6%	34.3%	2.8%	0.3%	0.3%
净利润	78.9	246.7	80.3	891.5	965.3	EBITDA/营业收入	26.5%	28.3%	1.0%	1.0%	1.0%
						EBIT/营业收入	24.9%	27.3%	0.7%	0.8%	0.9%
资产负债表						运营效率					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	固定资产周转天数	121	67	16	2	4
货币资金	12,325.5	9,032.3	10,703.0	2,909.8	5,323.4	流动营业资本周转天数	-178	690	358	20	36
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	5,357	6,270	1,689	54	90
应收帐款	83.9	297.5	1,949.6	35,670.3	36,851.1	应收帐款周转天数	90	95	142	23	43
应收票据	9.0	1.0	32.2	8.1	16.7	存货周转天数	5	3	5	16	32
预付帐款	9.4	24.7	150.6	8,146.1	8,416.6	总资产周转天数	5,478	6,337	1,705	59	100
存货	7.1	4.4	67.0	26,019.5	26,883.3	投资资本周转天数	-62	754	367	24	43
其他流动资产	2.3	3,288.6	1,097.0	401.6	426.1	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	0.7%	2.0%	0.7%	6.8%	6.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	0.6%	1.9%	0.6%	1.2%	1.2%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	339.5%	-93.1%	0.7%	70.8%	5.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	134.9	131.7	124.4	3,089.6	3,010.1	销售费用率	0.0%	1.1%	1.1%	2.8%	2.8%
在建工程	-	-	-	2,014.3	1,961.3	管理费用率	13.4%	13.1%	4.0%	2.7%	2.7%
无形资产	0.0	1.1	0.9	1,060.8	822.5	财务费用率	4.5%	-13.3%	-2.0%	0.4%	0.4%
其他非流动资产	-0.0	1.7	1.3	1,973.4	2,003.4	三费/营业收入	17.9%	0.9%	3.1%	5.9%	5.8%
资产总额	12,572.2	12,783.0	14,126.0	81,293.5	85,714.6	偿债能力					
短期债务	11.0	4.0	-	1,038.9	-	资产负债率	5.5%	4.4%	12.9%	83.6%	83.2%
应付帐款	374.1	450.1	557.8	40,301.6	41,639.6	负债权益比	5.8%	4.6%	14.8%	511.5%	496.7%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	18.23	23.00	19.63	1.75	1.86
其他流动负债	297.3	95.9	155.5	461.2	273.8	速动比率	18.22	22.99	19.53	1.13	1.22
长期借款	-	-	1,000.0	25,167.0	28,375.0	利息保障倍数	5.49	-2.05	-0.37	2.11	2.16
其他非流动负债	3.1	6.5	107.8	1,030.3	1,060.5	分红指标					
负债总额	685.5	556.4	1,821.1	67,999.1	71,348.9	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	-8.5	90.1	90.3	188.2	294.3	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	2,899.3	2,899.3	2,899.3	2,899.3	2,899.3	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	8,992.8	9,235.1	9,315.3	10,206.8	11,172.1						
股东权益	11,886.7	12,226.6	12,305.0	13,294.4	14,365.8						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.03	0.09	0.03	0.31	0.33
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	BVPS(元)	4.10	4.19	4.21	4.52	4.85
净利润	78.9	247.7	80.3	891.5	965.3	PE(X)	327.3	104.7	321.9	29.0	26.8
加:折旧和摊销	6.6	7.3	7.5	415.4	421.0	PB(X)	2.2	2.1	2.1	2.0	1.8
资产减值准备	-130.5	-4.9	-	-	-	P/FCF	49.3	-7.6	15.4	-3.9	11.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	61.0	35.9	9.1	0.1	0.1
财务费用	18.9	-93.4	-57.7	1,163.9	1,202.4	EV/EBITDA	200.5	92.9	567.9	16.8	15.9
投资损失	-1.6	-231.8	-104.2	-85.3	-88.2	CAGR(%)	132.3%	62.9%	-185.2%	132.3%	62.9%
少数股东损益	-0.0	1.0	0.2	98.0	106.1	PEG	2.5	1.7	-1.7	0.2	0.4
营运资金的变动	107.9	-3,205.1	588.9	-27,128.6	-1,114.7	ROIC/WACC	39.8	-10.9	0.1	8.3	0.6
经营活动产生现金流量	128.7	-40.0	514.9	-24,645.3	1,491.8	REP	-3.2	-0.5	80.7	0.2	2.1
投资活动产生现金流量	-0.6	-3,459.8	104.2	-7,315.0	17.7						
融资活动产生现金流量	12,071.6	-292.7	1,051.6	24,167.0	904.1						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

姜明声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034