

评级：买入 维持评级

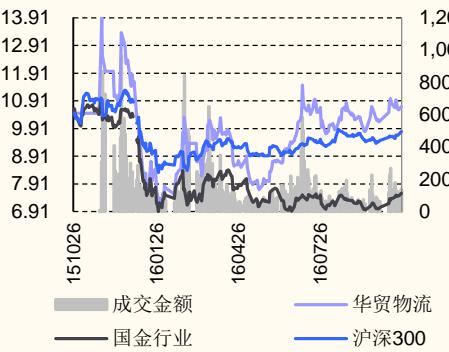
公司点评

市场价格（人民币）：10.71元

长期竞争力评级：高于行业均值

## 市场数据（人民币）

|              | 808.35     |
|--------------|------------|
| 已上市流通A股(百万股) | 808.35     |
| 总市值(百万元)     | 10,701.27  |
| 年内股价最高最低(元)  | 13.93/7.15 |
| 沪深300指数      | 3367.58    |
| 上证指数         | 3128.25    |
| 人民币(元)       | 成交金额(百万元)  |



## 公司基本情况(人民币)

| 项目          | 2014   | 2015   | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元)   | 0.290  | 0.177  | 0.322  | 0.399  | 0.479  |
| 每股净资产(元)    | 3.45   | 1.87   | 2.21   | 2.59   | 3.05   |
| 每股经营性现金流(元) | 0.59   | 0.34   | 0.71   | 0.45   | 0.58   |
| 市盈率(倍)      | 50.23  | 64.94  | 33.31  | 26.87  | 22.36  |
| 行业优化市盈率(倍)  | 29.22  | 50.43  | 42.53  | 42.53  | 42.53  |
| 净利润增长率(%)   | 42.60% | 23.44% | 96.44% | 23.96% | 20.18% |
| 净资产收益率(%)   | 8.41%  | 9.45%  | 15.77% | 16.67% | 16.96% |
| 总股本(百万股)    | 400.00 | 808.35 | 874.57 | 874.57 | 874.57 |

来源：公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 公司发布2016年第三季度报告。前三季度，公司实现营业收入51.62亿元，同比减少9.61%，归属于上市公司股东的净利润2.15亿元，同比增长108.08%，基本每股收益0.25元，同比增长92.31%。

## 评论

- 中特物流并表大幅增厚利润，平台协同效应降本增效：收入有所下滑，主要是公司在有序退出利润空间较低的钢铁行业，供应链贸易业务向中国走出去、一带一路建设项目、跨境电商交易等方向转型。公司前三季度实现净利润高速增长，(1)主要源于收购的中特物流并表，贡献净利润9785万，约占公司利润总额增幅的86%。德祥集团的业绩也持续增长。(2)公司十项核心业务的协同水平进一步增强，净利润同比增长13.3%，并有效降低成本，对运力运价实施集中采购，致使平均毛利率达到10.86%(已剔除中特物流的影响，如包含中特物流的毛利率为12.37%)，同比增加2.32个百分点。
- 在手现金10.7亿元，并购战略有望持续推进：公司积极推进并购战略，2014年10月收购德祥集团(2.05亿收购其65%股权)，2016年3月收购中特物流(12亿收购其100%股权，6亿现金+价值6亿的股份)，成效明显，收购标的业绩超预期，带来持续增长动力。交易对手承诺中特物流2016年净利润不低于1亿元，而前三季度已达到近9800万元。公司在7月份增发股份募集了12亿元，货币资金大幅增加，达到10.7亿元，公司当前资产负债率仅为28%，外延扩张预期强烈。
- 集团整合，有望成为物流资产的上市平台：公司大股东是港中旅，经国务院批准，中国国旅集团有限公司整体并入中国港中旅集团公司，成为其全资子公司。国旅集团业务涵盖旅行服务、免税品经销、交通运输、电子商务等领域。集团整合后，公司有望成为物流资产的上市平台。

## 投资建议

- 公司核心业务协同发展，内生增长与外延并购推动业绩增长，并可能受益于港中旅和中国国旅集团的整合。预测2016-2018年的EPS为0.32、0.40及0.48元，给予“买入”评级。

## 风险提示

- 宏观经济波动的风险，收购整合不达预期的风险等。

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

**戴亚雄** 联系人  
 (8621)61038274  
 daiyaxiong@gjzq.com.cn

**附录：三张报表预测摘要**

| 损益表 (人民币百万元)        |             |             |             |               |             |             | 资产负债表 (人民币百万元)  |       |       |       |       |       |
|---------------------|-------------|-------------|-------------|---------------|-------------|-------------|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>主营业务收入</b>       | 2013        | 2014        | 2015        | 2016E         | 2017E       | 2018E       | <b>货币资金</b>     | 2013  | 2014  | 2015  | 2016E | 2017E |
| 8,533               | 7,967       | 7,978       | 7,302       | 7,574         | 8,043       | 610         | 513             | 647   | 675   | 726   | 785   |       |
| 增长率                 | -6.6%       | 0.1%        | -8.5%       | 3.7%          | 6.2%        | 1,255       | 1,344           | 1,326 | 1,255 | 1,302 | 1,316 |       |
| 主营业务成本              | -8,066      | -7,408      | -7,283      | -6,478        | -6,678      | -7,054      | 存货              | 59    | 39    | 147   | 133   | 137   |
| %销售收入               | 94.5%       | 93.0%       | 91.3%       | 88.7%         | 88.2%       | 87.7%       | 其他流动资产          | 653   | 609   | 316   | 309   | 317   |
| <b>毛利</b>           | 467         | 559         | 695         | 824           | 896         | 988         | <b>流动资产</b>     | 2,577 | 2,505 | 2,436 | 2,372 | 2,482 |
| %销售收入               | 5.5%        | 7.0%        | 8.7%        | 11.3%         | 11.8%       | 12.3%       | %总资产            | 88.4% | 80.6% | 79.5% | 56.0% | 56.7% |
| 营业税金及附加             | -7          | -8          | -2          | -1            | -2          | -2          | 长期投资            | 0     | 21    | 21    | 21    | 21    |
| %销售收入               | 0.1%        | 0.1%        | 0.0%        | 0.0%          | 0.0%        | 0.0%        | 固定资产            | 201   | 270   | 296   | 318   | 337   |
| 营业费用                | -223        | -246        | -341        | -314          | -303        | -322        | %总资产            | 6.9%  | 8.7%  | 9.6%  | 7.5%  | 7.7%  |
| %销售收入               | 2.6%        | 3.1%        | 4.3%        | 4.3%          | 4.0%        | 4.0%        | 无形资产            | 128   | 296   | 291   | 893   | 899   |
| 管理费用                | -113        | -131        | -143        | -131          | -129        | -137        | 非流动资产           | 338   | 602   | 627   | 1,861 | 1,892 |
| %销售收入               | 1.3%        | 1.6%        | 1.8%        | 1.8%          | 1.7%        | 1.7%        | %总资产            | 11.6% | 19.4% | 20.5% | 44.0% | 43.3% |
| <b>息税前利润 (EBIT)</b> | 124         | 174         | 210         | 377           | 463         | 528         | <b>资产总计</b>     | 2,916 | 3,107 | 3,063 | 4,234 | 4,374 |
| %销售收入               | 1.5%        | 2.2%        | 2.6%        | 5.2%          | 6.1%        | 6.6%        | <b>短期借款</b>     | 617   | 507   | 682   | 875   | 619   |
| 财务费用                | -17         | -20         | -23         | -26           | -25         | -10         | 应付款项            | 916   | 1,077 | 727   | 699   | 721   |
| %销售收入               | 0.2%        | 0.3%        | 0.3%        | 0.4%          | 0.3%        | 0.1%        | 其他流动负债          | 90    | 115   | 99    | 327   | 330   |
| 资产减值损失              | -1          | -11         | -10         | 0             | 0           | 0           | 流动负债            | 1,622 | 1,698 | 1,508 | 1,901 | 1,670 |
| 公允价值变动收益            | 0           | 0           | 0           | 0             | 0           | 0           | 长期贷款            | 0     | 0     | 200   | 250   | 300   |
| 投资收益                | 0           | 0           | 1           | 5             | 6           | 7           | 其他长期负债          | 3     | 3     | 300   | 300   | 300   |
| %税前利润               | 0.0%        | 0.0%        | 0.5%        | 1.3%          | 1.3%        | 1.3%        | <b>负债</b>       | 1,625 | 1,701 | 1,511 | 2,401 | 2,220 |
| 营业利润                | 106         | 143         | 178         | 356           | 444         | 525         | <b>普通股股东权益</b>  | 1,291 | 1,379 | 1,515 | 1,783 | 2,091 |
| 营业利润率               | 1.2%        | 1.8%        | 2.2%        | 4.9%          | 5.9%        | 6.5%        | 少数股东权益          | 0     | 27    | 38    | 50    | 63    |
| 营业外收支               | 6           | 11          | 18          | 20            | 20          | 30          | <b>负债股东权益合计</b> | 2,916 | 3,107 | 3,063 | 4,234 | 4,374 |
| 税前利润                | 112         | 154         | 196         | 376           | 464         | 555         |                 |       |       |       |       |       |
| 利润率                 | 1.3%        | 1.9%        | 2.5%        | 5.1%          | 6.1%        | 6.9%        |                 |       |       |       |       |       |
| 所得税                 | -30         | -35         | -42         | -83           | -102        | -122        |                 |       |       |       |       |       |
| 所得税率                | 27.3%       | 22.6%       | 21.4%       | 22.0%         | 22.0%       | 22.0%       |                 |       |       |       |       |       |
| 净利润                 | 81          | 119         | 154         | 293           | 362         | 433         |                 |       |       |       |       |       |
| 少数股东损益              | 0           | 0           | 0           | 0             | 0           | 0           |                 |       |       |       |       |       |
| 非现金支出               | 22          | 33          | 40          | 32            | 35          | 38          |                 |       |       |       |       |       |
| 非经营收益               | 23          | 19          | 29          | -2            | 5           | -21         |                 |       |       |       |       |       |
| 营运资金变动              | -351        | 64          | 50          | 252           | -34         | 19          |                 |       |       |       |       |       |
| <b>经营活动现金净流</b>     | <b>-225</b> | <b>234</b>  | <b>274</b>  | <b>575</b>    | <b>367</b>  | <b>469</b>  |                 |       |       |       |       |       |
| 资本开支                | -48         | -56         | -50         | -1,236        | -40         | -30         |                 |       |       |       |       |       |
| 投资                  | 0           | -1          | -177        | 0             | 0           | 0           |                 |       |       |       |       |       |
| 其他                  | 5           | 0           | 1           | 5             | 6           | 7           |                 |       |       |       |       |       |
| <b>投资活动现金净流</b>     | <b>-43</b>  | <b>-57</b>  | <b>-227</b> | <b>-1,231</b> | <b>-34</b>  | <b>-23</b>  |                 |       |       |       |       |       |
| 股权募资                | 0           | 0           | 25          | 0             | 0           | 0           |                 |       |       |       |       |       |
| 债权募资                | 230         | -110        | 175         | 692           | -206        | -325        |                 |       |       |       |       |       |
| 其他                  | -34         | -135        | -107        | -9            | -76         | -62         |                 |       |       |       |       |       |
| <b>筹资活动现金净流</b>     | <b>195</b>  | <b>-245</b> | <b>93</b>   | <b>684</b>    | <b>-282</b> | <b>-387</b> |                 |       |       |       |       |       |
| <b>现金净流量</b>        | <b>-73</b>  | <b>-68</b>  | <b>140</b>  | <b>28</b>     | <b>51</b>   | <b>59</b>   |                 |       |       |       |       |       |

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 | <b>0.00</b> | <b>0.00</b> | <b>0.00</b> | <b>0.00</b> | <b>0.00</b> |

来源：朝阳永续

**历史推荐和目标定价(人民币)**

| 序号 | 日期         | 评级 | 市价    | 目标价         |
|----|------------|----|-------|-------------|
| 1  | 2016-01-14 | 买入 | 7.99  | 12.00~13.00 |
| 2  | 2016-04-14 | 买入 | 9.79  | N/A         |
| 3  | 2016-04-28 | 买入 | 8.65  | N/A         |
| 4  | 2016-06-01 | 买入 | 8.36  | 11.00~12.00 |
| 5  | 2016-07-12 | 买入 | 10.54 | 14.00~15.00 |
| 6  | 2016-08-16 | 买入 | 10.28 | N/A         |

来源：国金证券研究所

**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认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