

安通控股 (600179.SH) 快递物流行业

评级：买入 首次评级

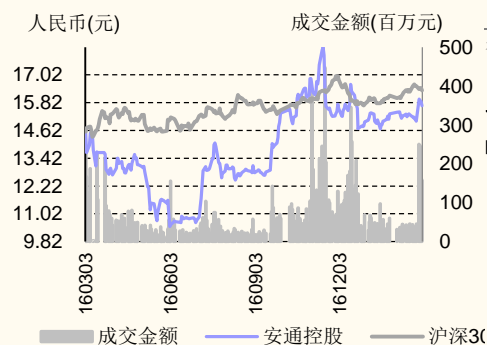
公司研究

市场价格(人民币): 15.69 元
 目标价格(人民币): 20.00-20.00 元

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) 390.00
 总市值(百万元) 16,664.80
 年内股价最高最低(元) 18.21/10.48
 沪深 300 指数 3435.10
 上证指数 3230.03



内贸集运景气，多式联运延伸产业链

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	-0.784	-0.687	0.397	0.557	0.719
每股净资产(元)	0.02	-0.72	4.43	4.98	5.70
每股经营性现金流(元)	0.12	0.23	0.13	1.32	1.59
市盈率(倍)	-10.71	-24.92	39.52	28.18	21.83
行业优化市盈率(倍)	8.39	7.85	7.59	7.59	7.59
净利润增长率(%)	-2994.98%	-12.43%	N/A	40.24%	29.09%
净资产收益率(%)	-4447.78%	95.59%	8.97%	11.18%	12.61%
总股本(百万股)	390.00	390.00	1,062.13	1,062.13	1,062.13

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **借壳成功，业绩改善立竿见影：**2016年11月12日，安通控股正式公告完成公司登记变更，并且董事会通过证券更名决议。自此，安通借壳上市及募集配套资金流程历经近两年正式完成。公司变为国内领先的集装箱物流解决方案供应商，盈利能力显著增强。2016年度预盈公告中，公司扭亏为盈，将实现归属于上市公司股东的净利润 42,000 万元左右。超过借壳期间承诺近 1 亿元，大幅超过市场预期，借壳交易效果立竿见影。
- **延伸集装箱物流产业链，实现价值最大化：**公司根据客户的需求，形成以航运为主、多式联运相结合的运营模式，向航运两端延伸物流产业链，建立了完善的内贸货运服务体系。两家全资子公司相互配合，为客户提供“门到门”的多式联运服务，安通物流贡献主要盈利，安盛船务主要为安通物流提供服务。由于运力的扩张和毛利率的增长，公司营业收入和净利润快速增加。并且公司利用多重优势，全面提高盈利水平，攫取最大利润。
- **内贸集运潜力巨大，景气度提升：**公司处于内贸集装箱运输行业领先地位，由于我国内贸运输集装箱化率仅为 30%，叠加拉动内需政策的实施，我国内贸集装箱运输业务预计将持续快速发展。从运价来看，治超因素和行业龙头控制运价，内贸集装箱行业景气度近期大幅提升。内贸集装箱预计将在 2017 年量价齐升，对内贸集装箱物流行业及公司业绩带来正面利好。
- **多式联运-公司发展新方向：**现代物流要求物流商通过多式联运，将物流服务延伸到“门到门”，从而获得物流全产业链的价值，最大限度获取利润。目前，公司多式联运主要通过海陆联运完成，通过拖车与航运配合。在国家政策大力推动下，公司预计通过吸收铁路资产进一步布局物流网络，更加深入中国内陆，通过“海铁陆”全方位的运营模式，为客户提供全方位的服务。

投资建议

- 安通控股专注于内贸集装箱物流服务。由于治超因素和行业龙头控制运价，预计内贸集装箱运输将在 2017 年量价齐升。公司有望通过吸收铁路资产形成“海铁路”全方位的多式联运模式，获取物流全产业链价值，提升公司业绩和盈利能力。预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.40 元、0.56 元、0.72 元，对应 PE 分别为 40 倍、28 倍、22 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险

- 内贸需求下滑，多式联运发展不及预期

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

黄凡洋 联系人
 (8621)61038274
 huangfanyang@gjzq.com.cn

内容目录

1. 借壳成功，业绩改善立竿见影.....	4
1.1 原有业务惨淡，重组谋求新出路.....	4
1.2 历时近两年，安通借壳黑化终成功.....	5
1.3 新资产盈利能力强，业绩超预期.....	6
2. 延伸集装箱物流产业链，实现价值最大化.....	6
2.1 海陆配合多式联运，“门到门”提高服务满意度.....	6
2.2 运力不断扩张，公司业绩增长迅猛.....	7
2.3 安通物流为主，安盛船务为辅提供服务.....	9
2.4 全面提高盈利水平，攫取最大利润.....	10
3. 内贸集运潜力巨大，景气度提升.....	11
4. 多式联运-公司发展新方向.....	12
5. 盈利预测与估值建议.....	13
6. 风险提示.....	13

图表目录

图表 1：重组前公司产权关系图.....	4
图表 2：重组并配套募资后公司股权结构.....	5
图表 3：安通控股借壳后限售股占比 63%.....	5
图表 4：借壳上市流程汇总.....	6
图表 5：安通物流向内陆延伸的集装箱物流服务网络.....	7
图表 6：六大枢纽港为中心的网络结构.....	7
图表 7：集装箱物流综合服务主要服务流程.....	7
图表 8：2012-2016Q3 标的公司合并营业收入.....	8
图表 9：2012-2016Q3 标的公司合并归母净利润.....	8
图表 10：2012-2016Q3 标的公司合并毛利率.....	8
图表 11：2012-2016Q3 标的公司合并净利率.....	8
图表 12：标的公司合并总运力不断扩张.....	9
图表 13：2012-2015H1 标的公司合并总计费箱量.....	9
图表 14：2012-2015Q3 安通物流营业收入.....	9
图表 15：2012-2015Q3 安通物流毛利率.....	9
图表 16：2012-2015Q3 安盛船务营业收入.....	10
图表 17：2012-2015Q3 安盛船务毛利率.....	10
图表 18：2012-2015Q3 标的公司总资产对比.....	10
图表 19：2012-2015Q3 安通与安盛净利润和毛利率对比.....	10
图表 20：内贸集装箱吞吐量稳步快速增长.....	11
图表 21：公路物流运价指数受治超大幅提升.....	12
图表 22：沿海集装箱运价指数.....	12

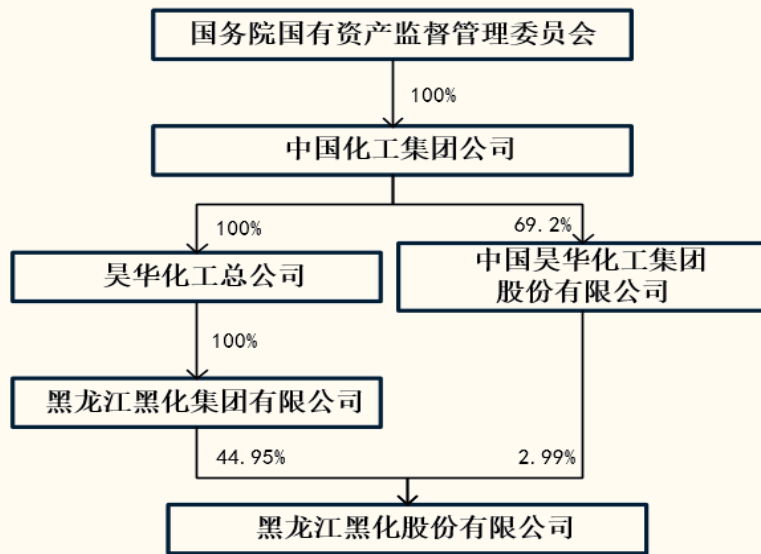
图表 23：内贸集装箱班轮公司市占率	12
图表 24：多式联运不同运输方式特点	13

1. 借壳成功，业绩改善立竿见影

1.1 原有业务惨淡，重组谋求新出路

- 安通控股借壳前为黑龙江黑化股份有限公司（以下简称“黑化股份”）主营尿素及焦炭的生产与销售，控股股东为黑龙江黑化集团有限公司，持股44.95%，实际控制人为国务院国资委。
- 近年来受煤化工行业产能过剩影响，市场供大于求，需求低迷，销售价格持续下滑，成本与售价倒挂，亏损严重。公司采取了限产、以销定产及低负荷运行等措施，但市场环境持续低迷，无法预期好转的时间；同时部分生产设备老化、安全环保存在隐患。黑化股份尿素生产装置和焦炭生产系统相继停产。公司由于2014、2015年连续亏损，股票交易被实施退市风险警示，若2016年继续亏损，股票可能被暂停上市。

图表 1：重组前公司产权关系图



来源：公司公告，国金证券研究所

- 2014年12月6日，黑化股份发布重大资产重组停牌公告，拟出售黑化股份现有全部资产和负债，同时注入集装箱物流资产。由于出售及购买总资产数额较大，本次交易构成借壳上市。

本次交易总体方案包括三部分：（1）重大资产出售；（2）发行股份购买资产；（3）募集配套资金。其中，重大资产出售与发行股份购买资产互为前提、互为条件，共同构成本次交易方案不可分割的组成部分，其中任何一项因任何原因终止或不能实施，则本次交易将终止实施；募集配套资金实施与否或配套资金是否足额募集均不影响前两项交易的实施。

（1）重大资产出售：黑化股份拟向昊华化工（黑化股份控股股东黑化集团是昊华化工全资子公司）出售全部资产及负债，拟出售资产的评估值为2,738.54万元，经各方协商确认，拟出售资产的交易价格为2,739万元。

（2）发行股份购买资产：拟向郭东泽、郭东圣、王强、纪世贤及卢天赠非公开发行股份购买其持有的安通物流100%股权和安盛船务100%股权。拟购买资产的交易价格为36.5亿元，其中安通物流28.5亿元，安盛船务8亿元。共发行575,709,779股，发行价6.34元/股。发行股份购买资产交易完成后股本将变为965,709,799股。

（3）募集配套资金：为提高重组效率、增强重组后上市公司持续经营能力，上市公司拟采用锁价方式向郭东泽、长城国融非公开发行股份募集配套资金不超过7亿元，发行价7.26元/股，股份发行数量不超过96,418,732股。若增发募集配套资金完成，总股本将变为1,062,128,511股。

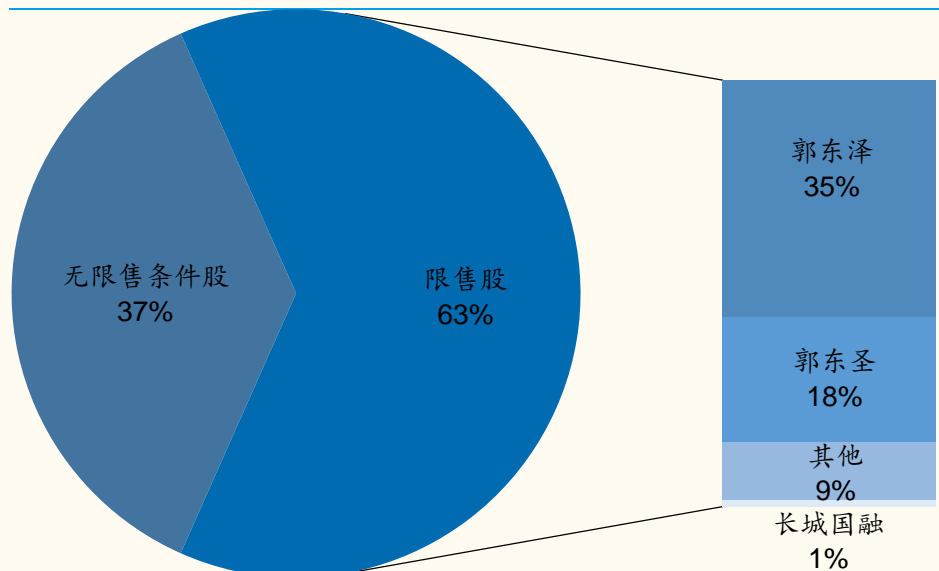
- 以上 (2)、(3) 交易所涉及新发股份均为限售股。其中, 郭东泽、郭东圣和长城国融承诺锁定三年, 纪世贤、卢天赠承诺锁定一年, 王强承诺部分股份锁定三年、部分一年。限售股数共 672,128,511 股, 占总股本比例达到 63%。

图表 2: 重组并配套募资后公司股权结构

股东名称	持股数 (百万股)	占总股本比例	限售情况
郭东泽	373.8	35.2%	36个月
郭东圣	197.2	18.6%	36个月
王强	69.1	6.5%	12或36个月
纪世贤	18.8	1.8%	12个月
卢天赠	3.3	0.3%	12个月
长城国融	10.0	0.9%	36个月
黑龙江黑化集团有限公司	175.3	16.5%	无限售条件股
中国昊华化工集团股份有限公司	11.7	1.1%	无限售条件股
其他社会股东	203.1	19.1%	无限售条件股
合计	1,062.1	100.0%	

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 3: 安通控股借壳后限售股占比 63%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

1.2 历时近两年, 安通借壳黑化终成功

- 自 2014 年 12 月 6 日黑化股份发布重大资产重组停牌公告, 到 2016 年 11 月 12 日安通控股正式更名, 耗时近两年。

2015 年 5 月 9 日, 黑化股份复牌并发布《重大资产出售及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》, 2016 年 4 月 26 日公告关联交易报告书获证监会批文, 安通物流和安盛船务借壳上市进入实质性阶段。在此之前, 黑化股份已相继停产自身主营尿素和焦炭生产业务。6 月 1 日, 黑化由于涉嫌信息披露违规, 资产重组终止。7 月 8 日, 公司公告案件调查终结, 收到行政处罚决定书, 并于 7 月 12 日恢复重组工作。7 月 18 日, 黑化公告重组项目标的资产过户完成, 安通物流和安盛船务成为公司全资子公司。9 月 8 日, 公司公告募集配套资金完成, 新增股份已于 9 月 6 日上市。11 月 12 日, 公司正式公告完成公司登记变更, 并且董事会通过证券更名决议。自此, 安通借壳上市及募集配套资金流程历经近两年正式完成。

图表 4：借壳上市流程汇总

时间	事件
2014.12.6	发布重大资产重组停牌公告
2015.5.9	复牌，发布重大资产出售及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案
2015.8.26	发布重大资产出售及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书(草案)
2015.11.3	尿素生产系统停产
2016.3.9	焦炭生产系统停产
2016.4.22	交易方案获证监会批文，借壳上市进入实质性阶段
2016.4.26	发布重大资产出售及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书(修订稿)
2016.6.1	涉嫌信息披露违规，被立案侦查，重组暂行终止
2016.7.8	案件调查终结，收到行政处罚决定书，并于7月12日恢复重组工作
2016.7.18	公告重组项目标的资产过户完成，安通物流和安盛控股成为公司全资子公司
2016.9.8	公告募集配套资金完成，新增股份已于9月6日上市
2016.11.12	公司工商登记变更完成，董事会通过证券更名决议

来源：公司公告，国金证券研究所

1.3 新资产盈利能力强，业绩超预期

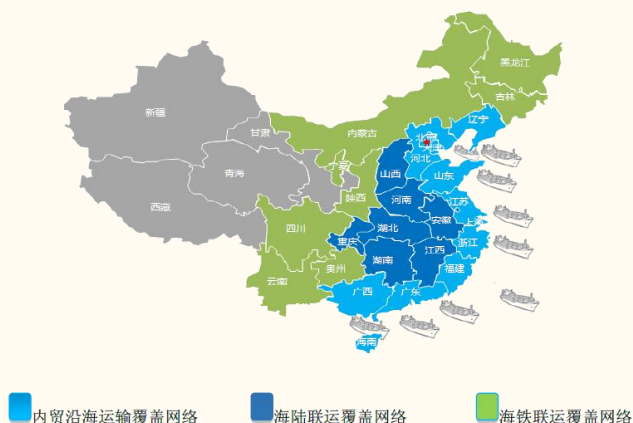
- 根据交易报告书，郭东泽、郭东圣、王强、纪世贤和卢天赠承诺 2016 年、2017 年和 2018 年实现的标的公司合并净利润分别不低于 32,820 万元、40,690 万元、47,370 万元。重大资产重组后，公司持有泉州安通物流有限公司 100%股权和泉州安盛船务有限公司 100%股权，主营业务由焦炭和尿素转变为集装箱综合物流服务，是国内领先的民营内贸集装箱物流服务商。公司盈利能力显著增强，经营业绩明显改善。
- 2017 年 1 月 24 日，公司发布借壳后 2016 年度预盈公告，公司将实现扭亏为盈，实现归属于上市公司股东的净利润 42,000 万元左右。超过借壳期间承诺 32,820 万元近 1 亿元，大幅超过市场预期，借壳交易效果立竿见影。

2. 延伸集装箱物流产业链，实现价值最大化

2.1 海陆配合多式联运，“门到门”提高服务满意度

- 安通物流和安盛船务为国内领先的集装箱物流服务解决方案供应商。根据客户的需求，以海上航运为主，依托强大的运输和货运网络，结合集装箱多式联运（内河驳船运输、汽车运输、铁路运输等）及标准化的运营模式，建立了完善的内贸货运服务体系。
- 其中安通物流主要通过海运、陆运和铁路等运输资源提供集装箱物流服务，基于内贸沿海集装箱运输，结合海陆联运、海铁联运等集装箱多式物流运输方式，已初步建立起了以国内海岸线为基点，向内陆持续延伸的集装箱物流服务网络。
安盛船务经营集装箱船队，主要客户为安通物流。基于安通物流的集装箱运输服务采购需求，作为安通物流的航运服务供应商之一，安盛船务通过其自有或租赁的专业集装箱运输定制船舶等，为安通物流提供集装箱物流运输服务。
- 根据客户差异化的集装箱运输需求，安通物流和安盛船务有机整合内贸沿海运输、陆上汽车运输及陆上铁路运输，初步形成了以海口、广州、泉州、上海、青岛和天津为枢纽，以中国沿海各港口城市为根基，覆盖了沿海及内陆大部分城市和地区的从南到北的集装箱大物流服务网络。

图表 5：安通物流向内陆延伸的集装箱物流服务网络



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：六大枢纽港为中心的网络结构



来源：公司公告，国金证券研究所

- 安通物流和安盛船务相互配合，为客户提供“门到门”的多式联运服务。安通物流负责全程物流的每个环节，根据订舱人的指示，安通物流安排车队提取集装箱，然后通过拖车或拖车+铁路运输至发货人处货物装箱作业；装箱后，通过拖车或拖车+铁路运输至始发港码头堆场；通过船舶由始发港运输至目的港码头堆场；再通过拖车或拖车+铁路由目的港堆场运输至收货人处，由收货人签收。其中海上运输服务部分由安盛船务负责提供。“门到门”服务有助于提高直客比例，增加客户粘度合满意度，获取物流全产业链的价值。

图表 7：集装箱物流综合服务主要服务流程

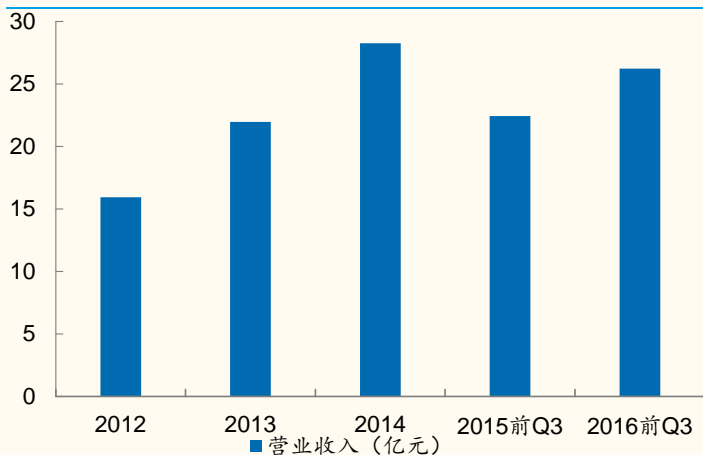


来源：公司公告，国金证券研究所

2.2 运力不断扩张，公司业绩增长迅猛

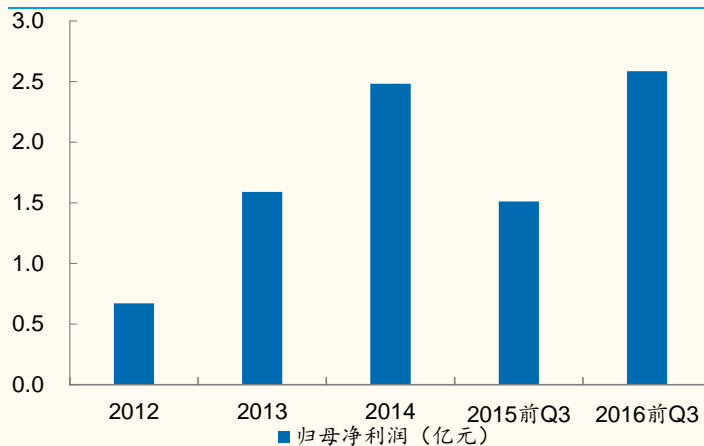
- 标的公司经营良好，营业收入近年持续快速增长。2013-2014 年，标的公司备考合并营业收入分别为 21.9 亿元，28.2 亿元，同比增长 37.8 和 28.6%；2016 年前三季度，营业收入 26.2 亿元，同比增长 16.9%。
- 标的公司净利润同样增长较快。2016 年前三季度，标的公司合并归母净利润 2.59 亿元，同比增长 71.5%。考虑到公司 2016 年预盈公告净利润超过 4.2 亿元，2012-2016 标的公司合并归母净利润复合增长达 58.2%。

图表 8: 2012-2016Q3 标的公司合并营业收入



来源: 公司资料, 国金证券研究所

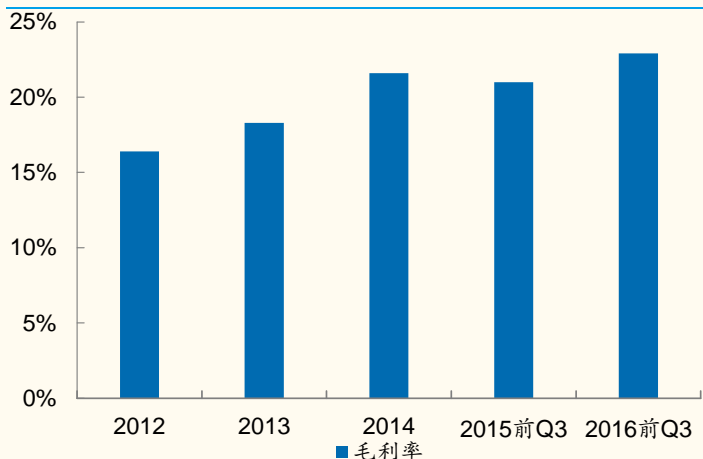
图表 9: 2012-2016Q3 标的公司合并归母净利润



来源: 公司资料, 国金证券研究所

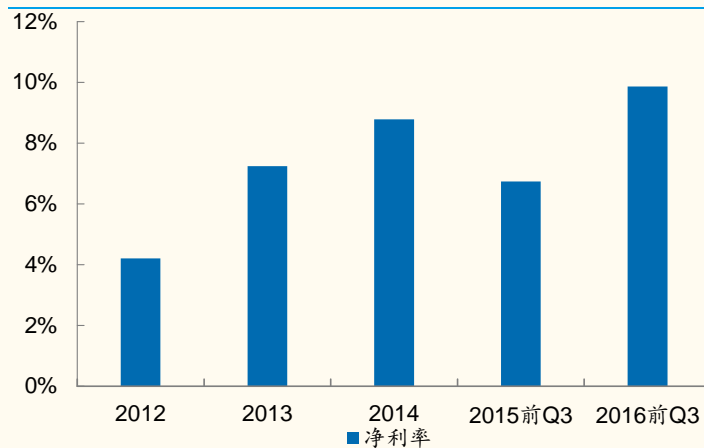
- 同时, 公司盈利能力稳步增长, 2016 年前三季度, 标的公司毛利率为 22.9%, 较 2012 年增加 6.5 个百分点; 净利率达到 9.9%, 较 2012 年增加 5.7 个百分点。

图表 10: 2012-2016Q3 标的公司合并毛利率



来源: 公司资料, 国金证券研究所

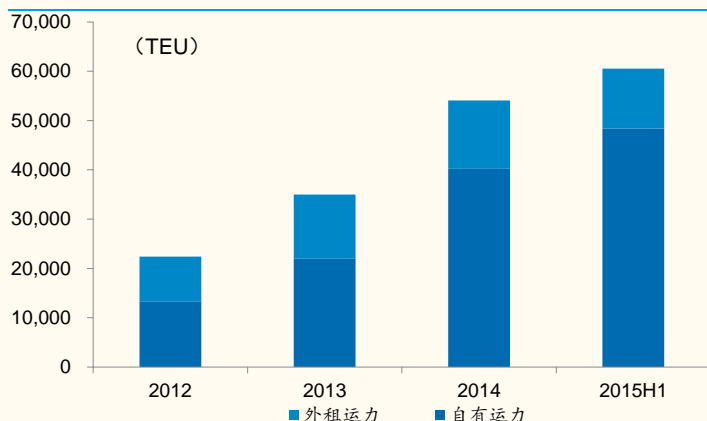
图表 11: 2012-2016Q3 标的公司合并净利率



来源: 公司资料, 国金证券研究所

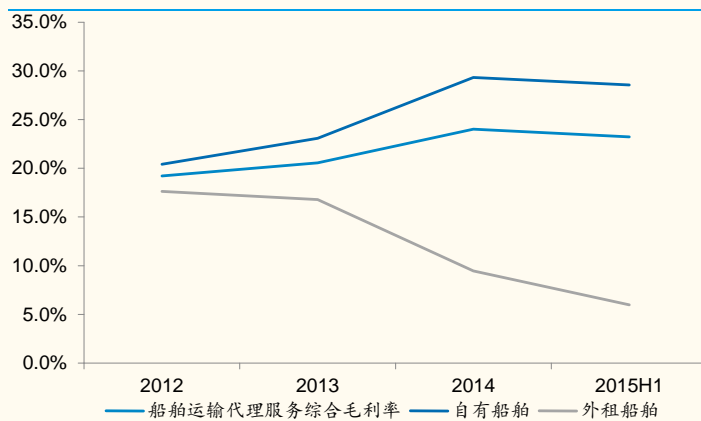
- 运力的扩张和毛利率的增长是公司营业收入和净利润增加的主要原因。截止 2015 年上半年, 公司总运力 (自有+外租) 规模 60,543TEU, 较 2014 年年底增长 11.9%, 自有运力占比为 62.8%、74.3%。运力的扩张为公司业务业绩增长提供了动力。
- 毛利率方面, 标的公司 2015 年 6 月底较 2012 年初新增购建 25 艘船舶, 该等船舶船型较大, 节能环保性较好, 油耗较低, 因此自有船舶毛利率呈上升趋势。外租船舶运输代理服务毛利率 2014 年较 2013 年下降较大, 主要因为 2014 年标的公司新增自有船舶较多、船型较大, 外租船舶绝大部分作为喂给船调整至支线, 因此外租船舶运输代理服务毛利率下降较大。由于自有船舶所占比例不断提升, 整体毛利率随自有船舶毛利率走势平稳增加。

图表 12：标的公司合并总运力不断扩张



来源：公司资料，国金证券研究所

图表 13：2012-2015H1 标的公司合并总计费箱量

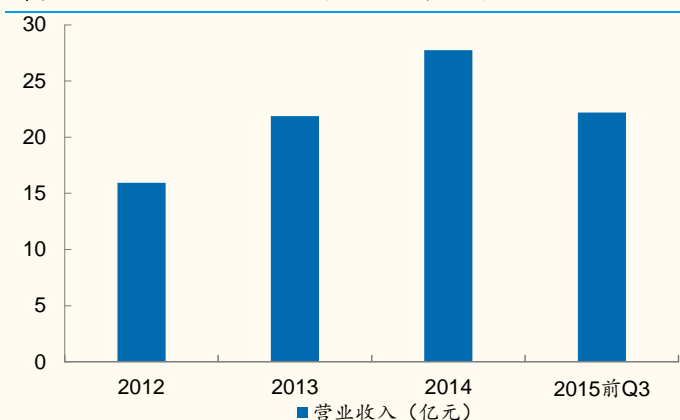


来源：公司资料，国金证券研究所

2.3 安通物流为主，安盛船务为辅提供服务

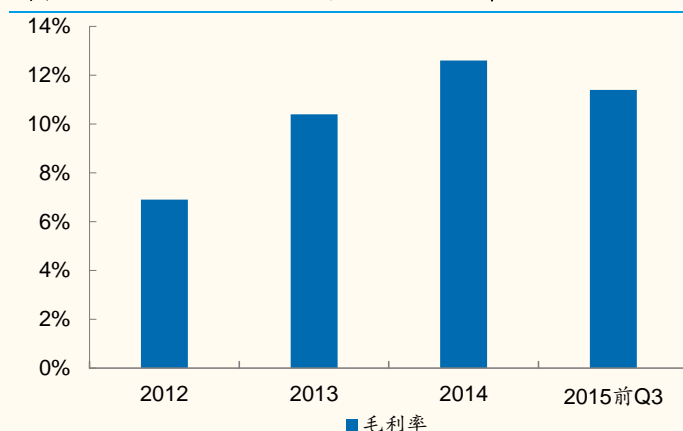
- 安通物流的营业收入均来源于内贸集装箱物流服务；主营业务成本主要为航租款、码头费用等。安通物流自有和融资租赁船舶 39 艘，集装箱共 6.6 万个。通过海铁联运向内陆地区延伸，主要为客户提供现代物流、公共货运代理、集装箱场站管理、仓储、拼箱配送等服务，具有强大的市场网络优势和品牌优势。
- 2012-2015Q3 安通物流营业收入和毛利率持续上升。公司 2014 年完成营业收入 27.8 亿元，同比增长 28.9%；毛利率 2014 上升到 12.6%，相比 2012 年增加 5.7 个百分点。

图表 14：2012-2015Q3 安通物流营业收入



来源：公司资料，国金证券研究所

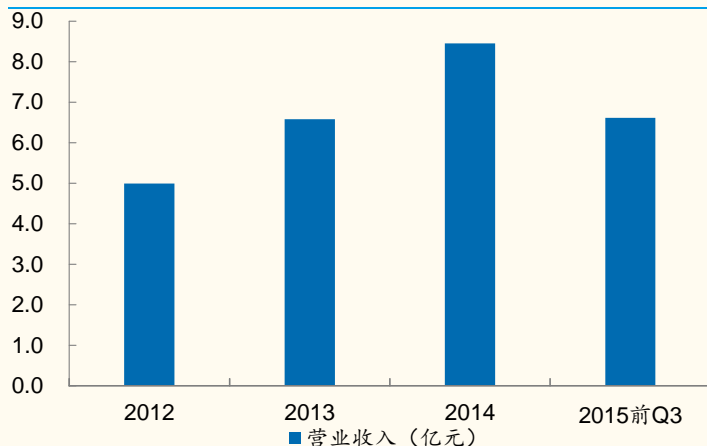
图表 15：2012-2015Q3 安通物流毛利率



来源：公司资料，国金证券研究所

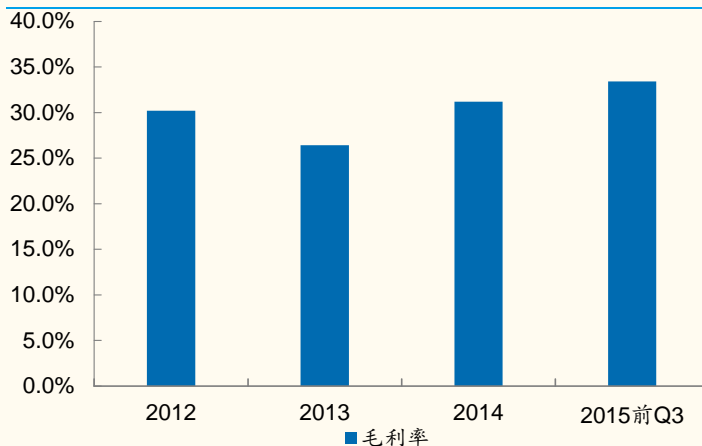
- 安盛船务目前主要从事内贸集装箱海运业务。目前经营的航线以国内沿海的南北往复航线为主，主要港口包括泉州、广州、汕头、锦州、京唐、天津、营口、宁波、青岛、上海、海口、南沙等。南北往复航线由北向南运送的主要物品包括粮食、煤炭、钢材等；由南向北运送的主要物品包括瓷砖、水果、板材、石材等。此外安盛船务在包括长江沿岸航线在内的一些辐射航线代理运载货物。
- 2012-2015Q3 安盛船务营业收入持续上升，毛利率维持高位。公司的主营业务收入主要来源于对安通物流的水路运输服务收入；主营业务成本主要为船舶折旧、燃油费用等。公司 2014 年完成营业收入 8.45 亿元，同比增长 28.4%；毛利率 2015 前三季度上升到 33.4%，营业收入和毛利率增速远高于传统同行业航运类公司。

图表 16: 2012-2015Q3 安盛船务营业收入



来源: 公司资料, 国金证券研究所

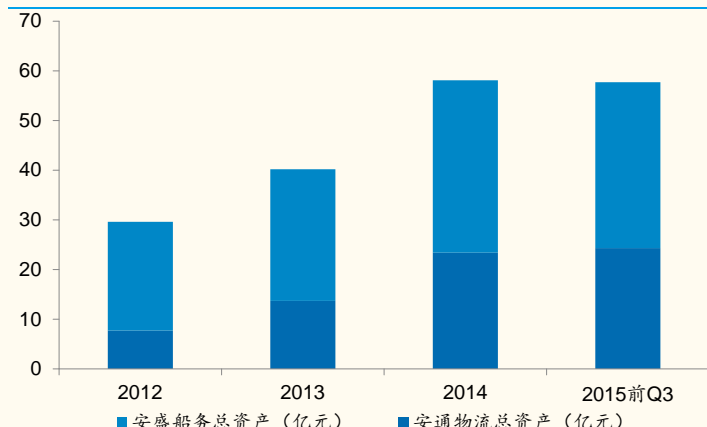
图表 17: 2012-2015Q3 安盛船务毛利率



来源: 公司资料, 国金证券研究所

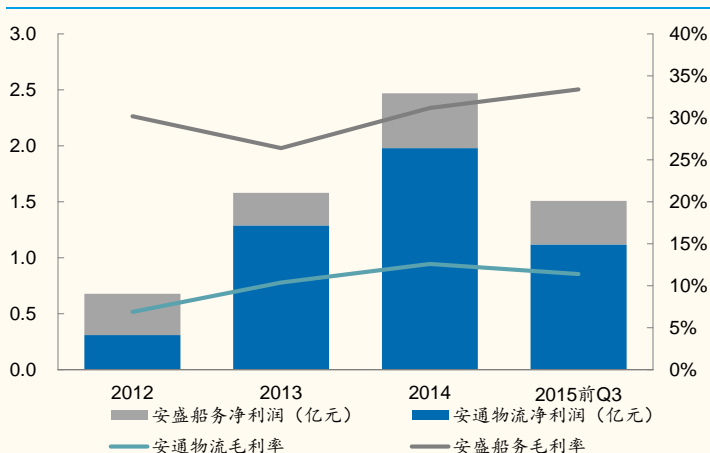
- 安通物流贡献主要盈利, 安盛船务主要为安通物流提供服务, 利润贡献占比较小。2014 年, 安通物流净利润 1.98 亿元, 占标的公司合并报表净利润的 80%。安盛船务大部分服务提供给安通物流, 属于关联交易, 所以合并报表中贡献收入及利润比重较小。安通物流将主要海运物流业务外包给安盛船务。安通物流以物流资产为主、盈利能力强, 安盛船务资产基本都是船舶, 毛利率和盈利能力相对稳定。15 年前三季度显示, 安通物流资产约为 24.3 亿元, 占比 42%, 但净利润高达 1.12 亿元, 占比为 74%, 安通贡献了合并标的公司的主要盈利, 安盛贡献较小。

图表 18: 2012-2015Q3 标的公司总资产对比



来源: 公司资料, 国金证券研究所

图表 19: 2012-2015Q3 安通与安盛净利润和毛利率对比



来源: 公司资料, 国金证券研究所

2.4 全面提高盈利水平, 攫取最大利润

- 安通物流和安盛船务运营拥有多重优势, 通过获取集装箱物流产业链价值、延伸物流产业链, 提高资产的使用周转率、控制运营成本等, 实现利润和股东价值最大化。
- “门到门”服务优势: “门到门”业务占整体物流业务的比例处于行业较高水平, “门到门”多式联运服务模式使得公司直客比例提升, 可以获得物流产业链全段价值, 并且高质量的衍生服务大幅提高了客户满意度和客户粘性, 对于客户的议价能力提高, 运费波动幅度较小, 有助保持良好的营业利润率和资产收益率。

大尺寸集装箱优势: 安通物流目前集装箱资产中 40HQ 集装箱占比近 20%, 高于行业平均水平, 有利于及时调配充足运力满足大型建材等各种特殊货品运输对集装箱规格的需求。另一方面, 大型集装箱的投入使用, 有助于安通物流改善经营成本结构, 降低单位 TEU 的运输成本, 提升利润空间。

优化服务网络及航线布局，打造六大枢纽港：安通物流网络布局形态良好，南北货物对流情况较好，满载率高，完善的物流网络使安通物流具备一定的竞争优势。

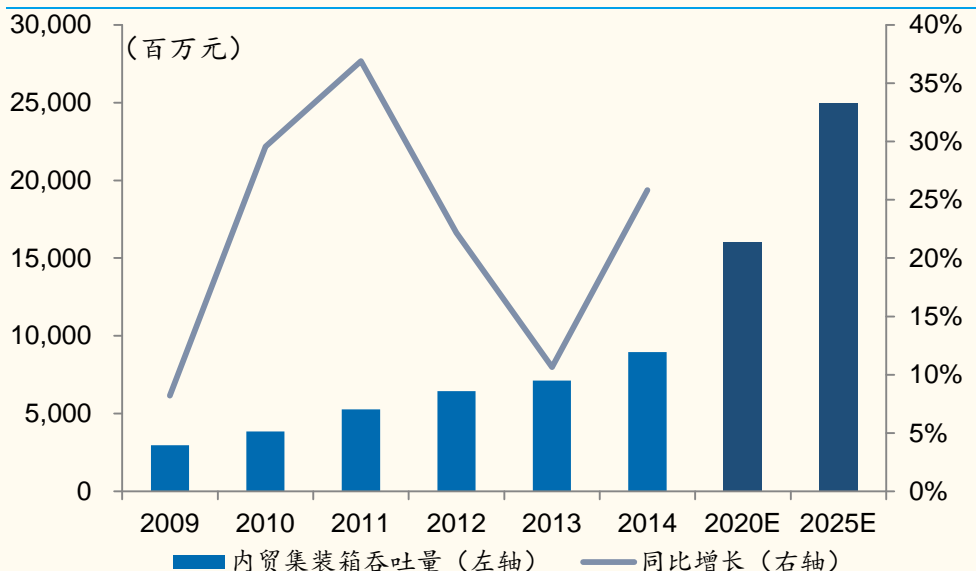
投入船舶大型化、节能化，有效节约船舶运营成本：安通物流和安盛船务根据内贸市场的货源结构，投入与市场需求相匹配、节能减排的大型内贸集装箱船，在降低船舶油料消耗的同时，提高了船舶营运效益。

码头优惠及政府补贴/奖励：安通物流与沿海各主要港口或码头保持良好的业务合作关系，利用其日益扩大的集装箱吞吐量优势，获得相对优惠的港口或码头费率及政府补贴或奖励。

3. 内贸集运潜力巨大，景气度提升

- **公司处于内贸集装箱运输行业领先地位。**我国内贸集装箱运输市场是一个相对独立的国内市场，内贸集装箱物流运输主要集中在水路运输较发达的沿海及内河区域。通常还与公路和铁路运输形成海陆或海铁等联运方式，已成为内贸货物运输的最主要方式之一。
- **需求端来看，我国政府有关部门一系列“刺激消费、拉动内需”政策的实施，将进一步促进内贸规模的扩大、水平的提高。**因而，将刺激内贸集装箱运输市场产生大量需求，为内贸集装箱运输的发展带来巨大的空间。**随着我国对外贸易形势的变化，拉动内需成为近期国家重要的经济发展战略，极大地推动了我国内贸集装箱运输业务的快速发展。**
- **目前，我国内贸运输货物的集装箱化率仍然较低。**在外贸货物的集装箱化率已达到 80%-90%的情况下，我国内贸货物的集装箱化率仅为 30%左右，集装箱比例一般发达国家的航运中，集装箱运输的比例都在 70%左右，尚存在着很大的发展空间。随着我国经济平稳增长、国内投资与居民消费需求不断上升的情况下，内贸集装箱吞吐量增速保持稳定高速增长。根据华协咨询报告，预测我国近期 2020 年和远期 2025 年内贸集装箱吞吐量分别为 1.6 亿 TEU 和 2.5 亿 TEU，2009-2025 年复合增长率预计达到 14.2%。

图表 20：内贸集装箱吞吐量稳步快速增长



来源：华协咨询报告，公司公告，国金证券研究所

- **从运价来看，内贸集装箱行业景气度近期大幅提升。**2016 年 9 月 21 日，交通运输部开始执行《关于进一步做好货车非法改装和超限超载治理工作的意见》，治理超载力度大幅增加，造成公路运输成本大幅提高。中国公路物流运价指数从执行日开始上涨，到 11 月 9 日达到高点 1,213 点，相较 9 月 21 日增长 22.4%。之后一直处在高位，近日受到春节因素影响有所回落。预计一季度迎来基建开工周期后，指数将反弹回到高位。

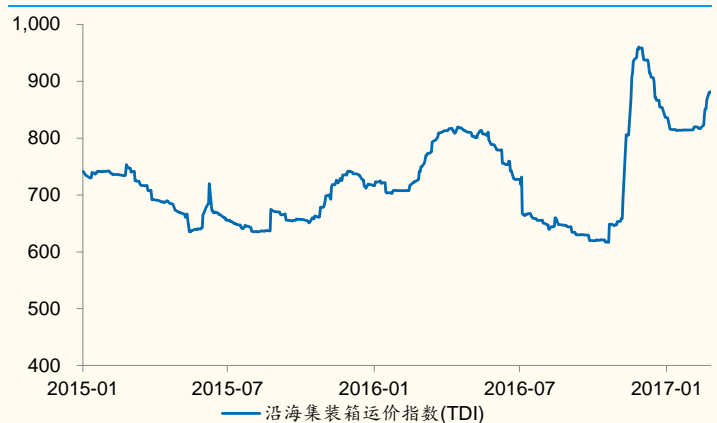
- 在公路运价成本增加的背景下，部分内贸货运需求转至水路。叠加 2016 年下半年中国补库存周期，内贸集装箱运价在 2016 年末大幅上涨。沿海集装箱运价指数(TDI)自 2016 年 10 月底开始上涨，自 2016 年四季度至今，沿海集装箱运价指数均值同比增长 12.9%。
- 由于治超因素在 2016 年只影响到四季度，对于 2017 年将影响到全年。另外，中海和中远合并后，旗下浦海航运和泛亚航运由于之前运价较低亏损严重，预计将利用其寡头地位控制运价，内贸集装箱将在 2017 年量价齐升，对于内贸集装箱物流行业及公司业绩将带来正面利好。

图表 21：公路物流运价指数受治超大幅提升



来源：Wind，国金证券研究所

图表 22：沿海集装箱运价指数

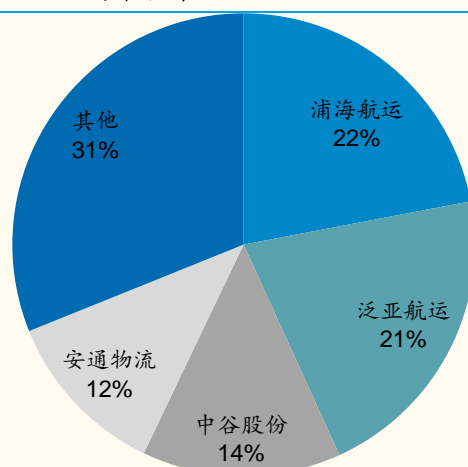


来源：Wind，国金证券研究所

4. 多式联运-公司发展新方向

- 目前，公司通过“航运为主、多式联运相结合”的物流运作模式，为客户提供物流解决方案。海运作为运量最大、成本最低的货运方式，有着地理港口限制无法到达内陆和速度较慢的缺点。
- 海运方面，国内沿海航运物流行业竞争较为激烈，行业集中度较高，大型国企占据较大市场份额。中海和中远合并后，旗下浦海航运和泛亚航运内贸班轮业务市占率超过 40%，安通物流已经成为民营航运企业国内集装箱运输领先企业，市占率达到 12%。在打造六大枢纽港的基础上，通过全面布局，实现网点合理化、密集化，公司的客户粘度不断增强，市场竞争力将大大提升，市场份额也将稳步提高，并具备较强的抵御市场风险的能力。

图表 23：内贸集装箱班轮公司市占率



来源：中国内贸集装箱协会，国金证券研究所

- 在公司航运业务不断发展的过程中，为了克服其自身的缺点，实现“门到门”服务，获取最大利润，多式联运势必成为公司发展新方向。这也是国家对于物流发展的新要求。2014 年，国务院颁布了《物流业发展中长期规划（2014-2020 年）》，提出了加快多式联运设施建设，构建能力匹配的集疏运通道，配备现代化的中转设施，建立多式联运信息平台。2017 年 1 月 4 日，交通运输部颁布《交通运输部等十八个部门关于进一步鼓励开展多式联运工作的通知》，要求加快多式联运发展，构建高效顺畅的多式联运系统；2020 年实现多式联运货运量比 2015 年增长 1.5 倍。
- 若只拥有单一运输方式，公司将无法满足给客户提供不同货运需求的服务，并且必须与拥有其他运输方式的公司合作，只能提供全程中某一段的运输需求。这造成物流产业链价值被上游公司侵蚀，并且信息不对称，此类物流公司经营较为困难。
- 多式联运过程中，公路、铁路、水路集装箱运输适用性较为广泛，不同运输方式特点不同，不同的货主对于运输服务所需要的时间、费用等都有不同的要求。这就要求现代的物流服务提供商能够在控制成本的情况下，将物流服务延伸到“门到门”，从而也能获得物流全产业链的价值，最大限度获取利润。

图表 24：多式联运不同运输方式特点

运输方式	费用	速度	运量	缺点
水路	最小	最慢	最大	港口、不能内陆
公路	高	快	小	成本高、运量小
铁路	小	慢	大	需铺设铁轨

来源：国金证券研究所

- 目前，公司多式联运主要通过海陆联运完成，通过拖车与航运配合，满足客户“门到门”的货物运输要求。但水路和公路存在运量差，使得公司积极开展海铁联运，在国家政策大力推动下，这也成为公司发展新方向。公司预计通过吸收铁路资产进一步布局物流网络，更加深入中国内陆，通过“海铁陆”全方位的运营模式，为客户提供全方位的服务。

5. 盈利预测与估值建议

- 安通控股包含安通物流和安盛船务，是国内处于领先地位的内贸集装箱物流服务商。我们认为：（1）公司借壳上市成功，承诺 2016-2018 年业绩 32,820 万元、40,690 万元、47,370 万元。根据 2016 年业绩预盈公告，公司净利润达到 4.2 亿元，公司经营前景良好，预计今后两年业绩将持续超过承诺水平。（2）由于治超因素和行业龙头控制运价，预计内贸集装箱将在 2017 年量价齐升。（3）国家推动多式联运发展，公司有望通过吸收铁路资产形成“海铁路”全方位的运营模式，获取物流全产业链价值。
- 基于以上假设，公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.40 元、0.56 元、0.72 元，对应 PE 分别为 40 倍、28 倍、22 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

6. 风险提示

- 内贸需求下滑，多式联运发展不及预期

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	1,642	1,080	866	3,298	4,155	5,234
增长率		-34.2%	-19.8%	280.6%	26.0%	26.0%
主营业务成本	-1,566	-1,253	-1,010	-2,572	-3,241	-4,083
%销售收入	95.3%	116.0%	116.6%	78.0%	78.0%	78.0%
毛利	76	-173	-144	725	914	1,152
%销售收入	4.7%	n.a	n.a	22.0%	22.0%	22.0%
营业税金及附加	0	0	0	-3	-4	-5
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-8	-10	-6	-16	-21	-26
%销售收入	0.5%	0.9%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%
管理费用	-37	-68	-97	-82	-104	-131
%销售收入	2.2%	6.3%	11.2%	2.5%	2.5%	2.5%
息税前利润 (EBIT)	32	-251	-247	623	785	989
%销售收入	1.9%	n.a	n.a	18.9%	18.9%	18.9%
财务费用	-33	-36	-8	-1	15	40
%销售收入	2.0%	3.4%	0.9%	0.0%	-0.4%	-0.8%
资产减值损失	-22	-5	-18	-3	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	5	5	5
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	0.6%	0.5%
营业利润	-23	-293	-272	625	804	1,033
营业利润率	n.a	n.a	n.a	19.0%	19.4%	19.7%
营业外收支	33	-15	4	3	3	3
税前利润	10	-308	-268	628	807	1,036
利润率	0.6%	n.a	n.a	19.0%	19.4%	19.8%
所得税	0	0	0	-157	-202	-259
所得税率	0.0%	n.a	n.a	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	10	-308	-268	471	605	777
少数股东损益	-1	-2	-1	49	14	14
归属于母公司的净利润	11	-306	-268	422	591	763
净利率	0.6%	n.a	n.a	12.8%	14.2%	14.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	10	-308	-268	471	605	777
非现金支出	123	89	84	412	727	758
非经营收益	39	36	12	-3	-2	-8
营运资金变动	-211	230	262	-744	70	166
经营活动现金净流	-40	48	90	137	1,400	1,693
资本开支	-14	0	0	-4,111	-494	-319
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	0	0	0	5	5	5
投资活动现金净流	-14	0	0	-4,107	-489	-314
股权募资	0	0	0	4,349	0	0
债权募资	300	-176	-284	375	-396	1
其他	-228	166	124	204	-6	0
筹资活动现金净流	73	-10	-160	4,927	-402	1
现金净流量	18	38	-70	957	509	1,380

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	573	344	23	980	1,489	2,869
应收款项	417	307	154	549	692	872
存货	235	114	86	28	36	45
其他流动资产	211	16	16	105	132	165
流动资产	1,435	782	279	1,662	2,348	3,951
%总资产	62.9%	50.0%	27.8%	27.3%	35.8%	51.2%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	848	782	728	4,421	4,185	3,743
%总资产	37.1%	50.0%	72.2%	72.5%	63.9%	48.5%
无形资产	0	0	0	9	17	23
非流动资产	848	782	728	4,433	4,204	3,768
%总资产	37.1%	50.0%	72.2%	72.7%	64.2%	48.8%
资产总计	2,283	1,564	1,007	6,095	6,552	7,719
短期借款	524	352	0	396	0	0
应付款项	1,278	1,110	1,244	856	1,078	1,358
其他流动负债	21	23	23	95	120	229
流动负债	1,823	1,484	1,267	1,347	1,198	1,587
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	147	74	21	0	0	0
负债	1,970	1,558	1,289	1,347	1,198	1,588
普通股股东权益	312	7	-280	4,700	5,292	6,055
少数股东权益	1	-1	-1	48	62	76
负债股东权益合计	2,283	1,564	1,007	6,095	6,552	7,719

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.027	-0.784	-0.687	0.397	0.557	0.719
每股净资产	0.801	0.018	-0.718	4.425	4.982	5.701
每股经营现金净流	-0.102	0.123	0.230	0.129	1.318	1.594
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	3.38%	-4447.78%	95.59%	8.97%	11.18%	12.61%
总资产收益率	0.46%	-19.55%	-26.59%	6.92%	9.03%	9.89%
投入资本收益率	3.79%	-70.18%	87.69%	9.09%	11.00%	12.10%
增长率						
主营业务收入增长率	0.14%	-34.21%	-19.79%	280.59%	25.99%	25.99%
EBIT 增长率	N/A	-891.02%	-1.64%	-352.42%	25.99%	25.99%
净利润增长率	-38.79%	-2994.98%	-12.43%	N/A	40.24%	29.09%
总资产增长率	35.73%	-31.51%	-35.61%	505.28%	7.49%	17.82%
资产管理能力						
应收账款周转天数	68.0	84.2	70.2	30.0	30.0	30.0
存货周转天数	43.3	50.8	36.2	4.0	4.0	4.0
应付账款周转天数	82.1	97.9	163.7	75.0	75.0	75.0
固定资产周转天数	183.2	264.1	305.9	477.9	333.3	225.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-15.65%	116.60%	8.09%	-12.30%	-27.81%	-46.78%
EBIT 利息保障倍数	1.0	-6.9	-32.9	1,109.6	-53.7	-24.7
资产负债率	86.27%	99.61%	127.96%	22.10%	18.29%	20.58%

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