

天海投资 (600751)

公司研究/深度报告

并购浪潮中的天海投资

深度研究报告/交通运输

2017年05月22日

报告摘要:

● 全国物流及供应链市场持续发展

“供应链+”迅速发展涉及多行业全流程。伴随 IT、医疗、金融等产业的蓬勃发展,国内供给侧改革等利好政策的不断推出,我国物流及供应链相关总支出逐年提高,我国供应链市场迅速扩张,本土供应链企业快速发展。供应链金融等“供应链+”产业也应运而生。

● 供应链管理企业享受行业发展红利,“供应链+”应运而生

我国供应链管理企业在分享各行业快速发展红利的同时不断强化自身业务并创新优化服务模式,开拓“供应链+”市场。

收购英迈国际确立供应链管理全球化发展。英迈国际是世界 500 强供应链管理企业,主营 IT 分销业务,在全球具有极大的行业资源优势、人才优势、技术优势和规模优势。借助集团在国内的布局及本土优势,英迈未来有望推进在亚太市场的发展进程。

● 携手新龙脉,成立并购基金

为更加有效地推动公司业务转型和完善产业布局,公司将与北京新龙脉签署《框架协议合作协议》并成立并购基金。该基金总规模不超过人民币 100 亿元,基金关注并投资 IT 服务、现代物流、智能制造及新能源产业。我们预计公司将借助并购基金的设立,加快并购步伐,依靠海航集团资源优势,未来进一步的资本运作值得期待。

● 盈利预测与投资建议

公司作为国际领先的 IT 供应链企业,仍然明显低于 A 股可比公司。预计 17~19 年归母净利润为 15.10、15.68 和 16.18 亿元,对应当前 EPS 为 0.52、0.54 和 0.56 元。给予 2017 年 40~45 倍 PE,对应估值 20.8~23.4 元,“强烈推荐”评级。

● 风险提示

汇率大幅波动,业务拓展不及预期。

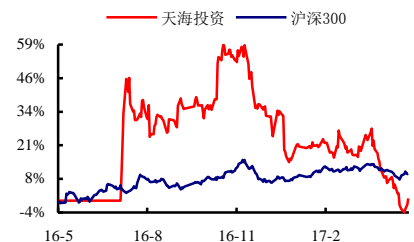
强烈推荐 维持评级

合理估值: 20.8—23.4 元

交易数据 2017-5-19

收盘价(元)	6.78
近 12 个月最高/最低(元)	10.7/6.42
总股本(百万股)	2,899
流通股本(百万股)	1,793
流通股比例(%)	61.84
总市值(亿元)	197
流通市值(亿元)	122

该股与沪深 300 走势比较



分析师: 朱金岩

执业证号: S0100515030001
 电话: 010-85127892
 邮箱: zhujinyan@mszq.com

研究助理: 李师庆

执业证号: S0100115090009
 电话: 010-85127513
 邮箱: lishiqing@mszq.com

相关研究

1. 天海投资(600751):一季度行业周期低谷,看好后续发展
2. 天海投资(600751):英迈并表至营收大增,投资与运营双轮驱动
3. 天海投资(600751):完成收购 IMI,进度超预期

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	37561.21	322567.00	333856.84	345541.83
增长率(%)	5115.47%	758.78%	3.50%	3.50%
归属母公司股东净利润(百万元)	321.51	1509.73	1568.05	1617.58
增长率(%)	30.32%	369.58%	3.86%	3.16%
每股收益(元)	0.11	0.52	0.54	0.56
PE(现价)	61.14	13.02	12.54	12.15
PB	1.54	1.38	1.24	1.13

资料来源:公司公告、民生证券研究院

目录

一、并购转型中的天海投资	3
（一）公司概况	3
（二）在并购中转型，业务延伸至物流金融等领域	3
二、并购关键节点：收购英迈国际	4
（一）收购英迈效益明显	4
（二）运营新轮新动力	5
三、成立并购投资基金	5
（一）携手新龙脉，成立并购基金	5
（二）新龙脉控股优势	6
四、盈利预测与投资建议	7
五、风险提示	7
插图目录	9

一、并购转型中的天海投资

（一）公司概况

公司在行业内处于领导地位，拥有众多优秀的商业伙伴。主营业务涵盖物流、贸易、交易平台、供应链管理以及相关金融服务领域。

图 1:公司部分合作伙伴



资料来源：天海投资官网 民生证券研究院

（二）在并购中转型，业务延伸至物流金融等领域

经济危机促使公司转型，业务延伸至物流金融等领域。伴随着 2008 年金融危机的全面爆发，公司所从事的航运业整体景气程度直线下降，始终未能复苏。且公司原有业务单一，竞争能力差、受市场因素影响较大。为改变这一落后的业务模式，公司自 2015 年起进行业务升级，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，并同时为物流供应链上各类企业提供线上线下综合金融服务。

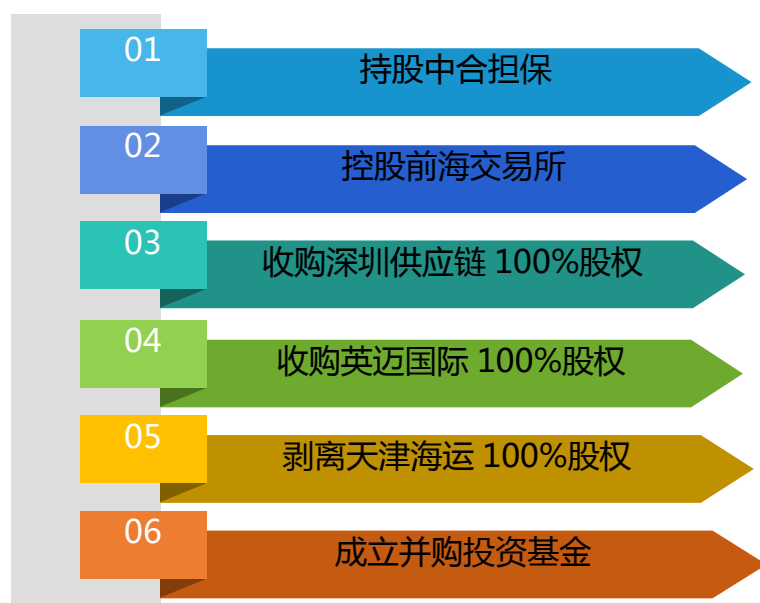
在科技业务领域着重发力。公司发展将以科技为核心，以投资管理为手段，在夯实现有业务的基础上，着力发展云服务、大数据等 IT 科技领域业务，打造全供应链综合一体化服务平台。同时，在供给侧改革、京津冀一体化、一带一路等政策引领下，通过自主能力建设、合资合作、投资并购等方式，寻找并拓展新的科技业务领域。

利用并购实现战略转型。2015 年，公司以约 22 亿元人民币认购中合中小企业融资担保股份有限公司 26.62% 股份，有利于将公司产业与相关金融服务产业进行结合，以金融服务促进产业发展；公司向深圳前海航空航运交易中心有限公司现金增资 1 亿元，成为前海航交所控股股东，初步搭建物流运输资源与业务的交易平台，推进探索“互联网+航运+金融”的现代

物流商业模式；公司收购了海航供应链管理（深圳）有限公司 100% 股权，将作为公司发展互联网金融的平台，发展物流金融业务。

2016 年收购纽交所上市公司英迈国际 100% 股权，将以英迈国际为业务切入点和战略基点，加快在全球范围内推广 IT 供应链业务和科技投资业务；确立以“投资+运营”为双轮驱动。12 月将持续亏损全资子公司天津津海海运有限公司 100% 股权及债权进行转让，有利于公司的业绩提升以及运营资金的调配。

图 2：公司 2015-2017 年并购转型动作



资料来源：公司公告 民生证券研究院

二、并购关键节点：收购英迈国际

公司成功收购英迈国际，进一步实现业务转型。2016 年 12 月，公司斥资约 400 亿元收购英迈（IMI），完成后 IMI 将从纽约证券交易所下市，成为公司的控股子公司。此次收购拓展了供应链服务，使公司有望成为云服务商巨头。

（一）收购英迈效益明显

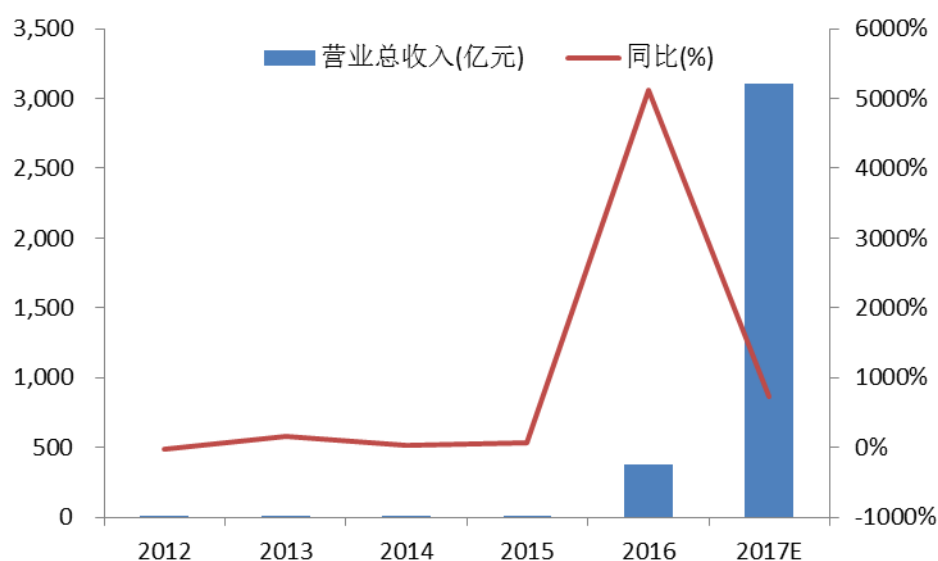
国际巨头与本土新兴强强联合，IMI 在亚太市场有望强势爆发。IMI 作为公司在物流产业发展中的重要布局，将实现物流产业向供应链运营商转型，在提高效率的同时提供一站式服务。天海收购英迈后，或将有助于英迈开拓中国市场；另一方面，英迈中国年营业额并不及国内神州数码、联强国际和伟仕国际这些本土 IT 分销商，并购会帮助分销更多国内品牌的 IT 产品，提升国内市场份额。可以预见，IMI 必将成为海航集团最重要的全力支持的成员企业之一，而 IMI 对于以中国为主的亚太市场的需求和生产资源欠缺了解和掌握的发展劣势，在此次并购之后将出现极大改观，预期 IMI 在亚太市场的市场占有率将会稳步提升。

IMI 促进公司实现战略转型，进入新兴市场。作为全球信息技术产品分销行业的领导者，IMI 深耕行业近 40 年，在北美、欧洲、亚太地区、拉丁美洲的 45 个国家拥有 154 个分销中心和 28 个服务中心，业务遍及 160 多个国家，管理团队具备丰富的业务和管理经验。同时英迈不仅深耕分销行业，其业务也向云计算和云解决方向延伸。因此本次交易将从根本上改变公司的资产质量，促进公司的战略转型，有利于提高公司的价值，公司将获得进入比成熟市场具有更高增长率和盈利空间的新兴市场业务机会。

（二）运营新轮新动力

2015 年公司收购中合担保，前海交易所，深圳供应链，公司拓展了相关产业金融业务并搭建了互联网交易平台，改变了之前单一的业务模式。2016 年公司收购英迈，由于英迈体量过大，公司主营业务发生根本改变，运营新轮带来新的增长。主营业务收入在 2016 年暴涨 51 倍，同时主营业务增加了 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和云服务等业务，运营利润更加稳定，与公司的科技投资业务，构成驱动公司发展的双轮。

图 3：收购英迈，公司营业收入暴涨



资料来源：Wind 民生证券研究院

三、成立并购投资基金

（一）携手新龙脉，成立并购基金

为更加有效地推动公司业务转型和完善产业布局，公司将与北京新龙脉签署《框架合作协议》并成立并购基金。该基金总规模不超过人民币 100 亿元，基金关注并投资 IT 服务、现代物流、智能制造及新能源产业，计划投资处于成长期、适合被上市公司并购退出的优质资产及处于成熟期、适合独立 IPO 上市的优秀公司。并购基金围绕 IT 服务/云计算、大数据、新能源产业/新能源汽车、现代物流/物流服务、智能制造/工业 4.0 四大战略发展方向进行布

局、重点关注 IAAS、PAAS、云存储、云安全、容器技术、冷链设备及技术、自动化仓储及运输、新能源技术、新能源汽车设计、驱动电机、先进锂离子电池、储能系统、工业机器人等领域布局。我们预计公司将借助并购基金的设立，加快并购步伐，依靠海航集团资源优势，未来进一步的资本运作值得期待。

（二）新龙脉控股优势

侧重技术创新和全产业链投资，致力于帮助企业实现价值。相对于商业模式创新，新龙脉控股更看重于技术创新，专注于新兴产业领域，投资方向覆盖早期、成长期、成熟期、产业并购等全产业链投资。公司坚持价值投资理念，凭借良好的投资记录、完备的国内外行业知识和高科技领域丰富的投资经验。

新龙脉控股是国内顶级 PE 投资机构之一。2012 年到 2016 年，新龙脉控股已实现三家企业进入 IPO，8 家公司即将进入 IPO 或并购退出的骄人成绩，给投资人带来的丰厚回报。2016 年一级市场一片寒冬，然而新龙脉控股基金整体回报高达 126%。

新龙脉控股获得了 GPLP “2016 年中十大 PE 投资机构”，“2016 年最佳军工行业投资机构”。在投中年度榜单中，新龙脉控股集团旗下“新龙脉资本”荣获“中国最佳创业投资机构 TOP50”、“中国最佳中资创业投资机构 TOP30”、“中国先进制造与高科技产业军工领域投资机构 TOP10”，老鹰基金荣获“中国最佳早期创业投资机构 TOP50”。

图 4：新龙脉控股获得 GPLP“2016 年中十大 PE 投资机构”

2016年十大PE投资机构

- 1、达晨创投
- 2、复星投资
- 3、中科招商
- 4、平安资本
- 5、基石资本
- 6、九鼎投资
- 7、德同投资
- 8、新龙脉控股
- 9、国科投资
- 10、华盖资本

资料来源：搜狐财经 民生证券研究院

图 5：新龙脉资本在投中年度榜单荣获“中国最佳创业投资机构 TOP50”

29	联想创投
30	晨兴资本
31	君盛投资
32	澳银资本
33	戈壁创投
34	华映资本
35	天创资本
36	华创资本
37	DCM
38	贝塔斯曼亚洲投资基金
39	金沙江创投
40	国科投资
41	新龙脉资本
42	正海资本
43	力合创投
44	青云创投

资料来源：搜狐财经 民生证券研究院

四、盈利预测与投资建议

公司作为国际领先的 IT 供应链企业，仍然明显低于 A 股可比公司。预计 17~19 年归母净利润为 15.10、15.68 和 16.18 亿元，对应当前 EPS 为 0.52、0.54 和 0.56 元。给予 2017 年 40~45 倍 PE，对应估值 20.8~23.4 元，“强烈推荐”评级。

五、风险提示：

汇率大幅波动，业务拓展不及预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业总收入	37561.21	322567.00	333856.84	345541.83
营业成本	35008.37	301600.14	312490.00	323427.15
营业税金及附加	8.76	75.21	77.84	80.57
销售费用	373.91	3211.07	3323.46	3439.78
管理费用	1697.88	14354.23	14622.93	15203.84
EBIT	778.35	3364.82	3381.08	3428.97
财务费用	38.43	990.09	915.78	886.75
资产减值损失	47.68	0.00	0.00	0.00
投资收益	234.79	0.00	0.00	0.00
营业利润	620.96	2336.25	2426.83	2503.74
营业外收支	30.27	8.38	8.38	8.38
利润总额	651.23	2344.63	2435.21	2512.12
所得税	241.80	422.03	438.34	452.18
净利润	409.43	1922.60	1996.87	2059.94
归属于母公司净利润	321.51	1509.73	1568.05	1617.58
EBITDA	940.14	4072.60	4088.87	4113.64
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	2945.69	39385.45	6070.61	44433.70
应收账款及票据	8.76	186373.28	31842.90	194010.85
预付款项	2804.56	9259.45	3240.15	9696.94
存货	26929.40	29976.29	28984.09	32039.90
其他流动资产	570.17	570.17	570.17	570.17
流动资产合计	79731.00	424004.41	98979.48	445664.21
长期股权投资	2348.28	2348.28	2348.28	0.00
固定资产	2584.21	2602.28	2454.76	2307.23
无形资产	10652.73	10115.58	9578.43	9041.28
非流动资产合计	31334.54	30626.75	29918.97	29234.30
资产合计	111065.54	454631.17	128898.45	474898.51
短期借款	2209.73	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	49724.68	381144.95	65282.06	396769.89
其他流动负债	4941.15	4941.15	4941.15	4941.15
流动负债合计	60101.91	401744.95	74015.35	417955.48
长期借款	33534.64	33534.64	33534.64	33534.64
其他长期负债	363.35	363.35	363.35	363.35
非流动负债合计	33897.98	33897.98	33897.98	33897.98
负债合计	93999.89	435642.93	107913.34	451853.46
股本	2899.34	2899.34	2899.34	2899.34
少数股东权益	4295.83	4708.70	5137.51	5579.87
股东权益合计	17065.64	18988.24	20985.11	23045.05
负债和股东权益合计	111065.54	454631.17	128898.45	474898.51

主要财务指标	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	51.15	7.59	0.04	0.04
EBIT 增长率	3.73	6.89	0.04	0.03
净利润增长率	0.65	3.70	0.04	0.03
盈利能力				
毛利率	0.07	0.07	0.06	0.06
净利率	0.01	0.01	0.01	0.01
总资产收益率 ROA	0.01	0.01	0.03	0.01
净资产收益率 ROE	0.03	0.11	0.10	0.09
偿债能力				
流动比率	1.33	1.06	1.34	1.07
速动比率	0.87	0.98	0.94	0.99
现金比率	0.06	0.10	0.09	0.11
资产负债率	0.85	0.96	0.84	0.95
经营效率				
应收账款周转天数	425.04	378.03	62.28	367.35
存货周转天数	276.92	35.78	33.39	35.66
总资产周转率	0.34	0.71	2.59	0.73
每股指标 (元)				
每股收益	0.11	0.52	0.54	0.56
每股净资产	4.40	4.93	5.47	6.02
每股经营现金流	0.55	13.68	-11.17	13.55
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	61.14	13.02	12.54	12.15
PB	1.54	1.38	1.24	1.13
EV/EBITDA	59.66	4.73	12.98	3.70
股息收益率	0.00	0.00	0.00	0.00
现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	321.51	1509.73	1568.05	1617.58
折旧和摊销	161.80	707.78	707.78	684.67
营运资金变动	1338.86	36019.10	-36019.49	35618.48
经营活动现金流	1580.51	39662.80	-32375.83	39273.07
资本开支	93.44	0.00	0.00	0.00
投资	203.26	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	-33626.98	6.87	6.87	6.87
股权募资	4000.00	0.00	0.00	0.00
债务募资	992.60	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	32507.76	-3229.92	-945.87	-916.85
现金净流量	451.31	36439.75	-33314.84	38363.09

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1:公司部分合作伙伴	3
图 2: 公司 2015-2017 年并购转型动作	4
图 3: 收购英迈, 公司营业收入暴涨	5
图 4: 新龙脉控股获得 GPLP“2016 年中十大 PE 投资机构”	6
图 5: 新龙脉资本在投中年度榜单荣获“中国最佳创业投资机构 TOP50”	7

分析师及研究助理简介

朱金岩，机械行业分析师，北京大学软件工程硕士，四年从业经验，主要覆盖智能装备、铁路装备、仪器仪表、农业机械等细分行业，2012年加入民生证券。

李师庆，高级工程师，英国爱丁堡大学工学博士，于大型国有综合型能源企业工作三年，负责交通、能源等方向工程项目投资咨询工作。2015年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101室； 200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5% 以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。