

评级：买入 维持评级

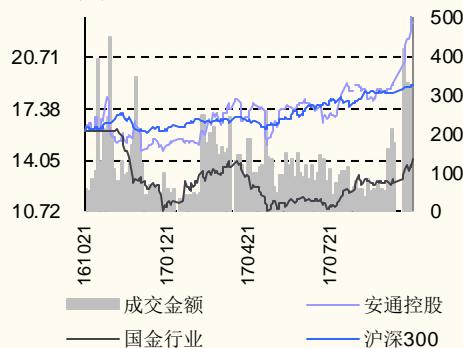
公司点评

市场价格（人民币）：23.00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)	481.17
总市值(百万元)	24,428.96	
年内股价最高最低(元)	23.32/14.69	
沪深300指数	3926.85	
上证指数	3378.65	
人民币(元)		成交金额(百万元)

**相关报告**

- 1.《经营规模持续扩大，加快多式联运布局-安通控股公司点评》，2017.8.16
- 2.《规模效应提升毛利率，业绩加速增长-安通控股公司点评》，2017.4.20
- 3.《重组焕发新春，看好多式联运发展-安通控股公司点评》，2017.4.6
- 4.《内贸集运景气，多式联运延伸产业链-安通控股公司研究》，2017.3.3

**规模扩大引领业绩高增长，专注布局多式联运****公司基本情况(人民币)**

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	-0.687	0.500	0.534	0.750	0.972
每股净资产(元)	-0.72	1.80	2.15	2.65	3.29
每股经营性现金流(元)	0.23	0.88	0.56	1.16	1.39
市盈率(倍)	0.00	0.00	43.08	30.66	23.66
行业优化市盈率(倍)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润增长率(%)	-12.43%	-249.86%	41.32%	40.49%	29.59%
净资产收益率(%)	95.59%	16.40%	19.34%	22.09%	23.07%
总股本(百万股)	390.00	1,360.71	1,360.71	1,360.71	1,360.71

来源：公司年报、国金证券研究所

**业绩简评**

- 公司2017年前三季度实现营业收入44.73亿元，同比增长70.60%；实现归属上市公司股东净利润3.66亿元，同比增长41.41%，合基本每股收益0.34元。业绩符合预期。

**经营分析**

- **公司经营规模持续扩大，稳居行业前三甲：**2017年上半年，区域间商品交换频繁，国内市场需求得到释放，2017年1~8月，全国主要港口内贸集装箱吞吐量4007万标准箱，同比增长9.8%，增速较上年提高5.3pts。公司集中引进船舶，经营规模持续扩大，位居全国内贸集装箱物流企业前三甲。目前内贸集运行业CR3大于70%，公司抓住行业快速发展机遇，加大运力投放，充分享受内贸行业向上带来的业务量提升，营收及盈利加速增长。
- **毛利率下滑明显，费用率有所改善：**公司虽然营收高速增长，但营业成本同比增长85.2%，导致毛利率仅为16.4%，同比下滑6.6pts。我们认为主要因为油价上涨，以及公司为迅速扩大业务量，大量启用外租船舶，而航租费用较高导致外租船舶的毛利率较低。净利润的高速增长，主要是来自业务量爆发，成本控制或将成为今后管理重点。不过公司费用率占比下降，2017年前三季度，三费率5.7%，比去年同期降低4.7pts。
- **专注开展多式联运，延期进入多元化物流业务：**公司作为国内集装箱综合物流服务商，基于多式联运的布局考虑，希望将原先“海陆”的联运模式，扩展至“海铁陆”，已在4月受让北京安铁供应链30%股权，并在之后接连布局多条铁路专线，覆盖客户与物流范围进一步扩展至全国。同时公司公告基于项目的稳健性和募集资金使用的有效性，延期进行场站仓储设备及冷链仓储设备建设。目前仓储与冷链市场竞争激烈，公司此举可视为将优先专注布局多式联运，为今后进军多元物流业务奠定扎实基础。

**投资建议**

- 公司专注于内贸集装箱物流服务，经营规模持续扩大，但需要在今后注意成本控制。有望通过吸收铁路资产形成“海铁陆”多式联运模式，获取物流全产业链价值，或将进军多元化物流业务。同时开展员工持股计划，将核心员工与公司利益长期绑定。预计公司2017-2019年EPS分别为0.53元、0.75元、0.97元，对应PE分别为43倍、31倍、24倍，维持“买入”评级。

**风险提示**

- 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  
subao.liang@gjzq.com.cn

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

**附录：三张报表预测摘要**

损益表（人民币百万元）						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,080</b>	<b>866</b>	<b>3,798</b>	<b>5,887</b>	<b>7,653</b>	<b>9,949</b>
增长率	-19.8%	338.3%	55.0%	30.0%	30.0%	
<b>主营业务成本</b>	<b>-1,253</b>	<b>-1,010</b>	<b>-2,933</b>	<b>-4,827</b>	<b>-6,276</b>	<b>-8,158</b>
%销售收入	116.0%	116.6%	77.2%	82.0%	82.0%	82.0%
<b>毛利</b>	<b>-173</b>	<b>-144</b>	<b>865</b>	<b>1,060</b>	<b>1,378</b>	<b>1,791</b>
%销售收入	n.a	n.a	22.8%	18.0%	18.0%	18.0%
<b>营业税金及附加</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-8</b>	<b>-13</b>	<b>-17</b>	<b>-22</b>
%销售收入	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
<b>营业费用</b>	<b>-10</b>	<b>-6</b>	<b>-14</b>	<b>-21</b>	<b>-27</b>	<b>-35</b>
%销售收入	0.9%	0.7%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
<b>管理费用</b>	<b>-68</b>	<b>-97</b>	<b>-121</b>	<b>-188</b>	<b>-245</b>	<b>-318</b>
%销售收入	6.3%	11.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
<b>息税前利润(EBIT)</b>	<b>-251</b>	<b>-247</b>	<b>721</b>	<b>838</b>	<b>1,089</b>	<b>1,416</b>
%销售收入	n.a	n.a	19.0%	14.2%	14.2%	14.2%
<b>财务费用</b>	<b>-36</b>	<b>-8</b>	<b>-237</b>	<b>-84</b>	<b>-75</b>	<b>-86</b>
%销售收入	3.4%	0.9%	6.2%	1.4%	1.0%	0.9%
<b>资产减值损失</b>	<b>-5</b>	<b>-18</b>	<b>-4</b>	<b>-7</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>50</b>	<b>50</b>	<b>50</b>
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	6.6%	4.7%	3.6%
<b>营业利润</b>	<b>-293</b>	<b>-272</b>	<b>481</b>	<b>796</b>	<b>1,062</b>	<b>1,377</b>
营业利润率	n.a	n.a	12.7%	13.5%	13.9%	13.8%
<b>营业外收支</b>	<b>-15</b>	<b>4</b>	<b>58</b>	<b>-40</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>税前利润</b>	<b>-308</b>	<b>-268</b>	<b>538</b>	<b>756</b>	<b>1,062</b>	<b>1,377</b>
利润率	n.a	n.a	14.2%	12.8%	13.9%	13.8%
<b>所得税</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-137</b>	<b>-189</b>	<b>-266</b>	<b>-344</b>
所得税率	n.a	n.a	25.4%	25.0%	25.0%	25.0%
<b>净利润</b>	<b>-308</b>	<b>-268</b>	<b>401</b>	<b>567</b>	<b>797</b>	<b>1,033</b>
少数股东损益	-2	-1	0	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>-306</b>	<b>-268</b>	<b>401</b>	<b>567</b>	<b>797</b>	<b>1,033</b>
净利率	n.a	n.a	10.6%	9.6%	10.4%	10.4%

现金流量表（人民币百万元）						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>净利润</b>	<b>-308</b>	<b>-268</b>	<b>401</b>	<b>567</b>	<b>797</b>	<b>1,033</b>
非现金支出	89	84	204	344	364	397
非经营收益	36	12	221	97	50	64
营运资金变动	230	262	104	-412	25	-15
<b>经营活动现金净流</b>	<b>48</b>	<b>90</b>	<b>930</b>	<b>596</b>	<b>1,236</b>	<b>1,479</b>
<b>资本开支</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-494</b>	<b>-445</b>	<b>-406</b>	<b>-608</b>
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	0	0	4	50	50	50
投资活动现金净流	0	0	-490	-396	-356	-558
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>661</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
债权募资	-176	-284	-178	-14	-657	-434
其他	166	124	-360	-192	-223	-277
筹资活动现金净流	-10	-160	123	-206	-880	-712
<b>现金净流量</b>	<b>38</b>	<b>-70</b>	<b>563</b>	<b>-6</b>	<b>0</b>	<b>210</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>货币资金</b>	<b>344</b>	<b>23</b>	<b>1,006</b>	<b>1,000</b>	<b>1,000</b>	<b>1,210</b>
<b>应收款项</b>	<b>307</b>	<b>154</b>	<b>904</b>	<b>1,452</b>	<b>1,888</b>	<b>2,454</b>
<b>存货</b>	<b>114</b>	<b>86</b>	<b>28</b>	<b>46</b>	<b>60</b>	<b>78</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>279</b>	<b>634</b>	<b>653</b>	<b>804</b>
<b>流动资产</b>	<b>782</b>	<b>279</b>	<b>2,217</b>	<b>3,132</b>	<b>3,601</b>	<b>4,545</b>
%总资产	50.0%	27.8%	33.4%	41.1%	44.2%	48.9%
<b>长期投资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>固定资产</b>	<b>782</b>	<b>728</b>	<b>4,034</b>	<b>4,106</b>	<b>4,151</b>	<b>4,365</b>
%总资产	50.0%	72.2%	60.7%	53.8%	51.0%	46.9%
<b>无形资产</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>59</b>	<b>59</b>	<b>59</b>	<b>59</b>
<b>非流动资产</b>	<b>782</b>	<b>728</b>	<b>4,424</b>	<b>4,495</b>	<b>4,540</b>	<b>4,754</b>
%总资产	50.0%	72.2%	66.6%	58.9%	55.8%	51.1%
<b>资产总计</b>	<b>1,564</b>	<b>1,007</b>	<b>6,641</b>	<b>7,628</b>	<b>8,141</b>	<b>9,299</b>
<b>短期借款</b>	<b>352</b>	<b>0</b>	<b>1,382</b>	<b>1,991</b>	<b>1,334</b>	<b>900</b>
<b>应付款项</b>	<b>1,110</b>	<b>1,244</b>	<b>976</b>	<b>1,395</b>	<b>1,813</b>	<b>2,357</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>23</b>	<b>23</b>	<b>163</b>	<b>260</b>	<b>338</b>	<b>517</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,484</b>	<b>1,267</b>	<b>2,521</b>	<b>3,646</b>	<b>3,485</b>	<b>3,774</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>74</b>	<b>21</b>	<b>1,673</b>	<b>1,050</b>	<b>1,050</b>	<b>1,050</b>
<b>负债</b>	<b>1,558</b>	<b>1,289</b>	<b>4,194</b>	<b>4,696</b>	<b>4,535</b>	<b>4,824</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>7</b>	<b>-280</b>	<b>2,447</b>	<b>2,932</b>	<b>3,606</b>	<b>4,476</b>
少数股东权益	-1	-1	0	0	0	0
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,564</b>	<b>1,007</b>	<b>6,641</b>	<b>7,628</b>	<b>8,141</b>	<b>9,299</b>

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>每股指标</b>						
每股收益	-0.784	-0.687	0.500	0.534	0.750	0.972
每股净资产	0.018	-0.718	1.798	2.155	2.650	3.289
每股经营现金流	0.123	0.230	0.875	0.561	1.164	1.392
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.060	0.090	0.120
<b>回报率</b>						
净资产收益率	4447.78%	95.59%	16.40%	19.34%	22.09%	23.07%
总资产收益率	-19.55%	-26.59%	6.04%	7.44%	9.79%	11.10%
投入资本收益率	-70.18%	87.69%	14.05%	12.76%	16.53%	19.75%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	-34.21%	-19.79%	338.35%	55.00%	30.00%	30.00%
EBIT增长率	N/A	-1.64%	-392.18%	16.12%	30.00%	30.00%
净利润增长率	2994.98%	-12.43%	-249.86%	41.32%	40.49%	29.59%
总资产增长率	-31.51%	-35.61%	559.48%	14.86%	6.73%	14.23%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	84.2	70.2	27.3	45.0	45.0	45.0
存货周转天数	50.8	36.2	7.1	3.5	3.5	3.5
应付账款周转天数	97.9	163.7	62.5	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	264.1	305.9	382.6	245.0	185.8	147.1
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	116.60%	8.09%	15.39%	33.81%	9.27%	-6.92%
EBIT利息保障倍数	-6.9	-32.9	3.0	9.9	14.6	16.4
资产负债率	99.61%	127.96%	63.16%	61.56%	55.70%	51.87%

### 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	1	1	2	5	6
增持	0	0	1	1	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.33	1.17	1.14

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	2017-03-03	买入	15.65	20.00~20.00
2	2017-04-06	买入	17.88	N/A
3	2017-04-20	买入	16.90	N/A
4	2017-08-16	买入	18.56	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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

**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 7GH