

# 安通控股（600179）

得益于多式联运的前瞻布局，半年报同比+48%！

## 事件

安通控股发布 2018 年半年度报告，1H2018 实现营业收入 46.15 亿元，同比增长 79.8%，实现归母净利润 3.38 亿元，同比增长 48.0%，实现扣非归母净利润 2.92 亿元，同比增长 31.2%，基本每股收益 0.23 元。

## 18H1 多式联运物流实践，营收、净利的大幅增长

1H18 公司营业收入为 46.15 亿，同比增长 79.8%，毛利润 6.51 亿，同比增长 31.3%，归母净利润 3.38 亿，实现 48.0% 的同比增长。我们认为公司营收、净利润大幅增长的主要原因为自 2017 年以来对多式联运业务的投入，公司铁路资源、集装箱、船舶运力、陆上运力的逐步释放带来的协同效应，使得整体营收大幅增长。其中，2018H1 实现在铁路板块的营收约 8.32 亿元，占比 18.02%，同比增长 731.2%。

整体来看，多式联运的前期投入使得 1H2018 毛利率为 14.1%，同比 1H2017 下降 5.21pcts，环比 2017 年底下降 1.95pcts。三费方面，管理费用 9865 万，同比+31.3%，销售费用 2532 万，同比+280.6%，财务费用 1.34 亿，同比+37.6%。公司实现整体归母净利润增速 48.0%，且净利润率 8.86%，较去年同期小幅下滑 1.57 个 pct。公司 2018H1 的非经常性损益主要来自于政府补贴 6,629.5 万的贡献。

## 多式联运的提前布局

**海运段：**得益于运力提升，公司航线网络挂靠港口增加至 172 个，内贸箱吞吐量在 74 个主要港口位列前三，在海口、石湖、黄岛、南沙三期、黄埔老港位居第一。**铁路段：**公司已设立铁路网点 22 个，包括哈尔滨、郑州、西安、贵阳、乌鲁木齐等，铁路直发业务线超 848 条，海铁线路超 600 条，涉及业务铁路站点 672 个，铁路服务覆盖 31 省 155 城市，2018 年上半年实现铁路自然柜运输量约 23.46TEU。**多式联运基地：**公司共设立集拼网点 15 个，驻场项目 6 个，质押仓库 11 个，冷链仓库 7 个。

## 投资建议

我们认为安通控股多式联运、综合仓储、特色物流等多元化发展战略已进入加速实现期，正不断构筑公司护城河，实现跑赢行业平均盈利增速业绩。考虑到 2018 年公司将继续大范围拓展铁路段业务，公司受益于多式联运的发展，我们预计公司 18-20 年 0.48、0.57、0.68 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济超预期下滑、多式联运特别是铁路布局低于预期

证券研究报告

2018 年 08 月 28 日

## 投资评级

行业 交通运输/物流

6 个月评级 买入（维持评级）

当前价格 9.50 元

目标价格 元

## 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,486.98
流通 A 股股本(百万股)	673.64
A 股总市值(百万元)	14,126.31
流通 A 股市值(百万元)	6,399.57
每股净资产(元)	2.98
资产负债率(%)	68.42
一年内最高/最低(元)	28.95/8.45

## 作者

姜明 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110516110002  
jiangming@tfzq.com

李轩 联系人  
lixuan@tfzq.com

## 股价走势



资料来源：贝格数据

## 相关报告

- 《安通控股-季报点评:一季报同比+40.5%! 多式联运成本优势在逐季兑现》  
2018-04-27
- 《安通控股-公司深度研究:穿越铁路一片天，多式联运全对接！》  
2018-04-09
- 《安通控股-季报点评:联运模式再度升级！净利增长 41%!》  
2017-10-26

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,798.13	6,760.62	11,763.50	15,809.53	19,354.52
增长率(%)	338.35	78.00	74.00	34.39	22.42
EBITDA(百万元)	918.43	1,087.01	2,493.75	3,019.75	3,608.34
净利润(百万元)	401.29	552.37	850.55	1,017.83	1,211.18
增长率(%)	(249.86)	37.65	53.98	19.67	19.00
EPS(元/股)	0.27	0.37	0.48	0.57	0.68
市盈率(P/E)	35.20	25.57	19.94	16.67	14.01
市净率(P/B)	5.77	4.71	3.23	2.38	2.04
市销率(P/S)	3.72	2.09	1.44	1.07	0.88
EV/EBITDA	22.22	30.86	6.47	5.92	4.51

资料来源：wind，天风证券研究所



请务必阅读正文之后的信息披露和免责申明

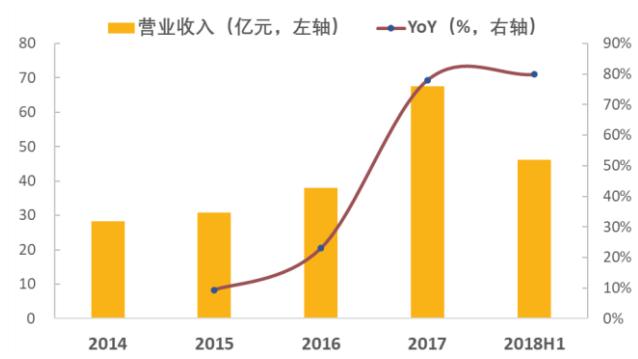
## 1. 事件

安通控股发布 2018 年半年度报告，1H2018 实现营业收入 46.15 亿元，同比增长 79.8%，实现归母净利 3.38 亿元，同比增长 48.0%，实现扣非归母净利 2.92 亿元，同比增长 31.2%，基本每股收益 0.23 元。

## 2. 点评：18H1 多式联运物流实践，营收、净利的大幅增长

1H18 公司营业收入为 46.15 亿，同比增长 79.8%，毛利润 6.51 亿，同比增长 31.3%，归母净利润 3.38 亿，实现 48.0% 的同比增长。我们认为公司营收、净利润大幅增长的主要原因为自 2017 年以来对多式联运业务的投入，公司铁路资源、集装箱、船舶运力、陆上运力的逐步释放带来的协同效应，使得整体营收大幅增长。其中，2018H1 实现在铁路板块的营收约 8.32 亿元，占比 18.02%，同比增长 731.2%。

图 1：安通控股历年营业收入及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：安通控股历年归母净利润及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

1. **海运段：**公司在全国设立海运网点 89 个，涉及业务口岸 172 个。得益于运力提升，公司航线网络挂靠港口增加至 172 个，内贸箱吞吐量在 74 个主要港口位列前三，在海口、石湖、黄岛、南沙三期、黄埔老港位居第一。目前，公司主营国内航线干线 47 条，国际物流航线 5 条，国内航线基本覆盖国内主要干线港口。
2. **铁路段：**公司已设立铁路网点 22 个，包括哈尔滨、郑州、西安、贵阳、乌鲁木齐等，铁路直发业务线超 848 条，海铁线路超 600 条，涉及业务铁路站点 672 个，铁路服务覆盖 31 省 155 城市，2018 年上半年实现铁路自然柜运输量约 23.46TEU。
3. **多式联运基地：**公司共设立集拼网点 15 个，驻场项目 6 个，质押仓库 11 个，冷链仓库 7 个。

整体来看，多式联运的前期投入使得 1H2018 毛利率为 14.1%，同比 1H2017 下降 5.21pcts，环比 2017 年底下降 1.95pcts。三费方面，管理费用 9865 万，同比+31.3%，销售费用 2532 万，同比+280.6%，财务费用 1.34 亿，同比+37.6%。公司实现整体归母净利润增速 48.0%，且净利润率 8.86%，较去年同期小幅下滑 1.57 个 pct。

另外，公司非经常性损益为 4,650.1 万元。公司所从事的“多式联运”、“现代物流”业务在国家政策层面归为鼓励行业，因此安通能够获得多项政府补贴，且被划分至非经常性损益中的其他收益（参见 2017 年年报）。当前公司 2018H1 的非经常性损益来自于政府补贴 6,629.5 万的贡献。

### 3. 多式联运、冷链的最新实践

梳理下近期安通控股在多式联运的铁路布局以及冷链仓库的进展如下：

- 1) 2018年5月18日，安通控股华南冷链2号库—佛山南海冷库顺利开仓。
- 2) 2018年6月6日，由中国铁路武汉局集团、武汉港务集团、安通控股股份有限公司联合开行的武汉—西安水铁联运班列“安通控股”号正式开通运营。
- 3) 2018年6月12日银川货运中心、安通控股联合开行的（平凉南至祥云西）首列“点对点”集装箱班列正式发出，续后每5日常态化开行。
- 4) 2018年8月1日广东三茂铁路股份有限公司佛山货运中心、安通控股联合开行的三水西至海口南首列“点对点”集装箱班列正式发出，续后每2日常态化开行。

图3：华南冷链2号库—佛山南海冷库顺利开仓



资料来源：公司微信公众号，天风证券研究所

图4：武汉—西安水铁联运班列“安通控股”号正式开通运营



资料来源：公司微信公众号，天风证券研究所

图5：三水西至海口南首列“点对点”集装箱班列正式发出



资料来源：公司微信公众号，天风证券研究所

图6：三水西至海口南首列“点对点”集装箱班列正式发出



资料来源：公司微信公众号，天风证券研究所

## 4. 投资建议

我们认为安通控股多式联运、综合仓储、特色物流等多元化发展战略已进入加速实现期，正不断构筑公司护城河，实现跑赢行业平均盈利增速业绩。考虑到 2018 年公司将继续大范围拓展铁路段业务，公司受益于多式联运的发展，我们预计公司 18-20 年 0.48、0.57、0.68 元，维持“买入”评级。

## 5. 风险提示

宏观经济超预期下滑、多式联运特别是铁路布局低于预期

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,005.93	887.11	2,352.70	3,161.91	3,870.90	<b>营业收入</b>	3,798.13	6,760.62	11,763.50	15,809.53	19,354.52
应收账款	844.74	1,276.94	683.65	2,302.60	1,138.21	营业成本	2,933.24	5,675.04	9,968.38	13,597.63	16,680.62
预付账款	114.71	221.18	886.42	1,757.56	270.48	营业税金及附加	8.17	10.04	17.65	20.55	25.16
存货	27.60	51.95	58.81	16.73	168.61	营业费用	13.91	15.49	23.53	31.62	38.71
其他	223.54	430.32	332.14	546.78	324.81	管理费用	121.36	173.98	294.09	316.19	387.09
<b>流动资产合计</b>	<b>2,216.52</b>	<b>2,867.50</b>	<b>4,313.72</b>	<b>7,785.58</b>	<b>5,773.02</b>	财务费用	237.24	190.71	552.88	600.76	735.47
长期股权投资	0.00	16.06	16.06	16.06	16.06	资产减值损失	3.62	10.70	1.00	0.50	0.50
固定资产	3,981.74	4,527.10	7,747.69	7,533.42	7,240.86	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	52.55	483.79	248.02	129.17	72.25	投资净收益	0.00	1.06	0.00	0.00	0.00
无形资产	40.78	38.70	171.57	758.66	2,747.83	其他	0.00	(58.35)	(130.50)	0.00	0.00
其他	349.38	746.90	276.70	253.91	263.56	<b>营业利润</b>	<b>480.58</b>	<b>741.95</b>	<b>1,036.48</b>	<b>1,242.28</b>	<b>1,486.97</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>4,424.44</b>	<b>5,812.55</b>	<b>8,460.03</b>	<b>8,691.23</b>	<b>10,340.56</b>	营业外收入	64.19	1.12	54.70	60.00	62.00
<b>资产总计</b>	<b>6,640.97</b>	<b>8,680.05</b>	<b>12,773.75</b>	<b>16,476.81</b>	<b>16,113.58</b>	营业外支出	6.59	0.94	28.00	30.00	35.00
短期借款	584.10	1,009.09	727.70	1,574.35	1,123.12	<b>利润总额</b>	<b>538.19</b>	<b>742.12</b>	<b>1,063.18</b>	<b>1,272.28</b>	<b>1,513.97</b>
应付账款	660.34	1,112.64	3,760.78	2,607.14	1,736.12	所得税	136.89	189.76	212.64	254.46	302.79
其他	1,276.93	1,423.33	2,391.49	2,978.67	3,095.57	<b>净利润</b>	<b>401.29</b>	<b>552.37</b>	<b>850.55</b>	<b>1,017.83</b>	<b>1,211.18</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2,521.36</b>	<b>3,545.06</b>	<b>6,879.98</b>	<b>7,160.16</b>	<b>5,954.81</b>	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	635.34	2,201.43	1,832.36	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>401.29</b>	<b>552.37</b>	<b>850.55</b>	<b>1,017.83</b>	<b>1,211.18</b>
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.27	0.37	0.48	0.57	0.68
其他	1,673.10	2,136.12	0.00	0.00	0.00						
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,673.10</b>	<b>2,136.12</b>	<b>635.34</b>	<b>2,201.43</b>	<b>1,832.36</b>						
<b>负债合计</b>	<b>4,194.46</b>	<b>5,681.19</b>	<b>7,515.32</b>	<b>9,361.58</b>	<b>7,787.17</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>成长能力</b>					
股本	1,360.71	1,360.71	1,785.56	1,785.56	1,785.56	营业收入	338.35%	78.00%	74.00%	34.39%	22.42%
资本公积	556.37	556.37	896.73	1,735.70	1,735.70	营业利润	-276.67%	54.39%	39.70%	19.86%	19.70%
留存收益	1,729.59	2,281.96	3,472.87	5,329.67	6,540.84	归属于母公司净利润	-249.86%	37.65%	53.98%	19.67%	19.00%
其他	(1,200.17)	(1,200.18)	(896.73)	(1,735.70)	(1,735.70)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>2,446.50</b>	<b>2,998.86</b>	<b>5,258.43</b>	<b>7,115.23</b>	<b>8,326.41</b>	毛利率	22.77%	16.06%	15.26%	13.99%	13.82%
<b>负债和股东权益总</b>	<b>6,640.97</b>	<b>8,680.05</b>	<b>12,773.75</b>	<b>16,476.81</b>	<b>16,113.58</b>	净利率	10.57%	8.17%	7.23%	6.44%	6.26%
						ROE	16.40%	18.42%	16.17%	14.30%	14.55%
						ROIC	-175.85%	28.24%	44.34%	33.37%	22.10%
现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E						
净利润	401.29	552.37	850.55	1,017.83	1,211.18	<b>偿债能力</b>					
折旧摊销	210.60	226.51	1,034.89	1,176.70	1,385.90	资产负债率	63.16%	65.45%	58.83%	56.82%	48.33%
财务费用	235.52	187.49	552.88	600.76	735.47	净负债率	51.74%	60.23%	62.23%	47.26%	22.11%
投资损失	0.00	(1.06)	0.00	0.00	0.00	流动比率	0.88	0.81	0.63	1.09	0.97
营运资金变动	1,422.59	240.46	2,036.23	(3,348.61)	2,029.33	速动比率	0.87	0.79	0.62	1.09	0.94
其它	(1,330.31)	(353.77)	0.00	0.00	0.00	<b>营运能力</b>					
<b>经营活动现金流</b>	<b>939.69</b>	<b>851.99</b>	<b>4,474.55</b>	<b>(553.32)</b>	<b>5,361.88</b>	应收账款周转率	7.62	6.37	12.00	10.59	11.25
资本支出	1,896.46	739.66	6,288.69	1,430.69	3,025.58	存货周转率	66.77	169.97	212.41	418.56	208.85
长期投资	0.00	16.06	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.99	0.88	1.10	1.08	1.19
其他	(2,386.17)	(1,955.35)	(10,432.19)	(2,864.74)	(6,050.78)	<b>每股指标(元)</b>					
<b>投资活动现金流</b>	<b>(489.71)</b>	<b>(1,199.62)</b>	<b>(4,143.50)</b>	<b>(1,434.05)</b>	<b>(3,025.20)</b>	每股收益	0.27	0.37	0.48	0.57	0.68
债权融资	1,382.34	1,521.54	1,799.95	4,358.31	3,466.10	每股经营现金流	0.63	0.57	3.01	-0.37	3.61
股权融资	310.43	(190.72)	856.14	238.21	(735.47)	每股净资产	1.65	2.02	2.94	3.98	4.66
其他	(1,561.61)	(1,057.09)	(1,521.54)	(1,799.95)	(4,358.31)	<b>估值比率</b>					
<b>筹资活动现金流</b>	<b>131.17</b>	<b>273.73</b>	<b>1,134.54</b>	<b>2,796.58</b>	<b>(1,627.68)</b>	市盈率	35.20	25.57	19.94	16.67	14.01
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	市净率	5.77	4.71	3.23	2.38	2.04
<b>现金净增加额</b>	<b>581.15</b>	<b>(73.90)</b>	<b>1,465.59</b>	<b>809.21</b>	<b>709.00</b>	EV/EBITDA	22.22	30.86	6.47	5.92	4.51
						EV/EBIT	28.43	38.28	11.05	9.71	7.33

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号 平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com