

寻找供应链管理服务领域的投资机会

——2019年中国银河证券交通运输行业中期投资策略

CHINA GALAXY SECURITIES CO., LTD.

分析师：刘兰程，执业证书编号：**S0130517100001**

联系人：王靖添，wangjingtian_yj@chinastock.com.cn

中国银河证券研究院

2019年7月 中国北京

中国银河证券股份有限公司

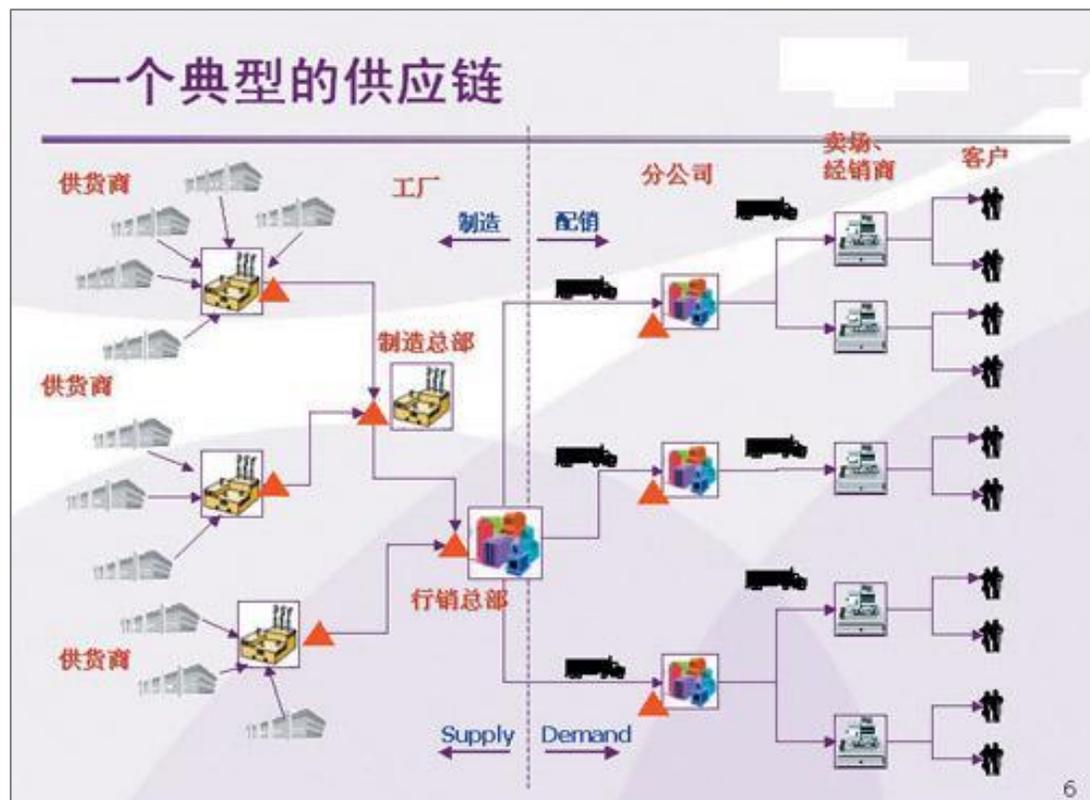
China Galaxy Securities CO.,LTD.

CONTENTS

1. 供应链管理服务行业概述
2. 我国供应链管理服务发展空间分析
3. 我国供应链管理服务行业及公司全面对比分析
4. 重点公司

I.1 供应链内涵

图1-1 供应链示意图

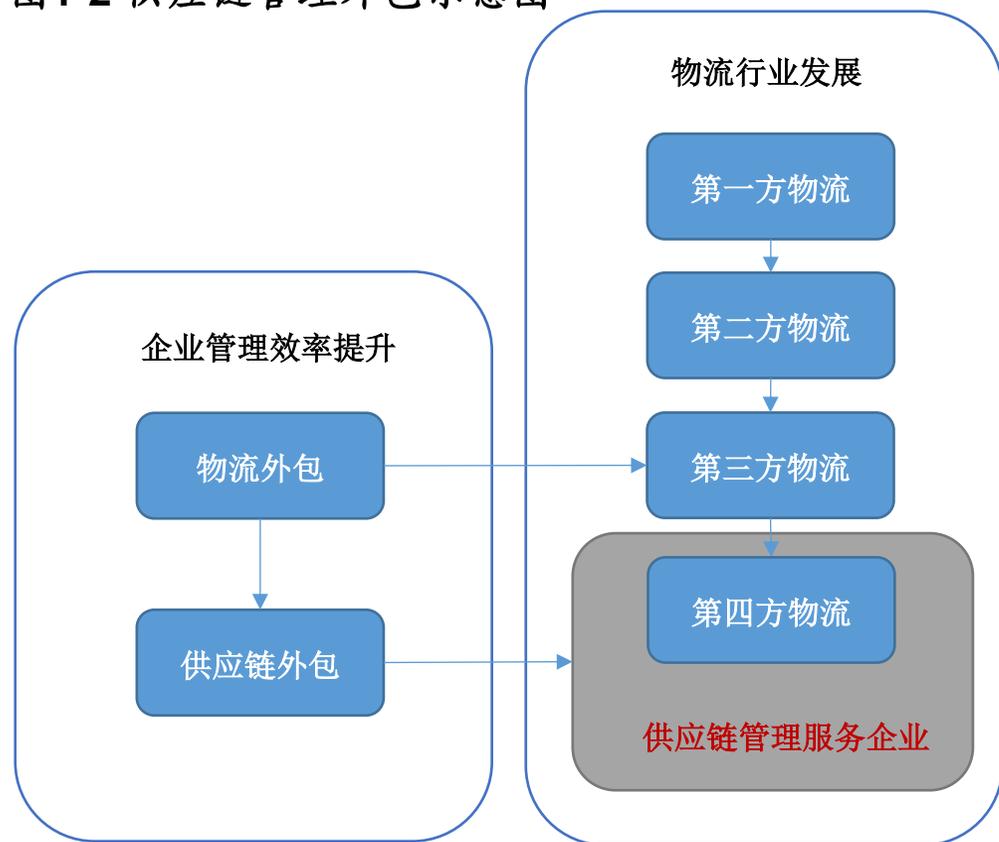


资料来源：百度百科，中国银河证券研究院整理

- **供应链：**以客户需求为导向，以提高质量和效率为目标，以整合资源为手段，实现产品设计、采购、生产、销售、服务等全过程高效协同的组织形态。
- **趋势特征：**随着信息技术的发展，供应链已发展到与互联网、物联网深度融合的**智慧供应链新阶段**。
- 根据咨询公司埃森哲的研究，实施供应链管理可以将**运输成本**下降**5%-15%**，将整个**供应链的运作费用**下降**10%-15%**。
- 根据美国供应链管理协会的统计，供应链管理可使企业的**准时交货率**提高**15%**，**订单处理周期**缩短**5%-35%**。

1.2 供应链管理服务行业：供应链管理外包

图1-2 供应链管理外包示意图

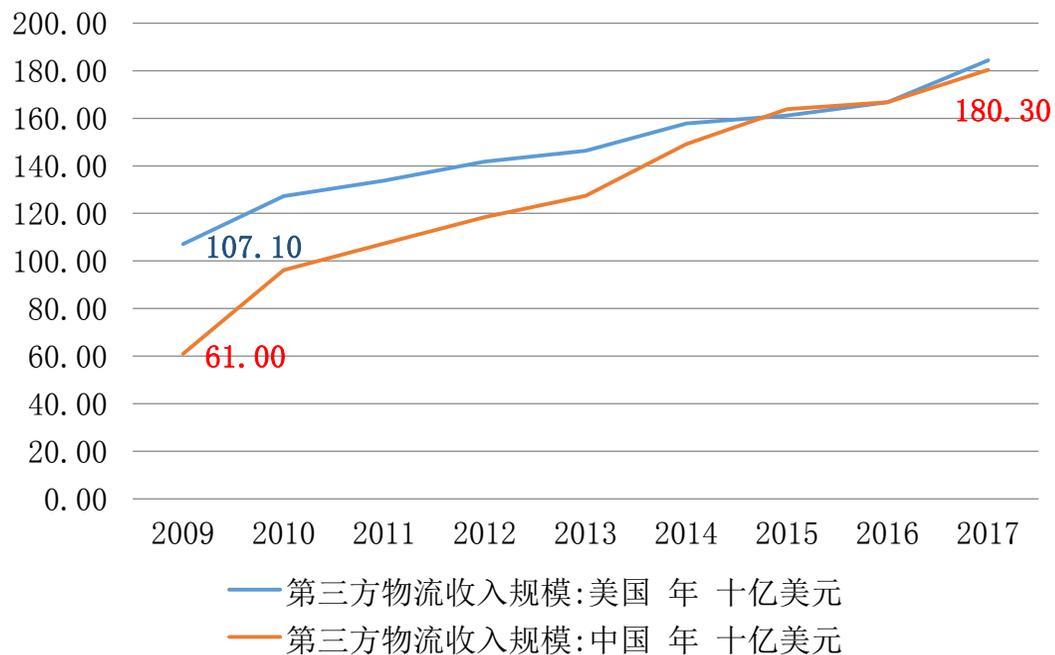


- **专业分工细化：**使公司有限的资源能够集中投入到自己的核心业务上。
- **管理内容：**公司可以选择把运输仓储、采购、生产、分销、融资、税务结算等中的任何一个或多个环节，甚至整套供应链管理方案，外包给一家供应链公司执行，专注核心业务。
- **供应链行业和物流行业关系：**从物流行业的纵向发展来看，“第四方物流”是“第三方物流”（物流外包）的高级形式，供应链管理外包囊括了“第四方物流”，但是不止局限于“第四方物流”。

1.2 供应链管理外包：物流外包的升级版

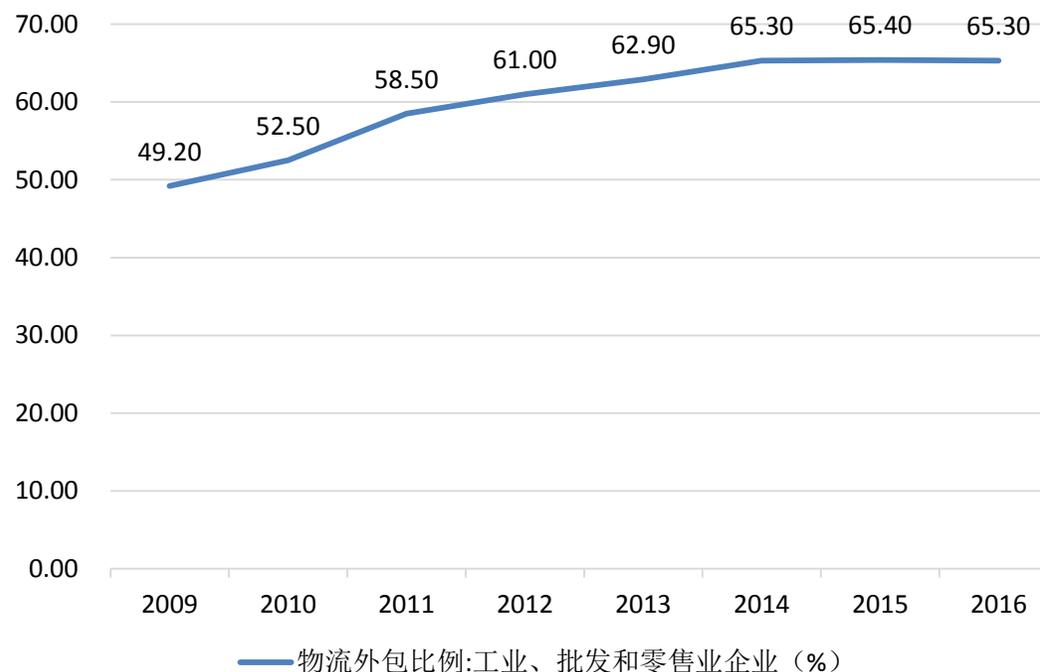
- 近十年间我国第三方物流迅速发展，物流外包比例逐年提升，随着商品经济的发展和信息技术的进步，**物流外包已成为中国的普遍现象。**

图1-3 2009-2017年中国和美国第三方物流收入规模



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

图1-4 2009-2016年中国物流外包比例



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

1.3 供应链管理服务行业分类

按所服务行业分类：各垂直领域

表1-1 供应链管理服务行业分类：细分行业

细分行业	需求特点	代表企业
上游大宗商品	市场容量大，产品差异小，市场参与者多，行业集中度低等特征	建发股份、厦门象屿、瑞茂通、万林股份、飞马国际、易见股份、嘉友国际等
汽车	零部件种类繁多（一辆汽车所需零件大概在2万件左右），销售市场庞大	原尚股份、长久物流
服装	传统服装供应链周期长，当前消费者个性化服装需求日益加强，市场时效性要求较高	利丰、搜于特
快消品	行业供应链相对较长，运行节奏较快，产品需求量大，要求具有快速的响应速度，对渠道下沉的要求高	怡亚通
IT	产品需求量大，采购全球化，技术革新快，要求快速进行周转	普路通、东方嘉盛、嘉诚国际、飞力达、新宁物流、宁波东力

资料来源：中国银河证券研究院整理

按盈利模式分类：服务类和交易类（是否参与买卖）

交易类：

自身参与货物的买卖，利用流通过程中存在的价差、利差和汇差来赚取利益，而这些差额主要来源于企业拥有的强大的信息优势、规模优势、资金优势和专业优势等，帮助企业获取低价商品、批量折扣以及低成本资金。其普遍财务状况特点是收入规模大，毛利率低。

服务类：

提供专业解决方案、向企业收取服务费来盈利，企业本身不参与产品的流通过程。依赖具有专业技能的人员来为客户提供深度定制化的解决方案。其普遍财务状况特点是收入低，毛利率高。

1.3 供应链管理服务行业分类

□ 按业务重心分类：物流，商贸与综合咨询

- 围绕核心企业，整条供应链上涉及到的核心业务环节包括物流、前端采购与后端分销。
- 按照业务重心来分，可以分为三类：供应链综合物流企业，供应链商贸企业、供应链综合咨询企业。

表1-2 供应链管理服务行业分类：业务类型

供应链服务企业类型	具体业务	核心竞争力	代表企业
供应链综合物流企业	针对有大量物流需求的核心企业提供仓干配一体化的一站式物流外包服务	完善的物流网络	百世，德邦，顺丰
供应链商贸企业	为各品牌商和经销商提供包括上游采购或下游渠道分销两大类商贸服务	上下游渠道网络	怡亚通，英迈国际，香港利丰，厦门象屿
供应链综合咨询企业	为企业提供整套供应链解决方案	服务能力的专业性，包括行业经验与资源、高技能人才等	普路通，飞力达

2.1 物流业发展简述

□ 物流业是国民经济社会发展的基础性、战略性产业。

□ 物流业总收入在2011-2018年期间平稳上升的趋势，2018年达到**10.1**万亿元；2018年的增长率近**15%**的水平。

图2-1 2011-2018年物流业总收入及增长率

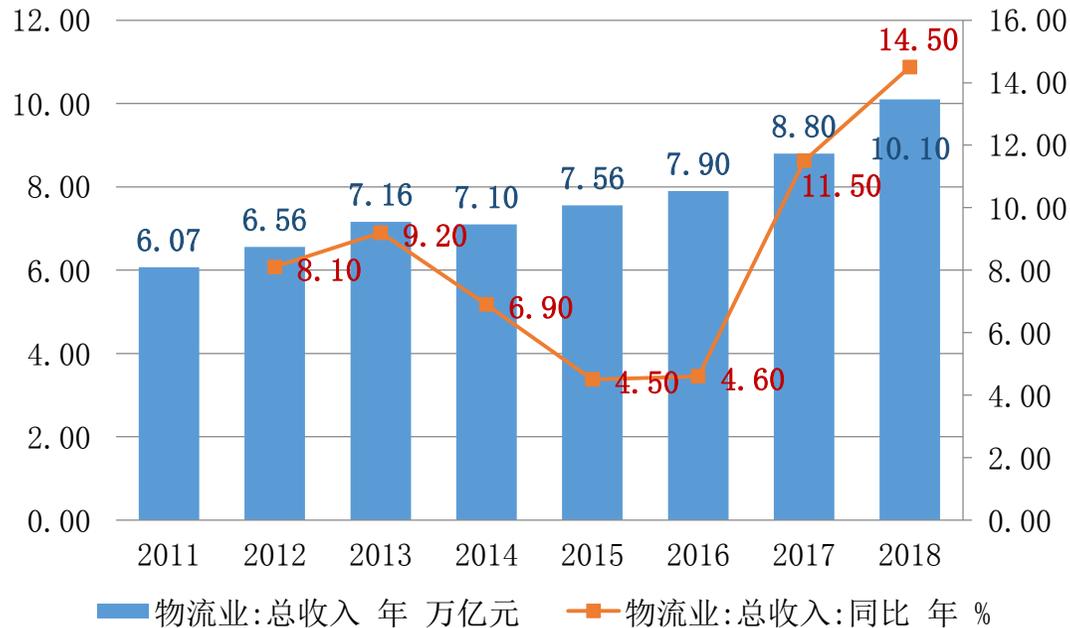


表2-1 国务院关于物流业发展的政策文件

发文时间	文件名	工作重点
2014年9月12日	《物流业发展中长期规划（2014-2020年）》	（1）一体化、信息化、专业化发展，推进 供应链的创新 发展； （2）通过 减税降费 、提高运行效率， 促进物流业降本增效 ； （3）充分利用电子商务带来的巨大产能， 实现电子商务与快递物流的协同发展 。
2017年8月17日	《国务院办公厅关于进一步推进物流降本增效促进实体经济发展的意见》	
2017年10月13日	《国务院办公厅关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》	
2018年1月23日	《国务院办公厅关于推进电子商务与快递物流协同发展的意见》	

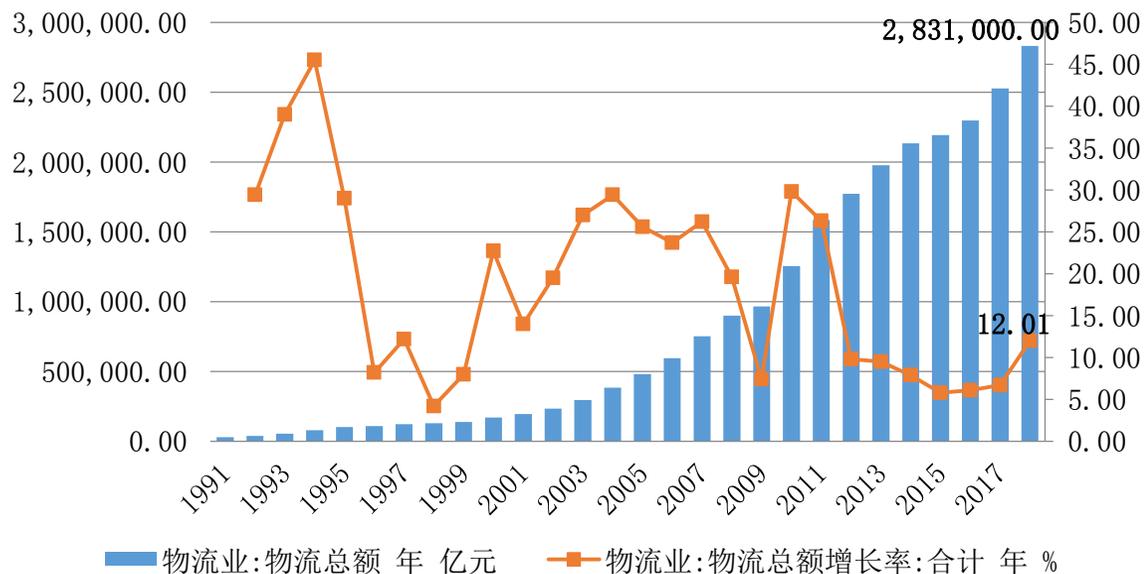
资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

2.1 物流业发展简述

中国物流业发展现状及趋势

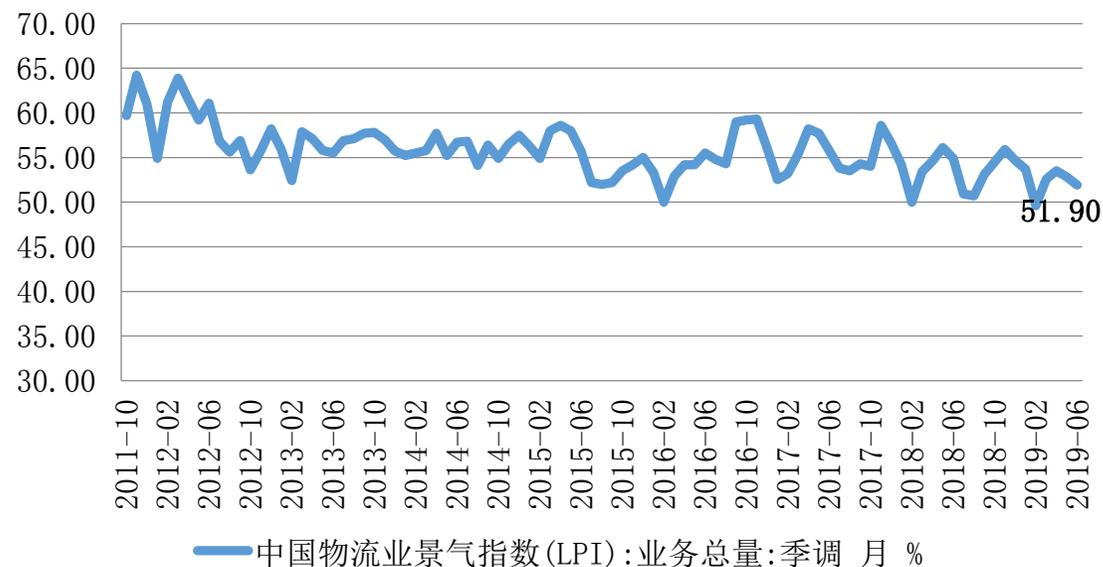
图2-2 中国社会物流总额变化趋势及同比增幅



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

- 中国社会物流总额持续增长，2018年达到**283.1**万亿元，增速为**12.01%**。
- 物流业景气指数虽然有所回落，但依旧保持在**50%**以上；2019年6月值为**51.9%**。

图2-3 中国物流业景气指数变化情况

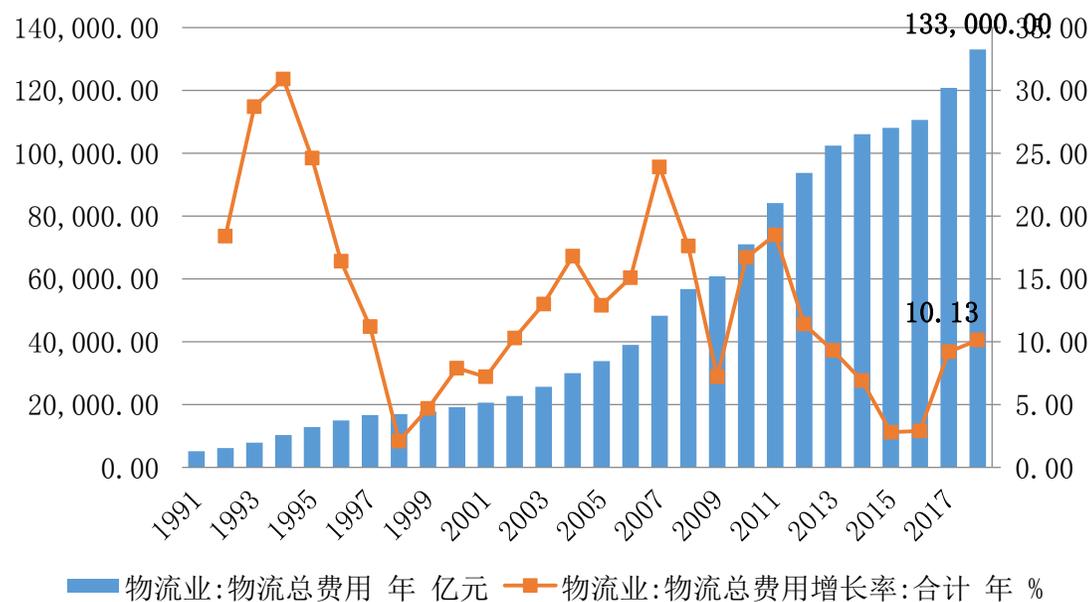


资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

2.2 社会物流费用与供应链管理服务发展

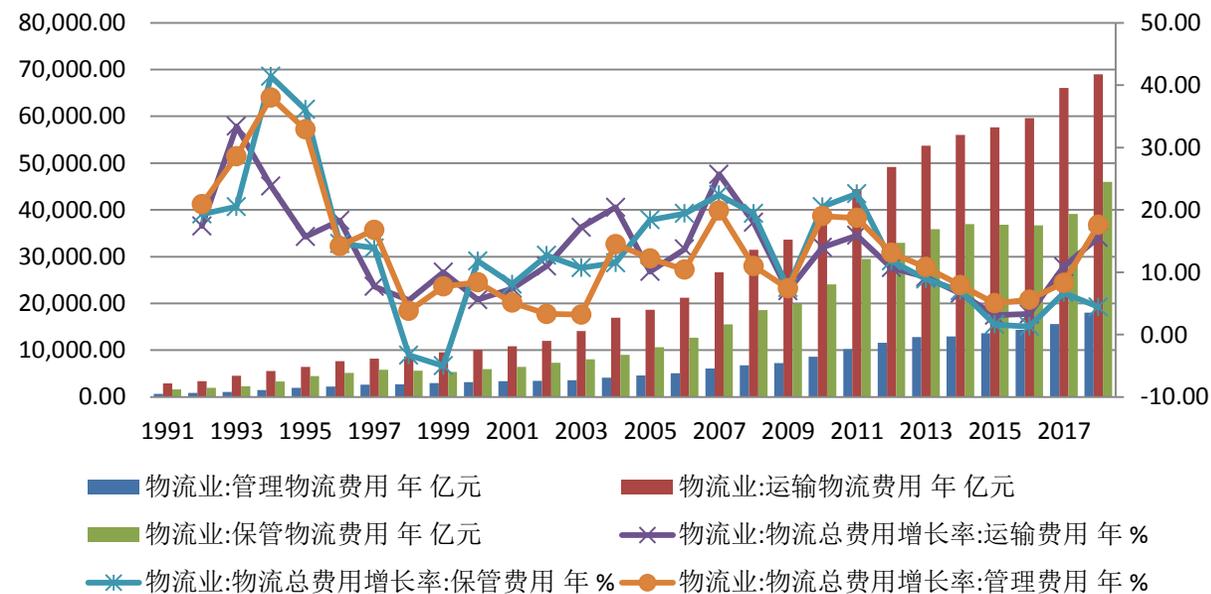
中国 中国社会物流总费用现状分析

图2-4 中国社会物流费用及增长率



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

图2-5 社会物流费用分项变化趋势及增幅

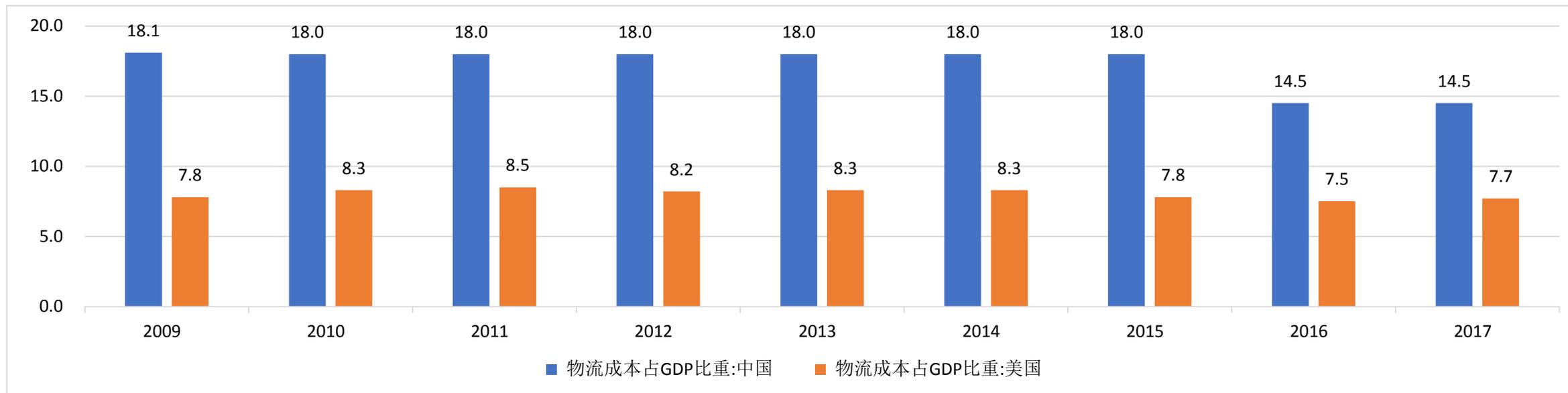


资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

- 中国社会物流总费用同时保持持续增长，2018年达**13.3**万亿，增速为**10.13**%。
- 2018年社会物流总费用结构：运输费用（51.88%）、保管费用（34.59%）、管理费用（12.53%）

2.2 社会物流费用与供应链管理服务发展

图2-6 2009-2017年中美物流成本占GDP比重对比



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理（注：社会物流总费用指国民经济各方面用于社会物流活动的各项费用支出的总和）

- 自上世纪90年代起，我国社会物流费用占GDP占比整体呈下降趋势
- 但从数据来看，仍远高于欧美发达国家**8%-9%**的水平，反映我国物流效率还有较大提升空间。
- 作为物流行业发展的高阶形式，**致力于优化全链效率、帮助企业实现降本增效的供应链物流行业市场巨大，前景广阔。**

2.3 中美供应链物流发展史对照

表2-2 美国供应链物流发展史

时间	阶段	要点
20世纪50年代	萌芽期	物流概念尚未正式诞生
20世纪60年代	概念期	<ul style="list-style-type: none"> 生产发展促使物流概念出现 物流尚未被重视，政府管控严格，行业发展缓慢
20世纪70年代	发展期	<ul style="list-style-type: none"> 通货膨胀迫使企业对物流等非核心业务进行优化 政府逐渐放宽管控
20世纪80年代	革新期	<ul style="list-style-type: none"> 物流政策利好，支持行业迅速发展 物流概念进阶，物流管理部门地位提升 运输技术革新，企业外包制出现
20世纪90年代至今	整合期	<ul style="list-style-type: none"> 第三方物流、第四方物流出现并发展 美国物流管理协会提出物流将向供应链管理转移 精益思想开始被应用到物流管理中

资料来源:中国银河证券研究院整理

表2-3 中国供应链物流发展史

时间	阶段	要点
1978-2001	改革开放初期的探索与起步阶段	<ul style="list-style-type: none"> 中国“物流”的概念起源于1978年 1999年国家首次书面提出“要重视发展现代物流”，以“物流”注册公司名称得以广泛获准。
2001-2013	加入世贸组织后的行业创立阶段	<ul style="list-style-type: none"> 12年间物流业高速发展并形成独立支柱产业 供应链理论体系发展迅速 连续的政策红利极大地促进了物流业向专业化、集约化和高效率发展。
2014-至今	经济新常态下的机遇带动发展阶段	<ul style="list-style-type: none"> 中国开始进入转型期，消费替代生产成为拉动经济增长的第一要素，作为连接生产和消费重要环节的物流业成为新经济发展的动力 政府进一步密集出台一系列促进物流业发展的政策 流业的高成本、低效率成为阻碍物流业发展的关键要素，亟待提升

资料来源:中国银河证券研究院整理

- 参照美国发展历程，未来发展方向：1) **控制物流成本，提高物流效率**；2) **当前积极的政策环境**有利于促进我国供应链物流行业高速发展，**行业前景广阔**；3) **精益管理和智能化**是未来供应链管理的重要发展方向。
- 中国具有人口红利、大数据信息丰富等优势，**互联网、物联网、大数据以及云计算**等新兴产业和技术都极有可能支撑物流供应链行业实现新突破。

2.3对标分析：全球先进供应链管理企业DHL

表2-4 DHL Supply Chain主营业务

业务模块	具体业务
规划（完整解决方案）	供应链分析及设计；第三方物流供应商
来源	采购服务；原物料仓储服务；原物料运输；国际供应链管理
制造	产业项目运输；进货至制造厂；厂内物流；代工
商店和定制	成品仓储；组装及共同包装
运送	运输及配送管理；维修零组件物流服务；宅配服务；电子商务履行服务店内物流
退货	逆向物流

- DHL 供应链（DHL Supply Chain）为汽车、生命科学、高科技、快速消费品、零售和时装等多个行业的客户提供供应链全程增值解决方案

资料来源：DHL官网，中国银河证券研究院整理

□ 对标分析

和我国供应链物流企业相比，DHL的领先优势主要在于服务对象范围（广度）和综合服务能力（深度）。

- ① 传统物流公司延伸业务至供应链管理，如百世，顺丰等，业务较新处于发展阶段，提供链上某一个或几个环节的服务，如百世仅提供百世云仓（仓储）等三类基础供应链服务。
- ② 商贸型企业延伸开展供应链物流服务，如厦门象屿、欧浦钢网等，一般为公司提供商贸服务的某一个或几个特定行业提供供应链物流服务，如欧浦钢网则专注于钢铁行业的供应链物流服务。

3.1 供应链管理服务行业总览：规模持续扩大，波动中成长

- 行业营业收入的增长率水平几乎一致保持在25%以上，净利润增长率波动较大，从负增长到76%的增速波动。
- 2018年经贸摩擦导致国内外经济形势不稳定，人民币汇率震荡加剧，对全球供应链业务有一定影响；同时，去杠杆的推进，对于资金依赖程度较高的供应链管理企业来说，也存在一定的挑战，因此营业收入增速明显放缓，净利润在近两年甚至出现了负增长。

图3-1 2009-2019年供应链管理行业营业收入及增长率

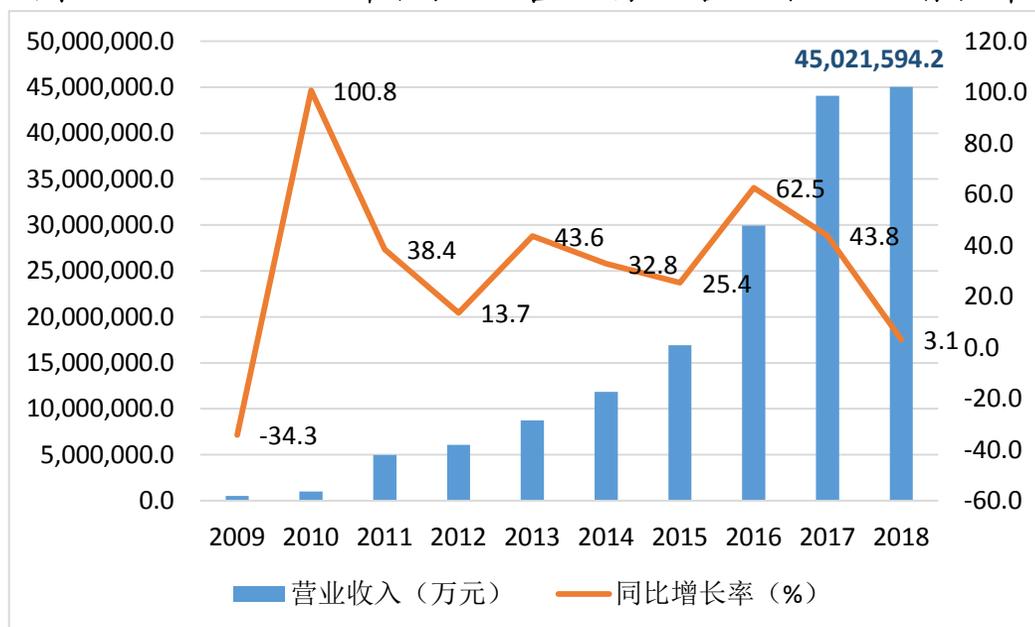
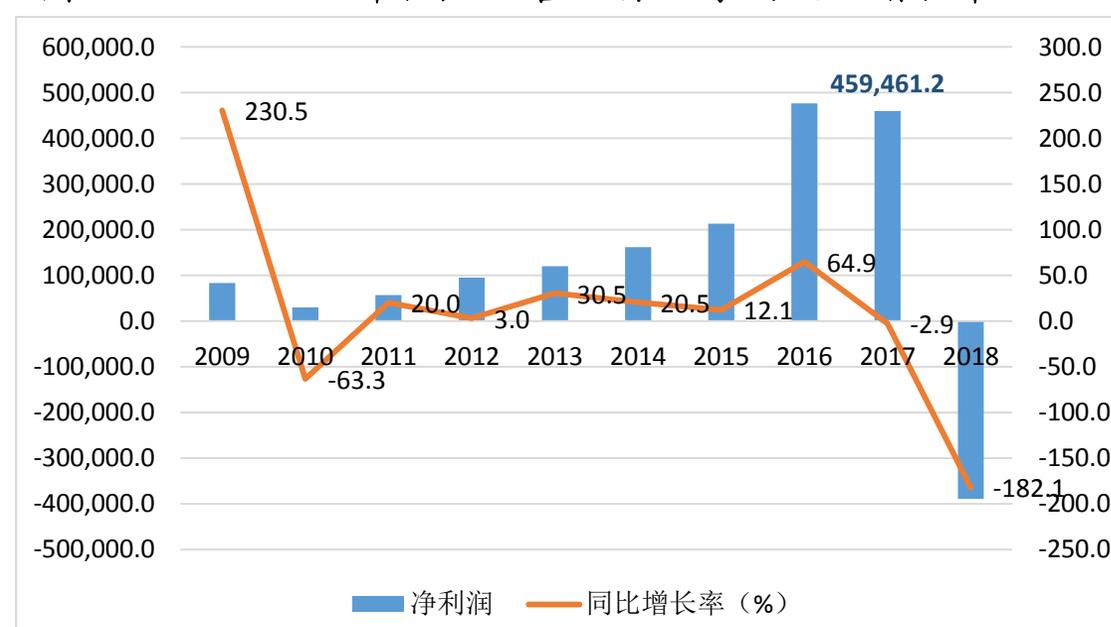
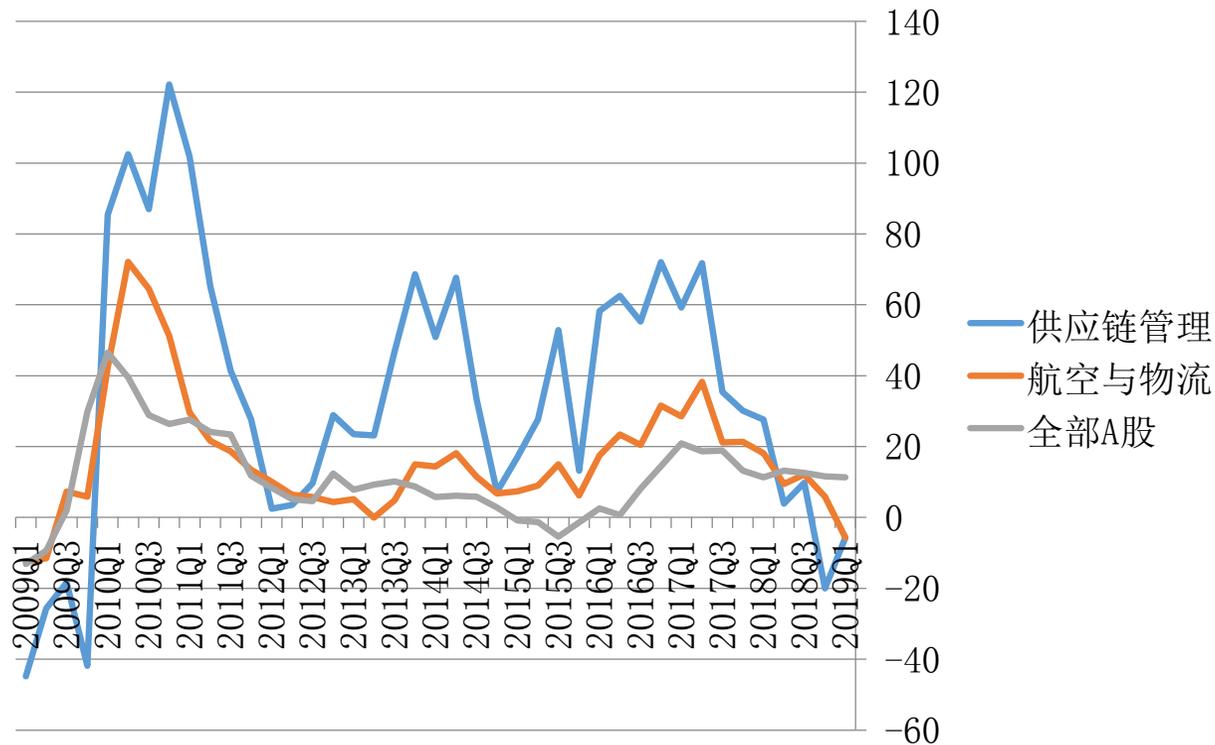


图3-2 2009-2019年供应链管理行业净利润及增长率



3.1 供应链管理服务行业行业总览：具有较高成长性

图3-3 2009-2019年供应链管理、航空与物流及全部A股单季度营收同比增长率对比



- 供应链管理：约30-40%，航空物流：10-15%。
- 整个市场对比：供应链管理的营收增速也持续高于全部A股、交通运输行业及物流行业的水平。
- 从2018年的表现来看：在面对国内经济形势不稳定的情况下，供应链管理的增速下滑最为明显，这说明供应链管理目前还处于发展阶段，行业增长受宏观环境影响较大，抗风险水平较低。

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

3.2 行业细分：交易类、服务类、综合类

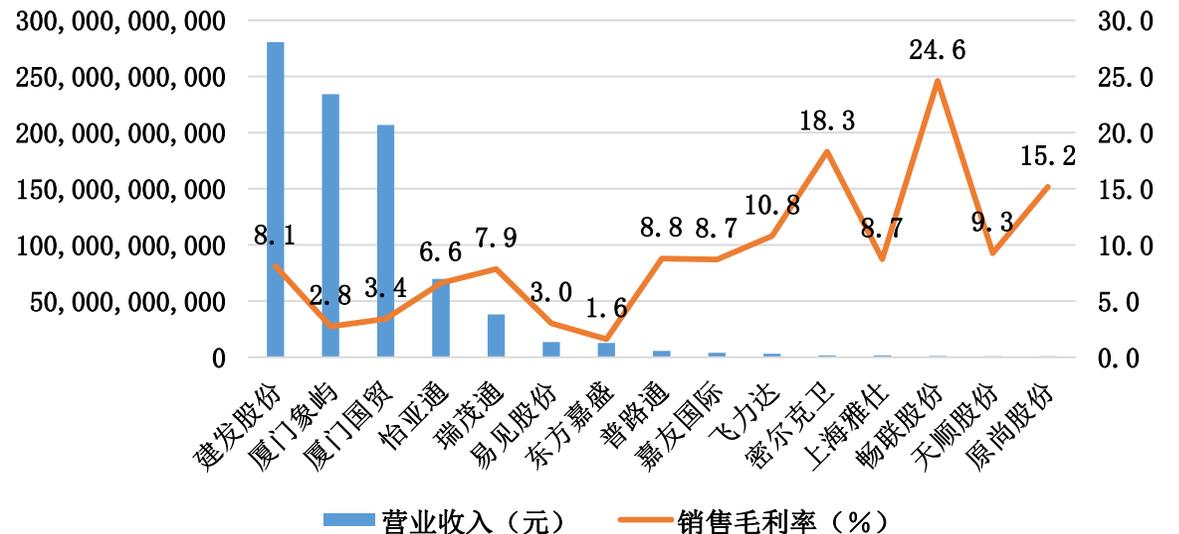
- A股上市公司中2018年主营业务收入中供应链及相关业务占比基本高于80%的15家公司，组成A供应链行业。
- 近10年才开始逐渐发展，业务范围的侧重点也有所不同，服务范围几乎涉及各行各业。
- 交易类供应链公司基本都属于收入规模大、毛利率低；而服务类供应链公司的收入规模不大，毛利率较高。

表3-1 主要供应链管理上市公司分类

交易类	建发股份、厦门国贸、厦门象屿、易见股份、东方嘉盛
服务类	密尔克卫、畅联股份、普路通、飞力达、上海雅仕、嘉友国际、原尚股份
综合类	怡亚通、瑞茂通、天顺股份

资料来源：中国银河证券研究院整理

图3-4 2018年供应链管理公司营业收入和毛利率



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

3.3 公司财务分析：①盈利能力与收益质量

表3-2 2018年供应链管理公司杜邦分析指标

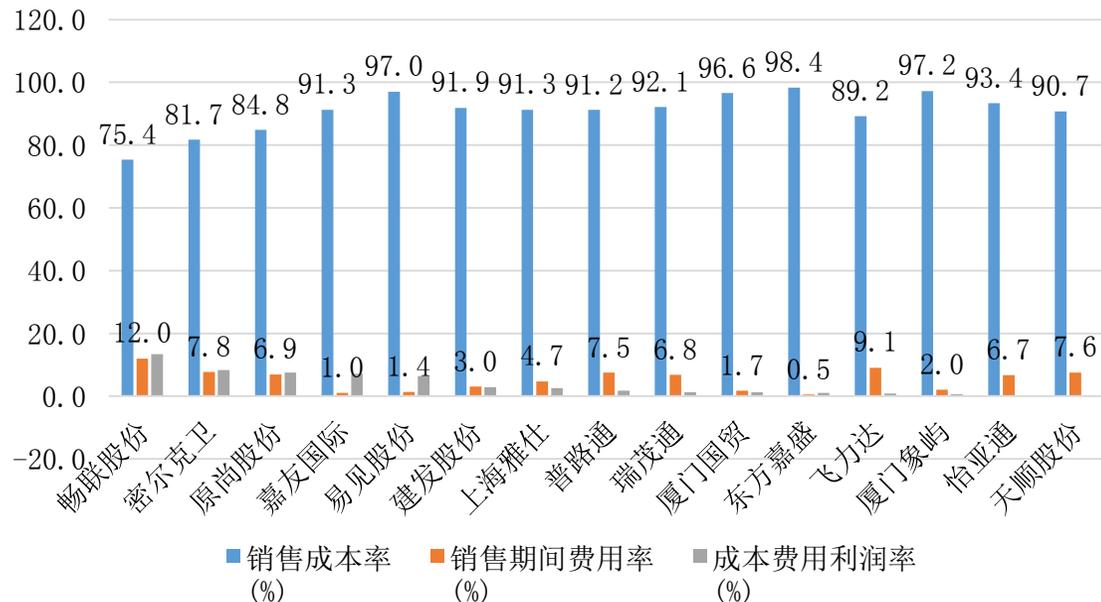
	净资产收益率 (%)	销售净利率 (%)	总资产周 转率	权益乘数
嘉友国际	20.3	6.6	2.7	1.4
建发股份	18.3	2.7	1.4	4.0
密尔克卫	13.8	7.4	1.2	1.5
易见股份	11.8	6.3	1.0	2.0
厦门国贸	11.5	1.2	2.8	2.9
厦门象屿	10.0	0.6	4.7	2.8
东方嘉盛	9.9	1.1	1.8	5.4
原尚股份	9.5	6.8	1.1	1.3
畅联股份	9.0	11.5	0.6	1.2
瑞茂通	8.8	1.2	1.8	3.6
普路通	7.8	1.8	0.5	8.6
上海雅仕	6.2	2.5	1.4	1.7
怡亚通	3.4	0.2	1.5	5.0
飞力达	1.4	0.8	1.4	1.9
天顺股份	1.3	-0.1	1.1	2.2

- 2018年ROE最高的三家公司分别为嘉友国际、建发股份和密尔克卫。
- 嘉友国际的销售净利率和总资产周转率较高，权益乘数中等偏低；同为服务型企业的密尔克卫情况类似，总资产周转率相对较低。
- 作为交易型企业的建发股份，销售净利率偏低，但权益乘数明显较高。
- 综合杜邦分析的结果，交易型企业中值得关注的是建发股份和易见股份，服务型企业中值得关注的有嘉友国际、密尔克卫、畅联股份和原尚股份。

3.3 公司财务分析：①盈利能力与收益质量

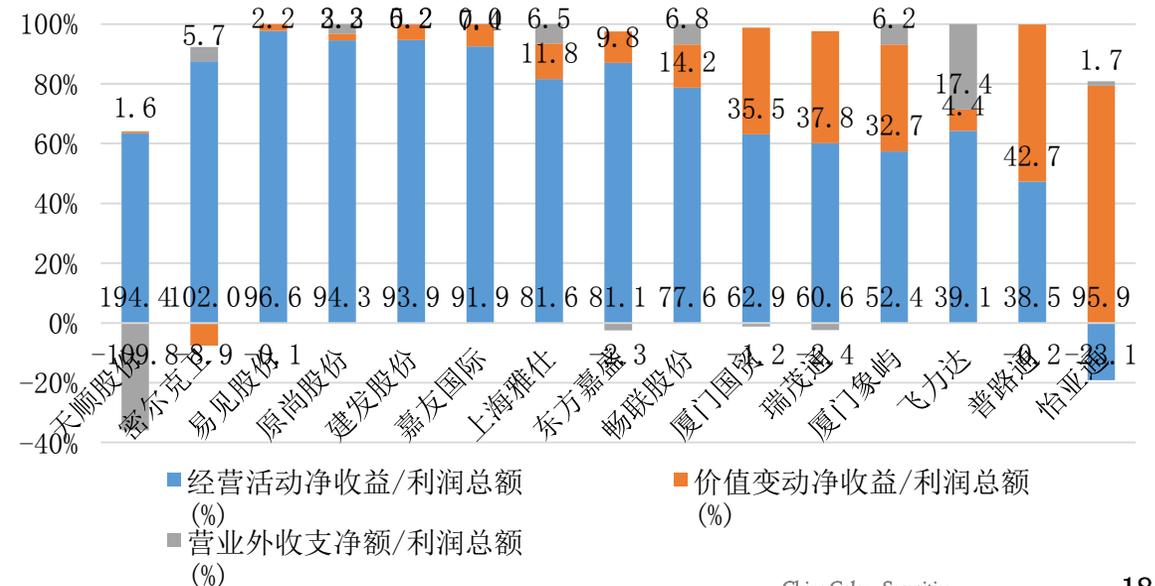
- 成本费用利润率较高的交易类公司为**易见股份**和**建发股份**，服务类公司为**畅联股份**、**密尔克卫**、**原尚股份**和**嘉友国际**，与杜邦分析的结论一致。
- 2018年15家公司**经营活动净收益**基本上都对**利润总额**有正的贡献率，其比例较高的公司有**密尔克卫**、**易见股份**、**原尚股份**、**建发股份**和**嘉友国际**。

图3-5 2018年供应链管理公司销售成本率、销售期间费用率及成本费用利润率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图3-6 2018年供应链管理公司经营活动净收益、价值变动净收益及营业外收支净额占利润总额比例



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

3.3 公司财务分析：②资本结构与偿债能力

- 从2018年各公司的资产负债率来看，交易类公司的资产负债率较高，而服务型公司资产负债率较低。
- 总体来看，上海雅仕、密尔克卫、嘉友国际、原尚股份和畅联股份这几家服务类公司的资本结构安全性很高，偿债能力十分稳定，可以适当提高债务比例、降低流动比率，提高资本的产出水平和资金的周转效率。

图3-7 2018年供应链管理公司资产负债率 (%)

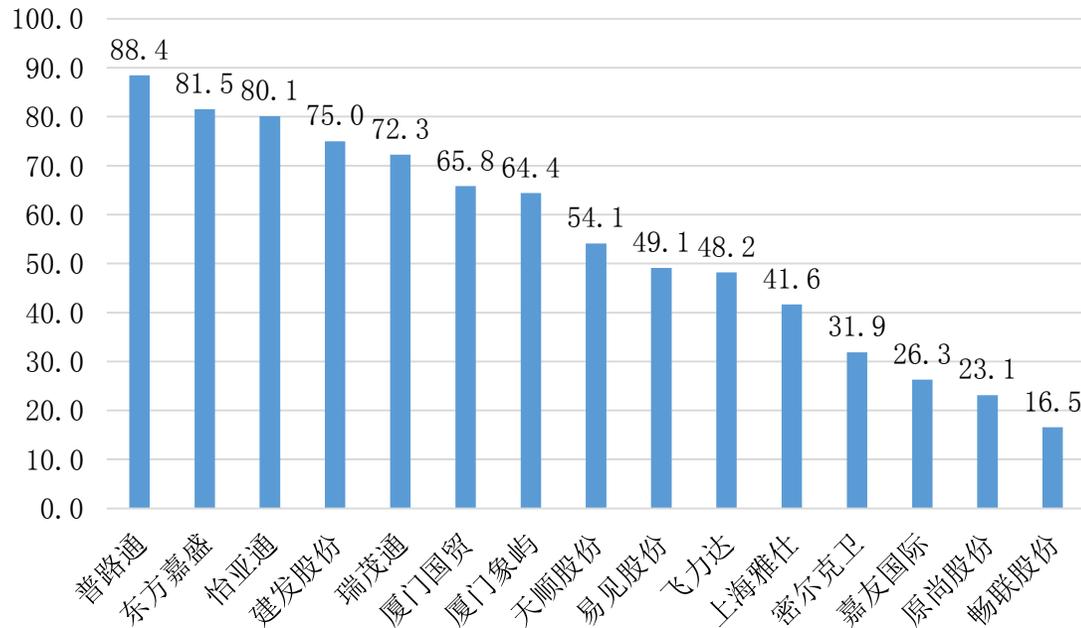
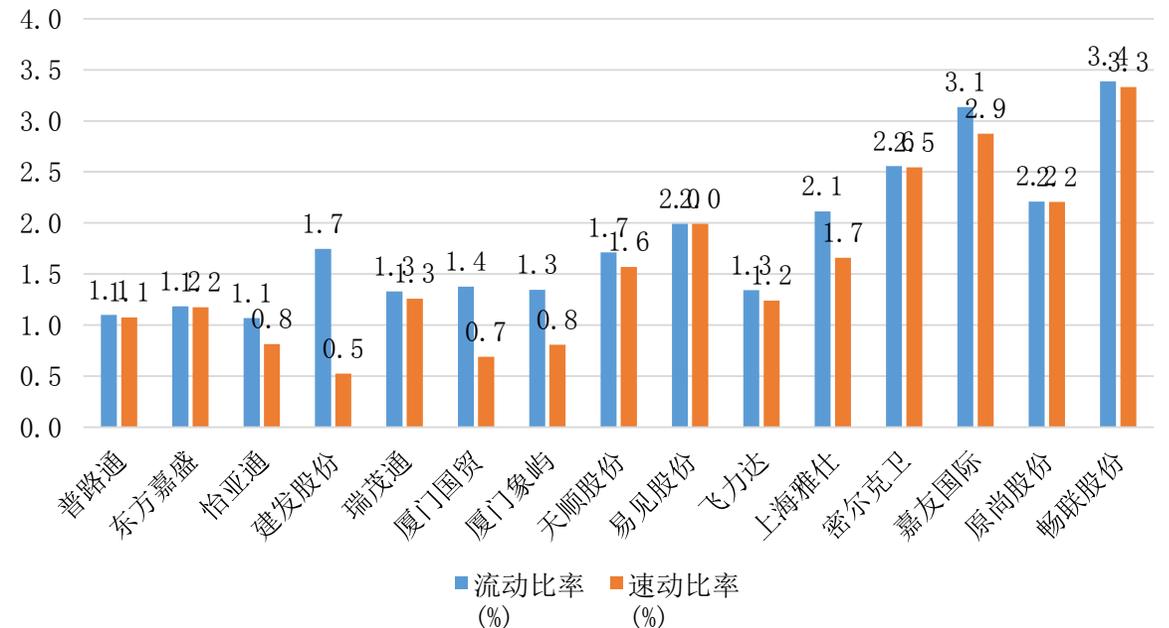
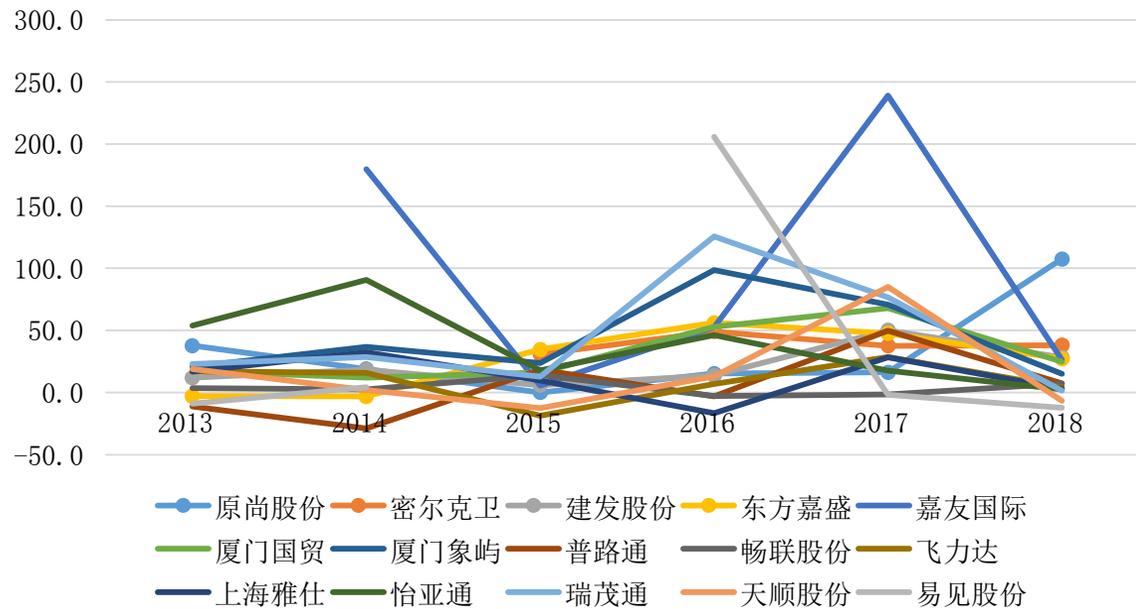


图3-8 2018年供应链管理公司流动比率和速动比率 (%)



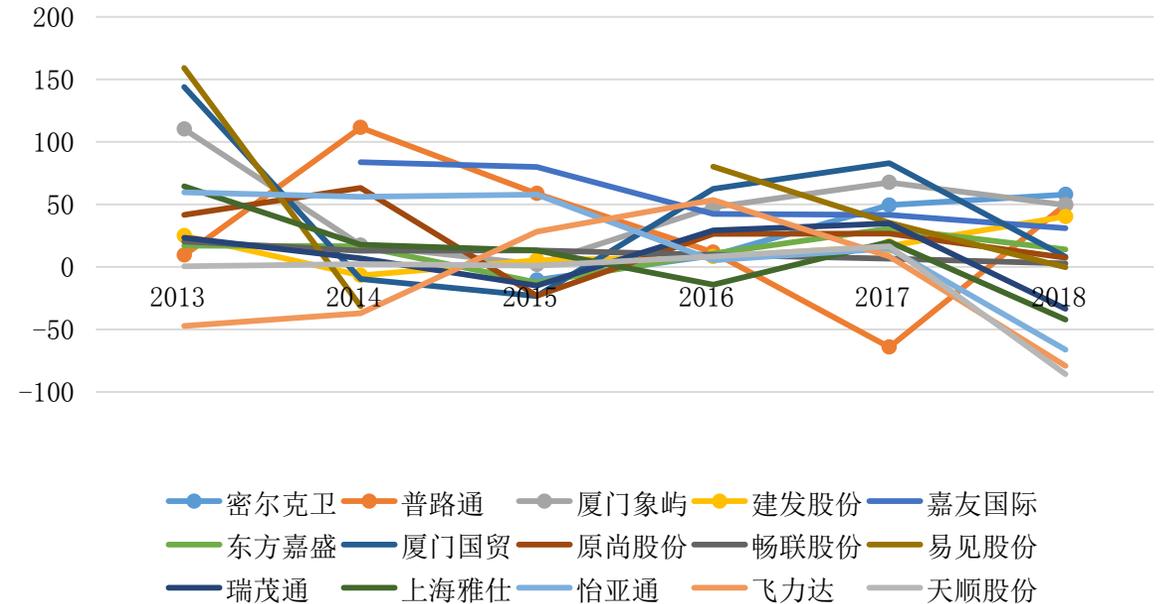
3.3 公司财务分析：③成长能力

图3-9 供应链管理公司2013-2018年营业收入同比增长率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图3-10 供应链管理公司2013-2018年同比增长归母净利润率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

□ 供应链管理行业整体规模近些年基本稳定增长，其中密尔克卫和嘉友国际的营业收入和归母净利润规模都保持较高的增速，而密尔克卫和建发股份每股收益的增长更为突出，因此整体成长性最好的公司为密尔克卫。

3.3 公司财务分析：④ 现金流量

- 2018年各公司经营活动产生的现金流基本为正，只有原尚股份、上海雅仕和普路通为负。
- 厦门国贸、瑞茂通、怡亚通、易见股份、东方嘉盛和天顺股份的经营现金流占总现金流的比例较高，均超过90%，这些公司都是交易类或综合类。

图3-11 供应链管理公司2018年经营活动、投资活动和筹资活动产生的现金流量净额占比

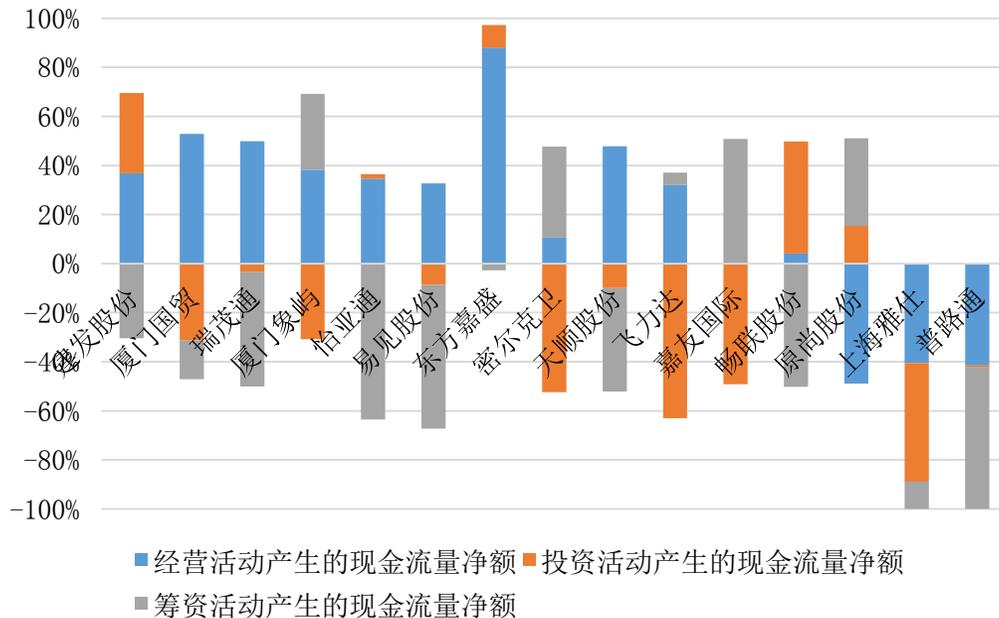
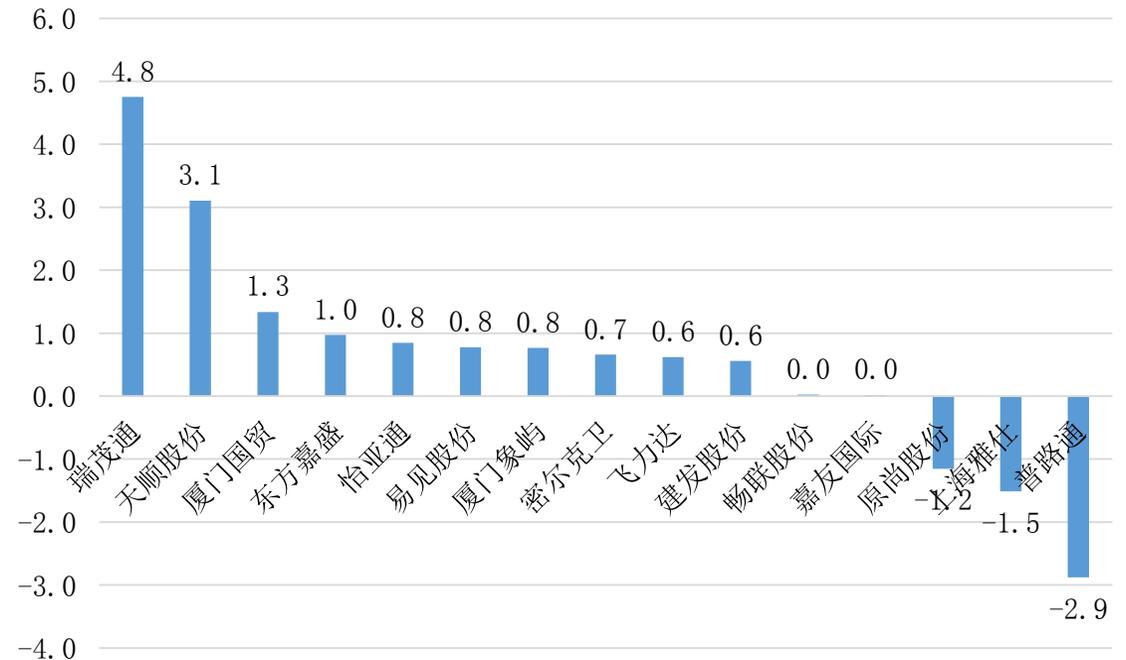


图3-12 供应链管理公司2018年现金营运指数



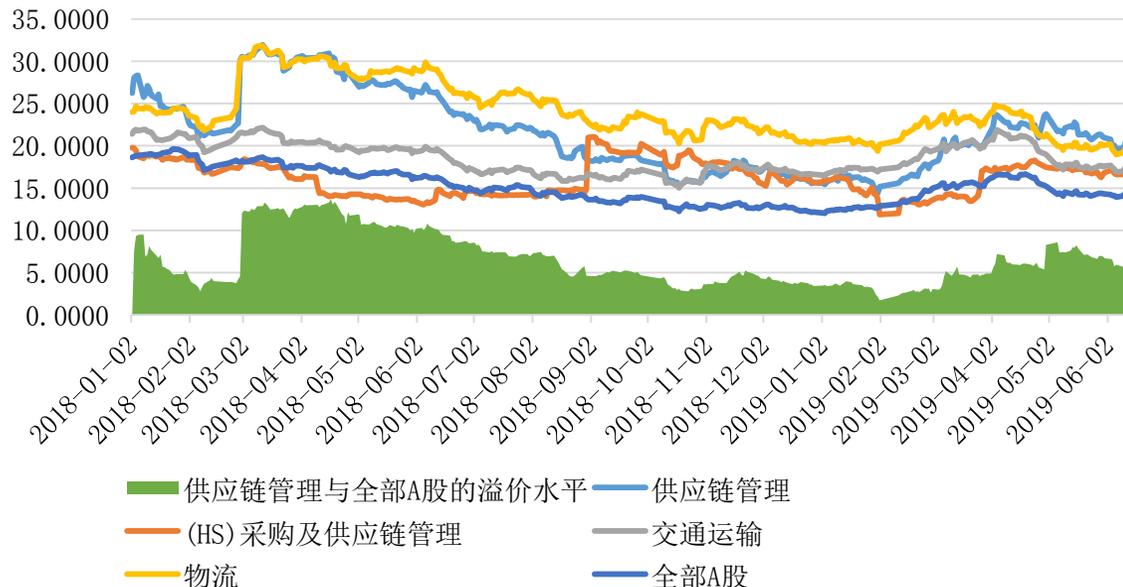
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

3.4 行业估值：处于相对低位，存在投资机会

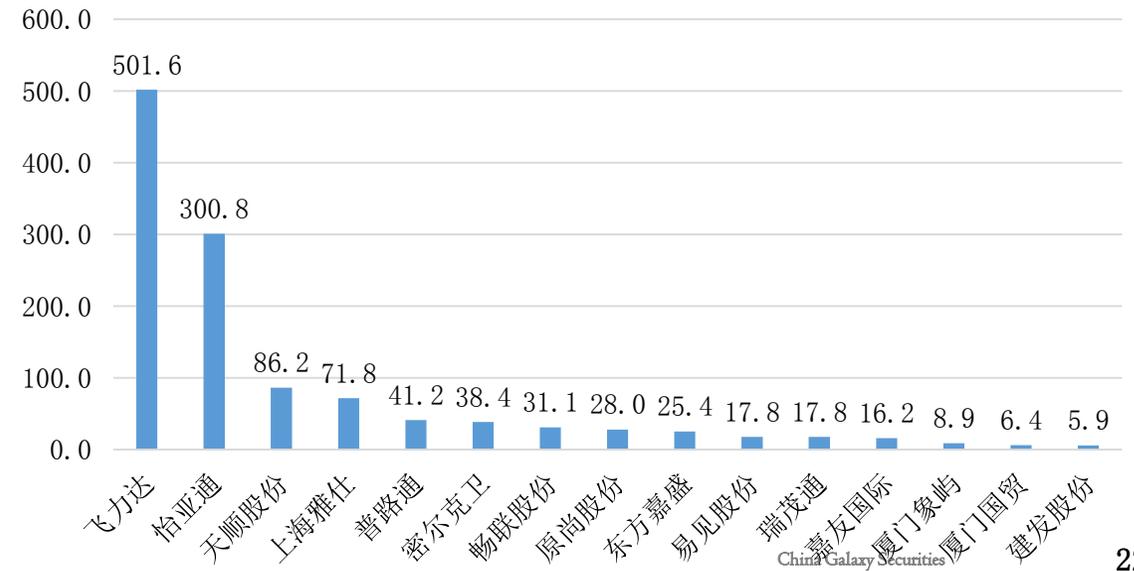
- 供应链管理板块目前市盈率21.3（2019/06/26）。
- 供应链管理具有较高的成长性和较大的发展空间，目前的估值水平相对较低，投资价值值得关注。
- 密尔克卫、畅联股份市盈率水平中等偏上，与它们2018年的业绩表现较为一致。
- 嘉友国际和建发股份2018年业绩较好，市盈率却低于行业平均水平，一定程度上被低估。

图3-13 估值对比分析



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

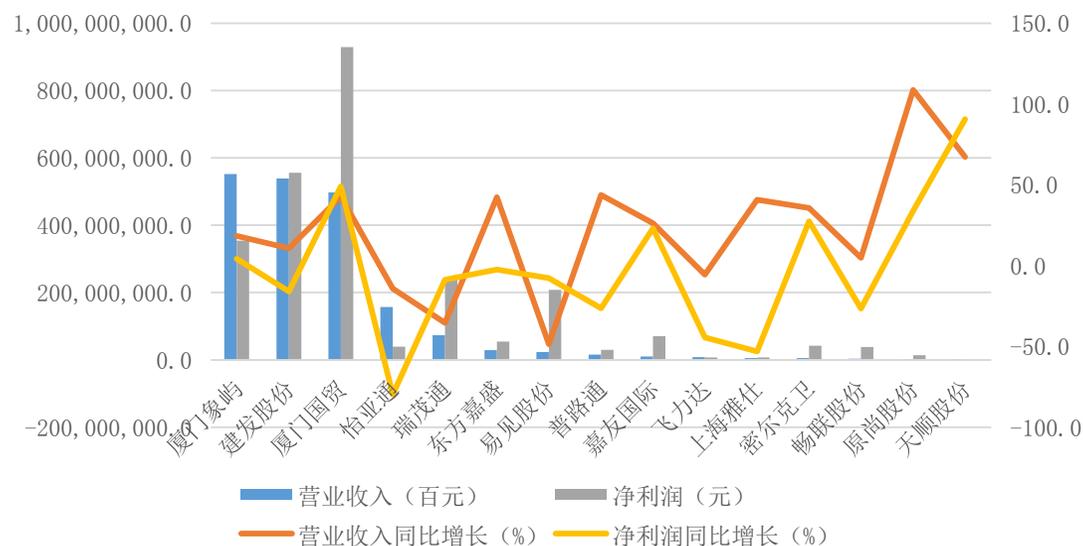
图3-14 供应链管理公司市盈率（2019/06/24）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

3.4 估值处于相对低位，存在投资机会

图3-15 2019年Q1供应链管理公司营业收入、净利润及同比增长率



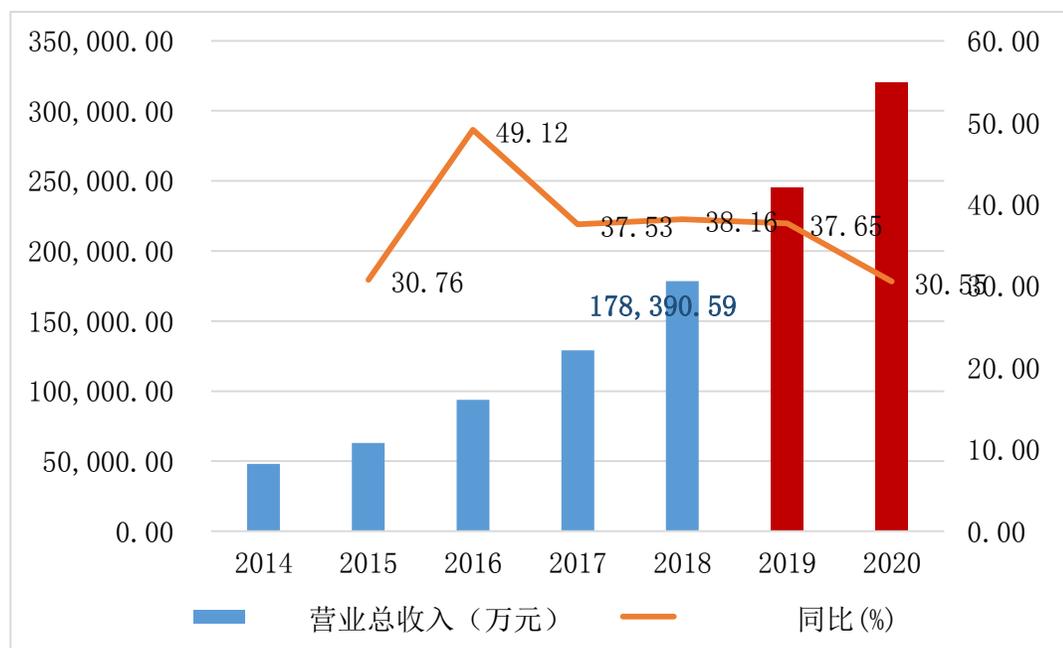
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

- 综合2019年第一季度的表现，营收和利润实现平稳甚至高速增长的公司有密尔克卫、原尚股份、嘉友国际和厦门国贸。
- 业绩好但被明显低估的供应链管理企业目前有嘉友国际和厦门国贸，原尚股份也有一定的增值空间。
- 财务分析的结果：总体表现均较好的公司有交易类的建发股份和易见股份，以及服务类的嘉友国际和密尔克卫；因此最值得关注的企业为密尔克卫和嘉友国际。

4.1 密尔克卫（603713.SH）

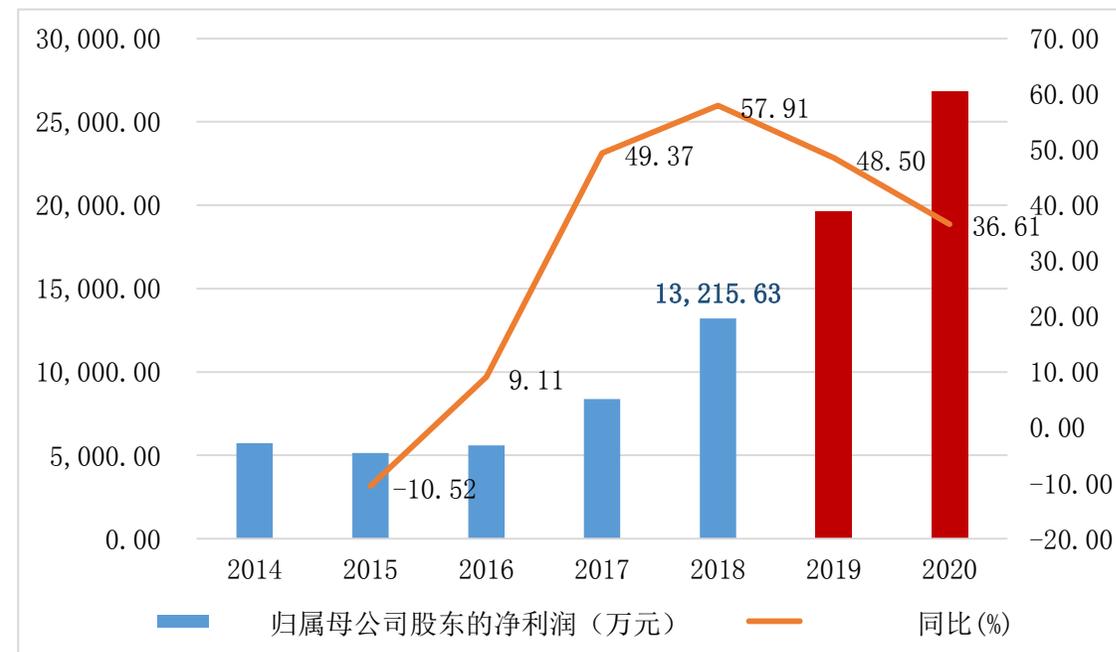
- 专业化工供应链服务商；高毛利率仓储业务应收占比不断提升带动公司物流业务向前发展。
- 营业收入及归母净利润增长率持续高于30%和20%，具有较高的成长性。

图4-1 密尔克卫营业收入及增长率



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

图4-2 密尔克卫归母净利润及增长率

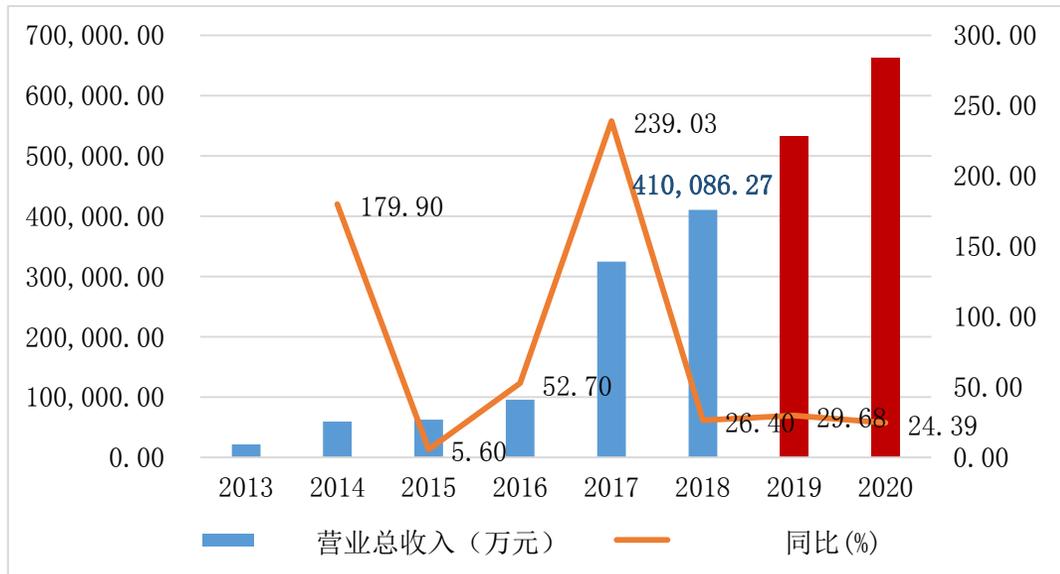


资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

4.2 嘉友国际（603871.SH）

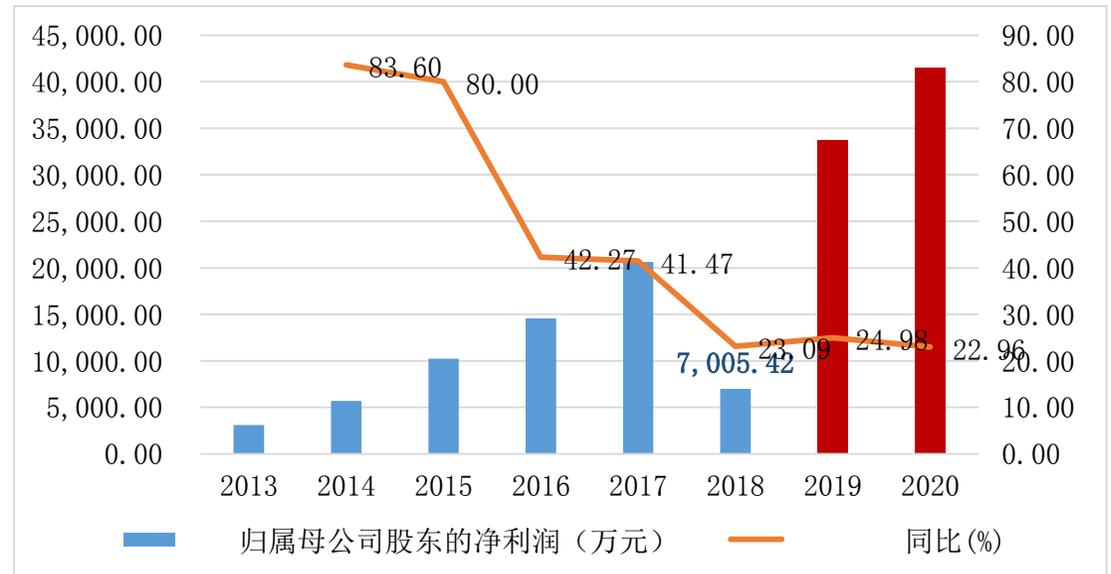
- 公司主要服务包括跨境多式联运、大宗矿产品物流、智能仓储等跨境多式联运综合物流服务及供应链贸易服务，业务主要覆盖中亚、东南亚等二十多个“一带一路”沿线国家和地区，以及部分欧美国家。
- 与蒙古大型矿产公司开展长期合作，2019年，公司新建铁路运输事业部，通过中蒙、中亚地区的重要陆路口岸辐射中国境内，并将成熟的国际多式联运模式复制到国内公铁联运市场。

图4-3 嘉友国际营业收入及增长率



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

图4-4 嘉友国际归母净利润及增长率



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

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，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。



中国银河证券 | CGS