

# 嘉诚国际 (603535)

证券研究报告

2017年08月28日

## 全程供应链管理服务商，自贸区优势是亮点

### 从第三方综合物流到全程供应链管理

嘉诚国际成立于2000年，从货运到综合物流，从合作到代理销售，公司成长为全程供应链一体化管理的第三方综合物流服务商，提供制造业企业从原材料采购、生产到成品的各个环节的物流服务。近三年公司营业收入分别实现6.76、7.18、8.59亿元，同比增长-5.5%、+6.2%、+19.6%。近三年净利润分别实现0.70、0.72、1.05亿元，同比增长-3.5%、+2.3%、+45.9%。大客户松下综合物流业务保持稳定，万力轮胎的综合物流业务量持续增长，2015-2016年公司营业收入与归母净利润回升，毛利率、净利率也增长至25.8%、12.2%。

### 综合物流是核心，自贸区优势带动盈利

作为物流起身的公司，综合物流业务一直是公司的核心，是主要的盈利来源。随着南沙自贸片区的成立，南沙保税港区将逐步建设成为全球性航运中心枢纽。公司的控股子公司天运物流位处南沙自贸片区保税港区，天运物流的全资子公司三田供应链位处上海自贸区洋山保税港区。我们认为，自贸区利好政策，如推进跨境电子商务发展、贸易限制的取消、关税的降低及便利进出口通关政策的推行，将带动公司业务发展，并降低商品流通成本。

### 综合供应链一体化吸引优势客户，商品销售辅助促增长

公司全程供应链一体化管理优质服务吸引了松下空调、万力轮胎、广州浪奇等稳定优质客户。而随着公司对客户供应链的渗透度逐步增加，公司为物流客户提供的延伸服务，销售客户生产的产品。从2007年开始公司代理销售松下系列产品包括空调、智能座便器、微波炉、电饭煲以及其他小家电等。商品销售作为配套业务促营收增长。

### 募投项目：嘉诚国际港和供应链管理平台

公司本次IPO公开发行3,760万股，占发行完成后公司总股本的25%，募集资金5.25亿元将用于以下项目：嘉诚国际港（二期）和全程供应链管理平台建设，两个项目总投资9.78亿元。

### 盈利预测

我们认为受益于公司在自贸区布局形成的区位优势、与客户深度合作带来的全程供应链收入，公司综合物流+商品销售两大主业将为整体业绩带来显著增长。预计公司17/18/19年收入增速为13.2%、14.7%、16.8%，EPS分别为0.84、0.96、1.12元。首次覆盖给予增持评级，目标价36元，对应17年业绩预测43X PE。

**风险提示：**募投项目不及预期、家电行业波动较大、综合物流业务主要客户丢单风险

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	717.72	858.55	971.70	1,114.51	1,301.34
增长率(%)	6.21	19.62	13.18	14.70	16.76
EBITDA(百万元)	97.93	141.41	225.00	291.15	422.99
净利润(百万元)	72.16	103.93	125.71	144.57	167.84
增长率(%)	3.24	44.02	20.96	15.00	16.09
EPS(元/股)	0.64	0.92	0.84	0.96	1.12
市盈率(P/E)	47.08	32.69	36.03	31.33	26.99
市净率(P/B)	7.24	6.18	3.55	2.37	1.42
市销率(P/S)	6.31	5.28	4.66	4.06	3.48
EV/EBITDA	0.00	0.00	20.96	17.78	14.80

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	交通运输/物流
6个月评级	增持（首次评级）
当前价格	34.95元
目标价格	36元
上次目标价	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	150.40
流通A股股本(百万股)	37.60
A股总市值(百万元)	5,256.48
流通A股市值(百万元)	1,314.12
每股净资产(元)	6.94
资产负债率(%)	33.43
一年内最高/最低(元)	34.95/21.84

### 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

## 内容目录

1. 从第三方综合物流到全程供应链管理.....	4
1.1. 历史沿革：从单一运输到综合物流.....	4
1.2. 本次发行股份概况：申购价 15.17 元，募集 5.25 亿元.....	4
1.3. 公司整体财务分析.....	5
2. 主营业务.....	6
2.1. 综合物流是核心，自贸区优势带动盈利.....	7
2.1.1. 运输业务.....	7
2.1.2. 仓储及出入库作业服务.....	8
2.1.3. 自贸区优势.....	9
2.1.4. 综合物流财务分析.....	9
2.2. 供应链一体化吸引优质客户，商品销售辅助促增长.....	11
2.2.1. 优质服务带来优质客户.....	11
2.2.2. 销售业务辅助盈利增长.....	11
2.2.3. 销售业务财务分析.....	13
3. 募投项目概况：嘉诚国际港和供应链管理平台.....	13
4. 盈利预测.....	15
5. 风险提示.....	15

## 图表目录

图 1：嘉诚国际股权结构.....	4
图 2：历年营业收入.....	5
图 3：历年毛利.....	5
图 4：历年净利.....	6
图 5：毛利率和净利率.....	6
图 6：各业务收入.....	6
图 7：2016 各业务毛利率.....	6
图 8：供应链一体化管理流程.....	6
图 9：第三方综合物流服务流程.....	7
图 10：牛奶运输模式.....	8
图 11：报税运输模式.....	8
图 12：仓储作业范围示意图.....	8
图 13：仓库管理系统示意图.....	8
图 14：南沙自贸区示意图.....	9
图 15：上海自贸区示意图.....	9
图 16：综合物流业务收入.....	10
图 17：综合物流业务毛利及毛利率.....	10
图 18：综合物流营收结构.....	10

图 19: 综合物流收入占总营收的比例 .....	10
图 20: 运输业务收入 .....	10
图 21: 运输业务毛利 .....	10
图 22: 仓储业务收入 .....	11
图 23: 仓储业务毛利 .....	11
图 24: 销售业务流程 .....	11
图 25: 各种销售方式收入 .....	12
图 26: 2016 各种销售收入占比 .....	12
图 27: 销售收入及占总收入比例 .....	13
图 28: 销售毛利及毛利率 .....	13
表 1: 嘉诚国际业务发展历程 .....	4
表 2: 发行前后股权结构 .....	5
表 3: 嘉诚国际五大业务 .....	7
表 4: 嘉诚国际仓储数据 .....	9
表 5: 代理产品类别 .....	12
表 6: 2016 年商品销售前五名客户 .....	12
表 7: 嘉诚国际港（二期）投资概算 .....	13
表 8: 嘉诚国际港（二期）投资概算 .....	14
表 9: 供应链管理平台项目概算 .....	14

## 1. 从第三方综合物流到全程供应链管理

广州嘉诚国际物流股份有限公司（以下简称嘉诚国际）是供应链一体化的第三方综合物流服务提供商，提供制造业企业从原材料采购、生产到成品的各个环节的物流服务。从传统第三方综合物流起步，目前发展成为全程供应链一体化管理的领先企业。

### 1.1. 历史沿革：从单一运输到综合物流

嘉诚国际设立于 2000 年 10 月，前身系广州市嘉诚运输有限公司，2010 年 10 月嘉诚运输整体变更为股份有限公司，是一家专注于为制造业企业提供综合性第三方物流服务的公司。

**从货运到综合物流：**公司从传统的货物仓储及运输业务起步，全程参与到制造业企业原材料采购、产品生产与配送、产品销售及售后服务整个业务环节。通过对制造业企业供应链全过程的研发，设计个性化的物流方案，加之物流信息技术和工具研发成果的支持，协助制造业企业进行供应链改革及业务流程再造，缩短其制造周期，削减物流成本。充分发挥了物流业与制造业深度两业联动优势，为制造业企业提供全程供应链一体化管理服务。

**从合作到代理销售：**2004 年，公司开始向松下空调提供仓储服务，实现运输仓储一体化管理。2007 年起，公司进行业务扩张，逐步代理销售松下集团家电产品，并通过与广州浪奇的合作尝试在国内大型制造企业推广业务。2010 年至今，公司进入全面拓展期，与万力轮胎等多家制造业企业深入合作，成为了全程供应链一体化管理的第三方综合物流服务商。

表 1：嘉诚国际业务发展历程

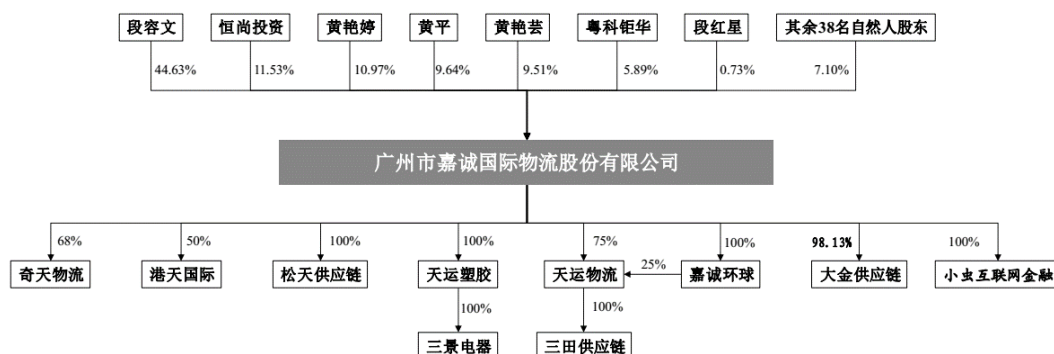
时间	内容
2000 年	公司成立从事传统货物运输和仓储业务
2004 年	由基础物流转向全程供应链一体化管理参与松下空调供应链一体化管理
2007 年	开始代理销售松下产品，承接松下多家企业的供应链管理业务。与广州浪奇建立合资企业
2010 年	变更为股份有限公司，进一步向全程供应链管理业务渗透，与国内其它大型制造企业全面拓展业务，为广州浪奇实施供应链一体化管理，并与万力轮胎等多家企业确立合作关系。
2017 年	IPO 登录 A 股主板市场

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 1.2. 本次发行股份概况：申购价 15.17 元，募集 5.25 亿元

本次发行前，公司股本总数为 11,280 万股，段容文、黄艳婷、黄艳芸和黄平分别持有 44.63%、10.97%、9.64%、9.51% 的股权，共计持有公司 74.75% 的股份。其中，段容文是黄艳婷、黄艳芸和黄平的母亲，四人为一致行动人，他们是公司大股东与实际控制人。

图 1：嘉诚国际股权结构



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司此次 IPO 公开发行 3,760 万股, 占发行完成后公司总股本的 25%, 募集资金 5.25 亿元, 加上发行费用 4,543.80 万元后, 最终对应每股申购价为 15.17 元。

表 2: 发行前后股权结构

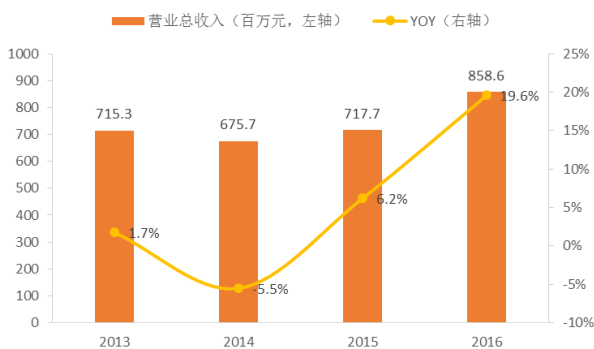
股东名称	发行前		发行后		
	持股数 (万股)	持股比例	持股数 (万股)	持股比例	
发起人股东	段容文	5034.5	44.63%	5034.5	33.47%
	黄艳婷	1237.5	10.97%	1237.5	8.23%
	黄平	1087.5	9.64%	1087.5	7.23%
	黄艳芸	1072.5	9.51%	1072.5	7.13%
	段红星	82.5	0.73%	82.5	0.55%
法人股东	粤科钜华	664.5	5.89%	664.5	4.42%
	恒尚投资	1300.5	11.53%	1300.5	8.65%
其余 38 名自然人股东	800.5	7.10%	800.5	5.32%	
本次发行的流通股			3760	25.00%	
<b>合计</b>	<b>11280</b>	<b>100%</b>	<b>15040</b>	<b>100%</b>	

资料来源: wind, 天风证券研究所

### 1.3. 公司整体财务分析

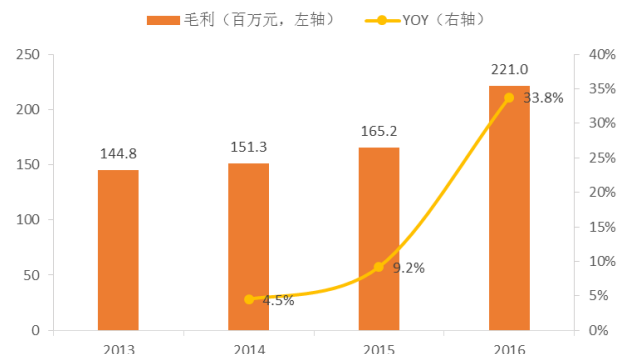
公司一直致力于为客户提供全程供应链一体化管理的第三方综合物流服务, 一直以来公司主营业务保持较快增速。近三年公司营业收入分别实现 6.76、7.18、8.59 亿元, 同比增长 -5.5%、+6.2%、+19.6%。近三年净利润分别实现 0.70、0.72、1.05 亿元, 同比增长 -3.5%、+2.3%、+45.9%。大客户松下综合物流业务保持稳定、万力轮胎综合物流业务量持续增长, 2015-2016 年公司营业收入与归母公净利润回升, 毛利率、净利率也回升至 25.8%、12.2%。

图 2: 历年营业收入



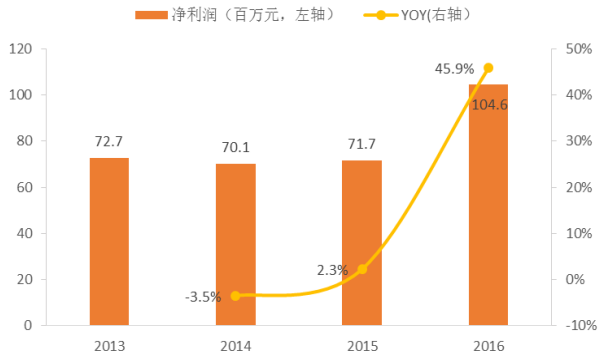
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 3: 历年毛利



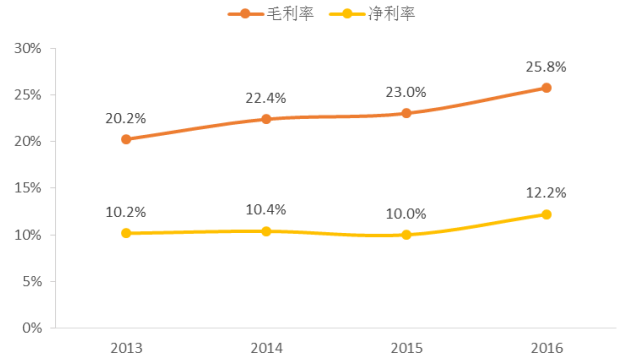
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4：历年净利



资料来源：wind，天风证券研究所

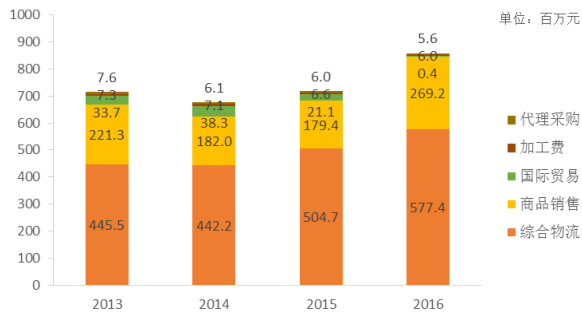
图 5：毛利率和净利率



资料来源：wind，天风证券研究所

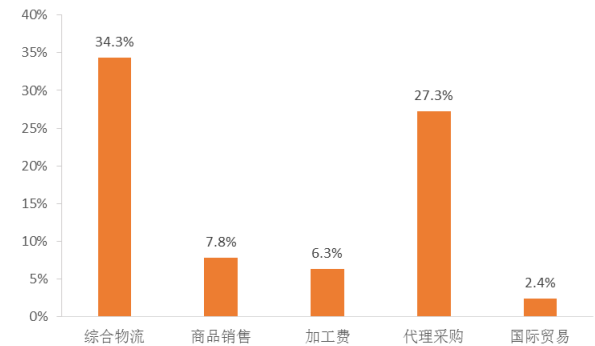
公司主营业务分为综合物流、商品销售、代理采购、代加工和国际贸易五部分。其中，综合物流业务收入与商品销售业务收入是公司主营业务收入的主要组成部分，2016 年度，上述两项业务收入合计占主营业务收入比重分为 98.60%。分业务毛利率来看，综合物流和代理采购的毛利率最高，分别为 34.3%、27.3%，商品销售的毛利率其次为 7.81%。

图 6：各业务收入



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：2016 各业务毛利率

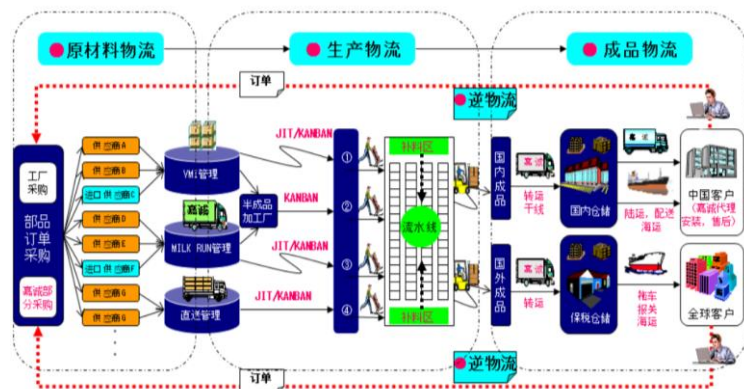


资料来源：wind，天风证券研究所

## 2. 主营业务

公司主营业务是为制造业企业提供全程供应链一体化管理的第三方综合物流服务。通过提供适合不同制造业客户的多样化、个性化物流服务，协助制造业企业进行供应链改革及业务流程再造，缩短其制造周期，削减物流成本。**具体业务包括：综合物流、商品销售、代理采购、代加工和国际贸易五个部分。**其中综合物流、商品销售是公司的核心业务，合计收入占主营业务收入比重超过 90%，毛利占主营业务毛利比重超过 98%。

图 8：供应链一体化管理流程



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

表 3：嘉诚国际五大业务

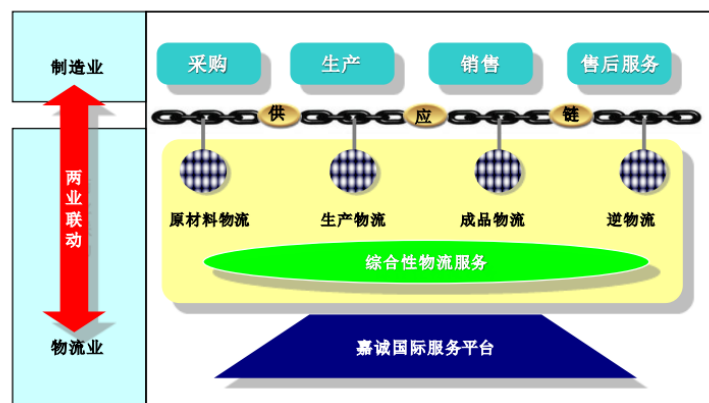
业务板块	内容
综合物流	公司推行全程供应链一体化管理的业务模式，将运输、仓储、货运代理等基础物流服务通过流程信息化进行协同集成管理，开展综合物流业务。
商品销售	公司商品销售业务是为物流客户提供的供应链延伸服务，代理产品主要为公司已经承担物流业务（主要是成品物流）的客户的产
代理采购	自由贸易区的保税功能与“境内关外”属性，可以代理境内制造商进行采购，整合各制造商订单，在采购价格基础上加收一定中间费用。
代加工服务	对四大主营物流板块（原材料物流、生产物流、成品物流、逆物流）中各环节的部分原材料及成品提供代加工服务。
国际贸易	根据客户的采购订单，向国际供货商发出采购订单，国际供货商根据所采购材料的市场价格变化，定期向公司进行报价，公司结合自贸区政策优势，考虑国际贸易中所发生的费用，向客户报价，并根据确认好的价格完成后续的交货等物流操作。

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

## 2.1. 综合物流是核心， 自贸区优势带动盈利

综合物流是将运输、仓储、货运代理等基础物流服务通过信息化手段进行协同管理，开展综合物流业务。公司提供发运至全国各地的干线运输、区域配送、仓储保管、装卸作业、集装箱拖车运输、国际海运、货运代理、保税物流等综合性物流服务。主要包括：运输业务、仓储及出入库作业服务、货物代理业务。

图 9： 第三方综合物流服务体系



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

作为物流起身的公司，综合物流业务一直是公司的核心，是主要的盈利业务。同时，天运南沙多功能物流中心凭借自贸区的区位优势，也成为公司仓储业务收入的重要增长点。

### 2.1.1. 运输业务

运输服务主要包括：生产下线转库运输、干线运输、区域调拨配送及循环对流运输、城市配送、跨境运输、海关监管运输、集装箱运输等整车或零担运输的“门到门”（Door to Door）一条龙服务。运输方式主要包括公路运输、铁路运输、水路运输、航空运输、多式联运等。公司在国内部分城市建立了物流网络、运输营运网点和区域配套仓库，运输范围可辐射全国多个主要城市及部分境外地区，为客户提供完善周到的运输服务。此外，公司与国内外知名的集装箱海运公司建立了长期、稳定的业务合作关系，并借此为其物流客户提供国际海运服务。

**运输网络完善：**公司在国内部分城市建立了物流网络、运输营运网点和区域配套仓库，运输范围可辐射全国多个主要城市及部分境外地区，为客户提供完善周到海陆空立体的运输服务。公司自有车辆主要满足客户的短途运输；干线运输主要通过外协方式，交由第三方运输公司承运。

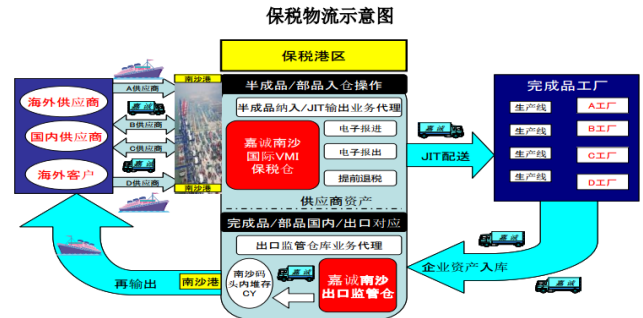
**特色运输服务：**公司还开展了特色的牛奶运输与保税运输模式，同时在国内率先采用甩挂运输模式，使单车完成周转量提高一倍以上，大大提高运输车辆的周转使用效率。此外，公司与国内外知名的集装箱海运公司建立了长期、稳定的业务合作关系，并借此为其物流客户提供国际海运服务。

图 10：牛奶运输模式



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 11：保税运输模式



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 2.1.2. 仓储及出入库作业服务

公司仓储作业主要是提供普通仓储服务及保税仓储服务，其中包括货物的出入库作业管理以及库内分拣、分包、包装、贴签、简易加工、点检等服务。随着公司对客户供应链的渗透度逐步增加，综合物流业务向全程供应链管理转变，相应的仓储及出入库作业比重逐步提升。

**覆盖范围广：**公司目前在广州、杭州等城市建立了仓储营运网络以提供供应链一体化管理过程中的仓储服务，依托公司各分支机构及经营网点形成覆盖华北、华东、华南等区域的分拨和配送中心，辐射内陆大部分主要城市。

图 12：仓储作业范围示意图



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 13：仓库管理系统示意图



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

**自有、租赁、外包三方结合：**公司仓库主要通过自建及租赁方式取得。其中，公司自有仓库——天运南沙多功能物流中心位于南沙自贸片区保税港，主要用于满足客户进出口保税仓储物流的需求；境内的普通仓库主要通过租赁方式取得。公司的自建仓库大小几乎不变，而租赁仓库大小在近三年间逐年增加，减少了建设仓库的资金投入。截止 2016 年 12 月 31 日，公司总仓储空间大小为 364,023.58 平方米。公司仓储相关的业务量指标如下：



表 4：嘉诚国际仓储数据

业务量指标	2016	2015	2014
租赁	248,695.70	161,002.51	128,417.29
自建	115,327.92	118,572.92	115,327.92
<b>合计</b>	<b>364,023.58</b>	<b>279,579.43</b>	<b>243,745.21</b>
自有仓库使用率	100%	100%	52%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 2.1.3. 自贸区优势

随着南沙自贸片区的成立，南沙保税港区将逐步建设成为全球性航运中心枢纽。公司的控股子公司天运物流位处南沙自贸片区保税港区，天运物流的全资子公司三田供应链位处上海自贸区洋山保税港区。**自贸区利好政策，如推进跨境电子商务发展、贸易限制的取消、关税的降低及便利进出口通关政策的推行，将带动公司业务发展，并降低商品流通成本。**

位于南沙自贸片区保税港天运南沙多功能物流中心，仓储面积约 12 万平米，可为开展境内外贸易的客户提供保税物流服务。为驻园区的企业提供特色保税物流服务，如：跨境电商物流仓储服务、国际 VMI 仓储服务、先入区后报关服务等跨境物流。

公司位于南沙自贸片区的天运南沙多功能物流中心 2014 年底投入运营，逐步贡献租金收入，2014-2016 年，公司仓储及出入库收入与毛利年均复合增速分别达到 38.93%、42.02%。

图 14：南沙自贸区示意图



资料来源：百度图片，天风证券研究所

图 15：上海自贸区示意图

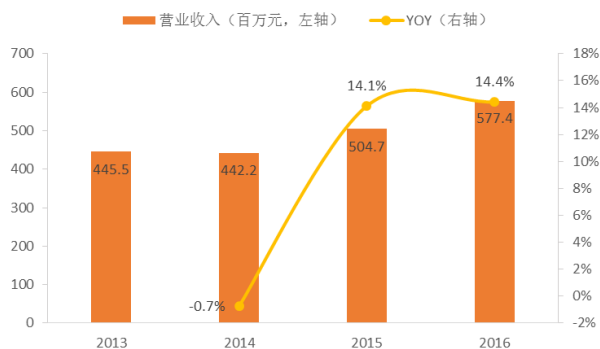


资料来源：百度图片，天风证券研究所

### 2.1.4. 综合物流财务分析

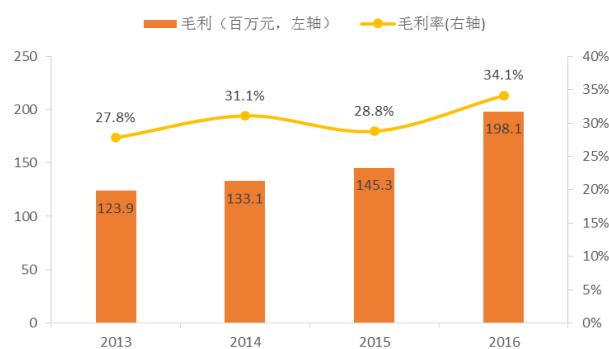
**综合物流是公司的盈利核心业务。**2014-2016 年公司综合物流收入分别为 4.42、5.05 和 5.77 亿元，占主营业务收入的比重分别为 65.44%、70.31%和 67.25%，毛利率维持在 30%左右，该业务毛利率水平相对较高，盈利能力较强，对公司综合毛利率影响较大，是公司利润的主要来源。公司综合物流又可细分为运输、仓储出入库作业和货运代理。

图 16: 综合物流业务收入



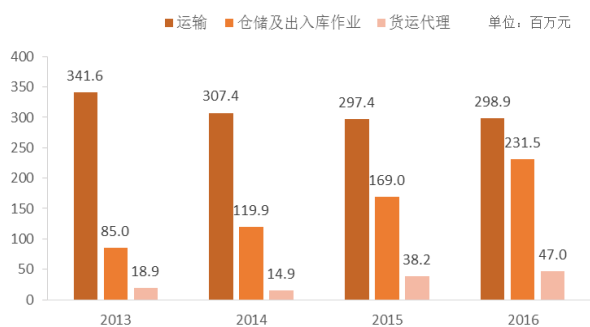
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 17: 综合物流业务毛利及毛利率



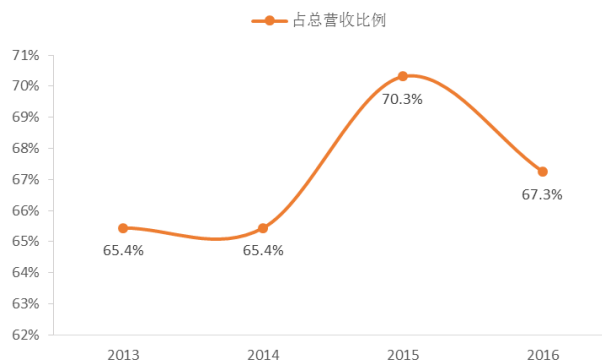
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 18: 综合物流营收结构



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 19: 综合物流收入占总营收的比例

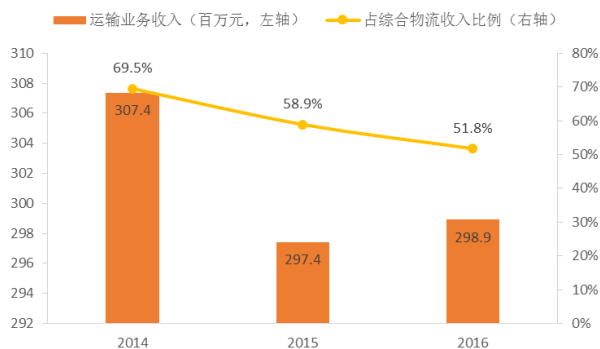


资料来源: wind, 天风证券研究所

### ■ 运输业务又是综合物流业务的基础

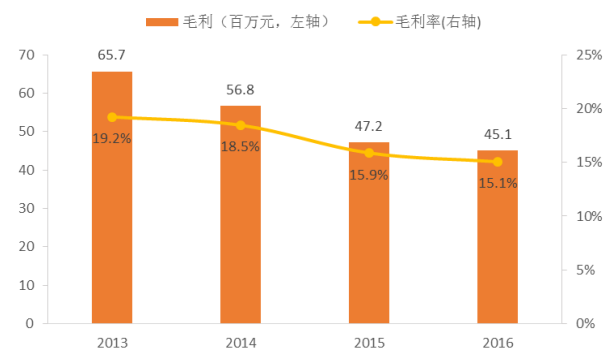
2014-2016 年, 公司运输业务收入分别为 3.07、2.97 和 2.99 亿元, 占综合物流收入的 69.51%、58.93% 和 51.77%, 16 年运输收入占比的下降主要是由于国内空调行业处于“去库存”周期, 松下空调的运输业务量持续下滑。

图 20: 运输业务收入



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 21: 运输业务毛利

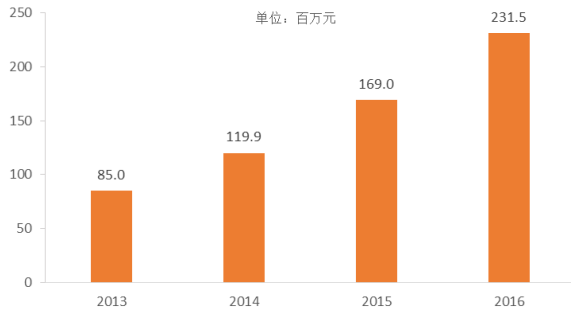


资料来源: wind, 天风证券研究所

### ■ 自贸区优势带动仓储营收

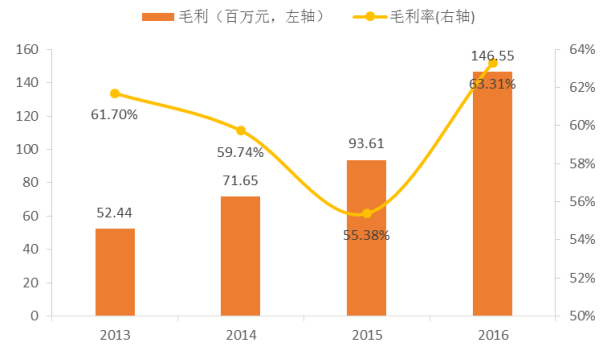
2014 年末, 公司位于南沙自贸片区的天运南沙多功能物流中心投入运营, 逐步贡献租金收入。2015-2016 年, 公司仓储及出入库收入增速分别达到 40.9%、36.9%, 而同期仓储及出入库毛利率分别达到 55.38%、63.31%。

图 22：仓储业务收入



资料来源：wind，天风证券研究所

图 23：仓储业务毛利



资料来源：wind，天风证券研究所

## 2.2. 供应链一体化吸引优质客户，商品销售辅助促增长

### 2.2.1. 优质服务带来优质客户

作为专业第三方物流企业，在原材料采购阶段公司提供采购物流服务，在生产物料调达过程中提供生产物流服务，在产品销售环节提供成品物流服务，在产品售后环节及生产环节提供逆向物流服务，帮助制造业客户减少物流环节，降低物流成本，缩短制造周期，实现“零”库存管理。全程供应链一体化管理优质服务吸引了松下空调、万力轮胎、广州浪奇等稳定优质客户。

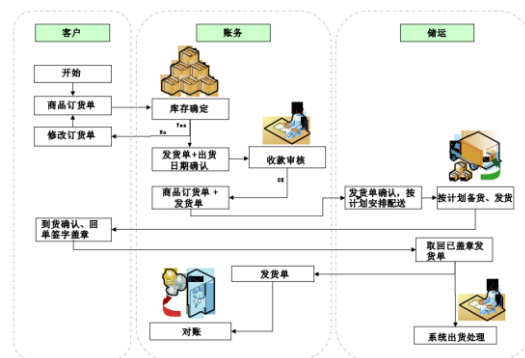
**核心客户稳定：**公司综合物流业务前五大客户的变动较小、客户集中度较高，公司主要客户所处行业的市场情况较好，加之公司作为其全程供应链管理服务商，可替代性较低，双方的业务可持续性较高。2014-2016 年，公司综合物流业务前五大客户收入占比超过 60%，前两大客户万力轮胎、松下系客户收入占比超过 50%，核心客户结构稳定。

**客户结构多元：**借助与松下合作的成功经验，将全程物流运营模式逐渐复制到其他制造企业，客户行业分布逐步多元化。2014-2016 年，公司来自松下系客户的毛利额占比逐期下滑，万力轮胎等其它客户收入、毛利占比逐步提升，抵抗经营风险的能力逐步加强。

### 2.2.2. 销售业务辅助盈利增长

随着公司对客户供应链的渗透度逐步增加，公司为物流客户提供延伸服务，销售客户生成的产品。公司利用长期为松下电器提供供应链管理服务的资源优势，结合市场配销物流过程中获取的商品流通信息，从 2007 年开始，逐渐代理销售松下系列电器产品。

图 24：销售业务流程



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

**产品类别：**公司代理销售的松下系列产品包括空调、智能座便器、微波炉、电饭煲以及其他小家电。

表 5：代理产品类别

代理产品	物流客户
空调	广州松下空调器有限公司
智能坐便器	松下电化住宅设备机器（杭州）有限公司
微波炉	上海松下微波炉有限公司
电饭煲	杭州松下厨房电器设备有限公司
其他家电	松下万宝美健康生活电器有限公司

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

**下游客户：**包括天猫商城、京东商城等电商渠道，国美电器、广百集团、友谊商店等大型家电零售商，部分房地产开发企业和各区域下一级经销商。

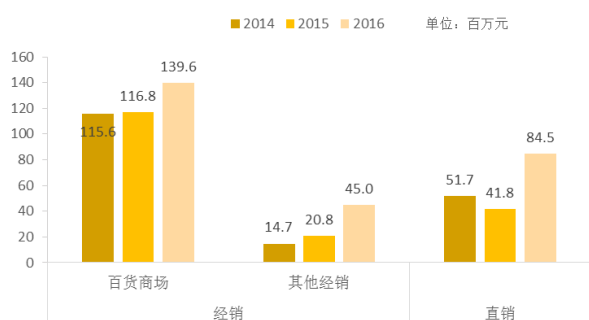
表 6：2016 年商品销售前五名客户

序号	客户名称	销售金额（万元）	占营业收入比例
1	北京京东世纪贸易有限公司	2508.42	2.92%
2	广州耘福机电设备有限公司	1963.74	2.29%
3	广州启沃网络科技有限公司	1148.53	1.34%
4	广州国美电器有限公司	1137.31	1.32%
5	杭州越辉房地产开发有限公司	1002.82	1.17%
	合计	7760.82	9.04%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

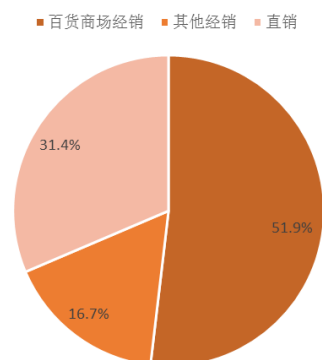
**销售方式：**公司家电产品销售分**直销和经销**两种模式，在产品销售定价上，公司在参考松下电器相关销售政策（批发、零售产品指导价格、促销活动优惠幅度等）的基础上自主定价。经销模式下，客户主要集中在广州、佛山、清远等广州及周边地区。

图 25：各种销售方式收入



资料来源：wind，天风证券研究所

图 26：2016 各种销售收入占比



资料来源：wind，天风证券研究所

## ■ 竞争优势

**增强客户粘性：**通过代理物流客户商品销售，公司巩固了与主要客户的战略关系，随着合作渗透的越来越深入，客户依赖性越高，使客户结构保持稳定。

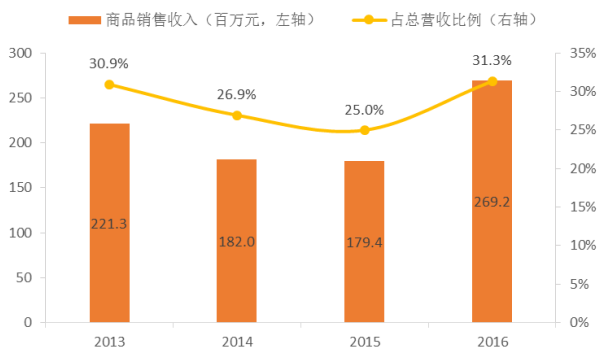
**获得成品物流机会：**公司可以主动选择进货和下游配送物流供应商，将获得更多成品物流机会，并改善物流环节效率。

**增加仓储收入：**通过参与产品销售，公司有机会参与管理下游经销商或客户的库存，一方面可以增加仓储收入，另一方面还可以整合多次配销物流，直接减少物流环节。

### 2.2.3. 销售业务财务分析

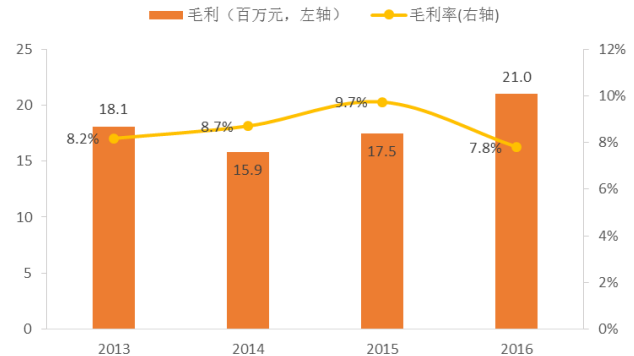
公司商品销售业务的变动与国内空调行业周期性联系紧密。公司 2014 年商品销售业务收入规模较低，受到国内空调行业竞争、价格战加剧等因素影响。**2015 年，空调行业依然处于“去库存”周期中，公司加强了电子商务的销售渠道拓展。**2016 年，空调去库存进入尾声，销量触底回升，公司为迎合空调行业回暖趋势，增加促销力度，并增加了高端机型的销售，使得公司 2016 年的商品销售业务快速增长，销售额为 26,914.59 万元，较去年增长 50.05%，但因公司增加促销力度，成本大幅增加，毛利率也下降至 7.81%。2014-2016 年，公司商品销售收入分别为 18,202.41 万元、17,936.61 万元和 26,914.59 万元，占主营业务收入的比重分别为 26.94%、24.99%和 31.35%。

图 27：销售收入及占总收入比例



资料来源：wind，天风证券研究所

图 28：销售毛利及毛利率



资料来源：wind，天风证券研究所

## 3. 募投项目概况：嘉诚国际港和供应链管理平台

本次募集资金围绕公司主营业务进行投资安排，旨在扩大公司经营规模，提升公司的持续创新能力和研发能力，优化负债结构，有利于强化公司的核心竞争力，进一步提升公司的盈利能力和市场份额。本次发行募集资金将用于以下项目：嘉诚国际港（二期）和全程供应链管理平台建设，两个项目总投资 9.78 亿元，拟使用募集资金 5.25 亿元。

表 7：嘉诚国际港（二期）投资概算

项目名称	投资金额 (万元)	募集资金投入金额 (万元)
嘉诚国际港（二期）	91,778	51,495
基于物联网技术的全程供应链管理平台建设及应用	6,000	1,000
合计	97,778	52,495

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### ■ 嘉诚国际港

**项目简介：**嘉诚国际港（二期）项目位于广州南沙区东涌镇鱼窝头中心工业区内，紧靠南沙自贸片区，总建筑面积约为 33.3 万 m<sup>2</sup>，仓库建筑面积 25.1 万 m<sup>2</sup>。项目建成后，将成为集现代仓储物流、国际中转及转口贸易、商品展示展览、跨境电子商务、国际采购与分拨业务、国际金融结算等为一体的现代化、综合性、多功能的大型国际物流中心。

**项目优势：**项目建成后公司可为客户提供保税与非保税物流服务，并依托南沙港及葵涌码头作为母港，集合周边发达的经济圈及公司客户集聚园为大金供应链提供充足货源，货物可以在公司内“一站式”完成订舱、报关、报验、签发提单等通关手续，而公司在提供货物检验代理和报关代理服务的同时，可以从满足客户需求角度出发，积极开发其联合运

输代理、国际货运代理、仓储及物业管理等延伸服务功能，与位于自贸区的天运南沙多功能物流中心无缝连接，将自贸区的优势复制到嘉诚国际港，发挥粤港澳大通关、通关一体化的优势，让公司具有更强的核心竞争力。

**投资概算：**本项目计划总投资 9.18 亿元，其中建设投资 8.88 亿元(预备费用 1000 万元)，铺底流动资金 3000 万元，建设周期 30 个月。

表 8：嘉诚国际港（二期）投资概算

项目	投资金额（万元）	占投资比例
一、工程费用	85,275	92.91%
土建工程	72,170	78.64%
物流设备及工具	5,000	5.45%
信息化设备及软件	1,500	1.63%
公用工程	6,605	7.20%
二、其他费用	2,503	2.73%
三、预备费用	1,000	1.09%
四、铺底流动资金	3,000	3.27%
合计	91,778	100.00%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

## ■ 供应链管理平台

**项目简介：**本项目将构建适用于天运南沙多功能物流中心一体化运作的基于物联网技术的全程供应链管理平台，主要包括供应链信息管理平台和创新型物流运作应用平台。项目建成后以天运南沙多功能物流中心为依托，提供物流一体化的可持续性综合服务体系功能，实现基于物联网技术面向制造业的全程供应链管理。

**项目优势：**基于物联网技术面向制造业的全程供应链管理平台建成后将进一步与公共信息平台对接融合，提供物流一体化的可持续性综合服务体系功能，提高物流精细化管理水平。在车辆进出闸、仓储监管、运输在途跟踪等环节中，协同公共信息平台，实施全程化的货物跟踪、监控服务，使客户可以通过网络随时了解货物动态，最后实现物联网，更好地实施货物的管理、监控等服务。可以对原材料、零部件、半成品和产成品的实时监控，实现信息的同步化和资源共享，同时也有助于产品质量的追溯，从而优化供应链的协调及集成能力，提高客户的满意度和危机处理能力。

**投资概算：**项目总投资 6000 万元，其中硬件设备购置及安装调试费用 4021.89 万元，软件部署费用 1865 万元。

表 9：供应链管理平台项目概算

项目	投资金额（万元）	占投资比例
一、硬件设备购置	3,481	58.02%
二、安装调试集成费	654	10.90%
三、软件部署费用	1,865	31.08%
合计	6,000	100.00%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

## 4. 盈利预测

我们认为受益于公司在自贸区布局形成的区位优势、与客户深度合作带来的全程供应链收入,公司综合物流+商品销售两大主业将为整体业绩带来显著增长。预计公司 17/18/19 年收入增速为 13.2%、14.7%、16.8%, EPS 分别为 0.84、0.96、1.12 元。首次覆盖给予增持评级,目标价 36 元,对应 17 年业绩预测 43X PE。

## 5. 风险提示

募投项目不及预期、家电行业波动较大、综合物流业务主要客户丢单风险

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	141.15	165.59	194.34	222.90	260.27	营业收入	717.7	858.5	971.7	1,114.5	1,301.3
应收账款	85.30	138.83	117.43	179.87	163.48	营业成本	552.5	637.5	752.3	852.2	989.8
预付账款	2.45	5.67	4.54	6.40	6.52	营业税金及附加	1.15	3.74	4.08	5.57	5.21
存货	79.46	58.15	137.86	84.36	158.86	营业费用	16.25	19.19	22.35	25.08	28.63
其他	49.68	51.93	125.65	96.48	100.43	管理费用	72.65	73.63	82.59	98.08	117.12
<b>流动资产合计</b>	<b>358.04</b>	<b>420.17</b>	<b>579.82</b>	<b>590.00</b>	<b>689.55</b>	财务费用	4.20	0.42	0.96	0.88	0.90
长期股权投资	5.31	5.46	689.02	1,175.57	1,552.22	资产减值损失	0.23	5.85	5.70	5.90	5.60
固定资产	400.45	384.14	435.47	486.90	530.20	公允价值变动收益	0.00	0.00	40.13	41.10	40.00
在建工程	11.20	15.26	13.75	12.04	13.69	投资净收益	2.09	1.41	1.52	1.40	1.51
无形资产	204.95	200.27	326.41	906.78	2,889.23	其他	(4.18)	(2.81)	(83.30)	(85.00)	(83.02)
其他	11.73	13.97	8.73	10.51	9.91	<b>营业利润</b>	<b>72.84</b>	<b>119.63</b>	<b>145.42</b>	<b>169.30</b>	<b>195.58</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>633.65</b>	<b>619.09</b>	<b>1,473.39</b>	<b>2,591.80</b>	<b>4,995.25</b>	营业外收入	10.88	3.67	3.58	3.74	3.65
<b>资产总计</b>	<b>991.69</b>	<b>1,039.26</b>	<b>2,053.20</b>	<b>3,181.81</b>	<b>5,684.80</b>	营业外支出	0.07	0.08	0.09	0.08	1.00
短期借款	50.00	0.00	295.40	687.64	688.54	<b>利润总额</b>	<b>83.65</b>	<b>123.22</b>	<b>148.91</b>	<b>172.96</b>	<b>198.23</b>
应付账款	222.73	197.01	298.32	282.88	376.62	所得税	11.92	18.60	22.48	27.67	29.73
其他	67.32	83.48	74.52	95.22	102.58	<b>净利润</b>	<b>71.73</b>	<b>104.62</b>	<b>126.42</b>	<b>145.29</b>	<b>168.49</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>340.05</b>	<b>280.49</b>	<b>668.24</b>	<b>1,065.74</b>	<b>1,167.75</b>	少数股东损益	(0.43)	0.69	0.71	0.72	0.66
长期借款	0.00	0.00	79.20	177.04	1,293.25	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>72.16</b>	<b>103.93</b>	<b>125.71</b>	<b>144.57</b>	<b>167.84</b>
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.64	0.92	0.84	0.96	1.12
其他	12.17	11.34	13.59	12.37	12.43						
<b>非流动负债合计</b>	<b>12.17</b>	<b>11.34</b>	<b>92.79</b>	<b>189.40</b>	<b>1,305.68</b>						
<b>负债合计</b>	<b>352.22</b>	<b>291.83</b>	<b>761.03</b>	<b>1,255.15</b>	<b>2,473.43</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
少数股东权益	13.82	14.63	15.34	16.06	16.72	<b>成长能力</b>					
股本	112.80	112.80	150.40	150.40	150.40	营业收入	6.21%	19.62%	13.18%	14.70%	16.76%
资本公积	146.15	146.15	542.13	1,031.33	2,147.54	营业利润	-7.75%	64.25%	21.55%	16.43%	15.52%
留存收益	500.81	604.74	1,126.43	1,760.20	3,044.25	归属于母公司净利润	3.24%	44.02%	20.96%	15.00%	16.09%
其他	(134.11)	(130.88)	(542.13)	(1,031.33)	(2,147.54)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>639.47</b>	<b>747.43</b>	<b>1,292.17</b>	<b>1,926.66</b>	<b>3,211.37</b>	毛利率	23.02%	25.75%	22.58%	23.54%	23.94%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>991.69</b>	<b>1,039.26</b>	<b>2,053.20</b>	<b>3,181.81</b>	<b>5,684.80</b>	净利率	10.05%	12.11%	12.94%	12.97%	12.90%
						ROE	11.53%	14.18%	9.85%	7.57%	5.25%
						ROIC	11.35%	18.99%	21.88%	9.77%	6.53%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	35.52%	28.08%	37.07%	39.45%	43.51%
						净负债率	26.45%	21.55%	9.77%	9.97%	5.22%
						流动比率	1.05	1.50	0.87	0.55	0.59
						速动比率	0.82	1.29	0.66	0.47	0.45
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	7.26	7.66	7.58	7.50	7.58
						存货周转率	8.49	12.48	9.92	10.03	10.70
						总资产周转率	0.76	0.85	0.63	0.43	0.29
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.64	0.92	0.84	0.96	1.12
						每股经营现金流	0.98	0.49	1.42	2.17	3.15
						每股净资产	4.16	4.87	8.49	12.70	21.24
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	47.08	32.69	36.03	31.33	26.99
						市净率	7.24	6.18	3.55	2.37	1.42
						EV/EBITDA	0.00	0.00	20.96	17.78	14.80
						EV/EBIT	0.00	0.00	32.23	30.42	31.85

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 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com