

海航冷链(831900)
产融信一体化的冷链产业集成服务商
基本数据

2016年6月30日	
收盘价(元)	1.43
总股本(亿股)	11.73
流通股本(亿股)	11.56
总市值(亿元)	16.77
每股净资产(元)	1.49
PB(倍)	0.96

财务指标

	2013A	2014A	2015A
营业收入(百万元)	66.09	125.26	163.94
净利润(百万元)	-1.37	0.11	19.32
净利润增长率	-	-	17098.63%
毛利率	10.59%	8.35%	7.32%
净利率	-2.07%	0.09%	11.78%
EPS(元)	-0.11	0.02	0.04

全球化产融信一体的冷链产业集成服务商。公司以冷链金融、冷链科技及境内外投资并购为驱动，不断优化仓运配一体化、海陆空多式联运等全程供应链服务，加速物联网大数据平台建设和境内外产业生态网络布局，实现从“传统冷链物流仓运配服务提供商”向“全球化产融信一体的冷链产业集成服务商”转型。

冷链市场快速发展，规模化经营是成功关键。近几年冷链物流发展迅速，据预测，受宏观政策和市场需求推动，冷链物流行业未来将保持年均 25% 的高速增长，2017 年市场规模将达 4700 亿元。冷链物流行业龙头企业缺失，市场集中度分散，上市企业收入规模偏小，且盈利水平较低，行业发展需形成规模效应，降低物流成本，规模化经营是企业提高盈利水平的关键。

领先的冷链物流信息化和金融服务平台。公司采用先进的物联网技术，通过开放式定位监管平台，可为农产品、冷冻食品、药品等冷链物流中的温度控制提供管理支持，公司旗下中国冷藏网是国内首家专注于冷链行业的信息化平台。

公司设立冷链融资租赁有限公司，重点开拓现代物流、食品化工等上下游涉冷行业的资产设施设备的融资租赁以及相关商业保理等业务，致力成为国内冷链行业领先的金融服务平台。

风险提示

客户集中风险，坏账风险，非经常性损益存在较大依赖风险。

研究员 王静

wangjing@wtneeq.com

010-85715117



目 录

全球化产融信一体的冷链产业集成服务商	1
市场保持快速增长，规模化经营是成功关键	2
产、融、信一体化服务发挥协同效应	3
收入较快增长，向冷链资源整合者转型	5

图表目录

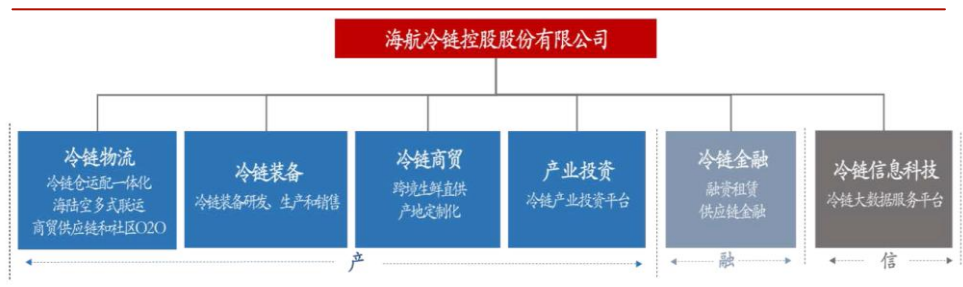
图表 1 海航冷链业务模型.....	1
图表 2 公司主要服务介绍.....	1
图表 3 新三板冷链企业概况.....	3
图表 4 海航冷链物流区域分布.....	3
图表 5 海航冷链信息化平台.....	4
图表 6 海航冷链融资租赁业务范围.....	4
图表 7 2012-2015 年海航冷链收入、利润及增长情况	5
图表 8 2013-2015 年海航冷链利润率及费用率情况	6
图表 9 2015 年海航冷链客户销售构成.....	6
图表 10 海航冷链跨境生鲜供应链.....	7
图表 11 2016 年经营计划.....	7

■ 全球化产融信一体的冷链产业集成服务商

海航冷链致力于第三方冷链物流的仓储、运输、配送服务，并为客户提供物流解决方案等物流增值服务。

公司拟通过以冷链金融、冷链科技为驱动、境内外投资并购，不断优化仓运配一体化、海陆空多式联运、高端医药化工物流解决方案等全程供应链服务，持续完善境内外网络布局，实现从“第三方冷链物流仓储、运输、配送服务和解决方案的提供商”向“全球化产、融、信一体的冷链产业集成服务商”的实质转变。

图表 1 海航冷链业务模型



资料来源：公司公告

图表 2 公司主要服务介绍

业务	简介
冷链物流与仓储	旗下海航华日、海航速运可提供干线运输、区域配送、医药零担等基础功能型服务和仓运配一体化、海陆空多式联运等解决方案型服务。 海航冷链云仓服务平台通过大数据分析 with 全面数字化管理，实时共享仓储信息，实现医药、产地、保鲜各型仓库按需分配，为客户提供最佳仓储解决方案。
冷链商贸	为战略合作伙伴提供售后回购、仓单质押、委托监管、信用担保、垫支服务、资金管理以及代采金融等供应链金融服务； 优选美洲、澳洲上乘产地资源和品类，与境内电商、连锁客户合作，开展跨境生鲜供应链业务。
冷链投资	重点关注国内外冷链运输、冷链仓储、冷链装备、冷链商贸等细分行业的投资机会，通过投资并购与资源整合，完善全球产业布局。
冷链金融	冷链融资租赁有限公司围绕聚焦冷链行业，重点开拓现代物流、医疗健康、食品化工等上下游涉冷行业的资产设施设备的融资租赁以及相关的商业保理等业务。
冷链科技	面向产业链上下游客户，打造基础信息服务和衍生增值服务为一体的公共云服务平台，利用车联网大数据，开展无车承运人业务和冷链产业链相关的增值业务。

资料来源：公司网站

经过多年发展，公司与雀巢（中国）食品有限公司、麦当劳（中国）食品有限公司、和路雪（中国）食品有限公司、通用磨坊（中国）食品有限公司、PPG 涂料（天津）有限公司、北京宜家家居有限公司等大型企业建立了良好的战略合作关系，并取得了客户的认可与支持。

■ 市场保持快速增长，规模化经营是成功关键

● 冷链物流市场依然保持快速增长

近几年中国冷链物流发展迅速，中央、各地方政府均不同程度投入大量资金支持冷库、冷链园区、冷藏车等基础设施的建设和冷链设备的购买。2013年我国冷链物流业固定资产投资超过1000亿元，同比增长24.2%。冷链运输方面，公路运输占我国冷藏运输量的90%，冷藏车市场保有量在2013年新增1.5万台左右，同比增长约14%。罗兰贝格2014年发布报告预测，受宏观政策和市场需求推动，中国冷链物流行业未来将保持年均25%的高速增长，2017年市场规模将达4700亿元。

三大因素促进冷链物流市场稳步快速增长。一是国际化。国内自贸区试点扩大，进口生鲜品类和数量大幅提升，APEC后亚太自贸区取得更大突破，进而带来新机遇；二是标准化。国内人均消费力提升，对生鲜食品品质要求提高，对冷链标准认知加强，国内法规和监管日趋完善与严格，将推动冷链行业健康发展；三是农村市场。农村市场需求激活，以及农产品进城、出口，将进一步刺激冷链物流的发展。

● 生鲜电商推动冷链物流模式升级

随着电商国际化的快速发展，国际生鲜品牌进入国内市场，对物流综合能力提出更高要求，具有分销职能的冷链供应链企业将快速崛起。同时电商下乡将推动冷链下乡新思维，农产品进城和出口需求必将促进生鲜产品深加工和F2C模式的快速发展，国内冷链企业开始跟随国家战略逐渐走向国门，跨境收购成为一种新动向。

● 跨界竞争呈现更加多元化的特征

冷链行业中新的竞争者不断涌现，除了传统的冷链物流、冷链设备制造企业外，国内一些有实力快递、电商、贸易商等已经高调进入冷链行业，冷链物流服务形态将呈现多元化发展的竞争格局，围绕传统冷链物流仓运配业务展开的如物联网技术、供应链金融、融资租赁、冷链包装、冷链认证、冷链商贸、冷链宅配、生鲜产品加工与交易中心等全产业链构建正在形成。

● 市场高度分散，规模化经营是成功关键

统计数据显示，美国排名前五位的冷库运营企业合计市场份额为63%，而中国的冷链物流行业龙头企业缺失、市场集中度分散、竞争无序，百强企业仅占整体市场份额的10%，行业小、散、乱问题仍然比较突出，竞争加剧、合作加深是未来的主旋律。

图表 3 新三板冷链企业概况

公司	2015 年营业收入 (万元)	净利润	主要业务
海容冷链	86453.62	11801.80	商用冷链设备的研发、生产、销售和服务
凯雪冷链	35103.54	2645.95	制冷设备的研发、生产、销售及技术服务等
海航冷链	16393.58	1931.91	第三方冷链物流的仓储、运输、配送服务
齐畅物流	1865.47	-282.58	以冷链物流服务为核心业务，专注于城市配送的第三方现代物流服务
小田冷链	12739.67	982.01	区域性商超系统“冷链一站式服务”为主，干线冷链运输为辅
中冷物流	15954.49	653.95	低温冷链物流
民生冷链	1669.58	-646.89	批发、零售冷冻食品以及现代冷链物流整体解决方案与综合性服务

数据来源：choice

相比冷链设备制造企业，冷链物流服务企业收入规模偏小，且盈利水平较低，齐畅物流和民生冷链 2015 年收入规模最小，且为亏损。比较中可以看出，冷链物流行业关键是形成规模效应，降低物流成本，规模化经营是企业提高盈利水平的关键。

■ 产、融、信一体化发挥协同效应

● 较强的冷链物流方案设计和执行能力

公司根据日益变化的物流服务需求，不断更新、完善物流管理体系，为客户量身设计并实施最优化物流服务方案，为上下游企业提供贯穿整个原料出厂到最终运抵用户全过程的一系列第三方冷链物流服务，促使供应链中各项资源得到有效配置。在满足客户时间要求的前提下，最大限度地降低物流成本，最终实现整体供应链价值的最大化。

图表 4 海航冷链物流区域分布



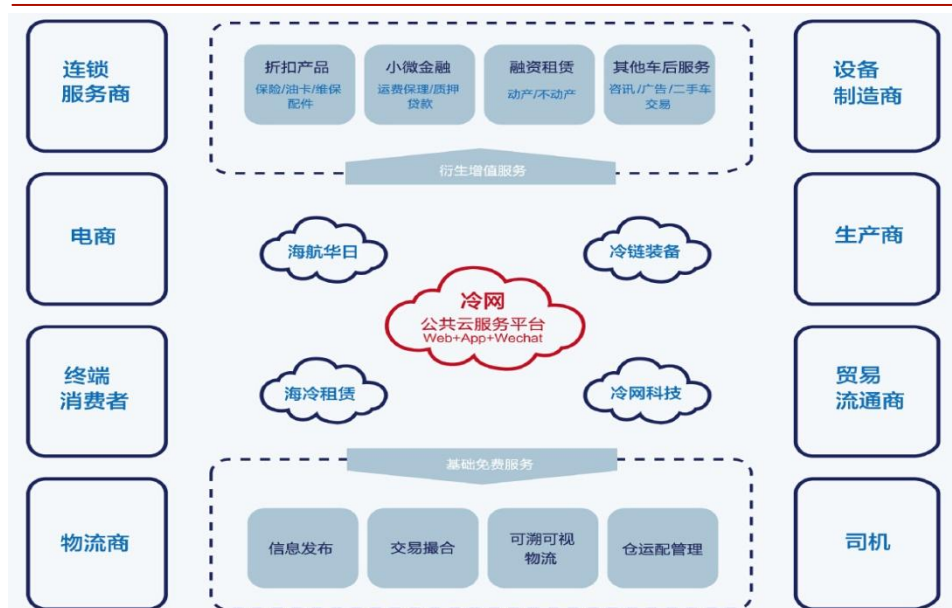
资料来源：公司网站

● 领先的冷链物流信息化

公司采用先进的物联网技术，通过集成冷藏车 GPS 定位/温度检测技术、电子地图和无线传输技术的开放式定位监管平台，可为农产品、冷鲜肉、冷冻食品、药品、化工产品等冷链物流中的全程温度控制提供冷链物流管理支持。

公司旗下中国冷藏网是国内首家专注于冷链行业的信息化平台，目前注册注册会员超过 6700 家，在线冷车 11200 余辆，此外其面向移动端客户的冷运通 APP 现已正式上线。

图表 5 海航冷链信息化平台



资料来源：公司网站

● 行业领先的金融服务平台

公司与恒运投资控股有限公司共同出资设立冷链融资租赁有限公司，注册资本 3 亿美元。聚焦冷链行业，重点开拓现代物流、医疗健康、食品化工等上下游涉冷行业的资产设施设备的融资租赁以及相关商业保理等业务，致力于成为国内冷链行业领先的金融服务平台与资产管理平台。

图表 6 海航冷链融资租赁业务范围

业务	内容
动产	冷链车辆、移动冷库、冷藏/蓄冷箱、冷库货架。
不动产	冷冻加工厂房/设备、冷冻冷藏仓库、固定作业设备。
供应链金融	采购分销、物流规划与实施、仓储管理、供应链金融结算、融资、进出口代理等一站式供应链管理服务。

资料来源：公司网站

● 产融信结合打造冷链产业领军企业

公司战略规划提出，未来三年，将公司打造成国内冷链产业领军企业，围

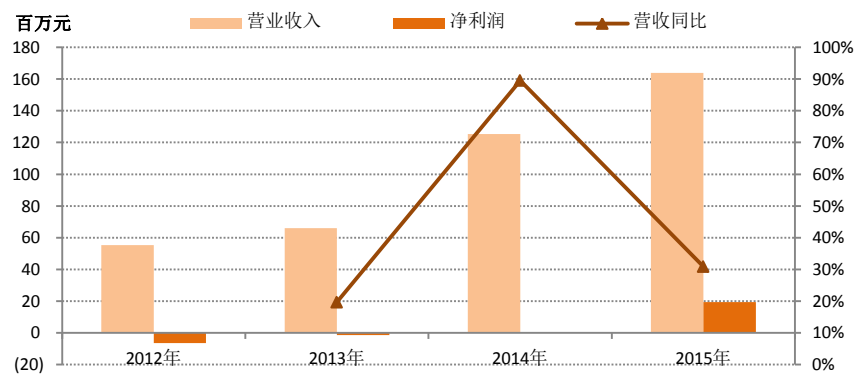
绕“产”、“融”、“信”三个维度，培育基础产业、冷链金融、冷链信息科技等细分行业的知名品牌。

未来五年，借助股东的背景优势，实现海航冷链的全球布局，将公司打造成全球领先的“产”、“融”、“信”冷链集成服务商，旗下基础产业、冷链金融、冷链信息科技等业务，成为全球细分行业领军企业。

■ 收入较快增长，向冷链资源整合者转型

● 营业收入较快增长

图表 7 2012-2015 年海航冷链收入、利润及增长情况



数据来源：choice

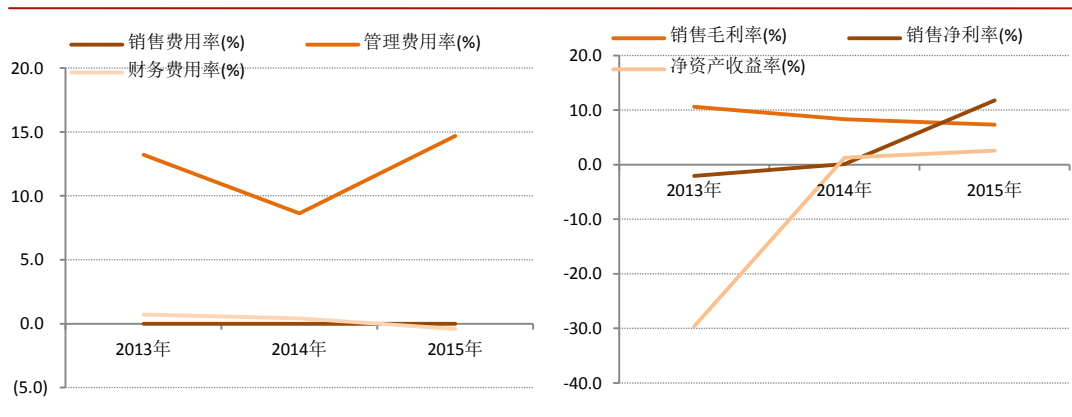
2012-2015 年，公司营业收入较快增长，年均增长率为 43.7%。2015 年实现营业收入 1.64 亿元，较上年增长 30.88%。

2015 年，公司以第三方冷链物流为基础，向上下游延伸，增加了供应链商贸、温控仓储与集中配送等增值服务，相应带来增值收入，全年该类业务的营业收入为 6158.86 万元。

同时，公司对外积极开拓市场、不断优化业务结构，实现老项目客户合同续签并开发新客户项目，2015 年传统物流收入达到 1.02 亿元。

2015 年公司实现净利润 1931.91 万元，全部来源于非经常性收益，其中投资收益为 3577.33 万元。公司经营业绩对非经常性损益存在较大依赖，主营业务的盈利能力有待提高。

图表 8 2013-2015 年海航冷链利润率及费用率情况

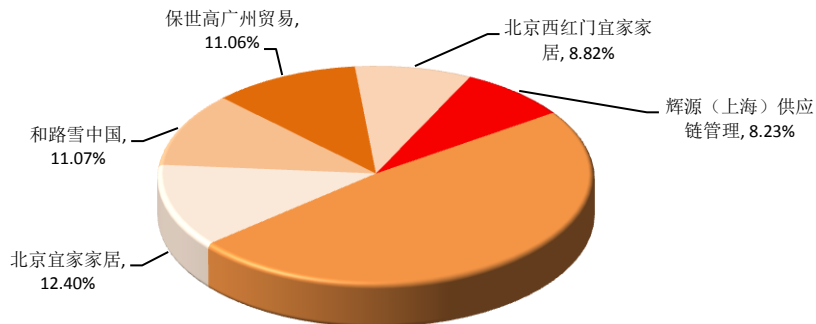


数据来源：公司年报

2015 年，公司实现定增，产生相关定增费用约 100 万元，完成冰熊冷藏车、华人物流股权投资协议签署，产生相关法律、财务、税务服务费用约 100 万元，同时公司新型业务团队组建及加大绩效激励导致人力成本增加 600 万元，这些费用导致公司当年管理费用翻倍增长，管理费用率明显上升。

公司目前利润规模较小，销售毛利率和净利率均比较低。

图表 9 2015 年海航冷链客户销售构成

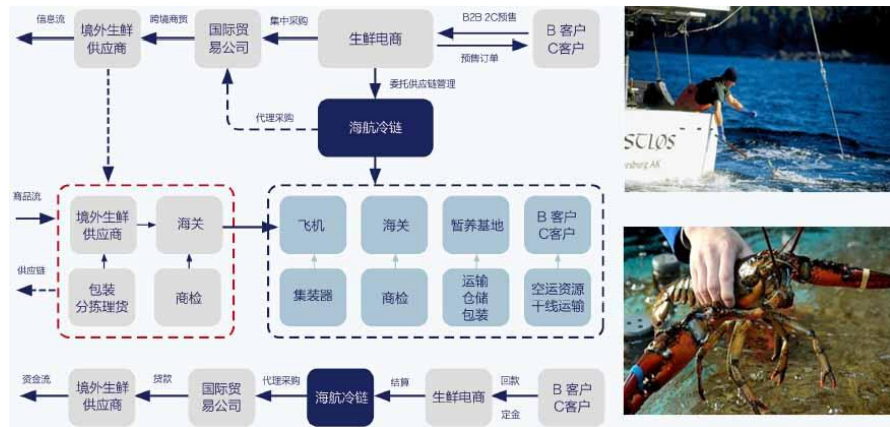


数据来源：choice

公司 2015 年前五大客户销售额占同期营业收入的比例为 51.57%，公司的经营业绩对五大客户的依赖程度较高，如其经营状况出现异常、冷链物流投入减少，将对公司的经营业绩产生不利影响。

● 跨境生鲜供应链首单成功试运营

2015 年，公司跨境生鲜供应链首单成功试运营，上海好糰到电子商务有限公司作为海航冷链首家合作客户，承接了本次试运营首批波士顿龙虾的后续分销业务。海航冷链围绕跨境生鲜供应链业务，将逐步建立做实生鲜供应链保障体系建设，包括境外物流、国际空运/海运、中国通关商检、国内空运、仓储运输配送服务等。

图表 10 海航冷链跨境生鲜供应链


资料来源：公司网站

● **坚持轻资产运营，实现向冷链资源整合者转型**

2016 年，公司将紧紧围绕“产”、“融”、“信”三个维度，培育基础产业、冷链金融、冷链信息科技等细分行业的知名品牌。

图表 11 2016 年经营计划

细分领域	经营计划
基础产业	夯实基础服务，加速北京、上海、广州、沈阳、武汉、宁波、西安、海口等地冷链物流中心项目落地，完善拓展仓运配一体化、海陆空多式联运等业务。
冷链商贸	开展生鲜食品跨境产地直供、社区 O2O 等服务。
冷链装备	加强研发与生产，快速带动车联网、大数据平台等衍生增值服务。
产业投资	与境内外业务互补、技术领先、模式成熟的平台型企业开展合作与业务整合，构建冷链产业生态圈。
冷链金融	依托子公司海冷融资租赁有限公司，为现代物流、医疗健康、食品化工等上下游涉冷行业提供融资租赁、供应链金融等全套金融服务。
冷链信息科技	加快“云车”和“云仓”平台建设，打造云车、云仓公共服务平台，为冷链产业链的各个环节提供信息发布、交易撮合、仓运配管理、可视化监控、融资租赁、小微金融、车后服务等全方位服务； 致力于帮助小微物流公司和个体经营者成长，培养并做大依附于海航冷链的物流运营资源市场，为公司最终实现由冷链物流供应商向冷链全产业链大数据运营商转型奠定基础。
业务发展模式	业务拓展模式向以品牌营销、资源营销和战略捆绑式营销模式转型，促进客户关系由单一物流业务合作向全面战略合作转型； 业务结构向多式联运、仓运配一体化、商贸供应链、社区 O2O 平台等解决方案转型，进入跨境生鲜供应链领域，打造集冷链生鲜食品配送、跨境原产地直送、温控医药仓运配等一体化和智能化的终端共配模式； 运营模式坚持“轻资产、平台化”方向，实现由冷链资源运营商向冷链资源整合者的转型。

资料来源：公司年报

【分析师声明】

本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该行业或公司的看法,并且以独立的方式表述,研究员薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本研究报告中所表述的观点无直接或间接的关系。

【免责声明】

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的观点、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,不保证该信息未经任何更新,也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价,亦不构成个人投资建议。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,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、复印件或复制品,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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

北京梧桐理想资本管理有限公司

公司地址:北京市朝阳区东四环中路41号7层

电 话:010-85715117

传 真:010-85714717

电子邮件:wtlx@wtneeq.com

