

# 仓储物流

## 供应链物流：应运而生、方兴未艾

### 观点聚焦

#### 投资建议

中国物流任重道远，未来发展呈百花齐放之势，随着供应链企业的兴起、壮大和对各行各业的渗透，他们将肩负起降成本、提效率的重任。**首次覆盖供应链行业的怡亚通和澳洋顺昌，给予推荐评级，继续推荐建发股份**，关注厦门国贸、象屿股份、瑞茂通和飞马国际。

#### 理由

**中国物流粗放增长，未来任重道远。**经过几十年快速发展，中国物流初具规模，第三方物流的兴起和先进IT技术的应用也表明已迈入了现代物流行列，但发展方式相对粗放，总体效率不高、附加服务贫乏、行业标准缺乏、B2B物流渗透率低；展望未来，社会分工细化、产业转移和升级提供内生动力，政策推动提供良好环境，行业未来有望朝着规模降低成本、专业创造价值、科技提升效率的方向发展。

**供应链应运而生，解决行业痛点。**由于上游生产方和下游渠道商的力量过于悬殊，物流公司通过提供合并小经销商订单和金融服务等附加服务，很好的缓冲了上下游公司之间的关系，在赚取传统的物流服务费之外，开始赚取批零价差和利息差，服务内容也逐渐从初始的合同物流向虚拟生产、物流金融等多个领域拓展，逐渐升级为供应链公司。

**看好行业龙头公司。**随着对各行各业的渗透率增加、服务范围向物流规划和信息服务等拓展，供应链物流公司的空间巨大。我们看好两类公司，一是所处行业增长稳定、公司优势明显、市场份额持续扩张的**怡亚通**，二是细分行业龙头、优秀管理能力复制到新行业的**澳洋顺昌**。

#### 盈利预测与估值

首次引入怡亚通 2015/16/17 年归属母公司净利润 4.61、6.99、10.47 亿元，澳洋顺昌 2015/16/17 年归属母公司净利润 2.51、2.70、4.31 亿元，目前股价分别对应 41.7x 和 25.9x 2016 P/E。维持建发股份 2015/16/17 年归属母公司净利润 26.26、29.48、35.59 亿元不变，目前股价对应 16.6x 2016 P/E。

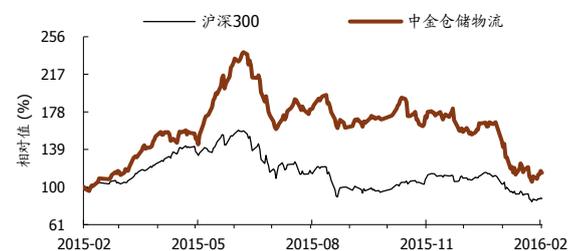
#### 风险

经济增幅不如预期。

股票名称	评级	目标价格	P/E (x)	
			2016E	2017E
外运发展-A	确信买入	38.00	14.8	12.7
怡亚通-A	* 推荐	45.00	41.7	27.8
建发股份-A	推荐	22.00	16.6	13.8
澳洋顺昌-A	* 推荐	9.00	25.9	16.2
中国外运-H	确信买入	6.60	8.2	7.5
深圳国际-H	推荐	15.12	11.2	10.7

中金一级行业

交通运输



相关研究报告

- 仓储物流, 航运 | 招商局与中外运长航整合尘埃落定, 继续推荐物流及航运标的 (2015.12.30)
- 外运发展-A | 介入冷链市场, 全面对接海淘需求 (2015.12.23)
- 仓储物流, 航运 | 招商局集团与中外运长航集团整合预期升温, 关注交易性机会 (2015.11.16)
- 建发股份-A | 房地产业务开始结算, 分立上市提升估值 (2015.10.31)
- 外运发展-A | 人民币贬值拖累中外运敦豪表现, 海淘放量值得期待 (2015.10.28)
- 仓储物流, 航运 | 航运央企整合继续起航: 招商局集团或牵手中外运长航集团 (2015.09.04)

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

#### 沈晓峰

分析师

xiaofeng.shen@cicc.com.cn

SAC 执业编号: S0080512050004

SFC CE Ref: BCG366

#### 杨鑫, CFA

分析师

xin.yang@cicc.com.cn

SAC 执业编号: S0080511080003

SFC CE Ref: APY553

#### 陆晓锋

联系人

xiaofeng.lu@cicc.com.cn

SAC 执业编号: S0080114100015



## 目录

<b>中国物流发展任重道远</b> .....	<b>3</b>
行业回顾：粗放增长十年.....	3
行业现状：效率有待提升.....	4
政策转折：行业迎来政策春天.....	5
未来展望：规模化、科技化、专业化将是趋势.....	6
<b>第三方物流普及，供应链应运而生</b> .....	<b>8</b>
三次浪潮推动中国物流快速发展.....	8
第三方物流发展并普及.....	9
供应链公司应运而生.....	10
<b>供应链公司不可或缺，未来空间广阔</b> .....	<b>12</b>
为什么需要供应链公司？.....	12
供应链公司赚什么钱？.....	12
未来发展方向在哪里？.....	12
看好什么公司？.....	12
<b>附录：美国主要物流公司简介</b> .....	<b>18</b>
1、罗宾逊全球物流（C.H. Robinson Worldwide）.....	18
2、联合包裹（UPS）.....	20
3、敦豪（DHL）.....	22
4、联邦快递（FedEx）.....	23

## 图表

图表 1：物流业快速增长.....	3
图表 2：物流增加值增幅低于物流总额增速.....	4
图表 3：物流增加值占 GDP 比重下降.....	4
图表 4：物流总费用占 GDP 比重高于发达国家.....	5
图表 5：管理费用占物流总费用比重高于发达国家.....	5
图表 6：近期物流行业政策汇总.....	6
图表 7：近 10 年的三次浪潮推动物流发展.....	8
图表 8：外包物流分类.....	8
图表 9：外包物流占总物流比例.....	9
图表 10：第三方物流占比（中国 vs 发达国家）.....	9
图表 11：第三方物流占比（中国 vs 亚太国家）.....	9
图表 12：中外运“一站式在线物流交易服务”.....	10
图表 13：海尔日日顺物流.....	10
图表 14：中国物流企业发展逻辑图.....	11
图表 15：物流外包比例（中国 vs 日本）.....	11
图表 16：可比公司估值表.....	13
图表 17：罗宾逊主要收购活动.....	18
图表 18：UPS 发展史.....	20
图表 19：每日每员工平均包裹量.....	21
图表 20：DHL 发展史.....	22
图表 21：FedEx 发展史.....	23



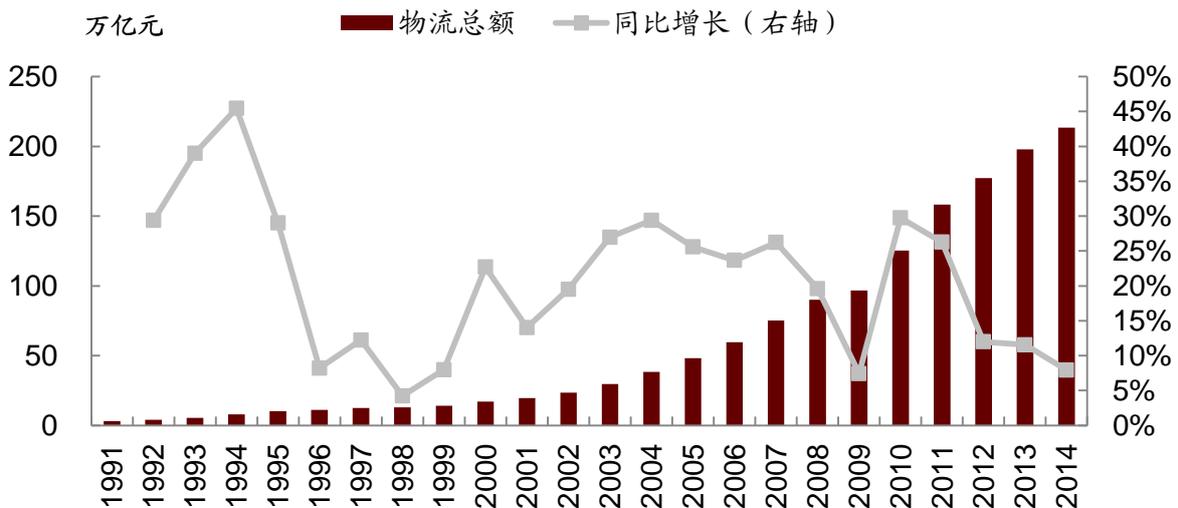
## 中国物流发展任重道远

### 行业回顾：粗放增长十年

伴随着中国经济增长，物流业经历了十多年的高速发展，取得了不少成就：

- ▶ **物流基础设施保障充分。**除公路铁路港口等国家、地方政府为主的投入外，各省各地、国资民资都纷纷投入兴建各种物流园的潮流中。
- ▶ **外包加速。**第三方物流兴起，工业企业加快资源整合、流程改造，采取多种方式分离外包物流功能。有的企业把物流业务全部外包给第三方公司，也有企业把 in-house 物流公司转变为对外承接业务的物流供应商，还有新成立的各种物流公司。
- ▶ **物流信息化运用和技术创新取得实效。**1) 大部分企业已经建立管理信息系统，比如仓储管理、运输管理、采购管理、客户关系管理系统，企业资源计划（ERP）和供应链管理（SCM）软件应用，RFID 等物联网技术。2) 先进适用的物流技术得到推广。仓储保管、运输配送、装卸搬运、分拣包装、自动拣选等专用物流装备广泛应用；条码技术、智能标签技术、配载配送和路径优化技术等得到推广；冷藏、配送等专用车辆需求旺盛，叉车、托盘、货架、自动拣选、自动化装备等专用设备加快更新换代。

图表 1：物流业快速增长



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

但由于没有行业标准约束，发展方式相对粗放，形成的物流形态相对传统，具体表现为：附加服务贫乏、行业标准缺乏和市场份额分散。

- ▶ **附加服务贫乏：**据中国物流与采购联合会统计，具有相关物流功能的企业约有 90 余万家，这充分说明了中国的物流企业数量之多，而这些企业的服务水平更是高低不均，低附加值服务占主导：需求简单的工业品物流占总量的 93%。
- ▶ **行业标准缺乏：**中国物流企业的混乱主要体现在行业服务水平和管理水平差异。中国的物流企业形态不同、资金来源不同、服务客户不同，因此导致价格体系、服务水平和管理能力较为混乱。
- ▶ **市场份额分散：**中国物流企业数量巨大，市场上前十名的物流企业营业额加起来还不及市场份额的 8%，市场极其分散，且各地都有本地龙头公司占据较高市场份额。

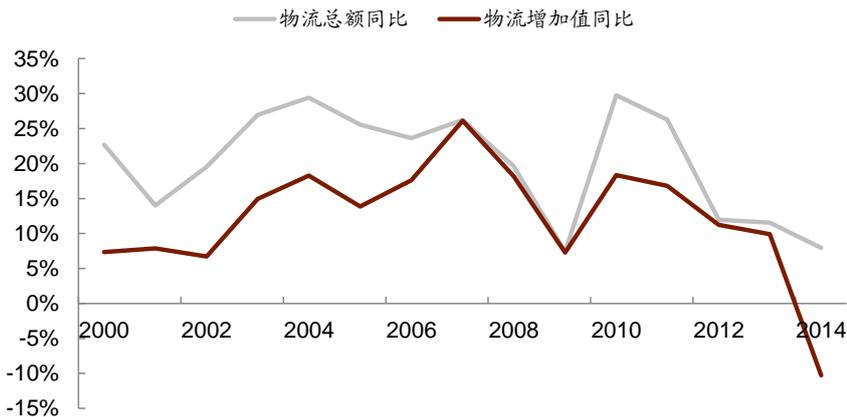


行业现状：效率有待提升

物流行业虽然发展快，但发达程度却不高，物流成本始终是这个行业的硬伤，行业效率亟待提升。

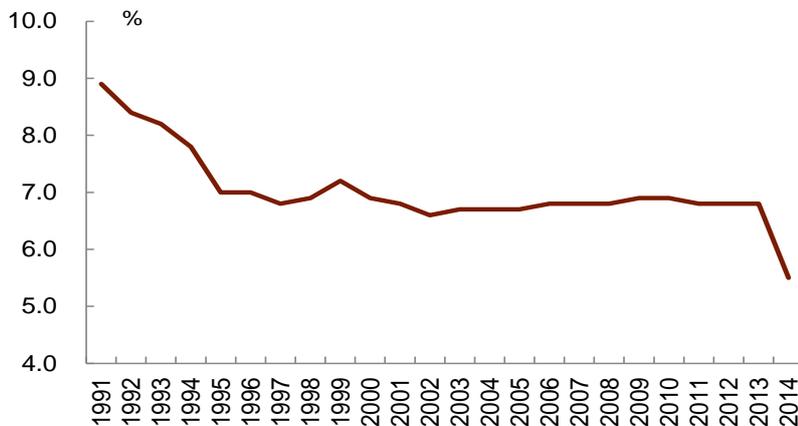
- ▶ **从与经济相关性看：**1) 物流业增加值增幅一直低于物流总额增幅；2) 物流业增加值占 GDP 的比重从 90 年代的 8.9% 下落到去年的 6.8%。我们的理解是：1) 物流业提供的服务大部分仍然是最初级的空间转移，附加值含量高的服务少；2) 物流业的发展水平还滞后于经济的发展。

图表 2：物流增加值增幅低于物流总额增速



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 3：物流增加值占 GDP 比重下降

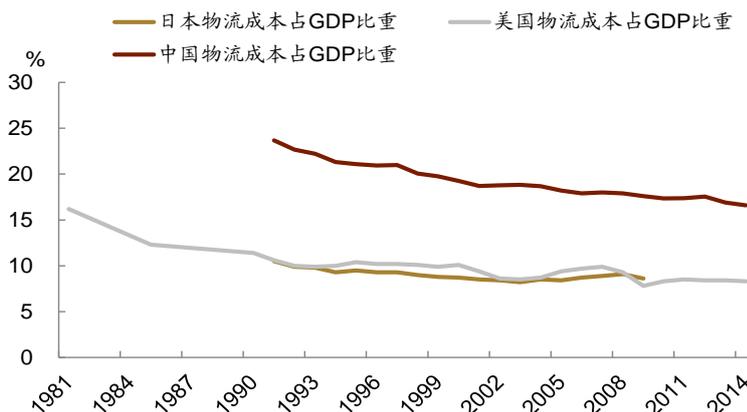


资料来源：万得资讯，中金公司研究部

- ▶ **从成本结构看：**1) 物流总费用占 GDP 比重高，过去二十多年虽然从 24% 一直下降至目前的 17% 左右，仍然高于发达国家的 8%；2) 管理费用占物流总费用比重高，虽然管理费用占比从 2000 年 16% 的高位下降至目前的 12.2%，但仍然高于发达国家的 3~4%。我们的理解是：1) 行业分散，缺乏规模效应；2) 效率不高、发展粗放。

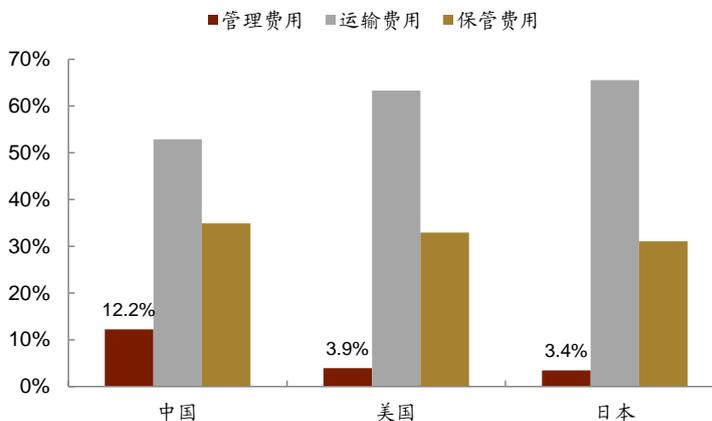


图表4：物流总费用占GDP比重高于发达国家



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表5：管理费用占物流总费用比重高于发达国家



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

- ▶ **从发展程度看：**1) B2C 物流发达程度尚可，伴随电商的发展，快递业获得了爆发式增长的机会，目前形成了几家具备完善网络的大公司；2) B2B 物流发达程度不高，渗透率很低，中国的原材料运输仅有 19%委托给第三方物流进行(其余 50%和 31%由制造商和供应商运输)，而产成品运输的比例仅有 18% (其余由制造商或制造商第三方联合运输)，美国和日本的比例分别为 57%和 80%。我们的理解是：1) 自营物流占比高；2) 物流公司小且分散，综合能力不强。

### 政策转折：行业迎来政策春天

若物流运行更有效率，则成本有足够的下降空间，因此物流业能推动产业结构升级和促进经济提质增效。这使得政府更加重视和推进物流业的发展，因此物流业也受到了有史以来最大的关注：

- ▶ **从宏观层面看，**国家陆续提出了跨区域的长江经济带、京津冀协同发展、丝绸之路经济带和海上丝绸之路等一系列区域经济规划，利于跨区域物流的发展；海关总署等多个部委发布《关于实施支持跨境电子商务零售出口有关政策的意见》及后续的 56、57 号文，支持跨境电商的发展，为国内物流公司提供了走向世界的契机。
- ▶ **从政策层面看，**自 2013 年 3 月至今，多个政府部门已发布多个文件，有综合性的指导意见，也有专项性的园区规划、信息互联、绩效考核、税收改革等，凸显政府决心。尤其是本月国务院印发的《物流业发展中长期规划（2014 - 2020 年）》（以下



简称《规划》），是对于早前政策的梳理和升级，涵盖范围从现状目标到保障实施，明确提出了4个目标、3个重点、7项任务、12项工程、9项保障措施。为确保战略目标的实现，《规划》中明确提出“发展改革委要加强统筹协调，会同有关部门研究制定促进物流业发展三年行动计划，明确工作安排及时间进度，并做好督促检查和跟踪分析，重大问题及时报告。”我们预计未来将有更多、更细的利好政策出台，行业发展环境持续改善。

图表6：近期物流行业政策汇总

发布时间	发布单位	政策名称	重点内容
2015.10	国务院	《国务院办公厅关于促进农村电子商务加快发展的指导意见》	提出加快完善农村物流体系。加强交通运输、商贸流通、农业、供销、邮政等部门和单位及电商、快递企业对相关农村物流服务网络和设施的共享衔接，加快完善县乡村农村物流体系，鼓励多站合一、服务同网。鼓励传统农村商贸企业建设乡镇商贸中心和配送中心，发挥好邮政普遍服务的优势，发展第三方配送和共同配送，重点支持老少边穷地区物流设施建设，提高流通效率。加强农产品产地集配和冷链等设施建设。
2015.10	国务院	《国务院关于促进快递业发展的若干意见》	到2020年，基本建成普惠城乡、技术先进、服务优质、安全高效、绿色节能的快递服务体系，形成覆盖全国、联通国际的服务网络。产业规模跃上新台阶。快递市场规模稳居世界首位，基本实现乡乡有网点、村村通快递，快递年业务量达到500亿件，年业务收入达到8000亿元。提出推进“互联网+”快递，鼓励快递企业充分利用移动互联网、物联网、大数据、云计算等信息技术，优化服务网络布局，提升运营管理效率，拓展协同发展空间，推动服务模式变革，加快向综合性快递物流运营商转型。
2015.09	国务院	《国务院办公厅关于推进线上线下互动加快商贸流通创新发展转型升级的意见》	提出转变物流业发展方式。大力发展智慧物流，运用北斗导航、大数据、物联网等技术，构建智能化物流通道网络，建设智能化仓储体系、配送体系。
2015.07	国务院	《国务院关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》	提出加快建设跨行业、跨区域的物流信息服务平台，提高物流供需信息对接和使用效率。鼓励大数据、云计算在物流领域的应用，建设智能仓储体系，优化物流运作流程，提升物流仓储的自动化、智能化水平和运转效率，降低物流成本。构建物流信息共享互通体系、建设深度感知智能仓储系统、完善智能物流配送调配体系。
2015.05	国务院	《国务院关于大力发展电子商务加快培育经济新动力的意见》	提出要完善物流基础设施，支持物流配送终端及智慧物流平台建设，规范物流配送车辆管理，合理布局物流仓储设施。
2014.09	国务院	《物流业发展中长期规划（2014—2020年）》	《规划》部署加快现代物流业发展，建立和完善现代物流服务体系，提升物流业发展水平，为全面建成小康社会提供物流服务保障。《规划》提出了农产品物流、制造业物流与供应链管理、再生资源回收物流等12项重点工程。
2014.08	国务院	《关于加快发展生产性服务业促进产业结构调整升级的指导意见》	《意见》提出以产业转型升级需求为导向，进一步加快生产性服务业发展，引导企业进一步分离和外包非核心业务，向价值链高端延伸，促进我国产业逐步由生产制造型向生产服务型转变。
2014.07	交通运输部	《交通运输部物流信息互联共享标准》	
2014.05	商务部	《城市配送统计指标体系及绩效评估方法》	对城市配送定义、统计指标和评价体系做了规范规定。

资料来源：中金公司研究部

### 未来展望：规模化、科技化、专业化将是趋势

尽管物流配送出现了前所未有的爆发式增长，但由于现阶段物流配送公司分散，标准各异，同时管理的粗放，使得物流配送体系停留在价格竞争的阶段，盈利能力十分低下，从而影响服务水平的提升。我们认为规模化、专业化和科技化是当下物流配送的核心因素。

#### 规模降低成本

物流行业既有的粗放增长和简单服务不可持续，也无法在产业结构调整 and 改变发展方式中发挥基础性作用。因此，《规划》积极鼓励物流企业通过参股控股、兼并重组、协作联盟等方式做大做强，也明确了要完善法规制度和规范市场秩序，我们认为物流行业将进入一个兼并收购期，必然由“分散”走向“集中”。

- ▶ **生产企业**：效率较高的内部物流逐渐独立，演变为专注于某个产业的第三方物流公司；而效率不高的内部物流逐渐被淘汰，外包给第三方物流。
- ▶ **物流企业**：不规范或经营不佳的公司被淘汰，此外还能承接部分生产企业的外包业务，网络型、高效率的物流公司将获得兼并收购和承接市场份额的发展机会。

此外，只有规模化、标准化才能快速推进和有效监控，也利于总体成本的下降。



### 专业创造价值

**专业化体现在子行业运输的专业性。**物流运送的物品千差万别，这一点在电商推动的物流需求上体现的尤为明显，网络购物有日用百货、食品、酒类饮料、药品、服装乃至厨房用品、卫生洁具等，不同的商品对配送的要求（如时效、包装等）都不尽相同，物流的服务质量和运输方式也就大相径庭。但是当下物流基本上是小而全，大而全，什么货都接，什么货都运，并没有自己专业化的产品，这样大大增加了运输的难度并大大降低了运输的效率。我们预测未来能够开拓子行业专业运输的公司能够迅速的抢占市场份额，我们看好海尔日日顺物流和美的安德物流开放平台后对大家电运输的渗透。

**同时专业化还进一步体现在对于运输产品的标准化。**首先应是商品的标准化，能够高效解决商品的分类，提供分类配送；其次是物流基础设施的标准化，建立标准化的设备（如托盘，货架等），流程和信息系统等；最后是配送服务的标准化，从配送工具，到配送效率等，对应商品标准化，而推动配送服务产品的标准化。

### 科技提升效率

物流的快速发展催生出了各种先进的高科技手段。比如，运输车辆的大型化、高速化、专用化，部分电商采购了避震性专用车辆，很多仓库采用了立体化立体货架，包装分拣采用自动分拣设备，配送人员手握终端也大量使用，企业信息处理和传输也出现了智能化、高速化、可视化等趋势。虽然目前技术手段迈出了一大步，但物流行业整体现代化水平不高。

因信息传递不畅或错误而导致运输过程中的等待、空载、差错等，都使物流业效率不高，因此，1) 云计算、大数据、移动互联等信息化建设是必然；2) 各地物流园、各运输方式的平台对接、信息共享也尤为重要。此外，第三方物流和生产企业的 IT 对接，有助于双方效率的共同提升。



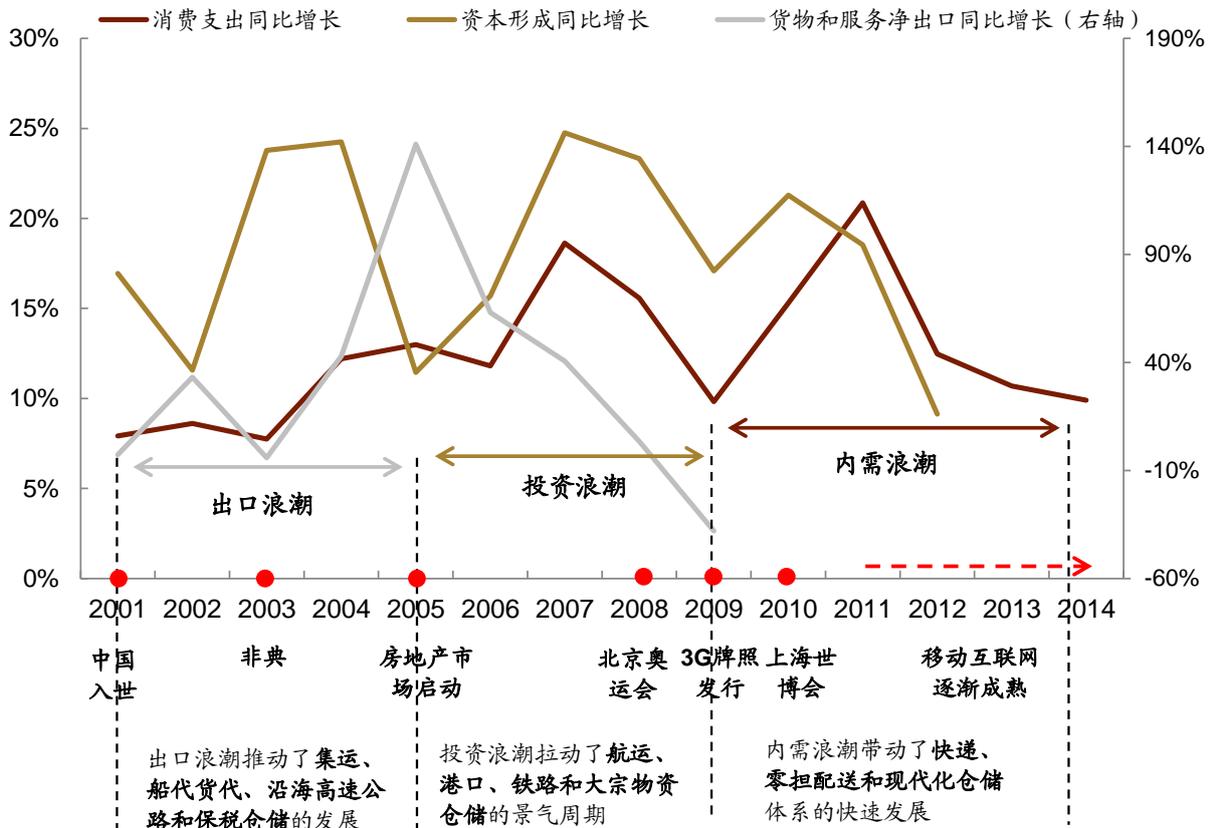
## 第三方物流普及，供应链应运而生

### 三次浪潮推动中国物流快速发展

我国现代物流发展历程可以划分为三个阶段：1) 建国初期至改革开放前，处于物流的萌芽阶段；2) 改革开放至九十年代中期，物流的学习和引进阶段；3) 九十年代中期至今，物流的起步和发展阶段。

近10年，得益于出口、投资和内需的三次浪潮推动，中国物流行业经历了快速发展。

图表7：近10年的三次浪潮推动物流发展



资料来源：万得资讯，网络信息整理，中金公司研究部

图表8：外包物流分类

类别	定义	特点
第一方物流	供应方为了提供某种商品而进行的物流（如供应商送货上门）	1、卖方物流 2、自行投资建设物流网络、物流设备 3、自行进行业务组织与管理
第二方物流	需求方需要采购某种商品而进行的物流（如赴产地采购，自行运回商品）	1、买方物流 2、自建物流体系，有较大自主权
第三方物流	企业动态地配置自身功能和服务，由第三方专业企业来承担企业物流活动的一种物流形态	以合同或契约为约束，可提供个性化的物流服务，物流功能专业化、管理系统化、信息网络化
第四方物流	供应链的集成商，通过拥有的信息技术、整合能力以及其他资源提供一套完整的供应链解决方案	为前三方物流提供物流规划、咨询、物流信息系统、供应链管理等活动
第五方物流	为其余四方提供信息支持，如物流人才培养、供应链物流系统优化、供应链资本运作等	1、数字物流 2、提供信息处理设备、技术手段和管理方法

资料来源：百度百科，网络信息整理，中金公司研究部



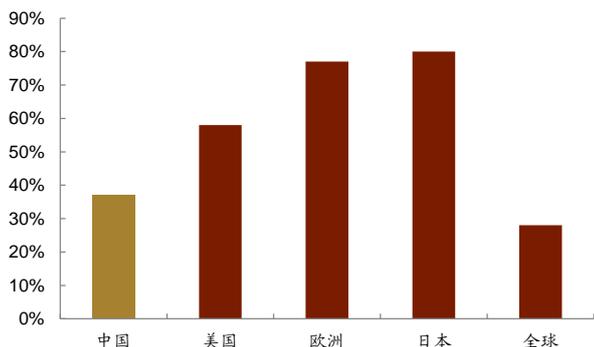
### 第三方物流发展并普及

第三方物流被认为是物流经营人在相对长期的时间段内按照约定的方式，为客户提供个性化的系列物流服务，也被称之为合同物流。

第三方物流公司过去几年发展迅速，由于：1) 规模效应明显，成本低；2) 在选址、库存管理、精益生产等方面为企业提供更多的灵活性；3) 使得公司能够集中于它的核心竞争力。

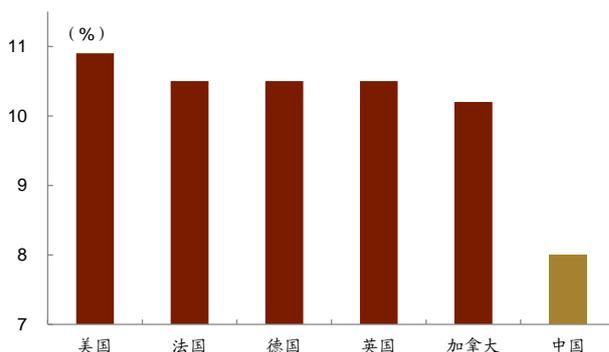
截至2014年，中国物流外包率已达37%，超过全球均值的27%；2) 第三方物流的普及度亦有提高，占整体物流的比重，虽然较发达国家还有差距，但基本持平亚太国家均值。

图表9：外包物流占总物流比例



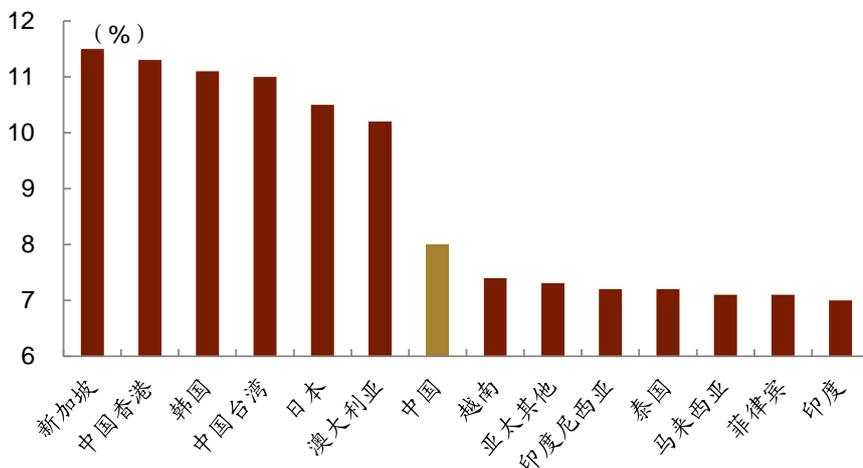
资料来源：银联信，中金公司研究部

图表10：第三方物流占比（中国vs发达国家）



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表11：第三方物流占比（中国vs亚太国家）



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

从发展历史看，第三方物流公司大致分成三类：

- ▶ **一是本土转型**，1) 一类是从传统的运输、储运或贸易公司转变而来，通过拓展和延伸其对客户的物流服务，不断向现代物流企业升级靠拢。这类公司以国企为主，一般具备客户和网络双重优势，比如外运发展、建发股份、华贸物流、厦门国贸、象屿股份等。2) 一类是下游企业跨界发展而来，比如海尔、美的、京东等。前者自营运输比重低，后者几乎全部自营运输。
- ▶ **二是国际巨头**，这些国际物流公司或者是随其国外客户进入中国，或看中中国发展，成立分公司或合资公司。如UPS、FedEx、DHL、TNT等。自营运输比重很高。



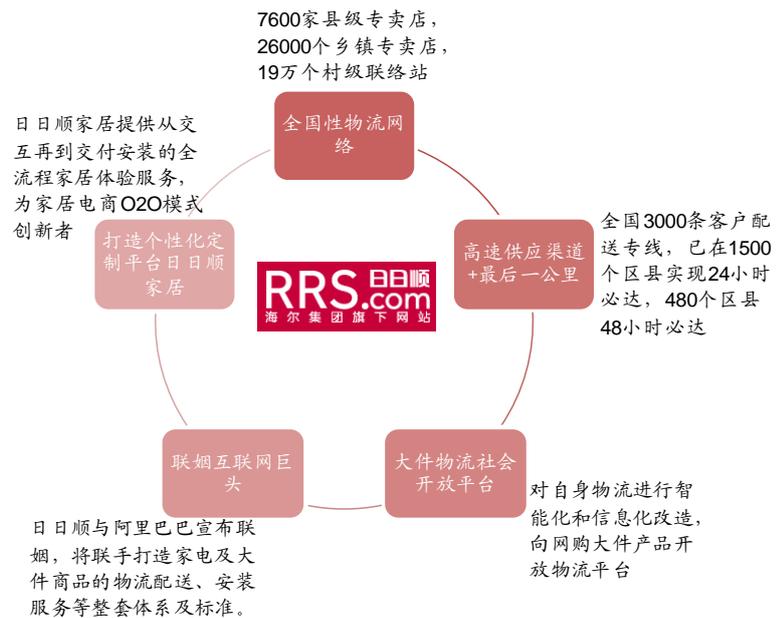
- ▶ 三是本土新兴，这些公司成立之初即定位第三方物流，一般具备先进的经营理念、多样化的服务手段、科学的管理模式，在细分市场获得一席之地。比如怡亚通、普路通、德邦物流、申通快递、澳洋顺昌、飞马国际等。自营运输比重很高。

图表 12：中外运“一站式在线物流交易服务”



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 13：海尔日日顺物流



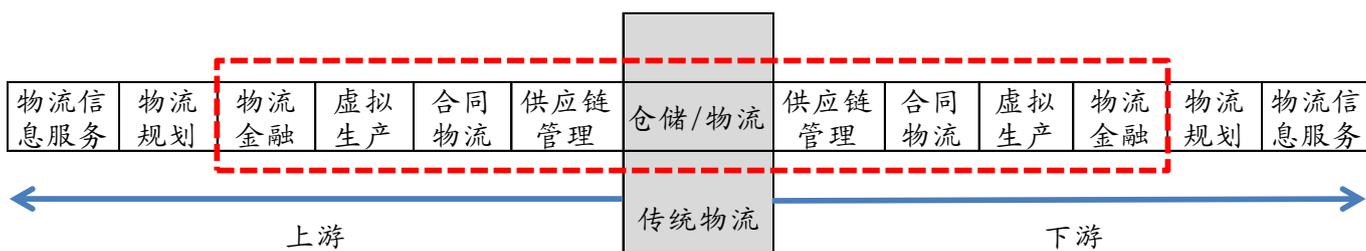
资料来源：公司资料，中金公司研究部

### 供应链公司应运而生

随着下游行业竞争日益激烈、社会分工不断细化，第三方物流公司开始参与到客户更多的业务环节，服务范围逐渐扩展，从合同物流向虚拟生产、物流金融等拓展，升级为第四方物流，即供应链物流。



图表 14：中国物流企业发展逻辑图

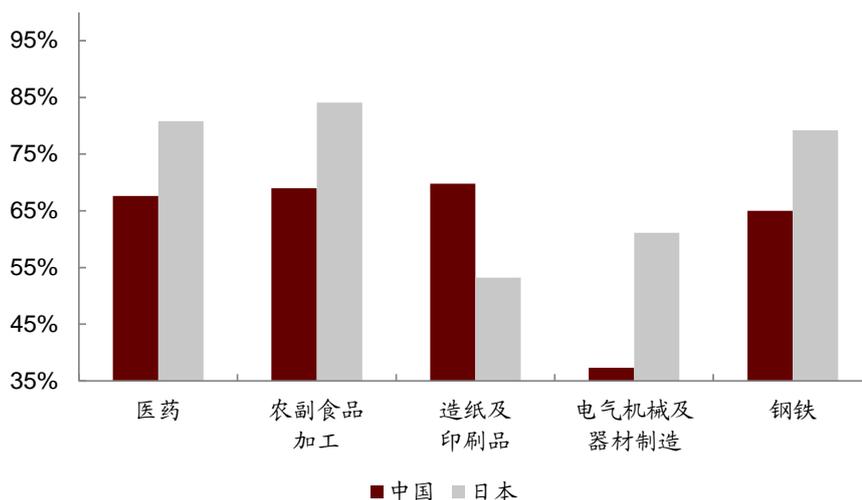


资料来源：中国物流采购与联合会，中金公司研究部

目前，中国供应链物流渗透度高的行业是大宗商品（如钢铁、矿石、煤炭、纸浆），有一定渗透度的行业是快消品行业（如食品饮料日化、3C产品的元器件）。

从能获取的数据来看，中国第三方物流在大部分行业的渗透率都低于日本，我们预计供应链公司的发达程度更低。

图表 15：物流外包比例（中国 vs 日本）



资料来源：万得资讯，中金公司研究部



## 供应链公司不可或缺，未来空间广阔

### 为什么需要供应链公司？

我们认为，供应链公司之所以应运而生，主要得益于上游生产方和渠道商的力量悬殊，体现为：1) 生产方寡头垄断、渠道商极度分散；2) 生产方要求款到提货，渠道商资金紧张；3) 终端客户竞争激烈，渠道长而利润薄。

以钢铁行业为例，宝钢集团、河北钢铁集团等市场份额大，产品相对热销，一般的经销商提货基本需要款到发货，太小的经销商一般不具备资金实力，且即使有资金实力，但因购买量过小，无法直接购买。此时，钢铁供应链公司可以解决小型经销商的问题，通过：1) 合并小经销商订单，购买后再分拆，可以减少商品在各层经销商中的流通次数，即减少了加价次数；2) 提供金融服务，小型经销商缺乏资金或直接贷款利率很高，供应链公司凭借资金实力，提供贷款服务。此外，供应链公司还提供运输服务，虽然大部分供应链公司也采购第三方物流，但其集合多家小经销商的运输和仓储需求，获得的费率远低于小经销商。

### 供应链公司赚什么钱？

我们认为供应链公司的盈利构成主要有3个部分：1) 物流服务费：提供运输和仓储等物流服务。2) 批零价差：凭借大量采购获得价格优势及售后返佣，和客户共同分享价差。3) 供应链金融的息差。

### 未来发展方向在哪里？

展望未来，我们认为供应链物流行业虽然挑战不小，但机遇更大。

- ▶ **挑战：1) 竞争激烈。**由于下游客户较为分散，竞争激烈体现在：赚取的批零价差缩小、供应链息差缩小。**2) 规模扩张和风险控制相互制约。**规模扩张的难点在两个，一个是跨行业发展，不同行业客户和物流需求等差异很大，跨行业发展很有难度；二个是同行业份额提升，部分行业的地域性太强，且物流配送有经济范围，跨地区扩张规模效应不明显；供应链金融服务的发展受制于公司自身的资金规模、及对风险控制的松紧。
- ▶ **机遇：1) 发展空间巨大。**中国物流现状落后，但经济的转型、升级倒逼物流行业快速发展，从第三方物流的渗透率看到，我国物流业发展空间巨大。**2) 赢利点有望增加。**目前，部分物流公司开始涉足物流规划和信息服务，但目前仅仅是探索阶段，并未给公司带来高额回报。展望未来，信息和规划有望成为供应链公司的两大新增盈利点。

### 看好什么公司？

在供应链公司中，我们遵从两条选股逻辑：

- ▶ **所处行业增长稳定，公司优势明显，市场份额持续扩张。**如怡亚通(002183.SZ)，身处快消品行业，增长稳定；公司与强势代理强强联合，缩减行业代理层级，线下线上双网覆盖三四五线城市；先发优势明显，市场份额持续快速扩张。
- ▶ **细分行业龙头，优秀管理能力可复制。**如澳洋顺昌(002245.SZ)，既有业务稳定增长，凭借优秀的管理能力，积极但稳健地寻找并投入新行业，创造新的盈利增长点。



图表 16: 可比公司估值表

公司	股票代码	股价	市盈率 (X)				市净率 (X)				净资产收益率 (%)				CAGR	PEG
			2016-02-05	2014	2015E	2016E	2017E	2014	2015E	2016E	2017E	2014	2015E	2016E		
<b>A股上市公司</b>																
建发股份*	600153.SH	17.31	18.4	18.7	16.6	13.8	2.9	2.6	2.3	2.0	16.2	14.7	14.9	15.8	5%	3.2
中储股份	600787.SH	7.76	26.4	23.3	21.3	19.4	2.4	1.9	1.8	1.6	9.4	9.6	9.1	8.9	11%	1.9
外运发展*	600270.SH	18.84	27.6	17.1	14.8	12.7	2.6	2.4	2.2	2.0	10.2	14.5	15.5	16.7	37%	0.4
怡亚通*	002183.SZ	28.11	93.4	63.3	41.7	27.8	9.2	8.0	6.7	5.4	10.7	13.4	17.4	21.4	50%	0.8
保税科技	600794.SH	5.13	47.0	54.0	46.6	42.8	3.4	2.9	2.7	2.6	8.6	5.6	6.2	6.2	0%	112.2
恒基达鑫	002492.SZ	11.45	61.9	104.1	95.4	81.8	3.1	2.8	2.7	2.7	5.1	2.6	2.9	3.3	-19%	n.m.
澳洋顺昌*	002245.SZ	7.18	40.9	27.9	25.9	16.2	4.1	3.5	3.1	2.5	12.3	13.6	12.7	17.1	26%	1.0
飞力达	300240.SZ	17.65	132.4	80.2	76.7	n.a.	4.5	n.a.	n.a.	n.a.	3.5	n.a.	n.a.	n.a.	31%	2.4
华贸物流	603218.SH	7.77	53.6	40.3	29.9	24.4	4.5	2.5	2.4	2.2	8.7	9.4	12.0	13.1	34%	0.9
厦门国贸	600755.SH	6.03	10.6	n.a.	n.a.	n.a.	1.4	n.a.	n.a.	n.a.	13.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
象屿股份	600057.SH	9.94	31.0	33.9	21.8	15.3	2.7	2.1	1.9	1.7	11.2	7.0	9.1	11.7	19%	1.1
瑞茂通	600180.SH	14.90	26.0	27.1	22.6	17.8	6.1	5.2	4.3	3.5	25.7	15.5	15.6	17.5	7%	3.2
<b>平均值</b>			<b>67.5</b>	<b>45.2</b>	<b>36.3</b>	<b>25.9</b>	<b>4.7</b>	<b>3.2</b>	<b>2.9</b>	<b>2.5</b>	<b>10.8</b>	<b>10.2</b>	<b>11.0</b>	<b>12.7</b>	<b>33%</b>	<b>11.1</b>
<b>中值</b>			<b>44.0</b>	<b>33.9</b>	<b>25.9</b>	<b>19.4</b>	<b>3.8</b>	<b>2.6</b>	<b>2.4</b>	<b>2.2</b>	<b>9.8</b>	<b>9.6</b>	<b>10.6</b>	<b>13.1</b>	<b>19%</b>	<b>1.5</b>
<b>H股上市公司</b>																
利丰	494.HK	4.62	10.8	13.0	11.8	10.8	1.9	1.7	1.7	1.6	11.6	13.6	14.7	15.3	-4%	n.m.
中国外运*	598.HK	3.16	9.1	8.1	8.2	7.4	0.8	0.8	0.8	0.7	9.7	10.5	10.2	10.2	5%	1.6
深圳国际	152.HK	12.22	9.4	11.0	10.9	9.7	1.3	1.2	1.1	1.0	14.1	11.9	10.5	10.8	-7%	n.m.
嘉里物流	636.HK	11.00	19.0	16.0	15.0	13.9	1.3	1.2	1.1	1.0	11.8	8.0	8.0	7.7	13%	1.2
瀚洋物流	1803.HK	0.68	42.5	n.a.	n.a.	n.a.	9.6	n.a.	n.a.	n.a.	7.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>平均值</b>			<b>18.2</b>	<b>12.0</b>	<b>11.5</b>	<b>10.4</b>	<b>3.0</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>	<b>1.1</b>	<b>10.9</b>	<b>11.0</b>	<b>10.8</b>	<b>11.0</b>	<b>2%</b>	<b>1.4</b>
<b>中值</b>			<b>10.8</b>	<b>12.0</b>	<b>11.4</b>	<b>10.3</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>	<b>1.1</b>	<b>1.0</b>	<b>11.6</b>	<b>11.2</b>	<b>10.4</b>	<b>10.5</b>	<b>0%</b>	<b>1.4</b>
<b>国际上市公司</b>																
普洛斯	GLP.SP	1.685	29.1	33.0	24.8	25.5	0.9	0.9	0.9	0.9	8.0	4.0	4.6	4.5	8%	3.0
UPS	UPS.US	96.3	20.3	18.2	16.7	15.4	40.7	20.3	22.5	20.0	70.4	158.5	166.3	206.0	10%	1.6
FedEx	FDX.US	134.2	19.9	15.1	12.7	11.2	2.5	2.3	2.3	2.0	14.2	16.0	18.7	18.7	25%	0.5
CH Robinson	CHRW.US	67.5	22.1	19.3	17.9	16.7	9.4	9.1	8.1	7.2	45.3	46.5	45.1	45.1	11%	1.6
大和控股	9064.JP	2,498	30.4	25.6	25.5	23.3	1.9	1.9	1.8	1.7	6.4	7.3	7.1	7.4	9%	2.8
三菱仓库	9301.JP	1,516	31.2	32.7	28.6	27.6	1.1	1.1	1.0	1.0	3.7	3.4	3.5	3.6	4%	6.4
Glovis	086280.KS	202,500	14.2	18.2	13.6	12.7	2.7	2.5	2.1	1.9	21.0	14.2	16.7	15.5	2%	6.5
<b>平均值</b>			<b>23.9</b>	<b>23.2</b>	<b>19.9</b>	<b>18.9</b>	<b>8.5</b>	<b>5.4</b>	<b>5.5</b>	<b>5.0</b>	<b>24.1</b>	<b>35.7</b>	<b>37.4</b>	<b>43.0</b>	<b>10%</b>	<b>3.2</b>
<b>中值</b>			<b>22.1</b>	<b>19.3</b>	<b>17.9</b>	<b>16.7</b>	<b>2.5</b>	<b>2.3</b>	<b>2.1</b>	<b>1.9</b>	<b>14.2</b>	<b>14.2</b>	<b>16.7</b>	<b>15.5</b>	<b>9%</b>	<b>2.8</b>

\*数据为中金预测，其他为市场预测数据，来自彭博资讯和Wind

资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部



# 怡亚通

## 顺应时代，颠覆时代

### 投资亮点

线下零售渠道不可替代，怡亚通整合分销环节颠覆传统模式，有望成长为中国分销环节的沃尔玛。当前位置，考虑：1) 股价已随大盘大幅回调，2) 深度 380 模式获得验证，进入快速增长期；3) 后续线上平台，O2O 外延值得期待，我们**首次覆盖给予推荐评级**，目标价 **45 元**。

**精选细分市场，百倍空间可期。**公司深度 380 业务主攻三四五线城市快消品线下销售市场，目前收入规模约 300 亿。考虑快消品：1) 量价稳定，存货风险较小；2) 低单价、高时效造成网购渗透率仅 4%；3) 下线城市将是未来线下销售的高增长点，我们认为公司定位合理。预计对应市场规模可达 3.5 万亿，百倍空间可期。

**模式已获验证，后续高速增长。**国内分销环节总体太大侵蚀利润、个体太小竞争力差，成本高而效率低，经济下行倒逼改革。380 模式通过扁平化、规模化、信息化降低物流总成本，带来生产商、渠道商、零售商三赢，近三年收入翻 2 翻，进入高速增长期。平台管理模式高效，后续品类扩张、规模海淘值得期待。

**股价回调买点展现，后续 O2O 外延看点颇多。**年初至今公司股价已下调 40%，目前仅 41.7 倍 2016 P/E，买点展现。后续看宇商网与 380 平台“天地互补”进一步降本增效，O2O 全渠道布局打开想象空间。

### 财务预测

考虑 380 平台进入高速发展期，规模效应提升带来利润率改善，我们预计公司 2015~2017 年净利润分别为 4.61 亿元、6.99 亿元和 10.47 亿元，对应全面摊薄 EPS 0.44 元、0.67 元和 1.01 元。

### 估值与建议

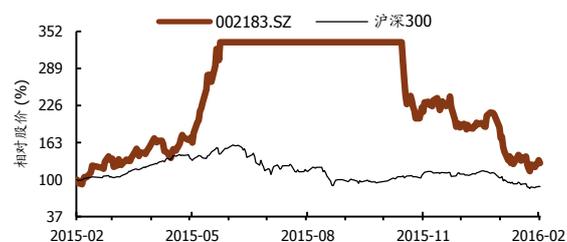
当前股价对应 2016/17 年的 P/E 分别是 41.7x 和 27.8x。考虑当前股价安全边际较高，深度 380 平台进入高速增长期贡献业绩，后续 O2O 外延看点颇多，**首次覆盖给予推荐评级**，目标价 **45 元**，对应 67x 2016P/E。

### 风险

经济增速放缓，深度供应链业务推进低于预期。

### 首次覆盖推荐

股票代码	002183.SZ
评级	* 推荐
最新收盘价	人民币 28.11
目标价	人民币 45.00
52 周最高价/最低价	人民币 74.78~19.82
总市值(亿)	人民币 292
30 日日均成交额(百万)	人民币 1,063.48
发行股数(百万)	1,038
其中：自由流通股(%)	96
30 日日均成交量(百万股)	36.53
主营行业	仓储物流



(人民币 百万)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	22,142	32,930	46,259	61,070
增速	90.5%	48.7%	40.5%	32.0%
归属母公司净利润	312	461	699	1,047
增速	55.9%	47.5%	51.7%	49.9%
每股净利润	0.30	0.44	0.67	1.01
每股净资产	3.05	3.53	4.21	5.22
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-3.16	-1.23	-2.16	-1.51
市盈率	93.4	63.3	41.7	27.8
市净率	9.2	8.0	6.7	5.4
EV/EBITDA	43.0	31.7	25.8	20.9
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
平均总资产收益率	1.7%	1.9%	2.4%	3.1%
平均净资产收益率	10.7%	13.5%	17.4%	21.4%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部



## 财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	主要财务比率	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	22,142	32,930	46,259	61,070	营业收入	90.5%	48.7%	40.5%	32.0%
营业成本	20,383	30,374	42,774	56,525	营业利润	46.3%	43.7%	52.6%	50.5%
营业税金及附加	54	80	113	149	EBITDA	112.8%	42.7%	32.3%	30.6%
营业费用	104	181	245	311	净利润	55.9%	47.5%	51.7%	49.9%
管理费用	880	1,185	1,619	2,076	<b>盈利能力</b>				
财务费用	423	605	708	774	毛利率	7.9%	7.8%	7.5%	7.4%
其他	130	60	60	60	营业利润率	1.8%	1.7%	1.9%	2.1%
营业利润	392	563	860	1,294	EBITDA 利润率	4.0%	3.8%	3.6%	3.6%
营业外收支	27	31	33	34	净利润率	1.4%	1.4%	1.5%	1.7%
利润总额	419	594	892	1,328	<b>偿债能力</b>				
所得税	95	119	178	266	流动比率	1.09	1.08	1.16	1.22
少数股东损益	-12	-15	-15	-15	速动比率	0.88	0.84	0.88	0.91
归属母公司净利润	312	461	699	1,047	现金比率	0.46	0.36	0.29	0.26
EBITDA	881	1,257	1,663	2,172	资产负债率	82.1%	83.2%	83.5%	83.0%
<b>资产负债表</b>					净债务资本比率	221.5%	266.4%	264.3%	231.1%
货币资金	7,516	7,493	6,725	6,755	<b>回报率分析</b>				
应收账款及票据	5,709	8,051	10,931	13,892	总资产收益率	1.7%	1.9%	2.4%	3.1%
预付款项	1,197	1,780	2,501	3,012	净资产收益率	10.7%	13.5%	17.4%	21.4%
存货	3,351	4,827	6,563	8,363	<b>每股指标</b>				
其他流动资产	81	81	81	81	每股净利润 (元)	0.30	0.44	0.67	1.01
流动资产合计	17,854	22,232	26,801	32,102	每股净资产 (元)	3.05	3.53	4.21	5.22
固定资产及在建工程	515	551	596	640	每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产及其他长期资产	3,008	3,001	2,998	2,994	每股经营现金流 (元)	-3.16	-1.23	-2.16	-1.51
非流动资产合计	3,999	4,117	4,219	4,319	<b>估值分析</b>				
资产合计	21,853	26,349	31,020	36,421	市盈率	93.4	63.3	41.7	27.8
短期借款	13,383	16,109	17,109	18,109	市净率	9.2	8.0	6.7	5.4
应付账款及票据	1,258	2,913	4,102	5,420	EV/EBITDA	43.0	31.7	25.8	20.9
其他流动负债	1,790	1,594	1,862	2,682	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动负债合计	16,431	20,616	23,073	26,211					
应付长期债券	1,150	1,150	1,150	1,150					
非流动负债合计	1,365	1,165	2,665	3,864					
负债合计	17,948	21,933	25,890	30,228					
股东权益合计	3,168	3,665	4,364	5,412					
少数股东权益	736	751	766	781					
负债及股东权益合计	21,853	26,349	31,020	36,421					
<b>现金流量表</b>									
净利润	312	461	699	1,047					
折旧和摊销	50	72	78	85					
营运资本变动	3,579	2,368	3,680	3,433					
其他	-405	0	0	0					
经营活动现金流	-3,280	-1,276	-2,240	-1,572					
投资活动现金流入	0	0	0	0					
投资活动现金流出	-54	-130	-120	-125					
投资活动现金流	-54	-130	-120	-125					
股权融资	0	37	0	0					
银行借款	6,833	1,952	2,300	2,500					
其他	390	0	0	0					
筹资活动现金流	3,751	1,383	1,592	1,726					
汇率变动对现金的影响	1	0	0	0					
现金净增加额	417	-23	-768	30					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

## 公司简介

深圳市怡亚通供应链股份有限公司成立于1997年，总部设在深圳，是中国布局全球的供应链服务商之一。公司主营生产型供应链服务、流通消费型供应链服务、供应链金融服务以及全球采购供应链四大核心业务，为公司提供采购（执行）、虚拟生产、分销（执行）等除核心业务之外其他环节的全程供应链服务。服务客户包含苹果公司、通用电气等国内外知名企业。



# 澳洋顺昌

## 现有业务支撑估值，新兴业务值得期待

### 投资亮点

LED 业务继续扩张，传统业务稳中有进，足以支撑目前估值；鉴于管理机制优秀，我们期待后续新兴业务的发展。**首次覆盖给予推荐评级，目标价 9.0 元。**

**LED 业务成本优势明显，二期扩产推升业绩。**政策激励、渗透率提升造就中国 LED 照明市场既大又快（2014 年规模 1700 亿元，增速维持 48%），空间巨大。往后看，考虑 1) LED 行业技术更新放缓、供需关系改善，降价趋势有望减缓；2) 公司后发先至，成本优势明显；3) 公司产能随二期项目提升，至 2017 年达 444 万片/年，同比增长 150%，我们预计后续 LED 业务将助力业绩快速增长。

**管理机制优异，传统业务稳中有进。**公司采用内部公司制管理模式，最小单位核算，降本增效，激励到位。在经济放缓、大宗降价背景下，金属物流业务毛利近年维持 3.5% 稳定增长，利润率 4 倍于行业平均，为开展新兴业务做好铺垫。

**IGBT 等新业务值得期待，三次创业打开想象空间。**公司拟新投资硅基材料 IGBT 和 Superjunction，以及碳化硅宽禁带研发生产线，获当地政府大力支持。考虑相关产业：1) 涉及安防，技术空缺，政策扶持力度强；2) 目前 90% 依赖进口，代替空间大；3) 下游应用广，产品销路多，我们看好该业务发展空间。同时，公司后续三次创业也值得期待。

### 财务预测

考虑公司 LED 二期项目将于 2017 年全面投产，推动业绩上升，我们预计公司 2015~2017 年净利润分别为 2.51 亿元、2.70 亿元和 4.31 亿元，对应全面摊薄 EPS 0.26 元、0.28 元和 0.44 元。

### 估值与建议

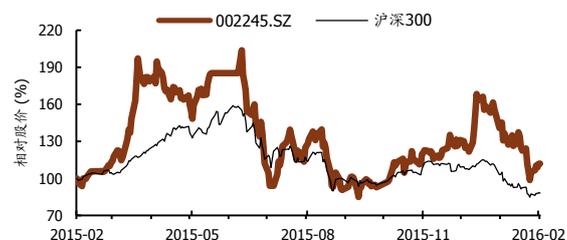
当前股价对应 2016 年 P/E 分别是 26 倍，低于物流板块均值 40 倍和 LED 板块均值 55 倍。考虑公司 LED+传统业务保障业绩增长，管理制度优秀，后续创业值得期待，**首次覆盖给予推荐评级。**采用分部估值法，综合考虑：1) 传统业务稳中有进，给予 20 倍 2016 P/E；2) LED 业务后续随产能扩张快速增长，IGBT 等新兴业务空间巨大，给予 50 倍 2016 P/E；3) 新旧业务协同效应较低，给予 90% 的估值折价，**最终给予目标价 9.0 元。**

### 风险

LED 产品单价大幅下滑，新兴业务推进低于预期。

### 首次覆盖推荐

股票代码	002245.SZ
评级	* 推荐
最新收盘价	人民币 7.18
目标价	人民币 9.00
52 周最高价/最低价	人民币 13.88~5.41
总市值(亿)	人民币 70
30 日日均成交额(百万)	人民币 152.18
发行股数(百万)	974
其中：自由流通股(%)	92
30 日日均成交量(百万股)	19.14
主营行业	仓储物流



(人民币 百万)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,590	1,648	1,947	2,922
增速	6.4%	3.7%	18.1%	50.1%
归属母公司净利润	171	251	270	431
增速	83.3%	47.0%	7.6%	59.6%
每股净利润	0.18	0.26	0.28	0.44
每股净资产	1.75	2.03	2.34	2.84
每股股利	0.04	0.03	0.03	0.04
每股经营现金流	0.19	0.54	0.41	0.55
市盈率	40.9	27.9	25.9	16.2
市净率	4.1	3.5	3.1	2.5
EV/EBITDA	24.5	19.9	18.9	11.6
股息收益率	0.5%	0.4%	0.4%	0.6%
平均总资产收益率	7.7%	10.0%	8.3%	9.6%
平均净资产收益率	12.3%	13.6%	12.7%	17.1%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部



## 财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	主要财务比率	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	1,590	1,648	1,947	2,922	营业收入	6.4%	3.7%	18.1%	50.1%
营业成本	1,229	1,237	1,469	2,139	营业利润	26.2%	32.5%	9.4%	72.5%
营业税金及附加	5	5	6	8	EBITDA	29.3%	16.4%	25.4%	69.6%
营业费用	27	29	32	45	净利润	83.3%	47.0%	7.6%	59.6%
管理费用	72	86	99	146	<b>盈利能力</b>				
财务费用	15	-4	18	26	毛利率	22.7%	24.9%	24.6%	26.8%
其他	0	0	0	0	营业利润率	14.0%	17.9%	16.6%	19.1%
营业利润	223	296	324	558	EBITDA 利润率	19.2%	21.6%	22.9%	25.8%
营业外收支	26	70	70	70	净利润率	10.7%	15.2%	13.9%	14.7%
利润总额	249	366	394	628	<b>偿债能力</b>				
所得税	43	63	68	109	流动比率	2.76	5.24	1.53	1.30
少数股东损益	35	52	56	89	速动比率	2.36	4.74	1.38	1.19
归属母公司净利润	171	251	270	431	现金比率	0.19	0.93	0.13	0.07
EBITDA	305	355	445	755	资产负债率	32.0%	21.5%	43.5%	44.1%
<b>资产负债表</b>					净债务资本比率	10.1%	净现金	45.1%	47.2%
货币资金	108	280	133	103	<b>回报率分析</b>				
应收账款及票据	524	544	644	973	总资产收益率	7.7%	10.0%	8.3%	9.6%
预付款项	50	52	61	92	净资产收益率	12.3%	13.6%	12.7%	17.1%
存货	228	153	153	153	<b>每股指标</b>				
其他流动资产	646	555	544	544	每股净利润 (元)	0.18	0.26	0.28	0.44
流动资产合计	1,555	1,584	1,536	1,865	每股净资产 (元)	1.75	2.03	2.34	2.84
固定资产及在建工程	784	749	2,298	2,880	每股股利 (元)	0.08	0.03	0.03	0.04
无形资产及其他长期资产	140	152	163	174	每股经营现金流 (元)	0.19	0.54	0.41	0.55
非流动资产合计	947	924	2,484	3,077	<b>估值分析</b>				
资产合计	2,503	2,508	4,020	4,943	市盈率	40.9	27.9	25.9	16.2
短期借款	280	0	650	900	市净率	4.1	3.5	3.1	2.5
应付账款及票据	159	165	195	292	EV/EBITDA	24.5	19.9	18.9	11.6
其他流动负债	125	137	159	241	股息收益率	0.5%	0.4%	0.4%	0.6%
流动负债合计	564	302	1,003	1,433					
应付长期债券	0	0	510	510					
非流动负债合计	237	237	747	747					
负债合计	800	539	1,750	2,180					
股东权益合计	1,702	1,975	2,276	2,769					
少数股东权益	298	350	405	494					
负债及股东权益合计	2,503	2,508	4,020	4,943					
<b>现金流量表</b>									
净利润	171	251	270	431					
折旧和摊销	48	64	104	171					
营运资本变动	-116	163	-47	-179					
其他	25	-4	18	26					
经营活动现金流	182	525	400	537					
投资活动现金流入	360	-1	-1	-1					
投资活动现金流出	575	40	1,664	764					
投资活动现金流	-215	-40	-1,664	-764					
股权融资	517	0	0	0					
银行借款	-404	-280	1,160	250					
其他	41	0	0	0					
筹资活动现金流	67	-312	1,117	197					
汇率变动对现金的影响	-2	0	0	0					
现金净增加额	31	173	-147	-30					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

## 公司简介

江苏澳洋顺昌股份有限公司是横跨金属物流、新能源和金融三大领域的综合型民营企业，同时也是江苏张家港地区 3C 物流的领军者。公司成立于 2002 年，总部位于江苏张家港。最初专业从事金属材料物流供应链，包括仓储、分拣、套裁、包装、配送及相应的技术支持服务等。2009 年，公司进入小额贷款业务领域。自 2011 年起，公司逐步进入 LED 外延片及芯片制造领域。目前，公司控股子公司遍布张家港、上海、东莞、淮安、扬州地区，客户遍布长三角和珠三角地区。



## 附录：美国主要物流公司简介

由于美国物流行业发展时间较长，行业比较成熟，因此大型的物流企业或多或少都提供运输、仓储、整体物流咨询与优化等服务，整体比较接近于供应链综合管理企业这一较高级的形式，难以归类到某一个子行业。

由于没有独立的大型物流管理咨询公司，在货运代理和运输仓储这两个子行业中，我们分别对罗宾逊全球物流、UPS、DHL、FedEx 这四个公司做简要介绍。

### 1、罗宾逊全球物流（C.H. Robinson Worldwide）

C.H. Robinson Worldwide 创建于 1905 年，是北美最大的第三方物流公司，在北美、南美以及欧洲提供全球多模式的运输服务及后勤解决方案。通过与汽运公司签订合同，CHRW 拥有全美唯一的汽运能力最大的运输网络。

目前，CHRW 的业务范围包括道路运输、海运、空运、清关、专案物流、仓储、外包解决方案以及 Robinson Fresh（新鲜果蔬的采购供应、温控运输、数据、库存与品类管理）。

#### ► 发展简介

CHRW 建立之初是一家农产品贸易公司，主要经营水果和蔬菜。1945 年左右，为了支持贸易业务，CHRW 开始提供农产品运输服务。最初运输通过铁路进行，1955 年 CHRW 开始涉足被 ICC 免除管制商品的卡车运输业务。1968 年，成立了两家子公司（一家名为 Meat Packers Express 的合同运输商，以及一家名为 ROBCO Transportation, Inc. 的非固定路线运输商），正式开展管制商品的卡车运输业务。1988 年，CHRW 开始提供多式联运服务。1989 年，成立 C.H. Robinson International, Inc.，业务扩展到货代、无船公共承运人以及清关。1990 年，开始提供航空货运服务。

CHRW 在北美地区之外的扩张开始的比较晚，主要通过收购活动来完成。此外，3PL 业务的发展依赖收购。

图表 17：罗宾逊主要收购活动

时间	收购对象	区域	简介
1993	Transec	欧洲	法国的一家卡车运输商
1998	Preferred Translocation Systems Comexter Group	-- 南美	轻资产 3PL 公司 运输和货代公司
1999	Nominter S.A. American Backhaulers	欧洲 美国	3PL，总部位于法国，在德、西、英设有办公室 轻资产 3PL 公司
2000	Trans-Consolidated Inc.	--	3PL 温控零担运输商
2003	Frank M. Viet GmbH Internationale Spedition	欧洲	国际货代，3PL
2004	Dalian Decheng Shipping Agency Co.	中国	
2005	FoodSource, Inc., FoodSource Procurement LLC, Epic Roots, Inc. Hirdes Group Worldwide, Bussini Transport S.r.l	-- 欧洲	食品分装和运输公司 国际航空海运货代公司，总部分别位于德国和意大利
2006	Payne Lynch Triune Freight Private Ltd. and Triune Logistics Private Ltd.	-- 印度	轻资产 3PL 公司 3PL
2007	LXSI Services	美国	3PL 航空和快件业务
2008	Transera International	加拿大	货代
2009	Walker Logistics Overseas Quality Logistics, LLC	英国 美国	国际货代 农产品 3PL
2012	Apreo Logistics S.A. Phoenix International, Inc.	波兰 美国	货代 国际货代

资料来源：公司资料，中金公司研究部



► **主要优势**

**轻资产运行。**公司采用轻资产模式，自己不拥有卡车，而是通过与各地运输商签订合同，组成了一张高效运输网络，为客户提供运输服务。公司的签约运输商数量不断增加，到2013年底已经有6.3万家，服务于4.6万活跃客户。

公司曾经短暂拥有过一些资产，如ROBCO Transportation，但1986年ROBCO出售后，公司又回到了轻资产模式。

**高IT投入。**CHRW非常重视技术投入，特别是IT技术，是公司的三大核心理念（IT、People、Progress）之一，2010~2013年花费在IT系统建设上的投入分别达到2,870、3,980、4,200和3,590万美元。公司IT方面的发展历史如下：

1979年，采用了IBM的大型机技术，实现了中央支持、电子通信、信息共享；

1996年，推出了首个基于PC的整车操作系统COSMOS；

1998年，推出了客户网站，使客户能够跟踪货物运输情况；2000年推出了合同运输网站CHRWtrucks.com；

2001年，将客户网站升级并重新命名为CHRWonline.com；

2012年，推出全球技术平台Navisphere®，使公司员工、客户、运输商能够更好的执行供应链操作。



## 2、联合包裹 (UPS)

### ► 发展简介

UPS 由 James E. Casey 在 1907 年创立于美国西雅图，在百年发展史中，它从“信使服务”，转变成“零售包裹服务”，再转变成“公共承运人”，最终发展至今日以国际快递为主业的综合性物流公司。直至 2014 年，UPS 实现营业收入 582 亿美元，净利润 30 亿美元。最新员工人数 43.5 万人，市值 925 亿美元。无论从收入、规模还是市值上来说，均是全球最大的物流公司。

图表 18: UPS 发展史

UPS 发展简史		
年代	关键词	简介
1907~1912	创立；信使服务	UPS 1907 年由 James E. Casey 创建于美国西雅图，开始主要从事当时需求很大的信使与递送服务。
1913~1918	零售时代；商家包裹递送	由于电话技术的改进，信使服务需求下降。UPS 开始映入固定街区与固定递送车搭配的模式，主要为百货公司提供服务，转型成商家包裹递送。
1919~1930	普通承运人服务	开始提供普通承运人服务（包括每日自动取件电话、对货到付款的发货人接受支票、额外递送尝试、自动返还无法递送的包裹以及简化记录每周付款等），由西雅图扩展到西海岸主要城市。
1930~1952	扩展；公共承运人	二战期间燃料与橡胶短缺，以及私家车拥有量提升降低了商家包裹递送的需求，UPS 开始转型尝试公共承运人服务（为私人客户，商业客户均提供服务），但这使得 UPS 直接与美国邮政服务竞争，而且直接与州际商业委员会（ICC）的规章对立。在接下来 30 年中，UPS 不断申请以获得业务授权。
1953~1974	空运服务	回复 1929 年首创，但之后暂停的航空货运服务，提供美国东西海岸主要城市的两天货运服务。
1975~1980	全美网络铺展基本完成	获得美国所有相邻州内的自由运输权，改变了之前一个包裹经几个承运人之手才送到其最终目的地的局面。
1981~1990	航空公司，国际发展	航空包裹需求增加叠加航空管制放松，UPS 开始大力发展自己的货运机队，在全美提供隔夜空运业务。后其航空业务的发展帮助其在欧洲、中东、非洲和太平洋沿岸的确都建立了业务，实现国际化。
1991~1994	技术革新	大力加强技术革新（DIAD 递送资料收集器、UPSnet 全球数据网络等）以提高效率。
1994~1999	大量收购；拓展服务	UPS 开始战略性地收购公司，开始提供各项增值服务。
1999	纽交所上市	1999 年 11 月，UPS 在纽约证券交易所上市。
2000~至今	供应链解决方案	继续想供应链解决方案提供商转型，提供物流、全球货运、金融服务、邮件服务和咨询服务。
2012	收购 TNT，全球最大快递公司	UPS 于 2012 年 3 月以 51.6 亿欧元收购欧洲第二大快递企业 TNT，成为全球最大的快递公司。

资料来源：中金公司研究部

### ► 主要优势

**网络覆盖广，且全线直营。**UPS 约 75% 的业务在美国本土，从二十世纪五十年代就开始致力于搭建覆盖全美的供应网络，于七十年完成“黄金连接”<sup>1</sup>。之后公司便致力于加大覆盖密度，现其在全球有服务点 157,000 个，其中美国有超过 125,600 个。虽然加盟制可以使得公司在短期内不大量增加资产的情况下迅速扩张，但会造成难以统一管理，质量难以保证等问题。因此，UPS 发展至今，全部采用直营模式，这为其高效管理、技术共享打下了基础。

**密度高，速度快。**UPS 现在美国本土有超过 4,000 家直营门店 (UPS Store) 和超过 125,600 个服务点（包括包裹投放处、专项服务中心等）。覆盖密度在全美快递公司中最高。UPS 凭借自己的高效率，以及对自有机队的大力发展，一直在效率方面保有竞争优势。2013 年，UPS 自由货机 237 架，租赁货机 388 架，总共运营货机 625 架，机队数甚至大于中国三大航空。而至 2014 年前 3 季度，其次日到达空运业务已占其美国本土业务量的 18.8%，且一直保持高增长势头。

**技术投入和精细管理带来高效的“最后一公里”。**自动化的分拣及仓储系统是现代物流企业效率日益提高的基础，这两项功能一般发生在货物流转的终端，一经实现技术突破，

<sup>1</sup> 1975 年，UPS 成为第一个在美国 48 个相邻州内的每个地址提供服务的包裹递送公司，这个历史性的服务区域汇合在 UPS 内被称为“黄金链接”。



在适当投入下，各个企业都可以比较容易地将效率提升到一个较高的水平，因此比较优势并不明显。UPS 的高效率不仅体现在分拣和仓储这样的中间环节，更体现在货物配送的最后环节，即“最后一公里”上。不断的技术投入和精细化、标准化的管理帮助 UPS 在“最后一公里”保持了极高的效率，成为其重大的比较优势。UPS 每日每员工平均包裹量（接受）近年来不断提升，至 2013 年已达 42.9 个。

图表 19：每日每员工平均包裹量



资料来源：公司数据，资料整理，中金公司研究部



### 3、敦豪（DHL）

首先需要指出，以仓储为主要业务的大型物流公司很少，一般都是以仓储配合运输、货代业务。相对而言，DHL是美国市场上最大的仓储服务提供者。DHL的基本仓储服务分为专属作业和共享作业两种。对事业规模、地点或复杂性需要专属方案的客户，DHL提供专属作业服务，其中包括仓储自动化；对于更注重共享空间、人力、设备及运输所带来的弹性及成本优势的客户，DHL提供共享作业服务。基本服务之外，DHL还提供增值服务，从分组件、共同包装、客制化服务、延后完工、分包、排列顺序到零售准备程序，横跨多种产业。

#### ► 发展简介

DHL创立于1969年，创始人Adrian Dalsey、Larry Hillblom、Robert Lynn。成立初期，公司通过飞机帮助客户将海运提货单从旧金山送到檀香山，确保提货单在货船之前到达并处理，从而减少货船在港停留时间，节约港口使用费用。成立之后，公司致力于扩张其国际网络。在相当长一段时间内，DHL几乎是唯一一家从事国际航空快递的公司，同期成立、将精力集中于国内业务的FedEx和陆运起家的UPS直到1985年才开始国际件业务。整个70年代基本是DHL都没有面临激烈的竞争。

公司文件业务不仅针对外贸公司，成立不久就为银行提供信用证和其他文件运送的服务，到1983年，从欧洲递送到美国的银行文件资料中有80%左右由DHL完成。

公司自1979年把包裹递送也纳入服务范围。目前，计算机与通信行业、消费品行业已经成为DHL的主要客户。

图表 20：DHL 发展史

创建发展期	茁壮成长期	并购扩张期
1969 在旧金山创立。	1983 成为第一个服务东欧的航空快递公司。在美国的辛辛那提设立国际分拨中心。	2002 德国邮政环球网络完成对DHL的100%的控股。DHL与国泰航空组建合资公司营运航空快递货物。在美国的史考司代尔设立新的全球IT中心。
1971 迅速拓展其网络并成为众多公司信赖的合作伙伴，业务拓展至远东和环太平洋地区。	1985 在布鲁塞尔设立国际转运中心。	2003 DHL成为中外运最大的战略投资者。DHL成为德国邮政所有快递和物流业务的唯一品牌。通过对安邦的收购成为美国的第三大快递服务提供商。
1972 业务拓展到日本、香港、新加坡和澳大利亚。	1986 与中外运成立合资公司并成为在中国服务的第一家国际快递公司。	2004 DHL成为德国邮政国际邮政业务下新品牌。收购印度最大的国内快递和综合航空包裹快递公司Blue Dart百分之六十八的股份。在布拉格设立新的全球IT中心。
1974 业务拓展到英国。DHL在全球已经拥有3,052家客户和314名员工。	1990 出售股权给汉莎航空、日航和日商岩井，并建立战略联盟。	2005 以5亿欧元并购了英国的物流品牌Exel，后者主要业务是为重要客户提供运输和物流解决方案。
1977 业务拓展至拉丁美洲，欧洲业务拓展到德国	1992 业务扩展到阿尔巴尼亚、爱沙尼亚、拉脱维亚，恢复对科威特的服务。	2006 开展First Choice服务行动。
1978 业务扩展至中东和非洲	1993 在巴林建立国际转运中心。	2007 在特罗斯多夫设立创新中心。
1979 服务扩展到包裹递送，之前只提供文件递送服务。	1998 德国邮政成为DHL的股东。在吉隆坡成立IT中心。	2008 在莱比锡机场设立新的欧洲航运港。
	1999 投资10亿欧元打造航空货运机队，充实欧洲和非洲网络。	2009 集团重新命名为Deutsche Post DHL。
		2012 在上海浦东机场设立快递航空港
		2013 与ADAC合作进入长途客车市场

资料来源：公司资料，中金公司研究部



#### 4、联邦快递 (FedEx)

联邦快递公司由弗雷德·史密斯创立于1971年，1973年正式开始营业，目前拥有649架飞机，44,000多辆卡车，以运送吨位计是世界最大的航空货运公司，以机队规模计排名世界第四。联邦快递为全球超过220个国家及地区的客户提供涵盖运输、电子商务和商业运作等一系列的全面服务，包括隔夜速递、地面快递、重型货物运送、文件复印及物流服务等。其中隔夜速递是联邦快递赖以起家的业务。

##### ► 发展简介

二十世纪六十年代，美国高技术产业日渐兴起，并对物流提出了新的需求。一方面，高附加值产业的生产经营过程在空间上逐渐去中心化，管理与技术部门、制造部门、原材料产地逐渐分离，新的工商业中心开始兴起；另一方面，运送文件、图纸、电子元器件、组件零件等质轻价昂物品的需求越来越大，并且对时效性的要求越来越高。联邦快递的创始人弗雷德·史密斯发现了这一变化，并且尝试通过“隔夜速递”业务满足这一变化带来的新需求。

联邦快递创立之初经历了两年的亏损，1975年固定客户达到3.1万户，收入达到7,500万美元，并且于当年7月实现了盈利。之后公司继续快速发展，1976年实现了全年盈利，1977年收入突破1亿美元。1974年铁路快运公司的破产可能改善了公司的竞争环境，但商业运输需求本身的增长应该是公司增长的主要原因。

联邦快递的发展得益于政府管制的放松。高技术产业发展带来的高价值货品的增多为联邦快递“隔夜速递”业务的成功提供了契机，而随后联邦政府放松对航空运输业的管制则大大促进了联邦快递的发展。此前，航空公司不得任意开拓新的航线，同时只有在使用小机型进行航空运输的情况下无需获得政府的批准。随着货运量的增大，小型机的高成本问题开始凸显。1977年开始，美国政府正式废除了对航空业的管制，不再对航空市场的进入与退出、机型使用和航线开拓进行限制。联邦快递迅速购买了10架波音-727，以便更有效地服务需求较大的市场区域，同时将以前的小型飞机用于服务新进入的城市。联邦快递还建立了更高效率的枢纽辐射式运输体系 (hub-spoke system) 来替代传统的点对点航线，并且覆盖更大的区域，扩张速度和盈利能力都得到了改善。80年代初，联邦快递的年增长率超过了40%。

图表 21: FedEx 发展史

创建发展期	茁壮成长期	并购扩张期
1971 创立。	1981 推出overnight letter服务，开展国际件业务	1994 采用“FedEx”作为商标，以提供快速的、可信赖的服务作为全球标准
1973 正式开始运营。	1983 收入达到10亿美元	1995 获得中美之间直飞航线权
1975 当年7月第一次实现盈利	1984 收购吉尔科快递，开始开展亚太区业务并推出FedEx PowerShip自动运送系统，	1998 通过和Caliber System的合并组建FDX集团
1976 全年实现盈利	1986年引入SuperTraker (手持条形码输入系统)	2000 FDX更名为FedEx Corporation，并将旗下业务划分为5个业务单元
1977 航空运输业管制放开，联邦快递购买10架波音-727	1985 在布鲁塞尔和美国国内开设多个分拣中心	2001 与美国邮政合作，收购American Freightways并于2002年组建FedEx Freight
1978 在纽交所上市	1989 收购飞虎航空	2004 收购Kinko's Inc., Parcel Direct
1979 启用实时管理员工、货物、车辆、天气的COSMOS电脑控制系统		
1980 使用DADS系统以实现客户随叫随到的上门收货服务		

资料来源：公司资料，中金公司研究部



## 法律声明

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。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。投资者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、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/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，中金公司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。

中金公司的销售人员、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，中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、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。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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。

**与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 [http://research.cicc.com/disclosure\\_cn](http://research.cicc.com/disclosure_cn)，亦可参见近期已发布的相关个股报告。**

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL），星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如\*确信卖出 - 纳入确信卖出、\*回避 - 移出确信卖出、\*推荐 - 移出确信买入、\*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150707

编辑：江薇



## 北京

中国国际金融股份有限公司  
北京市建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505-1166  
传真: (86-10) 6505-1156

## 深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司  
深圳市福田区深南大道7088号  
招商银行大厦25楼2503室  
邮编: 518040  
电话: (86-755) 8319-5000  
传真: (86-755) 8319-9229

## 上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司  
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

## Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited  
#39-04, 6 Battery Road  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

## 香港

中国国际金融(香港)有限公司  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited  
Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

### 北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (86-10) 8567-9238  
传真: (86-10) 8567-9235

### 上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号  
A座11楼1105室  
邮编: 201400  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 6887-5123

### 南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号  
亚太商务楼30层C区  
邮编: 210005  
电话: (86-25) 8316-8988  
传真: (86-25) 8316-8397

### 厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号  
磐基中心商务楼4层  
邮编: 361012  
电话: (86-592) 515-7000  
传真: (86-592) 511-5527

### 重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号  
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞  
蓝爵公馆1层  
邮编: 401120  
电话: (86-23) 6307-7088  
传真: (86-23) 6739-6636

### 佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号  
卓远商务大厦一座12层  
邮编: 528000  
电话: (86-757) 8290-3588  
传真: (86-757) 8303-6299

### 宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号  
11层  
邮编: 315103  
电话: (86-0574) 8907-7288  
传真: (86-0574) 8907-7328

### 北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号  
融科资讯中心A座6层  
邮编: 100190  
电话: (86-10) 8286-1086  
传真: (86-10) 8286-1106

### 深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼201  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8832-2388  
传真: (86-755) 8254-8243

### 广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号  
粤海天河城大厦40层  
邮编: 510620  
电话: (86-20) 8396-3968  
传真: (86-20) 8516-8198

### 武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号  
保利广场写字楼43层4301-B  
邮编: 430070  
电话: (86-27) 8334-3099  
传真: (86-27) 8359-0535

### 天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号  
天津环贸商务中心(天津中心)10层  
邮编: 300051  
电话: (86-22) 2317-6188  
传真: (86-22) 2321-5079

### 云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务  
楼C1幢二楼  
邮编: 527499  
电话: (86-766) 2985-088  
传真: (86-766) 2985-018

### 福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼  
38层02-03室  
邮编: 350001  
电话: (86-591) 8625 3088  
传真: (86-591) 8625 3050

### 上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号  
邮编: 200020  
电话: (86-21) 6386-1195  
传真: (86-21) 6386-1180

### 杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号  
世贸丽晶城欧美中心1层  
邮编: 310012  
电话: (86-571) 8849-8000  
传真: (86-571) 8735-7743

### 成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号  
香格里拉办公楼1层、16层  
邮编: 610021  
电话: (86-28) 8612-8188  
传真: (86-28) 8444-7010

### 青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号  
香格里拉写字楼中心11层  
邮编: 266071  
电话: (86-532) 6670-6789  
传真: (86-532) 6887-7018

### 大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号  
万达中心16层  
邮编: 116001  
电话: (86-411) 8237-2388  
传真: (86-411) 8814-2933

### 长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号  
证券大厦附楼三楼  
邮编: 410001  
电话: (86-731) 8878-7088  
传真: (86-731) 8446-2455



CICC  
中金公司

