

# 海航冷链 (831900)

## — 全球化产融信一体的冷链产业综合服务商

**报告原因：首次覆盖**

新三板研究公司研究

证券研究报告

**投资要点：**

- 海航冷链前身为华日飞天物流，是一家专注冷链物流 18 年的老牌企业，于 2015 年 1 月挂牌新三板。

- **冷链行业近五千亿需求，亟待供给侧改革。** 1) 冷链物流属于精品物流，主要应用于生鲜食品、冷冻食品，以及化工材料和医药品。2) 城镇化推动国民食品结构改变，生鲜电商快速崛起，冷链行业已具备经济层面上的爆发基础，也是最近几年政府在食品安全和医药安全等方面的重点支持领域，预计未来三年行业规模突破五千亿。3) 专业服务能力较弱、行业集中度不高、运输效率低、冷链成本高、行业制度不完善等问题制约冷链产业的发展，面对供求失衡现状，我们认为有三大解决之道：第一，尽快制定并执行冷链物流标准化体系，提升行业规范性；第二，继续鼓励加大基础设施建设；第三，大力发展第三方冷链是供给侧改革有效路径，我国第三方物流在物流市场中所占的比例仅为 10%，专业第三方冷链大有可为。

- **公司立足冷链，依托海航，致力于全产业链综合服务商。** 公司聚焦冷链，但不局限于物流，而是围绕产、融、信三个维度，进行基础产业、冷链金融、冷链商贸、冷链信息科技等全产业链布局。1) 产——规模集约化。在传统运输和仓储业务基础之上，将重点发展仓运配一体化、海陆空多式联运、商贸供应链管理、社区 O2O、农村双向物流平台。2) 融——资产金融化。重点发展融资租赁和冷链供应链金融。3) 信——产业信息化。重点打造冷链大数据服务平台，突破规模瓶颈和重资产限制。

- **资本助力行业整合，外延扩张已下两城。** 根据公告，公司拟分别收购河南冰熊 30% 和盛世华人 34% 的股权，两家企业分别是冷链装备与医药冷链行业的龙头。收购带来并表利润，但更重要的是通过资本杠杆推进公司全产业链战略布局。

- **预计未来三年归母净利润复合增速 106%，给予 17 年 13-17 倍 PE，合理价格区间 1.44-1.88 元。** 假设冰熊和华人 16 年下半年并表，预计公司 16-18 年收入分别为 10.5/17.4/22.2 亿元，归母净利润分别为 2588 万元/1.3 亿元/1.7 亿元。2016 年公司处于战略整合年，预计利润增速将远远低于收入增速，17 年以后随着各项业务走上正轨，协同效应开始发挥，整合后的冷链产业链综合服务商将再上新台阶，如果公司战略规划得以成功实施，背靠海航集团，有望成为新的冷链行业巨头，基于此假设，给予 16 年 13-17 倍 PE，对应市值为 16.9-22.1 亿元。

- **风险提示：** 收购事项遇阻，并表时间有所延迟；宏观经济形势恶化，食品及零售行业显著下滑；冷链成本难以降低；车联网等新兴业务发展不达预期。

市场数据：	2016年6月16日
转让方式	做市转让
收盘价(元)	1.45
每股净资产(元)	1.49
市净率	0.97
总市值(亿元)	17.01

基础数据：	2015年12月31日
总股本(百万)	1,173
可转让股份(百万)	1,156
净资产(百万元)	1,745
股东总户数(户)	396
挂牌日期	2015.01.29
主办券商	申万宏源证券

**相关研究**
**证券分析师**

 李筱璇 CFA, FRM  
A0230511040044  
[lix@swsresearch.com](mailto:lix@swsresearch.com)
**联系人**

 谢高翔  
(8621) 23297818x7413  
[yanxo@swsresearch.com](mailto:yanxo@swsresearch.com)

 地址：上海市南京东路 99 号  
电话：(8621) 23297818  
上海申银万国证券研究所有限公司  
(隶属于申万宏源证券有限公司)

<http://www.swsresearch.com>


申万宏源研究微信服务号

**财务数据及盈利预测**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	66.1	125.3	163.9	1,052.5	1,737.6	2,222.2
同比增长率(%)	19.7	89.5	30.9	542.0	65.1	27.9
净利润(百万元)	-1.37	0.11	19.32	60.43	201.83	264.46
同比增长率(%)	78.5	108.21	17,103.1	212.8	234.0	31.0
每股收益(元/股)	-0.1094	0.0056	0.016	0.02	0.11	0.14
毛利率(%)	10.6	8.4	7.3	19.4	27.0	27.2
ROE(%)	-34.84	0.46	1.11			
市盈率	-		91	73	13	10

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩，“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

# 目录

---

<b>1.公司是冷链产业链综合服务商 .....</b>	<b>3</b>
1.1 公司是第三方冷链老牌企业 .....	3
1.2 专注冷链，依托海航，产业整合大幕拉开 .....	3
<b>2.冷链行业近五千亿需求，供给严重不足 .....</b>	<b>4</b>
2.1 冷链物流属于精品物流 .....	4
2.2 预计 2017 年冷链市场规模逾 4600 亿 .....	6
2.3 行业薄弱亟待供给侧改革 .....	11
<b>3.公司立足冷链，致力打造产业链综合服务商 .....</b>	<b>12</b>
3.1 产——规模集约化 .....	13
3.2 融——资产金融化 .....	14
3.3 信——产业信息化 .....	16
3.4 三者一体，打造冷链生态圈 .....	18
<b>4.外延扩张已下两城 .....</b>	<b>19</b>
4.1 资本助力公司行业整合 .....	19
4.2 河南冰熊——专注冷藏车制造 .....	20
4.3 盛世华人——医药冷链佼佼者 .....	20
<b>5.盈利预测与估值 .....</b>	<b>21</b>
<b>6.风险提示 .....</b>	<b>23</b>

## 图表目录

图 1：公司股权结构 .....	3
表 1：各类物品需要的冷链温度 .....	5
图 2：冷链物流技术的应用 .....	5
图 3：城镇居民和农村居民的人均食品消费结构.....	6
图 4：我国城镇居民家庭人均可支配收入和人均 GDP .....	8
图 5：我国农产品年产量（万吨） .....	10
图 6：我国冷链行业面临的问题 .....	11
图 7：一体化服务流程展示 .....	13
图 8：冷链水产品进出口额 .....	14
图 9：海冷金融租赁业务范围 .....	14
图 10：案例一 .....	15
图 11：案例二 .....	16
图 12：信息化平台的运作模式 .....	16
图 13：中国冷藏网 .....	17
图 14：冷运通 APP.....	17
图 15：三位一体战略 .....	18
图 16：我国公路冷链运输车的年产量与年保有量.....	20
图 17：药品流通行业年销售额与增长率.....	21

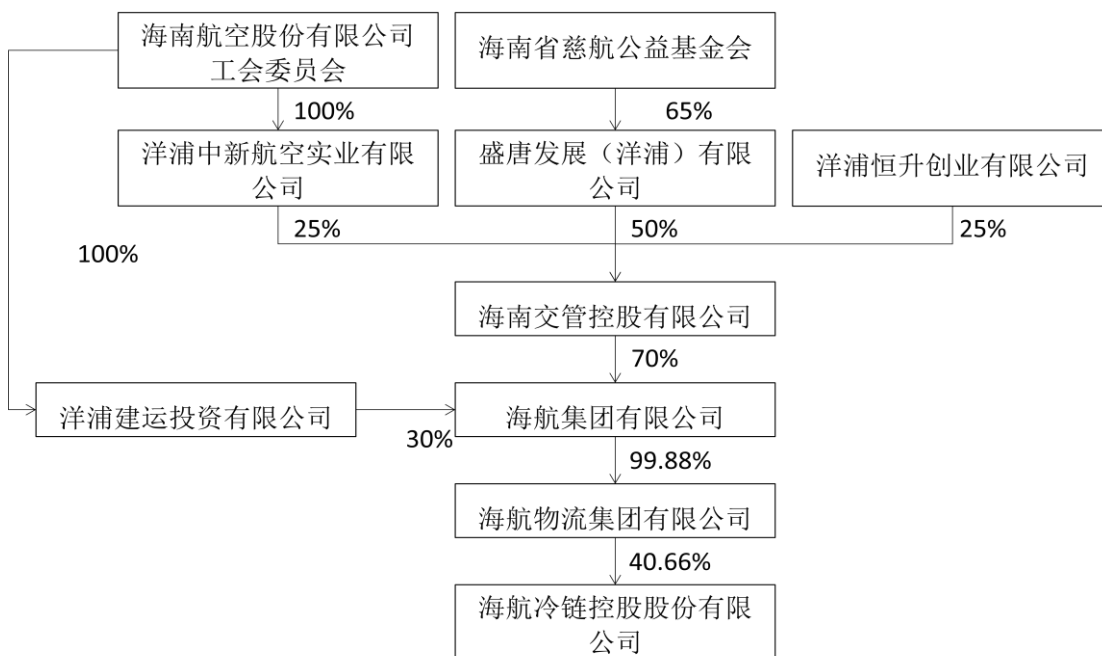
# 1. 公司是冷链产业链综合服务商

## 1.1 公司是第三方冷链老牌企业

海航冷链前身为华日飞天物流，是一家专注冷链物流 18 年的老牌企业，于 2015 年 1 月挂牌新三板，目前为做市转让方式。

公司立足第三方冷链物流，同时积极推进医药冷链、冷链商贸、融资租赁和冷链科技等高端领域全产业链布局。依托于自身长期积累的业内经验和海航集团强大的产业资源，在仓运配一体化、海陆空多式联运、跨境生鲜供应链、社区 O2O、农村双向物流平台等创新模式具备较强竞争优势。

图 1：公司股权结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司 2015 年营业收入为 1.64 亿元，过去三年 CAGR 为 35%，净利润 1932 万元，同比增长 17098.63%。

## 1.2 专注冷链，依托海航，产业整合大幕拉开

海航冷链前身为华日飞天物流，是一家专注冷链物流 18 年的老牌企业，于 2015 年 1 月挂牌新三板。

**冷链行业近五千亿需求，亟待供给侧改革。**1) 冷链物流属于精品物流，主要应用于生鲜食品、冷冻食品，以及化工材料和医药品。2) 城镇化推动国民食品结构改变，生鲜电商快速崛起引致冷链物流需求再爆发，冷链行业已具备经济层面上的爆发基础，也是最近几年政府在食品安全和医药安全等方面的重点支持领域，预计未来三年行业规模突破五千亿。3) 专业服务能力较弱、行业集中度不高、运输效率低、冷链成本高、行业制度不完善等问题制约冷链产业的发展，面对供求失衡现状，我们认为有三大解决之道：第一，尽快制定并执行冷链物流标准化体系，提升行业规范性；第二，继续鼓励加大基础设施建设；第三，大力发展第三方冷链是供给侧改革有效路径，我国第三方物流在物流市场中所占的比例仅为10%，专业第三方冷链大有可为。

**公司立足冷链，依托海航，致力于全产业链综合服务商。**公司聚焦冷链，但不局限于物流，而是紧紧围绕“产”、“融”、“信”三个维度，进行基础产业、冷链金融、冷链商贸、冷链信息科技等全产业链布局。1) 产——规模集约化。在传统运输和仓储业务基础之上，将重点发展仓运配一体化、海陆空多式联运和跨境生鲜供应链。2) 融——资产金融化。重点发展融资租赁和冷链供应链金融。3) 信——产业信息化。重点打造车联网平台，突破规模瓶颈和重资产限制。

**资本助力行业整合，外延扩张已下两城。**根据公告，公司分别与河南冰熊冷藏汽车有限公司及北京盛世华人供应链管理有限公司签订投资意向协议，分别收购河南冰熊30%和盛世华人34%的股权，两家企业分别是冷链装备与医药冷链行业的龙头。收购带来并表利润，但更重要的是通过资本杠杆推进公司全产业链战略布局。

**预计未来三年归母净利润复合增速106%，给予17年13-17倍PE，合理价格区间1.44-1.88元。**假设冰熊和华人16年下半年并表，预计公司16-18年收入分别为10.5亿元、17.4亿元及22.2亿元，归母净利润分别为2588万元、1.3亿元和1.7亿元，EPS分别为0.022元、0.11元和0.14元，三年复合增速106.3%。2016年公司处于战略整合年，一方面新收购河南冰熊和盛世华人两家公司需要一段时间的融合，另一方面海冷供应链和融资租赁、以及车联网新业务虽有望放量，但前期投入较大，因此预计16年公司利润增速将远远低于收入增速，17年以后随着各项业务走上正轨，协同效应开始发挥，整合后的冷链产业链综合服务商将再上新台阶，如果公司战略规划得以成功实施，背靠海航集团，有望成为新的冷链行业巨头，基于此假设，给予17年13-17倍PE，对应合理价格区间为1.44-1.88元，对应市值为16.9-22.1亿元。

## 2. 冷链需求剑指五千亿，供给严重不足

### 2.1 冷链物流属于精品物流

冷链泛指采用一定的技术手段，使生鲜食品以及需冷藏药品在采收、加工、包装、储存、运输及销售的整个过程中，处于一定的适宜条件下，最大程度地保持生鲜食品以及需冷藏药品质量的一整套综合设施和管理手段。而这种由完全低温环境下的各种物流环节组成的物流体系称为冷链物流。

冷链物流比一般常温物流系统的要求更专业的设备、信息系统，建设投资也要大很多，因此属于物流行业的精品及稀缺细分行业。冷链物流主要应用于生鲜食品如果蔬、禽肉、蛋、水产品，冷冻食品如冷冻禽肉、速冻加工食品、巧克力、冰淇淋，以及化工材料和医药品。根据冷链物流应用领域的不同，需要精确调整运输过程中的温度以满足客户需求。

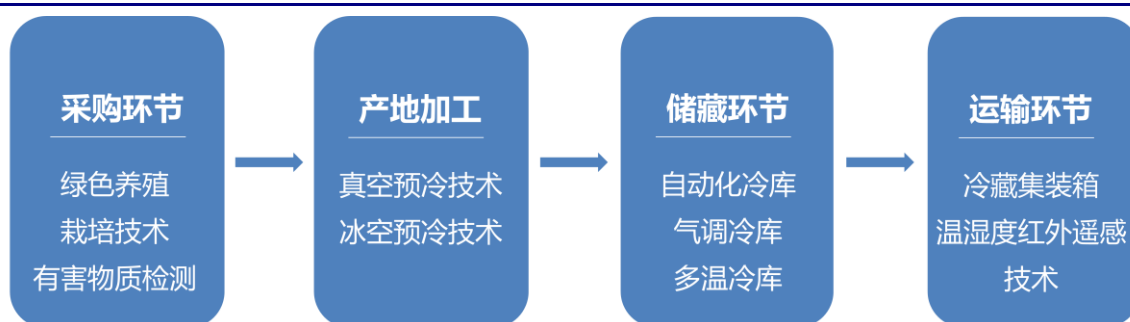
**表 1：各类物品需要的冷链温度**

	医药	2—6℃
高附加值产品	餐饮连锁	0—5℃
	快消品	0—15℃
工业制品、加工型	乳制品	2—5℃
	冷冻、米、面	-18℃
食材	禽肉、水产品	-18—-2℃
农产品批发	果蔬、农产品	0—5℃

资料来源：中国冷链物流网，申万宏源研究

目前冷链物流应用最为广泛的是食品运输，一个合格的生鲜农产品冷链物流系统，技术覆盖需要从“最先一公里”的养殖和采摘，至“最后一公里”的运输及销售环节。

**图 2：冷链物流技术的应用**

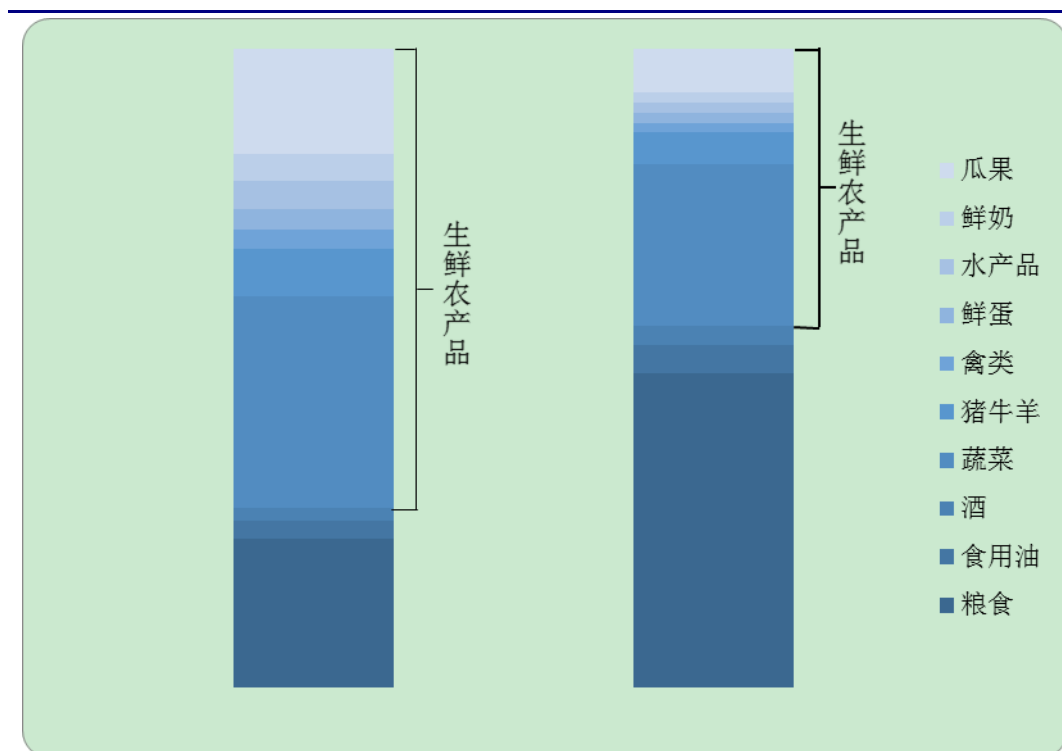


资料来源：申万宏源研究

## 2.2 预计 2017 年冷链市场规模逾 4600 亿

城镇化推动国民食品结构改变，推升冷链需求。城市人口的生鲜消费习惯与农村人口大不相同，城镇居民很大比例地在超市、直营店等购买生鲜果蔬，而农村还是以农贸市场和产地直销为主。我国城镇化率已达到 52.6%，仍在稳步上升，随着城市人口的增加，需通过冷链运输的农产品包括肉类、果蔬、水产品的数量将会大大提升。

图 3：城镇居民和农村居民的人均食品消费结构



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

生鲜电商快速崛起引致冷链物流需求再爆发。作为电商市场中的最后一块蓝海，生鲜电商用其高回头率、高客户粘性、高毛利一直吸引着各大电商前来竞争。2012 年为生鲜电商的大元年，顺丰优选、京东生鲜、中粮我买、沱沱工社、京东、亚马逊纷纷上线，并获得大量资本支持。多数生鲜电商品牌的融资额过千万。根据第九届中国冷链产业年会数据，生鲜电商 2014 年交易规模达 260 亿元，较 2013 年增长 100%。2015 年生鲜电商市场规模预计达到 520 亿元，2016 年 911 亿元，增速分别为 100% 和 75%，随着电商的推进，进口水果、高档水果也逐渐被消费者接纳。而“得冷链者得天下”已成为生鲜电商行业共识。

表 2：各路资本纷纷上线生鲜电商

分类	名称	上线时间	上线内容
----	----	------	------



	京东	2012.7	京东上线生鲜频道，与第三方合作
	阿里巴巴	2013.7	天猫宣布试水冷链物流，首期将为“水果生鲜”提供配套冷链服务，配送范围将覆盖上海始发至北上广深杭、天津、武汉、重庆、成都、宁波、温州、西安等26个网购热门城市
传统 电商	苏宁易购	2013.7	正式上线江苏知名生鲜商品“阳澄湖大闸蟹”，并支持全国下单配送。目前正在依托分布在苏宁全国58个大区的本地运营优势，实现本地生鲜特产的采购。目前已与全国数十家生鲜直供商达成合作关系
	1号店	2013.4	上线“1号果园”
	淘宝	2012.6	淘宝生态农业频道等也陆续开始经营生鲜业务
	亚马逊中国	2013.6	亚马逊中国推出海鲜频道“鲜码头”
	中粮我买	2013.7	获得赛富投资基金数千万美元注资，融资将用于中粮我买网未来几年内全国市场布局及渠道拓展
	沱沱工社	2010.4	中国电子商务领域旗舰九城集团倾力推出国内首家专业提供新鲜食品的网上超市——沱沱工社
	菜管家	2009.12	5000 m <sup>2</sup> 的冷链物流中心，实现从农产品上游生产到配送及终端销售于一体的一条龙服务
	Blue Apron	2012.9	按周订购的模式，连同菜谱，每周为你递送做三顿饭所需要的食材配料。2015年6月D轮融资1亿3500万美元
	青年菜君	2014.3	半成品净菜的实体店，让北漂一族吃上温情的晚餐。通过前一天晚上用户的订单，去采购、生产、加工，杜绝损耗；同时在地铁站建立自提点，解决冷链宅配问题
垂直 电商	蔬客配达	2013.11	网友上传菜谱，专业厨师处理食材，全程冷链定时配送。合作企业：深圳移动，招商银行深圳分行。合作O2O：考拉先生、小区管家、一里生活
	新味	2013.9	新味网正式上线运营。新味的创新之处在于：做食谱化原材料订购。根据标准化食谱，新味为用户提供所需要的所有食材，做好切配、清洗等前期服务，并按量包装，送货上门。
	绵绵生活	2014.5	绵绵生活和上海耶客旗下的“味蕾”合并，2014年9月推出健康榨汁套餐，开始半成品搭配+周边配送
	D Mall	N/A	多点Dmall是一个生活电商服务平台，以合作的大型商超为中心，建立配送点，用户通过多点Dmall客户端下单后，配送人员进入超市完成拣货，随后送至客户家中，交易完成。
	永辉超市	2013.4	上线生鲜电商平台“半边天”，以套餐形式销售生鲜产品，单价从最低338元到最高1188元不等
商超	山姆会员网上商店	2013.4	沃尔玛旗下网上超市，生鲜类包括蔬果、肉类、海鲜
快递	顺丰优选	2012.5	定位于中高端食品B2C，水果、肉、水产、奶在内的生鲜频道占整个优选销售额的50%

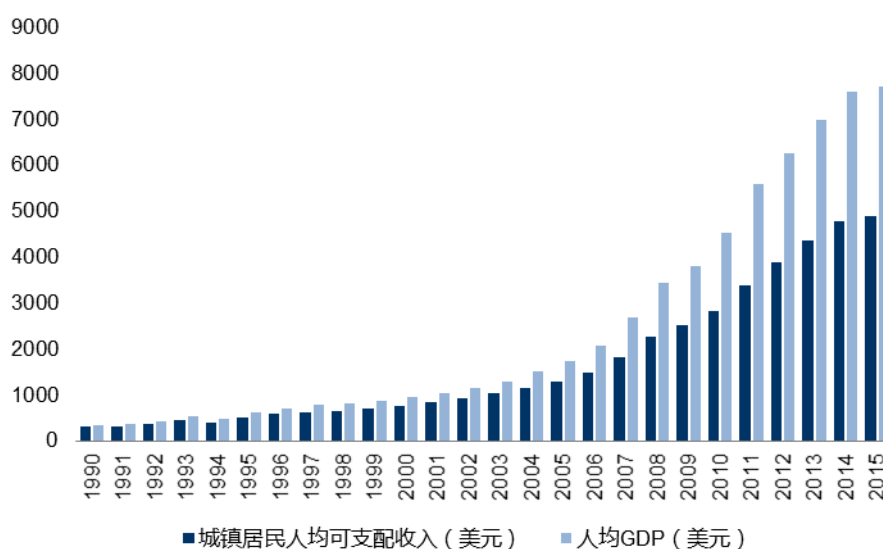
资料来源：申万宏源研究整理

**冷链行业已具备经济层面上的爆发基础。**冷链成本居高不下，消费者不愿意为昂贵的运输费用埋单，是一直以来限制冷链物流发展的一大重要原因。根据**冷链发达国家**



家的历史数据来看,当人均 GDP 达 4000 美元时,冷链物流行业开始爆发进入快速增长期。我国人均 GDP 于 2010 年就已超过 4000 美元大关。另一个可以借鉴的是,易腐生鲜食品的需求量与收入密切相关,目前随着人均可支配收入的迅速上升,国内冷链行业已具备经济层面上的爆发基础。

图 4: 我国城镇居民家庭人均可支配收入和人均 GDP



资料来源: 国家统计局, 申万宏源研究

**政策支持将成为持续推动力。**再次参照发达国家冷链物流的发展经验,政府的支持是至关重要的一环。例如加拿大政府对铁路冷链公司的补贴、改制以及政策扶持,使得国家铁路公司扭亏为盈,盈利率由 3% 飙升至 30.4%, 目前成为了北美地区盈利状况最佳的铁路物流运输企业; 另一个例子是冷链大国日本, 1997 年政府制定《综合物流施政大纲》, 并对主要物流基础设施提供强大的资金支持; 历史上韩国政府也曾建立专项基金, 用以资助专业性物流公司, 并且对新型物流技术的研发单位削减个人和企业所得税。

冷链大国都有一个最大的共同特点, 制定严格法律、法规和标准, 保证冷链中的所有环节中的食品安全, 这些规定涉及农产品的生产、加工、销售、包装、运输、储存、标签、品质等级、食品添加剂和污染物、最大兽药残留物允许含量和最大杀虫剂残留物允许含最等方面。

随着新一届政府对食品安全的重视, 人们对食品安全的观念逐渐加深, 冷链运输在保证食品的新鲜程度上的重要性逐渐被大众所认知。尤其是食品安全事件层出不穷的环境下, 冷链物流可以避免防腐剂使用, 同时保证生鲜食品的安全。从 2009 年起, 每年都有相关的政策出台, 以支持冷链物流建设、农产品流通的建设、农产品电子商务的建设。其中 2010 年 6 月的《农产品冷链物流发展规划》是最有针对性地

对该行业进行了一系列的支持，目标将 2015 年果蔬、肉类、水产品的冷链流通率分别由 2010 年的 5%、15%、23% 提高至 20%、30%、36% 以上，果蔬、肉类、水产品的冷藏运输率分别由 15%、30%、40% 提高至 30%、50%、65% 左右，并且在流通环节产品腐损率分别降至 15%、8%、10% 以下。跟随“一带一路”和“供给侧改革”的脚步，冷链物流作为物流服务业中细分的高端服务业，将会得到更大的政策支持。

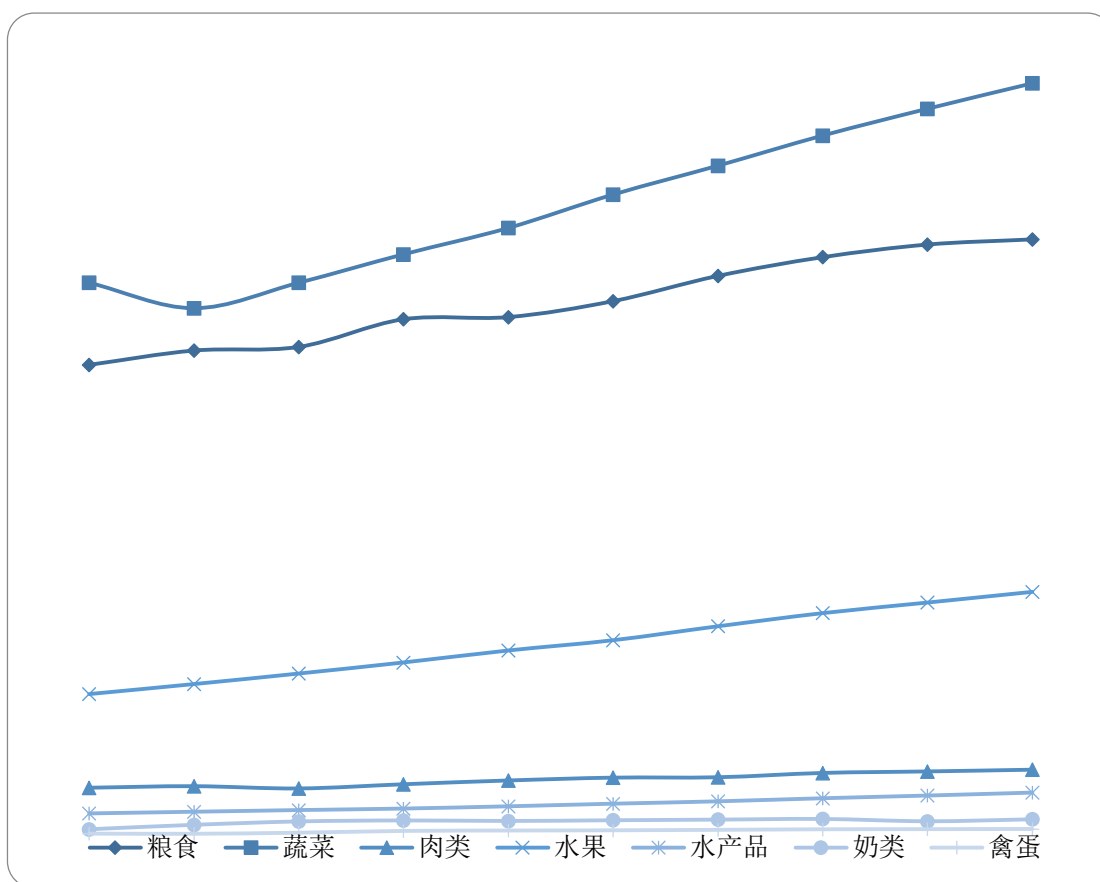
**表 3：政策支持冷链发展**

发布时间	标题	核心内容
2009.5	《国务院关于当前稳定农业发展促进农民增收的意见》	增加部分中央建设投资支持冷链物流设施建设，扩大社会冰鲜冷冻储藏能力
2010.6	《农产品冷链物流发展规划》	形成一批具有较强资源整合能力和国际竞争力的核心冷链物流企业，初步建成布局合理、设施先进、上下游衔接、功能完善、管理规范、标准健全的农产品冷链物流服务体系
2011.8	《国务院办公厅关于促进物流业健康发展政策措施的意见》	加大农产品冷链物流基础设施建设投入，加快建立主要品种和重点地区的冷链物流体系，对开展鲜活农产品业务的冷库用电实行与工业同价
2011.12	《国务院办公厅关于加强鲜活农产品流通体系建设的意见》	加强冷链物流基础设施建设，发展电子商务
2012.2	国务院《关于加快推进农业科技創新持续增强农产品供给保障能力的若干意见》	明确加快发展鲜活农产品连锁配送物流中心，支持建立一体化冷链物流体系
2012.5	国家发改委、公安部、财政部等 12 部委《关于鼓励和引导民间投资进入物流领域的实施意见》	鼓励民间资本进入城市配送（含冷链）等重点物流领域
2012.12	《商务部关于加快推进鲜活农产品流通创新指导意见》	鼓励利用互联网、物联网等现代信息技术，发展线上线下相结合的鲜活农产品网上批发和网上零售，激发传统农产品流通企业创新转型，形成以农批对接为主体、农超对接为方向、直销直供为补充、网上交易为探索的多种产销衔接的流通格局
2013.2	《中共中央国务院关于加快发展现代农业进一步增强农村发展活力的若干意见》	提高农产品流通效率，健全冷链物流体系，发展农产品网上交易、连锁分销和农民网店
2014.1	《关于全面深化农村改革加快推进农业现代化的若干意见》	加快发展主产区大宗农产品现代化仓储物流设施，完善鲜活农产品冷链物流体系
2014.9	国务院《物流业中长期发展规划（2014-2020 年）》	加强鲜活农产品冷链物流设施建设，完善冷链物流网络，提出到 2020 年物流发展的目标和任务所部署的 12 大工程中，第一大工程就是冷链物流
2014.12	发改委、财政部等 10 部委《关于进一步促进冷链运输物流企业健康发展的指导意见》	大力提升冷链运输规模化、集约化水平；加强冷链物流基础设施建设；完善冷链运输物流标准化体系
2015.2	国务院《关于加大改革创新力度加快农业现代化建设的若干意见》	提出加强农产品产地市场建设，加快构建跨区域冷链物流体系
2015.7	《物流企业冷链服务要求与能力评估指标》	从各个方面对冷链企业进行严格考评，并运用多种保障措施，力推冷链物流服务更加规范化和标准化
2015.8	《全国农产品市场体系发展规划》	建立统一开放、竞争有序、布局合理、制度完备、高效畅通、安全规范的特色农产品市场体系

资料来源：申万宏源研究整理

预计冷链对应的产品价值未来三年增速为 12%。根据中物联冷链委的测算，我国食品潜在冷链物流总额<sup>1</sup>在 2013、2014、和 2015 年将分别达到人民币 32,505.0 亿元，37,436.2 亿元，43,233.5 亿元，同比增幅约 15% 左右。我们预计进入需求领域的，需要冷链物流的产品价值总额的增长的长期趋势将和社会（食品）零售消费增长趋势基本一致，且由于生活水平的提高，冷链食品（如肉类、水产、乳制品等）对粮食的替代作用，冷链物流的产品价值总额实际增速应更快。我们保守的估计 2015 年后的，食品潜在冷链物流总额将保持 12% 的长期增速，因此我们预计 2016、2017 和 2018 的食品潜在冷链物流总额将达到 48421.52 亿元、54232.10 亿元和 60739.95 亿元。

图 5：我国农产品年产量（万吨）



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

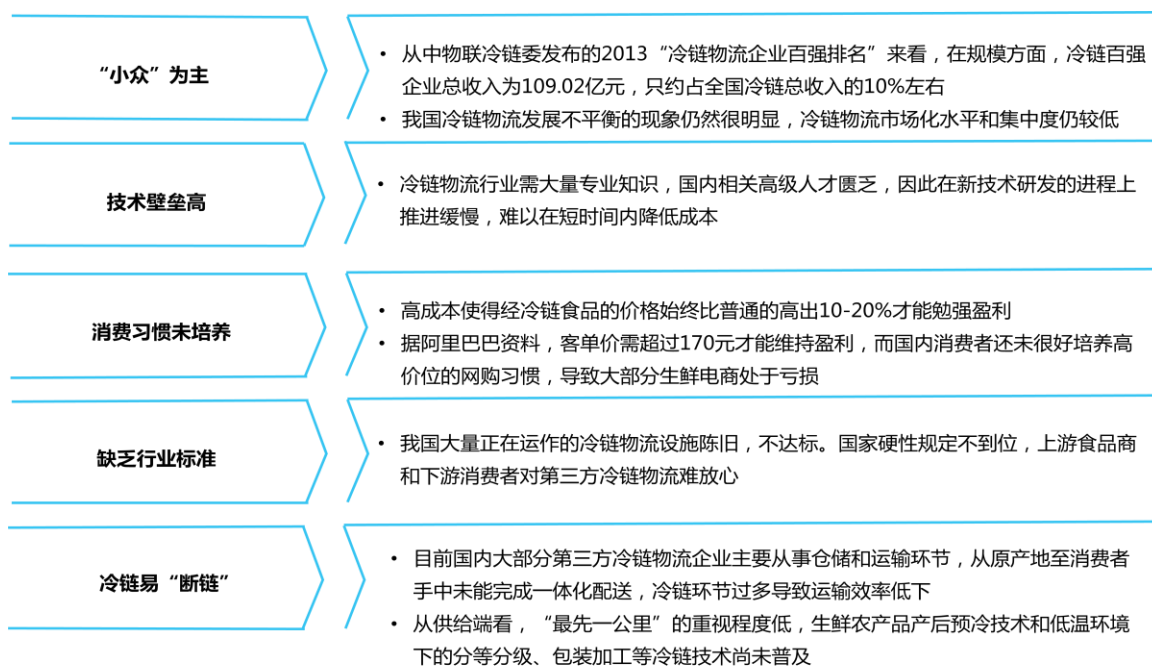
<sup>1</sup> 潜在食品冷链物流总额：进入需求领域的，需要冷链物流的产品价值总额

预计 2017 年冷链市场规模达 4600 亿。中物联冷链委发布的数据显示，2013 年中国冷链物流市场规模约为 1090 亿元，冷链成本占食品金额的 3.5%左右。结合日本与美国的城市化发展与冷链发展关系的经验来看，我们预计在未来几年内冷链成本占比将迅速增长，达到 25%的年增长率。相对应的，2016、2017、2018 冷链物流成本占食品金额的比例将达到 6.8%、8.5%和 10.7%。因此，我们粗略预估未来 3 年的冷链物流市场规模将达到 3310 亿元、4634 亿元和 6488 亿元。

## 2.3 行业薄弱亟待供给侧改革

冷链行业依然供给不足，痛点多多。近年来，我国冷链物流的需求迅速增长，基础设施也在不断完善，冷链物流企业成长有目共睹。根据不完全统计，2015 年全国冷藏车预计增长 14000 辆左右，冷藏车保有量突破 9 万辆，同比增长 18.4%；全国冷库新增 390 万吨，冷库总保有量达到 3710 万吨，同比增长 11.76%；果蔬、肉类、水产品的冷链流通率分别达到 22%、34%、41%，冷藏运输率分别为 35%、57%、69%，各项指标都达到并超过国家制定目标。但就目前来看，整个行业还是存在着专业服务能力较弱、行业集中度不高、运输效率低、冷链成本高、行业制度不完善等问题制约着冷链产业的发展。最近频频发生的食品安全事件、疫苗安全事件，凸显冷链物流环节的重要性，以及冷链行业当前存在的问题。

图 6：我国冷链行业面临的问题



资料来源：公开资料，申万宏源研究

**大力发展第三方冷链是供给侧改革有效路径。**面对供求失衡现状，我们认为有三大解决之道：第一，尽快制定并执行冷链物流标准化体系，提升行业规范性；第二，继续鼓励加大基础设施建设；第三，大力发展第三方冷链。第三方冷链物流指生产经营企业为集中精力，专注于自身核心竞争力的打造，把原来属于内部处理的冷链物流活动，以合同方式委托给专业冷链物流服务企业，同时通过信息系统与冷链物流服务企业保持密切联系，以达到对冷链物流全程管理和控制的一种运作与管理方式。据美国权威机构统计<sup>2</sup>，通过第三方物流公司的服务，企业物流成本会下降**11.8%**，物流资产下降24.6%，办理订单的周转时间从7.1天缩短为3.9天，存货总量下降8.2%。在西方发达国家，第三方物流已经是现代物流产业的主体。欧洲的大型企业使用第三方物流的比例高达76%。在欧洲，第三方物流所占物流市场份额均在25%以上。其中，德国为23%、法国为27%、英国为34%。美国、日本等国家使用第三方物流的比例都在30%以上。工业企业中，原材料的物流交由第三方物流完成的占18%；商品销售物流仅占16%。而我国的第三方物流在物流市场中所占的比例仅为10%。

**第三方冷链亟待供给侧改革。**我国冷链物流尚起步，区域性强，市场规模不大。第6次中国物流供给状况调查，大部分由生产商和经销商完成，第三方冷链物流仅5%。除中外运、中粮和双汇等外，其它中小企业，均难达国际冷链标准要求。规模弱小，缺少组织和协调，仅提供冷藏运输服务，无法保证整个供应链低温控制。从中物联冷链委的统计数据来看，2014年全国百强企业的收入为148.3亿元。其中，年收入5亿以上的只有6家，年收入1亿以上的只有38家，5000万以上的也只有75家。

**上游食品供应商尤其生鲜电商需求倒逼第三方冷链物流加速发展。**近年来，大量资本注入生鲜电商领域，而第三方冷链物流明显跟不上食品供应商的需求，导致许多上游企业选择了自建物流。自建物流的代价极大，并且成本回收期可能长达8-10年，这将极大影响食品生产商在主营业务上的发展，历史上也有这样做的反面教材：美国生鲜电商WebVan经历的冷链灾难，足以让国内的生鲜电商平台重新回顾。创建于1996年的生鲜电商平台WebVan在VC的疯狂注资下放弃盈利，仅建单个冷藏仓储的成本就高达4000万美元，并且承担10-15美元/单的配送成本，提供免费送货服务，上市两年总计烧掉12亿美元后破产。因此，未来第三方冷链物流注定是大的发展趋势。

### 3. 公司立足冷链，致力打造产业链综合服务商

公司聚焦冷链，但不局限于物流，而是紧紧围绕“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。

<sup>2</sup>《基于供应链管理的第三方物流服务》（产业与科技论坛，2011年第10卷第11期）



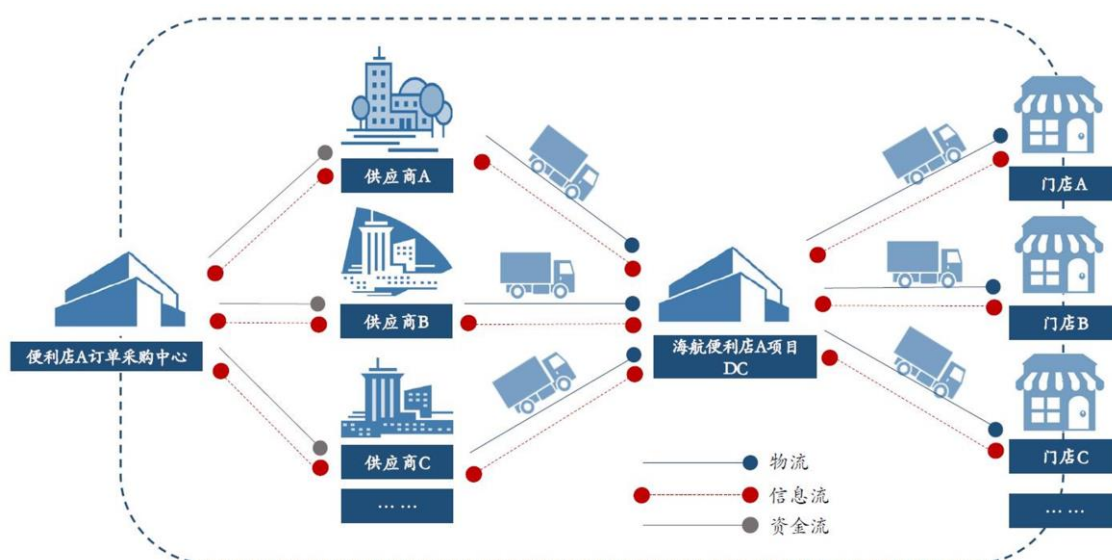
### 3.1 产——规模集约化

公司在传统的运输和仓储业务基础之上，将重点发展**仓运配一体化、海陆空多式联运、商贸供应链管理、社区 O2O、农村双向物流平台**。通过海航集团的产业集群特点，建立公司在冷链领域的差异化竞争优势。而在传统物流业务之外，公司也将注资在冷链产业投资领域，重点关注冷链物流、冷链商贸以及冷链装备等细分领域，寻求高质量、高回报的投资机会。

**仓运配一体化**，可保证客户商品由“最先一公里”至“最后一公里”全程在公司监控之下，在保证物品安全的同时，更可降低双方的配送成本。目前一个案例是北京某大型连锁便利店公司，有上千种日常用品及食品需全程冷链运输。以下为步骤简单描述：

1. 采购执行：通过 EOS（电子订货系统）接收该连锁店采购中心、门店的订单，通知供应商送货，完成采购服务。
2. 仓库管理：在 WMS（仓库管理系统）监控运行下，严格执行入库、拣货、出库并保证不同货品进入最适宜温度的冷库。
3. 运输配送：根据门店的订货情况，规划车辆及线路，通过全程 GPS 温控系统安全送至目的地。

图 7：一体化服务流程展示



资料来源：公司资料，申万宏源研究

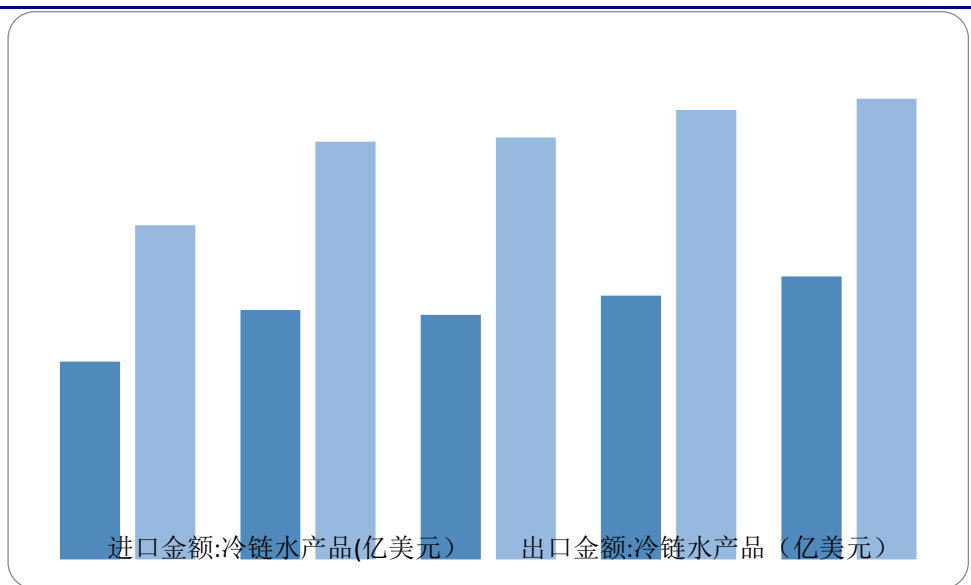
**跨境生鲜供应链**是一个普通冷链公司难以涉足的领域。依托于海航集团丰富的航空、海运、和温控陆运资源，全球化商贸布局，使海航冷链具备行业内的竞争性优势。



目前，随着国内消费水平逐渐提高，进出口食品数量迅速增长，跨境生鲜食品的市场规模呈稳定上升趋势。

公司在 2015 年着重发展了几处跨境资源供应商，其中有澳洲优质果蔬、亚太果蔬和牛肉、北美波士顿龙虾等海鲜。

图 8：冷链水产品进出口额



资料来源：Wind，申万宏源研究

产业投资方向上，海航冷链已完成对河南冰熊和盛世华人两家公司的股权投资。两家在各自的细分领域——冷链装备制造，医药冷链物流，均为行业领军企业。同时，公司在北美、欧洲、澳洲和亚太地区也有优质标的储备，并计划于 2016 年全面推进。

### 3.2 融——资产金融化

公司将融资租赁和冷链供应链金融作为未来发展的主要业务。为此公司在上海自贸区设立子公司海冷融资租赁公司，注册资本达 3 亿美元，并计划于明年投放超过 20 亿的冷链资产。

据行业专家统计，在国内冷链行业的起步阶段，约有 95% 的企业有规模拓张、资产增注、研发创新的需求，但只有不到 20% 的企业拥有融资能力，并且国内专注冷链资产的租赁公司更是屈指可数。在此大环境下，公司希望借助自身的资本力量以及在冷链行业的专业化程度，为推动行业发展做出领头作用。

图 9：海冷金融租赁业务范围

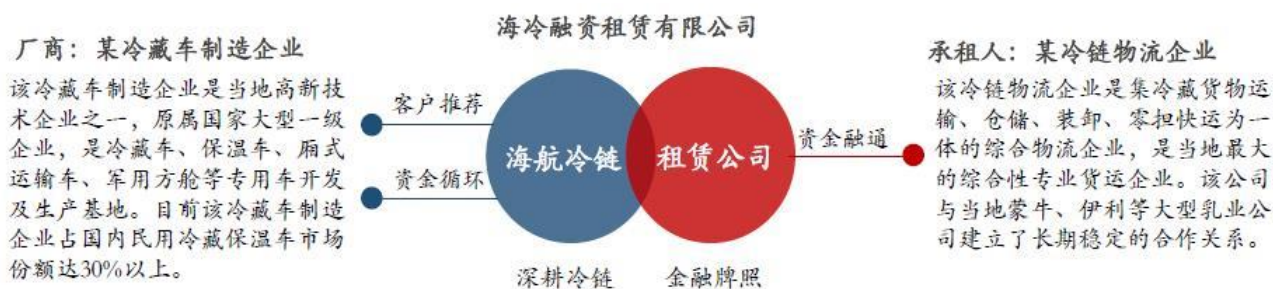


资料来源：公司资料，申万宏源研究

目前的融资租赁公司已经与多家客户企业建立了良好的业务合作，预期在几年内将会成为另一项重要的收入来源。以下简单介绍两个业务案例：

一、 公司通过与冰熊合作，以厂商租赁的方式为一家区域型冷链物流企业提供服务，以高效的决策速度、较低的综合费率满足了客户购置冷藏车辆、扩大经营规模的资金融通需求。

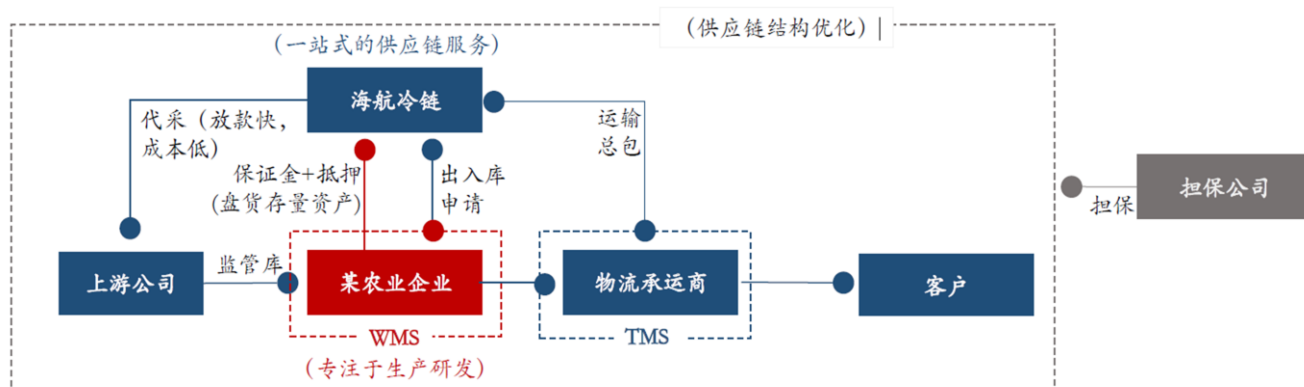
图 10：案例一



资料来源：公司资料，申万宏源研究

二、 有别于传统的代采购、垫资和仓单质押，公司为一家行业领先的农产品综合外向型企业提供集原料采购、订单处理、物流保障、资金垫付及结算于一体的嵌入式全程供应链服务，既满足客户多层次服务需求，同时确保整个项目风险可控。

图 11：案例二



资料来源：公司资料，申万宏源研究

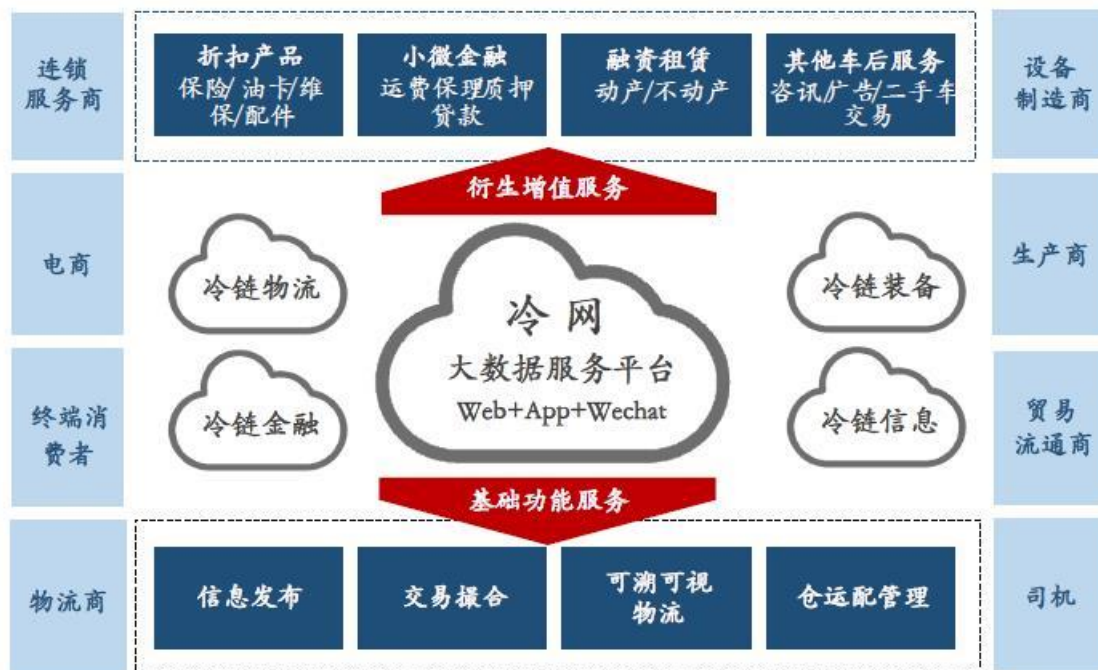
### 3.3 信——产业信息化

公司大手笔布局车联网，于 2015 年成功引入“中国冷藏网”团队，并开发冷运通移动端 APP，计划打造“云车”、“云仓库”的公共服务平台，奠定了公司由冷链物流供应商向冷链全产业供应链大数据运营商转型的坚实基础。

公开资料显示，我国物流行业信息化极不成熟，货车空驶率高达 50%。冷链车在硬件上有更高的要求，由于使用而产生的费用远高于普通货车。因此，降低运输成本是冷链物流中首要目标。信息化程度的提高，将大大提升冷链运输效率，因此大数据平台在冷链高速发展的未来几年中将会有着极大的市场需求。

该平台为免费注册制，无盈利地提供信息化监控系统的安装服务以吸引会员，通过冷链物信息发布、交易撮合、可溯可视和仓运配管理等物联网基础服务为入口，以折扣产品、小微金融、融资租赁、以及车后服务等多样化的衍生增值服务最终体现平台价值，致力成为为中小微企业提供一整套供应链解决方案、个性化、菜单式选择的物流平台。通过平台效应对行业进行整合。

图 12：信息化平台的运作模式

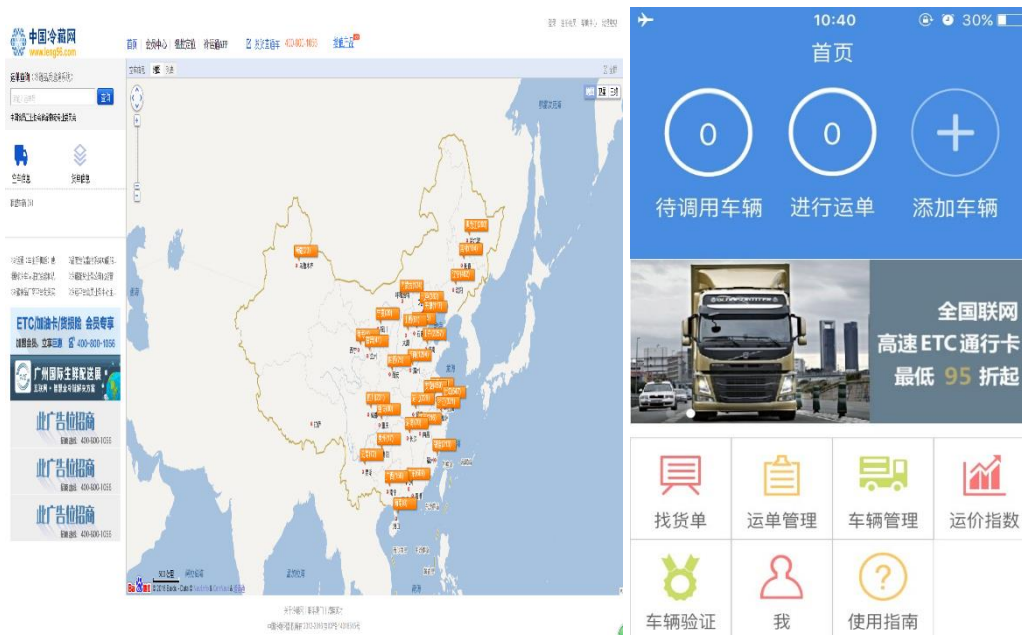


资料来源：公司资料，申万宏源研究

开放的半年内，平台注册人数已达 8000 人，注册冷链车数量 1.2 万台，在全国不到 10 万台的冷链车当中已有 12% 的市场占有率。其中，安装公司提供的带 GPS 定位的信息化温控系统车辆已有 1000 台。按照这个速度，公司预计在 16 年 8 月拥有过万会员，在线冷链车数量达 2 万，并且信息系统的安装车辆推广至 6650 台。

图 13：中国冷藏网

图 14：冷运通 APP



资料来源：公司资料，申万宏源研究

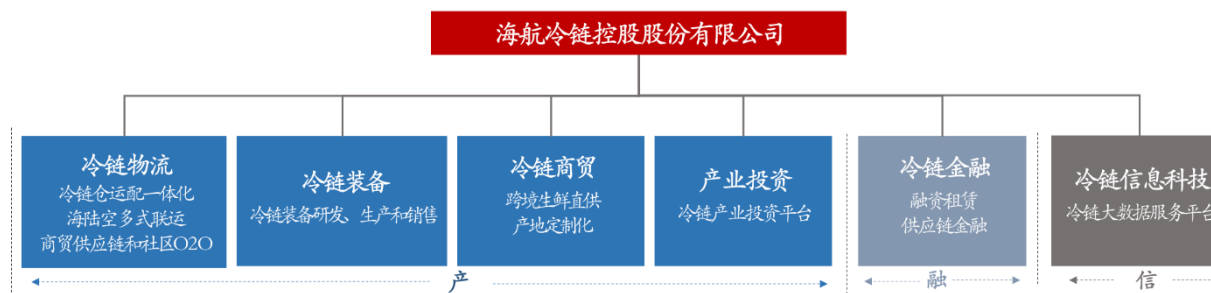
### 3.4 三者一体，打造冷链生态圈

公司将以产融信为基础，通过冷链全产业链布局，上游拓展生产企业、中游整合冷库和输配网络、下游拓展客户，整合优势资源，实现冷链生态圈优化升级。同时，通过投资管理能力和并购整合能力、资本运作能力、产业孵化能力、战略管理能力等五大核心能力塑造，保障商业模式的有效落地。

未来三年，公司将致力称为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，公司将借助股东的背景优势，实现全球布局，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。

图 15：三位一体战略



资料来源：公司资料，申万宏源研究

## 4. 外延扩张已下两城

### 4.1 资本助力公司行业整合

海航集团成立于1993年5月，从一家传统的航空运输企业开始，经过22年的发展，成长为一家全球500强的大型跨国企业集团。目前集团旗下有10家主板上市公司和多家新三板上市企业，并且在2015年实现收入过1900亿元。海航集团目前拥有六大产业板块，其中航空集团最为大家所熟悉。海航集团的其他四个产业，在各自的细分行业中都有不俗的实力，包括实业集团、旅游集团、资本集团以及物流集团。还有最新成立的海航生态科技，系高科技产业控股集团，肩负着海航信息时代战略转型的历史使命。而海航冷链的母公司海航物流集团，由专业物流、投资金融、物流科技、海航智造四条业务线构成，年收入规模超过120亿。

公司重点关注国内外冷链物流、冷链商贸以及冷链装备科技等细分行业的投资机会，通过境内外股权投资，实现物流、商贸、信息平台的整合。根据公告，公司分别与河南冰熊冷藏汽车有限公司及北京盛世华人供应链管理有限公司签订投资意向协议，拟以不超过人民币2,000万元现金受让河南冰熊增资前不超过5%的股权，同时将以不超过人民币17,200万元的现金获得河南冰熊增资完成后的股权，最终获取河南冰熊30%的股权。拟以人民币15,455万元现金对华人供应链进行增资，获得其增资完成后34%的股权。并分别签订对赌条款，河南冰熊冷藏汽车有限公司承诺2016年、2017年收入达到34,757万元、43,556万元，净利润达到4,549万元、6,630万元；北京盛世华人供应链管理有限公司承诺2016年、2017年收入达到16,000万元、18,000万元，净利润达到1,800万元、2,100万元。（以实际达成的协议为准）。拟收购的两家企业分别是冷链装备与医药物流行业的领军企业。公司已全面产业链布局，结合原本的食品冷链、国际生鲜物流，将能力范围延伸至智能冷链设备研发制造，以及高端医药物流领域。



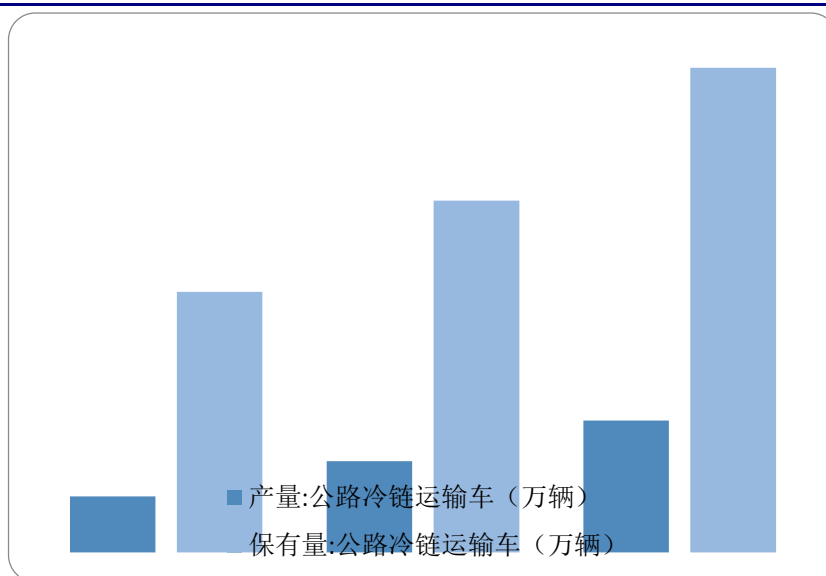
## 4.2 河南冰熊——专注冷藏车制造

河南冰熊是冷藏车、保温车、邮政车、军用特种车等专用车和军用方舱科研开发及生产基地，同时也是国内技术领先、品质优良、国内市场占有率第一企业。

冷链车辆自投产以来，产销量逐年上升，目前国内民用冷藏保温车市场占有率达35%以上。许多国家相关部门，伊利、蒙牛、肯德基、麦当劳等大型企业都是冰熊的长期合作伙伴。伴随“一带一路”的推广与执行，公司在泰国、中东、非洲等地的销量也呈上涨势态。

作为冷藏车、保温车市场的龙头企业，冰熊迅速响应国家环保政策，正在积极研发绿色环保冷藏车。伴随着冷链市场的迅速发展，冷藏车的市场规模将逐步扩大。在冷链装备的销售与自给之外，河南冰熊还对新的冷链融资租赁业务起到了正面协同作用，能够大幅度提升融出效率。

图 16：我国公路冷链运输车的年产量与年保有量



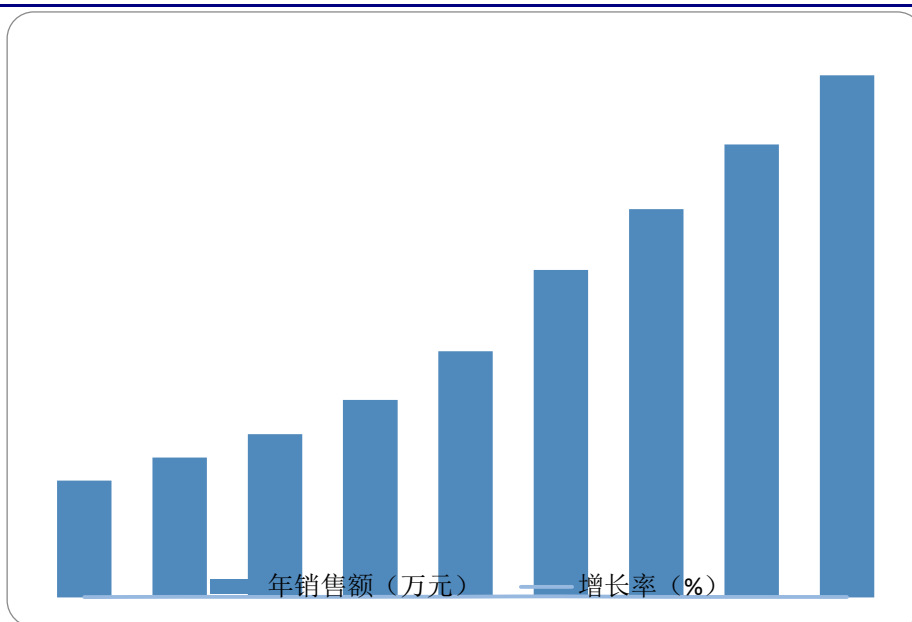
资料来源：中国物流与采购联合会，申万宏源研究

## 4.3 盛世华人——医药冷链佼佼者

华人供应链是一家主要从事医药行业的第三方冷链物流企业，以自主研发生产的医药包装产品，为药品的运输环境提供了优质的解决方案。因其自主制定的医药冷链质量管理标准获得了广大客户的认可，在业务高速发展的同时，也成为了第一家全程参与新版 GSP 认证标准制定的第三方物流企业。

华人供应链的主要客户不乏国内外知名医药生产企业及众多医药商业企业，其中更有长期合作的全球 500 强医药企业。基于其在第三方医药物流丰富的经验和领先地位，海航冷链将以资本优势为华人供应链提供充足的研发资金，并以集团的多式联运能力，帮助公司在医药冷链市场中占据更大份额。

图 17：药品流通行业年销售额与增长率



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

提高运输效率可极大地降低成本，海航冷链凭借集团优势，以航空冷链的特色与专业化吸引了盛世华人供应链的加入。我国是药品消费大国，每年药品销售总额呈稳定上升趋势，据粗略估计，2016年的药品流通市场可达1.7万亿元，按1%的物流成本计算，医药冷链的市场规模可达170亿元。因此，此次增资控股不仅延伸了产业链，更可为公司带来显著盈利增长。

## 5. 盈利预测与估值

预计未来三年归母净利润复合增速106%，给予17年13-17倍PE，合理价格区间1.44-1.88元。假设冰熊和华人16年下半年并表，预计公司16-18年收入分别为10.5亿元、17.4亿元及22.2亿元，归母净利润分别为2588万元、1.3亿元和1.7亿元，EPS分别为0.022元、0.11元和0.14元，三年复合增速106.3%。2016年公司处于战略整合年，一方面新收购河南冰熊和盛世华人两家公司需要一段时间的融合，另一方面海冷供应链和融资租赁、以及车联网新业务虽有望放量，但前期投入较大，因此预计16年公司利润增速将远远低于收入增速，17年以后随着各项业务走上正轨，协同效应开始发挥，整合后的冷链产业链综合服务商将再上新台阶，如果公司战略规划得以成功实施，背靠海航集团，有望成为新的冷链行业巨头，基于此假设，给予17年13-17倍PE，对应合理价格区间为1.44-1.88元，对应市值为16.9-22.1亿元。

表 4：收入成本预测表（万元）

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
冷链物流-海航华日					

收入	6,802	16,355	26,645	33,306	39,967
yoy		140.4%	62.9%	25.0%	20.0%
成本	6,374	15,158	24,646	30,974	37,369
毛利	428	1,197	1,998	2,331	2,598
毛利率	6.3%	7.3%	7.5%	7.0%	6.5%

**供应链金融-海冷租赁**

收入			35,000	45,500	59,150
yoy				30.0%	30.0%
成本			34,185	44,440	57,772
毛利			816	1,060	1,378
毛利率			2.3%	2.3%	2.3%

**融资租赁-海冷租赁**

收入		18,000	30,600	45,900
yoy				5.0
成本		9,000	15,300	22,950
毛利		9,000	15,300	22,950
毛利率		50.0%	50.0%	50.0%

**车联网事业部**

收入	19	1094	4980	6852
yoy		5725%	555%	238%
成本	70.7	270.1	1,080.5	1,434.0
毛利	(51.3)	824	3,900	5,418
毛利率	(263.6%)	75.3%	78.3%	79.1%

**河南冰熊**

收入		33,019	41,378	49,654
yoy		32.1%	25.3%	20.0%
成本		22,288	28,551	34,758
毛利		10,731	12,827	14,896
毛利率		32.5%	31.0%	30.0%

**盛世华人**

收入		16,000	18,000	20,700
yoy		14.3%	12.5%	15.0%
成本		11,200	12,870	15,111
毛利		4,800	5,130	5,589
毛利率		30.0%	28.5%	27.0%

**合计**

收入	12,526	16,393	105,248	173,764	222,223
yoy		30.9%	542.0%	65.1%	27.9%
成本	11,480	15,229	84,845	126,781	161,838
毛利	1,047	1,164	20,403	46,983	60,385
毛利率	8.4%	7.1%	19.4%	27.0%	27.2%

资料来源：申万宏源研究

注：合计中冰熊和华人合并半年业绩

表 5：损益表预测/万元

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	12,526	16,394	105,248	173,764	222,223
yoy	89.5%	30.9%	542.0%	65.1%	27.9%
营业成本	11,480	15,194	84,845	126,781	161,838
毛利率	8.4%	7.3%	19.4%	27.0%	27.2%
营业税金及附加	47	46	526	869	1,111
销售费用			3,535	5,149	6,476
管理费用	1,080	2,409	8,315	14,075	17,556
财务费用	51	-66	-30	-20	-20
资产减值损失	3	-4			
投资收益		3,577			
营业利润	-134	2,392	8,057	26,911	35,262
营业外净收入	145	202			
利润总额	11	2,594	8,057	26,911	35,262
减：所得税	-1	662	2,014	6,728	8,815
净利润	11	1,932	6,043	20,183	26,446
yoy		17103.1%	212.8%	234.0%	31.0%
归母净利润	11	1,935	2,588	12,974	17,000
yoy		17132.4%	33.7%	401.3%	31.0%
最新股本摊薄 EPS	0.000	0.016	0.02	0.11	0.14

资料来源：申万宏源研究

## 6. 风险提示

1. 收购事项遇阻，并表时间有所延迟；
2. 宏观经济形势恶化，食品及零售行业显著下滑；
3. 冷链成本难以降低；
4. 车联网等新兴业务发展不达预期。

### 信息披露

#### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

#### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号

为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

## 法律声明

本报告仅供上海申万宏源证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。