

广汇物流 (600603)

物流/交通运输

发布时间: 2020-07-31

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

首次覆盖

主业聚焦物流，冷链和能源物流有望两翼展开

报告摘要:

物流为公司主业，阶段性植入房地产业务，业绩稳健增长。广汇物流于2016年借壳大洲兴业上市，公司上市前后主业均定位为物流园经营，但为更好的实现业绩承诺，阶段性植入房地产业务。“商贸物流+房地产业务”助力公司业绩稳健增长，公司近三年归母净利润复合增长率达到49.12%，2019年物流园经营和房地产业务贡献比约1:3。现有版图可确保未来三年业绩稳定增长，且房地产业务将继续贡献稳定的现金流。

承诺退出房地产业务聚焦物流主业，核心主业或主要在冷链物流和能源物流中产生，未来外延扩展可能性大。公司于2019年承诺退出房地产业务，聚焦于做大做强物流主业。我们分析，未来公司物流主业将主要围绕商贸物流、冷链物流和能源物流三方面展开，但核心主业或将在冷链物流和能源物流中产生。从业务协同、资金储备以及利润实现的角度，公司物流板块进行外延扩展的可能性大。

新疆冷链物流市场供不应求，公司布局恰当时，且主要布局毛利率相对较高的冷链仓储业务。新疆冷链物流需求空间大，但全疆冷库容量仅100万吨左右，处于供不应求的局面，且市场格局相对好于全国。公司着力布局冷链物流中毛利率较高的仓储环节，打造的10万吨级冷链物流基地“广汇汇领鲜”一期已于2019年底建成并投入使用，当前出租率已达60%以上；随着二期项目的推进，公司或将与海鸿冷库、九鼎冷库形成“三足鼎立”格局，市场份额或达30%以上。

参股将淖铁路，能源物流领域迈出第一步，期待更进一步的布局。公司2020年6月20日公告参股设立将淖铁路公司，迈出布局能源物流的第一步。将淖铁路将缩短新疆至华北、东北地区的运输距离，与各矿区专用线共同形成一套完整的集煤系统，形成疆煤外运的另一重要通道。

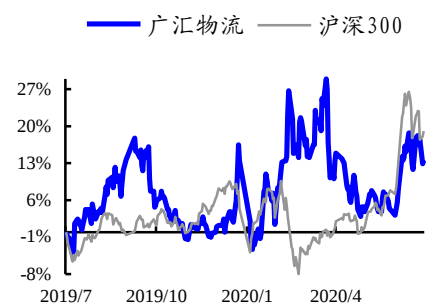
投资建议：公司承诺退出房地产业务、做大做强物流主业，未来存在大概率的外延机会。现有框架下，预计2020-2022年EPS分别为0.79/0.96/0.93元，对应PE为6.46/5.33/5.50倍。采用分部估值，公司2020年合理市值为90亿元，较当前有36%的空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：资产减值损失，租金水平大幅下降，外延扩展不及预期。

股票数据 2020/7/29

6个月目标价(元)	7.14
收盘价(元)	5.23
12个月股价区间(元)	4.50~6.50
总市值(百万元)	6,589
总股本(百万股)	1,260
A股(百万股)	1,260
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	9

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	12%	2%	16%
相对收益	-1%	-19%	-6%

相关报告

《油运专题报告——短期回调，中期高景气延续》

2020-07-01

《航空5月数据点评：供给修复快于需求修复，春秋航空表现优异》

2020-06-16

《航空运输业动态点评：最差底部已确认，耐心等待行业反转》

2020-06-06

财务摘要(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,081	2,869	4,008	4,837	5,570
(+/-)%	89.05%	37.90%	39.68%	20.69%	15.15%
归属母公司净利润	546	819	998	1,211	1,173
(+/-)%	56.69%	49.88%	21.89%	21.35%	-3.16%
每股收益(元)	0.43	0.65	0.79	0.96	0.93
市盈率	9.41	7.62	6.46	5.33	5.50
市净率	0.79	0.96	0.91	0.76	0.66
净资产收益率(%)	8.45%	12.66%	14.00%	14.36%	12.09%
股息收益率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本(百万股)	1,694	1,696	1,260	1,260	1,260

证券分析师: 瞿永忠

执业证书编号: S0550515110002

(021)20363212 quyz@nesc.cn

研究助理: 杨振华

执业证书编号: S0550119080042

(021)20361226 yangzhenhua@nesc.cn

目 录

1.	核心观点	5
2.	战略上聚焦物流主业，战术上阶段性植入房地产业务	6
2.1.	借壳大洲兴业，成功实现上市	6
2.2.	背靠广汇集团，股权结构稳定	8
2.3.	各业务毛利率高，三年利润复合增长率 49.12%	9
3.	承诺退出地产业务，未来三年利润和现金流入仍有保障	10
4.	物流将成为确定性主业，外延扩展仍具可能性	13
5.	物流园经营：业绩稳健，或非未来核心主业	14
6.	冷链物流：新疆市场供不应求，公司布局恰逢其时	19
6.1.	冷链物流：行业空间大，仓储环节毛利率较高	19
6.2.	新疆冷链物流：供不应求，但行业格局稍好于全国	23
6.3.	公司冷链物流一期已落地，二期正在建设	25
7.	投资设立将淖铁路有限公司，能源物流应具有更大想象空间	27
8.	盈利预测和估值分析	29
8.1.	主营业务预测	29
8.2.	估值分析	30
9.	风险提示	31

图表目录

图 1:	广汇物流发展历程	7
图 2:	广汇物流当前业务范围及未来发展路径	8
图 3:	广汇物流股权结构	8
图 4:	公司历年营业收入及增速	9
图 5:	公司收入构成（2019 年）	9
图 6:	公司历年毛利润及增速	9
图 7:	公司毛利率变化	9
图 8:	公司历年净利润及增速	10
图 9:	公司净利率变化	10
图 10:	公司上市后房地产业务发展历程	11
图 11:	房地产业务收入	11
图 12:	房地产业务毛利及增速	11

图 13: 房地产业务毛利率变化	12
图 14: 房地产业务占收入比变化	12
图 15: 广汇物流经营活动净现金流变动 (百万元)	13
图 16: 广汇物流期末账面货币资金及现金理财金额 (百万元)	13
图 17: 广汇物流未来物流板块主要业务版图	14
图 18: 美居物流园区位	15
图 19: 美居物流园内部布局	15
图 20: 美居物流园概览图	16
图 21: 物流园收入及增速	17
图 22: 物流园毛利及增速	17
图 23: 物流园经营毛利率	17
图 24: 老华凌市场 (一)	18
图 25: 老华凌市场 (二)	18
图 26: 新华凌市场 (一)	18
图 27: 新华凌市场 (二)	18
图 28: 冷链物流流程图	19
图 29: 我国食品冷链物流需求量	19
图 30: 食品冷链分布	19
图 31: 我国冷链物流市场规模及增速	20
图 32: 我国冷库容量	20
图 33: 冷库区域分布	20
图 34: 我国冷藏车数量	21
图 35: 冷藏车保有量分布	21
图 36: 2019 年中国食品冷链企业营收情况	21
图 37: 主要冷链企业整体毛利率	22
图 38: 主要冷链企业净利润及净利率 (2019 年)	22
图 39: 冷链仓储毛利率对比 (%)	23
图 40: 冷链运输毛利率 (%)	23
图 41: 冷库装卸毛利率 (%)	23
图 42: 新疆蔬菜和水果产量	24
图 43: 新疆肉类和奶类产品产量	24
图 44: 广汇物流汇领鲜区位图	26
图 45: 汇领鲜规划图	26
图 46: 冷链货柜	26
图 47: 主要地区冷库租金 (元/平米, 月)	27
图 48: 新疆主要煤田分布	28
图 49: 新疆地区煤种分布	28
图 50: 新疆煤炭铁路派车数量分布	28
表 1: 广汇物流上市进度表	7
表 2: 广汇物流旗下在建房地产项目统计 (万平方米)	12
表 3: 美居物流园各楼座功能定位	15
表 4: 美居物流园与主要竞争对手比较	18
表 5: 选取企业基本信息	22
表 6: 2018 年我国各地区冷库容量 (万吨)	25

表 7: 新疆主要冷库概览.....	25
表 8: 主营业务预测汇总（单位：亿元）	30
表 9: 商贸物流估值比对.....	30
表 10: 区域性房地产企业估值比对	31

1. 核心观点

当前“商贸物流+房地产业务”的布局，共同推动公司业绩稳健增长；业绩之外，不可忽视地产业务带来的现金流。广汇物流于 2016 年通过借壳大洲兴业登陆 A 股市场，实际上在上市之前，公司就有布局房地产业务，彼时的房地产业务主要定位为美居物流园的配套设施。公司在资产重组时，做出业绩承诺，亚中物流（上市主体）2016 年、2017 年、2018 年合并报表归属于母公司的扣除非经常性损益后净利润分别不低于 2.40 亿元、3.40 亿元、5.00 亿元。由于单个物流园经营的业绩难以有爆发式增长，为弥补大洲兴业亏损以及更好的实现业绩承诺，公司阶段性植入房地产业务。自此，2016 年至今，公司主要业绩来自于物流园经营和房地产销售，由于地产业务体量相对较大，业绩占比更为明显。“商贸物流+房地产业务”的布局也推动了公司业绩的稳健增长，2016 年至 2019 年，公司归母净利润从 2.47 亿元增长至 8.19 亿元，复合增长率达到 49.12%，净利润的快速增长主要受益于房地产业务的快速发展。从净利润构成上来看，物流园经营业务大约贡献 2 亿元净利润，房地产业务贡献净利润 6 亿元。根据 2020 年中报业绩快报，2020 年上半年公司实现归母净利润 2.76 亿元，同比增长 37.31%。而从经营以及投资的视角，除了关注房地产业务对公司业绩的支撑外，也应关注地产业务对公司资金储备的累积效应。截止 2020 年一季度，公司账面货币资金和现金理财金额合计 30.59 亿元，现金储备相对充足。且随着未来三年内，房地产板块现金流入进一步增加，公司现金储备将更加充裕，为物流领域的外延扩展奠定良好基础。

新疆冷链物流市场供不应求，但格局相对好于全国；公司 10 万吨级冷链物流基地布局产业链毛利率较高的冷链仓储，一期已投入运营，未来成熟后市场份额有望达到 30%。近年来，受益于我国城镇化水平提升以及消费升级的持续加深，冷链物流市场规模不断壮大。根据艾媒咨询的统计，2019 年我国冷链物流市场规模已达 3780 亿元，2020 年将达到 4850 亿元。而在食品、医药、化工等主要冷链物流形态中，食品冷链占据绝对主导地位：根据中物联冷链委的测算，2019 年我国食品冷链物流需求总量预计达到 2.352 亿吨，食品冷链物流总额约为 6.1 万亿元，比 2018 年同比增长 27.08%，需求空间大。新疆作为我国著名的瓜果之乡，其水果年产量在大部分年份均高于蔬菜年产量。根据国家统计局的数据，2018 年新疆地区蔬菜产量 1465.12 万吨，水果产量 1497 万吨，肉类产量 162 万吨，奶类产量 201.7 万吨，主要农产品产量近年来基本呈现小幅缓慢上涨的态势。新疆的冷链物流需求不仅仅面向疆内，在当前物流便捷度进一步提高的背景下，其冷链物流需求更进一步铺向疆外。而根据我们的前期调研，新疆地区的冷库主要以两种形式存在，集中式和分散式。集中式冷库主要分布在首府乌鲁木齐市，如一些大型的交易中心；分散式的冷库主要分布在农产品产地附近。2018 年新疆冷库容量大约 100 万吨，即使考虑到周转和就地消耗等因素，新疆地区冷库仍然面临供不应求的局面。从冷链物流产业链的视角来看，行业毛利率大约处于 10%-35% 之间，行业利润水平较低。从产业链的组成部分来看，我们选取了 A 股上市的冷链设备企业海容冷链和冰山冷热，新三板挂牌的冷链物流企业万泽冷链、师帅冷链和小田冷链进行比较，对比发现，冷链仓储业务的毛利率较高，而冷链设备的毛利率最低。公司着力布局冷链物流中毛利率较高的仓储环节，打造的 10 万吨级冷链物流基地“广汇汇领鲜”一期已于 2019 年底建成并投入使用，当前出租率已达 60% 以上；随着二期项目的推进，公司或将与海鸿冷库、九鼎冷库形成“三足鼎立”格局，项目成熟后市场份额有望达到 30% 以上。

承诺退出房地产业务，进一步聚焦物流主业；核心物流主业或将从冷链物流和能源物流中产生。公司于 2019 年承诺退出房地产业务，聚焦于做大做强物流主业。我们分析，未来公司物流主业将主要围绕商贸物流、冷链物流和能源物流三方面展开。具体来看，商贸物流由于较稳定，或成为主业的有力补充，但不会为核心主业。核心主业或将从冷链物流以及能源物流领域产生。

参股将淖铁路，能源物流领域迈出第一步，期待更进一步的布局。公司 2020 年 6 月 20 日公告参股设立将淖铁路公司，迈出布局能源物流的第一步。将淖铁路是以煤炭集运为主的货运铁路，利用红淖铁路与兰新铁路、乌将铁路、额哈铁路相接，成为新疆地区铁路网中又一条出疆新通道，将有效缩短新疆至华北东北地区的运输距离，与各矿区专用线共同形成一套完整的集煤系统。有利于新疆煤炭外运通道的整合。该通道可以将准东矿区、三塘湖矿区、淖毛湖矿区全部连接起来，可统筹解决沿线多家大型企业煤炭外运通路问题，有利于促进新疆煤炭资源的开发外运。本次投资是公司夯实物流主业基础，加快商贸物流、冷链物流、能源物流业务发展速度，进一步提升公司在“一带一路”物流通道建设地位的重要举措，将成为公司新的利润增长点。

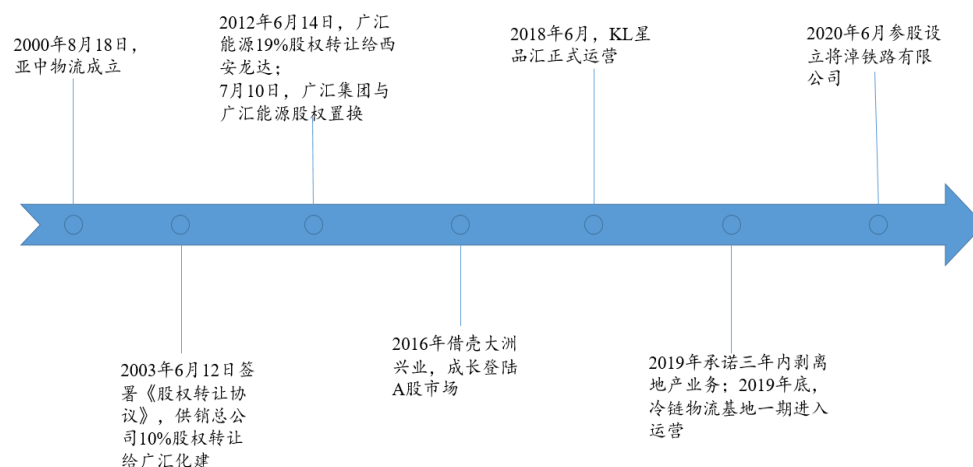
时间表叠加现金储备，外延扩展具有可能性。公司在 2016 年进行重大资产重组时提到“公司将持续加快扩张整合，不断发掘现代物流产业链中具有发展潜质的企业，寻求并购重组的机会，系统性展开公司的商贸物流综合服务产业链布局，持续打造功能复合、配套完善的现代化物流产业综合服务平台，致力于成为一带一路重要物流节点的主要物流商贸综合服务商”，此后在年度报告中提及将寻找合适的时机进行外延并购。而随着公司资金能力的增强以及房地产业务逐步退出，外延并购的时机已经到来，外延的机会或主要存在于冷链物流与能源物流领域，尤其是能源物流领域。

2. 战略上聚焦物流主业，战术上阶段性植入房地产业务

2.1. 借壳大洲兴业，成功实现上市

风雨二十载，借壳大洲兴业，成功登陆 A 股市场。广汇物流的前身亚中物流，成立于 2000 年 8 月，由广汇能源和供销总公司发起设立；此后经过 2003 年的股权转让、2012 年的股权置换等安排，公司主要股东变更为广汇集团、西安龙达、广汇化建。公司上市工作于 2015 年底启动，彼时大洲兴业通过重大资产置换、发行股份购买资产和募集配套资金，向新疆广汇实业投资（集团）有限责任公司（广汇集团）发行 2.5 亿股股份，向西安龙达投资管理有限公司发行 0.63 亿股股份、向新疆广汇化工建材有限责任公司发行 0.16 亿股股份购买相关资产；此外，非公开发行 1.04 亿股新股募集配套资金。2016 年底重组工作完成，公司登陆 A 股市场，并更名为“广汇物流”。

图 1：广汇物流发展历程



数据来源：东北证券，公司公告

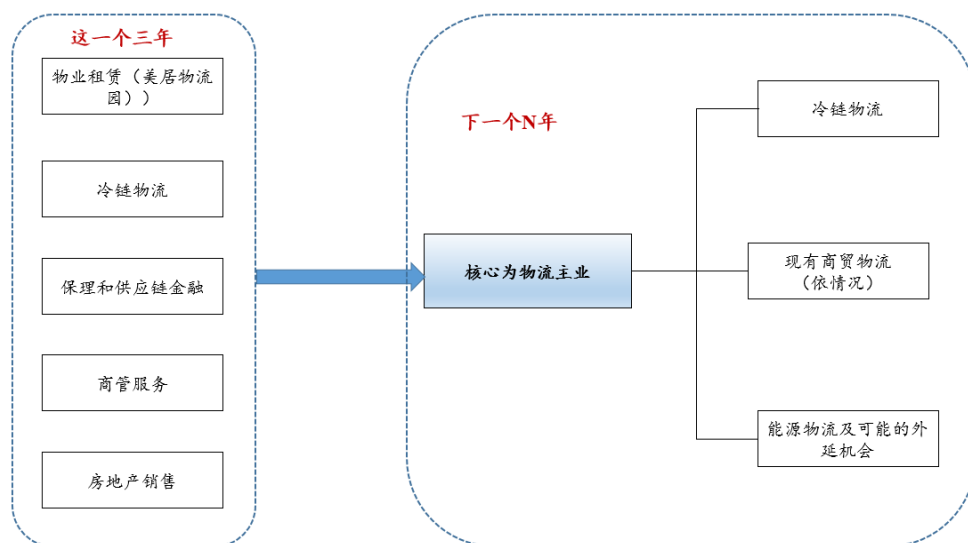
表 1：广汇物流上市进度表

时间	进度
2015 年底	上市工作启动
2016 年 6 月 3 日	亚中物流重组大洲兴业经证监会审核通过
2016 年 12 月 23 日	正式获得上市批文
2016 年 12 月 26 日	完成置入资产的交割
2016 年 12 月 28 日	亚中物流成功登陆 A 股市场

数据来源：东北证券，公司公告

战略上以物流为主业，战术上阶段性植入房地产业务，未来将更加聚焦物流主业。公司目前涉足业务板块主要包括商贸物流、冷链物流、商品房销售、保理和商管服务等业务。战略上来看，公司上市前后的定位均以物流为主业，当前物流板块比较成熟的布局是商贸物流，此外冷链物流和能源物流亦有布局。战术上来讲，阶段性植入房地产业务，为公司贡献持续增长的利润和较强大的现金流。公司 2019 年作出承诺，不再置入房地产业务，进一步聚焦物流主业，围绕物流业务开展经营活动。

图 2：广汇物流当前业务范围及未来发展路径

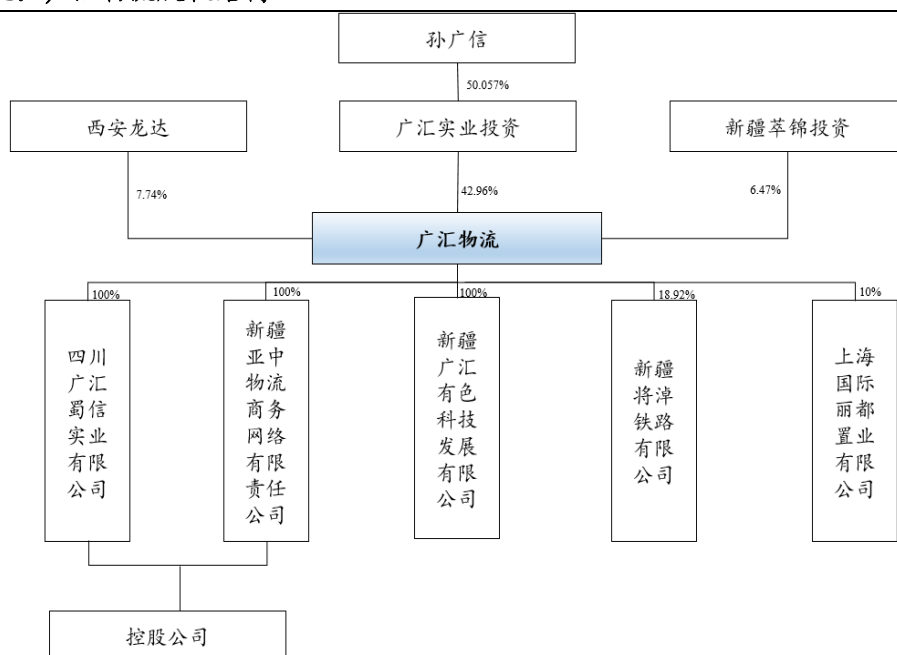


数据来源：东北证券，公司公告

2.2. 背靠广汇集团，股权结构稳定

公司实际控制人为孙广信，控股股东为广汇集团。公司控股股东为新疆广汇实业投资（集团）有限责任公司（广汇集团），持有公司 42.96%股份；实际控制人为孙广信。公司主要控股企业与相关业务板块的对应关系为：亚中物流商务网络有限责任公司——美居物流园的经营管理；四川广汇蜀信实业有限公司——房地产业务；深圳汇盈信商业保理有限责任公司——商业保理和供应链金融。

图 3：广汇物流股权结构

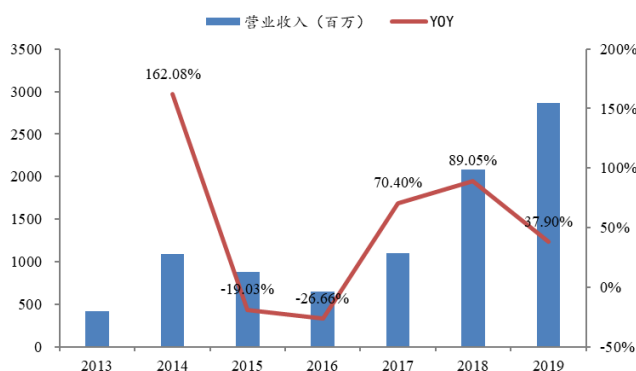


数据来源：东北证券，公司公告

2.3. 各业务毛利率高，三年利润复合增长率 49.12%

阶段性植入房地产业务背景下，地产收入占比达 80%。2016 年公司进行资产重组时，做出业绩承诺，亚中物流 2016 年、2017 年、2018 年合并报表归属于母公司的扣除非经常性损益后净利润分别不低于 2.4 亿元、3.4 亿元和 5 亿元。为弥补大洲兴业亏损以及更好的实现业绩承诺，公司阶段性植入房地产业务。由于房地产业务体量相对物流园经营体量更大，当前房地产业务占据收入的主要部分。2019 年，公司房地产业务实现收入 23.24 亿元，同比增长 64.44%，占公司主营业务收入的 81.31%；物流园经营实现营业收入 4.09 亿元，占据主营业务收入的 14.30%。

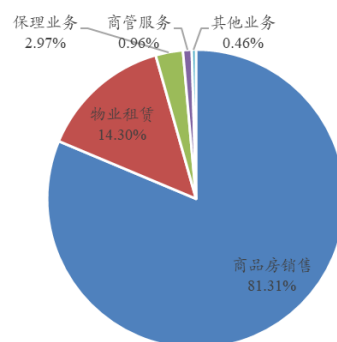
图 4：公司历年营业收入及增速



数据来源：东北证券，公司公告

注：2016 年以前数据为亚中物流数据

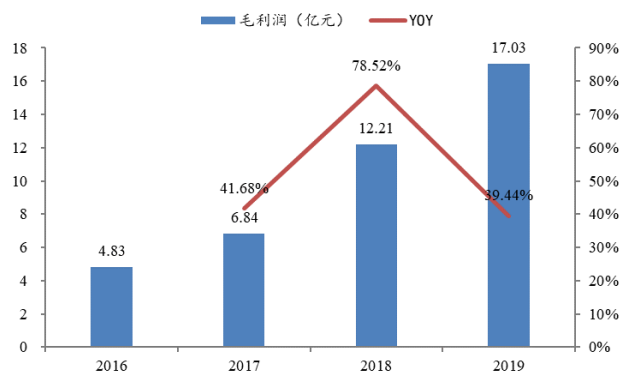
图 5：公司收入构成（2019 年）



数据来源：东北证券，公司公告

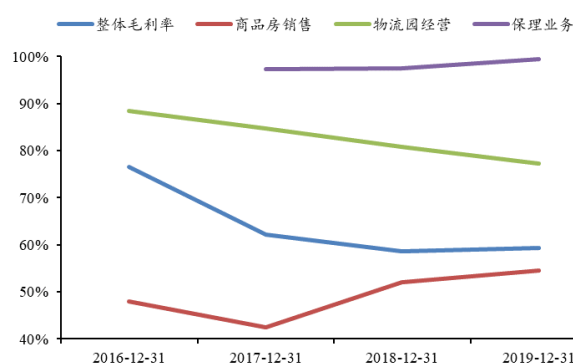
各经营板块毛利率均处高位，其中物流园经营毛利率 77.21%。公司当前有收入体现的四块业务，毛利率均保持高位：2019 年公司物流园经营、商品房销售、保理业务以及商管服务业务的毛利率分别为 77.21%、54.46%、99.4%和 81.6%。其中，商品房销售、保理业务和商管服务业务毛利率均有所提升，而物流园经营业务则由于租金以及成本端的因素，毛利率较 2018 年下降 3.65 个百分点。公司整体毛利率近两年保持稳定（2017 年毛利率下降较多主要是因为房地产业务占比提升，拉低整体毛利率）。

图 6：公司历年毛利润及增速



数据来源：东北证券，公司公告

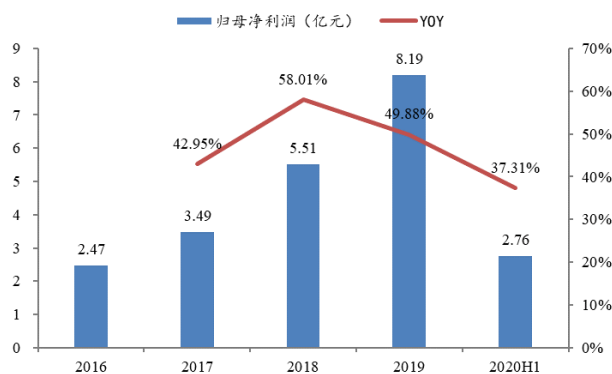
图 7：公司毛利率变化



数据来源：东北证券，公司公告

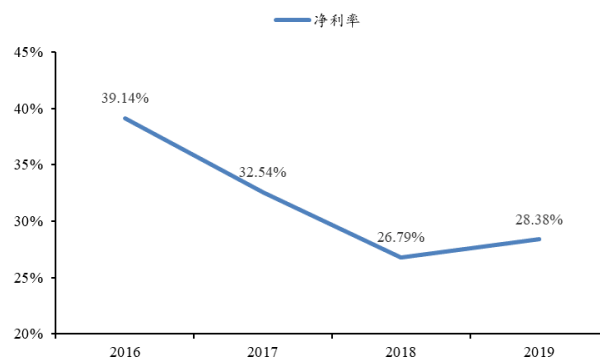
净利润稳健增长，物流园经营和地产业务贡献占比约 1:3。公司上市以来，净利润保持稳健增长，2016 年至 2019 年，公司归母净利润从 2.47 亿元增长至 8.19 亿元，复合增长率达到 49.12%，净利润的快速增长主要受益于房地产业务的快速发展。从净利润构成上来看，物流园经营业务大约贡献 2 亿元净利润，房地产业务贡献净利润 6 亿元。根据 2020 年中报业绩快报，2020 年上半年公司实现归母净利润 2.76 亿元，同比增长 37.31%。

图 8：公司历年净利润及增速



数据来源：东北证券，公司公告

图 9：公司净利率变化

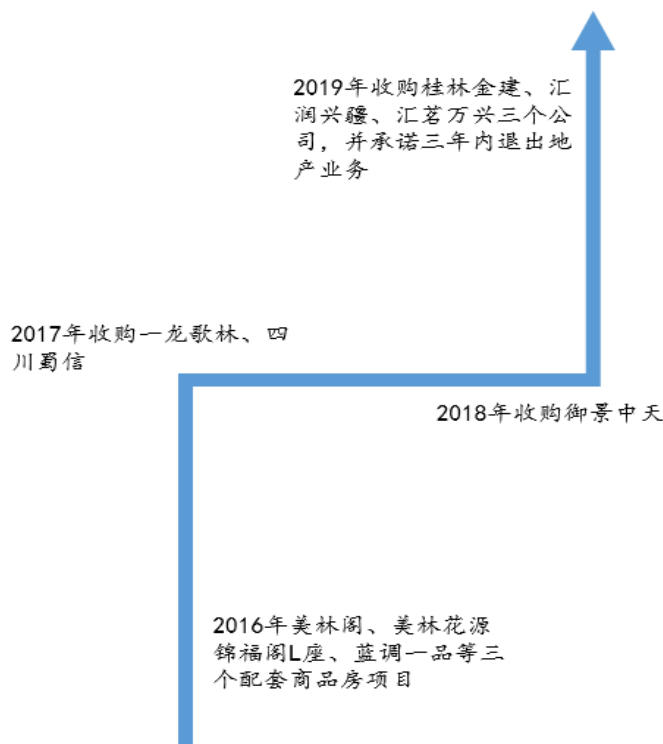


数据来源：东北证券，公司公告

3. 承诺退出地产业务，未来三年利润和现金流入仍有保障

房地产业务的植入为阶段性事件，目前全部由四川蜀信开展，公司已经承诺不再植入房地产业务。公司在上市之前就有经营房地产业务，主要是作为美居物流园的配套业务，先后在紧邻物流园的周边地区开发了美林阁、美林花源锦福阁 L 座、蓝调一品等三个配套商品房项目，当时并无其他新增项目。在 2016 年进行重大资产重组时，公司进行了业绩承诺，为更好的完成业绩承诺，公司此后阶段性的植入了房地产业务。2019 年，四川蜀信收购了桂林金建 92% 股权、汇润兴疆 60% 股权和汇茗万兴 100% 股权，公司对子公司股权进行调整，四川蜀信因股权调整由孙公司变为子公司，并持有公司全部房地产项目公司股权。公司目前主要房产项目包括乌鲁木齐颐景庭院、汇润城、御锦城、美居美尚、汇茗轩、成都广汇御园和 CBD、眉山汇茗城、桂林汇悦城等项目。在物流园经营业务和房地产业务的共同推动下，2016-2018 年，公司累计完成归母净利润 12.08 亿元（调整口径），超额完成重组业绩承诺，完成率 111%。为更好的聚焦主业，公司于 2019 年作出承诺，公司将退出房地产经营。

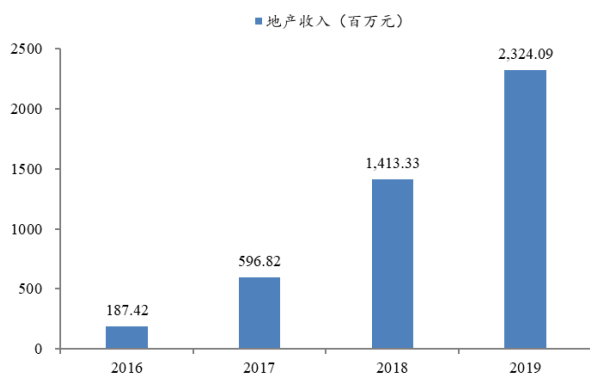
图 10: 公司上市后房地产业务发展历程



数据来源：东北证券，公司公告

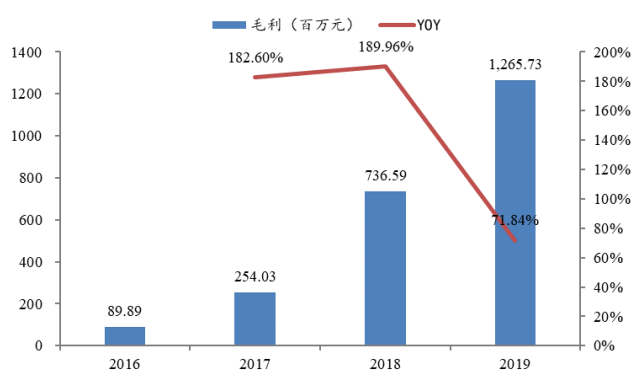
房地产业务为公司带来可观的收入和利润，三年收入 CAGR 达 131.63%，毛利润 CAGR 达 141.40%。公司房地产业务，无论是收入还是利润，近几年一直保持较快速的增长。2016 年至 2019 年，公司房地产业务营业收入从 1.87 亿元增长至 23.24 亿元，复合增长率达到 131.63%；毛利润从 0.9 亿元增长至 12.66 亿元，毛利润复合增长率达 141.40%。而房地产业务的毛利率，近几年基本稳步增长，2019 年公司房地产业务毛利率达到近几年最高点 54.56%。

图 11: 房地产业务收入



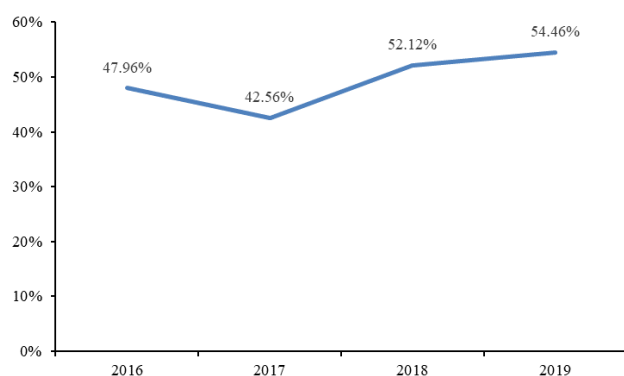
数据来源：东北证券，公司公告

图 12: 房地产业务毛利及增速



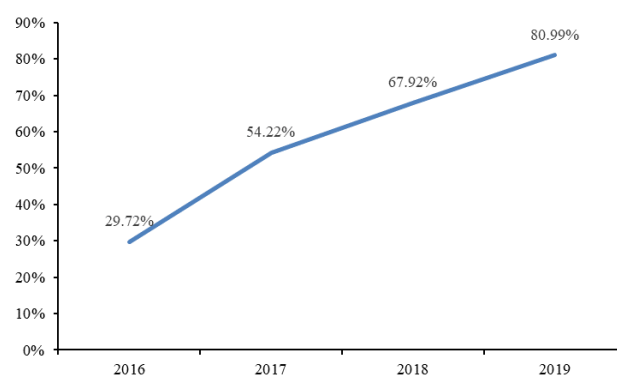
数据来源：东北证券，公司公告

图 13: 房地产业务毛利率变化



数据来源: 东北证券, 公司公告

图 14: 房地产业务占收入比变化



数据来源: 东北证券, 公司公告

考虑到房地产项目储备, 地产业绩三年内仍可保持稳步增长。公司对于房地产业务的退出是有明确时间表的, 2023 年开始, 地产业务基本退出经营。但是地产业务的退出并不意味着公司接下来几年的业绩会出现断崖式下跌: 一方面, 公司于 2019 年收购桂林金建、汇润兴疆、汇茗万兴三个公司; 一方面, 现有项目储备也将对接下来的利润增长产生支撑。目前, 公司房地产项目储备主要在乌鲁木齐市天山区、新市区和高新区核心地段, 持有待开发土地的面积约 12.76 万平米, 规划计容建筑面积 40.46 万平米。

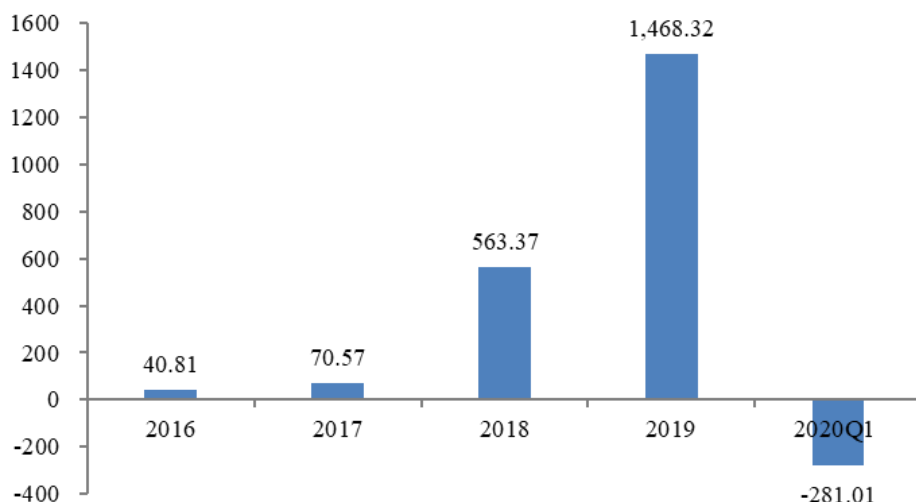
表 2: 广汇物流旗下在建房地产项目统计 (万平方米)

项目地	项目	总建筑面积	已竣工面积	在建面积
乌鲁木齐	颐景庭院	28.86	13.26	15.60
乌鲁木齐	汇润城一、二期	22.74	0	22.74
乌鲁木齐	汇茗轩	3.83	0	3.83
成都	广汇御园、CBD 及美术馆	129.89	32.61	97.28
眉山	汇茗城	26.52	0	26.52
桂林	汇悦城	25.62	0	25.62

数据来源: 东北证券, 公司公告

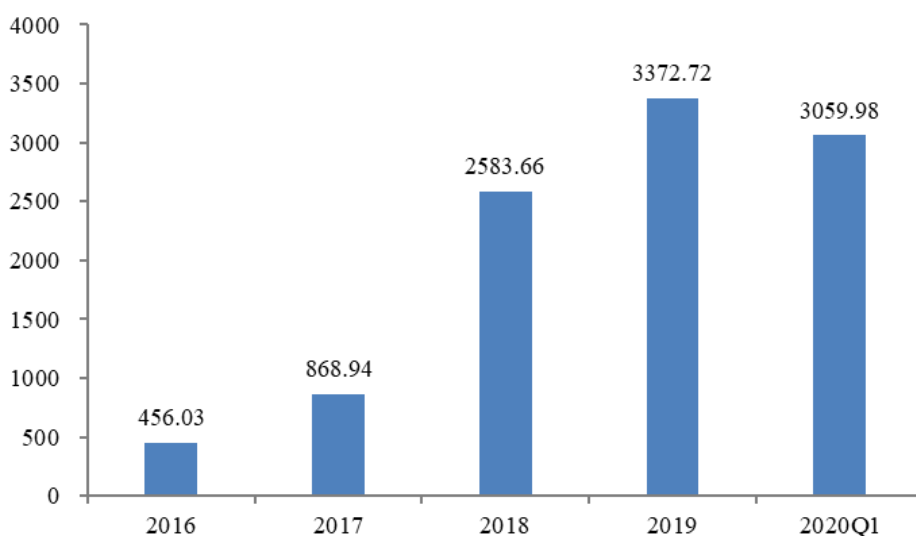
业绩之外, 更应注重房地产业务带来的稳定现金流。房地产板块自公司上市以来, 每年都贡献了可观的收入和利润。实际上, 业绩之外, 更应该关注地产业务在过去几年的稳健增长给公司带来的现金流以及由此为基础的可能的外延。截止 2020 年一季度, 公司账面货币资金和现金理财金额合计 30.59 亿元, 现金储备相对充足。且随着未来三年内, 房地产板块现金流入进一步增加, 公司现金储备将更加充裕, 为物流领域的外延扩展奠定良好基础。

图 15: 广汇物流经营活动净现金流变动（百万元）



数据来源：东北证券，公司公告

图 16: 广汇物流期末账面货币资金及现金理财金额（百万元）



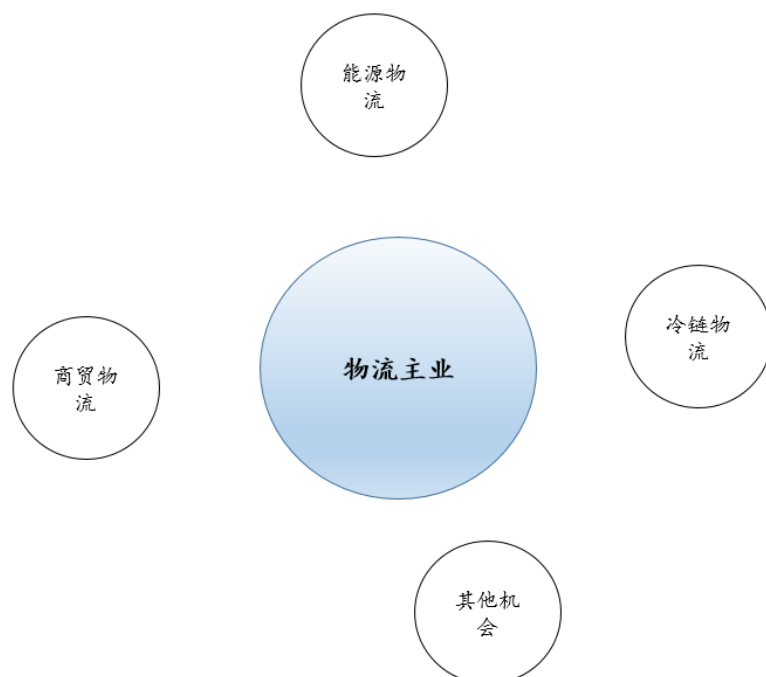
数据来源：东北证券，公司公告

4. 物流将成为确定性主业，外延扩展仍具可能性

我们试图分析公司未来主业的着力点，初步来看，公司未来几年，物流主业的版图如下：商贸物流、冷链物流和能源物流。具体来看，商贸物流由于较稳定，或成为主业的有力补充，但不会为核心主业。核心主业或将从冷链物流以及能源物流领域产生。

决心退出房地产、发展物流主业，公司主业即将确立。公司于 2019 年作出承诺，不再置入房地产业务，公司战略重心更加聚焦主业，我们认为这是公司领导层基于多方面考量作出的明智决策。房地产业务退出后，公司将重心放至物流业务上，并保留与其配套的商业保理、供应链金融等业务。我们认为，公司物流主业的版图或主要包括商贸物流、冷链物流和能源物流三部分，三部分之中又会确立核心主业。

图 17：广汇物流未来物流板块主要业务版图



数据来源：东北证券，公司公告

时间表、现金储备叠加利润实现目标，外延扩展具有较大可能性。公司在 2016 年进行重大资产重组时提到“公司将持续加快扩张整合，不断发掘现代物流产业链中具有发展潜质的企业，寻求并购重组的机会，系统性展开公司的商贸物流综合服务产业链布局，持续打造功能复合、配套完善的现代化物流产业综合服务平台，致力于成为一带一路重要物流节点的主要物流商贸综合服务商”，此后在年度报告中提及将寻找合适的时机进行外延并购。而随着公司资金能力的增强以及地产业务逐步推出，寻找外延并购的时机已经到来，外延的机会或主要存在于冷链物流与能源物流领域。

5. 物流园经营：业绩稳健，或非未来核心主业

美居物流园是当前商贸物流业务经营的主体。当前，公司商贸物流业务经营的主体是亚中物流旗下的美居物流园。该物流园位于乌鲁木齐高新技术产业开发区内，属于规划中的北中心，是高新区的重点培育、发展企业。与新市区、铁路局商圈及高新技术产业开发区相邻，与乌鲁木齐海关、国际机场、北郊铁路货运站、北郊客运站相距较近。美居物流园是以建材、家具产品为主的大型综合性商品交易中心，总建筑面积约 68.23 万平方米。现有经营商户近 3000 余户，囊括国内外高中档各行业

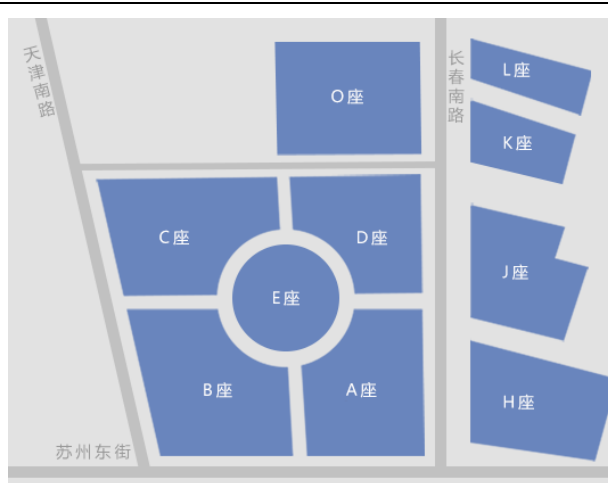
知名品牌的建筑装饰材料和家具商品。其中包括家具、陶瓷卫浴、家电、全屋定制、地板、门窗、布艺、工艺百货、墙地面装饰材料、油漆化工、五金机电、灯具、电料近 50 个行业的 40 多万种商品，为大众提供专业系统的“一站式”服务。

图 18: 美居物流园区位



数据来源：东北证券，百度地图

图 19: 美居物流园内部布局



数据来源：东北证券，公司官网

表 3: 美居物流园各楼座功能定位

楼座	面积（平米）	功能定位
A 座	109,030.87	定位为家具卖场，以办公及民用家具为主，床上百货和家装市场为辅；其中，地下一层至地上四层分别为办公家具、平价家具、中档家具、中高端套房家具、中档家具和家装市场
B 座	106,311.11	定位为洁具生活卖场，以陶瓷洁具为主，工艺品卖场和运动广场等业态为辅；其中，负一层和一层经营项目为瓷砖；地上二层主要经营洁具卫浴，三层主要经营工艺品；四层主要提供运动广场、婚纱摄影基地等服务项目
C 座	92,485.86	以门业、壁纸、窗帘为主，日用百货为辅；其中，负一层主要经营定制木门及楼梯等，地上一层主要经营木地板、定制门、防盗门；二层经营壁纸；三层经营窗帘布艺；四楼主要经营生活日用百货
D 座	72,739.53	定位为家电和定制家居卖场；其中，负一层和一层主要经营日用家电；二层、三层分别主要经营整体橱柜及整体衣柜；四层主要经营厨房用具
E 座	24,942.30	主要作为灯饰卖场，以民用灯具为主，工程灯具为辅
H 座	111,235.21	整体引入万佳家居品牌，作为中高端家具商场进行运作
J 座	50,150.13	定位为装修材料区，经营项目包括板材、五金、石材等基础装修材料以及部分家具独立店，其中，一层以采暖产品、线条、五金及家具独立店；负一层主要经营板材、五金、石材等基础装饰材料
KL 座	61,400.22	历史期曾以经营布料窗帘、机电产品等为主，目前整体改造为集休闲购物、主题餐饮、文化娱乐为一体的体验式商业中心
N 座	1,015.79	定位为玻璃市场，以玻璃销售、加工为主要经营类型
O 座	52,826.15	主要经营茶市、花鸟鱼虫及品牌门窗，其中 O 座 A 段一二层主要经营茶叶、茶具等茶市；O 座 B 段一层主要经营花市、茶市和铝塑门窗；O 座 B 段二层主要经营观赏鱼、鱼缸和渔具

数据来源：东北证券，公司官网

寻求业务创新，成功打造“KL”星品汇实现业态升级和为物流园导流。2018 年公司成功改造的“KL 星品汇”项目开业，凭借精准定位，将购物、娱乐、互动、社交等多个商业场景汇集于一体，引领乌鲁木齐及至新疆新体验消费业态的趋势和潮流，为美居物流园注入了全新的体验式商业业态。“KL”星品汇的改造，一方面提升了美居物流园的商业业态，一方面可以为物流园实现导流，这也是美居物流园有别于乌鲁木齐市内其他家居建材物流园的一点。根据我们前期的调研，星品汇日均客流量在 2 万人左右，高峰阶段可达 3.5 万人。

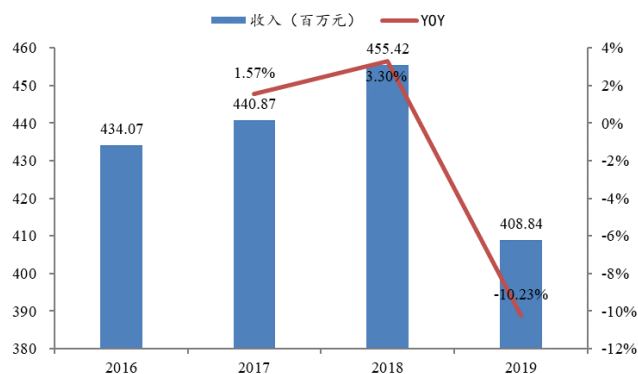
图 20：美居物流园概览图



数据来源：东北证券，公司官网

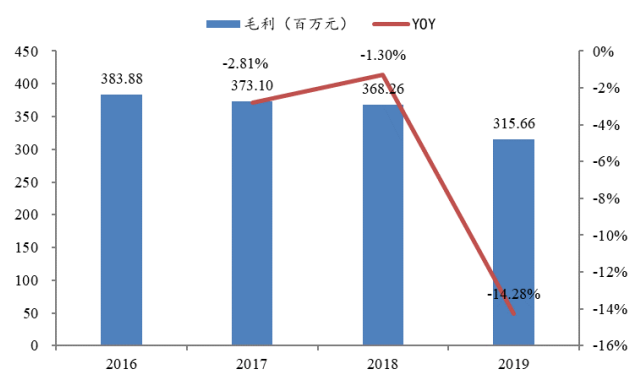
物流园业务毛利率在 77%以上，净利率 50%左右。近年来，公司物流园业务经营稳健，公司物流园出租率在过去几年较为稳定（基本稳定在 95%左右），因此整体收入较为平稳。2019 年，公司物流园业务实现营业收入 408.84 百万元，同比下降 10.23%；实现毛利润 315.66 百万元，同比下降 14.28%；毛利率 77.21%。公司将美居物流园的土地列入投资性房地产，并以公允价值计量，某种程度上导致该业务的高毛利（但公允价值变动也会直接影响当期利润）。但由于近几年宏观环境的原因，公司单位租金价格有所波动，导致收入和毛利率的下滑。此外，2019 年公司毛利率下降除与租金水平下降有关外，安保费用等支出造成的成本端增长也是一个重要因素。往后看，美居物流园在租金上短期内或难以有正向的提升，但出租率和成本端稳定的前提下，毛利率仍将维持在较高水平，当前物流园经营的净利润率在 50%以上，后续有望继续维持该水平。

图 21: 物流园收入及增速



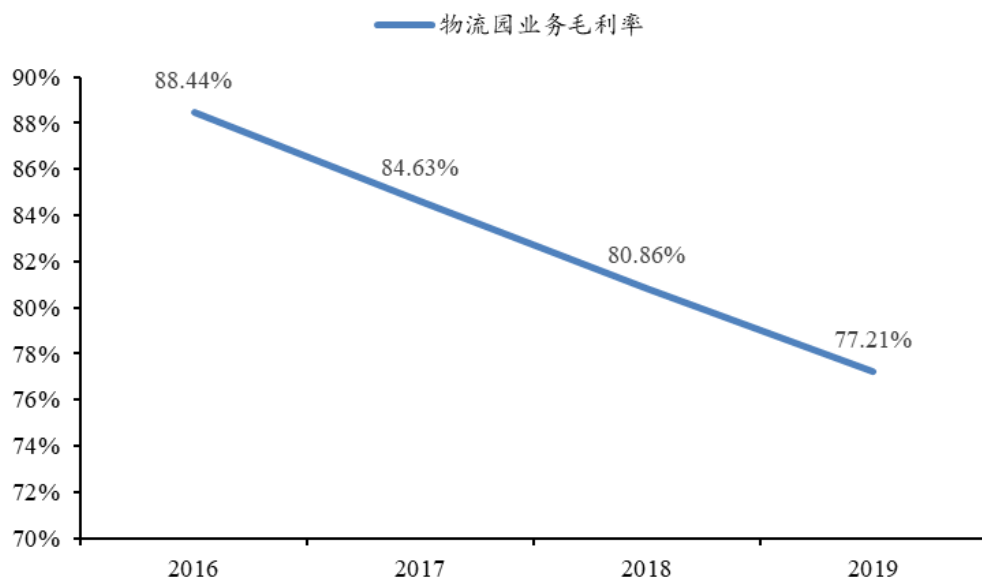
数据来源：东北证券，公司公告

图 22: 物流园毛利及增速



数据来源：东北证券，公司公告

图 23: 物流园经营毛利率



数据来源：东北证券，公司公告

与主要竞争对手相比,公司物流园在可预见的一段时期内仍具有较强竞争力。当前,乌鲁木齐市内其他的家居建材市场或大型物流园主要包括老华凌、新华凌、美凯龙和居然之家。从竞争力上而言,美凯龙和居然之家竞争力较弱;老华凌和新华凌家居建材市场与公司形成竞争。新疆华凌综合市场(老华凌市场)隶属于新疆华凌工贸(集团)有限公司,位于乌鲁木齐市水磨沟区,占地面积 1500 余亩,建筑面积 100 多万平方米,具有近 30 年经营历史。华凌建材进出口基地(新华凌)是华凌老市场的延伸,位于乌鲁木齐市米东区,以市场中部的城北主干道为界,分为南北两大市场经营区,已建成并投入经营的商铺 11000 余间,经营面积 100 余万平方米。(1)老华凌市场和美居物流园都几乎位于乌鲁木齐的市中心,区位优势都较为明显,两者在区位上不具备完全的差异性优势;新华凌位置相对主城区位置较为偏远,区位优势不及美居物流园;(2)美居物流园由于 KL 星品汇的存在,对物流园具有一定的导流作用;(3)从经营成果而言,根据我们前期的调研,美居物流园的出租率相对较高,而新华凌市场虽已营业几年,但出租率整体不及美居物流园;租金方面,

新华凌市场由于位置等原因，整体租金水平低于美居物流园。因此，从可预见的一段时期来看，美居物流园仍具备竞争力。

表 4: 美居物流园与主要竞争对手比较

	美居物流园	老华凌	新华凌
区位	高新技术产业开发区	水磨沟区	米东区
建筑面积（平方米）	68.23 万	100 万	100 万
商户类型	家居建材 3000 余商户	家居、皮革等 8000 商户	建筑装饰材料为主
导流	有 KL 星品汇	无	无
出租率	高（95%）	因搬迁有一定影响	低于美居
租金	相对稳定，但有所下降		低于美居

数据来源：东北证券，公司公告等

图 24: 老华凌市场（一）



数据来源：东北证券，公司公告

图 25: 老华凌市场（二）



数据来源：东北证券，公司公告

图 26: 新华凌市场（一）



数据来源：东北证券，公司公告

图 27: 新华凌市场（二）



数据来源：东北证券，公司公告

不应仅仅看重现有的美居物流园，亦需着眼于美居物流园改造和外迁等增量空间。美居物流园位于乌鲁木齐市城北中心区域，随着乌鲁木齐经济重心北移，乌昌经济一体化战略的实施，以美居物流园为核心的周边经济圈得到了较快的发展。美居物流园进一步的改造以及可能的的外迁工作也将逐步提上日程，改造或外迁后的美居物

流园或能带来更大的增量空间。

6. 冷链物流：新疆市场供不应求，公司布局恰逢其时

6.1. 冷链物流：行业空间大，仓储环节毛利率较高

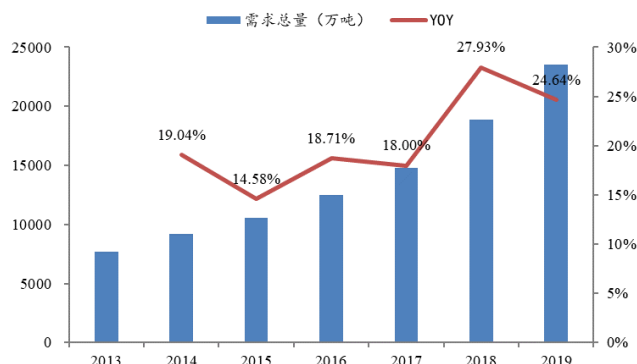
中国冷链物流市场规模不断增长，食品冷链占据主导。近年来，受益于我国城镇化水平提升以及消费升级的持续加深，以食品冷链为代表的冷链物流市场规模不断壮大。根据艾媒咨询的统计，2019 年我国冷链物流市场规模已达 3780 亿元，2020 年将达到 4850 亿元。而在食品、医药、化工等主要冷链物流形态中，食品冷链占据绝对主导地位：根据中物联冷链委的测算，2019 年我国食品冷链物流需求总量达到 2.352 亿吨，食品冷链物流总额约为 6.1 万亿元，比 2018 年同比增长 27.08%，需求空间大。未来，中国冷链物流或将与大数据等进行更深度的融合，供应链水平进一步提高；此外，抖音等直播带货也将进一步提振食品冷链需求，市场需求仍将保持旺盛。

图 28：冷链物流流程图



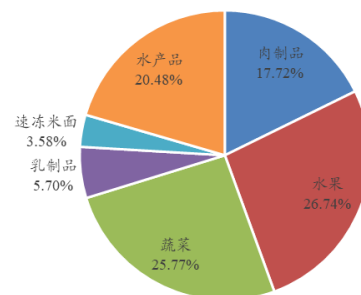
数据来源：东北证券，罗戈网

图 29：我国食品冷链物流需求量



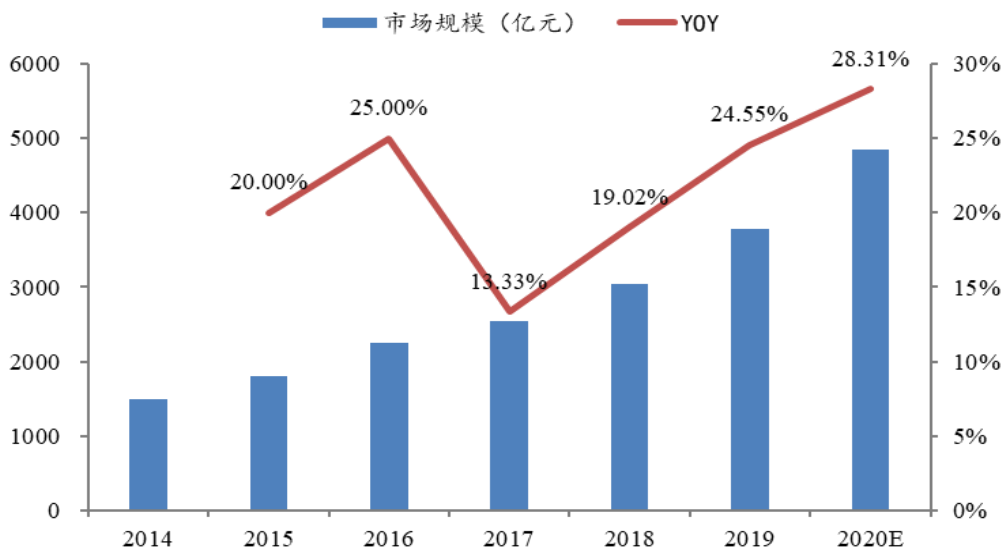
数据来源：东北证券，中物联冷链委

图 30：食品冷链分布



数据来源：东北证券，中物联冷链委

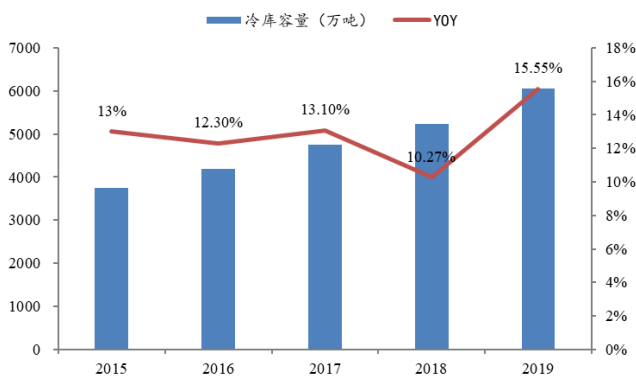
图 31: 我国冷链物流市场规模及增速



数据来源：东北证券，中物联冷链委，艾媒咨询

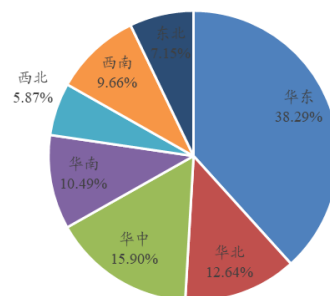
冷链物流行业整体仍处供不应求的阶段，且区域发展不均衡，西北地区冷链物流亟需发力。中物联冷链委数据显示，2019年全国冷库总量6052.5万吨(折合1.51亿立方米)，新增库容814.5万吨，同比增长15.56%。截至2019年11月，全国冷藏车市场保有量为21.27万台，较上年增长3.27万台，同比增长18.16%。虽然近年来，我国冷链物流基础设施建设不断加快推进，但和市场规模相比仍处于供不应求的阶段，且行业内盲目建设冷库、购置车辆、扩充网络等问题仍较多。从我国冷库和冷藏车的区域分布可以看到，我国冷链物流主要集中于华东地区，而中西部尤其是西部地区冷链物流发展相对落后。

图 32: 我国冷库容量



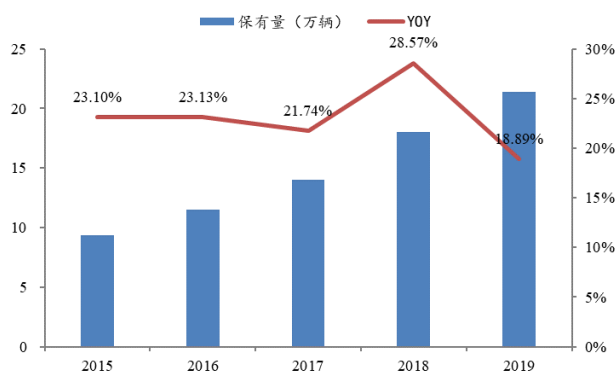
数据来源：东北证券，中物联冷链委

图 33: 冷库区域分布



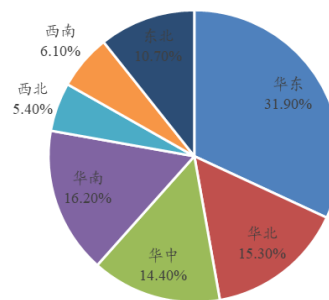
数据来源：东北证券，中物联冷链委

图 34: 我国冷藏车数量



数据来源：东北证券，中物联冷链委

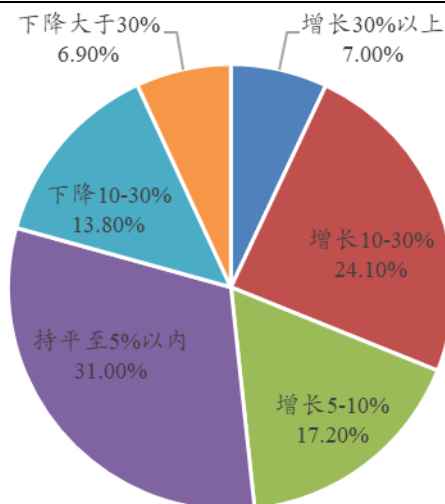
图 35: 冷藏车保有量分布



数据来源：东北证券，中物联冷链委

从产业链的角度看，冷链仓储环节的毛利率更高。从冷链物流产业链的视角来看，整个产业链的收入虽有增长，但整体利润水平并不高，行业毛利率大约处于10%-35%之间。行业利润水平较低，一方面是由于物流费用不涨反降；一方面是人力成本、租金成本的上涨；此外行业政策标准趋严，某种程度上也在短期内压制了行业的利润空间。从产业链的组成部分来看，我们选取了A股上市的冷链设备企业海容冷链和冰山冷热，新三板挂牌的冷链物流企业万泽冷链、师帅冷链和小田冷链进行比较。对比研究发现，冷链仓储业务的在产业链中的毛利率水平相对较高，而冷链设备企业的毛利率相对较低。

图 36: 2019 年中国食品冷链企业营收情况



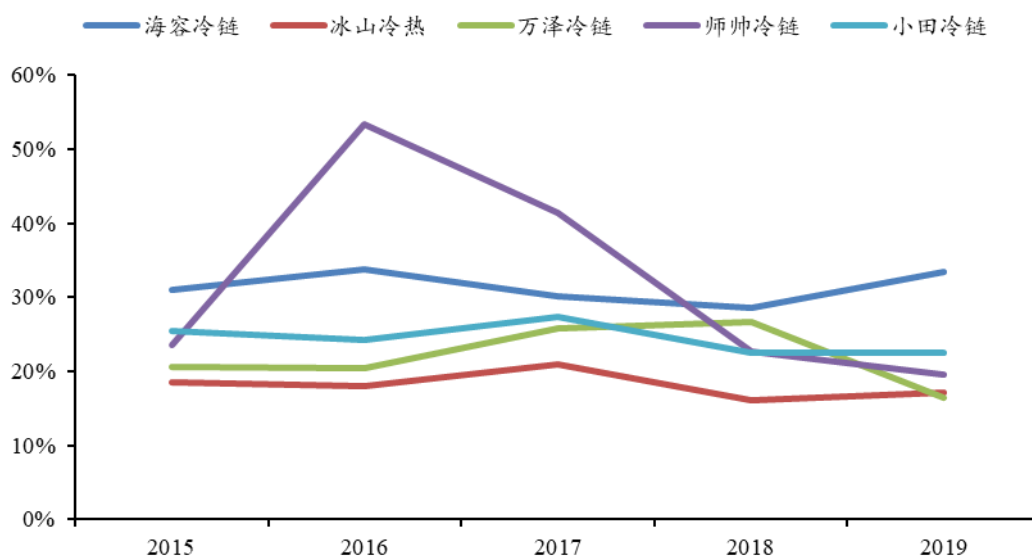
数据来源：东北证券，中物联冷链委，前瞻产业研究院

表 5: 选取企业基本信息

公司名称	主板/三板	主营
海容冷链	主板	商用冷链设备
冰山冷热	主板	制冷设备
万泽冷链	三板	仓储、运输、装卸分拣
师帅冷链	三板	仓储、装卸
小田冷链	三板	仓储、运输

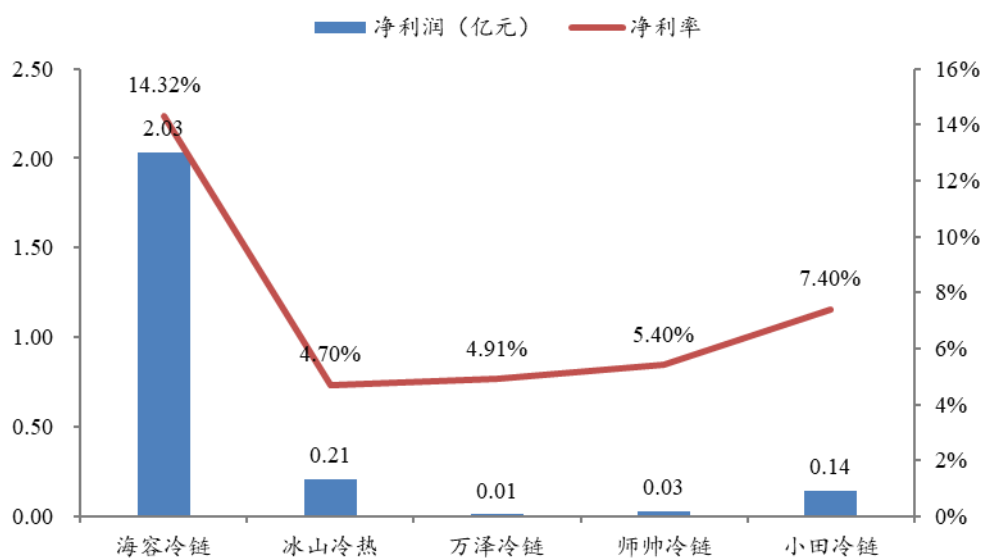
数据来源: 东北证券, Wind

图 37: 主要冷链企业整体毛利率



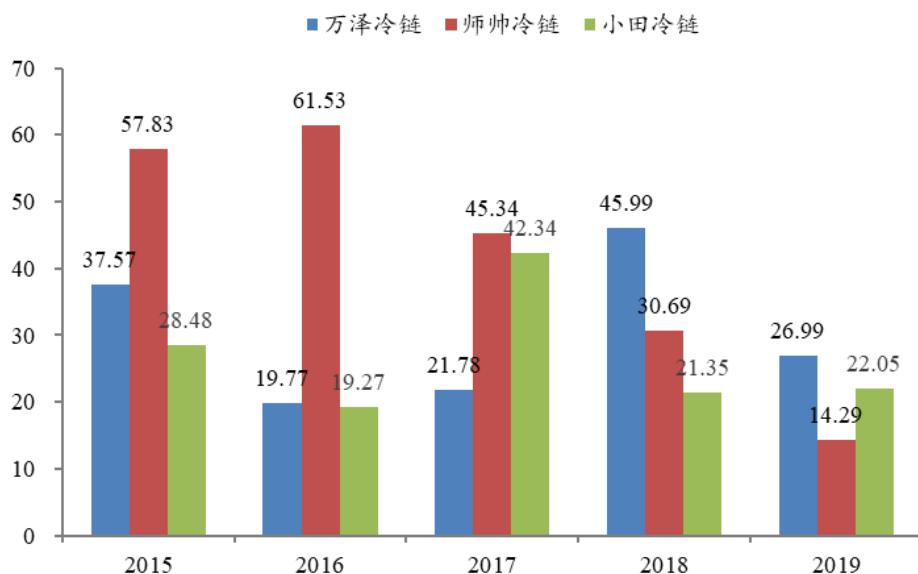
数据来源: 东北证券, Wind

图 38: 主要冷链企业净利润及净利率 (2019 年)



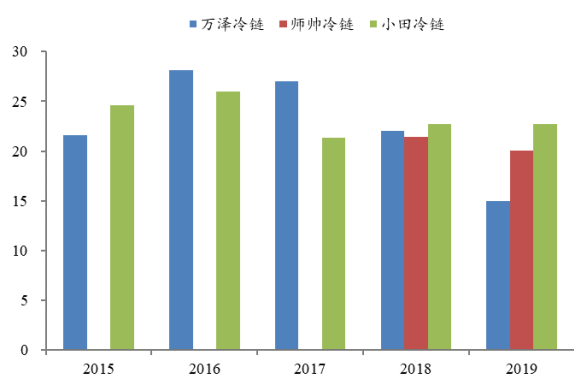
数据来源: 东北证券, Wind

图 39: 冷链仓储毛利率对比 (%)



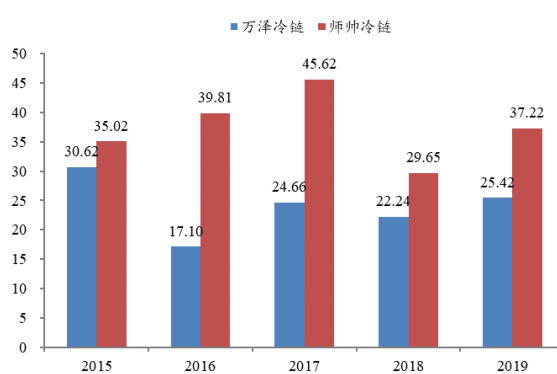
数据来源: 东北证券, Wind

图 40: 冷链运输毛利率 (%)



数据来源: 东北证券, Wind

图 41: 冷库装卸毛利率 (%)

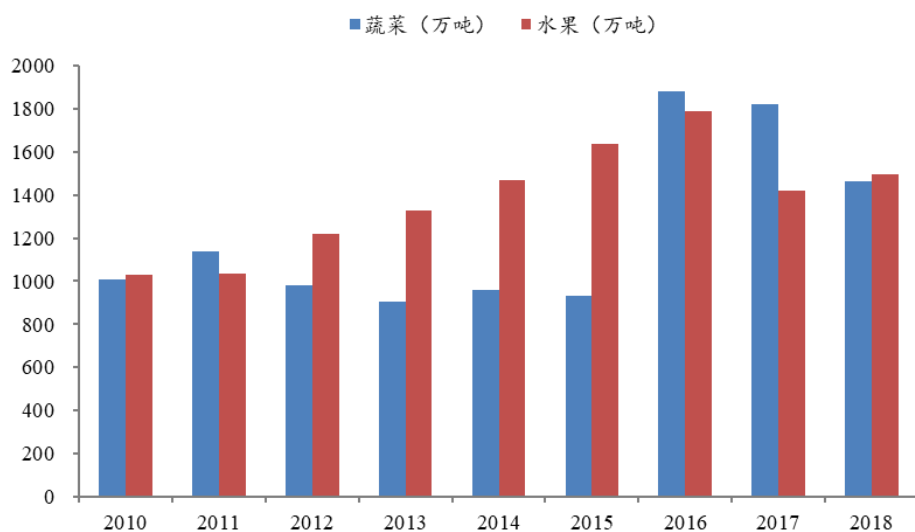


数据来源: 东北证券, Wind

6.2. 新疆冷链物流: 供不应求, 但行业格局稍好于全国

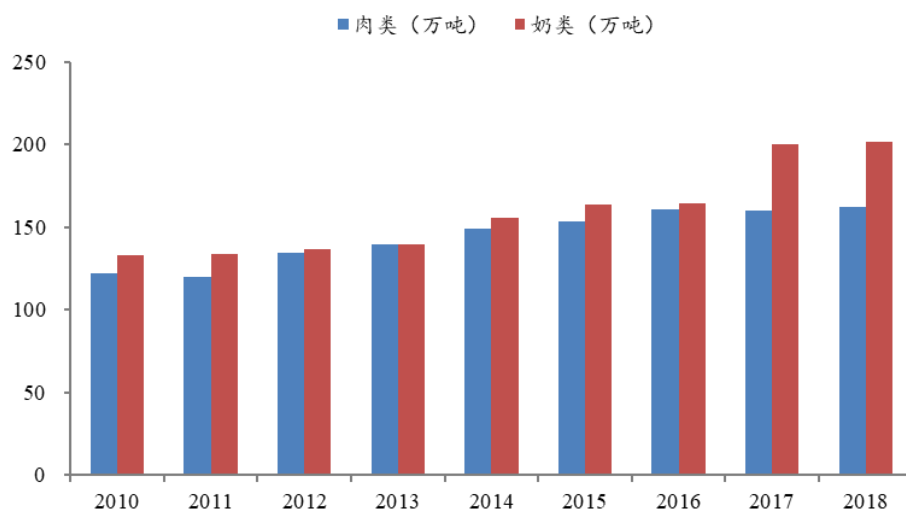
新疆冷链物流市场供不应求, 发展空间大; 当前冷库以集中式和分散式两种形态存在。与全国情况有所不同, 新疆作为我国著名的瓜果之乡, 其水果年产量在大部分年份均高于蔬菜年产量。根据国家统计局的数据, 2018 年新疆地区蔬菜产量 1465.12 万吨, 水果产量 1497 万吨, 肉类产量 162 万吨, 奶类产量 201.7 万吨, 主要农产品产量近年来基本呈现小幅缓慢上涨的趋势。新疆的冷链物流需求不仅仅面向疆内, 在当前物流便捷度进一步提高的背景下, 其冷链物流需求更进一步铺向疆外。而根据我们的前期调研, 新疆地区的冷库主要以两种形式存在, 集中式和分散式。集中式冷库主要分布在首府乌鲁木齐市, 如一些大型的交易中心; 分散式的冷库主要分布在农产品产地附近。2018 年新疆冷库容量大约 100 万吨, 即使考虑到周转和就地消耗等因素, 新疆地区冷库仍然面临供不应求的局面。

图 42: 新疆蔬菜和水果产量



数据来源: 东北证券, Wind

图 43: 新疆肉类和奶类产品产量



数据来源: 东北证券, Wind

新疆地区冷链物流尤其是冷库市场的格局相对全国或要好。当前,我国冷链物流行业存续企业众多、行业集中度低。但新疆市场或稍有不同,根据前期调研,以新疆首府乌鲁木齐市为例,除正在布局的“广汇物流汇领鲜”以外,规模最大的两个冷库分别为海鸿冷库和九鼎冷库,其中海鸿冷库的年交易额约占到乌鲁木齐市场的30%左右。

表 6: 2018 年我国各地区冷库容量（万吨）

地区	库容	地区	库容
山东	519	四川	143
上海	374	新疆	100
广东	340	安徽	130
江苏	320	甘肃	109
福建	241	广西	121
湖北	242	黑龙江	94
辽宁	234	海南	83
浙江	218	山西	125
天津	164	陕西	105
河南	318	江西	96
重庆	136	宁夏	82
河北	149	吉林	70
云南	142	内蒙古	78
北京	163	贵州	89
湖南	190	青海	60

数据来源：东北证券，中物联冷链委

表 7: 新疆主要冷库概览

	吨级	位置
广汇汇领鲜	10 万吨	乌鲁木齐北站
海鸿冷库	15 万吨	经济技术开发区
九鼎冷库	4 万吨	沙克巴依区

数据来源：东北证券，公司公告

6.3. 公司冷链物流一期已落地，二期正在建设

上市之初，公司便立志做好冷链物流。广汇物流 2016 年上市募集资金计划主要用于冷链物流基地的建设，该项目总建筑面积 13.2 万平方米，位于乌鲁木齐重点打造的丝绸之路经济带国际物流中心的核心区域——乌鲁木齐北站，距离三坪铁路集装箱中心 14 公里，距离乌鲁木齐空港 3 公里，且铁路专用线直达项目所在，拥有突出的区位优势。项目依托铁路专用线，通过建设常低温专业仓储、物流信息平台 and 城市配送体系，打造“以冷链仓储和常温仓储为基础，以物流信息服务为纽带，以城市配送体系为延伸”的全链条智慧型物流基地。项目建成后将形成集 10 万吨级智能冷链仓储中心、定制仓储中心、物流信息服务中心、城市配送中心及配套商业为一体的综合物流基地。10 万吨级智慧型冷链仓储中心和定制仓储中心将致力于提供规模化、高效化和低成本的仓储服务，服务于全疆、中亚、西亚、南亚的生鲜产品、生活物资等产品在乌鲁木齐的集散与转运。物流信息交易系统，将利用移动互联网技术，为会员提供信息发布、调度及匹配服务，以降低车辆空载率，有效利用社会运力资源。自建城市配送体系，将致力于提供及时、便捷的物流配送服务，以切中市场需求。

图 44: 广汇物流汇领鲜区位图



数据来源：东北证券，百度地图

当前阶段一期已经建成并营运，项目成熟后，公司份额将进一步提升。2019 年冷链物流基地一期正式建成投入运营，当前出租率相对良好，且处于稳步抬升的过程。二期项目还处于建设过程中，由于征地等问题，公司正全力推进项目的建设。培育成熟后每年交易量预计近 300 亿元，占据乌鲁木齐市场约 1/3 市场份额，几乎与海鸿冷库等量。

图 45: 汇领鲜规划图



数据来源：东北证券，公司官网

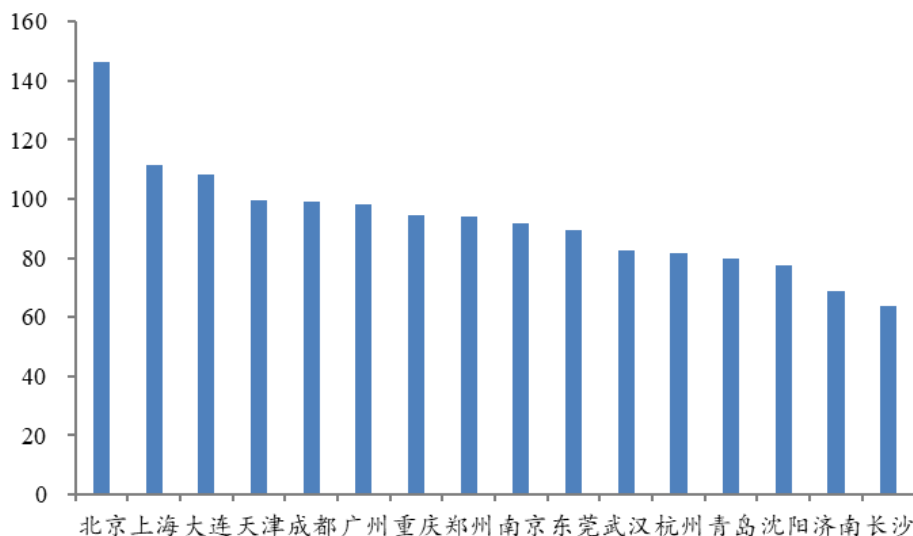
图 46: 冷链货柜



数据来源：东北证券，公司官网

公司选择了冷链物流中毛利率相对较高的环节，且未来或存在整合机会。前文通过对冷链物流各个环节毛利率的对比，得出冷链仓储环节的毛利率相对更高。公司布局冷链物流业务，主要布局的环节便是冷库环节，冷库作为冷链物流的重要载体，其需求具有多样性，随着新疆冷链物流市场的发展，公司冷链业务将迎来重要机遇期。此外，为弥补将来房地产业务退出后，利润的缺失，不排除该领域整合的可能性。

图 47: 主要地区冷库租金 (元/平米, 月)



数据来源: 东北证券, 中物联冷链委

7. 投资设立将淖铁路有限公司, 能源物流应具有更大想象空间

较为充足的资金储备与强大的发展物流主业的决心, 共同催化投资设立将淖铁路, 卖出布局能源物流第一步。2020 年 6 月 20 日, 公司发布公告称, 为加快公司物流主业扩张整合速度, 不断发掘现代物流产业链中具有发展潜质的项目, 进一步落实《中共中央、国务院关于新时代推进西部大开发形成新格局的指导意见》方针政策, 公司与中国铁路乌鲁木齐局集团有限公司、新疆维吾尔自治区国有资产投资经营有限责任公司、哈密市国有资产投资经营有限公司、昌吉州国有资产投资经营集团有限公司、中交第二公路工程局有限公司、新疆交通建设集团股份有限公司、中交第三公路工程局有限公司共同签署《合资建设经营将军庙至淖毛湖铁路合同书》, 拟出资组建新疆将淖铁路有限公司建设、经营将军庙至淖毛湖铁路。公司以现金方式出资 1892 万元, 设立将淖铁路公司, 占该公司注册资本 1 亿元的 18.92%。将淖铁路项目投资总额为 96.98 亿元, 项目资本金为 24 亿元, 其中, 本公司以现金方式出资 4.54 亿元, 占该项目资本金的 18.92%。投资设立将淖铁路公司一方面体现了公司布局能源物流、壮大物流主业的决心, 一方面也体现出公司在资金储备方面的积淀。

将淖铁路以疆煤外运为核心业务, 建成后将成为新的利润增长点。将淖铁路是以煤炭集运为主的货运铁路, 利用红淖铁路与兰新铁路、乌将铁路、额哈铁路相接, 成为新疆地区铁路网中又一条出疆新通道, 将有效缩短新疆至华北东北地区的运输距离, 与各矿区专用线共同形成一套完整的集煤系统。有利于新疆煤炭外运通道的整合。该通道可以将准东矿区、三塘湖矿区、淖毛湖矿区全部连接起来, 可统筹解决沿线多家大型企业煤炭外运通路问题, 有利于促进新疆煤炭资源的开发外运。本次投资是公司夯实物流主业基础, 加快商贸物流、冷链物流、能源物流业务发展速度, 进一步提升公司在“一带一路”物流通道建设地位的重要举措, 将成为公司新的利润增长点。

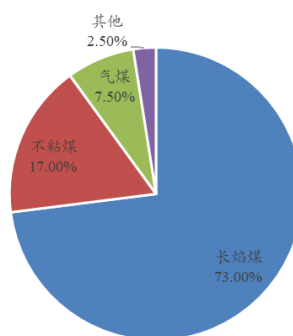
利润实现的角度，公司物流方面大概率将有外延扩张动作。从利润实现的角度来看，公司逐步退出房地产业务，聚焦物流主业，但当前房地产业务占据了公司归母净利润的 70%以上。而仅仅依靠现有的商贸物流（每年稳定贡献利润 2 亿元），以及正在兴起的冷链物流，难起弥补房地产业务退出导致的利润缺失。同时叠加公司现金储备较为充足，且房地产业务在未来三年将继续为公司带来稳定现金流。综合以上因素，参股将淖铁路仅仅是公司物流版图扩张的一小步，公司物流业务的外延上将具有更加广阔的空间。

图 48: 新疆主要煤田分布



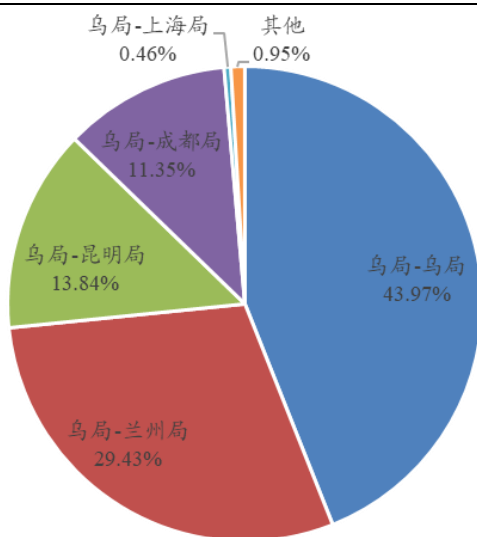
数据来源：东北证券，前瞻产业研究院

图 49: 新疆地区煤种分布



数据来源：东北证券，前瞻产业研究院

图 50: 新疆煤炭铁路派车数量分布



数据来源：东北证券，前瞻产业研究院

8. 盈利预测和估值分析

我们对公司的盈利预测和估值完全基于现有业务框架，不考虑外延并购的可能。

8.1. 主营业务预测

➤ 营业收入分析及预测

物流园经营：在可出租面积稳定的情况下，影响公司物流园收入的主要因素是出租率和租金水平。从出租率来看，不考虑 KL 座改造期间对出租率的影响，美居物流园出租率整体处于较高水平，基本稳定在 95%。但今年受疫情影响，物流园出租率有些许下滑，假设全年出租率 90%，2021 年和 2022 年逐步回升。租金方面，KL 星品汇的改造一定程度上助推了 KL 座的租金水平，但近两年受大环境的影响，整体租金水平有所下降，但仍处于 2-2.3 元的水平，假设 2020 年租金水平小幅下降，但由于物流园与租家的合同为一年一签，且今年可能出现的低基数，假设 2021 年租金较 2020 年小幅回升。

房地产销售业务：公司承诺逐步退出房地产板块，但公司现有及在建项目可以保证未来三年内房地产业务收入，参考合同负债金额，2020 年颐景庭院以及部分成都项目预计可以确认收入。

商管服务：通过“轻资产”的模式，通过租赁方式取得具有价值提升空间的集中商业物业，并结合自身在家居生活、餐饮娱乐领域的运营管理经验和商业资源对物业整体规划进行重新定位，通过集中梳理和调整将其打造为符合新目标客户和周边市场需求的新商业运营主体，并通过后续招商、运营管理提升项目商业潜力。目前该板块主要服务项目现有乌市中天广场、时代广场、香缇苑大商、OL 星辰汇、缤纷汇、成都 CBD、美术馆等。2018 年该业务实现收入 1130 万元，2019 年实现收入 2740 万元，同比增长 142.42%。假设 2020 年到 2022 年营业收入分别增长 100%、80%和 50%。

保理业务：假设保理业务在 2020 年到 2022 年基本维持 20%的增速。

➤ 毛利率分析

物流园经营：2019 年公司物流园经营毛利率为 77.21%，较 2018 年下降 3.65 个百分点，一方面是由于租金水平有所下降，一方面维稳费用等成本有所上升。往前看，租金水平或仍有小幅下降，但其他费用基本稳定，假设毛利率分别为 75%、77%和 77%。

房地产业务：综合考虑蜀信项目毛利率较高以及开发成本等，假设毛利率分别为 52%、53%和 53%。

保理业务：毛利率分别为 99%、99%和 99%。

商管服务：毛利率分别为 81%、81.5%和 81.5%。

表 8: 主营业务预测汇总 (单位: 亿元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
美居物流园	4.22	3.74	3.57	3.66	3.70
停车、广告等其他	0.33	0.35	0.3	0.35	0.40
物业租赁收入	4.55	4.09	3.87	4.01	4.10
YOY	3.3%	-10.23%	-5.38%	3.62%	2.24%
毛利率	80.86%	77.21%	76%	77%	77%
房地产业务收入	14.13	23.24	34.50	42.00	50.50
YOY	136.81%	64.44%	48.45%	21.74%	20.24%
毛利率	52.12%	54.46%	52%	53%	53%
保理业务收入	0.69	0.85	1.02	1.22	1.46
YOY	56.54%	23.54%	20%	20%	20%
毛利率	97.55%	99.4%	99%	99%	99%
商管服务收入	0.11	0.27	0.55	0.98	1.47
YOY		142.42%	100%	80%	50%
毛利率	59.20%	81.6%	81%	81.5%	81.5%
其他业务收入	0.09	0.13	0.14	0.16	0.17
合计营业收入	19.59	28.58	40.08	48.37	57.70
YOY	89.05%	37.90%	40.24%	23.18%	16.87%

数据来源：东北证券，公司公告

此外，考虑到公司冷链物流基地一期刚刚投入运营，经营效益有待提升以及公允价值变动损益等因素，预计公司 2020 年到 2022 年分别实现净利润 9.98 亿元、12.11 亿元和 11.73 亿元。

8.2. 估值分析

此部分我们采用分部估值法，对地产业务和物流业务分别进行估值分析。

物流园经营：我们选取海宁皮城、轻纺城和兰州民百三家企业进行对比分析。

表 9: 商贸物流估值比对

	净利润 (亿元)	毛利率	净利率	PE (TTM)	PB (LF)
海宁皮城	2.79	52.52%	19.04%	22.5	0.73
轻纺城	3.39	59.57%	36.79%	15.1	0.89
兰州民百	2.46	29.34%	19.08%	23.6	2.84
平均				20.5	1.49

数据来源：东北证券，Wind

考虑到公司物流园经营的稳定性以及未来改造预期，我们保守给予公司物流园业务 15 倍的 PE，则对应市值 30 亿元。

房地产业务：我们选取区域布局的地产公司滨江集团、首开股份、鲁商发展进行对比分析。

表 10：区域性房地产企业估值比对

	净利润（亿元）	毛利率	净利率	PE（TTM）	PB（LF）
滨江集团	39.73	35.10%	15.92%	9.4	0.87
首开股份	27.58	37.59%	11.83%	6.2	0.59
鲁商发展	3.94	21.07%	3.83%	39.3	5.31
平均（剔除鲁商）				7.8	0.73

数据来源：东北证券，Wind

结合滨江集团和首开股份的估值水平，结合广汇物流在新疆尤其是乌市地产的重要地位，我们给予公司地产板块 8 倍 PE，则房地产板块对应的市值约 60 亿。

综上，在不考虑商管以及保理业务的情况下，我们认为公司的合理市值或在 90 亿，较当前估值仍有 30%以上的空间。

9. 风险提示

资产减值损失：公司对旗下美居物流园的土地资源列入投资性房地产，并以公允价值进行计量。如果租金水平等出现明显下降，将带来一定的资产减值损失。

租金水平大幅下降：当前物流园经营业务净利润稳定在 2 亿元，但如果租金水平出现大幅下降，将拖累主业业绩表现。

外延扩展不及预期：公司虽然已经承诺三年内退出地产业务，决心发展物流主业。但主业发展，尤其是外延扩展方面存在不确定性。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表（百万元）					现金流量表（百万元）				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,852	1,631	2,820	2,547	净利润	814	1,050	1,275	1,234
交易性金融资产	521	821	1,021	1,021	资产减值准备	78	0	0	0
应收款项	504	1,247	1,177	1,545	折旧及摊销	12	0	0	0
存货	5,642	8,554	10,541	13,647	公允价值变动损失	82	80	70	50
其他流动资产	415	721	740	888	财务费用	83	62	61	60
流动资产合计	9,933	12,975	16,300	19,648	投资损失	-27	-20	-22	-22
可供出售金融资产					运营资本变动	507	-1,489	140	-1,473
长期投资净额	139	139	139	139	其他	-81	0	0	0
固定资产	42	138	234	331	经营活动净现金流量	1,468	-317	1,524	-151
无形资产	46	46	46	46	投资活动净现金流量	-800	-359	-248	-27
商誉	8	8	8	8	融资活动净现金流量	-202	-545	-87	-95
非流动资产合计	6,143	6,239	6,335	6,431	企业自由现金流	-288	2,520	1,157	2,737
资产总计	16,077	19,214	22,635	26,079					
短期借款	52	56	60	55	财务与估值指标				
应付款项	1,312	2,063	2,496	3,261		2019A	2020E	2021E	2022E
预收款项	3,687	4,868	6,046	6,864	每股指标				
一年内到期的非流动负债	246	246	246	246	每股收益（元）	0.65	0.79	0.96	0.93
流动负债合计	6,579	9,056	11,136	13,279	每股净资产（元）	5.13	5.66	6.69	7.70
长期借款	1,745	1,695	1,665	1,635	每股经营性现金流量（元）	1.17	-0.25	1.21	-0.12
其他长期负债	992	992	992	992	成长性指标				
长期负债合计	2,736	2,686	2,656	2,626	营业收入增长率	37.9%	39.7%	20.7%	15.2%
负债合计	9,316	11,742	13,792	15,905	净利润增长率	49.9%	21.9%	21.4%	-3.2%
归属于母公司股东权益合计	6,468	7,126	8,433	9,702	盈利能力指标				
少数股东权益	293	346	410	471	毛利率	59.4%	55.3%	54.6%	48.8%
负债和股东权益总计	16,077	19,214	22,635	26,079	净利率	28.5%	24.9%	25.0%	21.1%
					运营效率指标				
利润表（百万元）					应收账款周转率（次）	64.10	113.35	88.73	101.04
	2019A	2020E	2021E	2022E	存货周转率（次）	1,765.88	1,740.87	1,753.38	1,747.13
营业收入	2,869	4,008	4,837	5,570	偿债能力指标				
营业成本	1,166	1,793	2,194	2,851	资产负债率	57.9%	61.1%	60.9%	61.0%
营业税金及附加	261	377	448	520	流动比率	1.51	1.43	1.46	1.48
资产减值损失	-4	0	0	0	速动比率	0.65	0.48	0.51	0.45
销售费用	116	164	201	231	费用率指标				
管理费用	117	165	198	229	销售费用率	4.0%	4.1%	4.2%	4.2%
财务费用	20	47	48	65	管理费用率	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%
公允价值变动净收益	-82	-80	-70	-50	财务费用率	0.7%	1.2%	1.0%	1.2%
投资净收益	27	20	22	22	分红指标				
营业利润	1,060	1,400	1,699	1,646	分红比例	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业外收支净额	2	0	0	0	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
利润总额	1,062	1,400	1,699	1,646	估值指标				
所得税	248	350	425	411	P/E（倍）	7.62	6.46	5.33	5.50
净利润	814	1,050	1,275	1,234	P/B（倍）	0.96	0.91	0.76	0.66
归属于母公司净利润	819	998	1,211	1,173	P/S（倍）	3.03	1.61	1.33	1.16
少数股东损益	-4	53	64	62	净资产收益率	12.7%	14.0%	14.4%	12.1%

资料来源：东北证券

分析师简介:

瞿永忠: 北京交通大学系统所硕士, 北京交通大学运输系本科, 现任东北证券研究所所长助理, 交运行业首席分析师。曾任方正证券研究所分析师, 国金证券研究所高级分析师, 宏源证券研究所首席分析师。10年实业工作经验, 深厚铁路、供应链物流和制造业工作经验, 2010年以来具有10年证券研究从业经历。获得2011年新财富第4名, 金牛奖第3名和水晶球第4名; 2013年腾讯天眼第3名, 21世纪第2名; 2014年新财富第5名, 金牛第2名; 2019年金牛第1名。

杨振华: 浙江大学政治经济学硕士, 浙江大学经济学本科, 现任东北证券交运组研究助理。2019年加入东北证券研究所。

王哲宇: 上海交通大学船舶与海洋工程硕士, 华中科技大学船舶与海洋工程本科, 现任东北证券交运组研究助理。2019年加入东北证券研究所。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的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。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15%以上。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。
	减持	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	17521550996	jinyue@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouying1@nesc.cn
李圣元	010-58034553	18513602167	lisy@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
赵稼恒	021-20361229	15921911962	zhaojiaheng@nesc.cn