

推荐 (维持)

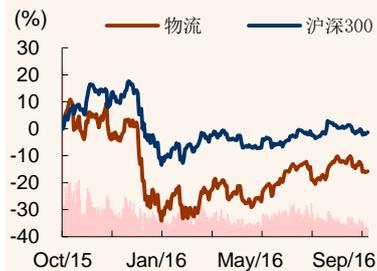
龙头地位稳固，收购实现估值套利

2016年10月07日

美股研究系列之英迈国际

上证指数	3005
行业规模	占比%
股票家数 (只)	22 0.8
总市值 (亿元)	2130 0.4
流通市值 (亿元)	1511 0.4

行业指数			
%	1m	6m	12m
绝对表现	-4.0	9.6	-13.5
相对表现	-1.7	8.5	-15.0



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《FedEx 和 UPS 比较研究之二—陆运铸就高盈利，收入和成本匹配是关键》2016-09-18
- 2、《FedEx 和 UPS 比较研究之一—供给创造需求 vs 需求引领供给》2016-09-12
- 3、《美股研究系列之莱德物流—立足商业租赁，配套供应链管理和燃油服务》2015-10-22

常涛

010-57601863
 changt@cmschina.com.cn
 S1090512030004

陈卓

021-68407470
 chenzhuo5@cmschina.com.cn
 S1090513070005

英迈国际 (IMI) 是全球 IT 产品分销及技术解决方案的领导者, IMI 深耕行业近 40 年, 在北美、欧洲、亚太 (包括中东和非洲)、拉美的 45 个国家设立了分支机构。天海投资通过并购贷款杠杆收购英迈国际, 实现估值套利, 维持“强烈推荐-A”评级。

- **IT 产品分销龙头, 互联网泡沫破灭后股价走势基本与 S&P500 同步。** 英迈国际 (Ingram Micro, 简称 IMI) 原名 Ingram Micro D, 1989 年由 Micro D 和 Ingram Computer 合并而来, 是全球 IT 产品分销及技术解决方案的领导者。1996 年, 英迈国际在纽交所上市, 不久赶上互联网泡沫拉动, 股价于 1998 年 9 月到达历史峰值 54.24 美元, 随泡沫破灭回落至 10 美元, 此后股价走势基本与 S&P500 一致。
- **四大业务板块平行运行; 收入稳步增长, 利润区间波动。** 英迈国际主要包括 IT 产品分销、移动设备及生命周期服务、电商供应链及云服务四大业务板块, 四大业务平行运行。2006-2015 年, 英迈国际营收从 314 亿美元增长至 430 亿美元, 稳步增长, 净利润大致在 2-3 亿美元区间波动 (剔除 08 年)。
- **营收规模同业第一, 盈利能力略低于同行。** 英迈是全球第一大 IT 分销商, 其营业收入是第二、三名安富利和技术数据的 1.5 倍, 但净利率处于行业较低水平, 仅 0.5%, 安富利净利率 2%, 技术数据净利率 1%; ROE 仅 5.4%, 比安富利与技术数据低近 7%。
- **IT 分销行业地域分化明显, 新兴市场潜力凸显。** 新兴发展中国家 GDP 增速明显高于发达国家, GDP 增长将促进年轻群体对 IT 产品的消费需求。根据国际数据 (IDC) 统计, 各地区 IT 支出情况差异较大。2015 年至 2019 年间, 增速最快的为中东和非洲地区, 预测复合增长率可达 4.81%, 北美地区约为 3.49%。
- **神州数码借力分销资源, 实现云计算转型。** 神州数码是当前中国最大的、涉及领域与品牌最广的 IT 分销商, 连续 10 年蝉联国内 IT 分销市场第一。公司将依靠 IT 分销业务积累的下游客户、上游合作伙伴、渠道资源、技术服务体系实现向云计算转型。
- **投资策略:** 我们预测天海投资 16/17/18 EPS 为 0.28/0.31/0.35 元, 对应当前股价 32.5/29.2/26.2 X。采用分部估值法, 天海投资合理估值为 335/331 亿元, 对应 11.56/11.42 元/股, 维持“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示:** 宏观经济大幅下滑、并购受阻、汇率风险

重点公司主要财务指标

	股价	15EPS	16EPS	17EPS	16PE	17PE	PB	评级
天海投资	9.07	0.09	0.28	0.31	32.53	29.23	2.2	强烈推荐-A

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、全球领先的 IT 分销商	6
1、历史沿革	6
2、四大业务条线平行运营	7
3、股价表现	9
二、四大主营业务	11
1、IT 产品分销及技术解决方案	11
2、移动设备及生命周期服务	13
3、电子商务供应链解决方案	14
4、云服务	15
三、公司经营模式及财务分析	17
1、主要经营模式	17
(1) 后台运营模式	17
(2) 采购模式	18
(3) 销售模式	19
2、财务分析	21
(1) 净利润持续下滑，盈利能力堪忧	21
(2) 区域表现分化	22
(3) 季节性特征显著	24
(4) 资产结构	25
(5) 并购与资本支出	25
3、国内外可比公司比较	27
(1) 财务指标对比	27
(2) 杜邦分析比较	28
四、全球行业增速放缓，中国市场增速仍然较快	30
1、全球市场增速放缓，区域分化显著	30
(1) 行业增速放缓，维持低速增长	30
(2) 区域分化显著，新兴市场潜力凸显	30
(3) 软件、服务占比持续提高，硬件仅智能手机一枝独秀	31
2、中国 IT 分销市场发展迅速，神州数码稳居第一	33

(1) 中国 IT 分销市场发展迅速	33
(2) 神州数码, 中国 IT 分销领导者	33
(3) 英迈中国	35
五、天海投资估值分析	36
1、增发偿债预期强烈	36
2、盈利预测与估值	37
3、物流行业历史 PE Band 和 PB Band	38

图表目录

图 1: 历史沿革	7
图 2: 英迈全球分销中心及服务中心分布 (总)	7
图 3: 英迈全球分销中心及服务中心分布 (分)	7
图 4: 全球组织架构	8
图 5: 英迈国际股价表现和标普 500 指数	10
图 6: PC 产业链	11
图 7: 英迈国际产品组合	12
图 8: IT 产品分销及技术解决方案	12
图 9: 移动设备及生命周期服务	13
图 10: IT 产品产业链附加价值	14
图 11: 电子商务供应链解决方案	14
图 12: 英迈云服务	15
图 13: 阿里云市场部分产品	16
图 14: IMI 的仓库管理系统示意图	17
图 15: 存货周转天数	18
图 16: 采购流程	18
图 17: 应付账款周转天数	19
图 18: 销售流程	20
图 19: 应收账款周转天数	20
图 20: 2015 年各公司主要经营现金流周期 (天)	21
图 21: 英迈营收和增速	22
图 22: 英迈净利润与增速	22

图 23: 英迈国际毛利率、营业利润率和净利率.....	22
图 24: 区域营收占比.....	23
图 25: 区域营收表现.....	23
图 26: 各区域营业利润率.....	24
图 27: 英迈国际季度营业收入.....	25
图 28: 英迈国际季度存货.....	25
图 29: 并购及出售业务产生的投资活动现金流 (百万).....	26
图 30: 区域资本支出 (百万).....	26
图 31: 英迈国际自由现金流.....	27
图 32: 营运资本变动.....	27
图 33: 安富利与艾睿电子毛利率.....	28
图 34: 可比公司人均销售收入比较 (万美元/人).....	28
图 35: ROE 比较.....	29
图 36: 销售净利率比较.....	29
图 37: 总资产周转率比较.....	29
图 38: 权益乘数比较.....	29
图 39: 全球信息技术支出规模及增速.....	30
图 40: 各地区 GDP 增速.....	31
图 41: 全球信息技术支出区域分布.....	31
图 42: 行业产业链关系现状.....	32
图 43: 信息技术支出行业细分 (2015).....	32
图 44: 全球出货量 (亿台).....	33
图 45: 中国 IT 总支出规模及增速.....	33
图 46: 神州数码营收及增速.....	34
图 47: 神州数码净利润及增速.....	34
图 48: 神州云科云市场分类.....	34
图 49: 英迈中国分支机构和库房.....	35
图 50: 并购操作流程.....	36
图 51: 物流行业历史 PE Band.....	38
图 52: 物流行业历史 PB Band.....	38

表 1: IMI 经营概况	6
表 2: 各业务部门主管	8
表 3: 英迈主要股东 (2015-12-31)	9
表 4: 英迈国际主要客户及供应商	13
表 5: 云服务种类	15
表 6: 前五大供应商	19
表 7: 惠普与苹果为英迈带来的营收占比	19
表 8: 前五大销售客户	21
表 9: 北美市场营收下滑原因影响程度分析	24
表 10: 欧洲市场营收下滑原因影响程度分析	24
表 11: 2015 财年末英迈国际资产负债情况 (亿美元)	25
表 12: 英迈分销商品结构	26
表 13: 国内外同业公司财务数据及指标对比 (2015 财年)	27
表 14: 2013 年中国 IT 分销厂商销售额排名	34
表 15: 天海投资增发偿债预期 (亿美元)	37
表 16: 天海投资盈利预测	37
表 17: 天海投资分部估值	38
表 18: 可比公司 PE 与 PS	38

一、全球领先的 IT 分销商

英迈国际（IMI）是全球 IT 产品分销及技术解决方案的领导者，IMI 深耕行业近 40 年，在北美、欧洲、亚太（包括中东和非洲）、拉美的 45 个国家设立了分支机构，美国境内销售的移动设备中每 3 个即有 1 个来自于英迈。根据《财富》排名，IMI 位居 2015 年世界 500 强的第 230 位，拥有极高的知名度。

表 1：IMI 经营概况

	分支机构	分销中心*	服务中心**	服务国家	仓储面积	年发货量	供应商	客户
IMI	45	154	28	160	120 万平方米	5 亿	1800	20 万

资料来源：公司公告

*注：分销中心即仓储中心，每一个分销中心都与标准订单管理系统相连接，使英迈能够快速而准确的满足和发送订单。

**注：服务中心则为全球业务提供顾客服务、技术支持等功能。

1、历史沿革

IMI 原名 Ingram Micro D，由 Micro D 和 Ingram Computer 合并而来。

Ingram Computer 的前身为 Software Distribution Services，于 1982 年在纽约州布法罗成立。

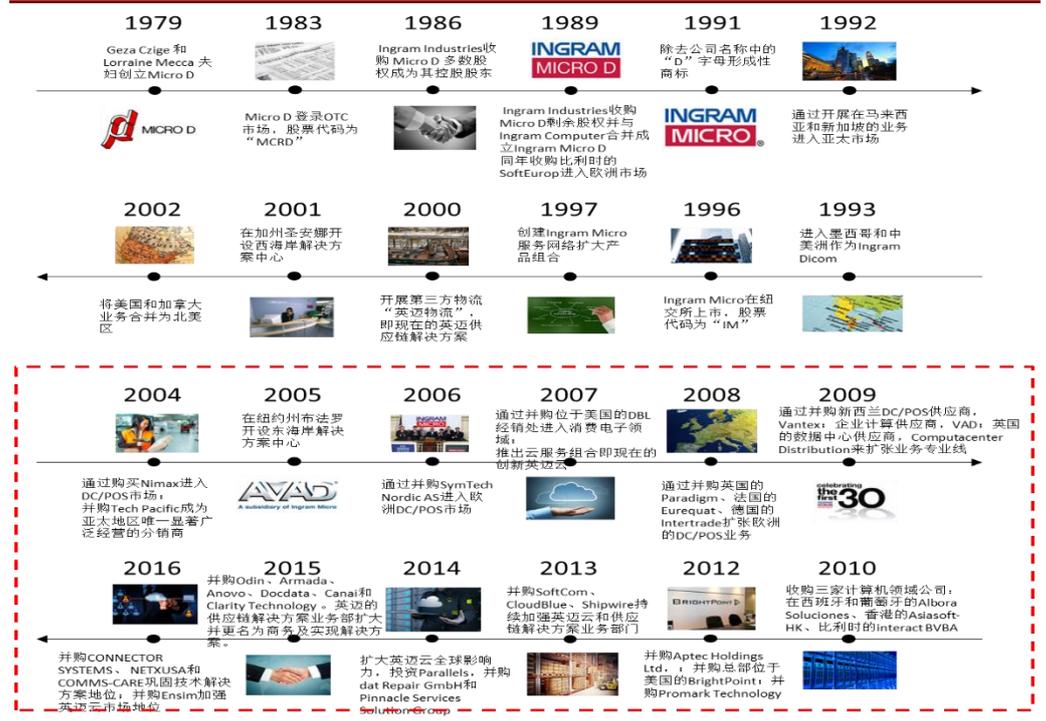
1985 年春，Ingram Industries 下属的 Ingram Distribution Group 收购了 Software Distribution Services 并将其更名为 Ingram Software。

1985 年 12 月，Ingram Software 收购了 Softeam，一家成立于加州康普顿的分销商。

1988 年 2 月，Ingram Software 更名为 Ingram Computer。

1989 年，Ingram Industries 将 Micro D 与 Ingram Computer 合并成立了 Ingram Micro D。

图 1: 历史沿革

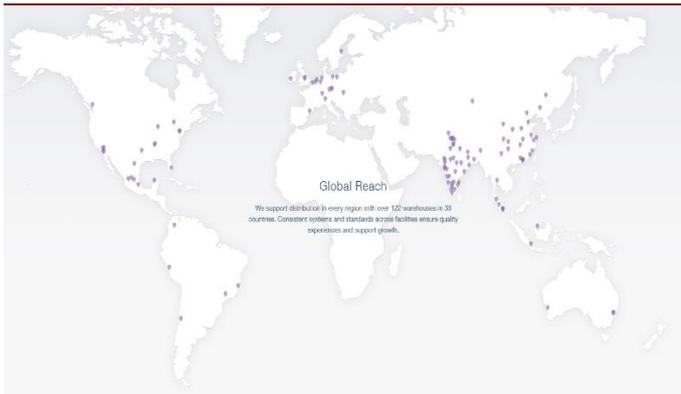


资料来源：公司官网（注：并购公司未完全统计）

2004-2016 年，公司通过大量全球并购实现业务急速扩张。

截至 2015 财年，英迈拥有 154 个仓储中心和 28 个服务中心分布在全球超过 45 个国家里。服务中心主要集中于北美与欧洲地区。亚太市场虽然营收占比较高，分销中心较多（主要集中于在印度），但没有相匹配的服务中心。

图 2: 英迈全球分销中心及服务中心分布（总）



资料来源：公司官网

图 3: 英迈全球分销中心及服务中心分布（分）



资料来源：公司官网（注：小标记为分销中心，大标记为服务中心）

2、四大业务条线平行运营

英迈国际作为全球领先的 IT 分销商之一，主要为客户提供全球性的 IT 产品分销及技术解决方案、移动设备及生命周期服务、电子商务供应链解决方案及云服务四大类产品。

其中，COO 主要负责 IT 产品分销及技术解决方案业务部门。四块业务部门负责人层级平行，统一向 CEO 负责。

图 4: 全球组织架构



资料来源：公司公告（注：META 指中东地区、土耳其以及非洲地区）

5 位高管中，Paul Read、Nimesh Dave、Ken Beyer 3 位均自 2012 年之后才加入公司，加入时间尚短。CEO 曾在 2010 年离职，并于 2012 年回归。Shailendra Gupta 虽然自 2004 年起就在 IMI 中任职，于 2013 年任职移动业务主管。

表 2: 各业务部门主管

姓名	加入公司年度	目前职务	前任公司	前任公司描述
Alain Monié	2003-2010,2012-至今	CEO		
Paul Read	2012-至今	COO, 即 IT 产品 分销业务主管	Flextronics Inc.	伟创力, 全球主要电子制造 服务提供商之一
Nimesh Dave	2012-至今	云服务业务主管	Tech Data	IT 产品分销行业主要竞争对 手之一
Shailendra Gupta	2004-至今	移动设备及生命周 期服务业务主管	Tech Pacific	于 2004 年被 IMI 并购, 当时 亚太地区最大的 IT 产品分销 商之一
Ken Beyer	2013-至今	电子商务供应链解 决方案业务主管	Cloud Blue	于 2013 年被 IMI 并购, 当时 全球领先的逆向物流、IT 产 品生命周期服务企业

资料来源：公司官网，招商证券

管理层履历

Alain Monié 先生曾于 Allied Signal Inc.和 Honeywell International 历任地区销售经理、亚太区运营主管、拉美地区分部总裁等职务。2003 年加入 IMI 任执行副总裁，2004 年-2007 年任 IMI 执行副总裁、亚太区主席，2007-2010 年任 IMI 总裁及首席运营官。之后加入新加坡的跨国企业 APRIL Management 担任首席执行官。2011 年重新回归任 IMI 董事，2012 年至今任 IMI 首席执行官。

Pual Read 先生曾于 Allied Steel and Wire、STI Telecommunications、Associated British Foods 等多家英国公司任高级财务职位。之后，其在 1995 年-2013 年任职于 Flextronics Inc., 2008 年-2013 年任 **Flextronics Inc.** 首席财务官、执行副总裁。2012

年-2013 年任 IMI 董事，2013 年至今任 IMI 总裁、首席运营官。此外，Read 先生自 2014 年起任 Manpower Group 董事。

Nimesh Dave 先生曾担任 **Tech Data (欧洲)** 负责商业运作、战略和供应链解决方案的高级副总裁。2012 年 9 月，其加入 IMI 并设计和落实了在整个组织内实施全球统一的业务实践和架构的世界级解决方案来满足英迈的客户的多样化需求监督。

Shailendra Gupta 先生曾于印度大型综合企业 Godrej & Boyce Manufacturing Co. Ltd. 任职 10 年，担任包括制造主管在内的多项管理职位。后于 1995 年加入 **Tech Pacific Group**，任印度区总经理，并于 2001 年起任首席执行官。2004 年，起任 IMI 亚太区首席运营官，后于 2008 年-2013 年历任亚太区高级执行副总裁和总裁。自 2013 年起任 IMI 执行副总裁、移动业务主管。

Ken Beyer 先生曾担任一家领先的数据挖掘解决方案企业的 CIO 以及安永会计师事务所的高级管理顾问。2000 年，担任其联合创立的 MortgageRamp 的 CIO，并与 2006 年被 RR Donnelley 收购。2008 年，联合创立 **CloudBlue** 于 2013 年被 IMI 并购并担任 IMI 电子商务供应链解决方案业务主管。

3、股价表现

截至 2015 年 12 月，英迈国际股权结构较为分散，持股 5%以上的股东为 3 家机构投资者，合计持股比例为 24.4%。

表 3: 英迈主要股东 (2015-12-31)

序号	股东名称/姓名	持股数量 (股)	持股比例
1	FMRLLC	14,765,745	9.90%
2	BlackRock, Inc.	11,145,630	7.40%
3	TheVanguardGroup	10,647,909	7.10%
合计		36,559,284	24.40%

资料来源：公司公告

英迈国际自 1996 年上市以来股价迅速上升，并于 1998 年 9 月到达历史峰值 54.24 美元，随后迅速回落并经历长达十多年的波动性修复期，股价走势基本与 S&P500 一致。截止 2016 年 10 月 5 日收盘，英迈国际报收 36.03 美元。

2012-2015 年，英迈国际股价快速上升，CAGR 达 12.67%，猜测系由于并购 Bright Point 及业务部门人事变动所致，同时段 S&P500 的 CAGR 为 11.71%。

图 5: 英迈国际股价表现和标普 500 指数



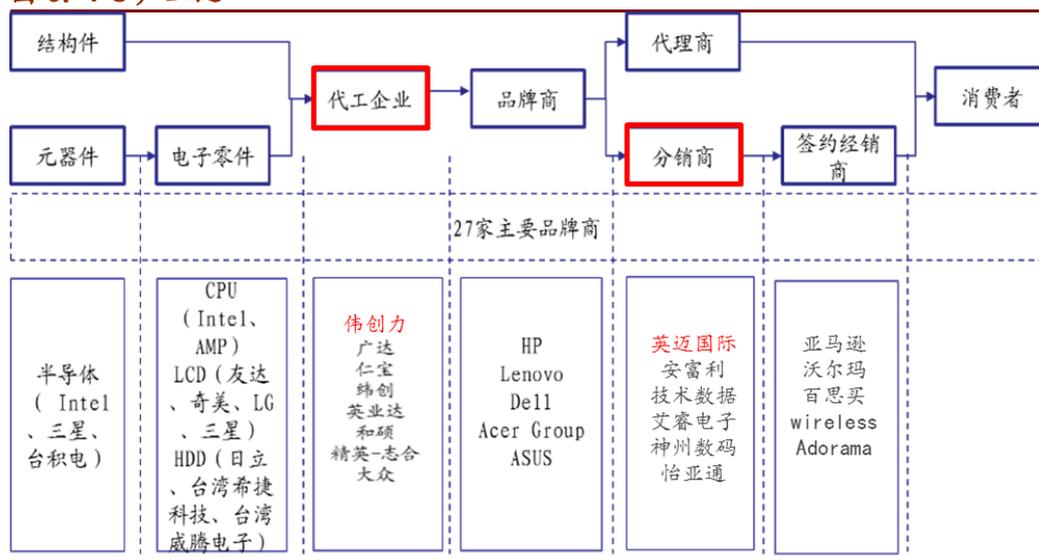
资料来源: wind

二、四大主营业务

IT 产品供应链(以 PC 为例)一般是指包括信息技术产品零部件供应商、零部件分销商、IT 产品制造商、IT 产品分销商、经销商及最终用户的生态系统。

前文所提英迈国际 2012 年新聘 COO Paul Read,依靠在伟创力形成的人脉资源或将助力英迈国际形成全产业链的关系网。

图 6: PC 产业链



资料来源: 招商证券

英迈国际作为全球领先的 IT 分销商之一,主要为客户提供全球性的 IT 产品分销及技术解决方案、移动设备及生命周期服务、电子商务供应链解决方案及云服务四大类产品。

1、IT 产品分销及技术解决方案

英迈国际以 IT 产品分销为基础环节,同时提供全品类分销、技术解决方案以及高附加值增值服务。公司将产品买断后将 IT 产品与产品池信息汇总、重新包装或组合、提供供应链金融服务等出售给经销商,经销商可通过英迈的产品供应、市场销售、物流方案设计、信贷、培训和技术支持以及库存管理服务降低自身的成本、提高效率,完成“一站式”消费。

IMI 所服务的客户类型覆盖范围较广,包括中小企业、公共服务部门及大型企业。作为 IT 产品分销商,英迈一方面构建全球性的渠道网络,几乎涵盖全部的 IT 产品细分市场。

产品范围涉及个人电脑系统、打印及耗材、企业级产品、电脑元器件、电脑附件、消费电子类、机房基础架构、网络设备产品、软件、自动识别及数据采集产品。

图 7：英迈国际产品组合



资料来源：公司官网

另一方面，作为技术解决方案服务商，英迈在为下游客户提供库存管理与供应链金融服务的同时，为供应链上下游企业提供 IT 产品解决方案。

图 8：IT 产品分销及技术解决方案



资料来源：公司公告

英迈国际供应商达 1800 多家，囊括全球主要 IT 制造商。客户达 20 多万，包含了全球各地主要的零售集团。

表 4: 英迈国际主要客户及供应商

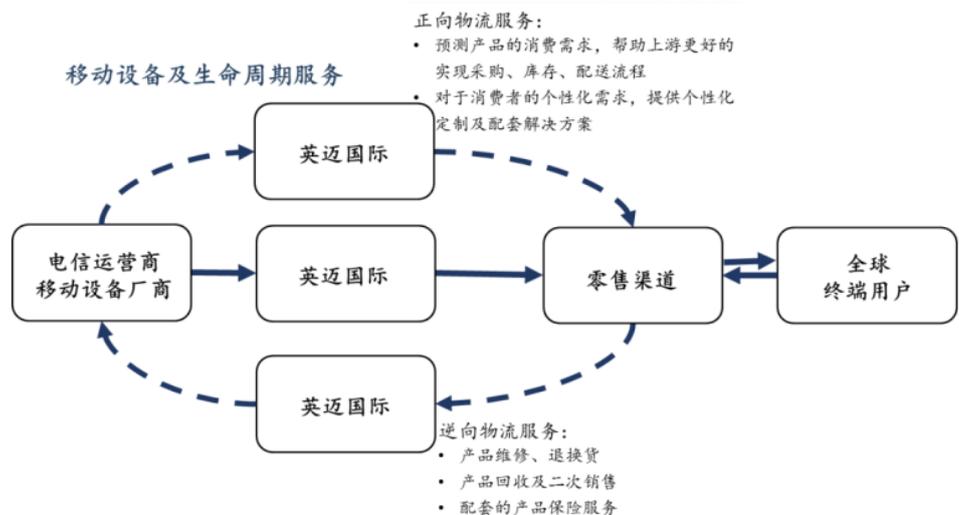
类型	主要企业
供应商	惠普、苹果、IBM、戴尔、谷歌、华为、联想、微软、HTC、AirTouch、 安卓、黑莓、LG、摩托罗拉、诺基亚、三星、中兴、索尼、F5、蓝蚂
客户	蚂蚁、贝尔金、iGo、Targus、Vxi、UMX、Sandisk、PNY、McAfee 亚马逊、沃尔玛、百思买、wireless、Adorama、Asurion、BASIC、 CSI、Celluphone、Edcon、FNB、game、INMTION、WIREFLY、 UniverCell、Toysrus、Sonic、MediaMarket、SIMPLEXITY、JB HIFI

资料来源：公司官网

2、移动设备及生命周期服务

英迈为移动设备及消费性电子设备提供终端到终端的全生命周期服务，主要业务内容包括 SIM 卡配套、原始设计制造商（ODM）采购的解决方案、客户多元化定制服务、IT 集成托管与电子商务平台、供应链金融服务、正向物流、逆向物流及返修、产品以旧换新及保修理赔、废旧 IT 资产处置回收与再配置、再推广等。

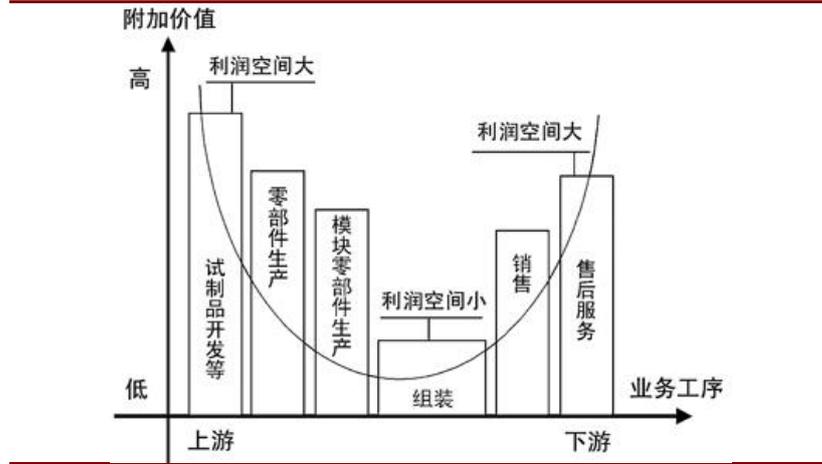
图 9: 移动设备及生命周期服务



资料来源：公司公告

IT 产品产业链各工序附加价值曲线符合微笑曲线。产业下游中售后服务的利润空间高于销售，打造全生命周期的 IT 设备终端服务将有效提升公司利润。

图 10: IT 产品产业链附加价值

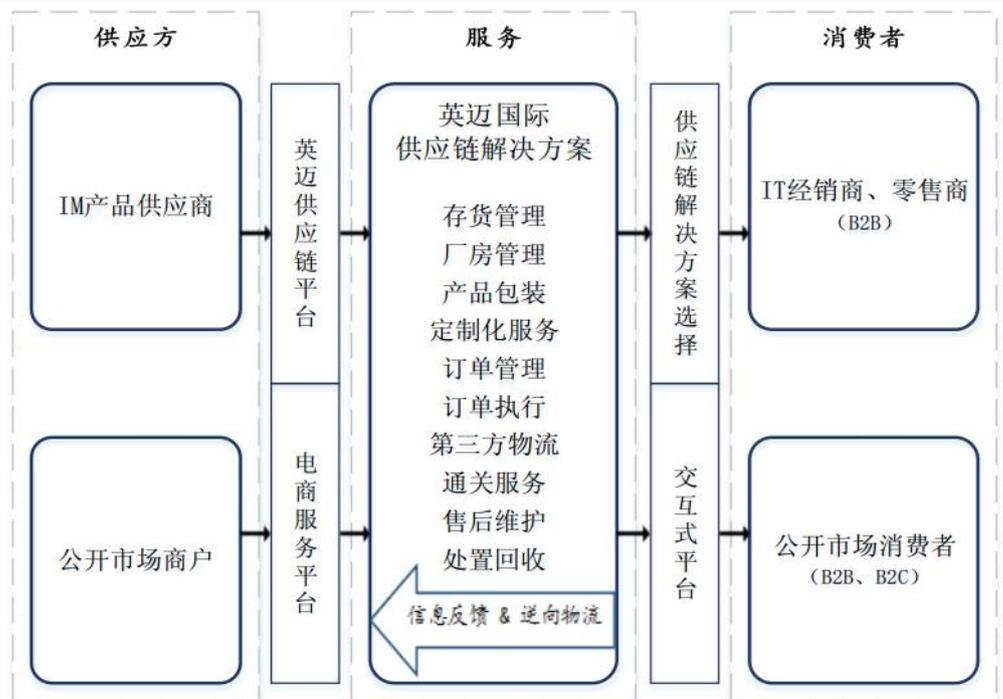


资料来源: 招商证券

3、电子商务供应链解决方案

英迈为供应链的上下游企业提供物流规划、直运、数据分析、库存管理、仓库管理、订单管理、订单履行及退货管理等服务。英迈分别于 2013 年和 2015 年收购 Shipwire (领先的中小企业电子商务解决方案供应商) 以及 Doc Data (欧洲领先的订单履行、逆向物流、在线支付以及电子商务解决方案供应商), 并结合全球化的分销渠道网络, 构建出集合订单执行、逆向物流与在线支付于一体的全球化供应链综合服务交付平台。

图 11: 电子商务供应链解决方案



资料来源: 公司公告

4、云服务

英迈国际经过近 40 年经营分销业务的积累，业务平台蕴藏了巨大的潜在价值：

- 海量业务的最终企业用户；
- 上游国内外知名的合作伙伴；
- 下游长期积累的渠道资源；
- 深度的客户连接以及完整的技术服务体系。

作为 IT 产业链的中间商，事实上公司已经成为一个巨大的 B2B 平台，依托这些资源，英迈已经成为专业的云服务提供商（mCSP）。

云服务主要可分为三种，其中，SaaS 占据主导地位，也是未来云计算市场的主要发展方向。

表 5：云服务种类

分类	描述
基础设施及服务（IaaS）	提供场外服务器、存储和网络硬件等的租用
平台及服务（PaaS）	提供中间平台如虚拟服务器和操作系统等
软件及服务（SaaS）	通过网页浏览器接入客户所需的按需软件

资料来源：公司公告

英迈通过整合来自于约 2,000 个云厂商的近 5,000 项云服务功能，将云服务市场推广至世界范围内 17 个国家，涵盖了大部分服务领域，合作伙伴或 IT 专业人员可以轻松、高效地直接通过公司的渠道云服务平台浏览、购买、部署和管理一系列云服务。目前，云服务仍是英迈长期战略中的主要一环，2015 年营收占比仅 10% 不到。

图 12：英迈云服务



资料来源：公司公告

以 SaaS 为例，收费模式主要有流量收费模式和包月包年收费模式，大量的 SaaS 软件仍处于免费阶段。

目前，神州数码与阿里云等国内云服务商的主要服务也是通过搭建云应用市场提供软件服务，与英迈国际模式类似。软件来源一方面通过自身开发，另一方面通过整合第三方云厂商产品到平台上转售。

图 13: 阿里云市场部分产品

The screenshot displays the Alibaba Cloud Marketplace interface with the following categories and products:

- 精选 (Selected):**
 - PHP运行环境 (PHP Runtime Environment) - 0元
 - WAMP搭建 (Win2008 64) (WAMP Setup) - 0元
 - JAVA运行环境 (含视频教学) (Java Runtime Environment with Video Teaching) - 0元
 - Windows2008 R2 PHP运行环境 (Windows 2008 R2 PHP Runtime Environment) - 0元
- 工具精选 (Tool Selection):**
 - 阿里云Linux一键安装web (Alibaba Cloud Linux One-click Web Installation) - 2元
 - 阿里云Windows一键安装 (Alibaba Cloud Windows One-click Installation) - 2元
 - Web通+LAMP一键部署工具 (WebTong+LAMP One-click Deployment Tool) - 1.99元
 - OneinStack一键PHP JAVA (OneinStack One-click PHP JAVA) - 5元
- 运维服务 (Operations Services):**
 - 网站环境配置系统封面 (Website Environment Configuration System Cover) - 100元
 - 故障处理 (故障处理) (Troubleshooting) - 100元起
 - 数据迁移服务 (数据迁移服务) (Data Migration Service) - 50元
 - 环境配置 (环境配置) (Environment Configuration) - 80元
- 网络建站 (Network Site Building):**
 - 专业企业官网 (专业企业官网) (Professional Enterprise Official Website) - 980元/年
 - 手机网站 (手机网站) (Mobile Website) - 600元/年
 - H5响应式官网定制 (H5响应式官网定制) (H5 Responsive Official Website Customization) - 2980元/年
 - 互联网+ (互联网+) (Internet+) - 6980元/年
- 企业软件 (Enterprise Software):**
 - 易客CRM企业版 (易客CRM企业版) (Yike CRM Enterprise Edition) - 195元/月
 - 兴光报税管理系统 (兴光报税管理系统) (Xingguang Tax Management System) - 8.8元/月
 - 给企业定制QQ空间一键 (给企业定制QQ空间一键) (Customized QQ Space for Enterprises) - 198.8元/年
 - 商贸企业管理一体化 (商贸企业管理一体化) (Unified Management for Trade Enterprises) - 699元/月

资料来源: 公司官网

三、公司经营模式及财务分析

1、主要经营模式

(1) 后台运营模式

仓库管理

仓库管理系统（WMS）能够提供从接受订单到货物装车的全过程服务。仓库管理系统（WMS）能够自动识别距离客户最近的、拥有库存的仓库，并将订单发送至该仓库；随后，WMS 系统对订单进行优先级排序，并自动印刷相关单据；根据货物尺寸，WMS 系统能够自动选择装箱尺寸，实现匹配；对于存在特殊包装需求的货物，WMS 系统能够自动识别，并将其与普通包装的货物区分开，避免混淆。在接受订单直至货物装车过程中，WMS 系统通过高度自动化的方式降低了配送的准备时间，提高了货物配送的准确性，节省了大量的人员开支。

图 14: IMI 的仓库管理系统示意图



资料来源：公司公告

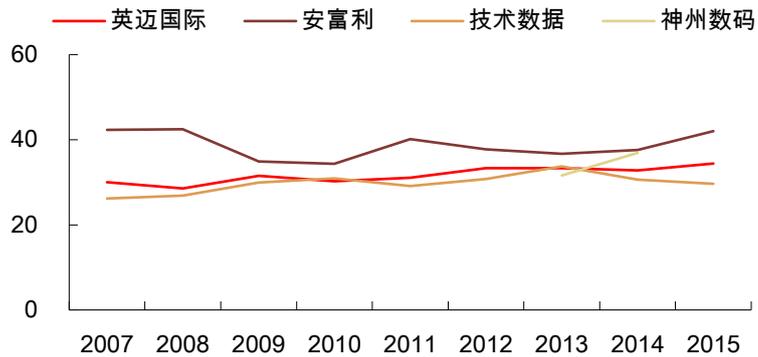
货值管理

存货价值将受到供应商产品降价以及技术变革的不利影响。英迈国际主要通过两个手段进行货值管理。

- ✓ 控制购买时机，结合供应商的规划进而最大化减少风险，
- ✓ 英迈通过预测将来的市场状况和客户需求，设置一定的相匹配的存货水平并实时监控。在此基础上，减少过剩和过时的存货来协助受影响的库存清算。

经测算，2014 年美国 18 家上市 IT 产品经销商平均存货周转天数约 30 天，英迈国际处于行业平均水平。2007-2015 年，英迈国际存货周转天数从 30 天上升至 34 天，略有上升。

图 15: 存货周转天数



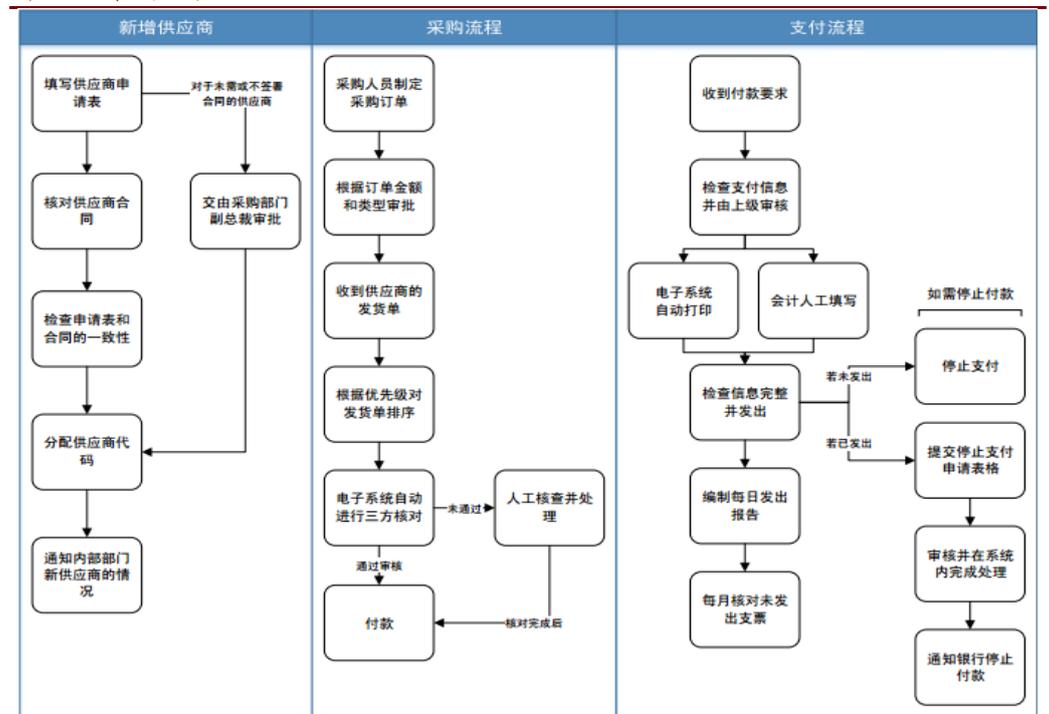
资料来源: wind, 招商证券

注: 安富利、技术数据是美国主要 IT 分销商, 神州数码是中国最大 IT 分销商
安富利财政年度为当年度 6 月底至下一年度 6 月底; 神州数码在 2014 年以前, 财政年度为当年度 3 月底至下一年度 3 月底。

(2) 采购模式

IMI 的采购以“先货后款”的结算方式为主, 但运输中的损益一般情况下由 IMI 而非供应商来承担。IMI 在收到供应商的发货单并审核通过后再行付款。

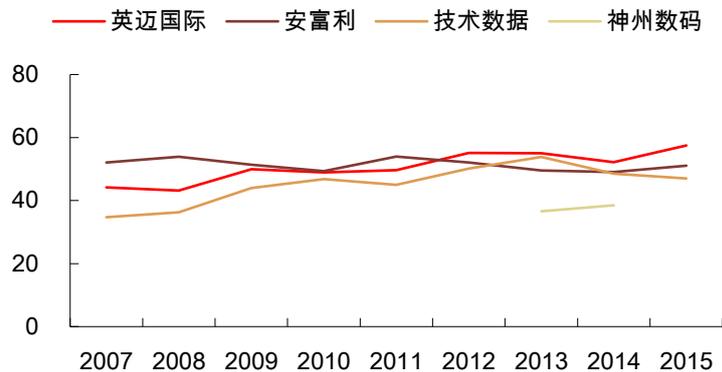
图 16: 采购流程



资料来源: 公司公告

英迈国际应付账款周转天数逐年缓慢上升。2015 年, 英国际应付账款周转天数为 57 天, 略高于安富利与技术数据, 远高于神州数码。表明公司在占用供应商货款上拥有相对更大的主动权。

图 17: 应付账款周转天数



资料来源: wind, 招商证券

英迈通过长期的甄选与积累,建立了超过 1,800 家供应商构成的供应商网络,但公司主要供应商集中度比较高,具有较为稳定的营收来源。

2015 财年,公司前五大供应商带来的营收占比达 49.49%。其中,来自惠普公司(HP Inc.)与惠普企业(HP Enterprise)商品的营业收入占比约为 14%,苹果公司的商品为英迈带来的营业收入占比约 12%。除惠普公司、惠普企业和苹果公司之外,来自于其他供应商产品的营业收入占比均不超过 10%。

表 6: 前五大供应商

前五大供应商	2015 财年		2014 财年	
	营业收入(千美元)	占比	营业收入(千美元)	占比
	21,294,517	49.49%	19,607,246	42.18%

资料来源: 公司公告

2010-2015 年,英迈来自惠普公司的营收占比从 23%持续下滑至 14%;来自苹果公司的营收稳定在 10%左右。

表 7: 惠普与苹果为英迈带来的营收占比

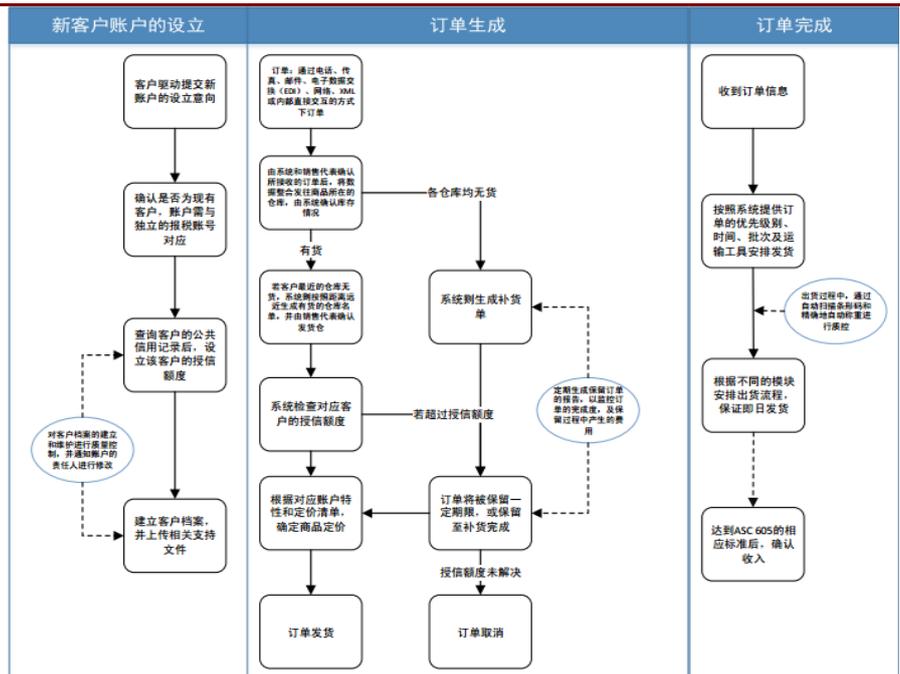
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
惠普公司	23%	21%	18%	15%	14%	14%
苹果公司	<10%	<10%	10%	<10%	<10%	12%

资料来源: 公司年报

(3) 销售模式

英迈通过遍布于世界各地的销售代表和技术专家服务于全球 20 余万客户。客户在收到账单后有 30-45 天的账期,客户的付款日相对集中在月末。

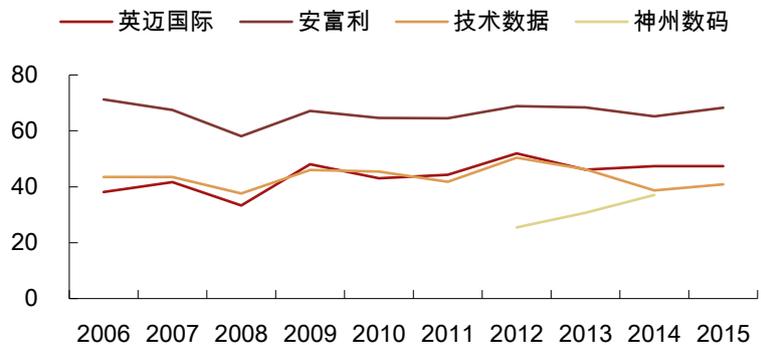
图 18: 销售流程



资料来源：公司公告

英迈国际的应收账款周转天数保持在 45 天左右，与公司客户的付款宽限期上限较匹配。安富利应收账款周转天数基本保持 65 天以上，表明其信用政策更为宽松。

图 19: 应收账款周转天数

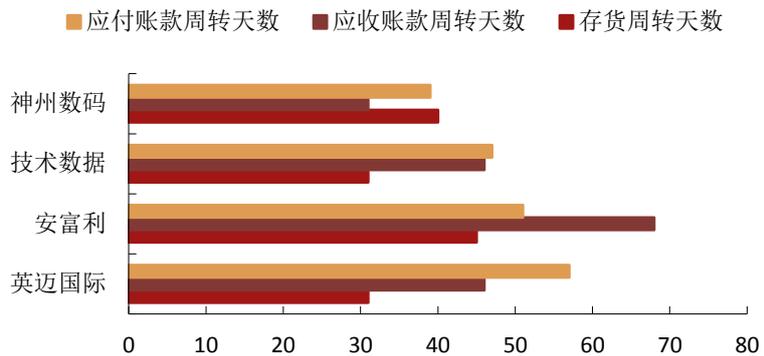


资料来源：wind，招商证券

比较各公司的主要经营现金流周期，一方面，英迈的存货周转天数相对较短，销售效率较高；另一方面，英迈的应付账款周转天数超过应收账款周转天数 11 天，可以有效缓解公司的营运资本压力。

其中，安富利的应收账款周转天数超过应付账款周转天数 17 天。

图 20: 2015 年各公司主要经营现金流周期 (天)



资料来源: 招商证券
注: 神州数码为 2014 财年数据

从英迈前五大客户销售情况来看, 英迈的客户较为分散, 前五大客户的合计销售收入占营业收入的比重仅 10% 不到。

表 8: 前五大销售客户

前五大销售客户	2015 财年		2014 财年	
	营业收入(千美元)	占比	营业收入(千美元)	占比
	4,023,498	9.35%	3,677,272	7.91%

资料来源: 公司公告

由于 IT 产品分销业务涉及全球大量应收账款。在应收账款的风险控制方面, IMI 一方面关注客户的风险情况, 另一方面也在全球多个国家和地区采取信用保险的方式, 由保险公司承保部分 IMI 的应收账款。

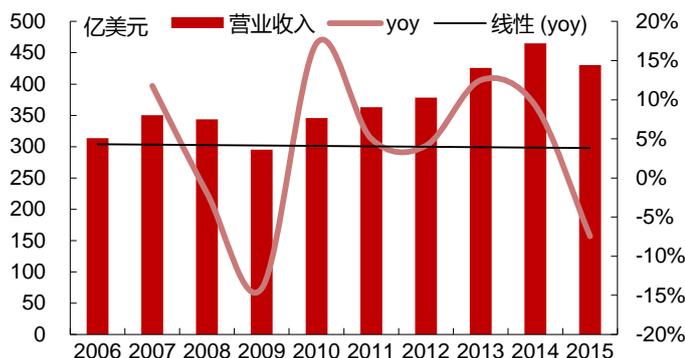
2、财务分析

(1) 净利润持续下滑, 盈利能力堪忧

2006-2015 年, 英迈国际营收稳中有升, 除去次贷危机期间及 2015 年, 营收增速基本保持在 5% 以上; 但净利润反而有所下滑, 增速多年为负。

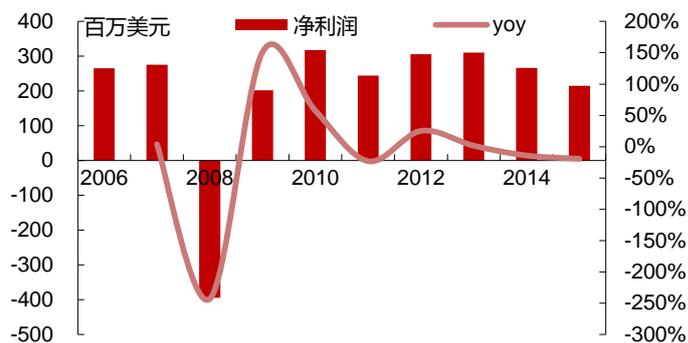
2015 年, 英迈国际实现营业收入 430.26 亿美元, 同比下降 7.4%; 归母净利润 2.15 亿美元, 同比下降 19.3%。主要系北美与欧洲市场表现不佳所致。

图 21: 英迈营收和增速



资料来源: 公司公告

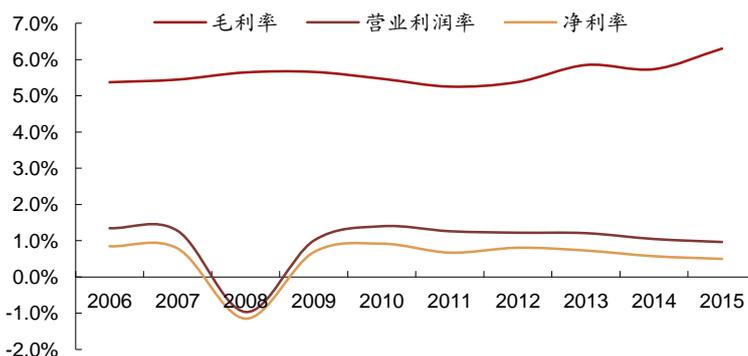
图 22: 英迈净利润与增速



资料来源: 公司公告

2006-2015 年, 公司毛利率稳中有升, 从约 5.5%提升至约 6%; 营业利润率和净利率却有所下滑, 分别从 1.3%和 0.8%下降至 1%和 0.5%。

图 23: 英迈国际毛利率、营业利润率和净利率



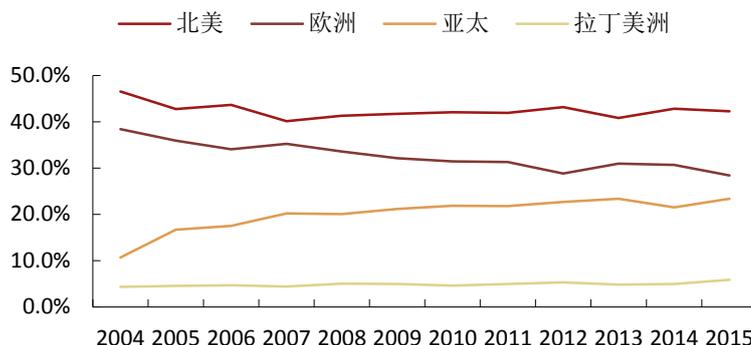
资料来源: 公司公告

(2) 区域表现分化

2004-2015 年, 英迈国际在北美和拉丁美洲的营收占比保持长期稳定。欧洲与亚太市场则呈现此消彼长的态势, 随着欧洲占比从 38.4%持续下滑至 28.4%, 亚太占比从 10.7%上升至 23.4%。

2015 年, 北美市场贡献 42.30%营收, 仍为英迈主要营收来源。

图 24: 区域营收占比

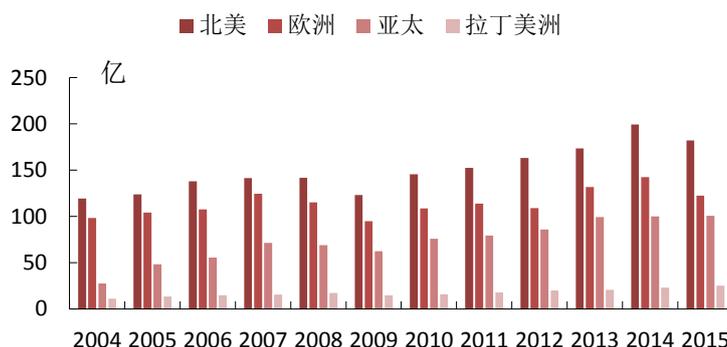


资料来源: 公司年报

2004-2015 年, 各区域营收波动趋势基本一致, 北美营收 CAGR 为 3.92%, 欧洲 CAGR 为 2.00%, 亚太 CAGR 为 12.55%, 拉丁美洲 CAGR 为 7.80%。受益于亚太地区与拉美新兴国家经济的高速发展, 英迈在亚太区和拉丁美洲营收增速较快。

2004 年, 公司通过收购 Tech Pacific 使得亚太区营收在三年里翻番。

图 25: 区域营收表现



资料来源: 公司年报

注: 不同年份财报存在 EMEA 和欧洲两个不同口径, 我们统一视为欧洲区域核算

2015 年, 北美和欧洲的营业收入分别下滑 8.67%和 14.21%; 亚太地区基本保持稳定, 增长 0.7%; 拉美地区增长较快, 增速为 9.50%。

北美地区营业收入下滑, 主要有四方面原因:

- 汇率变动: 美元兑加元汇率大幅升值, 导致 IMI 在加拿大的业务收入以美元计算后下滑较大
- 经营时间: 2015 年全年经营时间少于 2014 年
- 业务重组: 北美地区的移动设备分销业务未达到 IMI 的目标, IMI 关闭了这一业务的北美分部。
- 销量下滑: PC 和平板需求量下滑

其中, 汇率变动和经营时间与持续经营业务无关, 两个原因合计使得北美营收下滑 4%。

即使剔除非持续性因素后，2015 年北美市场营收仍然表现不佳，下滑 4.67%，

表 9: 北美市场营收下滑原因影响程度分析

	汇率变动	经营时间	业务重组	合计
影响程度	-2%	-2%	-2%	-6%

资料来源：公司年报，招商证券

欧洲地区营业收入下滑，主要有

- 汇率变动：欧元兑美元汇率在 2015 年出现了较大幅度的贬值
- 经营时间：2015 年全年经营时间少于 2014 年
- 合约改变：2015 年第四季度，修改与欧洲分销业务中量大的客户的合约条款，提供对客户更有力的条件。
- 并购影响：并购 Anovo 和 Doc Data 增加营收

因此，剔除汇率变动和经营时间等非持续因素后，2015 年欧洲市场营收增加 2.79%。

表 10: 欧洲市场营收下滑原因影响程度分析

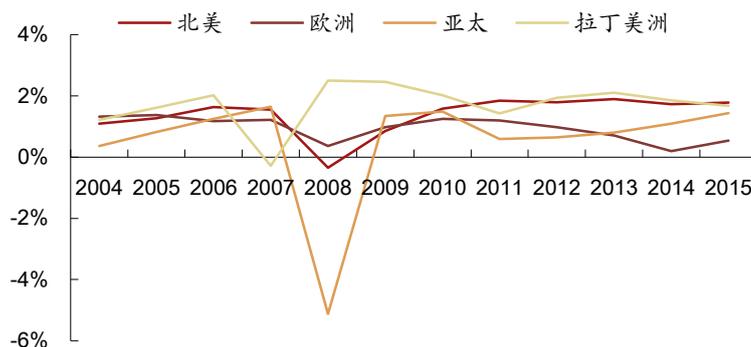
	汇率变动	经营时间	合约改变	并购影响	合计
影响程度	-15%	-2%	-2%	+2%	-17%

资料来源：公司年报，招商证券

受益于覆盖全球的分销渠道，世界各国在获取 IT 产品和服务方面较为同步，IT 供应链综合服务业的地域性较弱。

2011-2015 年，亚太区域营业利润率有所回升，而欧洲区域有所下滑。除欧洲区域，其他区域营业利润率接近。

图 26: 各区域营业利润率



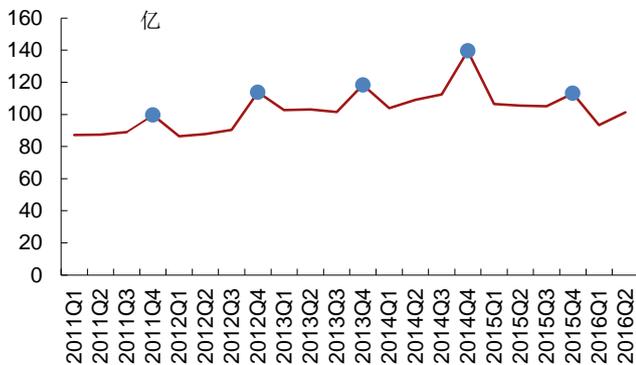
资料来源：公司年报

(3) 季节性特征显著

IT 产品分销行业具有季节性。夏季 IT 产品的需求往往较低，而 9 月至 12 月受节日商家备货推动，市场需求往往较高。IT 产品需求的波动也将传导至 IT 产品分销和供应链综合服务业。

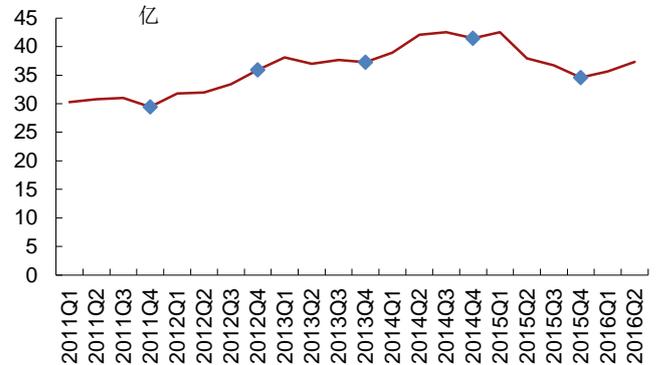
从英迈国际各季度营业收入来看，公司受益于美国 11 月末的“黑色星期五”，4 季度营业收入显著高于其他季度，而公司四季度存货也存在相对低于其他季度的现象。

图 27: 英迈国际季度营业收入



资料来源: 公司季报

图 28: 英迈国际季度存货



资料来源: 公司季报

(4) 资产结构

应收账款和存货是英迈资产的主要构成部分，存在应收账款回收风险和存货管理风险，应付账款则是负债的主要构成部分。这一资产结构与公司 IT 产品分销及技术解决方案的主营业务相匹配。

表 11: 2015 财年末英迈国际资产负债情况 (亿美元)

科目	数值	占总资产比	同比增速	上年同比
总资产	123.07	100%	-4.08%	8.82%
应收账款	56.64	46.02%	-7.38%	12.10%
存货	34.57	28.09%	-16.60%	11.31%
负债	83.39	67.76%	-3.77%	10.51%
应付账款	63.54	51.63%	-2.58%	5.60%
长期借款	10.97	8.91%	0	37.64%
股东权益	39.68	32.24%	-4.75%	5.47%
留存收益	35.13	28.54%	5.56%	8.72%

资料来源: wind

(5) 并购与资本支出

英迈资本支出主要投资于北美市场。通过北美网络自建为主，国际网络并购为主形成了英迈目前庞大的全球网络。

2004 年，英迈并购 Tech Pacific 和 Nimax 合计支出 4.02 亿，其中并购 Tech Pacific 支出 3.83 亿美元。

2012 年，英迈并购 Bright Point、Aptec、Promark 合计支出 8.99 亿美元，其中并购 Bright Point 支出 8.68 亿美元；

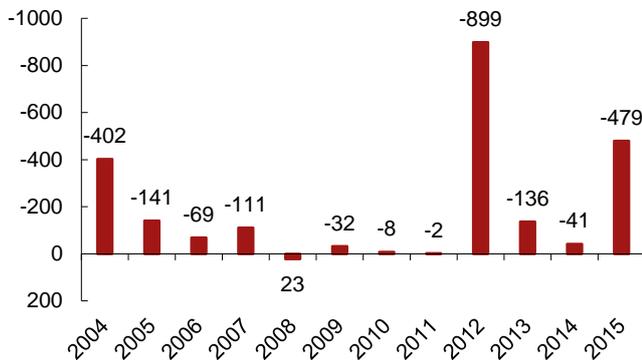
2015 年，英迈合计并购 9 家公司形成支出 4.79 亿美元。

英迈历史上基本采取小额高频的收购方式来扩张自身的业务网络。

2004-2015 年，英迈国际累计并购金额约 23.12 亿美元，资金来源主要为债务融资和自

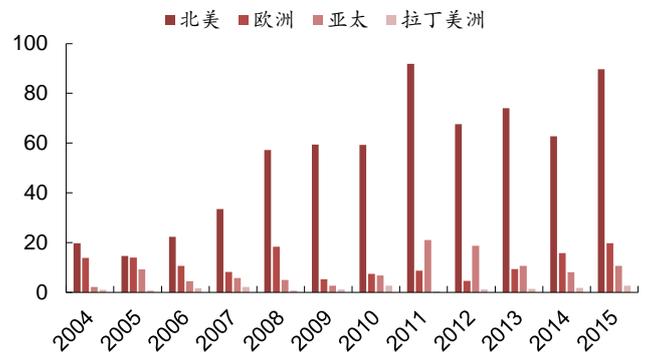
有资金；2015 年，公司商誉为 8.43 亿美元，净资产 39.68 亿美元。

图 29: 并购及出售业务产生的投资活动现金流 (百万)



资料来源: wind

图 30: 区域资本支出 (百万)



资料来源: 公司年报

Tech Pacific

Tech Pacific 是新加坡上市的亚太地区最大的 IT 产品分销商之一,在澳大利亚、新西兰、印度、马来西亚、新加坡和香港具有市场领导地位。

英迈通过收购 Tech Pacific 使得亚太地区盈利能力显著提升,并形成区域产品互补。

Bright Point

Bright Point 是一家为无线行业提供全生命周期服务的美国上市公司,主要向移动网络运营商和无线设备制造商分销苹果、LG 和诺基亚等公司生产的产品,该公司在超过 35 个国家开展业务。2012 年,该公司实现营业收入 52.44 亿美元,同比增长 45.9%;实现净利润 0.49 亿美元,同比增长 62.1%。

英迈希望通过收购 Bright Point 以扩大公司高端移动市场份额,有助于抵消公司在个人电脑市场的衰败。

表 12: 英迈分销商品结构

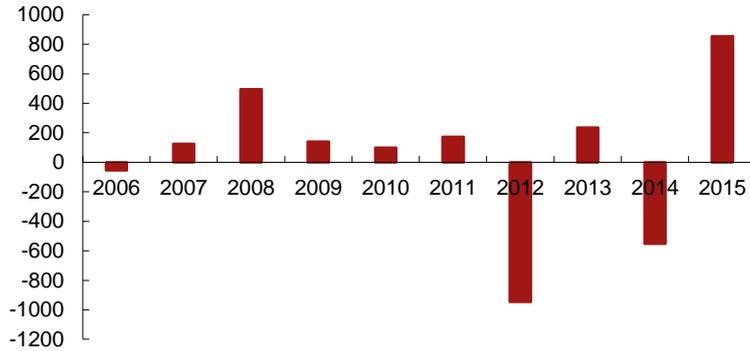
商品种类	2015 营收占比区间	2011 营收占比区间
IT 外设 (打印机、扫描仪、显示器、数码相机、处理器等)	30%-40%	35-40%
系统 (机架、塔式和刀式服务器、台式机、PC、平板等)	30%-35%	30-35%
软件 (商务应用软件、操作系统软件、娱乐软件等)	10%-15%	15-20%
网络 (网络硬件、通讯产品、网络安全硬件等)	15%-20%	10-15%
移动设备 (手机、平板、导航仪、SIM 卡、闪存等)	0-17%	—

资料来源: 公司公告

2015 年,分销商品中 IT 外设与系统占据英迈营收主要份额,两者合计占据 60%-75% 营收。而移动设备 (主要是智能手机) 作为目前全球 IT 终端设备最主要的增长点,英迈的营收占比仍然仅 0-17%。

受资本支出 (主要为并购行为的影响) 与营运资本的频繁波动影响,英迈国际的自由现金流呈现较大程度的波动。

图 31: 英迈国际自由现金流



资料来源: wind

比较来看, 英迈国际、安富利、技术数据三家公司的营运资本均呈现较为频繁的波动, 一方面表明 IT 产品分销市场销量波动较大, 另一方面表明各家 IT 产品分销公司在存货、应收账款管理上的采取实时调整策略。

图 32: 营运资本变动



资料来源: wind

3、国内外可比公司比较

(1) 财务指标对比

英迈是全球第一大 IT 分销商, 其营业收入是第二、三名安富利和技术数据的 1.5 倍, 但净利率处于行业较低水平。

A 股上市公司中神州数码 (中国第一大 IT 分销商) 的业务与英迈最为相似, 各项指标均较为近似。

表 13: 国内外同业公司财务数据及指标对比 (2015 财年)

	英迈国际	安富利	技术数据	神州数码
销售收入	430 亿美元	279 亿美元	264 亿美元	452 亿元
净利润	2.15 亿美元	5.72 亿美元	2.66 亿美元	3.2 亿元
毛利率	6.3%	11.4%	4.9%	5.4%
净利率	0.5%	2.0%	1.0%	0.7%
三项费用率	5.0%	8.1%	3.4%	4.7%

资料来源: wind, 公司公告, 招商证券

安富利毛利率高于英迈国际，主要系两者产品结构存在较大差异所致。安富利为 IT 产业链上游分销商，英迈国际为 IT 产业链下游分销商。

安富利是全球第一大电子元器件分销商，分销产品范围包括半导体、互连、无源、机电设备和嵌入式产品等。2015 年，电子分销业务营收占比为 63.5%，为公司营收主要来源。

2011 年《国际电子商情》统计得到 2010 年电子元器件分销商的平均毛利率为 15%。2010-2015 年，全球前二大电子元器件分销商毛利率均保持在 10%以上。

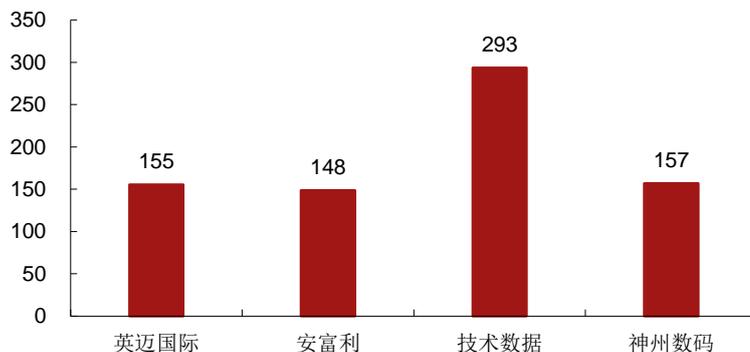
图 33: 安富利与艾睿电子毛利率



资料来源: wind

从人均销售收入来看，英迈国际人均贡献 155 万美元，与安富利、神州数码近似。而技术数据人均销售收入达 293 万美元，表明技术数据的单人效率最高。

图 34: 可比公司人均销售收入比较 (万美元/人)



资料来源: wind, 招商证券 (注: 神州数码营收按照 6.6 汇率换算成美元)

(2) 杜邦分析比较

2015 财年，英迈国际 ROE 为 5.42%，净利率 0.5%，总资产周转率 3.5，权益乘数 3.1。与其他公司相比，英迈国际的 ROE 处于较低水平，并呈逐年降低趋势。主要系销售净利率表现较差，并且总资产周转率、权益乘数也并不突出。

图 35: ROE 比较



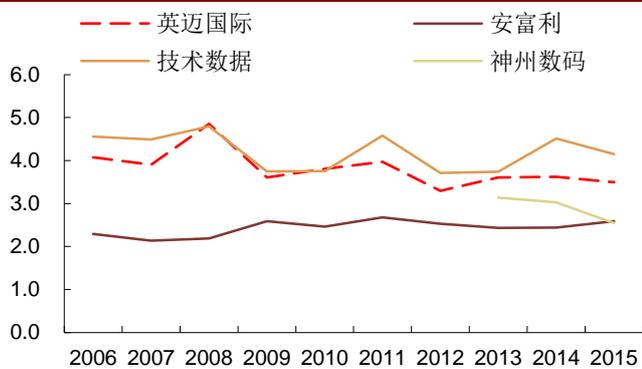
资料来源: wind, 招商证券

图 36: 销售净利率比较



资料来源: wind, 招商证券

图 37: 总资产周转率比较



资料来源: wind, 招商证券

图 38: 权益乘数比较



资料来源: wind, 招商证券

四、全球行业增速放缓，中国市场增速仍然较快

IT 行业产品支出增速或趋于稳态。区域看，亚太与新兴市场是 IT 业发展新的助推器；结构看，目前 IT 终端设备未发生明显变革的情况下，业内 IT 服务和软件的消费比重将进一步提高。

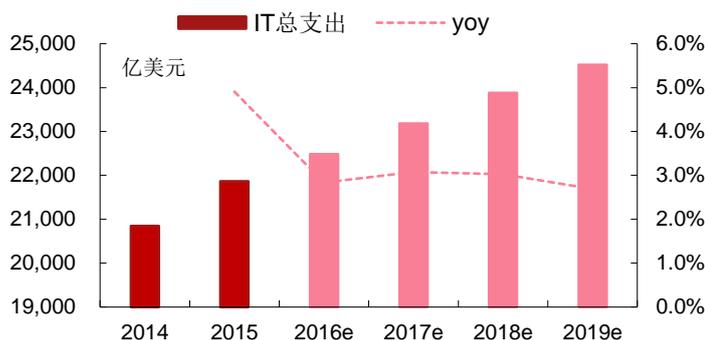
1、全球市场增速放缓，区域分化显著

(1) 行业增速放缓，维持低速增长

IT 供应链服务行业与全 IT 行业的整体环境息息相关。其中传统 IT 产品分销业的销售收入与信息技术的支出成正相关，而 IT 服务与 IT 硬件、软件并列为最重要的产品，IT 服务业的营收亦与 IT 支出成正向相关。近年来，全球 IT 支出虽呈现放缓的趋势，但仍维持稳健的增长。

据国际数据（IDC）统计与预测，2015 年全球 IT 产品支出达 2.2 万亿美元，同比增长约 5%。2016-2019 年，预测仍将以 3% 增速稳定持续增长。

图 39：全球信息技术支出规模及增速



资料来源：公司公告，国际数据（IDC）

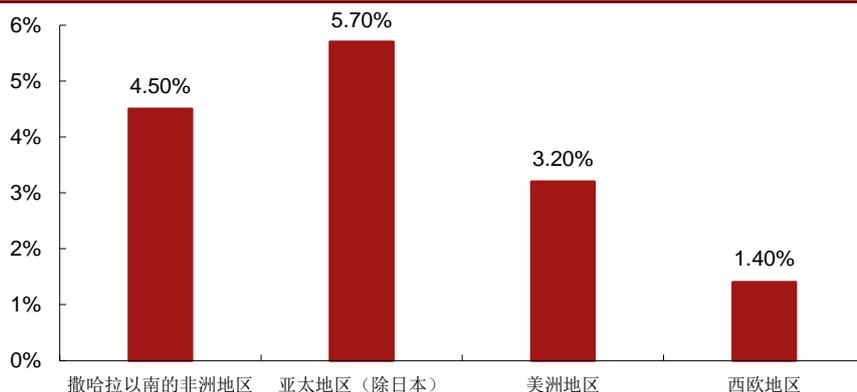
注：因为电信服务 IT 支出（固化语音数据、移动语音与数据服务）与英迈业务无关联，在此将电信服务支出剔除出 IT 总支出。

(2) 区域分化显著，新兴市场潜力凸显

新兴发展中国家整体经济发展速度较快，普遍有着较年轻的人口结构。年轻群体对快速更新换代的 IT 产品有着更强的消费需求，这使得新兴发展中国家有着较强的信息技术产品消费潜力。

根据《经济学人》的统计预测数据，2015 年新兴发展中国家 GDP 增长率明显高于发达国家。

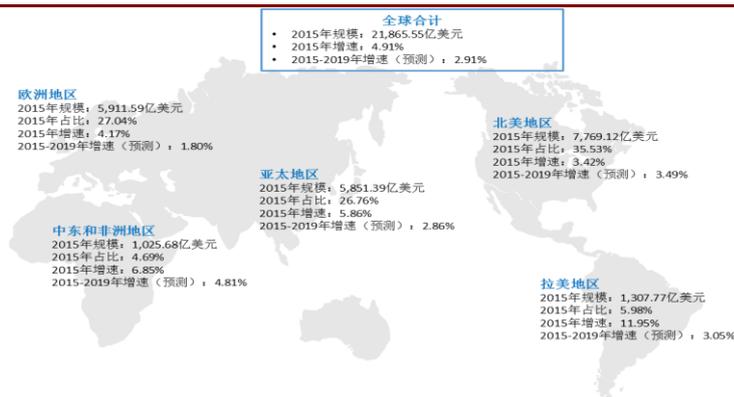
图 40: 各地区 GDP 增速



资料来源: 公司公告, 招商证券

根据国际数据 (IDC) 统计, 各地区 IT 支出情况差异较大。2015 年, 总支出最大的仍为北美地区, 约 7,769.12 亿美元占比 35.53%。2015 年至 2019 年间, 增速最快的为中东和非洲地区, 预测复合增长率可达 4.81%, 北美地区约为 3.49%。

图 41: 全球信息技术支出区域分布



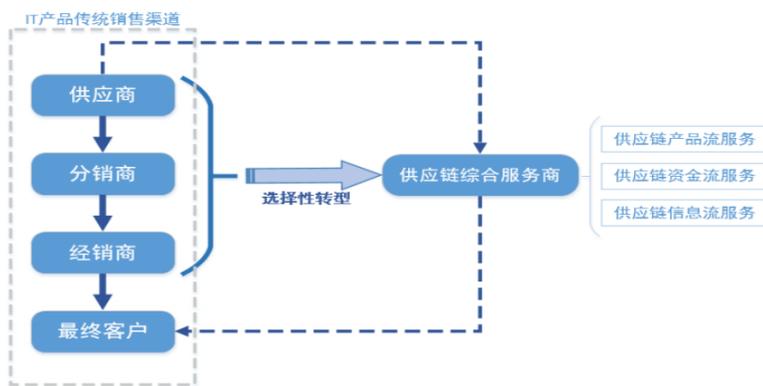
资料来源: 公司公告, 国际数据 (IDC)

在全球经济形势尚未明朗的情况下, 新兴发展中国家对 IT 产品的需求有望推动市场总体需求持续增长。

(3) 软件、服务占比持续提高, 硬件仅智能手机一枝独秀

IT 产品供应链渠道的扁平化使得渠道竞争日益激烈, 促使渠道商趋于开发多元化增值服务, IT 服务逐渐作为一项 IT 产品从无到有, 逐渐兴起并历经迅速发展成为最重要的产品分类之一。

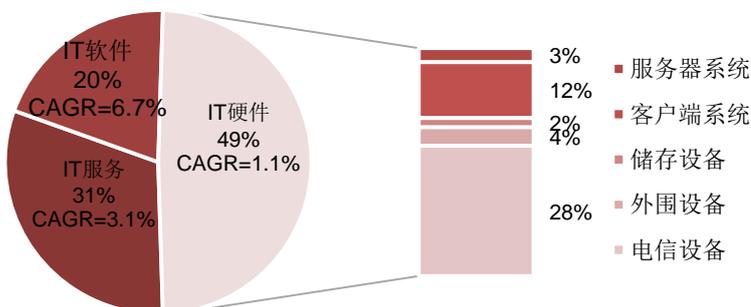
图 42: 行业产业链关系现状



资料来源: 公司公告

信息技术的细分行业中，IT 服务、IT 软件及 IT 硬件中的电信设备为主要的三个板块，合计占总支出份额的约 80%。其中 IT 服务包括培训与教育、规划、应用、服务支持及运营管理；IT 软件的销售主要包括系统基础设施软件、应用的设计与开发软件以及应用；电信设备的销售主要包括企业网络搭建、运营商设备、功能性手机及智能手机，其中智能手机占电信设备销售额的 70%以上。

图 43: 信息技术支出行业细分 (2015)



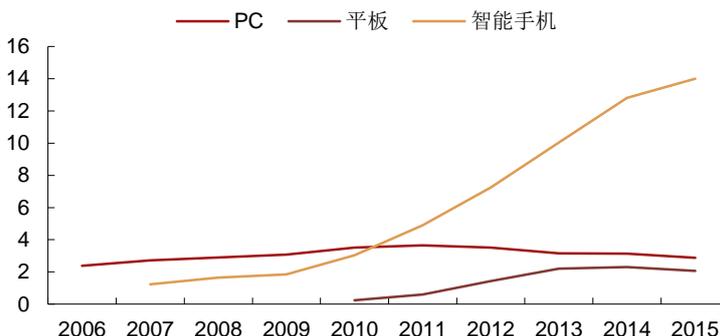
资料来源: 公司公告, 国际数据 (IDC)

据国际数据 (IDC) 预测, 2015 年至 2019 年, 全球 IT 软件支出与 IT 服务支出的复合年均增长率分别为 6.7%和 3.1%, 而 IT 硬件的增长率仅为 1.1%。依照此趋势发展, IT 软件与 IT 服务在全行业中的消费比重将进一步提高。

2015 年, PC 全球出货量为 2.89 亿台, 同比下降 7.97%, 平板出货量为 2.07 亿台, 同比下降 10.17%, 智能手机出货量为 14 亿台, 同比增长 9.38%。三者合计出货量 19 亿台, 占 2015 年全球 IT 终端设备出货量 76%。

受平板电脑的冲击, 全球 PC 出货量自 2012 年起开始逐年下降, 近几年受到大屏幕、功能先进的智能手机流行的冲击, 2014 年起平板电脑全球出货量增幅也开始放缓, 2015 年为负增长。

图 44: 全球出货量 (亿台)



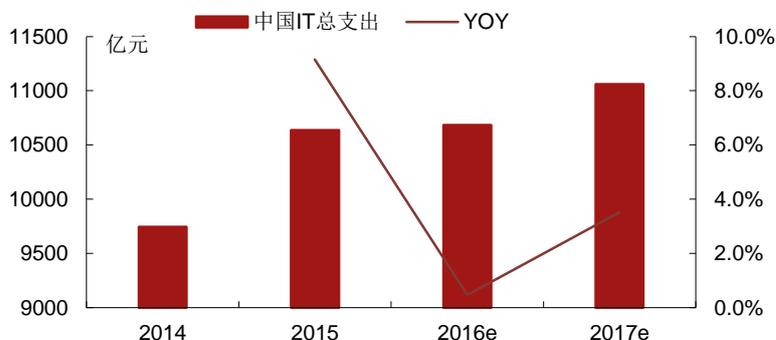
资料来源: 互联网

2、中国 IT 分销市场发展迅速，神州数码稳居第一

(1) 中国 IT 分销市场发展迅速

据 Gartner 统计，2015 年中国 IT 支出达 1.06 万亿元，同比增长约 9.14%，高于全球 IT 支出增速 4.9%。以 2015 年 12 月 31 日人民币兑美元汇率 6.4936 换算，2015 年中国 IT 支出为 0.16 万亿美元，占全球 IT 总支出的 7.42%。IT 支出的快速增长带动 IT 分销行业蓬勃发展，中国 IT 分销市场在全球 IT 分销市场中比重提升日益显著。

图 45: 中国 IT 总支出规模及增速



资料来源: 互联网整理

注: 不包括电信服务 IT 总支出

(2) 神州数码，中国 IT 分销领导者

神州数码收入超过 90% 产生于中国大陆，超过 90% 非流动资产位于中国大陆，是当前中国最大的、涉及领域与品牌最广的 IT 分销商，同时也是国内外产品技术以及服务的供应商在中国首选的合作伙伴。

目前，神州数码与 300 余家国际顶尖供应商展开合作，市场份额连续 10 年稳居第一，建成覆盖全国 860 个城市、30000 余家渠道伙伴的中国最大的 IT 营销网络。

以 2013 年数据为例，神州数码在中国 IT 分销市场份额为 15.1%，而英迈中国（英迈国际在中国的分支机构）在中国的市场份额仅 4.4%。目前行业 CR5 仅 44%，仍有较

大上升空间。

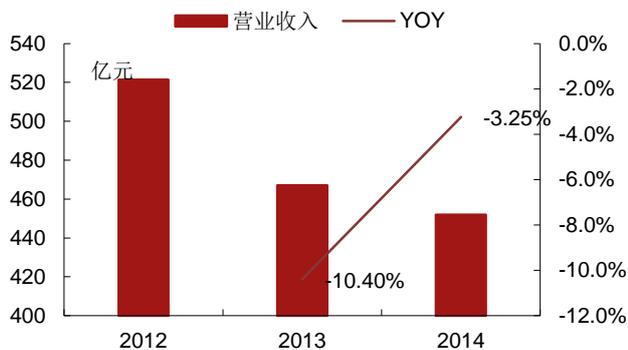
表 14: 2013 年中国 IT 分销厂商销售额排名

名次	厂商	销售额 (亿元)	占比
1	神州数码 (中国) 有限公司	283.7	15.1%
2	联强国际贸易 (中国) 有限公司	207.9	11.1%
3	佳杰科技 (中国) 有限公司	134.3	7.2%
4	四川长虹佳华信息产品有限责任公司	114.6	6.1%
5	英迈 (中国) 投资有限公司	83.0	4.4%
	小计	823.6	44.0%
	其他	1050.2	56.0%
	合计	1873.8	100%

资料来源:《中华显示网》

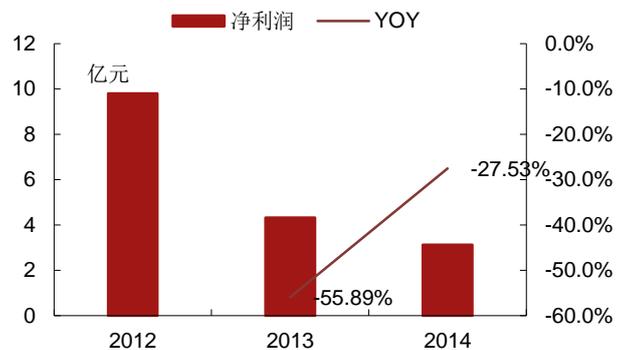
以 2012-2014 年数据来看,神州数码营业数据每况日下。2014 年,神州数码实现营业收入 452 亿元,同比减少 3.25%;实现净利润 3.13 亿元,同比减少 27.53%。

图 46: 神州数码营收及增速



资料来源:公司公告

图 47: 神州数码净利润及增速



资料来源:公司公告

由于分销业务表现不佳,神州数码目前依托 IT 分销业务积累的资源,寻求向云计算转型。公司目标建立一个生态体系,主要为混合云服务,从私有云起步,开展云转售服务,帮助合作伙伴落实 GO TO MARKET,其中包括大量的咨询、部署、和实施(增值分销业务),未来逐步向公有云演进。公司将鼓励用户把主营业务系统放在私有云平台,非主营业务逐渐迁移到公用云平台,同时帮助合作伙伴完善私有云。

图 48: 神州云科云市场分类



资料来源:公司官网

注:神州云科为神州数码集团旗下品牌

未来公司或考虑重点布局三个领域:

- 安全领域: 安全是 IT 行业很重要的一环, 并且非常难被垄断。
- 存储领域: 存储是大市场, 智能化、结构化的存储设备的出现使得存储具有较多的新机会。
- 虚拟化: 包括分布式的计算和存储。

(3) 英迈中国

英迈中国为英迈国际在中国的分支机构, 诞生于 1997 年英迈对电子资源公司 (ERL) 的收购。目前, 英迈中国以上海为运营中心, 在全国超过 25 个重点城市设立了分支机构, 全国设立 4 大分拨中心、16 个二级仓库。

英迈中国仓库总面积为 3.6 万平方米, 仅占英迈国际全球仓储面积 3%, 表明英迈在全球主要消费市场之一的中国市场仍具有广阔的发展空间。

图 49: 英迈中国分支机构和库房

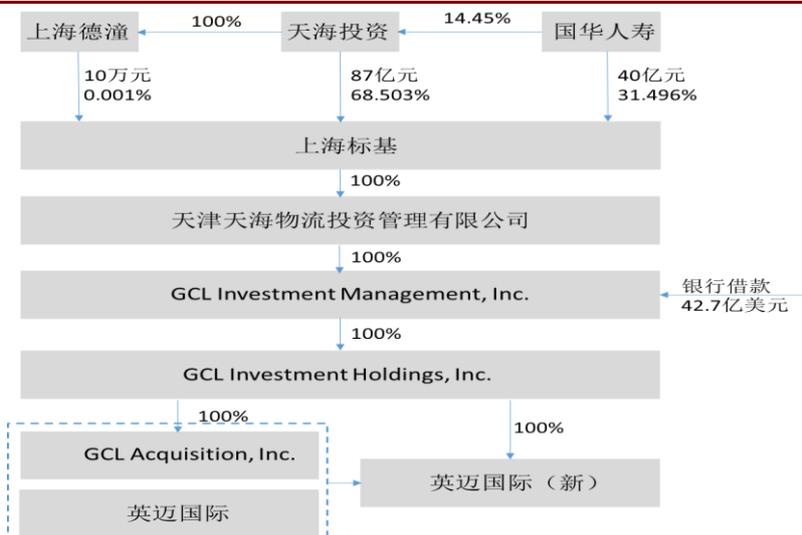


资料来源: 公司官网

五、天海投资估值分析

2016年7月4日，天海投资发布公告称作价60.09亿美元现金收购英迈国际，英迈国际发行在外普通股将全部注销。

图 50：并购操作流程



资料来源：公司公告，招商证券

本次交易银行贷款规模约为42.70亿美元，期限为7年，由于公司尚未与相关银行协商确定最终的贷款协议，具体的财务费用无法精确计算。借款主体为天海投资为本次交易设立的主体 GCL Investment Management, Inc.。

1、增发偿债预期强烈

天海投资宣称未来贷款偿还的资金来源为 IMI 的分红以及上市公司提供的现金流。根据实际需求和市场情况，上市公司不排除通过发行股票（包括非公开发行股票）、可转换债券、公司债券等多种方式为偿还主体提供资金支持。

假设贷款利率为3.5%，年支付本金及利息不变。2015财年，IMI首次进行股利支付，股利支付率为14%，我们预期股利支付率将提升。

标准普尔评级公司给予英迈国际BBB-投资级信用，美国7年期BBB级债券与美国国债的利差约为111个基点，估计得贴现率为2.47%。

表 15: 天海投资增发偿债预期 (亿美元)

	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	6Y	7Y
本金	-6.1	-6.1	-6.1	-6.1	-6.1	-6.1	-6.1
利息	-1.49	-1.28	-1.07	-0.85	-0.64	-0.43	-0.21
合计支出	-7.59	-7.38	-7.17	-6.95	-6.74	-6.53	-6.31
IMI 营收	451.50	474.08	497.78	522.67	548.80	576.24	605.05
IMI 净利润	2.26	2.37	2.49	2.61	2.74	2.88	3.03
股利支付率	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
IMI 分红	0.56	0.59	0.62	0.65	0.69	0.72	0.76
天海股利	0.39	0.41	0.43	0.45	0.47	0.49	0.52
资金缺口	-7.20	-6.97	-6.74	-6.50	-6.27	-6.04	-5.79
贴现率	2.47%	2.47%	2.47%	2.47%	2.47%	2.47%	2.47%
缺口现值	-41.48						

资料来源: 招商证券

注: 美国 7 年期国债利率按照 1.36% 估计

以英迈国际目前的盈利能力, 分红基本无法解决贷款偿还问题。未来天海投资通过增发偿债预期较强。

2、盈利预测与估值

天海投资盈利预测关键假设如下:

- 1) 天海投资传统业务 16-18 年维持 7.2 亿元, 盈利为 0.2 亿元。
- 2) 英迈国际 16-18 年收入、利润年均增长 5%, 并购贷款利率为 2.5%。
- 3) 中合担保 16-18 年投资收益为 1.1/1.5/2 亿元。

则天海投资 16/17/18 净利润为 8.08/9/10.04 亿元, 对应 EPS 0.28/0.31/0.35 元。

表 16: 天海投资盈利预测

			2014	2015	2016E	2017E	2018E
天海投资	营业收入		4.23	7.20	7.20	7.20	7.20
	净利润	yoy	0.79	2.48	0.20	0.20	0.20
		yoy			-92%	0%	0%
英迈国际	营业收入		3091	2861	3004	3155	3312
	净利润	yoy	17.76	14.30	15.01	15.76	16.55
		yoy			5%	5%	5%
	贷款规模		273	273	273	273	273
	利率				2.5%	2.5%	2.5%
	利息支出				6.81	6.81	6.81
中合担保	归母净利润				6.78	7.30	7.84
	投资收益				1.10	1.50	2.00
合计	净利润		0.79	2.48	8.08	9.00	10.04
	EPS		0.03	0.09	0.28	0.31	0.35

资料来源: wind、招商证券

注: 人民币兑美元汇率按照 6.65 估计

我们分别对天海投资传统业务、供应链业务、中合担保投资收益进行估值。

- 1) 供应链业务: 分别给予供应链业务(英迈国际)对应 15 年 0.25X PS 和 40X PE, 剔除 273 亿并购贷款, 68.03% 股权对应的供应链业务分别估值 303 亿和 299 亿元。
- 2) 中合担保: 根据中合担保增发后 71.76 亿总股本, 给予增发后 79.47 亿净资产 1.5X PB, 则公司所持 26.72% 股权(19.1 亿股)估值 31.73 亿元。
- 3) 若传统业务不估值, 则公司合理估值为 335/331 亿元, 对应 11.56/11.42 元/股。

表 17: 天海投资分部估值

供应链业务		
PS/PE	0.25	40
估值	303	299
融资租赁业务		
PB		1.5
估值		31.73
合计估值		股价
供应链业务按照 PS 估值	335	11.56
供应链业务按照 PE 估值	331	11.42

资料来源: 招商证券

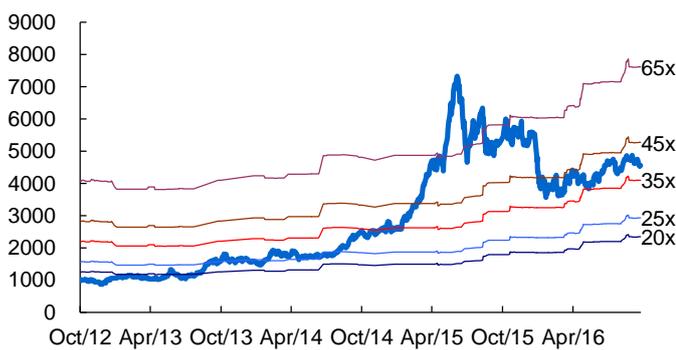
表 18: 可比公司 PE 与 PS

	15PE	16E PE	17E PE	PS
神州数码	-2588	48.97	41.75	0.43
天音控股	-54.76	56.14	31.63	0.32
爱施德	129.52	92.48	67.35	0.37
怡亚通	48.03	31.65	21.21	0.55

资料来源: wind

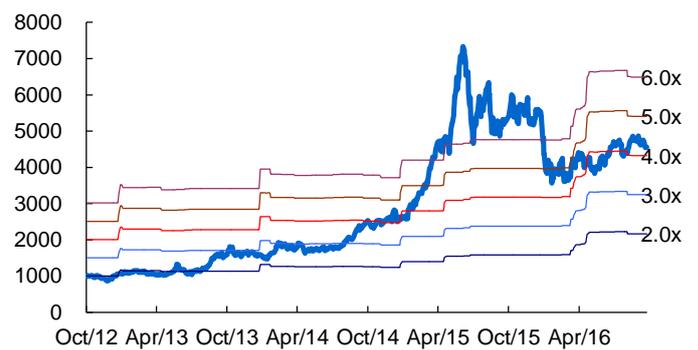
3、物流行业历史 PE Band 和 PB Band

图 51: 物流行业历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 52: 物流行业历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

常涛：北京大学光华管理学院硕士，中国科学技术大学学士，曾供职于中国外运长航集团，6年券商从业经验，2010年加入招商证券，现为招商证券研究董事，交运行业首席分析师，曾获得2012年、2013年、2014年、2015年度新财富、金牛奖、水晶球最佳分析师。

陈卓：复旦大学管理科学与工程系硕士，天津大学工业工程系学士。曾供职于DHL，长期从事项目规划工作，后供职于华创证券研究所从事行业研究。12年加盟招商证券研发中心，现为招商证券交运行业分析师，团队曾获得2012年、2013年、2014年、2015年度新财富、金牛奖、水晶球最佳分析师。

袁钉：中国社科院金融硕士，清华大学物理学学士，2015年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业助理分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。