

# 普路通 002769.SZ 新股分析

估值区间：97-116.4

2015年06月14日

## 专注供应链管理，盈利能力稳步提升

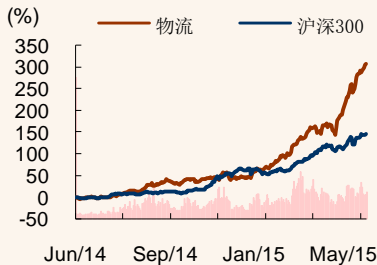
### 发行数据

|           |            |
|-----------|------------|
| 发行前总股本(万) | 5550       |
| 新发行股数(万)  |            |
| 老股配售(万)   |            |
| 发行后总股本(万) |            |
| 发行价(元)    |            |
| 发行市盈率(倍)  |            |
| 发行日期      | 2015-06-18 |
| 上市日期      |            |

### 主要股东

|            |        |
|------------|--------|
|            | 持股比例   |
| 陈书智        | 34.41% |
| 浙江浙商创业投资股份 | 12.67% |
| 张云         | 10.08% |
| 赵野         | 8.89%  |
| 何帆         | 7.71%  |

### 行业指数



资料来源：贝格数据、招商证券

### 常涛

010-57601863  
changt@cmschina.com.cn  
S1090512030004

### 陈卓

021-68407470  
chenzhuo5@cmschina.com.cn  
S1090513070005

公司自设立以来，专注于电子信息及医疗器械供应链管理服务，盈利能力稳步提升。我们预计公司 15-17 年 EPS 为 0.34、0.44 和 0.51 元，给予公司 14 年 EPS50-60XPE，合理估值区间 97-116.4 元。

- **专注电子信息及医疗器械行业供应链管理的民营企业：**公司自设立以来，专注于电子信息及医疗器械行业供应链管理服务。公司董事长陈书智先生合并控制公司 41.53% 的股份，为公司控股股东和实际控制人。陈书智先生具有丰富的业界经验，曾先后担任康佳电子品质管理经理、怡亚通副总裁等职。
- **交易类和服务类两大业务：**公司能够将原属于客户的非核心业务，转变为自身的核心业务，提升供应链效率，节约成本和费用。公司主营业务包括交易类业务和服务类业务，交易类业务以买断销售形式获取定额收益，而服务类业务则按经手货值的一定比例向客户收取服务费。
- **供应链管理市场空间巨大：**供应链管理的发展主要取决于所服务行业的交易总规模以及服务外包的比例。面对激烈的市场竞争，企业纷纷通过供应链外包，提升运行效率，供应链外包比例逐年提升。而中国经济的高速增长和全球化趋势促进世界经济交易总规模持续扩大。
- **医疗器械和电子信息业发展迅猛：**居民收入水平提升和医保制度完善带动医疗需求，医改逐步取消药品加成，医疗器械行业迎来高速增长。新一代信息技术正在步入加速成长期，带动电子信息产业格局深刻变革。国家信息化建设全面深化，为电子信息产业发展提供了新动力。
- **募集资金加速业务扩张：**1) 医疗器械类供应链管理项目，总投资 13373 万元；2) 电子信息类供应链管理项目，总投资 32623 万元。根据公司的业务特质，募集资金全部用于补充相关业务营运资金，加速业务扩张。
- **盈利预测与估值：**我们预计公司 15-17 年 EPS 为 2.07、2.45 和 2.85 元。当前两市可比公司静态市盈率在 100 倍左右，保守起见，我们给予公司 14 年 EPS50-60XPE，合理估值区间 97-116.4 元。
- **风险提示：**客户集中度较高、应收款坏账风险

### 主要财务数据

| 会计年度      | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 4414 | 3133 | 3133  | 3446  | 3790  |
| 同比增长      | -11% | -29% | 0%    | 10%   | 10%   |
| 营业利润(百万元) | 57   | 124  | 168   | 195   | 223   |
| 同比增长      | 4%   | 117% | 35%   | 16%   | 15%   |
| 净利润(百万元)  | 51   | 108  | 153   | 181   | 211   |
| 同比增长      | 9%   | 111% | 42%   | 19%   | 16%   |
| 每股收益(元)   | 0.92 | 1.94 | 2.07  | 2.45  | 2.85  |
| ROE       | 17%  | 27%  | 14%   | 15%   | 15%   |

资料来源：公司数据、招商证券

## 正文目录

|                     |    |
|---------------------|----|
| 一、公司概况              | 5  |
| 1、公司历史沿革            | 5  |
| 2、公司主营业务            | 5  |
| 3、公司股权结构            | 5  |
| 4、本次发行情况            | 6  |
| 二、公司分析              | 7  |
| 1、公司业务模式            | 7  |
| (1) 整合分散项目          | 8  |
| (2) 方案设计和执行是业务的核心价值 | 9  |
| (3) 供应链管理降低客户成本     | 9  |
| 2、医疗器械业务            | 10 |
| (1) 改造前的医疗器械业务流程    | 10 |
| (2) 普路通的业务优势        | 11 |
| (3) 改造后的医疗器械业务流程    | 11 |
| 3、电子信息业务            | 12 |
| (1) 电子信息类业务流程图      | 13 |
| (2) 普路通的业务优势        | 13 |
| 三、行业分析              | 15 |
| 1、供应链管理行业概况         | 15 |
| (1) 供应链及供应链管理的概念与内涵 | 15 |
| (3) 市场规模            | 16 |
| (4) 供应链管理国内外竞争格局    | 17 |
| 2、供应链管理迎来高速发展阶段     | 18 |
| (1) 产业政策支持          | 18 |
| (2) 经济高速发展拉动行业交易量增长 | 18 |
| (3) 供应链管理外包比例不断攀升   | 18 |
| (4) 信息技术发展提升供应链管理效率 | 19 |
| 3、医疗器械供应链管理前景广阔     | 19 |
| (1) 医疗器械市场概述        | 19 |

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| (2) 中国医疗器械行业未来市场趋势.....         | 19 |
| (3) 医疗器械供应链管理前景广阔.....          | 20 |
| 4、电子信息供应链管理前景广阔.....            | 21 |
| (1) 我国电子信息产业近年来发展情况.....        | 21 |
| (2) 中国电子信息产业未来市场趋势.....         | 21 |
| (3) 电子信息行业供应链管理服务发展迅猛.....      | 21 |
| 四、募投项目.....                     | 23 |
| 1、募集资金投向.....                   | 23 |
| 2、募集资金助力公司扩张.....               | 23 |
| 五、盈利预测与估值.....                  | 24 |
| 1.盈利预测.....                     | 24 |
| 2.估值分析.....                     | 24 |
| 3、物流行业历史 PE Band 和 PB Band..... | 24 |

**图表目录**

|                           |    |
|---------------------------|----|
| 图 1: 公司历史沿革.....          | 5  |
| 图 2: 公司股权结构.....          | 6  |
| 表 3: 交易类业务和服务类业务商流差异..... | 7  |
| 图 3: 公司营业收入、净利润及同比增速..... | 8  |
| 图 4: 公司营业收入、毛利率、净利率.....  | 8  |
| 图 5: 公司营业收入结构.....        | 8  |
| 图 6: 公司毛利结构.....          | 8  |
| 图 7: 传统医疗器械业务流程问题突出.....  | 10 |
| 图 8: 改造后的医疗器械业务流程.....    | 12 |
| 图 9: 电子信息业务流程.....        | 13 |
| 图 10: 供应链横向流程.....        | 15 |
| 图 11: 供应链纵向流程.....        | 15 |
| 图 12: 供应链管理职能.....        | 16 |
| 图 13: 供应链管理市场容量.....      | 17 |
| 图 14: 物流行业历史 PE Band..... | 24 |

图 15: 物流行业历史 PB Band..... 24

表 1: 公司发行前后股权结构 ..... 6

表 2: 公司供应链管理服务的主要内容如下: ..... 7

表 4: 供应链管理服务于“五流” ..... 16

表 5: 募集资金投向 ..... 23

附: 财务预测表..... 25

## 一、公司概况

公司 2005 年成立以来，专注于电子信息及医疗器械行业一体化供应链管理服务。公司董事长陈书智先生合并控制公司 41.53% 的股份，为公司控股股东和实际控制人。公司本次发行拟募集资金 45,996 万元，用于医疗器械类和电子信息类供应链管理项目。

### 1、公司历史沿革

2005 年 12 月，公司前身——普通路有限公司正式。成立至今，公司先后经过四次增资扩股和五次股权转让，并于 2009 年 10 月整体变更为股份有限公司。

图 1：公司历史沿革



资料来源：招股书

### 2、公司主营业务

公司致力于为客户提供包括供应链方案设计、采购、分销、库存管理、资金结算、通关物流以及信息系统支持等诸多环节在内的一体化供应链管理服务，以帮助客户提高其供应链的运作效率并降低其运作成本。

目前，公司的供应链管理主要服务于电子信息行业和医疗器械行业，并涉足农产品等行业。在供应链管理方案实际执行过程中，公司业务包括交易类业务和服务类业务两大类。

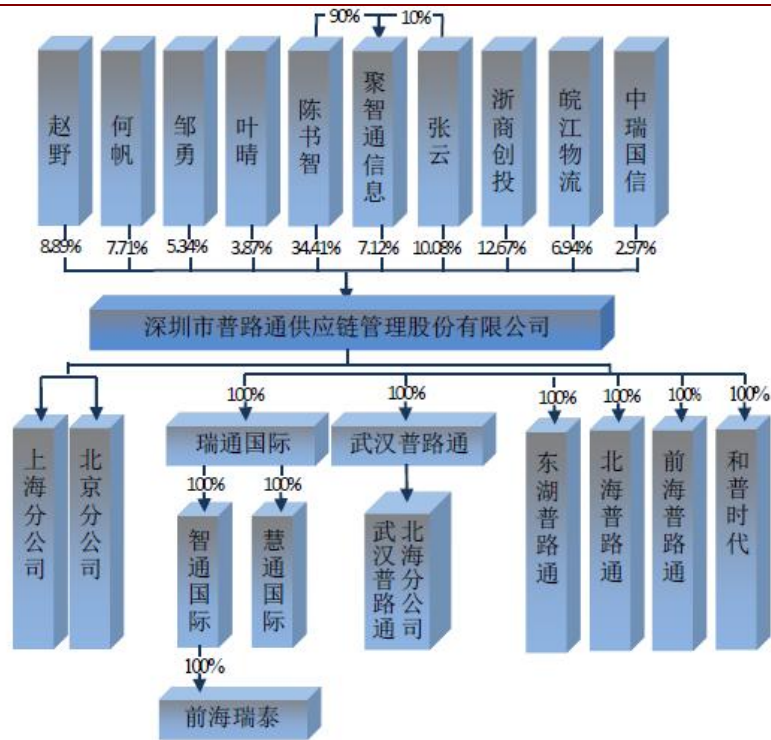
- 1) **交易类业务**：以买断销售形式获取定额收益；
- 2) **服务类业务**：按经手货值的一定比例向客户收取服务费。

### 3、公司股权结构

公司董事长陈书智先生直接持有公司 34.41% 的股份，同时还通过持有聚智通信息 90% 的股权间接控制公司 7.12% 的股份，合并控制公司 41.53% 的股份，为公司控股股东和实际控制人。

陈书智先生具有丰富的业界经验，曾先后任深圳市康佳电子总公司品质管理经理、TCL 集团电脑科技有限公司显示事业部经理、西安交大博通资讯股份有限公司副总经理、怡亚通副总裁。

图 2: 公司股权结构



资料来源：招股书

#### 4、本次发行情况

本次发行前公司总股本 5550 万股，本次公开发行股票的数量不超过 1,850 万股，不低于发行后总股本的 25%。发行人股东不进行老股转让。公司拟募集资金 45,996 万元，用于医疗器械类和电子信息类供应链管理项目。假设本次新增公开发行人民币普通股 1850 万股，则本次发行前后公司股本结构变化情况如下：

表 1: 公司发行前后股权结构

| 股东名称   | 发行前        |        | 发行后        |        |
|--------|------------|--------|------------|--------|
|        | 数量         | 占比 (%) | 数量         | 占比 (%) |
| 陈书智    | 1,909.7780 | 34.41  | 1,909.7780 | 25.81  |
| 浙商创投   | 703.1499   | 12.67  | 703.1499   | 9.50   |
| 张云     | 559.4929   | 10.08  | 559.4929   | 7.56   |
| 赵野     | 493.6651   | 8.89   | 493.6651   | 6.67   |
| 何帆     | 427.8803   | 7.71   | 427.8803   | 5.78   |
| 聚智通信息  | 394.9665   | 7.12   | 394.9665   | 5.34   |
| 皖江物流   | 385.0000   | 6.94   | 385.0000   | 5.20   |
| 邹勇     | 296.2248   | 5.34   | 296.2248   | 4.00   |
| 叶晴     | 214.8425   | 3.87   | 214.8425   | 2.90   |
| 中瑞国信   | 165.0000   | 2.97   | 165.0000   | 2.23   |
| 新增发行股份 | -          | -      | 1,850.00   | 25.00  |
| 合计     | 5,550.00   | 100.00 | 7,400.00   | 100.00 |

资料来源：招股书



## 二、公司分析

公司致力于为客户提供包括供应链方案设计、采购、分销、库存管理、资金结算、通关物流以及信息系统支持等诸多环节在内的一体化供应链管理服务，以帮助客户提高其供应链的运作效率并降低其运作成本。目前，公司的供应链管理主要服务于电子信息行业和医疗器械行业，并涉足农产品等行业。

**表 2: 公司供应链管理服务的主要内容如下:**

| 服务分类    | 具体服务内容   |
|---------|--|
| 智慧供应链服务 | 基于对行业和客户运营特征、风险特性的深刻理解，通过架构重组、增减环节、重新安排参与企业的交易结算流程、增加必要的辅助要素等方式，为客户提供供应链的改进方案和服务，并协助其执行。 |
| 执行供应链服务 | 公司无需为其提供供应链设计方案，仅需应用自身供应链管理操作优势，为客户提供采购、分销、库存管理、资金结算、通关物流等一体化服务。                         |

资料来源：招股书

### 1、公司业务模式

与传统的物流服务商相比，公司在提供物流配送服务同时还提供采购、垫资、信用支持、结算、报关等供应链整合服务，这一模式使客户与公司发展成利益共同体。在供应链管理方案实际执行过程中，公司业务包括交易类业务和服务类业务两大类。

- 1) 交易类业务:** 以买断销售形式获取定额收益，按实际销售额向客户开具增值税发票；
- 2) 服务类业务:** 按经手货值的一定比例向客户收取服务费，仅以收取的服务费金额向客户开具增值税发票。

公司交易类业务和服务类业务的各自特点决定了交易类业务按销售商品收入原则确认收入，服务类业务按提供劳务收入原则确认收入。

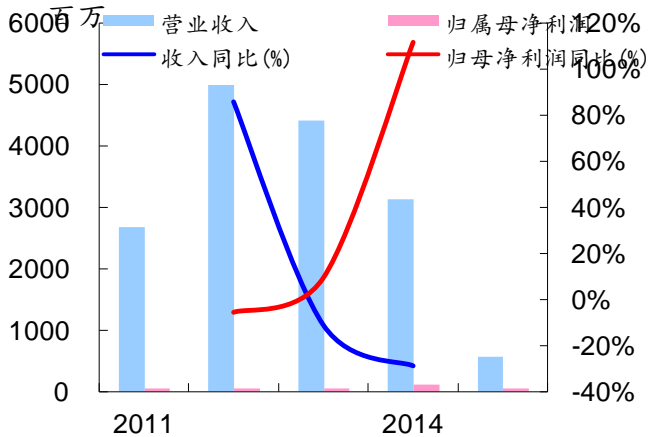
从业务流程上看，两类业务在执行过程中所涉及的物流、资金流、信息流和工作流流程基本相同，但由于两类业务受不同的法律关系约束，公司在提供服务过程中的角色也不尽相同，导致两类业务在执行过程中所涉及的商流存在差异。

**表 3: 交易类业务和服务类业务商流差异**

| 项目内容              | 交易类业务   | 服务类业务   |
|-------------------|---|---|
| 海外供应商向瑞通国际交付货物的方式 | 根据《购销合同》，海外供应商需向瑞通国际交付货物并开具销售发票                                     | 瑞通国际仅作为收货人与海外供应商接洽  |
| 在货物进口环节           | 公司作为货物的买方在海关缴纳进口增值税，因此与进口有关的违法违规风险主要由公司承担                           | 公司仅作为进口受托人，进口增值税由货物的真实买方——客户缴纳，公司替客户代缴，公司需要将进口增值税发票移交给客户。因此进口环节的违法违规风险主要由客户承担，公司仅需作为进口受托人承担次要法律责任 |
| 在向客户交付货物环节        | 公司与客户签署《购销合同》实现货物所有权转移，并向客户开具增值税发票。因此如果客户弃单或违约，公司拥有与货物有关的所有权利，包括处置权 | 根据与客户签订的框架协议和业务委托确认但直接向客户交付货物，并向客户移交相关进口增值税发票，并根据收取的服务费向客户开具增值税发票，如果客户弃单或违约，公司仅拥有货物留置权，保留寻求救济的权利。 |

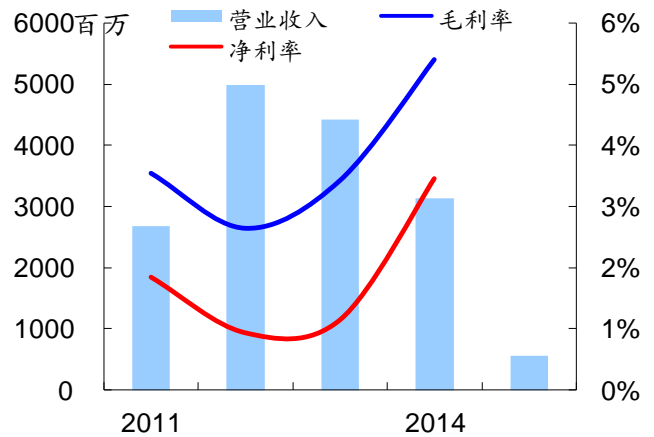
资料来源：招股书

图 3: 公司营业收入、净利润及同比增速



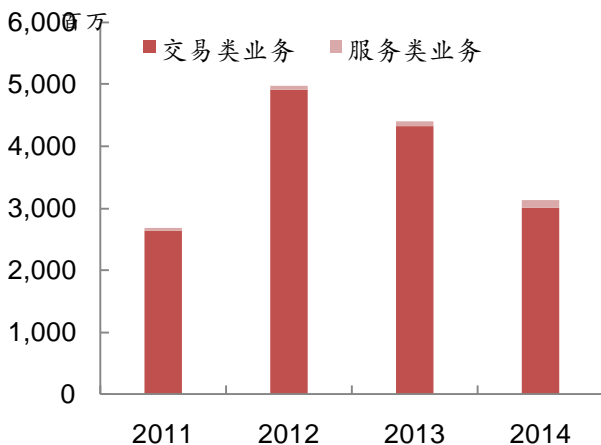
资料来源: 招股书

图 4: 公司营业收入、毛利率、净利率



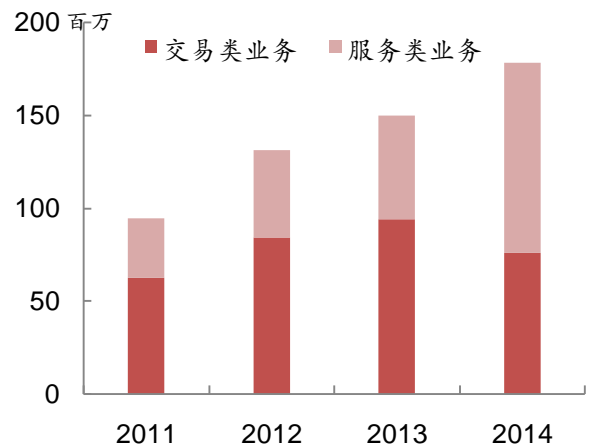
资料来源: 招股书

图 5: 公司营业收入结构



资料来源: 招股书

图 6: 公司毛利结构



资料来源: 招股书

### (1) 整合分散项目

由于公司拥有对我国国际贸易、海关事务、物流管理、保税区管理、外汇管理、涉外税务等方面的法律法规较为熟悉并具有丰富的实务操作经验的专业团队,因而公司可以针对不同客户的需求,设计并执行高效率、低成本的供应链管理整体解决方案。公司为客户设计的供应链管理解决方案,将分散的基础服务项目(如报关报检、保税运输、国内配送、仓储管理、VMI 管理、国际结算等),整合为一揽子整体解决方案,各个基础服务项目嵌入到整体方案中,共同为提高客户整体供应链的价值和效率服务。因此,公司为客户创造的附加值包含在整体服务收费中,各环节或各基础服务项目并不完全能单独分离并测算其创造的附加值。

公司提供的服务之所以能够产生附加值,其根本原因在于公司能够将各项基础服务集成和优化,将原属于客户的非核心业务,转变为自身的核心业务,同时发挥规模效应和精益管理,在提升客户效率和价值的同时,实现自身的价值。



供应链管理服务为客户创造的价值在于：

- ①优化业务流程，获得技术提升，节约成本和费用；
- ②保障供应链管理的时效性，提升管理效率；
- ③降低不同供应链环节的差错率，提升产品或服务的质量。

供应链管理服务为公司创造的价值在于：

- ①规模效应使公司在采购服务时获得了较高的议价能力，降低服务成本；
- ②不断强化公司在供应链管理领域的专业能力；
- ③供应链管理的嵌入特性带来较高的客户粘合度，客户维护成本较低；
- ④与优质客户长期合作提高了公司声誉，有利于公司的可持续发展。

## （2）方案设计和执行是业务的核心价值

不同行业的客户对供应链管理的需求是不同的，即使同一或相似行业由于客户自身的经营运作的区别，也会针对各自产业链条中的难题产生不同的供应链解决方案的个性化需求。客户在选择供应链管理服务商时，相互之间是一个互相磨合、配合以致最终达到契合的过程，公司会针对不同客户的需求，有针对性的做出分析，在整体效果、使用效率、成本节约等方面寻求最佳的结合点，并设计出

个性化的解决方案，在实际执行中为客户解决采购、销售、运输、管理等非核心业务的具体问题，通过使客户集中精力做大做强主业的同时，有效的降低其整体运营成本。相对应的，客户与公司签订框架合同，框架合同中一般不再体现具体的解决方案，而是对服务内容、收费方式、双方责权利进行原则性规定，其后在具体实际执行中，会针对客户每笔业务的不同需求，有针对性的签订具体的协议。因此，公司设计的供应链解决方案与客户所签框架合同并不存在严格的对应关系。

## （3）供应链管理降低客户成本

供应链管理企业本身并不直接为客户增加销售收入，而是通过为客户提供其非核心的辅助服务有效提高客户的营运效率、降低运营成本，从而分享为客户节约成本而产生的价值。公司在为客户提供供应链管理服务时，通过自身专业从事供应链管理所具有的优势，在为客户降低成本的同时也通过一系列方式降低自身的业务成本，为公司自身创造价值空间。公司通过以下主要业务操作方式有效的降低成本，发挥服务优势，提高盈利水平：

### 1) 集中运输降低物流成本

公司利用提供供应链管理服务时客户范围广泛、行业集中、规模较大等特点，通过集中运输、拼车运输等方式，提高了运输效率，降低了单位货物的运输成本，达到了降低业务成本的目的。

### 2) 报关/通关便利降低业务成本

公司具有深圳海关颁发的“客户协调员制度企业”和“AA类管理企业”等资质，可以享受由此带来的事后向海关递单、便捷通关、关税保付保函支付等服务，有效提高了通关效率和资金使用率，达到了降低业务成本的目的。

### 3) 一体化服务模式增强报价灵活性并降低成本

公司为客户提供的是一体化供应链管理服务，相比较普通第三方物流企业而言，公司对客户提供的服务流程更长且更加综合，分摊到单个环节对客户的报价相对优惠。如基于银行授信额度和信用评级，公司能够以较低的利率取得银行贷款，从而在为客户提供包括资金流在内的供应链管理服务时，能够拥有更大的报价灵活性。

### 4) 通过改变支付方式降低成本

由于公司为大部分客户提供的供应链管理服务涉及进口或出口，并由此导致大量的外汇收付业务，公司有针对性的改变支付方式，通过集中支付与组合售汇方式支付相结合的方式达到降低资金结算成本，从而有效降低业务成本。

最近三年，公司进口业务占到总业务量的比例分别为 80.44%、93.95%和 97.98%，进口业务导致公司付汇需求量较大，在供应链管理企业提供进口业务支付外币（主要以美元结算）货款时，可选择两种支付方式：即期付汇，按即期汇率购买外币或以 T/T 方式直接对外支付；组合售汇方式付汇，通过贸易结算和远期外汇合约交易的组合运作对外支付。

## 2、医疗器械业务

医疗器械涉及的范围甚广，既包含纱布缝线等低值耗材产品，也包含了 CT 机、血透机等各种高价值的诊疗仪器。随着国民经济的稳步发展和医疗技术的不断创新，医疗器械市场成为了发展最为迅猛的市场之一。

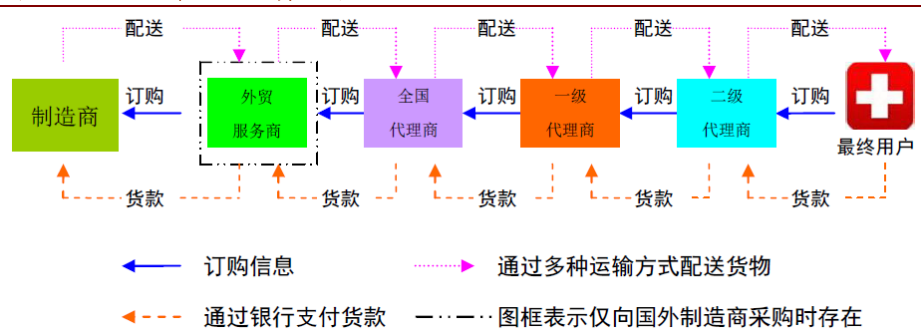
改革开放以来，中国医疗器械产业的发展令世界瞩目，行业销售总规模从 2001 年的 179 亿元，到 2014 年预计的 2,556 亿元，增长 14.28 倍，成为仅次于美国的全球第二大医疗器械市场。虽然我国医疗器械产业整体发展势头迅猛，但仍无法充分满足国内市场需求，与世界医疗器械工业强国仍存在不小差距，大型高端医疗设备主要依赖进口。

公司以国内外医疗器械领域的客户为服务对象，向其提供包括供应链组织管理、代理采购、库存管理、资金结算（含信用放大）、通关物流以及信息系统支持等诸多环节在内的一体化供应链管理服务。

### (1) 改造前的医疗器械业务流程

改造前的医疗器械业务流程如下图所示：

图 7：传统医疗器械业务流程问题突出



资料来源：招股书

上述业务流程存在以下缺点:

- ①销售层级多、影响制造商对渠道和库存的管理。
- ②代理商对复杂的报关手续不熟悉,尤其是对医疗设备的使用地及进口商检不熟,影响订货周期;对高值设备及耗材来讲,代理商在销售中会有营运和资金的困难。
- ③整个供应链上端与端之间的交易成本难以控制。
- ④采购零散,采购成本高。
- ⑤供应链中的环节多,容易出现链条停滞,影响对终端客户的服务质量,进而影响知名的制造商在终端客户心目中的声誉和形象。
- ⑥物流和仓储费用多而高。
- ⑦制造商和经销商精力分散,各自的隐性成本高,人力成本较大。

## (2) 普路通的业务优势

公司能够将各项基础服务集成和优化,将原属于客户的非核心业务,转变为自身的核心业务,同时发挥规模效应和精益管理,节约成本和费用。

- ①拥有国家认可的三类医疗产品进出口许可及经营许可。
- ②在超声设备、CT、MR、呼吸机、麻醉机、激光设备、分析仪器、X光机系列产品、电生理产品、心电监护设备、医用电子设备等产品方面有系统成型的外贸操作和物流配送流程。
- ③海关总署按照守法便利原则,对适用不同管理类别的企业,制订相应的差别管理措施,其中AA类和A类企业适用相应的通关便利措施,B类企业适用常规管理措施,C类和D类企业适用严密监管措施。公司因纳税规模大,经营记录长期良好,2009年经深圳海关审核适用AA级企业管理,较一般客户能够享受到通关便利。
- ④根据《深圳海关客户协调员制度管理办法》,客户协调员制度企业是指经海关认定的、实施专门化管理的高信用等级大型企业。公司于2009年被评为客户协调员制度企业,享有下列优惠措施:海关为客户协调员制度企业设置专门窗口办理业务,实施便捷审核;海关为客户协调员制度企业实行优先申报、优先查验、诚信放行的便捷通关模式。
- ⑤能提供各种进出口、机电证办理、商检及相配套的仓储及时效性配送服务。
- ⑥能为制造商和代理商进行有配套资金支持的采购和分销执行业务,全面满足制造商和代理商的业务需求。
- ⑦凭借良好的商业信誉,多家银行与公司结成了战略合作伙伴关系,中国建设银行深圳分行2009年起连续四年将公司评为国际业务钻石客户,2014年公司被中国建设银行评为总行级重点客户。在严格、规范风控管理原则下,可为战略客户提供完善的资金配套服务。

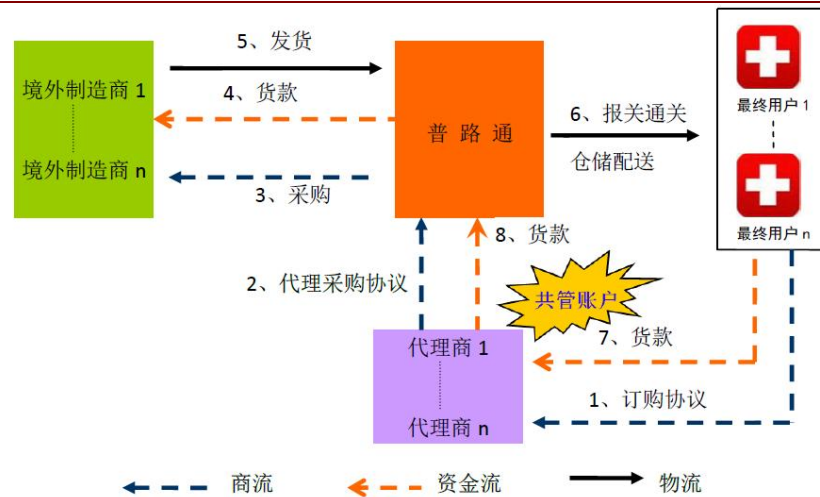
## (3) 改造后的医疗器械业务流程

公司在获得国内外医疗器械制造商认证或与其建立合作关系的基础上,通过与医疗器械代理商签订代理采购协议,提供进口报关、商品检验、保税、仓储、配送、资金结算、

订单管理等全面并专业的供应链管理服务，可以同时完成多个最终用户、多个代理商、多个制造商及其制造工厂之间的医疗器械采购。

公司具体业务流程图如下所示：

图 8：改造后的医疗器械业务流程



资料来源：招股书

与传统制造商、代理商、最终用户之间逐级直线交易的医疗器械销售模式相比，公司扮演了组织、集成、配合多方供应链节点协作的角色，可以为代理商提供资金流服务，在公司与客户之间形成了多赢的局面：优化了销售环节，减少了销售层级，加快了订货周期，节省了物流成本、人力成本、库存成本，提高了整条供应链的运作效率，并且使最终用户的采购价格也相应降低。

### 3、电子信息业务

电子信息产业具有集聚创新资源与要素的特征，是创新活跃、带动性强、渗透性广的领域。2008 年金融危机以来，不仅美国、日本、欧盟等主要发达国家和地区纷纷将发展电子信息产业提升到国家战略高度，抢占未来技术和产业竞争制高点，巴西、俄罗斯、印度等国也着力发展电子信息产业。

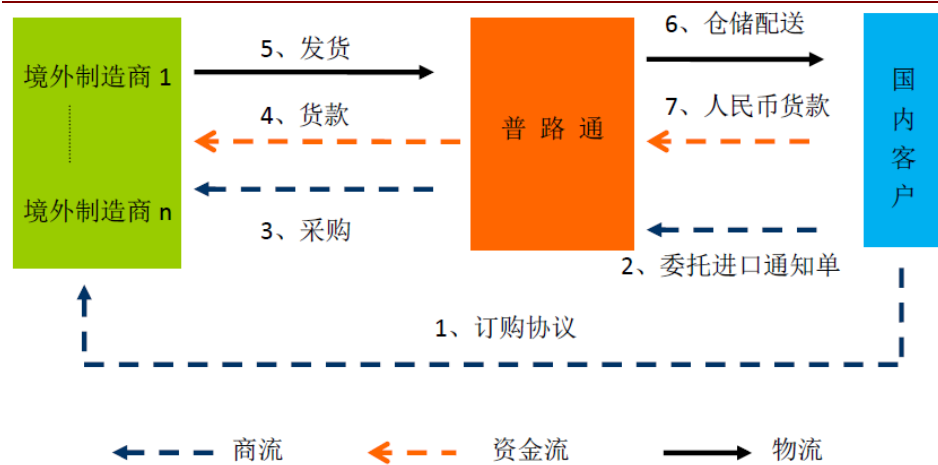
公司电子信息类供应链管理业务以国内外电子、信息技术和通讯技术领域的客户为服务对象，向其提供包括供应链组织管理、代理采购、库存管理、资金结算（含信用放大）、通关物流、报税物流以及信息系统支持等诸多环节在内的一体化供应链管理服务。

公司向客户提供物流服务时，不论交易类业务还是服务类业务，按照国家规定，在货物进口报关时，需缴纳相应的税费后才能通过完成通关，一般情况下，公司在将货物进行进口报关时需代客户向海关垫付关税、增值税等税费，即提供资金流服务，客户向公司提货时支付代垫税费和服务费。此外，公司需要按照部分客户的要求先行支付营运资金采购货物。2014 年公司电子信息类供应链管理业务经手货值为 61.28 亿美元，公司共用营运资金支付采购货款 0.77 亿美元、税费 64.65 亿元人民币。



(1) 电子信息类业务流程图

图 9: 电子信息业务流程



资料来源：招股书

注：鉴于出口业务和进口业务各种流程特征基本相似，本节的表述以进口业务为主，出口业务可参照理解。

(2) 普路通的业务优势

公司能够将各项基础服务集成和优化，将原属于客户的非核心业务，转变为自身的核心业务，同时发挥规模效应和精益管理，节约成本和费用。

①快速通关能力，进口、运输及清关在 1 天内完成

A、海关总署按照守法便利原则，对适用不同管理类别的企业，制订相应的差别管理措施，其中 AA 类和 A 类企业适用相应的通关便利措施，B 类企业适用常规管理措施，C 类和 D 类企业适用严密监管措施。公司因公司纳税规模大，经营记录长期良好，2009 年经深圳海关审核适用 AA 级企业管理，较一般客户能够享受到通关便利。

B、根据《深圳海关客户协调员制度管理办法》，客户协调员制度企业是指经海关认定的、实施专门化管理的高信用等级大型企业。公司于 2009 年被评为客户协调员制度企业，享有下列优惠措施：海关为客户协调员制度企业设置专门窗口办理业务，实施便捷审核；海关为客户协调员制度企业实行“电子审单、提前申报、自动结关、事后交单”、“货物优先查验”的诚信通关模式。

②集中运输降低物流成本

公司利用提供供应链服务时客户范围广泛、行业集中、规模较大等特点，通过集中运输、拼车运输等方式，提高了运输效率，降低了单位货物的运输成本，达到了降低业务成本的目的。

③专业的供应链金融服务

凭借良好的商业信誉，多家银行与公司结成了战略合作伙伴关系，中国建设银行深圳分行 2009 年起连续四年将公司评为国际业务钻石客户，2014 年公司被中国建设银行评为总行级重点客户。在严格、规范风控管理原则下，可为战略客户提供完善的资金配套服务。

#### ④完善的服务网络

根据客户需求，香港、北京、上海、武汉、北海、乌鲁木齐都设有分支机构，物流服务覆盖全国 17 个城市，在 6 个城市开展保税业务。

#### ⑤个性化的信息系统

公司自主开发的信息系统已获得 20 个计算机软件著作权，契合供应链行业特点，满足多种业务模式的多样化需求，可提供便捷、安全的数据信息处理服务。强大的信息系统是公司业务顺畅进行的有效保障。

#### ⑥专业的服务团队

核心管理团队具备多年的行业从业经验，能够根据企业需求量身定制最适合的服务解决方案。高效的商务运作机制，具备快速的订单处理能力、高效的商务运作速度，以及对异常情况的紧急处理能力。

本业务可使国内客户由原来的多个供应商供货、通关、配送，简化到由公司提供一体化综合性供应链管理服务。公司集货配送减少了国内客户的人力投入，加强了供应商的协调管理。公司可以为代理商提供信用放大等资金流服务，帮助其完成货物交易，在提高供应链运作效率的同时，放大供应链的交易业务量。



### 三、行业分析

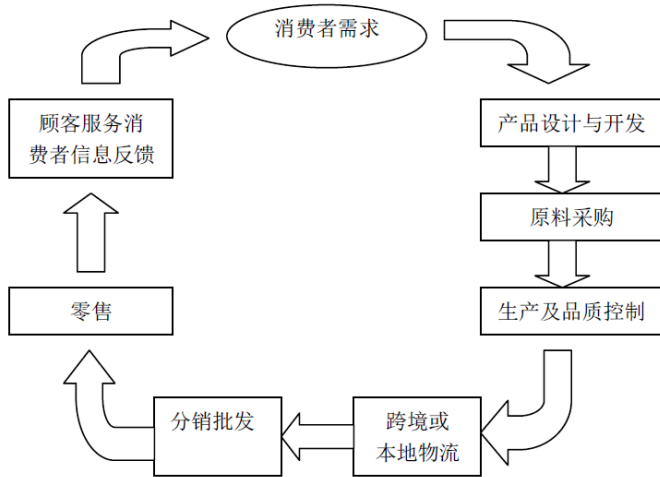
#### 1、供应链管理行业概况

##### (1) 供应链及供应链管理的概念与内涵

从横向流程上看，供应链就是指由客户（或消费者）需求开始，贯通从产品设计到原材料供应、生产、批发、零售等过程（中间或经过运输和仓储），最后把产品送到最终用户的各项业务活动。

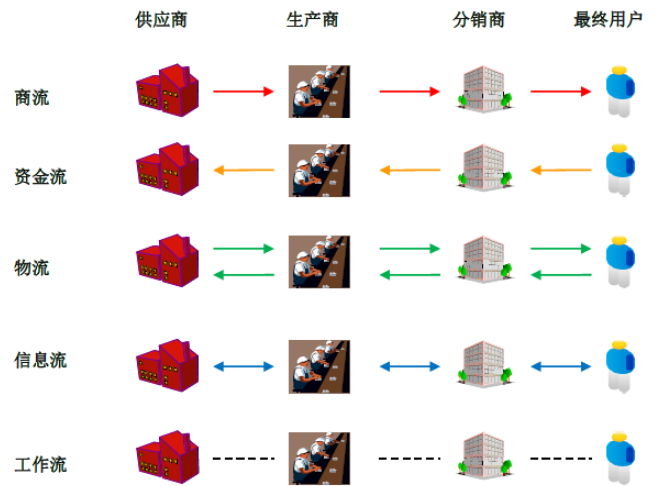
从纵向流程上看，供应链上任何环节的运转都是由商流、物流、信息流、资金流等“四流”所驱动，而在供应链出现外包以后，工作流的重要性得到加强，即对供应链上相关参与者的工作程序进行协调，使各环节能够无缝对接，从而使“四流”更加合理高效运行。

图 10: 供应链横向流程



资料来源：招股书

图 11: 供应链纵向流程



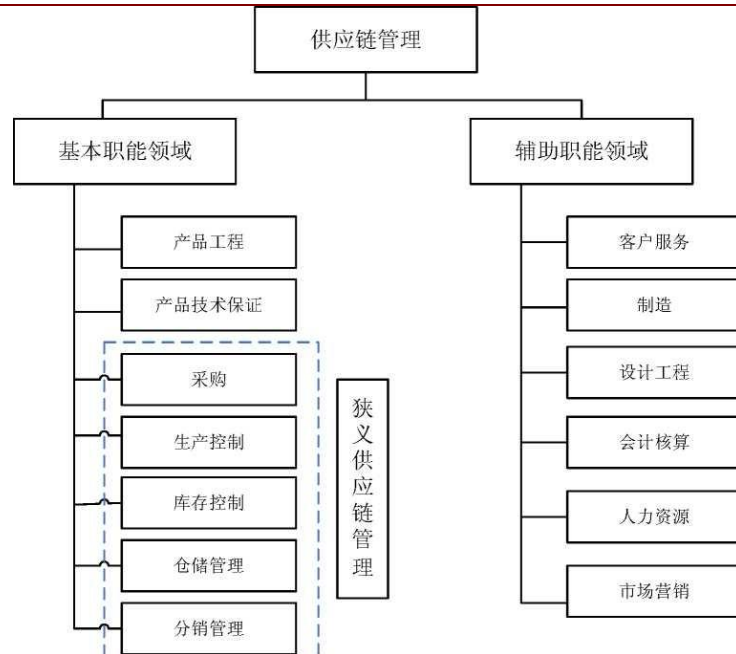
资料来源：招股书

基于供应链运作规律产生的供应链管理实质上是一种管理模式和管理理念的更新，它强调供应链上的企业之间通过协同配合与流程优化，使供应链从采购到销售的全过程，商流、物流、资金流、工作流和信息流均能高效率运作，最终达到使得最合适的产品以最合理的价格、最及时准确地送到消费者手中，以达到缩短供应链响应时间、降低供应链总体交易成本，提高用户满意度，达到整条供应链价值最大化的目的。

供应链管理可以提高企业对市场的快速反应能力，在客户需要时及时供应，满足市场需求，也正是基于该特征，供应链管理的价值在价格波动频繁、对响应时间要求极高的行业，如 IT、服装等行业体现得最为明显；供应链上有很多环节都有节省成本的空间，如各种交易成本、物流成本，对流程加以优化，可以降低成本；通过供应链上的资源共享，可以降低库存，减少资金占用，提高资金利用效率。

广义的供应链管理分为基本职能领域和辅助职能领域，具体如下图所示：

图 12: 供应链管理职能



资料来源：招股书

狭义的供应链管理在供应链管理实践中贯穿于采购、生产控制到最终销售的全部环节，并以服务于“五流”的形式展现。

表 4: 供应链管理服务于“五流”

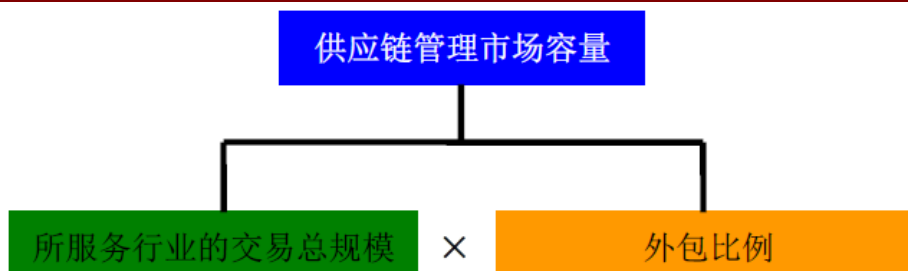
| 类别       | 主要功能/内涵                            | 供应链管理能够提供的服务项目  |
|----------|------------------------------------|---|
| 商流       | 货物在由供应者向需求者转移时，货物与其等价物的交换和货物所有权的转移 | 参与市场调研、作出需求预测、谈判撮合、作为交易对手参与货物的买卖交易                        |
| 资金流      | 随着商品实物及其所有权的转移而伴随发生的资金往来           | 商业信用放大、融通仓、货物赊销、代垫税费、代开信用证、外汇支付便利、集中收付款并提供资金流转服务          |
| 物流       | 货物从供应者到最终用户的全程实体形态的流动形态的流动形态的流动    | 运输、仓储、包装、装卸、分拣、供应商库存管理、通关保税、集货、其他增值服务商库存管理、通关保税、集货、其他增值服务 |
| 信息流      | 信息流是物流、资金流、商流的流动影像，分为信息采集、传递和加工处理  | 条码管理、在途查询、数据报送、供应链管理系统开发                                  |
| workflow | 协调相关参与各方的工作程序，使各环节能够无缝对接           | 人员现场进驻、编制作业指导书、协调多方行动                                     |

资料来源：招股书

## (2) 市场规模

供应链管理行业的发展主要取决于两个因素：一、所服务行业的交易总规模；二、所服务行业内企业供应链管理服务外包的比例。

图 13: 供应链管理市场容量



资料来源：招股书

通过专业化分工、服务外包的手段提高核心竞争力、提升对市场的响应速度、降低非核心业务的运行成本成为企业竞争的主要热点。其中，通过利用高效的外部供应链服务平台、借助专业的供应链管理公司所提供的服务，改进企业的内部供应链架构，提升供应链的运行效率，降低供应链的运行成本，是现代经济的发展的主要趋势之一。

根据高德纳咨询公司研究分析，包括企业内部运营、企业服务、供应链管理在内的全球业务流程外包市场规模在 2009 年达到了 1,719 亿美元，其中：企业服务外包约占 42%；运营外包占 23%；供应链和需求管理外包约占 35%，供应链管理外包市场规模约为 596.83 亿美元。

### (3) 供应链管理国内外竞争格局

#### 1) 国际竞争格局

从国内外竞争格局上看，供应链管理首先出现在国外，由于国外供应链管理巨头业务发展相对成熟，并且其供应商、生产厂商和客户大多为各领域内的国际领先企业和跨国公司，在运作模式、管理经验以及拥有的供应商和客户资源方面较国内供应链企业均有一定优势，因而在国际市场上占据主导地位。其代表性企业有英迈国际、香港利丰等。

相比而言，虽然境内供应链管理企业由于发展历史较短，但随着近年来的不断发展，与境外知名企业的差距已经逐步缩小。

#### 2) 国内竞争格局

国内供应链管理行业发展较晚，由于国外供应链管理巨头对中国内地市场需求及生产资源的掌握和了解较本土企业存在劣势，导致国际供应链管理领先企业在中国内地市场的竞争优势并不突出。相比而言，境内供应链管理企业由于更贴近境内企业和国内市场，掌握了境内丰富的供应商、生产厂商和客户资源，在国内供应链管理市场中一直占据着主导地位。

另外，在国内供应链管理行业的地区分布中，深圳市作为经济特区，背靠珠三角地区丰富的制造资源，同时毗邻香港，交通便利，发展供应链管理行业的比较优势相对突出。深圳市于 2000 年就率先提出了将现代物流业作为城市支柱产业的发展目标并在产业政策上给予了大力扶持，这使得深圳已成为国内供应链管理产业发展最快的地区。

## 2、供应链管理迎来高速发展阶段

### (1) 产业政策支持

2011年11月18日，深圳市发布《深圳市现代物流业发展“十二五”规划》，提出在未来5年内，深圳市物流业增加值将会达到1,500亿元，初步实现“一高、两市、三中心”的战略定位，即把高端物流业打造成为现代物流业主导业态，基本建成具有产业支撑功能和民生服务功能的全国优秀物流服务都市、具有国际资源配置功能和国际商务营运功能的全球性物流枢纽城市、亚太地区重要的多式联运中心和供应链管理中心，以及与香港共同建设国际航运中心。深圳还将按照货运服务、生产服务、商贸服务以及民生服务要求，加快重要物流节点基础设施建设，着力拓展物流增值业务，强化物流综合服务能力，促进现代物流业高端化、专业化和集约化发展。

2014年9月，国务院发布《物流业发展中长期规划（2014-2020年）》，提出到2020年物流业增加值年均增长8%左右，物流业增加值占国内生产总值的比重达到7.5%左右；鼓励物流企业与制造企业深化战略合作，建立与新型工业化发展相适应的制造业物流服务体系，形成一批具有全球采购、全球配送能力的供应链服务商；鼓励传统运输、仓储企业向供应链上下游延伸服务，建设第三方供应链管理平台，为制造业企业提供供应链计划、采购物流、入厂物流、交付物流、回收物流、供应链金融以及信息追溯等集成服务，加快发展具有供应链设计、咨询管理能力的专业物流企业，着力提升面向制造业企业的供应链管理服务水平。

### (2) 经济高速发展拉动行业交易量增长

基于通过供应链管理职能外包，缩短交易时间，提升交易效率、降低交易成本的供应链管理服务业与所服务行业的交易总规模息息相关。在供应链管理功能外包比例一定的条件下，所服务行业的交易总规模越大，则供应链管理服务业的市场规模越大。

近年来，全球经济总体呈增长趋势，国际分工的加强，全球经济一体化的趋势促进世界经济交易总规模持续扩大。同时，中国经济的持续高速发展，更是大步推动着国内社会经济交易规模的不断扩大。全球经济，尤其是中国经济的持续增长推动供应链管理服务业交易总量持续增长。

### (3) 供应链管理外包比例不断攀升

供应链管理业务外包是现代经济形态的产物，其根源在于为应对日益多样化、个性化、变化频繁的市场需求而提升对市场的响应速度；为应对企业之间日益激烈的竞争而强调专业化分工、降低非核心业务的运行成本将非核心业务外包；为利用高效的外部供应链服务平台，提升企业供、产、销的整体运行效率。

企业考虑把供应链环节运作外包主要有两大驱动力：

第一，要把资源集中在企业的核心竞争能力上，以便获取最大的投资回报。那些不属于核心能力的功能应被弱化或者外包。而物流与供应链服务通常不被大多数的制造企业和分销企业视为他们的核心能力；

第二，企业单靠自己的力量降低供应链费用存在很大的困难。尽管从70-90年代，企业



在提高供应链效率方面进步巨大，但要取得更大的进展将付出更多努力，企业不得不寻求供应链外包。现代物流与供应链管理外包的出现，实现了社会的合理分工，使生产企业和专业供应链管理服务企业的核心竞争力都得到了加强。

产业升级导致现代经济结构的前沿领域已面向对市场的响应速度要求很高的消费、电子类行业；管理理念更新促使越来越多的企业接受了通过供应链功能外包提高整体运行效率的作用。产业升级、竞争加剧、管理理念更新导致供应链服务管理外包的比例不断攀升，越来越多的行业、企业提出了供应链管理服务的需求。

国际范围内的优势资源分布不均衡导致只有通过国际分工的进一步细化集中产品供应链上的所有优势资源才能使终端产品在国际范围内拥有竞争力。以中国为首的发展中国家拥有丰富的制造资源，而欧美等发达国家却拥有技术和品牌优势，且上述终端产品需要在全世界市场销售。上述不均衡特征导致原材料及产成品频繁的在全世界范围内流动成为必然。跨国企业供应链的中国化和中国企业供应链的国际化都推动了我国供应链管理行业的发展。

#### （4）信息技术发展提升供应链管理效率

20 世纪 90 年代以来，互联网技术和信息技术的发展，为供应链管理企业的高效运作提供了可能。互联网和信息技术实现了数据的快速、准确传递，一方面提高了供应链管理企业在库存管理、装卸运输、采购、订货、配送发运、订单处理等方面的自动化水平，促使订货、包装、仓储、运输、流通加工一体化；另一方面能使供应链出包方有效跟踪和动态管理整条供应链上的货物，进而有利于其提高其风险控制能力、便于财务核算，使其放心将非核心业务交由专业供应链管理服务企业处理。现代信息技术的发展既促进了专业供应链管理服务企业的产生，又为现代物流与供应链管理行业的发展提供了重要的技术保证。

### 3、医疗器械供应链管理前景广阔

#### （1）医疗器械市场概述

医疗器械涉及的范围甚广，既包含纱布缝线等低值耗材产品，也包含了 CT 机、血透机等各种高价值的诊疗仪器。随着国民经济的稳步发展和医疗技术的不断创新，医疗器械市场成为了发展最为迅猛的市场之一。

医疗器械行业自上世纪 90 年代以来，一直保持两位数的增长速度。中国医疗器械市场销售规模由 2001 年的 179 亿元增长到 2013 年的 2,120 亿元，剔除物价因素影响，13 年间增长了 11.84 倍。据中国医药物资协会医疗器械分会抽样调查统计，2014 年全年全国医疗器械销售规模约 2,556 亿元，比上年度的 2,120 亿元增长了 436 亿元，增长率为 20.06%。虽然我国医疗器械产业整体发展势头迅猛，但仍无法充分满足国内市场需求，与世界医疗器械工业强国仍存在不小差距，大型高端医疗设备主要依赖进口。

#### （2）中国医疗器械行业未来市场趋势

目前影响中国医疗器械行业未来发展的因素主要有以下几点：

① 国家十二五规划鼓励社会资本进入医疗服务领域，近年来，全国医疗机构数目的稳步

增长，而且这种趋势的具有一定稳定性，未来对医疗设备的需求增大。

②新医改计划逐步取消医院的药品加成，医疗服务收费将成为医院收入的主要来源，医院将加大对医疗器械设备的投资。

③国家十二五规划中提出新增医疗卫生资源重点向农村和城市社区倾斜，使得低端医疗器械的市场需求扩大，对国内医疗器械企业特别有利。卫计委于 2013 年发布的《健康中国 2020 战略研究报告》，提到未来 8 年将推出涉及金额高达 4,000 亿元的七大医疗体系重大专项一事，当中有 1,090 亿元被明确用在了县医院建设。

④全球医药和医疗器械的消费比例约为 1: 0.7，而欧美日等发达国家已达到 1: 1.02，全球医疗器械市场规模已占据国际医药市场总规模的 42%，并有扩大之势。我国医疗器械市场总规模 2014 年约为 2,556 亿元，医药市场总规模预计为 13,326 亿元，医药和医疗器械消费比为 1: 0.19，远高于国际水平，由此来看，中国医疗器械市场仍有很大的发展空间。

⑤人均 GDP、人均可支配收入增长，新医改后医疗保险的覆盖率和报销比例提高，增强了就医人群的支持能力。

⑥中国城市化率加快，人口老龄化，居民自我保健意识的加强，加大了人民群众对于医疗健康服务的需求。

目前中国超过一半的医疗机构使用的医疗器械面临更新换代，同时我国的医疗器械产品结构也在进行调整，医疗器械功能由单纯的化验、诊断、治疗向检验、分析、诊断、治疗、康复、保健、理疗等多功能延伸，也将使其市场不断扩大。此外，现在人们非常认同对疾病预防以及早发现、早治疗的观念，这也促进了对检查诊断等医疗器械如 CT 机、X 光机、超声诊断仪等的需求。

综上所述，医疗器械作为多学科交叉的行业，其产业外延在不断扩大，这将带来新增的领域市场。人口老龄时代的来临，以及消费能力的提升，将进一步拉动市场需求，导致行业发展增速较高。与发达国家相比，中国医药和医疗器械消费比仍然较高，我国医疗器械市场成长空间仍然较大。

### (3) 医疗器械供应链管理前景广阔

在我国医疗器械市场快速成长的同时，由于国内医疗器械企业普遍在技术开发上的投入不足，创新能力弱，产品集中在低端低附加值品类上，目前高端产品主要依赖进口。2014 年上半年，我国医疗器械进口额 74.9 亿美元，同比增长 10.01%，其中医院诊断与治疗用品占 53.26 亿美元，是最大进口品种。随着我国医疗器械市场快速增长，在未来一段时期内，医疗器械尤其是高端器械的进口量将稳步增长。

公司以国内外医疗器械领域的客户为服务对象，向其提供包括供应链组织管理、代理采购、库存管理、资金结算（含信用放大）、通关物流以及信息系统支持等诸多环节在内的一体化供应链管理服务。

公司的医疗器械供应链管理项目有助于提高整条供应链的运作效率，降低用户的采购价格，与国内的医疗设备需要有紧密的正相关性。随着我国医疗器械尤其是高端器械进口量的稳步增长，相关业务市场前景广阔。



## 4、电子信息供应链管理前景广阔

### (1) 我国电子信息产业近年来发展情况

电子信息产业是国民经济的战略性、基础性、先导性产业，是加快工业转型升级及国民经济和社会信息化建设的技術支撑与物质基础，是保障国防建设和国家信息安全的重要基石。电子信息产业的发展与国民经济息息相关，随着我国经济不断发展，电子信息产业稳步增长。

根据工信部运行监测协调局发布的《2013年电子信息产业统计公报》，2013年我国电子信息产业实现销售收入12.4万亿元，增幅超过12.7%。电子信息产品进出口总额达13,302亿美元，同比增长12.1%，增速高于同期全国外贸进出口总额水平4.5个百分点。电子信息产业在国民经济中的重要性不断提高。

### (2) 中国电子信息产业未来市场趋势

目前新一代信息技术正在步入加速成长期，带动电子信息产业格局深刻变革。信息产业各行业边界逐渐模糊，信息通信技术在各类终端产品中应用日益广泛，云计算、物联网、移动互联网等新兴领域蓬勃发展。制造业、软件业、运营业与内容服务业加速融合，新技术、新产品、新模式不断涌现，由此带来了新的发展新机遇和成长空间。

在实现我国由传统工业化道路向新型工业化道路转变、促进工业结构整体优化升级的进程中，信息技术及产品在工业各领域及生产各环节持续深化应用，综合集成度不断提升，与汽车、船舶、机械装备、新型材料等产品加速融合，为产业发展创造了广阔的市场空间。同时，随着节能环保、高端装备制造、新能源汽车等战略性新兴产业的崛起，信息技术在经济和社会各领域将得到更为深入的应用，形成一批辐射范围广、带动作用强的产业新增长点，为产业持续稳定健康发展提供坚实保障。

国际市场规模稳步扩大，新产品、新应用不断涌现，使得电子信息产业发展空间更为广阔；国家信息化建设全面深化，城镇化进程持续加速，市场化程度不断提升，居民收入增长、内需扩张、消费结构升级和市场机制完善，为电子信息产业发展提供了新动力、新方向。根据我国工信部发布的《电子信息制造业“十二五”发展规划》，“十二五”期间我国规模以上电子信息制造业销售收入年均增速保持在10%左右，2015年超过10万亿元，工业增加值年均增长超过12%。同时我国将以新一代网络通信系统设备及智能终端、高性能集成电路、新型显示、云计算、物联网、数字家庭、关键电子元器件和材料七大领域作为战略性新兴产业着力发展，“十二五”期间我国电子信息制造业中的战略性新兴产业销售收入年均增长25%。

### (3) 电子信息行业供应链管理服务发展迅猛

公司为客户提供一体化供应链管理服务，可以为客户简化业务流程，节约资源投入，提高运作效率，使国内客户能快速响应市场需求，提高市场竞争力。随着我国电子信息产业稳步增长，其进出口总额也将相应稳步增长，市场空间将不断扩大，市场前景广阔。

由于IT、通讯和消费电子等电子信息产业技术更新速度飞快，用户需求和偏好转移的不确定性很大；同时，由于该等行业产品升级和技术进步所带来的工艺复杂性增强导致生产供给流程的复杂程度也日益增加。传统的内部供应链管理的模式已经不能满足该等行业

业对供应链的快速响应、高效、低成本的要求。这使得上述行业成为目前国内供应链管理服务行业市场需求最大、发展最快的行业。

另外，一方面是国民经济的发展不断推动电子信息产业产品更新换代，使得行业内产品交易规模持续快速增长；另一方面，由于国际电子信息制造业和服务业不断向中国转移，国内电子信息产业以及医疗器械行业发展迅速、产业规模越来越大，占国民经济的比重越来越高，又进一步加速推动了国内供应链管理行业的发展。

根据我国工信部发布的《电子信息制造业“十二五”发展规划》显示，2010年我国规模以上电子信息制造业销售收入达63,945亿元，较2005年（31,010亿元）翻一番，五年间年均增速超过15%；出口占全国外贸出口的比重一直保持在30%以上；彩电、微型计算机、手机等主要整机产品产量分别达1.2亿台、2.5亿台和10亿部，均占全球总产量40%以上，五年间年均增速分别为7.4%、24.9%和26.9%；“十二五”期间我国规模以上电子信息制造业销售收入年均增速保持在10%左右，2015年超过10万亿元，工业增加值年均增长超过12%。

## 四、募投项目

### 1、募集资金投向

根据公司发展战略，本次募集资金运用将围绕公司主营业务进行。本次募集资金投资项目的实施将进一步巩固公司在供应链管理服务领域内的竞争优势。本次募集资金运用计划如下：

**表 5：募集资金投向**

| 序号 | 项目名称         | 总投资金额  | 使用募集资  |
|----|--------------|--------|--------|
| I  | 医疗器械类供应链管理项目 | 13,373 | 13,373 |
| II | 电子信息类供应链管理项目 | 32,623 | 32,623 |
|    | 合计 (I+II)    | 45,996 | 45,996 |

资料来源：

根据公司的业务特质，公司本次募集资金投资项目均将以补充与主营业务相关的营运资金的方式投入

### 2、募集资金助力公司扩张

根据公司的业务发展规划，公司将大力开拓医疗器械和电子信息领域供应链管理服务，需要大量的营运资金用于为客户提供中长期采购、信用放大、代垫相关税款等资金流服务。

2013、2014 年，公司医疗器械类供应链管理项目经手货值已达 3,512 万美元和 6,000 余万美元，预计 2015 年不低于 9,500 万美元。公司电子信息类供应链管理服务经手货值由 2012 年的 18.73 亿美元增加到 2014 年的 61.28 亿美元，增长 227%。

在服务类业务中，公司通常需要在所涉及的商品代理购销环节为客户代垫相关的税费，同时还需为部分客户垫资采购或者给予部分客户账期；在交易类业务中，公司是通过购销差价的形式赚取定额收益，因此需要公司具有较多的营运资金以按照客户的要求先行支付货款和相关税费采购货物后再行出售，并且存在向客户赊销的情形，这些都导致公司需要保持较多的营运资金用于业务周转。

公司本次募集资金投资医疗器械类供应链管理项目和电子信息类供应链管理项目将成为保障公司未来快速发展的重要一环。

## 五、盈利预测与估值

### 1. 盈利预测

我们预计公司 15-17 年 EPS 为 2.07、2.45 和 2.85 元。

表 6: 盈利预测简表

| 会计年度      | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 4414 | 3133 | 3133  | 3446  | 3790  |
| 同比增长      | -11% | -29% | 0%    | 10%   | 10%   |
| 营业利润(百万元) | 57   | 124  | 168   | 195   | 223   |
| 同比增长      | 4%   | 117% | 35%   | 16%   | 15%   |
| 净利润(百万元)  | 51   | 108  | 153   | 181   | 211   |
| 同比增长      | 9%   | 111% | 42%   | 19%   | 16%   |
| 每股收益(元)   | 0.92 | 1.94 | 2.07  | 2.45  | 2.85  |

资料来源: 公司数据、招商证券

### 2. 估值分析

当前两市供应链企业市盈率普遍较高, 表明市场对行业前景充满信心。保守起见, 我们给予公司 14 年 EPS 50-60X PE, 合理估值区间 97-116.4 元。

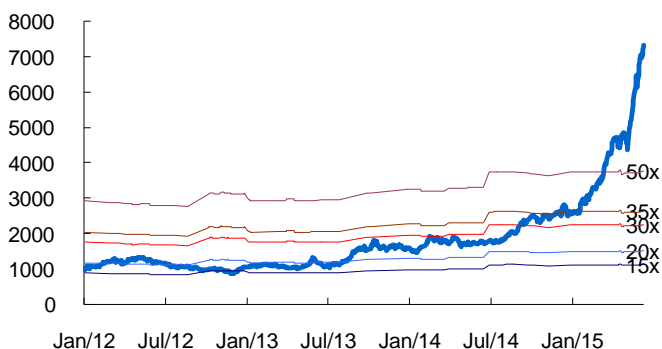
表 7: 估值对比表

| 代码   | EPS       |      |      | PB   | PE   |       |       | 股价    |       |
|------|-----------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
|      | 14        | 15E  | 16E  |      | 14   | 15E   | 16E   |       |       |
| 怡亚通  | 002183.SZ | 0.32 | 0.56 | 0.93 | 16.8 | 228.6 | 130.5 | 78.4  | 73.15 |
| 恒基达鑫 | 002492.SZ | 0.18 | 0.18 | 0.20 | 5.8  | 127.9 | 132.8 | 115.6 | 23.62 |
| 新宁物流 | 300013.SZ | 0.04 | 0.24 | 0.29 | 22.9 | 1080  | 181.2 | 150.3 | 43.2  |
| 飞力达  | 300240.SZ | 0.20 | 0.19 | 0.22 | 7.8  | 151.5 | 160.5 | 136.7 | 30.3  |
| 保税科技 | 600794.SH | 0.24 | 0.17 | 0.21 | 9.8  | 59.8  | 86.3  | 68.0  | 14.35 |
| 行业平均 |           |      |      |      | 9.8  | 151.5 | 132.8 | 115.6 |       |
| 普路通  | 002679.SZ | 1.94 | 2.07 | 2.45 |      | 14.0  | 11.8  | 10.2  |       |

资料来源: 公司数据、招商证券

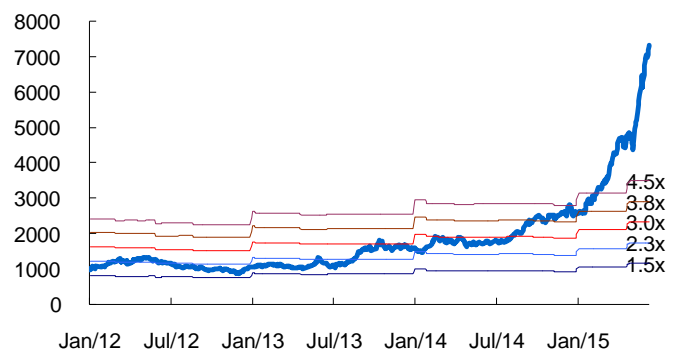
### 3. 物流行业历史 PE Band 和 PB Band

图 14: 物流行业历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 15: 物流行业历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

|                | 2013         | 2014         | 2015E        | 2016E        | 2017E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>    | 12941        | 22349        | 22950        | 24169        | 25511        |
| 现金             | 6417         | 11738        | 12340        | 12500        | 12678        |
| 交易性投资          | 73           | 15           | 15           | 15           | 15           |
| 应收票据           | 196          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 应收款项           | 485          | 781          | 781          | 860          | 946          |
| 其它应收款          | 41           | 38           | 38           | 42           | 46           |
| 存货             | 30           | 55           | 55           | 60           | 65           |
| 其他             | 5701         | 9722         | 9721         | 10693        | 11762        |
| <b>非流动资产</b>   | 9            | 9            | 8            | 8            | 8            |
| 长期股权投资         | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产           | 3            | 2            | 1            | 1            | 1            |
| 无形资产           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他             | 7            | 7            | 7            | 7            | 7            |
| <b>资产总计</b>    | <b>12950</b> | <b>22358</b> | <b>22958</b> | <b>24177</b> | <b>25519</b> |
| <b>流动负债</b>    | 11915        | 21585        | 21496        | 22563        | 23730        |
| 短期借款           | 5684         | 10029        | 10000        | 10000        | 10000        |
| 应付账款           | 385          | 585          | 582          | 636          | 696          |
| 预收账款           | 64           | 41           | 41           | 45           | 49           |
| 其他             | 5782         | 10930        | 10873        | 11882        | 12985        |
| <b>长期负债</b>    | 731          | 371          | 371          | 371          | 371          |
| 长期借款           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他             | 731          | 371          | 371          | 371          | 371          |
| <b>负债合计</b>    | <b>12645</b> | <b>21956</b> | <b>21867</b> | <b>22934</b> | <b>24101</b> |
| 股本             | 56           | 56           | 74           | 74           | 74           |
| 资本公积金          | 64           | 64           | 582          | 582          | 582          |
| 留存收益           | 187          | 284          | 436          | 587          | 762          |
| 少数股东权益         | (0)          | 0            | 0            | 1            | 1            |
| 归属于母公司所有者权益    | 307          | 403          | 1093         | 1243         | 1418         |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>12952</b> | <b>22359</b> | <b>22960</b> | <b>24178</b> | <b>25520</b> |

现金流量表

|                | 2013       | 2014         | 2015E      | 2016E      | 2017E      |
|----------------|------------|--------------|------------|------------|------------|
| <b>经营活动现金流</b> | 50         | 36           | (22)       | 70         | 92         |
| 净利润            | 51         | 108          | 153        | 181        | 211        |
| 折旧摊销           | 1          | 1            | 1          | 0          | 0          |
| 财务费用           | 138        | 704          | 384        | 379        | 378        |
| 投资收益           | (147)      | (486)        | (501)      | (501)      | (501)      |
| 营运资金变动         | 10         | (291)        | (60)       | 8          | 3          |
| 其它             | (3)        | 0            | 0          | 0          | 0          |
| <b>投资活动现金流</b> | (3)        | (1)          | 0          | 0          | 0          |
| 资本支出           | (3)        | (0)          | 0          | 0          | 0          |
| 其他投资           | 0          | (1)          | 0          | 0          | 0          |
| <b>筹资活动现金流</b> | 474        | (395)        | 624        | 90         | 86         |
| 借款变动           | (280)      | (124)        | (29)       | 0          | 0          |
| 普通股增加          | 0          | 0            | 19         | 0          | 0          |
| 资本公积增加         | 0          | 0            | 518        | 0          | 0          |
| 股利分配           | 0          | 0            | 0          | (31)       | (36)       |
| 其他             | 754        | (271)        | 116        | 121        | 123        |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>521</b> | <b>(360)</b> | <b>602</b> | <b>160</b> | <b>178</b> |

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

|                  | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|------------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>      | 4414 | 3133 | 3133  | 3446  | 3790  |
| 营业成本             | 4263 | 2963 | 2948  | 3225  | 3529  |
| 营业税金及附加          | 1    | 1    | 1     | 1     | 1     |
| 营业费用             | 48   | 67   | 67    | 74    | 82    |
| 管理费用             | 43   | 62   | 62    | 69    | 76    |
| 财务费用             | 130  | 412  | 384   | 379   | 378   |
| 资产减值损失           | 27   | 3    | 3     | 3     | 3     |
| 公允价值变动收益         | 8    | 14   | 14    | 14    | 14    |
| 投资收益             | 147  | 486  | 486   | 486   | 486   |
| <b>营业利润</b>      | 57   | 124  | 168   | 195   | 223   |
| 营业外收入            | 4    | 1    | 1     | 1     | 1     |
| 营业外支出            | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>      | 61   | 125  | 168   | 195   | 224   |
| 所得税              | 11   | 17   | 15    | 14    | 12    |
| <b>净利润</b>       | 50   | 108  | 153   | 182   | 211   |
| 少数股东损益           | (1)  | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属于母公司净利润</b> | 51   | 108  | 153   | 181   | 211   |
| <b>EPS (元)</b>   | 0.92 | 1.94 | 2.07  | 2.45  | 2.85  |

主要财务比率

|                 | 2013  | 2014  | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>     |       |       |       |       |       |
| 营业收入            | -11%  | -29%  | 0%    | 10%   | 10%   |
| 营业利润            | 4%    | 117%  | 35%   | 16%   | 15%   |
| 净利润             | 9%    | 111%  | 42%   | 19%   | 16%   |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 毛利率             | 3.4%  | 5.4%  | 5.9%  | 6.4%  | 6.9%  |
| 净利率             | 1.2%  | 3.4%  | 4.9%  | 5.3%  | 5.6%  |
| ROE             | 16.6% | 26.7% | 14.0% | 14.6% | 14.9% |
| ROIC            | 3.5%  | 5.4%  | 5.2%  | 5.3%  | 5.5%  |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产负债率           | 97.6% | 98.2% | 95.2% | 94.9% | 94.4% |
| 净负债比率           | 43.9% | 44.9% | 43.6% | 41.4% | 39.2% |
| 流动比率            | 1.1   | 1.0   | 1.1   | 1.1   | 1.1   |
| 速动比率            | 1.1   | 1.0   | 1.1   | 1.1   | 1.1   |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产周转率           | 0.3   | 0.1   | 0.1   | 0.1   | 0.1   |
| 存货周转率           | 139.8 | 69.9  | 53.8  | 56.3  | 56.3  |
| 应收帐款周转率         | 8.1   | 4.9   | 4.0   | 4.2   | 4.2   |
| 应付帐款周转率         | 7.0   | 6.1   | 5.1   | 5.3   | 5.3   |
| <b>每股资料 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益            | 0.92  | 1.94  | 2.07  | 2.45  | 2.85  |
| 每股经营现金          | 0.90  | 0.64  | -0.30 | 0.94  | 1.24  |
| 每股净资产           | 5.53  | 7.26  | 14.76 | 16.80 | 19.16 |
| 每股股利            | 0.00  | 0.00  | 0.41  | 0.49  | 0.57  |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
| PE              | 31.6  | 14.9  | 14.0  | 11.8  | 10.2  |
| PB              | 5.2   | 4.0   | 2.0   | 1.7   | 1.5   |
| EV/EBITDA       | -0.5  | -0.2  | -0.2  | -0.2  | -0.2  |



## 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年度新财富、金牛奖、水晶球最佳分析师。

## 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。