

## 万林股份 603117.SH 新股分析

估值区间：22.4-25.6

2015年06月13日

### 木材进口综合物流龙头，有望转型供应链管理

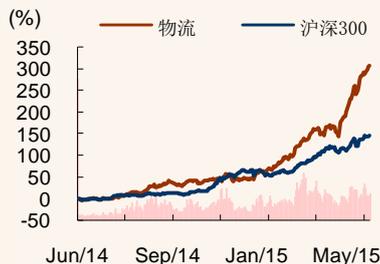
#### 发行数据

发行前总股本(万)	35050
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	2015-06-17
上市日期	

#### 主要股东

	持股比例
上海沪瑞实业有限公司	27.77%
黄保忠	15.14%
上海祁祥投资管理有限	7.67%
无锡合创投资企业(有限	7.13%
陆晋泉	5.90%

#### 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

受制于全球经济放缓，公司传统业务增速放缓，木材供应链管理是公司可行的发展方向。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 EPS70-80XPE，合理估值区间 22.4-25.6 元。

- **专注木材进口物流的民营企业：**公司成立于 2007 年，专注木材进口综合物流，旗下盈利码头位于泰州港，现已成为国内领先的专业木材码头。公司具备民营企业的显著特点，董事长黄保忠合计控制公司 50.04% 的股权，为公司实际控制人。在 2011 年第四次增资时，公司引入了员工持股平台，激励充分。
- **传统业务增速趋缓：**公司目前主营业务由“港口装卸”、“基础物流”及“进口代理”三部分组成。全球经济放缓，国内房地产低迷，下游木材内外需求疲软，公司港口装卸业务和进口代理业务增速放缓。仓储是公司基础物流业务的主体，大宗商品熊市和“去库存化”对公司仓储收入较大。而港口竞争加剧和人民币贬值对公司港口装卸和进口代理业务的影响不容忽视。
- **木材供应链管理是公司可行的发展方向。**具备疏运、集散功能的专业木材港口是木材产业供应链的核心环节。公司有望借助盈利码头的行业地位和自身进口代理业务优势，整合行业商流、物流、资金流和信息流，转型为木材供应链服务集成商。盈利码头作为专业木材港口，有望进一步拓展物流服务功能，最终形成“港区一体化”、“前港后厂”的发展模式。
- **募投项目效益显著：**1) 木材物流配送中心，新增年 80 万立方米木材初加工能力以及 120 万立方米的仓储配送能力，总投资 41920.94 万元；2) 木材装卸扩能项目，新增 150 万立方米/年装卸能力，总投资 7078.8 万元。项目投产后，将强化盈利码头专业木材码头地位，提升公司业务附加值。
- **盈利预测与估值：**我们预计公司 15-17 年 EPS 为 0.34、0.44 和 0.51 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 EPS70-80XPE，合理估值区间 22.4-25.6 元。
- **风险提示：**下游木材需求大幅下滑、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)	351	436	523	628	754
同比增长	-4%	24%	20%	20%	20%
营业利润(百万元)	143	131	167	215	252
同比增长	21%	-9%	27%	29%	17%
净利润(百万元)	120	111	140	179	209
同比增长	18%	-7%	26%	28%	17%
每股收益(元)	0.34	0.32	0.34	0.44	0.51
ROE	14%	11%	9%	11%	12%

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
二、公司分析 .....	7
1、公司专注于木材进口综合物流业务 .....	7
2、港口装卸业务 .....	9
(1) 木材是盈利港务的支柱货种 .....	9
(2) 定价机制 .....	10
(3) 盈利能力 .....	10
3、基础物流服务 .....	11
(1) 基础物流业务量 .....	11
(2) 基础物流收入变化 .....	12
4、进口代理业务 .....	13
(1) 进口代理业务的两种收费模式 .....	13
(2) 进口代理服务的收入情况 .....	13
5、其他业务 .....	14
三、行业分析 .....	15
1、产业链结构 .....	15
(1) 专业木材港口是公司业务的核心环节 .....	16
(2) 基础物流服务是公司业务的重要构成 .....	16
(3) 木材进口代理是公司业务的重要构成 .....	17
2、行业竞争情况 .....	17
(1) 港口装卸业务的竞争概况 .....	17
(2) 基础物流业务的竞争概况 .....	18
(3) 木材进口代理业务的竞争概况 .....	18
3、公司受益于国内木材进口的高速增长 .....	18
(1) 我国木材进口量维持快速增长 .....	18
(2) 欧美传统林业大国加大开拓中国市场的力度 .....	19

(3) 江苏、山东、长三角地区等地木材加工产业的快速发展 .....	19
4、木材供应链物流带来新机遇 .....	20
(1) 物流服务的组织方式 .....	20
(2) 发展供应链管理是现代物流行业必然的发展方向 .....	21
(3) 我国木材产业供应链管理也将逐步完善 .....	22
四、募投项目 .....	23
1、募集资金投向 .....	23
2、募投项目经济效益显著 .....	23
(1) 木材物流配送中心项目 .....	23
(2) 木材装卸扩能项目 .....	24
五、盈利预测与估值 .....	25
1. 盈利预测 .....	25
2. 估值分析 .....	25
3、物流行业历史 PE Band 和 PB Band .....	25

## 图表目录

图 1: 公司历史沿革 .....	5
图 2: 公司股权结构 .....	6
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: 公司营业成本结构 .....	8
图 7: 盈利码头区域图 .....	9
图 8: 木材装卸作业 .....	9
图 9: 公司物流产业链结构 .....	15
图 10: 公司与各类客户之间的业务关系 .....	16
图 11: 我国外贸代理制度的发展历程 .....	17
图 12: 2006-2013 年我国原木进口量情况 .....	19
图 13: 2006-2013 年锯材进口量情况 .....	19
图 14: 物流组织方式分类 .....	20
图 15: 供应链管理结构 .....	21

图 16: 木材供应链管理价值.....	22
图 17: 物流行业历史 PE Band.....	25
图 18: 物流行业历史 PB Band.....	25
表 1: 发行前后股权结构.....	6
表 2: 公司各项业务基本情况 .....	7
表 3: 港口装卸业务收入.....	9
表 4: 木材是盈利港务的支柱货种类 .....	9
表 5: 公司装卸业务费率情况 .....	10
表 6: 基础物流业务收费基准价.....	11
表 7: 公司基础物流业务收入情况.....	12
表 8: 进口代理业务收入构成 .....	14
表 9: 公司其它业务收入构成 .....	14
表 10: 2008 年~2014 年长江沿江主要港口进口木材数量 .....	16
表 11: 2007 年-2013 年部分主要木材原产国对中国出口数量变化.....	19
表 12: 物流服务的发展及物流组织方式.....	21
表 13: 募集资金投向 .....	23
附: 财务预测表.....	26

## 一、公司概况

公司依托子公司盈利港务作为国内重要木材接卸码头的行业地位，为国内众多木材行业企业提供包括进口代理、港口装卸、仓储、货运代理、船舶代理、货物配载、物流配送等业务在内的综合物流服务，逐渐发展成为木材行业物流细分市场的龙头服务商。

### 1、公司历史沿革

2007年10月18日，上海沪瑞、普力控股、上海祁祥和鸿富香港共同设立江苏万林国际木业城有限公司。随后，万林木业经过多次增资扩股和股权转让，其中于2011年3月引入员工持股平台。2011年6月27日，万林木业整体变更为股份有限公司，并更名为“江苏万林现代物流股份有限公司”。

图 1：公司历史沿革



资料来源：招股书

### 2、公司主营业务

公司目前所提供的木材进口综合物流服务由“港口装卸业务”、“基础物流业务”及“进口代理业务”三部分组成。其中，港口装卸业务主要包括盈利港务在盈利码头上所开展的各种装卸搬运作业及临时堆存作业；基础物流业务则涵盖了货物仓储、物流配送、船舶代理、货运代理等多项物流服务；进口代理业务指公司为国内客户采购国外木材所提供的专业进口代理服务。

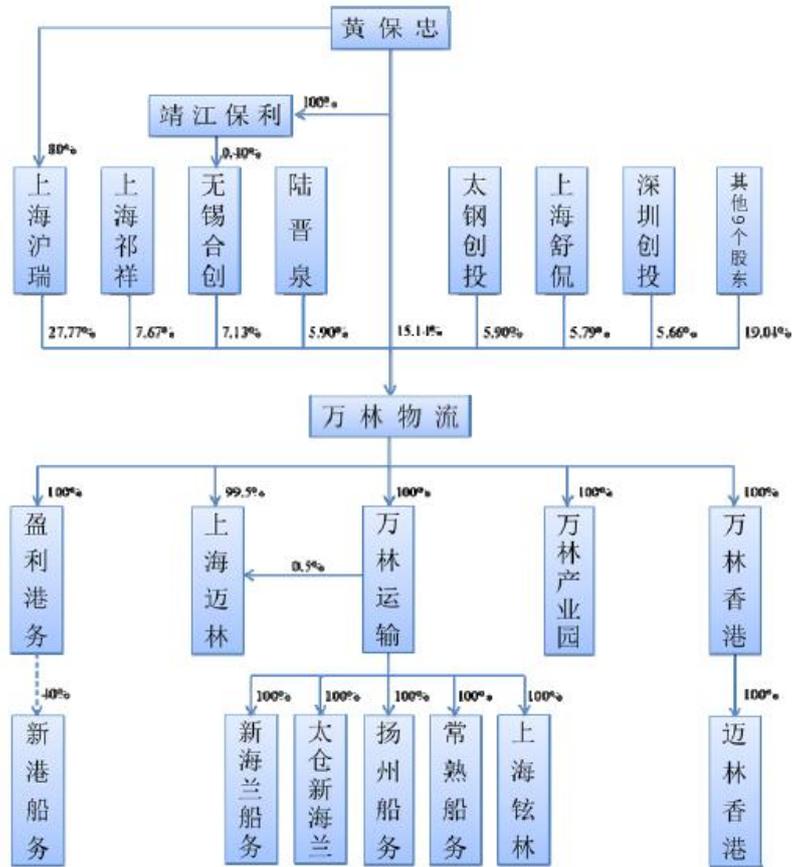
盈利港务已经成为国内规模领先的专业木材码头，并于2011年5月获得中国木材与木制品流通协会颁发的“中国10强进口木材港”称号。2014年，通过子公司盈利港务接卸的木材量达到329.50万立方米。根据全国海关信息中心的统计，万林物流（含上海迈林）2014年的木材进口代理累计金额为112,152.75万美元，排名全国第一，市场占有率为6.52%。2011年12月，万林物流被国家发改委经济运行调节局确认为“全国制造业与物流业联动发展示范企业”。

### 3、公司股权结构

上海沪瑞现持有本公司27.77%股份，为公司控股股东。截至本招股意向书签署之日，

黄保忠直接持股以及通过上海沪瑞和靖江保利间接持股,合计控制公司 50.04%的股权,为公司实际控制人。

图 2: 公司股权结构



资料来源: 招股书

本公司设立时股本总额为 35,050 万股, 本次拟公开发行不超过 6,000 万股的社会公众股。若按最大发行新股股数 6,000 万股计算, 公司发行前后股本结构如下所示:

表 1: 发行前后股权结构

类别	股东名称	发行前		发行后	
		数量	占比 (%)	数量	占比 (%)
有 限 售 条 件 的 股 份	上海沪瑞	97,330,443	27.77	97,330,443	23.71
	黄保忠	53,057,448	15.14	53,057,448	12.93
	上海祁祥	26,867,258	7.67	26,867,258	6.55
	无锡合创	25,007,117	7.13	25,007,117	6.09
	陆晋泉	20,667,121	5.90	20,667,121	5.03
	太钢创投 (SS)	20,664,597	5.90	14,664,597	3.57
	上海舒侃	20,277,176	5.79	20,277,176	4.94
	深圳创投	19,853,157	5.66	19,853,157	4.84
	其它	66,775,683	19.04	72,775,683	17.72
	小计	350,500,000	100.00	350,500,000	85.38
本次公开发行的股		-	-	60,000,000	14.62
合计	350,500,000	100.00	410,500,000	100.00	

资料来源: 招股书

## 二、公司分析

### 1、公司专注于木材进口综合物流业务

公司是一家专注于木材进口领域的综合物流服务提供商。公司依托子公司盈利港务作为国内重要木材码头的行业地位，为国内众多木材行业企业提供综合物流服务。2014 年度、2013 年度及 2012 年度，公司主营业务收入分别为 43,611.19 万元、35,102.19 万元和 36,641.70 万元。

公司目前所提供的木材进口综合物流服务由“港口装卸业务”、“基础物流业务”及“进口代理业务”三部分组成。其中，港口装卸业务主要包括盈利港务在盈利码头上所开展的各种装卸搬运作业及临时堆存作业；基础物流业务则涵盖了货物仓储、物流配送、船舶代理、货运代理等多项物流服务；进口代理业务指公司为国内客户采购国外木材所提供的专业进口代理服务。

表 2: 公司各项业务基本情况

业务板块	具体业务	提供服务的公司	提供的服务内容
港口装卸服务	装卸	盈利港务	利用泊位和装卸设施，为客户提供货物的装卸船作业服务
基础物流服务	仓储	万林物流、盈利港务	利用堆场，为客户提供货物的储存、保管服务
	物流配送	万林物流、万林运输	为客户提供“门到门”的物流计划安排及装卸、配载服务，整合社会运力提供外包运输等多项服务
	船舶代理	新海兰船务、太仓新海兰、常熟船务、扬州船务	接受客户委托，办理船舶有关营运业务和进出港口手续
	货运代理	万林运输	接受客户委托，办理报关报检事宜，并提供租船订舱、发运等服务
进口代理服务	进口代理	万林物流、上海迈林、上海铤林	协助客户选择木材供应商、签约、开具信用证，并处理相关物流事宜

资料来源：招股书

除上述三项主要业务外，为拓展新的业务领域，公司于报告期内尝试性地开展了内贸代理、出口代理以及木材制品自营出口等业务。

报告期内，公司的主营业务毛利率呈现波动的态势，但总体依旧保持平稳。由于公司进口代理业务及其他业务的毛利率显著地高于其余各项业务的毛利率，因此，当该两项业务的绝对数额发生较大变化时，公司主营业务的毛利率就会发生较大的波动。

未来，随着本次募集资金投资项目“木材装卸扩能项目”中拟添置的港口装卸设备陆续到位，公司的港口货物吞吐量将进一步提高，从而直接带动港口装卸业务毛利的增厚，并能间接提高基础物流服务的收入及毛利。随着本次募集资金投资项目“木材物流配送中心项目”的建成，公司将增加木材制品初加工业务，从而延伸木材物流服务的产业链，综合提升基础物流业务的毛利。同时，随着公司整体实力的增强以及信誉、银行信用等级提升，公司的进口代理业务规模有望进一步扩大，整体盈利能力将得到进一步的提高。

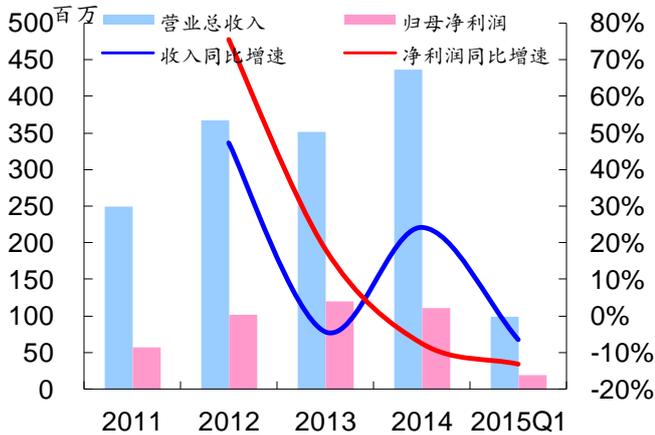
2009 年起，随着盈利码头的建成并开始试运营，公司逐步开展干港口装卸服务和基础物流服务。

2012 年，公司小幅度地提升了港口装卸业务及基础物流业务中部分服务的收费标准，当期港口装卸业务毛利持续上升；由于来自山煤国际股份有限公司及山煤国际能源集团华东销售有限公司的仓储业务收入的增长，从而使得当年基础物流毛利大幅增加；同时，受益于木材进口的稳定国内需求，公司的进口代理业务得以大幅增长。

2013 年，公司受益于港口装卸业务的收费标准的提升及港口吞吐量的上升，当期港口装卸业务收入继续提升，消化了装卸单位成本上涨的不利因素。由于仓储客户加快了货物周转速度，仓储业务收入有所下降，从而拉低了基础物流业务收入。一方面，受益于国内木材进口需求的上升，公司进口代理业务量继续增加，代理及手续费收入上升；另一方面，同样受进口客户加快货物周转速度的影响，仓储管理费的收入有所下降。

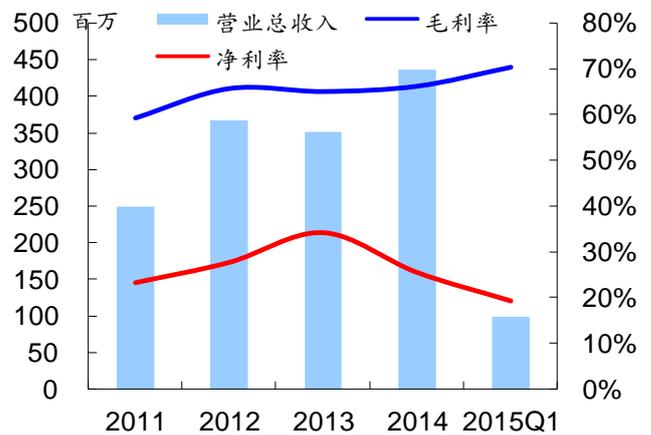
2014 年，公司的港口装卸业务量拉动装卸业务收入继续提升。由于自当年起客户的货物周转速度不再继续下降，使得当期仓储业务收入跌幅收窄，其他基础物流业务则保持稳定。公司的进口代理业务规模持续增长，是整体营业收入上升的主要因素。公司继续在控制风险的前提下保持内贸代理业务和出口代理业务的稳定。

图 3: 公司营业收入、净利润及同比增速



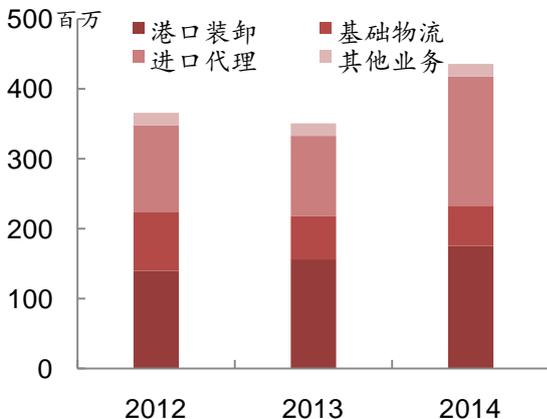
资料来源: 招股书

图 4: 公司营业收入、毛利率、净利率



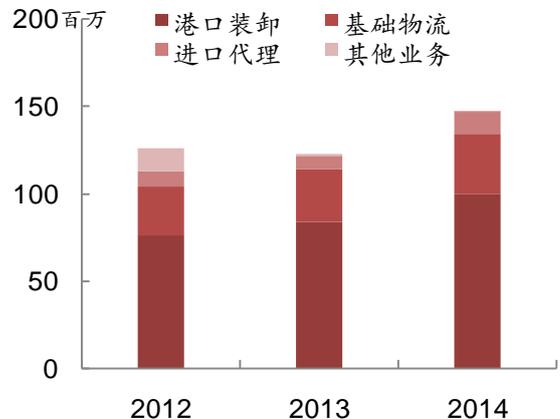
资料来源: 招股书

图 5: 公司营业收入结构



资料来源: 招股书

图 6: 公司营业成本结构



资料来源: 招股书

## 2、港口装卸业务

本公司下属的盈利港务拥有长江深水岸线 752 米，建有 3 万吨级多用途泊位、3 万吨级件杂货泊位和 1 万吨级件杂货泊位各一个(水工结构均兼靠 5 万吨级)及相关配套设施，设计年通过能力 581 万吨。

长三角地区是传统的进口木材集散地。盈利码头所处的泰州港，能够有效辐射多个木材加工产业集聚区域，并拥有方便的水路与陆路交通条件。在该区域内汇集了多个木材交易市场以及众多木材经销网络，使得公司具备较好的港口区位优势及竞争优势。

木材装卸为盈利港务最主要的业务，另有少量其他散杂货的装卸作业。自 2010 年盈利码头主体建设完工后，其吞吐量一直稳中有升。目前，盈利码头的木材装卸作业能力已接近饱和，公司迫切需要扩张产能，以满足未来港口装卸业务的增长需求。

图 7：盈利码头区域图



资料来源：招股书

图 8：木材装卸作业



资料来源：招股书

表 3：港口装卸业务收入

装卸业务收入	2012 年度	2013 年度	2014 年度
木材 (万立方米)	244.2	278.44	329.5
其他 (万吨)	335.75	312.61	373.43
装卸业务量 (万载重吨)	579.95	591.05	702.93
装卸业务收入 (万元)	13,905.20	15,662.57	17,601.26
装卸业务平均费率 (元/吨)	23.98	26.5	25.04
毛利率	45.20%	46.64%	43.31%

资料来源：招股书

### (1) 木材是盈利港务的支柱货种

盈利港务已经成为国内规模领先的专业木材码头，并于 2011 年 5 月获得中国木材与木制品流通协会颁发的“中国 10 强进口木材港”称号。根据江苏省出入境检验检疫局的数据，2014 年泰州港共计进口木材 329.50 万立方米，成为长江下游中仅次于太仓港、张家港的第三大木材接卸港口，而泰州港木材全部通过盈利码头进口。

表 4：木材是盈利港务的支柱货种类

	2012	2013	2014
木材港口装卸服务	8,533.72	10,662.03	12,049.90
占比	61.37%	68.07%	68.46%
木材基础物流业务	4,642.97	3,062.50	3,730.28

	2012	2013	2014
占比	54.74%	49.50%	65.78%

资料来源:

木材在港口货种中属件杂货，是可以以件计量的货物。相对于大宗散货而言，由于货物特性和装卸工艺不同，木材装卸及堆存的工艺难度大、装卸效率较低，但由于吊装的技术要求较高，平均装卸单价较高，所面临的市场竞争相对较小。此外，随着盈利码头作为木材专业装卸码头的地位日益巩固，来自各地的木材装卸船舶较为固定。

## (2) 定价机制

盈利港务涉及的港口收费项目主要包括装卸作业包干费等费用，执行 2005 年交通部制定的《港口收费规则（内贸部分）》（交通部令[2005]第 8 号）及 2001 年《港口收费规则（外贸部分）（修正）》（交通部令[2001]第 11 号）等规定，存在政府定价与市场调节定价两种基本模式。盈利港务将外贸进出口货物装卸船费用与其他实行市场调节定价的收费综合测算后，形成装卸作业包干费；对内贸货物业务实行市场调节定价，确定装卸业务包干费。

表 5: 公司装卸业务费率情况

编号	装卸作业包干费	计费单位	最新费率（元）	最近 3 年的变化情况
1	木材	立方	45	逐年递增
2	钢材	吨	22~30	无变化
3	其他散杂货	吨	10~24.50	逐年递增

资料来源：招股书

2012 年，公司将木材装卸包干费率由 35 元每立方米上调至 40 元每立方米，2013 年进一步上调至 45 元每立方米，收费水平逐年递增；钢材装卸作业包干费为 22~30 元/吨，收费水平在报告期内未变化；其他散杂货装卸作业包干费为 10~24.50 元/吨，收费水平在报告期内逐年递增。

盈利港务依照上述费率（基准价）标准，根据客户资质、长期合作关系及市场行情等综合因素，与客户就具体装卸费用进行随行就市的商业谈判，原则上装卸业务量大的客户能够享受更优惠的装卸费率。

## (3) 盈利能力

港口装卸业务方面，2012 年，公司港口装卸业务的毛利率为 45.20%，与上年相比略微上涨，主要系：（1）2012 年，公司木材装卸费最高单价从每立方米 35 元涨至 40 元，煤炭和矿粉分别从 20 元和 24 元每吨涨至 30 元和 24.5 元；但人工及运输成本涨幅较大；加之公司对部分港口设备进行三年大修，公司 2012 年毛利率变动不大。

2013 年，由于公司当期提升了装卸业务单价、装卸吞吐量增加及大修支出当期不再发生等原因，使得当期港口装卸业务毛利率有所上升。2014 年，由于人工成本及劳务支出有所增加，公司当期港口装卸业务毛利率较 2013 年有所下降。

综上，公司在面对人工与运输成本上涨的局面下，能够通过调整价格使得装卸业务毛利率不致下降，体现了一定的市场定价能力以及相对稳健的盈利能力。

### 3、基础物流服务

公司基础物流业务中的主要服务是货物仓储。自 2010 年公司自有堆场建成后，货物仓储及配送业务一直稳步发展。基础物流业务还包括货物配载业务，即通过安排调度协议车队，为客户提供门到门的配送业务。此外，公司还经营着报关报检等其他配套服务，虽然相关业务收入并不高，但对于丰富服务内容，提高客户满意度与黏度意义重大。

#### (1) 基础物流业务量

##### 1) 仓储业务

公司及盈利港务共拥有 96.62 万平方米仓储堆场用地，有效堆存仓储面积为 75.43 万平方米。公司利用堆场为客户临时存放木材等货物提供仓储场地，并负责仓储期间货物的保管与维护。

有赖于盈利码头的吞吐量的增长，公司堆场业务量总体上呈现增长态势。2012 年，由于当年经济下行，以煤炭、矿粉为主大宗商品出现压港现象，使得当年仓储业务量上升。2013 年，随着经济形势的回暖以及整个社会“去库存化”，客户加快了货物周转速度，从而使得当期仓储业务量下降。2014 年，受益于整体经济环境，盈利港务的装卸业务量较为稳定，当期的仓储业务量也相对保持稳定。

在公司提供的仓储业务中，除钢材的仓储费需执行上海期货交易所规定的收费标准以外，其他货种的仓储费均由公司依据市场竞争情况自主定价。在公司提供的配送业务、船舶代理业务、货运代理业务中，各项收费主要由公司依据市场竞争情况自主定价。

表 6: 基础物流业务收费基准价

具体业务	收费项目	计费单位	费率
仓储	木材	立方米·天	0.14 元
	期货钢材	吨·天	0.15 元
	散杂货	吨·天	0.10-0.30 元
配送	配载	吨	5~10 元
船舶代理	外贸船代理费	艘次	5,000~8,000 元
	内贸船代理费		2,000~5,000 元
	水运代理费	立方米（木材）	1 元
货运代理	报关、报检	立方米（木材）	0.5 元
		吨（散货）	0.3 元

资料来源：招股书

2012 年，公司调整了部分配载业务的费率（基准价）标准，由原来的 8 元每立方米上调至 10 元每立方米。公司其他基础物流服务的收费费率未发生变化。

目前，公司依照上述基准价标准，根据客户资质、长期合作关系及市场行情等综合因素，与客户就具体基础物流费用进行随行就市的商业谈判，原则上通过盈利码头装卸的客户当达到一定的装卸量后，公司向优质客户提供一定的堆存优惠；长期堆存的客户的仓储费率会发生一定程度的上浮。

##### 2) 物流配送业务

公司主要为从盈利码头提货的客户 提供专业配载服务，并组织外部专业运输公司的车辆，为客户提供从盈利码头至目的地的“门到门”配送服务。2012 年、2013 年及 2014 年，

公司分别完成公路配送业务 160.16 万吨、155.90 万吨和 163.09 万吨。

### 3) 船舶代理

公司下属新海兰船务、太仓新海兰、常熟船务及扬州船务拥有船舶代理资质，可以根据船主的委托办理有关船舶营运业务以及内外贸船舶的进出港口手续。目前，主要的业务区域集中于泰州及张家港等地区。

2012 年，各船舶代理公司完成船舶代理业务共计 165 艘次，其中，外贸船 101 艘次，内贸船 64 艘次。2013 年，各船舶代理公司完成船舶代理业务共计 167 艘次，其中，外贸船 103 艘次，内贸船 64 艘次。2014 年，各船舶代理公司完成船舶代理业务共计 171 艘次，其中，外贸船 101 艘次，内贸船 70 艘次。

### 4) 货运代理

万林运输所从事的货运代理业务主要包括“水路货物运输代理”及“代理报关、报检”。目前，万林运输主要业务区域集中于泰州、张家港和太仓地区。自 2013 年起，万林陆续在连云港、日照和天津等地设立了立办事机构，推动业务的异地扩张。

万林运输的货运代理业务收入主要来源于水路货物运输代理服务。2012 年、2013 年及 2014 年，万林运输的水路货物运输代理业务量分别为 444.57 万吨、431.31 万吨和 471.41 万吨。

## (2) 基础物流收入变化

2012 年，由于来自重要客户——山煤国际能源集团股份有限公司及山煤国际能源集团华东销售有限公司的仓储业务收入增长，从而使得当年基础物流毛利大幅增加，基础物流业务的毛利率也随之反弹。

2013 年起，由于宏观经济呈现探底回升的走势，大宗商品价格持续上涨的预期被打破，从盈利码头装卸的货物周转速度明显加快。受此影响，公司 2013 年的仓储量在码头装卸量上升的背景下反而出现了大幅下降的态势，从而拉低了当期的基础物流业务收入。成本支出的刚性使得当年基础物流业务的毛利率大幅下降。

2014 年，基础物流客户的周转速度不再进一步加快，从而使得当期木材仓储业务收入开始回升，但散杂货的仓储业务量继续下降，从而使得仓储收入继续下降。由于人工成本及劳务支出有所增加，公司当期基础物流业务毛利率继续下降。

表 7: 公司基础物流业务收入情况

	2012 年	2013 年	2014 年
木材仓储业务量 (万吨天)	15,295.00	7,516.53	12,209.96
其他仓储业务量 (万吨天)	26,940.45	19,671.21	14,032.18
合计 (万吨天)	42,235.45	27,187.73	26,242.14
仓储业务收入	5,144.07	2,702.42	2,096.74
配送业务量 (万吨)	160.16	155.9	163.09
配送业务收入	2,517.30	2,898.32	3,002.75
船舶代理 (艘次)	165	167	171
水路运输代理 (万吨)	444.57	431.31	471.41
船代货代收入	217.11	115.16	120.95
其他收入	603.15	470.4	450.18
基础物流业务收入合计	8,481.63	6,186.30	5,670.62

资料来源：招股书

## 4、进口代理业务

公司的进口代理业务主要是面向国内广大木材贸易商与最终木材用户提供以木材为主的进口代理服务，主要由代理费及手续费与仓储管理服务费等组成。

### (1) 进口代理业务的两种收费模式

目前，公司进口代理业务的收费模式在形式上可以分为两种：

#### 1) “业务代理”模式

公司根据所提供服务的业务量收取服务费，并按照服务费金额给客户开具相关发票。在“营改增”之前，公司按照服务费金额给客户开具营业税发票；“营改增”后，则按照服务费金额给客户开具增值税发票，增值税税率为 6%。海关开具的进口增值税发票则由海关于报关时直接开具给客户。

#### 2) “形式买断”模式

公司通过“形式买断”的方式进口代理木材后再销售给客户。与“营业税票”模式相比，“形式买断”模式下海关开具进口增值税专用发票给公司，公司据此开具增值税票给下游客户，并根据所提供服务的业务量收取服务费，该服务费以“购销价差”的形式与进口货物反映在一张增值税发票上。但在“形式买断”模式下，服务费的收费项目与收费标准与“营业税票”模式保持一致。

#### 3) 两种销售模式下的销售收入金额的确认问题

目前，公司在从事进口代理业务的过程中存在“业务代理”模式及“形式买断”模式。两种模式下，公司均将进口代理服务收入确认为营业收入，而不将进口代理货物金额确认为营业收入。

在物流行业“营改增”推行之前，公司的进口代理业务主要是“业务代理”模式，而自 2012 年 1 月“营改增”推行之后，越来越多的客户选择了“形式买断”模式。目前，公司进口代理业务中绝大部分是“形式买断”模式。

### (2) 进口代理服务的收入情况

其中，服务费按照进口代理货值的 0.8%~1%（基准价）收取；手续费则包括银行代理手续费、保险费、报关费等杂费，按照实际发生额据实收取；仓储管理服务费等按客户实际未提货的金额及时间乘以相关费率确认收入，年基准费率为 7%~8%。公司依照上述基准价标准，与客户就具体进口代理服务费用进行随行就市的商业谈判。

自 2011 年起，公司进口代理业务费率为 0.8%~1%，手续费率为 0.15% + 270~450 元/每笔。公司代理费及手续费收入约占当期进口代理货值总金额的 1%。2014 年起，公司对于部分主要进口代理业务客户的收费费率按照 1% 的上限收取，结算手续费执行基准价格 0.15%。

仓储管理服务费等主要受下游客户实际未提货的货值金额及堆存时间长短的影响，各期之间并不完全成比例关系，与当期进口代理货值总金额也不完全成线性关系。2013 年，主要受进口客户加快货物周转速度、当期远期信用证开证量加大以及市场形势变化等因素的综合影响，公司当年所获得的仓储管理服务费在进口代理货值金额上升的情况下反

而有所下降。2014 年，进口客户的货物周转速度不再继续提升，因此，公司在进口代理货值总金额保持增长的前提下获得仓储管理费用的增长。

**表 8: 进口代理业务收入构成**

收入构成	2012 年度	2013 年度	2014 年度
代理费及手续费	4,231.16	5,661.33	7,542.80
仓储管理服务费	8,131.37	5,766.20	10,963.24
合计	12,362.53	11,427.53	18,506.04
产品类别	2012 年度	2013 年度	2014 年度
原木	326.1	402.54	426.37
锯材	52.23	112.05	114.4
合计	378.33	514.59	540.77
进口代理货值总金额	431,439.22	636,224.67	700,878.51
代理收入占当期进口代理货值总金额的比例	0.98%	0.89%	1.08%

资料来源：招股书

总之，报告期内，由于受到进口代理业务规模、进口代理客户的货物周转速度等各项综合因素的影响，公司进口代理业务收入呈现一定的波动趋势。

由于该业务的低成本特性，因此，随着报告期内进口代理货值金额/收入的持续上升，该项业务的毛利随之走高，但该项业务的毛利率基本保持不变。

## 5、其他业务

为拓展业务范围，提升盈利能力，公司先后尝试性地开展了内贸代理业务、出口代理业务及胶合板自营出口业务。其中，内贸代理业务系公司于国内贸易领域内开展的，以控货为基础的国内贸易代理服务；出口代理系为境外公司国内采购木制品提供的出口代理服务；而胶合板自营出口业务系根据国外采购商的需要采购国内胶合板后出口。

2011 年，公司的其他业务主要为当年开展的木材品出口自营业务。2012 年起，公司新增出口代理服务，主要为境外公司国内采购木制品提供出口代理服务。2012 年起，公司及子公司新增内贸代理业务，主要系为国内贸易客户进行代理采购或代理销售。2013 年，由于市场形势的变化，公司暂停了木材自营进出口业务，加大了内贸代理业务。2014 年，公司的内贸代理业务规模基本保持稳定。

总体而言，公司各项其他业务尚处于培育期间，其他业务的总体收入相对于整体营业收入而言影响较小。由于公司 2013 年起的其他业务主要为与进口代理业务类似的内贸代理业务，因此使得其他业务保持了较高的毛利率水平。

**表 9: 公司其它业务收入构成**

项目	2014 年度		2013 年度		2012 年度	
	金额	比例(%)	金额	比例	金额	比例
内贸代理	1,752.64	95.60	1,552.52	85.03	306.28	16.19
代理出口	80.62	4.40	273.28	14.97	117.46	6.21
木材自营	0.00	0.00	0.00	0.00	1,468.61	77.61
合计	1,833.26	100.00	1,825.80	100.00	1,892.34	100.00

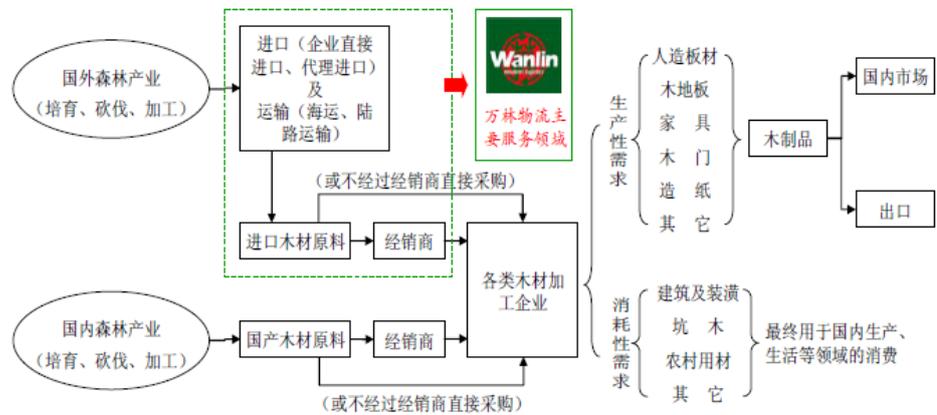
资料来源：招股书

### 三、行业分析

#### 1、产业链结构

本公司作为专注于木材进口领域的综合物流服务提供商，主要为国内客户提供木材进口领域的港口装卸服务、基础物流服务及进口代理服务。从木材行业产业链来看，公司所处行业的下游客户主要为具有木材进口需求的各类木材行业贸易商及最终木材加工企业；公司所处行业的上游供应商主要为国外林业公司或其经销商、代理商。公司现所提供的服务主要集中在产业链的进口环节。

图 9：公司物流产业链结构

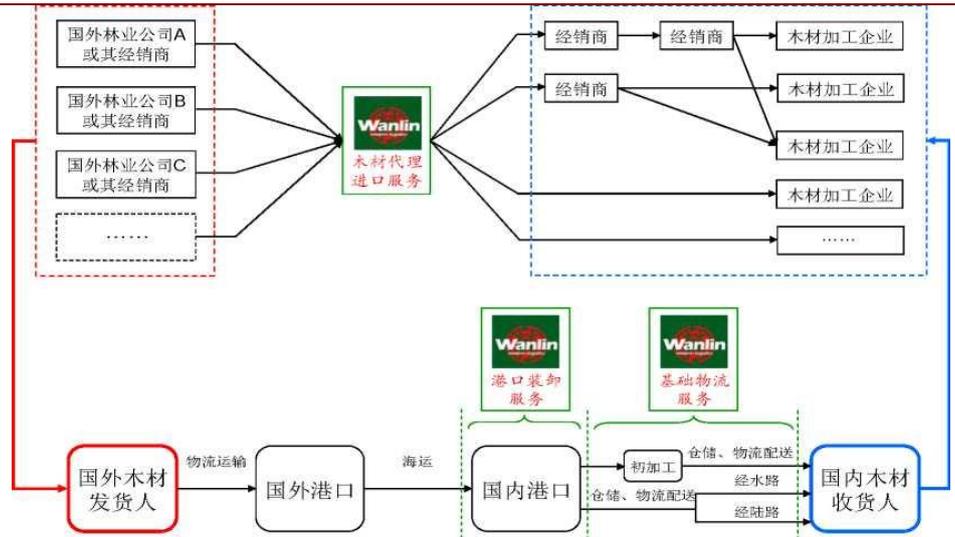


资料来源：招股书

公司的进口代理服务帮助国内木材企业突破了资金、信息、经验的限制，弥补国内木材原料供应短缺的不足；其次，公司通过以港口装卸、仓储、配送、船舶代理、货运代理为主的各项物流服务，优化了进口木材原料流转环节，能够协助客户有效降低物流成本。

此外，公司所提供的进口代理服务与港口装卸服务、基础物流服务之间相互促进。进口代理业务所连结的上游供应商与下游客户，实质上构成了万林物流港口装卸服务与各项基础物流服务的起点及终点。进口代理业务协助国内客户达成木材进口交易，而进口代理的木材经海运运抵国内港口，又为后续的港口装卸业务及相关基础物流服务提供了客户资源。此外，通过提供港口装卸业务及相关基础物流服务，公司可以实现对与进口代理业务相关的物流、信息流进行有效控制，并通过对物流信息的实时统计，及时把握国内木材市场的供需变化走向，有利于为客户提供更好的进口代理服务。

图 10: 公司与各类客户之间的业务关系



资料来源：招股书

### (1) 专业木材港口是公司业务的核心环节

在我国进口木材主要来源地中，除俄罗斯与我国接壤外，其它国家均只能通过海运的方式向我国出口木材。此外，进口原木属于非标产品，陆路运输难度较大。因此，我国的木材进口主要通过海运进行，并且选择接近下游企业集聚区域的港口转运。2010年，我国进口的3,434.8万立方米的原木中约有67.2%，而在2005年这一比例仅为36%。因此，专业木材港口已经成为国内木材进口领域综合物流服务的核心环节。

目前，国内主要的进口木材港口分为沿海港口及长江沿江港口两大类。沿海港口具体包括上海港、岚山港、天津港、连云港等；长江沿江港口具体包括张家港港、泰州港、太仓港、常熟港、扬州港等。其中，长江沿江主要港口最近几年的木材进口量如下表所示：

表 10: 2008 年~2014 年长江沿江主要港口进口木材数量

港口	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
张家港	337.91	331.77	325.31	281.01	294.73	307.34	355.25
泰州港	50.40	67.46	212.10	246.09	244.20	278.44	329.50
太仓港	106.81	178.74	256.50	416.96	490.22	652.91	841.42
常熟港	53.64	86.23	152.34	202.33	228.43	258.59	261.34
扬州港	179.79	99.91	108.65	85.92	103.52	89.23	119.23
合计	728.55	764.11	1,054.90	1,232.31	1,361.10	1,586.51	1,906.74

资料来源：招股书

专业木材港口既是国际木材供应链中原材料和商品、资金和信息的起点与终点；同时又是国外的木材原料优势与国内生产成本优势的最佳结合点，可以通过“前港后厂”临港木材加工最大程代信息技术与自动化技术可为木材港口相关物流过程提供良好的控制与管理，使其更好地成为海向腹地与陆向腹地联系的中枢。

### (2) 基础物流服务是公司业务的重要构成

除木材港口的装卸业务之外，与木材进口物流相关的各类运输、仓储、配送、船舶代理、

货运代理、流通加工等服务同样是木材进口供应链的重要组成部分。各类基础物流服务与木材专业港口服务相结合，优化了木材进口供应链的商流、物流、信息流和资金流的运行，强化了木材进口供应链的服务功能。通过基础物流服务，物流企业可以帮助客户有效降低仓储成本、运输成本、加工制造成本，提升整条木材进口供应链的运营效率。

### (3) 木材进口代理是公司业务的重要构成

所谓外贸代理制是指由我国有对外贸易经营权的公司、企业在其经营范围内以自己的名义代理国内的公司、企业和其他组织或个人与外商签订进出口合同，收取一定的佣金或手续费，而由受托人直接对外商承担合同义务、享受合同权利的一种代理制度。

20 世纪 80 年代，我国逐步建立起来外贸代理制度。经过 30 多年的发展，外贸代理制度已成为我国对外贸易的一种重要方式，并在国民经济发展中发挥着举足轻重的作用。

图 11: 我国外贸代理制度的发展历程



资料来源：招股书

外贸代理是随着国际贸易的发展而形成的一种自然分工的结果，体现了生产和流通领域企业分工协作与互相依存的关系；外贸代理公司长期从事相关业务，拥有广泛的国际销售网络及专业人才，熟知国际贸易规则和外贸交易习惯，了解国际市场行情，能为企业提供及时的信息和优质的服务；同时，针对国内木材需求企业、木材经销商通常规模较小、资金实力较弱的现实，木材进口代理服务可以为其原料采购提供相应资金支持，有利于木材进口业务的顺利开展。

与其他专业领域的外贸代理相比较，原木等木材产品属于非标产品，对于木材品质及价值的判断，更需要丰富的专业知识与市场经验。因此，专业型的木材进口代理服务在我国木材进口领域占据着重要的地位。

## 2、行业竞争情况

### (1) 港口装卸业务的竞争概况

港口建设必须要满足一定的自然条件、货源条件和疏运条件。任何港口均仅能服务一定范围内的腹地经济，只有在距离较近、经济腹地相互重叠的港口之间才会存在直接的竞争关系。又由于原木属于非标件杂货，因此木材装卸业务通常集中在部分木材专业码头。

目前，泰州港木材进口全部通过盈利码头实现。

在现有长江沿江港口中，目前有太仓港、张家港港、泰州港、常熟港、扬州港等多家港口从事大宗木材装卸作业。而在上述港口中，进口木材接卸业务通常集中于少数专业木材码头，因此，公司在港口装卸业务方面所面临的竞争主要来自于这些专业木材码头。

2013年5月，太仓港首家原木港外监管堆场顺利试运行，该堆场占地340亩，具备了全封闭堆存、电子卡口、视频监控、现场查验、疫情监测、除害处理、树皮管理等多项功能条件。2013年9月，太仓港美锦码头开放运营。2013年，常熟港完成了长江港务码头和理文码头的木材口岸达标建设。这些口岸库场的建设极大解决了长江沿岸口岸堆存能力不足的问题，但也加剧了专业木材码头之间的竞争态势。

## （2）基础物流业务的竞争概况

目前，公司所从事的基础物流业务中的船舶代理、货运代理等业务所面临的市场竞争较充分。但是，基础物流业务中的木材仓储、配送服务，是依托公司自有码头以及自有堆场而开展的，具有较好的区位优势和客户资源优势。由于盈利码头周边现缺乏适合新建大型木材堆场的条件，未来一段时期内难以出现可与公司在木材仓储及配送服务方面进行直接竞争的潜在竞争者。

## （3）木材进口代理业务的竞争概况

木材进口代理业务属于外贸代理业务的一个细分品类，在资金流转、单据流转等方面与其他外贸代理业务并未存在较大差别，因此理论上各类外贸代理企业均可能对公司的木材进口代理业务形成竞争。但由于木材属于非标产品，其进口代理业务存在一定技术性，能够大规模开展木材进口代理业务的企业需要具备足够的人才优势、技术能力及相应的资金实力。

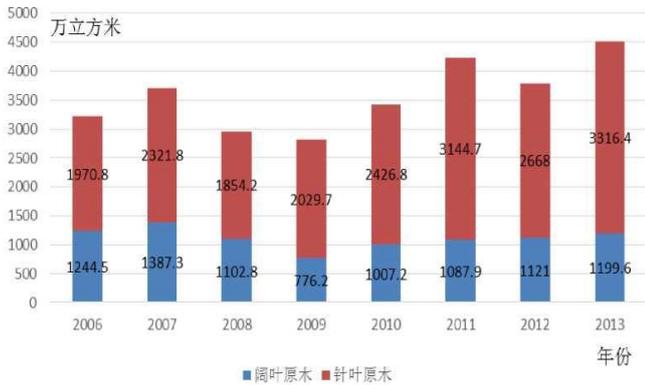
# 3、公司受益于国内木材进口的高速增长

## （1）我国木材进口量维持快速增长

自国家于1998年试点天然林保护工程开始，国内对森林砍伐量的限制日渐严格，无法满足国内下游木材行业的需求。2011年，第二期天然林保护工程已正式启动，国产大胸径优质木材产量将进一步减少。考虑到国内森林资源的再造需要较长时间，因此，通过进口木材资源的方式补充国内木材供应短缺不仅是当前解决国内木材供需缺口最直接有效的办法，而且很可能会持续一个相当长的时期。

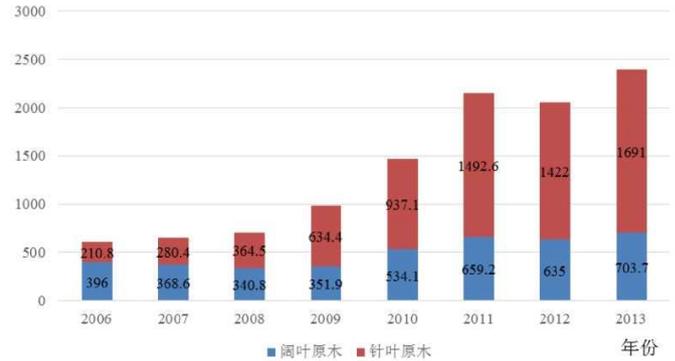
随着金融危机的缓解及国内需求回升，目前我国的木材进口量较2009年有较大幅度的增长。2013年，我国原木进口量为4,515.9万立方米，较2012年增长19.18%，锯材进口量为2,394.7万立方米，较2012年增长16.4%。

图 12: 2006-2013 年我国原木进口量情况



资料来源: 招股书

图 13: 2006-2013 年锯材进口量情况



资料来源: 招股书

从国际木材资源供应来看,传统森林资源大国如印度尼西亚、刚果等国由于受限于经济发展水平与林业工业发展水平,长期通过直接出口木材资源来获取外汇资金。此外,加拿大、美国、俄罗斯等国家则拥有丰富的森林资源,且在森林资源的保护与开发方面具有先进的运营管理经验。最近几十年里,随着新西兰等国家大面积推广人工林栽种,并且已经成为国际木材市场新的稳定供应来源。

当前,我国进口木材来源国主要集中在森林资源丰富及森林工业较为发达的国家,主要包括俄罗斯、加拿大、新西兰、美国。上述 4 国满足了我国目前约 70%的进口需求。其中,俄罗斯是中国最大的木材进口来源国。虽然最近几年俄罗斯对中国的出口量在逐步下降,但 2013 年我国依然有约 1/3 的进口木材来自俄罗斯。

### (2) 欧美传统林业大国加大开拓中国市场的力度

受 2008 年金融危机的影响,欧美众多木材加工企业开工率不足,导致欧美传统林业大国对木材的国内需求锐减。而得益于各项扩大内需政策的支持,我国木材加工产业自 2009 年起就重新恢复了增长,对木材原料的需求稳步增长。国外木材市场需求的疲软与中国木材进口需求的增长形成了鲜明对比,因此众多国际林业公司加大了对中国市场的开拓力度,这为我国企业进口木材原料提供了良好的市场条件。

表 11: 2007 年-2013 年部分主要木材原产国对中国出口数量变化

进口国及木材种类	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2013 较 2007 增长倍数
美国 针叶锯材	7.6	8.7	15.4	34.1	125	72	87.6	11.53 倍
美国 针叶原木	9.5	21.8	63.6	256.3	467.8	340.1	526.4	55.41 倍
加拿大 针叶锯材	61.5	109.2	240.8	396.9	681	640	679.4	11.05 倍
加拿大 针叶原木	11.1	20.4	37.03	116.96	244.5	242.2	270.9	24.41 倍
新西兰 针叶锯材	25	23.5	41.6	41.1	40	49	49.3	1.97 倍
新西兰 针叶原木	122.6	187.2	440.2	592	822	852	1148.1	9.36 倍

资料来源: 招股书

### (3) 江苏、山东、长三角地区等地木材加工产业的快速发展

江苏、山东、浙江等地具有规模较大的木材加工产业并且长期保持较高的发展速度,这为公司提供了较好的客户基础。以人造板产业为例,江苏省人造板产值约占全国的 22%,

山东省人造板产值约占全国的 11%，江苏邳州与山东临沂均是我国

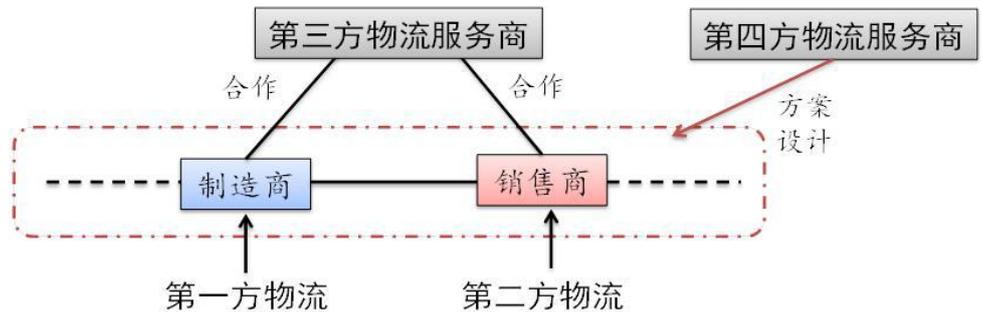
重要的人造板产业基地。但上述地区均属于林木资源匮乏区域，当地木材加工业资源自给率较低，木材原料主要依赖进口。以木地板产业为例，长三角地区是我国实木地板第一大产区，该区域的地板生产多以东南亚、非洲、美洲等地出产的优质温热带木材为原料，进口原木主要通过张家港港、泰州港等港口进行中转。上述地区不仅是盈利码头的重要腹地经济所在地，而且也是公司进口代理业务最终客户的聚集地。经济腹地内的木材加工产业的发展，对公司的港口装卸服务、基础物流服务及木材进口代理服务的稳定与增长具有积极作用。

## 4、木材供应链物流带来新机遇

### (1) 物流服务的组织方式

物流是企业生产和商业活动中货物的转移活动，以及依托于物权转移衍生出的一系列服务活动。物流产业是融合了采购、运输、仓储、货代和信息等领域的复合型服务产业。按照物流的组织方式，可以将物流分为第一方物流、第二方物流、第三方物流和第四方物流（如下图所示）。

图 14：物流组织方式分类



资料来源：招股书

第一方物流（1PL）/第二方物流（2PL）——形成于 20 世纪 80 年代以前，仅表现为简单的货物仓储与运输的职能，物流主要为销售环节和生产环节服务，产生并发展于工业企业和商业企业的内部，主要包括卖方物流（第一方物流）和买方物流（第二方物流）。

第三方物流（3PL）——兴起于 20 世纪 80-90 年代的欧美国家，随着市场需求的变化速度不断加快，企业为了改善产品质量提高服务效率，纷纷建立更接近客户、原料产地或生产地点的配送基地，并推出实时生产、实时配送等增值服务。同时，企业开始逐步将物流业务外包给独立第三方专业运输、仓储企业，以提高效率。第三方物流逐步在社会交易、销售和消费环节发挥巨大作用，通过为降低客户物流成本从而实现增加客户利润的目的，形成所谓的“第三利润来源”。

第四方物流（4PL）——自 20 世纪 90 年代末，竞争的加剧和科技的进步使得传统物流向现代物流转化，供应链管理应运而生。物流不再局限于运输和仓储，而是把运输、仓储、装卸、加工、整理、配送等方面有效地结合起来，提高物流作业的整体效率，降低物流环节的成本。虽然此时的第三方物流已有长足发展，但大部分第三方物流企业都不会对整个供应链的运作进行战略分析，也不会介入供应链的整合。于是，能够管理企业与第三方物流供应商的“中立管理者”——第四方物流应运而生。第四方物流可以提供物流

方案的设计,并对供应链上各环节间的四流(商流、物流、资金流、信息流)进行管理,使之运行更顺畅、效率更高。第四方物流已经成为可以整合、管理各类物流资源,并能够提出一揽子供应链解决方案的供应链服务集成商。

表 12: 物流服务的展及物流组织方式

	概念	优势	劣势
第一方物流	卖方,生产者或供应方组织的物流活动	自营物流更加灵活操作,管理更严密	需要投资,经营和管理整个供应链
第二方物流	买方,销售者或流通企业组织的物流活动	类似于分销商,企业有较大自主权	需要投资,经营和管理整个供应链
第三方物流	生产经营企业以合同方式委托专业物流服务企业进行物流运作与管理	专注于企业优势领域	需要通过信息系统实现对物流全程管理控制
第四方物流	提供物流规划,咨询,信息系统建立,供应链咨询	不实际承担具体的物流活动,类似于管理咨询公司	需要借助实体物流公司,信息技术公司等共同协作实现

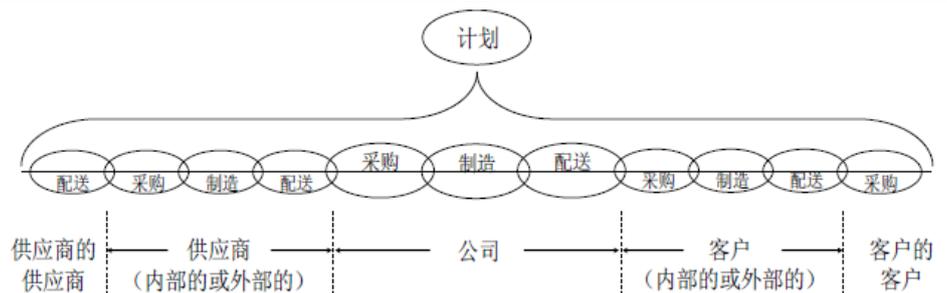
资料来源:招股书

(2) 发展供应链管理是现代物流行业必然的发展方向

随着生产专业化程度的加深,以及市场竞争的日益激烈,企业的生产和销售要更有效率和竞争力,将越来越依赖于以物流为代表的生产性服务业。物流已经成为企业价值链的重要部分,构成了企业产品差异和增值的重要源泉。

1996 年成立于美国的供应链协会(SupplyChainCouncil)将“供应链管理(SCM)定义为:“SCM 是为了生产和提供最终产品,包括从‘供应商的供应商’到‘客户的客户’的一切努力”,涵盖 4 个基本流程—计划、采购、制造和配送(见下图)。其中所涉及的具体内容有“管理供给与供应、采购原材料及零部件、制造并装配、仓储与库存、订单管理、通过各种渠道进行分销,以及将产品最终配送到客户手中。”

图 15: 供应链管理结构



资料来源:招股书

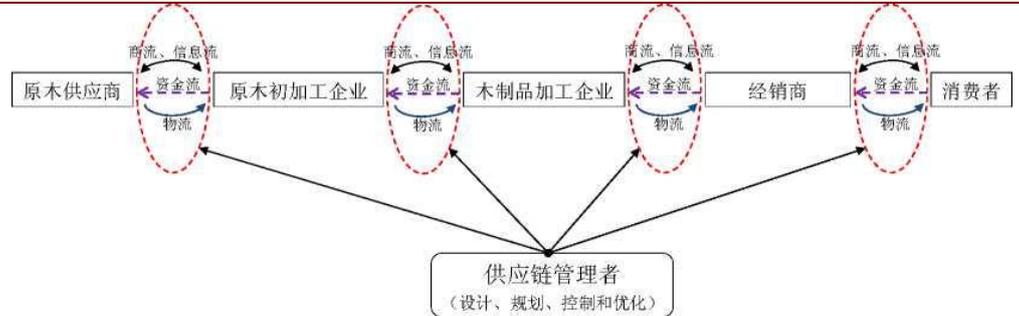
由此可见,供应链由原材料零部件供应商、生产商、批发经销商、零售商、运输商等一系列企业组成。原材料零部件依次通过“链”中的每个企业,逐步变成产品,产品再通过一系列流通配送环节,最后交到最终用户手中,构成了一个完整供应链的全部活动。

供应链管理对整条“链”进行集成管理,通过“链”上各个企业之间的合作和分工,致力于整个链”上物流、商流(链上各个企业之间的关系形态)、信息流和资金流的合理性和优化,从而提高整条“链”的竞争能力。

在传统的木材产业中,原木供应商、初加工企业、木材加工企业、经销商和最终消费者

之间，通过商流、物流、信息流和资金流紧密相联，形成一条木材产业供应链。在供应链管理的背景下，木材产业供应链管理者可以通过对供应链各环节间的商流、物流、信息流、资金流进行重新设计、规划、控制和优化，确保整个链条运行更顺畅和更具效率。木材产业供应链管理者也可以借助对“四流”的管理，通过提供各式增值服务，与供应链各方结成利益共同体，分享成本下降带来的利润提升。

图 16: 木材供应链管理价值



资料来源：招股书

### (3) 我国木材产业供应链管理也将逐步完善

#### 1) 木材进口代理商将成为木材产业供应链管理的重要组成部分

木材进口代理商凭借自身在资金、信息等方面的优势，可以将公司内部的管理、客户需求管理、供应商关系管理以及对其他外包服务商的管理进行有效整合，充分地集合供应网络资源和客户需求信息等，成为侧重于对供应链商流、物流、资金流、信息流进行计划、组织、协调、控制的服务集成商。

目前国内进口代理的木材中将近 70%为原木，木材进口综合物流服务提供商可以增加初加工等增值服务。当原木加工成木方或板材后，既可以为后续运输节约成本，也为下游企业的生产制造环节提供了方便。此外，在木材进口代理商的客户中存在数量较多的木材经销商。木材进口代理商凭借自身掌握的信息优势，有能力为这些经销商的木材销售提供有关木材交易的各类服务。

#### 2) 专业木材港口的发展推动了我国木材产业供应链的重构

具备疏运、集散功能的专业木材港口是我国木材产业供应链的核心环节。围绕专业木材港口的建设与发展，将逐步形成能够综合多种服务要素，提供多方位、多层次的木材进口综合物流体系。专业木材港口将进一步拓展原有的单一港口物流服务功能，最终形成“港区一体化”、“前港后厂”的发展模式。

为适应这种调整，国内木材进口供应链也将进行重构，专业木材港口的重要性将更加突出。在这一过程中，对于能够控制港口码头等供应链关键环节的物流企业，将取得对新供应链的主导权，从而获取产业发展的先机。

## 四、募投项目

### 1、募集资金投向

根据公司 2011 年度股东大会决议，公司拟申请向社会公开发行 6,000 万股人民币普通股（A 股），预计募集资金净额 30,957.55 万元。

本次募集资金投资项目经公司股东大会审议通过，由董事会负责实施，将按项目的轻重缓急投资于上述项目。其中，“木材物流配送中心项目”由公司自行实施；“木材装卸扩能项目”由公司通过增资子公司盈利港务后由盈利港务负责实施。

表 13: 募集资金投向

序号	项目名称	立项备案批准文件	环评批文	投资金额
1	木材物流配送中心项目	靖发改投（2011）字第 33 号	靖环建审[2011]240 号	41,920.94
2	木材装卸扩能项目	靖发改投（2011）字第 35 号	靖环建审[2012]4 号	7,078.80
3	补充其他与公司主营业务相关的营运资金	-	-	-
合计				48,999.74

资料来源：招股书

本次募集资金将全部用于与公司主营业务相关的项目投资以及生产经营。通过“木材装卸扩能项目”的建设，进一步增强盈利码头的吞吐量与木材装卸效率、增加码头通过能力，从而进一步强化盈利码头作为国内重要木材接卸港的行业地位；通过“木材物流配送中心项目”的建设，新增并强化木材初加工能力、木制品仓储能力以及物流配送能力，更好地服务于即将在公司附近兴起的木材加工企业群落，提升整体服务的附加值；最终提升公司在木材进口综合物流服务方面的竞争优势。

### 2、募投项目经济效益显著

本次募集资金投资项目建成后，公司将新增年加工 80 万立方米的木材初加工能力以及 120 万立方米的仓储配送能力，同时盈利码头的木材装卸能力也将提升 60%，达到每年 400 万立方米。

#### （1）木材物流配送中心项目

木材物流配送中心项目的规划与建设，是公司进一步完善进口木材领域综合物流服务体系的关键环节。通过该项目的建设，公司将新添木材初加工能力、木材制品仓储能力以及物流配送能力，最终形成集木材初加工、仓储、产品展示、物流配送、信息服务等功能于一体的区域性专业木材物流配送中心。

该项目毗邻盈利港务，占地 42.164 公顷，规划建筑面积 18.65 万平方米，包括木材加工区、成品仓储区、半成品仓储区、交易展示区、公路运输区、综合服务区、生活配套区多个功能分区，拟购置安装各类机械设备 139 台（套），设计木材每年初加工能力 80 万立方米，木制品每年仓储配送 120 万立方米。

根据东南大学建筑设计研究院于 2011 年 11 月出具的本项目可行性研究报告，项目计算期定为 41 年，其中建设期 18 个月，第二年下半年投产，生产规模达到设计能力的 50%，第三年生产规模达到设计能力的 80%，第四年达产。本项目达产后，预计每年将实现营业收入 14,705.76 万元，年利润总额 6,723.68 万元，利润率 16.04%。

## (2) 木材装卸扩能项目

木材装卸扩能项目拟利用盈利码头现有条件，在 3 个现有泊位上新增 6 台“25t-35m”门机以及配套木材装卸专用设备，如木材抓斗机、装卸机等，并通过技术改造，将装卸工艺由原来的“船吊（门机）——人力钢丝绳装卸工艺”调整为“门机——人力钢丝绳（或抓斗）装卸工艺”，从而实现增加木材装卸量目的。本项目总投资为 7,078.80 万元，预计项目建成后，盈利港务的年木材装卸量将增加 150 万立方米。

根据盈利港务编制的本项目可行性研究报告，项目计算期定为 41 年，其中建设期 18 个月，第二年下半年投产，第三年生产规模达到设计能力的 80%，第四年达产。

本项目实施后能够提高木材装卸作业效率 60%，在原有每年 250 万立方米原木装卸能力基础上增加约 150 万立方米装卸能力。正常达产后，每年能增加营业收入 4,500.00 万元，扣减成本费用 3,201.36 万元，实现利润 1,298.64 万元，内部收益率 15.84%。

## 五、盈利预测与估值

### 1. 盈利预测

我们预计公司 15-17 年 EPS 为 0.34、0.44 和 0.51 元。

表 14: 盈利预测简表

会计年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入(百万元)	351	436	523	628	754
同比增长	-4%	24%	20%	20%	20%
营业利润(百万元)	143	131	167	215	252
同比增长	21%	-9%	27%	29%	17%
净利润(百万元)	120	111	140	179	209
同比增长	18%	-7%	26%	28%	17%
每股收益(元)	0.34	0.32	0.34	0.44	0.51

资料来源: 公司数据、招商证券

### 2. 估值分析

当前两市第三方物流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 70-80XPE, 合理估值区间 22.4-25.6 元。

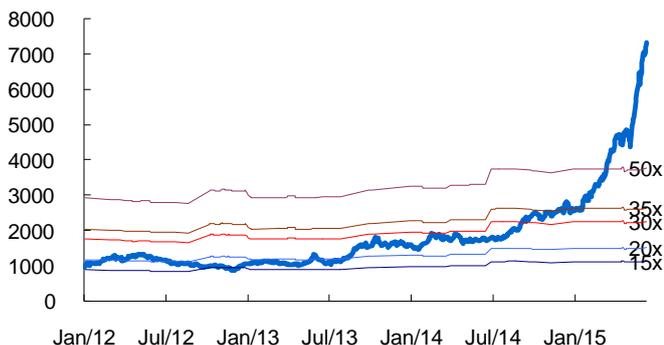
表 15: 估值对比表

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	
万林股份	0.32	0.34	0.44		18.9	17.6	13.8	

资料来源: 公司数据、招商证券

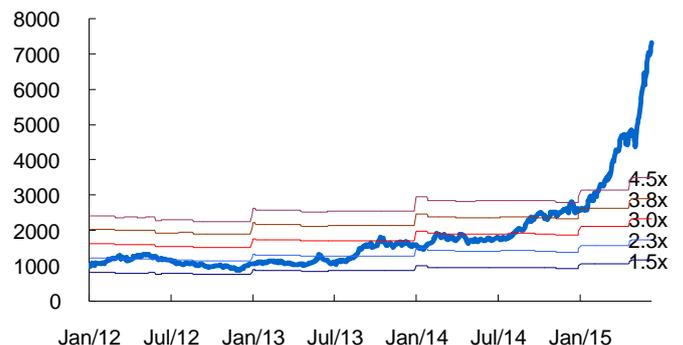
### 3. 物流行业历史 PE Band 和 PB Band

图 17: 物流行业历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 18: 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>	2716	2761	2781	3335	3993
现金	514	474	36	42	42
交易性投资	0	2	2	2	2
应收票据	146	161	194	232	279
应收款项	48	46	55	66	79
其它应收款	1840	1849	2219	2663	3196
存货	1	1	1	2	2
其他	167	227	273	327	393
<b>非流动资产</b>	970	981	1034	1085	1136
长期股权投资	5	8	8	8	8
固定资产	737	739	811	880	946
无形资产	196	192	173	155	140
其他	32	42	42	42	42
<b>资产总计</b>	<b>3686</b>	<b>3742</b>	<b>3814</b>	<b>4420</b>	<b>5129</b>
<b>流动负债</b>	2684	2704	2276	2730	3267
短期借款	1722	1894	1515	1938	2435
应付账款	8	10	11	14	16
预收账款	172	111	133	159	191
其他	782	689	616	620	623
<b>长期负债</b>	138	63	63	63	63
长期借款	115	40	40	40	40
其他	23	23	23	23	23
<b>负债合计</b>	<b>2821</b>	<b>2766</b>	<b>2338</b>	<b>2793</b>	<b>3329</b>
股本	351	351	411	411	411
资本公积金	162	162	462	462	462
留存收益	352	463	603	754	927
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	865	976	1476	1627	1800
<b>负债及权益合计</b>	<b>3686</b>	<b>3742</b>	<b>3814</b>	<b>4420</b>	<b>5129</b>

现金流量表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>经营活动现金流</b>	292	192	(150)	(191)	(236)
净利润	120	111	140	179	209
折旧摊销	31	32	48	48	49
财务费用	56	91	99	105	132
投资收益	(2)	(3)	(7)	(7)	(7)
营运资金变动	89	(36)	(430)	(516)	(620)
其它	(2)	(1)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(71)	(67)	(100)	(100)	(100)
资本支出	(72)	(70)	(100)	(100)	(100)
其他投资	1	3	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(137)	(113)	(188)	296	336
借款变动	(124)	(30)	(455)	423	498
普通股增加	0	0	60	0	0
资本公积增加	0	0	300	0	0
股利分配	0	0	0	(28)	(36)
其他	(13)	(84)	(93)	(98)	(126)
<b>现金净增加额</b>	84	11	(437)	6	0

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>	351	436	523	628	754
营业成本	123	148	177	213	255
营业税金及附加	1	1	1	1	1
营业费用	12	9	11	13	16
管理费用	51	55	67	80	96
财务费用	22	90	99	105	132
资产减值损失	1	8	8	8	8
公允价值变动收益	(1)	3	3	3	3
投资收益	2	3	3	3	3
<b>营业利润</b>	143	131	167	215	252
营业外收入	5	5	5	5	5
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	148	136	171	219	256
所得税	28	25	31	40	47
<b>净利润</b>	120	111	140	179	209
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	120	111	140	179	209
<b>EPS (元)</b>	0.34	0.32	0.34	0.44	0.51

主要财务比率

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>年成长率</b>					
营业收入	-4%	24%	20%	20%	20%
营业利润	21%	-9%	27%	29%	17%
净利润	18%	-7%	26%	28%	17%
<b>获利能力</b>					
毛利率	65.0%	66.1%	66.1%	66.1%	66.1%
净利率	34.2%	25.5%	26.7%	28.5%	27.7%
ROE	13.9%	11.4%	9.5%	11.0%	11.6%
ROIC	4.8%	6.0%	7.1%	7.2%	7.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	76.5%	73.9%	61.3%	63.2%	64.9%
净负债比率	51.8%	53.7%	40.8%	44.7%	48.3%
流动比率	1.0	1.0	1.2	1.2	1.2
速动比率	1.0	1.0	1.2	1.2	1.2
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
存货周转率	187.8	154.7	134.0	134.0	134.0
应收帐款周转率	7.3	9.3	10.4	10.4	10.4
应付帐款周转率	14.5	16.9	16.9	16.9	16.9
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.34	0.32	0.34	0.44	0.51
每股经营现金	0.83	0.55	-0.36	-0.46	-0.57
每股净资产	2.47	2.78	3.60	3.96	4.38
每股股利	0.00	0.00	0.07	0.09	0.10
<b>估值比率</b>					
PE	17.5	18.9	17.6	13.8	11.8
PB	2.4	2.2	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	19.0	14.6	11.6	9.9	8.4

## 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。