

日期: 2012年5月11日

行业: 交运物流



冀丽俊

021-53519888-1921

jilijun@sigchina.com

执业证书编号: S0870510120017

IPO 询价区间 RMB4.86-5.40 元

上市合理估值 RMB5.40-6.00 元

**基本数据 (IPO)**

发行数量不超过 (百万股) 100.00

发行后总股本 (百万股) 400.00

发行方式 网下询价配售

网上定价发行

保荐机构 中银国际

**主要股东 (IPO 前)**

港中旅华贸 78.00%

中旅总社 1.00%

港旅公寓 1.00%

创华投资 20.00%

**收入结构 (11Y)**

跨境综合物流服务 60.27%

供应链贸易业务 39.73%

报告编号: JLJ12-NSP01

首次报告时间: 2012年5月11日

# 跨境一站式综合物流服务商

## ■ 投资要点:

### 跨境一站式综合物流服务商

公司主营现代物流业务, 提供以国际货代为核心的跨境一站式综合物流服务及供应链贸易服务。公司致力于提供门到门跨境一站式综合物流服务, 公司拥有丰富的行业经验、优质的品牌形象和领先的市场地位, 以及遍布全球的服务网络、丰富的服务产品和强大的跨境综合物流服务能力。

### 募投项目提高公司竞争力

公司本次发行募集资金, 主要投向物流网络建设、仓储物流中心建设和IT系统开发。募投项目实施以后, 公司的网络布局更加完善, 提高了市场竞争力。

### 业绩增长可持续

假设公司募投项目按计划投产, 所得税率为 25%, 我们测算 2012-2014 年归于母公司所有者的净利润将实现年递增 16.29%、35.42%、27.02%, 相应的稀释后每股收益为 0.30 元、0.41 元和 0.52 元。

### 定价结论

考虑到公司的产能情况, 我们认为, 给予公司 2012 年 18-20 倍市盈率较为合理, 公司合理估值区间为 5.40-6.00 元。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况, 我们选取一二级市场 10% 的折让, 建议询价区间为 4.86-5.40 元, 对应的 2011 年市盈率区间为 18.84-20.93 倍。

## ■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (亿元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	7,002.32	6,946.42	8,563.70	10,470.63	12,102.80
年增长率	56.38%	-0.80%	23.28%	22.27%	15.59%
归属于母公司的净利润	101.50	103.35	120.18	162.75	206.74
年增长率	91.16%	1.82%	16.29%	35.42%	27.02%
(发行后摊薄) 每股收益 (元)	0.25	0.26	0.30	0.41	0.52

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

## ■ 公司概况

公司主营现代物流业务，具体提供以国际货代为核心的跨境一站式综合物流服务及供应链贸易服务。公司所从事的跨境综合物流服务是指按照客户要求，接受国际空运和海运运输业务的总包或者分包，提供包括营销、物流咨询、方案设计、成本控制和全程客服等在内的前端服务，提货、理货仓储、配套作业、配载集装和监管服务等在内的出口仓储，订舱管理、单证管理、关务服务和进港管理等在内的离岸管理，空运集运、海运集运、多式联运和工程物流等在内的国际运输，目的港清关服务、进口仓储、转运和分拨派送等在内的目的港服务，以及结算和资金流等在内的跨境全过程物流产品和服务。

公司所从事的供应链贸易业务主要是为生产商提供采购执行和分销执行的综合服务，包括市场信息、价格和交货期等协调、物流方案及资金安排。现代物流服务业的产生和发展得益于席卷世界的经济全球化过程。在经济全球化的推动下，资源配置已从一个工厂、一个地区、一个国家扩展到整个世界，现代物流服务业通过现代运输手段、信息技术和网络技术，降低了物流成本，提高了物流效率，在国际贸易和全球资源配置中发挥着越来越大的作用。同时，现代物流服务业也被认为是国民经济发展的动脉和基础产业，其发展程度成为衡量一个国家现代化程度和综合国力的重要标志之一。

华贸有限的前身为华贸服务公司，后经过多次产权转让和增资，于2010年整体变更设立为股份有限公司。发起人为港中旅华贸、中旅总社、港旅公寓、创华投资公司。

港中旅华贸持有公司78%的股权，为公司的控股股东。公司股东港中旅华贸、中旅总社及港旅公寓的实际控制人均为港中旅集团，截至本招股说明书签署日，上述三名股东合计持有公司80%的股份，即港中旅集团间接控制公司80%的股份，是公司的实际控制人。

表1 公司的股东及实际控制人情况 单位：万股、%

序号	股东名称	发行前		发行后	
		持股数	持股比例	持股数	持股比例
1	港中旅华贸	23,400	78.00	23,400	58.50
2	中旅总社	300	1.00	300	0.75
3	港旅公寓	300	1.00	300	0.75
4	创华投资	6,000	20.00	6,000	15.00
5	社会公众股	-	-	10,000	25.00
合计		30,000	100.00	40,000	100.00

数据来源：公司招股意向书

## ■ 行业增长前景

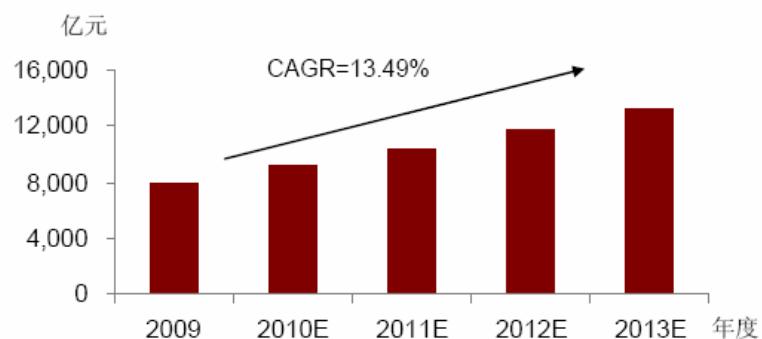
近年来，随着我国经济快速增长，我国社会物流总额实现高速增长。2010 年全社会物流总额达 125.4 万亿元，按可比价格计算，同比增长 15%。2006-2010 年，全社会物流总额复合增长率为 20.44%，反映了我国物流总需求的强劲增长态势。

国际通行以全社会的物流总费用占 GDP 的比例来评价整个经济体的物流效率，物流总费用占 GDP 越低表示该经济体物流效率越高、物流发展水平越发达。以此指标计算，2010 年社会物流总费用与 GDP 的比率为 17.8%，同比下降 0.3%。近年来呈缓慢下降趋势，体现我国近年来物流效率逐渐提高。一般而言，发达国家物流总费用占 GDP 比重都在 10% 左右，与欧美和日本等发达国家相比，我国物流成本占 GDP 的比重仍然较高，物流发展水平与发达国家仍有较大差距，未来仍有较大的发展空间。

### (1) 我国跨境综合物流

我国经济的快速增长，加速了全社会商品、信息和服务的流通，为以国际货代为核心的跨境综合物流行业的发展提供了广阔的市场空间。国内的巨大市场以及特有的比较成本优势决定了中国仍是世界的制造中心，未来将逐渐发展成为世界的物流集散中心。中国跨境综合物流市场潜力巨大，跨境综合物流企业将获得更大的生存和发展空间。

表1 2010~2013 年中国国际货代市场规模预测



数据来源：公司招股意向书

1998 年至 2008 年，中国跨境物流行业市场规模每年以 10% 以上速度增长，高于 GDP 的增长速度。受 2008 年爆发的全球金融危机影响，中国外贸出口行业遭受较大的打击，整个外贸产业链整体出现衰退，跨境物流行业作为外贸产业链中重要的一环也受到沉重的

打击。但是随着经济复苏，外贸经济的逐渐恢复，跨境物流行业也出现恢复性增长，逐渐回到金融危机前的水平。

根据上海市国际货代行业协会的统计及预测，2009 年中国国际货代市场规模已达 8,000 亿元，在未来五年内，将以 13.49% 的年复合增长率增长。

## （2）我国供应链贸易服务

中国经济持续高速发展，为供应链贸易服务行业的快速发展提供了良好的宏观环境。中国供应链贸易服务市场潜力很大，推动供应链贸易服务发展有三个主要因素：第一、跨国公司正在将更多的业务转向中国，甚至将发展重心转移到中国，这将会产生大量的供应链贸易和物流服务需求；第二、中国公司为降低成本和增强核心竞争力也增加了对供应链物流和贸易服务的需求；第三、政府的激励措施促进了中国供应链物流和贸易服务市场的迅速发展。

2005-2009 年，中国物流及供应链市场总支出的年复合增长率达到 12.02%，在经历 2009 年度的小幅下跌后，2010 年又上升至 8,148 亿美元。

## ■ 行业竞争结构及公司的地位

从事跨境综合物流或供应链贸易业务的企业大多分布在我国制造业和国际贸易活跃的地区，如环渤海经济圈、长三角经济圈、海西经济圈和珠三角经济圈等地区。这些地区集中了怡亚通、飞马国际、新宁物流等供应链贸易及仓储物流行业的上市公司，也有丹沙中福、辛克、泛亚班拿、康捷空、德迅（中国）、嘉里大通等外资综合物流企业，此外大型国有企业中外运长航、中钢国际也是跨境综合物流和供应链贸易市场竞争的重要参与者。

表2 主要竞争对手简要情况介绍

企业名称	企业性质	注册地点	成立时间	主营业务
中外运长航	国有	北京	2009 年	综合物流、航运和船舶工业
中钢国际	国有	北京	1994 年	进出口及内贸货物的水运（包括无船承运）、陆运、空运、仓储及货物监管、货运代理、船舶代理、保险代理及相关咨询服务等业务
天津中货	国有	天津	1985 年	集装箱船舶的国际运输代理业务
锦程国际	民营	大连	1990 年	为客户提供门到门的全程国际物流服务，包括综合物流以及海运和空运国际货运代理
丹沙中福	外资	上海	1998 年	全球空运、海运、陆运、仓储及分拨等业务，并提供网上查询、系统物流管理、大型项目的解决方案等

辛克	外资	上海	2004 年	承办海运、陆运、空运进出口货物、国际展品、私人物品及过境货物的国际运输代理业务
泛亚班拿	外资	上海	2004 年	承办海运、陆运、空运进出口货物、国际展品、私人物品及过境货物的国际运输代理业务；无船承运业务；国内货运代理业务；货物仓储、装卸、加工、包装及相关服务；物流及供应链渠道的设计和管理、物流及供应链软件的开发、设计及相关的咨询服务；道路普通货运（涉及行政许可的凭证许可经营）从事无船承运业务；普通货运。承办进出口货物的空运、海运
康捷空	外资	北京	1993 年	国际运输代理业务，相关的短途运输服务及咨询业务；国内空运货物运输代理业务
德迅（中国）	外资	上海	1979 年	向全世界提供高价值的综合物流服务，主要从事海运、空运，第三方物流
嘉里大通	外资	北京	1985 年	国内快运、仓储、合约物流、国际货代、展览物流、工程物流、增值服务和保险等
怡亚通	民营	深圳	2004 年	为企业提供除其核心业务外其余供应链管理环节的服务
飞马国际	民营	深圳	2006 年	综合物流服务、塑胶物流园经营和贸易执行服务
新宁物流	民营	昆山	2008 年	以电子元器件保税仓储为核心，并为电子信息产业供应链中的原料供应、采购与生产环节提供第三方综合物流服务

数据来源：公司招股意向书

#### 公司的竞争优势：

- 1、公司是中国最早获得国家经营许可的一级国际货代企业之一，在跨境综合物流行业内具有领先地位；
- 2、公司服务产品丰富多样且具有较强的现代物流整合能力，在国际运输服务上具有明显优势；
- 3、公司拥有遍布全国主要城市的国内网络和以海外代理为主的全球服务网络，具有集约化经营的规模优势；
- 5、公司拥有先进的、覆盖全程的管理信息系统；
- 6、公司具有难以复制的管理创新优势。

#### ■ 招募项目

公司本次发行募集资金，主要投向物流网络建设、仓储物流中心建设和 IT 系统开发。

表3 公司的募集资金项目计划概况 单位：万元

项目名称	募集资金项目	募集资金拟使用额	募集资金投入金额		
			2012 年	2013 年	2014 年
物流网络建设	1.国内物流网络建设项目	20,000	10,500	5,000	4,500

	2.国外物流网络建设项目	13,000	13,000	-	-
仓储物流中心建设	3.临港仓储物流中心建设项目	14,000	13,430	570	-
IT 系统开发	4.物流供应链一体化平台建设项目	3,000	1,500	1,500	-
	合计	50,000	38,430	7,070	4,500

资料来源：公司招股意向书等

### 1、国内物流网络建设项目

第一阶段（2011-2012 年）：投资设立重庆、郑州、沈阳、昆山四个子公司，投资金额为 10,500 万元。建成运营后，预计每年可新增营业收入 80,742 万元，新增净利润 2,106 万元，投资回收期为 5 年。

第二阶段（2013 年）：投资设立长春、昆明、济南三家子公司，投资金额为 5,000 万元。建成运营后，预计每年可新增营业收入 39,013 万元，新增净利润 1,017 万元，投资回收期为 5 年。

第三阶段（2014 年）：投资设立南昌、长沙、兰州三家子公司，投资金额为 4,500 万元。建成运营后，预计每年可新增营业收入 33,269 万元，新增净利润 901 万元，投资回收期为 5 年。

表4 国内物流网络建设项目投资估算及效益分析 单位：万元人民币

项目	第一阶段					第二阶段				第三阶段			
	重庆	郑州	沈阳	昆山	总计	长春	昆明	济南	总计	南昌	长沙	兰州	总计
投资概算													
网点开办及推广投入	802.11	425.27	368.05	288.94	1,884.37	445.01	352.49	269.78	1,067.28	233.97	247.67	228.28	709.91
办公租金投入	47.55	17.94	17.32	12.37	95.19	20.52	13.86	12.04	46.41	13.87	14.52	12.50	40.89
人员费用投入	494.56	186.59	180.17	128.61	989.93	213.41	144.11	125.18	482.69	144.26	151.03	130.01	425.30
流动资金投入	3,655.78	1,370.20	1,434.45	1,070.09	7,530.51	1,321.06	989.55	1,093.00	3,403.61	1,107.91	1,086.77	1,129.22	3,323.89
总投资额	5,000.00	2,000.00	2,000.00	1,500.00	10,500.00	2,000.00	1,500.00	1,500.00	5,000.00	1,500.00	1,500.00	1,500.00	4,500.00
盈利预测													
营业收入	38,195.63	16,612.16	14,377.12	11,557.47	80,742.38	16,481.83	12,154.73	10,376.29	39,012.84	11,141.27	11,257.79	10,870.27	33,269.33
-营业成本	35,101.79	15,299.80	13,126.31	10,619.00	74,146.90	15,097.35	11,100.91	9,463.18	35,661.44	10,227.69	10,322.27	9,989.78	30,539.74
营业毛利	3,093.85	1,312.36	1,250.81	938.47	6,595.48	1,384.47	1,053.81	913.11	3,351.40	913.58	935.52	880.49	2,729.60
-销售费用	802.11	425.27	368.05	288.94	1,884.37	445.01	352.49	269.78	1,067.28	233.97	247.67	228.28	709.91
-管理费用	951.07	358.82	346.49	247.33	1,903.71	410.40	277.13	240.73	928.26	277.42	290.45	250.02	817.88
营业利润	1,340.67	528.27	536.27	402.20	2,807.40	529.07	424.20	402.60	1,355.87	402.20	397.40	402.20	1,201.80
-所得税	335.17	132.07	134.07	100.55	701.85	132.27	106.05	100.65	338.97	100.55	99.35	100.55	300.45
净利润	1,005.50	396.20	402.20	301.65	2,105.55	396.80	318.15	301.95	1,016.90	301.65	298.05	301.65	901.35

资料来源：公司招股意向书等

### 2、国外物流网络建设项目

国外物流网络建设项目拟新设纽约、卢森堡、法兰克福三个子公司，并对现有华贸物流香港进行增资投资，投资金额为 11,321 万元（或 1,700 万美元），加上 2009 年公司已投入华贸物流香港的 300 万美元，共计 13,319 万元（或 2,000 万美元），拟使用募集资金 13,000 万元。项目建成运营后，预计每年可新增营业收入 12,452 万美元，新增净利润 330 万美元，投资回收期为 6.1 年。

表5 国外物流网络建设项目投资估算及效益分析 单位：万美元

项目	纽约	德国	卢森堡	香港	总计
投资概算					
网点开办及推广投入	41.40	32.28	54.88	40.97	169.53
办公租金投入	23.46	18.29	31.10	23.21	96.06
人员费用投入	114.95	89.64	152.38	113.75	470.72
流动资金投入	320.20	359.78	261.64	322.07	1,263.69
总投资额	500.00	500.00	500.00	500.00	2,000.00
效益分析					
一、营业收入	3,285.46	2,391.41	3,740.92	3,034.52	12,452.31
减：营业成本	3,019.01	2,196.03	3,449.13	2,794.79	11,458.96
二、营业毛利	266.45	195.38	291.79	239.73	993.35
减：销售费用	20.70	16.14	27.44	20.48	84.76
管理费用	117.29	91.47	155.49	116.07	480.32
三、营业利润	128.46	87.76	108.86	103.17	428.26
减：所得税	44.96	13.16	22.86	17.02	98.01
四、净利润	83.50	74.60	86.00	86.15	330.25

资料来源：公司招股意向书等

### 3、临港仓储物流中心项目

项目投资完成后，预计每年实现营业收入约 9,072 万元，净利润约 3,010 万元，投资回收期为 6.65 年。

表6 临港仓储物流中心项目预期收益 单位：万元

行次	项目	月度预计数	年度预计数
1	主营业务收入	756.04	9,072.42
2	减：主营业务成本	370.90	4,450.83
3	主营业务利润	385.14	4,621.59
4	减：管理费用	50.70	608.35
5	财务费用	0.00	0.00
6	营业利润	334.44	4,013.24
7	利润总额	334.44	4,013.24
8	减：所得税	83.61	1,003.31
9	净利润	250.83	3,009.93

资料来源：公司招股意向书等

## ■ 公司业务简况及收入、利润结构变化

2009-2011 年营业总收入同比分别增长 -10.11%、56.38% 和 -0.80%，归属于母公司所有者的净利润同比增长 -41.04%、91.16% 和 0.48%。2008 至 2010 年度，公司营业收入呈现稳步增长趋势。2009 年，受金融危机影响，中国外贸行业下滑，货物进出口额均出现下滑，跨境综合物流及供应链贸易行业出现整体业绩下滑。公司 2009 年营业收入较 2008 年下降 10.11%。2010 年，随着世界经济逐渐走出低谷，国际贸易逐步复苏，公司营业收入随之增长，较 2009 年度增长 56.38%，较 2008 年度增长 40.57%。

2011 年 1-6 月，全球经济复苏带来的国际贸易反弹性增长已逐渐减弱，公司业务量较 2010 年同期增长；但同时由于国际货运的运价整体下降，因此公司 2011 年 1-6 月跨境综合物流业务在业务量增长的情况下，业务收入较 2010 年同期下降 6.58%，相应的业务成本较 2010 年同期下降 7.99%。

公司主营业务毛利率相对稳定，2008-2011 年综合毛利率分别为 6.56%、6.54%、5.75% 和 6.43%。2011 年 1-6 月跨境综合物流业务毛利率较 2010 年相关业务平均毛利率上升约 1.4 个百分点，主要原因是产品销售价格随着采购价格的下降而下降，同时公司维持相对稳定的毛利空间，在整体收入基数相对下降的情况下，公司 2011 年 1-6 月平均毛利率较 2011 年有所增长。

表7 公司主营业务收入构成 单位：万元

项目	2011年		2010 年		2009 年度		2008 年度	
	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比
跨境综合物流服务	418,670.81	60.27%	441,791.67	63.09%	269,767.89	60.45%	333,083.87	66.87%
供应链贸易业务	275,971.45	39.73%	258,440.77	36.91%	176,504.03	39.55%	165,057.41	33.13%
主营业务收入合计	694,642.25	100.00%	700,232.44	100.00%	446,271.92	100.00%	498,141.28	100.00%

资料来源：公司招股意向书等

表8 公司报告期内的跨境综合物流业务运营数据

业务明细	2011 年	2010 年度	2009 年度	2008 年度
海运业务 (TEU)	511,671	412,403	308,580	334,309
其中：海运出口 (TEU)	474,577	377,963	284,947	312,282
海运进口 (TEU)	37,094	34,440	23,633	22,027
空运业务 (吨)	150,459	145,369	112,495	107,050
其中：空运出口 (吨)	106,074	107,409	86,709	82,360
空运进口 (吨)	44,386	37,960	25,786	24,690
仓储面积 (平米)	186,832	172,751	166,316	85,712
工程物流合同 (单)	2,771	3,104	2,135	1,927

其中：进口合同（单）	1442	1,682	963	1,017
出口合同（单）	1329	1,422	1,172	910
主营业务收入（万元）	418,670.81	441,791.67	269,767.89	333,083.87

资料来源：公司招股意向书等

表9 公司自有仓库、向关联方租赁仓库及向第三方租赁仓库的情况 单位：平米

营运仓库分类	2011.12.31	2010.12.31	2009.12.31	2008.12.31
自有仓库面积（含在建）	95,168.52	38,950.33	38,950.33	38,950.33
自有仓库比重	40.86%	22.55%	23.42%	45.44%
向关联方租赁及合作经营仓库面积	95,176.85	71,426.85	71,426.85	16,373
向关联方租赁及合作经营仓库比重	40.86%	41.35%	42.95%	19.10%
受关联方委托经营仓库面积	0	23,750	23,750	-
受托经营仓库比重	0	13.75%	14.28%	-
向第三方租赁仓库面积	42,583.09	38,623.88	32,188.69	30,388.69
向第三方租赁仓库比重	18.28%	22.36%	19.35%	35.45%
营运仓库总面积	232,928.46	172,751.06	166,315.87	85,712.02

资料来源：公司招股意向书等

表10 公司对外交易收入归属客户所处区域的情况 单位：万元

	2010 年	2010 年	2009 年	2008 年
中国大陆	647,829.95	670,660.07	398,863.31	470,812.49
中国香港	42,753.13	27,871.65	47,797.38	26,440.82
美国	4,059.18	1,700.72	1,118.21	887.97
合计	694,642.25	700,232.44	447,778.90	498,141.28

资料来源：公司招股意向书等

表11 公司跨境综合物流业务的主营业务收入及毛利率情况 单位：万元

项目	2011 年	2010 年度	2009 年	2008 年
主营业务收入	418,670.81	441,791.67	269,767.89	333,083.86
主营业务成本	378,419.79	405,520.16	242,873.49	302,982.21
毛利	40,251.02	36,271.51	26,894.40	30,101.65
毛利率	9.61%	8.21%	9.97%	9.04%
项目	2011 年	2010 年	2009 年	2008 年
业务收入				
空运	195,253.00	214,601.52	135,623.90	150,681.08
海运	189,741.77	197,834.70	110,126.73	153,197.03

工程物流	18,612.10	13,535.32	11,573.42	14,900.14
仓储	9,600.16	7,480.42	6,088.05	6,643.50
其他	5,463.77	8,339.71	6,355.79	7,662.11
跨境综合物流收入合计	418,670.81	441,791.67	269,767.89	333,083.86
<b>业务成本</b>				
空运	174,103.72	196,006.30	122,524.68	135,741.25
海运	177,531.58	186,862.89	102,102.56	143,763.39
工程物流	16,818.59	11,909.20	10,077.65	12,904.44
仓储	6,165.62	4,227.66	3,679.27	5,392.78
其他	3,800.28	6,514.11	4,489.33	5,180.35
跨境综合物流成本合计	378,419.79	405,520.16	242,873.49	302,982.21
<b>业务毛利</b>				
空运	21,149.28	18,595.22	13,099.22	14,939.83
海运	12,210.19	10,971.81	8,024.16	9,433.64
工程物流	1,793.51	1,626.12	1,495.77	1,995.70
仓储	3,434.54	3,252.76	2,408.79	1,250.72
其他	1,663.49	1,825.60	1,866.46	2,481.76
跨境综合物流毛利合计	40,251.02	36,271.51	26,894.40	30,101.65
<b>业务毛利率</b>				
空运	10.83%	8.66%	9.66%	9.91%
海运	6.44%	5.55%	7.29%	6.16%
工程物流	9.64%	12.01%	12.92%	13.39%
仓储	35.78%	43.48%	39.57%	18.83%
其他	30.45%	21.89%	29.37%	32.39%
跨境综合物流业务毛利率	9.61%	8.21%	9.97%	9.04%

资料来源：公司招股意向书等

**表12 公司供应链贸易业务情况 单位：万元**

项目	2011 年	2010 年度	2009 年度	2008 年度
供应链贸易收入	275,971.45	258,440.77	176,504.04	165,057.41
供应链贸易成本	271,568.15	254,447.43	174,318.98	162,501.68
供应链贸易毛利	4,403.29	3,993.34	2,185.06	2,555.73
毛利率	1.60%	1.55%	1.24%	1.55%

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

## ■ 财务状况和盈利预测

### 盈利能力及资产周转能力

2009-2011 年营业总收入同比增长分别为-10.11%、56.38%和-0.80%，归属于母公司所有者的净利润同比增长-41.04%、91.16%和0.48%。

公司主营业务毛利率相对稳定，2008-2011 年综合毛利率分别为6.56%、6.54%、5.75%和 6.43%。

报告期内，与同行业物流公司相比，公司毛利率和净利率略低，主要是由于公司供应链贸易业务规模较可比公司大，而供应链贸易业务由于按照贸易全额确认收入，利润率相对较低，因而综合毛利率较低，剔除供应链贸易业务收入和成本后，2008 年至 2010 年跨境综合物流业务毛利率分别为 9.04%、9.97%和 8.21%。

表13 公司主要财务指标增长情况 单位：万元、%

项目	2011		2010		2009 年		2008 年	
	金额	同比 增长	金额	同比 增长	金额	同比 增长	金额	
营业收入	694642.25	-0.80	700232.44	56.38	447778.90	-10.11	498141.28	
营业成本	649987.94	-1.51	659967.60	57.70	418500.17	-10.09	465483.89	
营业利润	12236.30	-2.68	12573.09	111.15	5954.49	-41.29	10142.75	
净利润	10334.65	0.48	10284.92	91.16	5569.24	-41.04	9005.96	

资料来源：公司招股意向书等

2008-2011 年，公司应收账款周转率为 12.31、8.73、10.65 和 9.82 次/年，存货周转率分别为 173.00、45.78、67.91 和 105.49 次/年。公司的应收款项周转天数和存货周转天数指标总体说来优于可比公司。

表14 盈利情况对比

证券代码	简称	毛利率					净利率		
		08Y	09Y	10Y	11Y	08Y	09Y	10Y	11Y
002183.SZ	怡亚通	8.54	10.60	7.46	9.52	5.27	3.05	2.00	1.65
002210.SZ	飞马国际	5.21	8.37	6.42	5.56	1.49	1.30	1.76	1.28
002245.SZ	澳洋顺昌	9.86	8.93	11.77	10.30	2.90	7.11	9.82	8.32
300240.SZ	飞力达	26.18	33.33	31.51	30.72	5.78	7.41	8.84	7.81
300013.SZ	新宁物流	50.83	45.06	38.26	37.35	16.45	17.21	7.19	3.17
	平均	20.12	21.26	19.08	18.69	6.38	7.21	5.92	4.45
A12032.SH	华贸国际	6.56	6.54	5.75	6.43	1.81	1.24	1.47	1.49

资料来源：公司招股意向书等

表15 资产运营情况对比

证券代码	简称	应收帐款周转率					存货周转率		
		08Y	09Y	10Y	11Y	08Y	09Y	10Y	11Y
002183.SZ	怡亚通	2.77	1.87	2.91	3.02	14.81	7.28	10.02	7.41
002210.SZ	飞马国际	11.89	5.12	4.59	5.16	58.67	15.09	19.85	19.33

002245.SZ	澳洋顺昌	4.74	4.12	5.22	4.93	5.29	4.87	6.39	5.71
300013.SZ	新宁物流	5.29	5.09	4.85	4.57	423.14	311.81	407.06	442.38
	平均	6.17	4.05	4.39	4.42	125.48	84.76	110.83	118.71
A12032.SH	华贸国际	12.31	8.73	10.65	9.82	173.00	45.78	67.91	105.49

资料来源：公司招股意向书等

### 业绩预测

假设公司募投项目按计划投产，所得税率为 25%，我们测算 2012-2014 年归于母公司所有者的净利润将实现年递增 16.29%、35.42%、27.02%，相应的稀释后每股收益为 0.30 元、0.41 元和 0.52 元。

表 16 公司损益简表及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业总收入	4,477.79	7,002.32	6,946.42	8,563.70	10,470.63	12,102.80
营业总成本	4,411.72	6,877.11	6,825.20	8,403.46	10,253.63	11,827.16
营业成本	4,185.00	6,599.68	6,499.88	8,012.77	9,779.48	11,280.75
营业税金及附加	12.88	17.87	21.55	25.69	31.41	36.31
销售费用	125.23	143.63	166.24	204.23	248.29	286.34
管理费用	80.64	94.62	103.64	127.16	154.06	177.41
财务费用	3.69	18.65	29.76	33.61	40.38	46.35
资产减值损失						
其他经营收益	-1.66	0.52	1.14	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	-4.86	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	59.54	125.73	122.36	160.24	217.00	275.65
加：营业外收入	10.62	6.08	11.06	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	0.40	0.37	0.40	0.00	0.00	0.00
利润总额	69.76	131.44	133.02	160.24	217.00	275.65
减：所得税	14.07	28.59	29.67	40.06	54.25	68.91
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	55.69	102.85	103.35	120.18	162.75	206.74
减：少数股东损益	2.59	1.35	-0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	53.10	101.50	103.35	120.18	162.75	206.74
摊薄 EPS (元)	0.13	0.25	0.26	0.30	0.41	0.52

资料来源：公司招股意向书

### ■ 风险因素

#### 宏观经济波动的风险

物流行业的景气度与外部宏观经济发展状况紧密相关，受国内外宏观经济的周期性波动影响较大。当国内外宏观经济处于低迷时期，商品需求及社会运输需求减少，从而导致物流行业景气度下降。

公司跨境综合物流业务依赖于国际贸易量，而国际贸易量的变动与宏观经济波动具有较强的正相关性。2011 年以来，欧洲债务危机不断深化引发的全球经济回落更加明显，而国内经济增速在房地产调控、货币政策紧缩效应等多方因素的影响下稳中有降。因此，如果宏观经济周期处于衰退阶段，将会影响国际、国内贸易量以及社会物流需求，最终有可能影响公司的经营业绩。

### 海外网络扩张导致的风险

公司先后在纽约、法兰克福、香港、洛杉矶、亚特兰大等地建立了自营销售和服务网络，积累了较为丰富的海外销售和管理经验。

尽管公司已经积累了一定的海外经营经验，但海外网络扩张会面临一定的不确定性，包括但不限于境内监管部门的批准、汇率波动、海外运营经验、经营管理人才和境外管理机构的审批、所在国政治、经济和劳工政策等，有可能导致公司无法顺利实施海外网络扩张。

### 汇率波动风险

公司从事的跨境综合物流业务及供应链贸易业务涉及外币结算，面临一定的汇率波动风险。2008 年度、2009 年度、2010 年度及 2011 年 1-6 月，公司的汇兑损失（收益）分别为-551.73 万元、-52.35 万元、412.11 万元和 280.82 万元，其中，2010 年度及 2011 年 1-6 月，由于人民币升值幅度较大，产生了一定的汇兑损失。尽管公司采取了多种措施减少汇率波动风险，但不能完全保证未来不会发生汇兑损失。

### 应收账款和预付账款风险

2008 年末、2009 年末、2010 年末和 2011 年 6 月 30 日，公司应收账款余额分别占主营业务收入的 8.21%、14.04%、9.99% 和 26.61%（半年数据），截至 2011 年 6 月 30 日，账龄为三个月以内的应收账款余额占当期应收账款余额比例为 90.77%，账龄为一年以内的应收账款余额占当期应收账款余额比例为 99.17%，应收账款回收风险较小。但随着公司经营规模扩大，营业收入增加，应收账款余额将相应增长，应收账款回收的风险可能增加。

公司预付账款主要与供应链贸易业务相关。公司供应链贸易业务按照市场惯例或者业务实际需要，向供应商支付预付款。预付账款余额的增加反映了公司供应链贸易业务的增长情况。尽管公司采取了固定资产抵押、股权质押、个人财产担保等手段加强预付款风险控制，但公司不能完全保证不会发生预付账款损失风险。

## ■ 估值及定价分析

## 国内同类公司的比较

基于已公布和预测业绩的均值，A股同类上市公司2011-2013年平均动态市盈率分别为45.54倍、27.41倍和20.81倍。A股最近上市的主板股票中，2010-2012年平均动态市盈率分别为28.81倍、23.82倍和18.53倍。

表17 同行业上市公司估值比较

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)				市盈率(倍)			
			2010A	2011A	2012E	2013E	2010A	2011A	2012E	2013E
002183.SZ	怡亚通	6.58	0.16	0.16	0.25	0.32	41.84	40.65	26.84	20.34
002210.SZ	飞马国际	5.96	0.13	0.19	0.28	0.38	46.32	30.89	21.57	15.83
002245.SZ	澳洋顺昌	7.83	0.23	0.27	0.35	0.42	34.69	28.57	22.42	18.44
300240.SZ	飞力达	16.47	0.66	0.74	0.89	1.07	25.00	22.22	18.53	15.35
300013.SZ	新宁物流	10.60	0.19	0.10	0.22	0.31	56.29	105.36	47.70	34.07
		平均					40.83	45.54	27.41	20.81

数据来源：Wind 资讯

表18 最近上市（主板）股票（10只平均）的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)				市盈率(倍)			
			2010A	2011A	2012E	2013E	2010A	2011A	2012E	2013E
601231.SH	环旭电子	13.52	0.53	0.45	0.52	0.62	25.39	30.28	26.19	21.74
601929.SH	吉视传媒	9.59	0.19	0.26	0.32	0.41	49.37	36.84	29.65	23.50
601800.SH	中国交建	5.69	0.58	0.72	0.79	0.91	9.75	7.93	7.17	6.27
601238.SH	广汽集团	8.34	0.67	0.66	0.77	0.98	12.50	12.56	10.80	8.47
601012.SH	隆基股份	18.01	1.47	0.95	1.01	1.30	12.25	18.97	17.89	13.90
601388.SH	怡球资源	16.35	0.67	0.74	0.75	0.94	24.26	21.95	21.88	17.32
603001.SH	奥康国际	23.73	0.70	1.14	1.38	1.69	33.98	20.80	17.25	14.08
603000.SH	人民网	41.71	0.30	0.50	0.66	0.93	141.21	82.66	63.33	44.79
603123.SH	翠微股份	11.91	0.34	0.43	0.54	0.68	35.22	27.90	21.91	17.43
603333.SH	明星电缆	10.82	0.30	0.38	0.49	0.61	35.74	28.24	22.12	17.82
		平均					37.97	28.81	23.82	18.53

数据来源：Wind 资讯（5月10日收盘价）

## 公司可给的估值水平及报价区间

考虑到公司的产能情况，我们认为，给予公司2012年18-20倍市盈率较为合理，公司合理估值区间为5.40-6.00元。

从2011年至今的上市主板股票来看，截至2012年5月10日的最新市场价格相对于发行价的平均溢价率为-2.58%。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况，我们选取一二级市场10%的折让，建议询价区间为4.86-5.40元，对应的2011年市盈率区间为18.84-20.93倍。

## 分析师承诺

分析师 冀丽俊

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	<b>Superperform</b>	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	<b>Outperform</b>	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	<b>In-Line</b>	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	<b>Underperform</b>	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	<b>Attractive</b>	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	<b>Neutral</b>	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	<b>Cautious</b>	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。