

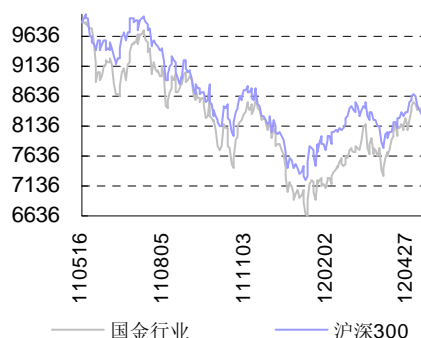
# 华贸物流 (603128.SH) 其它运输行业

新股研究

上市定价(人民币): 6.09-6.93 元  
 目标价格(人民币): 7.50 元  
 询价价格(人民币): 5.54-6.09 元  
 长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

沪深 300 指数 2617.37  
 上证指数 2374.84



## 由国际货代向国际综合物流服务纵深发展

### 公司基本情况(人民币)

项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.254	0.258	0.277	0.377	0.485
每股净资产(元)	1.72	1.95	2.43	2.90	3.55
每股经营性现金流(元)	0.82	0.22	2.07	-1.27	0.32
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	25.43	24.31	24.31	24.31	24.31
净利润增长率(%)	91.16%	1.82%	7.24%	36.05%	28.73%
净资产收益率(%)	19.65%	17.71%	15.17%	17.32%	18.23%
总股本(百万股)	400.00	400.00	400.00	400.00	400.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 基本结论、价值评估与投资建议

- **致力于提供跨境一站式综合物流服务:** 公司主营以国际货代为核心的跨境综合物流及供应链贸易服务, 跨境综合物流业务利润占比高达 90%。跨境综合物流业务通过货物、信息、资金和单证“四流合一”模式, 使得各项主业服务实现协同效应和规模化运作, 在实时响应客户多方需求的同时, 依托公司自身强大的供应链管理信息平台, 提供一站式综合解决方案。
- **国际货代行业有压力, 跨境综合物流服务空间广阔:** 国际货代与进出口贸易有较大的关联度, 随着我国经济发展方式的逐步调整(出口转内需)以及国际经济增速放缓带来的贸易需求减少, 国际货代行业受到冲击, 毛利润水平和发展空间都有压力, 但是在我国制造业外包比例不断提高趋势下, 新兴的全程跨境综合物流服务存在广阔空间, 大有可为。拥有背景、资源、网络等优势的企业, 易在行业激烈竞争中生存下来, 然后通过不断的兼并整合和扩张迅速提升自身规模和竞争力, 从而获得更大的成长。
- **高效整合能力和规模服务网络依托全程信息系统打造核心竞争力:** 公司是行业领先的综合物流服务商, 2010 年全国货代企业综合排名第 7 位, 无论是服务广度还是深度上, 均领先于同行, 公司的服务产品丰富多样且具有较强的现代物流整合能力, 通过拥有遍布全国主要城市的国内网络和覆盖全球的海外网络和先进的、覆盖全程的信息系统打造公司核心竞争力。
- **募投项目将进一步完善国内外网络布局, 提升信息系统服务能力, 实现外延式扩张和内涵式增长的双重突破:** 公司募投项目主要投向服务网络建设和一站式供应链管理信息平台的提升, 项目的完成将进一步强化公司的核心竞争力, 成为公司发展的新动力, 根据项目投资建设进度, 2012 年-2014 年, 募投项目将分别贡献 EPS0.011 元, 0.115 元, 0.162 元。
- **定价和估值:** 目前 12 家国内可比上市公司静态市盈率均值为 27.57 倍, 动态市盈率均值为 21.88 倍, 考虑到未来募投项目带来的业绩释放和公司优势地位, 我们认为公司的估值应该略高于国内平均水平, 给予动态市盈率 22 至 25 倍, 二级市场合理股价约为 6.09 至 6.93 元。一级市场按照 20-22 倍的估值询价, 则询价区间在 5.54-6.09 元。
- **风险提示:** 宏观经济大幅下滑风险, 海内外网络扩张风险, 应收账款和预付账款风险

瞿永忠 联系人  
 (8621)61038313  
 quyz@gjzq.com.cn

黄金香 分析师 SAC 执业编号: S1130511030022  
 (8621)61038325  
 huangjx@gjzq.com.cn

## 内容目录

公司概况-致力于提供一站式跨境综合物流服务 .....	4
主营以国际货代为核心的跨境综合物流及供应链贸易服务 .....	4
港中旅集团旗下综合物流业务运作平台 .....	4
国际货代行业的佼佼者 .....	5
本次发行和募投项目概述 .....	6
发行概述 .....	6
募投项目概述 .....	6
行业环境：国际货代有压力，综合物流存广阔空间 .....	7
进出口贸易增速趋势放缓，国际货代行业在压力中前行 .....	7
制造业物流外包是大势所趋，供应链全程综合服务大有可为 .....	8
行业仍处于积累期，集中度低，优势企业成长空间大 .....	10
公司主营业务及竞争优势分析 .....	11
跨境综合物流业务——客户导向的一站式解决平台 .....	11
供应链贸易业务——跨境综合物流业务之翼 .....	17
高效整合能力和规模服务网络依托全程信息系统打造核心竞争力 .....	19
募投项目分析——完善网络布局，提升核心竞争力 .....	22
募投项目背景及介绍 .....	22
募投项目效益分析 .....	22
盈利预测和估值 .....	23
盈利预测重要假设 .....	23
分项业务预测 .....	23
估值 .....	24
风险提示 .....	24
附录：三张报表预测摘要 .....	25

## 图表目录

图表 1：公司主营业务 .....	4
图表 2：公司 2011 年主营业务构成 .....	4
图表 3：公司 2011 年主营利润构成 .....	4
图表 4：国资委旗下港中旅集团为公司实际控制人 .....	5
图表 5：2010 年中国货代前 10 强 .....	5
图表 6：发行前后公司股本变化情况 .....	6
图表 7：本次募集资金投入项目的资金使用计划 .....	6
图表 8：“十二五”期间我国对外贸易总额预测（亿元） .....	7
图表 9：国际海运代理市场规模预测（万元） .....	8

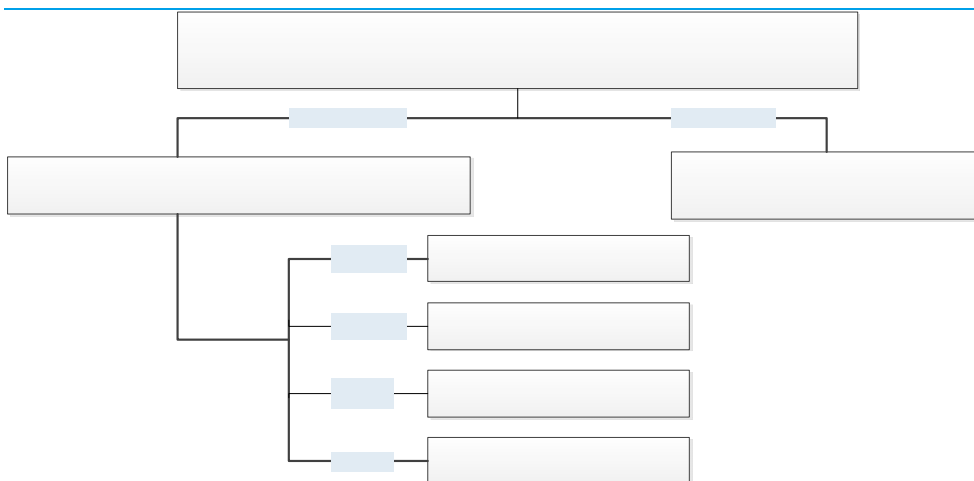
图表 10: 国际空运代理市场规模预测 (万元)	8
图表 11: “十二五”期间我国跨境物流市场规模预测 (亿元)	8
图表 12: 2010 年重点调查企业物流外包情况	9
图表 13: 我国物流整体外包比例仍然很低	9
图表 14: 亚太市场客户对物流外包需求的比例, 新兴服务空间广阔	9
图表 15: 我国货代行业仍处于积累期	10
图表 16: 2010 年国际货代行业集中度非常低	10
图表 17: 公司跨境综合物流业务生产模式图	11
图表 18: 跨境综合物流业务四板块占总营收比重统计	12
图表 19: 跨境综合物流业务四板块占总利润比重统计	12
图表 20: 海运业务近年规模	12
图表 21: 海运业务贡献情况	12
图表 22: 近年海运业务量汇总	13
图表 23: 海运出口服务流程图	13
图表 24: 海运进口服务流程图	13
图表 25: 空运业务近年规模	14
图表 26: 空运业务贡献情况	14
图表 27: 近年空运业务量汇总	14
图表 28: 空运出口服务流程图	15
图表 29: 空运进口服务流程图	15
图表 30: 货物集运示意图	15
图表 31: 海空联运示意图	15
图表 32: 工程物流业务流程图	16
图表 33: 工程物流业务近年规模	16
图表 34: 工程物流业务贡献	16
图表 35: 公司工程物流业务统计	17
图表 36: 公司仓库详细统计	17
图表 37: 供应链贸易流程图	18
图表 38: 供应链贸易业务近年规模	18
图表 39: 供应链贸易业务贡献	18
图表 40: 货代企业服务表现矩阵	19
图表 41: 华贸国内网络	20
图表 42: 华贸全球网络	20
图表 43: 一体化信息平台	21
图表 44: 募投项目经济性分析	22
图表 45: 分项业务预测	23
图表 46: 可比公司估值	24

## 公司概况-致力于提供一站式跨境综合物流服务

### 主营以国际货代为核心的跨境综合物流及供应链贸易服务

- 公司接受国际空运和海运运输业务的总包或者分包，提供跨境全过程物流产品和服务；为生产商提供采购执行和分销执行的综合服务。主营业务分为跨境综合物流业务和供应链贸易业务，跨境综合物流业务主要包括空运、海运、工程物流和仓储，其中跨境综合物流业务收入占比约 60%，供应链贸易业务占比 40%，而跨境综合物流业务利润占比则高达约 90%。

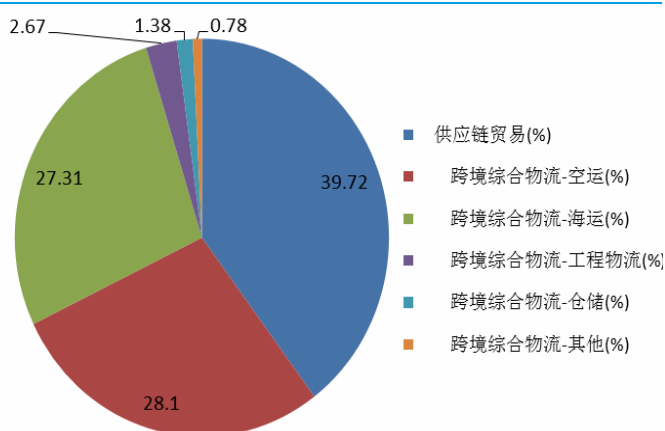
图表1：公司主营业务



来源：国金证券研究所

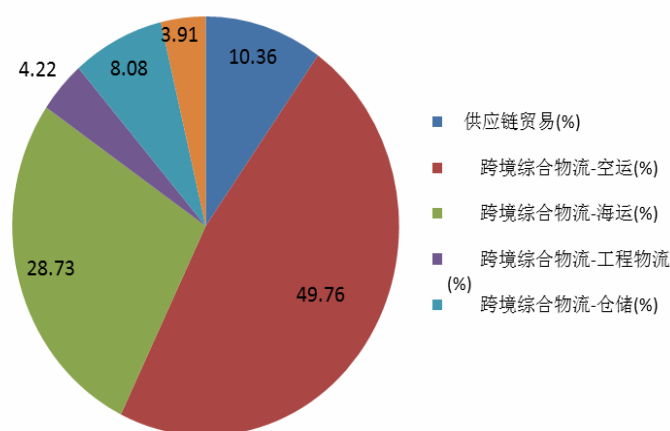
- **跨境综合物流服务**是指按照客户要求，接受国际空运和海运运输业务的总包或者分包，提供包括营销、物流咨询、方案设计、成本控制和全程客服等在内的前端服务，境内运输、理货仓储、配套作业、配载集装和监管服务等在内的出口仓储，订舱管理、单证管理、关务服务和进港管理等在内的离岸管理，空运集运、海运集运、多式联运和工程物流等在内的国际运输，目的港清关服务、进口仓储、转运和分拨派送等在内的目的港服务，以及结算和资金流等在内的跨境全过程物流产品和服务。
- **供应链贸易业务**主要是为生产商提供采购执行和分销执行的综合服务，包括市场信息、价格和交货期等协调、物流方案及资金安排。

图表2：公司 2011 年主营业务构成



来源：招股说明书 国金证券研究所

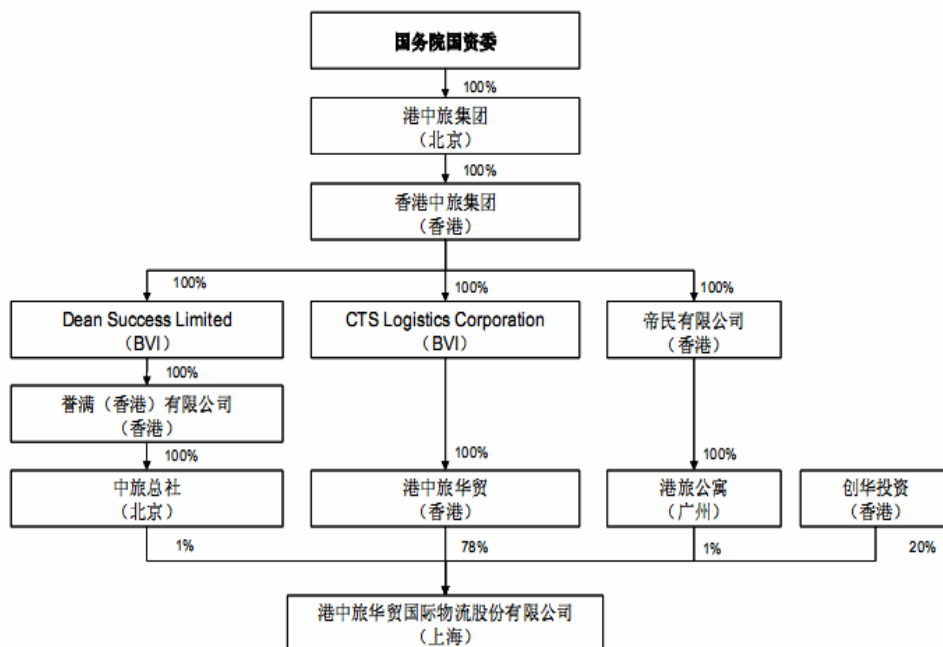
图表3：公司 2011 年主营利润构成



## 港中旅集团旗下综合物流业务运作平台

- 港中旅集团为国务院国资委履行出资人职责的国有独资企业，为香港中旅集团的母公司，资本实力相当雄厚，港中旅集团主营业务包括旅游、物流贸易、房地产及钢铁。目前，港中旅集团旗下的物流贸易业务已全部整合进入华贸国际，港中旅集团通过华贸国际提供跨境综合物流业务及供应链贸易业务。

图表4：国资委旗下港中旅集团为公司实际控制人



来源：招股说明书 国金证券研究所

### 国际货代行业的佼佼者

- 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，拥有民用航空运输一类销售代理人（俗称铜牌）、交通部无船承运人（NVOCC）、美国联邦海事委员会（FMC）无船承运人、交通部道路运输许可证、海关监管仓库、代理报关、代理报验等一整套国际运输业务经营资质，在跨境综合物流行业内具有领先地位；
- “2010 年度中国国际货代物流百强企业”评比活动中，公司综合排名位列第 7 名，空运排名位列第 4 名，海运排名位列第 16 名，是目前中国最具规模的提供跨境一站式综合物流服务的企业之一，而上市公司建发股份和飞力达货代业务综合排名分列第 12 和第 40 位。

图表5：2010 年中国货代前 10 强

排名	公司	营业总额（万元）
1	中国外运长航集团有限公司	9,465,134
2	中远国际货运有限公司	2964511
3	中国物资储运总公司	2,274,858
4	敦豪全球货运（中国）有限公司	1035777
5	中钢国际货运有限公司	791,527
6	锦程国际物流集团股份有限公司	713138
7	港中旅华贸国际物流股份有限公司	700,232
8	振华物流集团有限公司	648494
9	嘉里大通物流有限公司	609,290
10	中通远洋物流集团有限公司	517893

来源：中国国际货运代理协会，国金证券研究所

## 本次发行和募投项目概述

### 发行概述

- 公司发行前总股本为 30,000 万股，本次拟发行不超过 10,000 万股 A 股，本次发行前后本公司的股本变化情况如下表所示（按发行 10,000 万股计算）：

**图表6：发行前后公司股本变化情况**

股东名称	本次发行前		本次发行后	
	股份数量（万股）	持股比例（%）	股份数量（万股）	持股比例（%）
港中旅华贸	23,400	78	23,400	58.5
中旅总社	300	1	300	0.75
港旅公寓	300	1	300	0.75
创华投资	6,000	20	6,000	15
社会公众股	-	-	10,000	25
合计	30,000	100	40,000	100

来源：招股说明书 国金证券研究所

### 募投项目概述

- 按照本公司发展战略目标，募集资金将集中投入跨境综合物流业务，以扩大国内外经营网点的覆盖面，适当增加重资产业务比重，提高信息化建设水平，为做宽网络，做长、做深产业链，增强业务竞争力，提高经营规模和营运管理水平提供更有力的系统性保障。
- 募集资金项目共由四个子项目组成，分别为国内物流网络建设、国外物流网络建设、临港仓储物流中心项目及物流供应链一体化信息平台建设项目。

**图表7：本次募集资金投入项目的资金使用计划**

序号	项目名称	募集资金拟使用量	募集资金使用进度		
			2012 年	2013 年	2014 年
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	-	-
3	临港仓储物流中心建设项目	14,000	13,630	370	-
4	物流供应链一体化平台建设项目	3,000	1,500	1,500	-
总计		50,000	38,430	7,070	4,500

来源：招股说明书，国金证券研究所

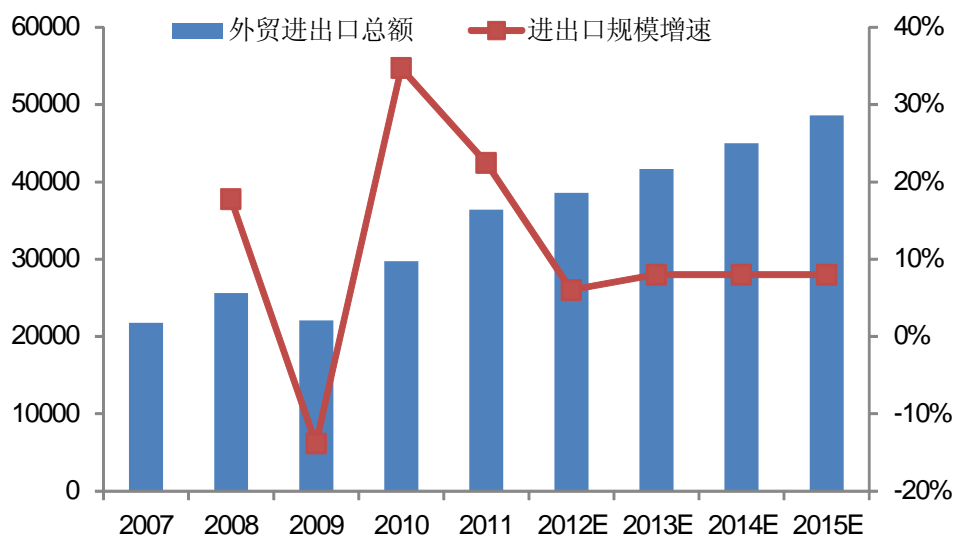


## 行业环境：国际货代有压力，综合物流存广阔空间

### 进出口贸易增速趋势放缓，国际货代行业在压力中前行

- 历史数据表明，国际货代业务与进出口贸易有较大的关联度，国际货代业务规模占进出口总额比重在 30% 左右，因此进出口贸易规模的大小直接影响到国际货代业务的发展空间尤其是利润空间。
- 近年来，随着我国经济尤其是进出口外贸总额的快速增长，国际货代行业也实现了较快速度的发展，但随着我国经济发展方式的逐步调整（出口转内需）以及国际经济增速放缓带来的贸易需求减少，未来我国进出口贸易增速将回落到 10% 甚至是个位数，国际货代将受到一定冲击。
- 商务部对外贸易十二五《规划》提出，“十二五”时期，进出口总额年均增长 10% 左右，到 2015 年达到约 4.8 万亿美元；而“十一五”期间，我国对外贸易年均增速为 15.6% 左右，由此而贡献了国际货代业务行业 13% 左右的年均增速。

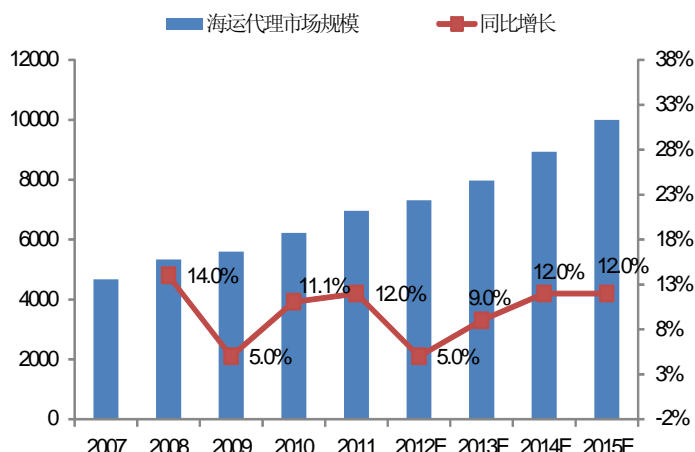
图表8：“十二五”期间我国对外贸易总额预测（亿元）



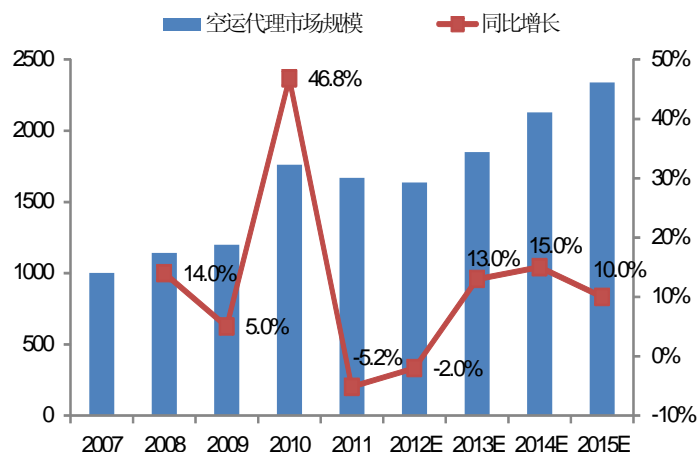
来源：商务部，国金证券研究所

- 根据上海市国际货代行业预测和对外贸易的十二五规划，我们测算出到 2015 年国际货代业务将达到 1.5 万亿的市场规模，占外贸进出口总额比重将上升到 31% 左右，年均复合增速放缓到 8.4%，国际货代业务行业将在压力中继续前行。
- 海运国际货代市场占整体国际货代市场比重约为 7 成，目前航运行业运力依旧过剩严重，加上货量需求恢复缓慢，预计 2012 年海运国际货代市场规模增速将下滑至个位数，大约增长 5%，根据测算，中国海运国际货代的市场规模将从 2011 年的 7727 亿增长到 2015 年的 10001 亿，未来 4 年的年均复合增长率约为 6.7%。
- 航空国际货代市场占比较小，占整个货代市场比例大约只有 15%，并且波动起伏大，受航空货运运力投放较快，欧美地区经济不景气带来的需求下行，再加上航油价格的高企，多因素作用下，12 年航空国际货代市场预计将随国际航空货邮市场一起处于低迷状态，但展望未来几年，国际航空货代市场仍将保持一定增速，到 15 年市场规模将增至 2340 亿元，年均复合增速为 9.3%。

图表9：国际海运代理市场规模预测（万元）

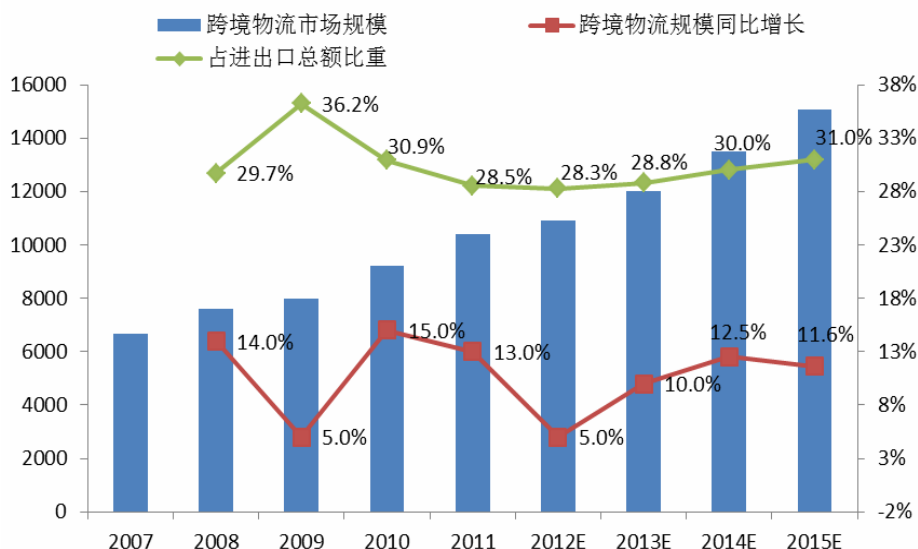


图表10：国际空运代理市场规模预测（万元）



来源：上海市国际货运代理协会，国金证券研究所

图表11：“十二五”期间我国跨境物流市场规模预测（亿元）



来源：上海市国际货运代理协会，国金证券研究所

### 制造业物流外包是大势所趋，供应链全程综合服务大有可为

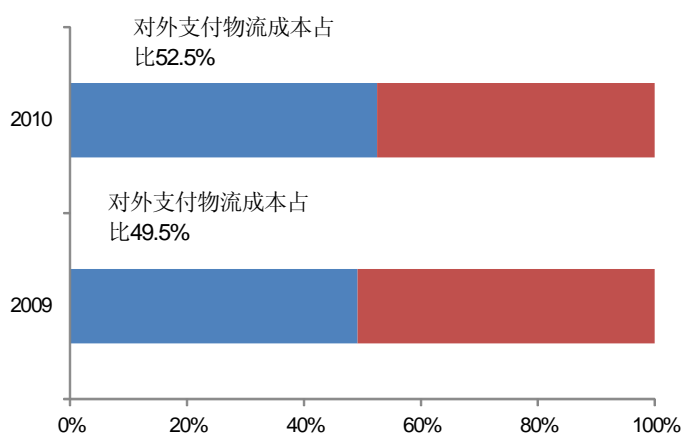
- 供应链贸易业务的上游和下游主要是制造行业。供应链贸易业务的采购执行是根据下游企业的指定要求，由供应链贸易企业向上游企业组织订货，销售价格已事先获得下游企业的认可并在分销合同中约定，供应链贸易企业本身较少承担采购商品的跌价风险。制造行业的景气程度以及其物流外包比例，影响综合供应链服务行业的市场规模和利润。
- 制造业成本上升，物流外包是大势所趋：从欧美等发达国家的经验来看，成本主要细项中，人工、能源、材料和财务等成本都处于上升通道后，倒逼企业不得不提高效率降低物流相关成本，合同物流，第三方物流等将逐渐成为制造业企业的第三利润源，而目前我国制造业内部物流占全社会物流的比重高于三分之二，这说明，以第三方物流为代表的现代物流服务业的发展空间不足全社会物流总需求的三分之一。我国制造企业虽大部分使



用内部的物流系统，但是制造类企业的毛利率呈不断下滑态势，物流外包是大势所趋。

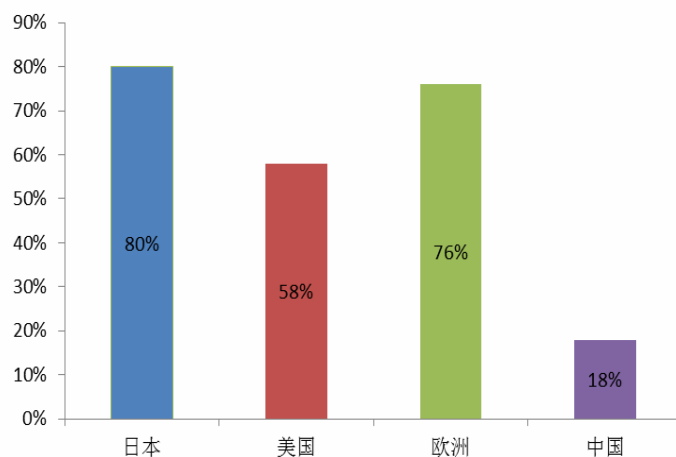
- 近年来，有关部门出台《关于促进制造业与物流业联动发展的意见》及多项相关政策，**企业物流外包意识不断提高**，物流外包比例有所上升。根据中物联调查企业汇总数据显示，2010年工业、批发和零售业企业对外支付的物流成本达574.6亿元，比上年增长28.0%，增幅高于企业物流成本9.8个百分点。对外支付的物流成本占企业物流成本为52.5%，同比提高3.3个百分点。
- 整体而言，我国企业物流外包意识在不断增强，实际外包比例也在不断呈增加趋势，供应链相关贸易和综合服务在物流外包大趋势下将大有可为。

图表12：2010年重点调查企业物流外包情况

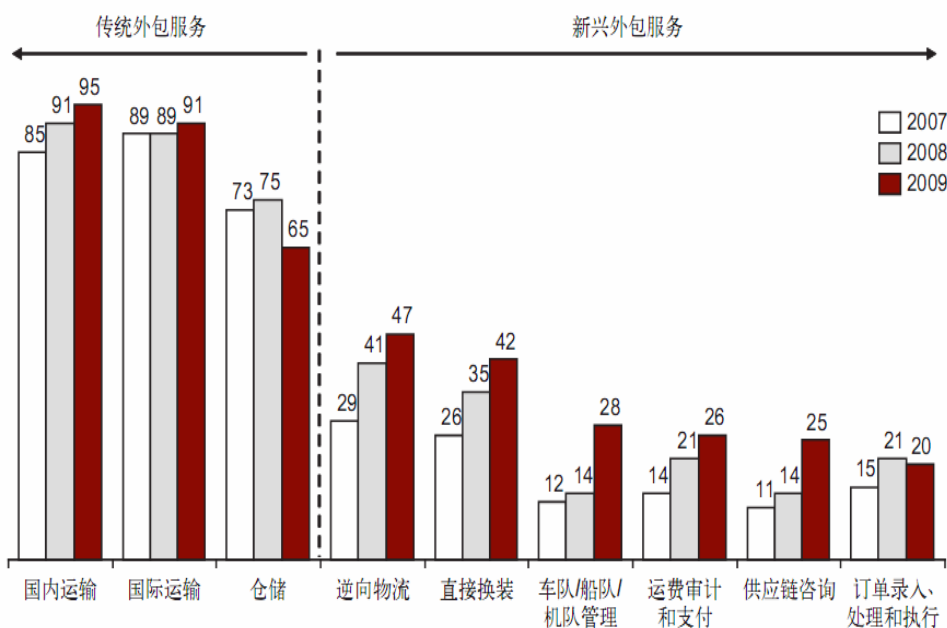


来源：中国物流与采购联合会 国金证券研究所

图表13：我国物流整体外包比例仍然很低



图表14：亚太市场客户对物流外包需求的比例，新兴服务空间广阔

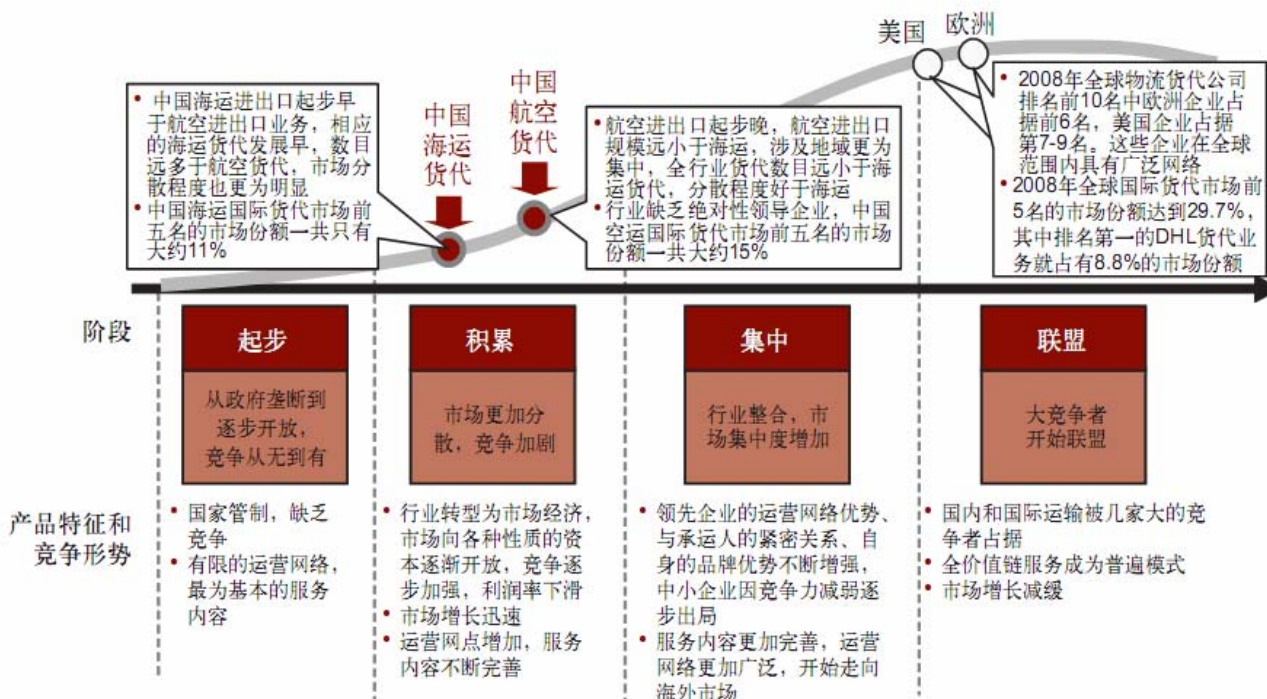


来源：科尔尼咨询，国金证券研究所

### 行业仍处于积累期，集中度低，优势企业成长空间大

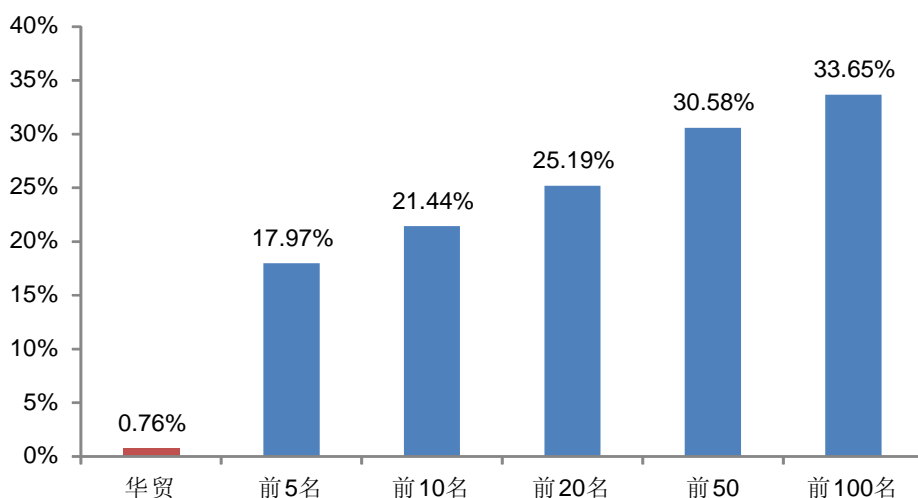
- 无论是国际货代和供应链综合贸易，都处于物流业发展的大环境，尽管有各自的特征，但发展阶段基本与物流大行业整体同步，根据科尔尼咨询研究，我国海运货代和航空货代仍然处于积累期，集中度相当低，在较快的发展速度同时，竞争十分激烈。
- 当行业处于积累阶段时，拥有背景、资源、网络或者其它方面优势的企业，特别是大企业容易在无序竞争中生存下来，然后通过不断的兼并整合和扩张迅速提升自身规模和竞争力，从而胜出，因此对于优势企业而言，成长空间较大。

图表15：我国货代行业仍处于积累期



来源：科尔尼咨询，国金证券研究所

图表16：2010年国际货代行业集中度非常低



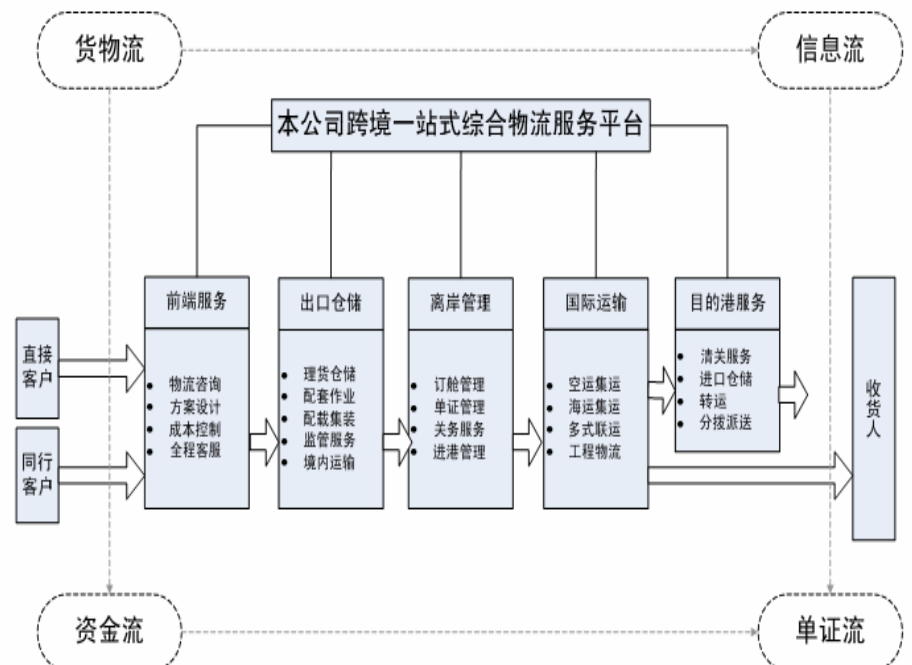
来源：中国货运代理协会，国金证券研究所

## 公司主营业务及竞争优势分析

### 跨境综合物流业务——客户导向的一站式解决平台

- **四流合一，响应客户多方需求，提供一站式解决方案：**公司跨境综合物流服务接受直接客户或者同行客户的业务总包或者分包，从境内发货人处提取货物，组织国际运输活动并分拨派送至境外收货人指定交货点，对物流链上的货物流、单证流、信息流和资金流开展具有快速响应能力和低成本的控制，满足客户跨境物流的全部需求。
  - 跨境运输综合物流服务以安全、准确、迅速、低成本为原则，主要服务包括组织运输活动，选择运输方式、运输路线和承运人，协调货主、承运人、仓储、港口、卡车运输和报关报检等的关系，具有**专业服务和组织协调作用**；
  - 运用广泛的业务关系，发达的服务网络，先进的信息技术手段，随时保持与运输关系人的有效沟通，对运输全过程进行跟踪控制，及时准确地向客户反馈信息和情况，具有**沟通控制作用**；
  - 熟悉不同国家地区的贸易法律法规和运输要求，信息来源及时全面，向客户提出明确具体意见和合理化解决方案，避免或减少不必要的风险和周折，具有**咨询顾问作用**；
  - 运输方案融入客户采购和生产计划，制定并完成从工厂提货和派送至收货人等各项计划，具有提高货物流转效率的作用；
  - 掌握运输、仓储、装卸、保险等的市场行情，与关系人有着长期密切的合作关系，争取公平合理费率，具有**降低成本的作用**。
  - 从前端服务到出口仓储、离岸管理、国际运输和目的港服务，提供一站式解决方案

图表17：公司跨境综合物流业务生产模式图

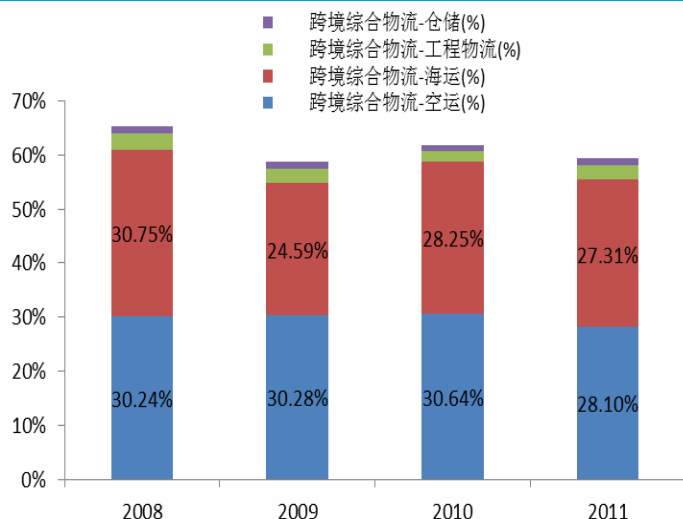


来源：国金证券研究所

- **四大板块联动，海空均衡推进，多元化发展：**公司跨境综合物流业务主要分为海运业务、空运业务、工程物流业务以及仓储业务，以空运和海运业

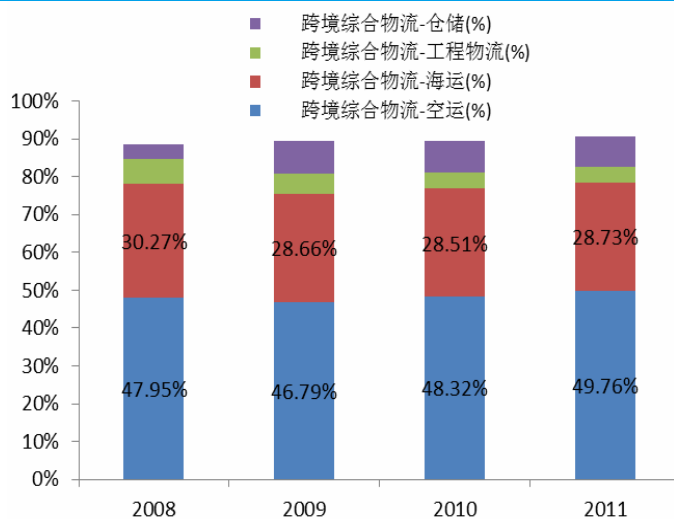
务为主，两者占总营收的比重约 55%，占总利润的比重约 78%，海运和空运均衡发展，而工程物流和仓储则为空海运提供配套增值服务。盈利方式为根据向客户收取的运输费、操作费、服务费等全额确认收入，同时向承运人支付运费、港务费、作业费等确认为成本

图表18：跨境综合物流业务四板块占总营收比重统计



来源：招股说明书 国金证券研究所

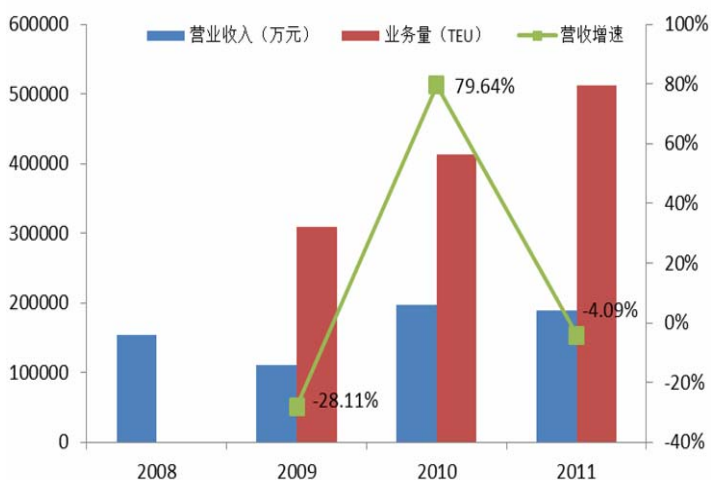
图表19：跨境综合物流业务四板块占总利润比重统计



### ■ 海运业务——转向近海航线

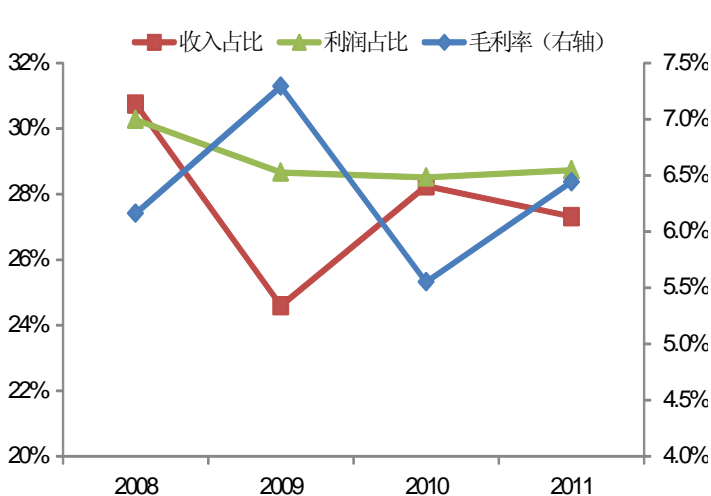
- 主要分为海运出口和海运进口两个类型，由于我国以出口为主的外贸方式，所以公司海运业务以出口业务为主，2011 年公司海运业务 511,671TEU，其中海运出口 474,577TEU，占比约 93%，共实现营业收入 18.97 亿元，同比减少 4.09%。2011 年海运出口业务量大幅增长 25.6%，主要是海运业务新团队的引进以及东南亚、日本线、中东线等近海航线业务的拓展。
- 2011 年全球国际贸易整体增长平缓，海运载运率下降，从而带来采购运价的下降，公司销售价格亦同步降低，因此尽管海运业务量较同期上升约 24.07%，但海运业务收入及成本均较同期减少，同时由于近海航线货量增幅较大，而其售价和单箱毛利相对远洋航线低，2011 年单箱收入大幅下滑 23%，单箱毛利下滑 11%。

图表20：海运业务近年规模



来源：招股说明书 国金证券研究所

图表21：海运业务贡献情况



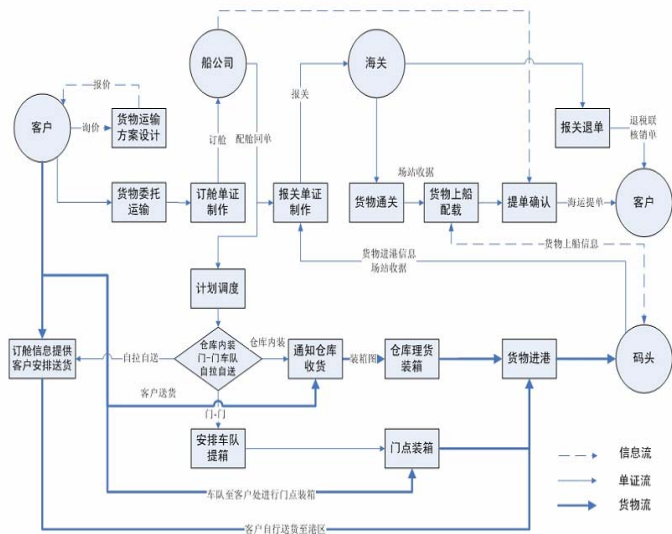
图表22: 近年海运业务量汇总

	2009	2010	2011
海运业务 (TEU)	308,580	412,403	511,671
其中海运出口	284,947	377,963	474,577
同比变动	-8.75%	32.64%	25.56%
海运进口	23,633	34,440	37,094
同比变动	7.29%	45.73%	7.71%
单箱业务收入 (元/箱)	765.86	835.11	724.96
单箱毛利 (元/箱)	260	266	239

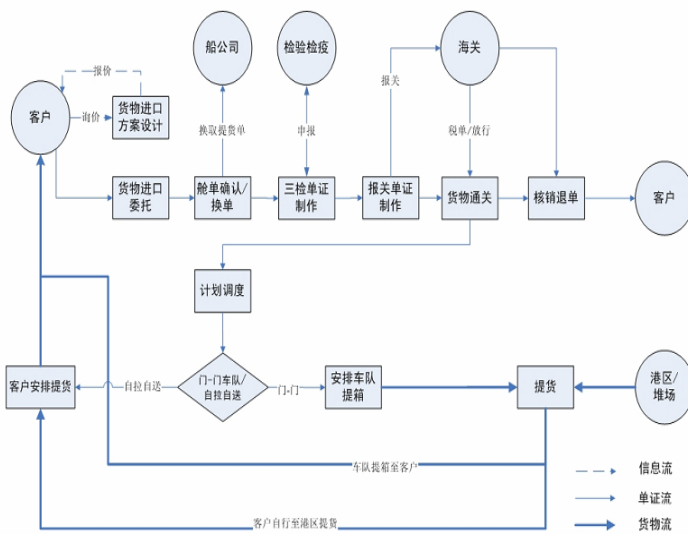
来源：招股说明书，国金证券研究所

- 海运出口业务根据结算方式的不同，分为到付和预付两类，FOB 贸易方式下客户一般选择到付方式，由目的港提货人向船运公司支付运费，本公司负责为客户订舱，并将代理订舱费用确认为本公司收入，相关的业务成本很小，因此**到付业务毛利额相对少，但毛利率相对较高**。CIF 贸易方式下，客户一般选择预付方式，在装运港由发货人向本公司托运，本公司将运费、港区操作费等确认为收入，预付方式的海运出口业务成本主要为支付承运人的运输费。**预付方式下，毛利额相对多，但毛利率相对较低**。
- 海运进口业务以整箱为主，凭借海内外网络的联动销售，重点开发进口分拨、进口清关、内陆地区转关和运输等门到门一站式全过程服务。

图表23: 海运出口服务流程图



图表24: 海运进口服务流程图



来源：招股说明书 国金证券研究所

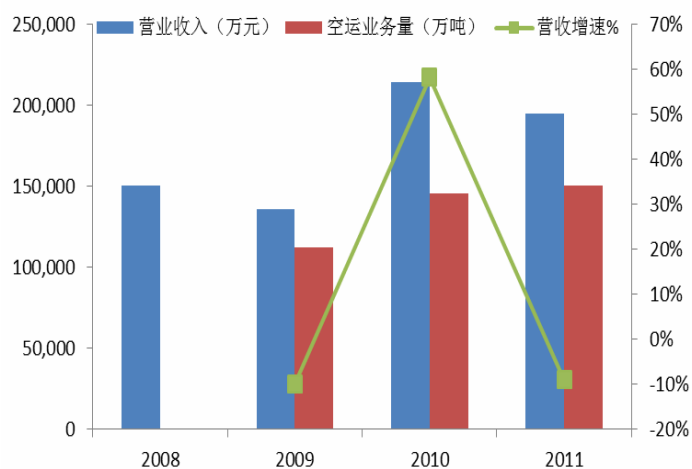
### ■ 空运业务——进口业务呈上升趋势

- 主要分为空运出口和空运进口两个类型，由于我国以出口贸易为主，所以公司空运业务也以出口业务为主，2011 年公司空运业务 150,459 吨，，其中空运出口 106,074 吨，占比约 71%，共实现营业收入 19.53 亿元，同比减少 9%。其中出口业务量下滑约 1.2%，而进口业务量增长较快增长 17%，出口增速下滑主要是受出口贸易大幅下滑影响。
- 随着我国经济增长方式向拉动内需方向转变，报告期内空运进口货量呈现逐年递增的趋势，2010 年同比增长 47.21%，高于同期外贸进口



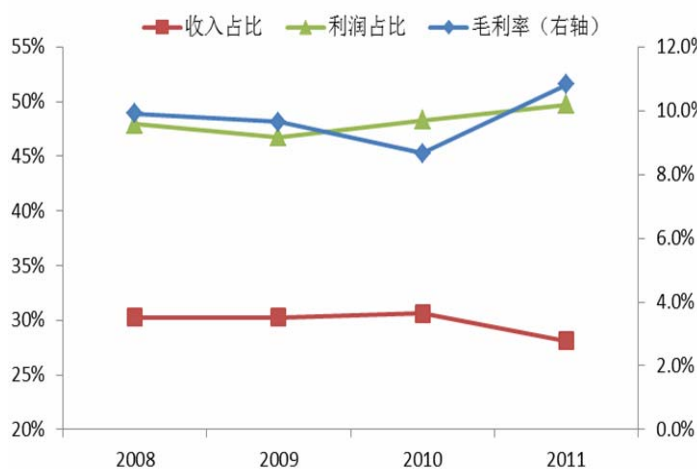
总额增长率。配合公司海内外网络联动销售的策略，未来几年公司空运进口业务量有望实现持续攀升。

图表25：空运业务近年规模



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表26：空运业务贡献情况



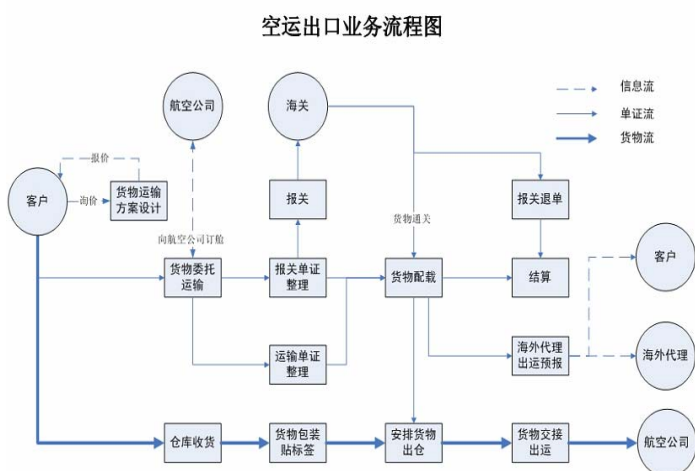
图表27：近年空运业务量汇总

	2009	2010	2011
空运业务量 (吨)	112,495	145,369	150,459
其中空运出口	86,709	107,409	106,074
同比变动	5.28%	23.87%	-1.24%
空运进口	25,786	37,960	44,385
同比变动	4.44%	47.21%	16.93%
单吨业务收入 (元/吨)	12,056	14,763	12,977
单吨毛利 (元/吨)	1,164	1,279	1,406

来源：招股说明书 国金证券研究所

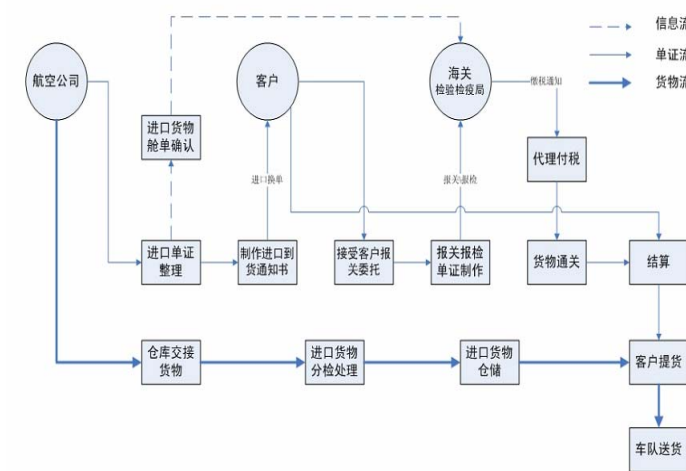
- 空运进口业务是将货物从全球各地自发货点运抵我国口岸并派送至收货人指定地点的总包或分包业务，承运人将进口航班装载的散客货物指定由公司作为其抵境后的地面服务商是其中一部分业务合作形式。

图表28：空运出口服务流程图



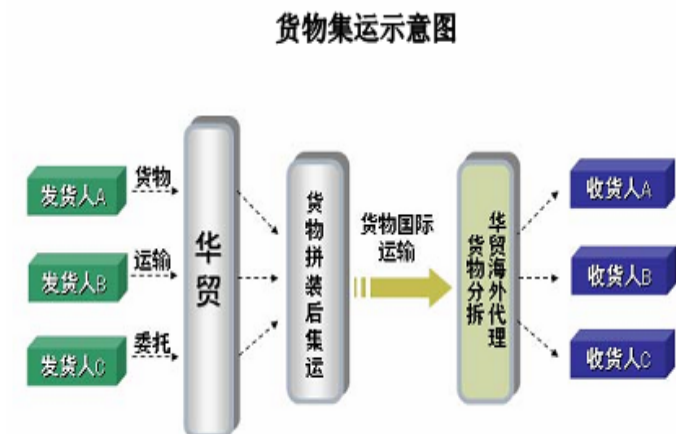
来源：招股说明书 国金证券研究所

图表29：空运进口服务流程图



- **空海协同，多元发展：**为满足要求运输时间快捷、价格实惠客户群的个性化服务需求，本公司持续开发了海空联运产品，将出口货物以海运集装箱方式运抵国际中转空港（一般为第三国），在中转港完成拆箱等作业衔接后再以空运方式运往目的港。公司海空联运产品在上海等地区具有较高的市场占有率和声誉。

图表30：货物集运示意图



来源：招股说明书 国金证券研究所

图表31：海空联运示意图



### ■ 工程物流——一站式“交钥匙”物流链服务

- 业务包括为企业量身定制从发运港至目的港的全套物流方案，不仅物流产业链长，而且区别于普通货物的跨境综合物流，工程物流具有设备投资额大、分量重、形状不规则、装卸移动技术含量高、批量大和业务执行时间长等特点，物流技术复杂性和个性化要求更高。因而毛利率相对较高。
- 公司以多年积累的工程物流专业管理知识和经验为基础，发挥整合现代物流服务网络和资源的优势，为客户提供整体物流方案的咨询设计和组织实施服务，在全球范围内开展工程物流的多式联运和代理报关报检业务。随着海外网络扩展，海外同行的业务合作得以增加，将吸引更多的工程物流项目，这将提高公司的平均利润率。

```

graph LR
    subgraph TopRow [Stakeholders]
        direction LR
        A((客户))
        B((吊装公司))
        C((内陆特种运输公司))
        D((船公司  
航空公司))
        E((港区码头))
    end

    A -- "项目招标" --> F[货物运输信息分析]
    F --> G[货物运输勘察]
    G --> H[货物运输可行性分析]
    H --> I[制定配装运输方案]
    I --> J[完成运输方案]

    B <--> F
    C <--> G
    D <--> H
    E <--> I

    F -.-> |"货物信息与供应商服务能力的相互交换"| G
    G -.-> |"货物信息与供应商服务能力的相互交换"| H
    H -.-> |"货物信息与供应商服务能力的相互交换"| I

    J -- "货物运输方案投标" --> A

    A --> K[接受客户运输委托]
    K --> L[制定项目实施规划]
    L --> M[制定项目实施流程]
    M --> N[与供应商签订合同]
    N --> O[准备办理各种证照]
    O --> P[货物国际运输订舱]
    P --> Q[实施货物包装]
    Q --> R[完成货物吊装内陆运输]
    R --> S[报关]
    S --> T[货物国际运输操作]
    T --> U[海外段清关\吊装\运输]
    U --> V((海外收货人))
  
```

■ 作为配套增值服务的增值业务，公司空运和海运规模的壮大是工程物流业务发展的有力推动，2011 年公司工程物流业务收入 1.86 亿，同比增长 37.5%，占营业总收入的比为 4%左右，在业务票数下滑的情况下，单票毛利水平增长较大，量价一齐获得突破。这主要是 2011 年上海项目物流部承揽了部分体积超长超大货物的物流项目，此类项目报价较高，因此收入大幅上升；但相关货物需租赁整条货船运输，成本相对租赁舱位运输的普通物流方案高，因此 2011 年毛利率有一定程度下降。

年份	营业收入 (万元)	业务票数	营收增速 (%)
2008	14,800	-	-
2009	11,500	2,135	22.3%
2010	13,500	3,104	17.0%
2011	18,500	2,771	37.5%

This line chart displays the percentage of profit, gross margin, and income for China National Petroleum Corporation from 2008 to 2011. The left Y-axis represents the percentage of profit and income (0% to 7%), and the right Y-axis represents the gross margin (0.0% to 16.0%).

Year	Profit Ratio (%)	Gross Margin (%)	Income Ratio (%)
2008	3.0%	14.5%	13.5%
2009	2.6%	12.5%	13.2%
2010	1.9%	9.5%	12.5%
2011	2.7%	9.5%	10.0%

**图表35：公司工程物流业务统计**

	2009	2010	2011
业务票数	2135	3,104	2,771
进口合同（票）	963	1,682	1,442
出口合同（票）	1,172	1,422	1,329
单票收入（元/票）	54,208.06	43,606.06	67,167.45
单票毛利（元/票）	7,005.95	5,238.79	6,472.43

来源：招股说明书 国金证券研究所

### ■ 仓储业务

- 公司的仓储业务主要分为国际货代业务配套的海关监管仓储和集装箱内装仓储、配送中心。国际货代业务配套的监管仓储业务是完成货物从国内运输转变为国际运输或国际运输转变为国内运输的重要环节。海关监管的集装箱内装仓库是货物集中、理货储存、分拣、包装或再包装、刷唛、配载集装等的主要场所。而配送中心则配备自行开发的仓储管理信息系统，能加快库存和作业流程，有利于降低生产厂商的保管和运输费用。
- 公司仓储业务目前主要是在客户规模相对较大的网点提供仓储服务，利用客户规模优势，进行仓储配套服务，延伸物流产业链，增加服务的附加值。
- 公司经营仓库分为三类，分别为自有仓库（含在建）、租赁仓库和合作经营仓库，以自有仓库为主，2011年 95,372.74 平米，占比约 51%，而募投的临港物流中心将增加仓库面积 35,827.6 平米，包括堆场达到 79,971.7 平米，将于年内投产，投产后预计将使 2013 年仓储物流收入增加 30%以上。

**图表36：公司仓库详细统计**

	2009	2010	2011
仓储总面积（平米）	166,315.87	172,751.06	186,831.83
自有仓库面积（含在建）	38,950.33	38,950.33	95,372.74
自有仓库比重%	23.42%	22.55%	51.05%
向关联方租赁及合作经营仓库面积	71,426.85	71,426.85	40,123.00
受关联方委托经营仓库面积	23,750.00	23,750.00	-
向第三方租赁仓库面积	32,188.69	38,623.88	51,336.09
单位仓储面积收入（元/平）	366.05	433.02	513.84
单位仓储面积毛利（元/平）	144.83	188.29	183.83

来源：招股说明书 国金证券研究所

### 供应链贸易业务——跨境综合物流业务之翼

- 供应链贸易具有采购产品指定性、产品渠道的透明性、交易周期固定性等特点，全部销售额确认为收入，形式上是通过赚取商品差价获得利润，但实际上该价差是根据公司提供的市场信息、价格协调、排产协调、交货协调、物流策划、通关、仓储、配送、简单加工、结算等服务内容来收取，且由于买卖价格绝大多数情况下已提前与客户和供应商商定，公司较少承担商品价格波动带来的收益或风险。

```
graph LR
    subgraph Supplier [Supplier Process]
        S1((供应商)) --> S2[前期沟通]
        S2 --> S3[签订委托合同]
        S3 --> S4[安排生产]
        S4 --> S5[验货/交货]
        S5 --> S6[物流安排]
        S6 --> S7[解除担保]
    end

    subgraph Customer [Customer Process]
        C1((客户)) --> C2[业务委托]
        C2 --> C3[业务评审]
        C3 --> C4[方案设计]
        C4 --> C5[签订委托合同]
        C5 --> C6[通知提货]
        C6 --> C7[验货/交货]
        C7 --> C8[清算]
        C8 --> C9[交易结束]
    end

    S2 <--> C3
    S2 <--> C4

    S3 --> S3_P[支付预付款]
    S3_P --> S3

    C5 --> C5_P[支付预付款/办理担保手续]
    C5_P --> C5

    S3 --> C5
    C5 --> S3

    S7 -.-> S3
    C9 -.-> C5
```

- 公司供应链贸易产品包括钢铁产品、铁矿砂原料和电子产品等，货值较大，但毛利率相对较低。目前公司供应链贸易产品逐步由低价值的铁矿砂原料转向高价值的钢铁产品等，在收入下滑的情况下，保持了毛利率的稳定。
- 2011 年供应链贸易业务实现营业收入 275,971.45，同比小幅增长 6.78%，营收占比约 40%，贡献毛利 4,403.30 万元，毛利占比 10.36%，表现较为稳定。

Year	Operating Income (10,000 Yuan)	Order Procurement Income (10,000 Yuan)	Revenue Growth Rate (%)
2008	165,000	-	-
2009	175,000	170,000	6.93%
2010	255,000	245,000	46.42%
2011	275,000	270,000	6.78%

Figure 1: Percentage of Income, Profit, and Gross Margin of China Mobile (2008-2011)

Year	Income Ratio (%)	Profit Ratio (%)	Gross Margin (Right Axis)
2008	33%	8%	1.5
2009	39%	7%	1.3
2010	37%	10%	1.5
2011	40%	10%	1.6

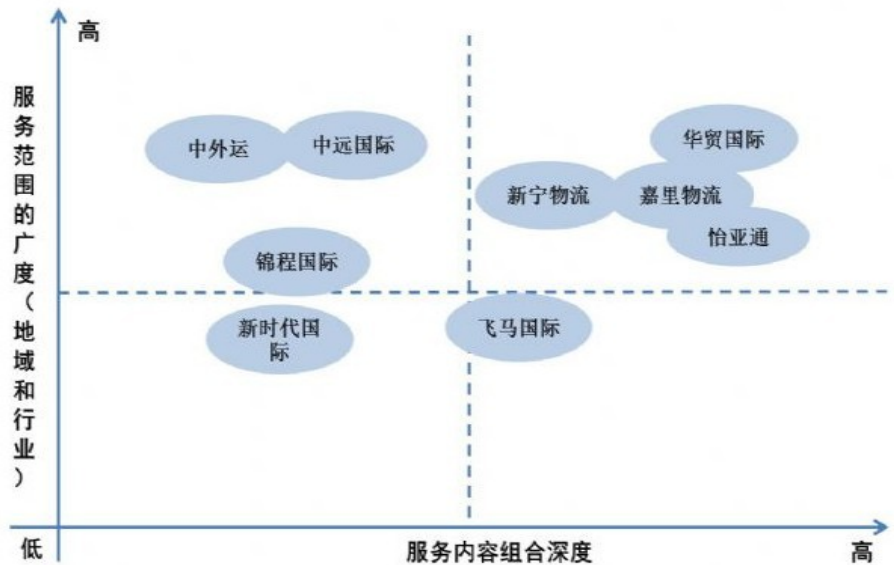


- 供应链贸易业务具备向上游和下游物流业务延伸的空间，并为跨境综合物流业务提供良好的货源基础，尽管目前毛利率不高，但对于公司的各项主业服务实现协同效应和规模化运作，共享客户及信息资源，加快完善和延伸产业链，扩大经营规模，提高市场知名度具有战略意义

#### 高效整合能力和规模服务网络依托全程信息系统打造核心竞争力

- 公司跨境综合物流行业内具有领先地位；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；拥有遍布全国主要城市的国内网络和覆盖全球的海外网络，具有集约化经营的规模优势；拥有先进的、覆盖全程的信息系统；

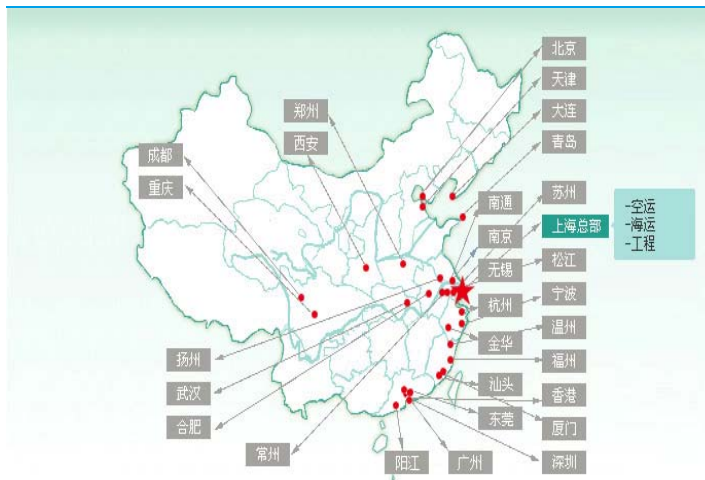
图表40：货代企业服务表现矩阵



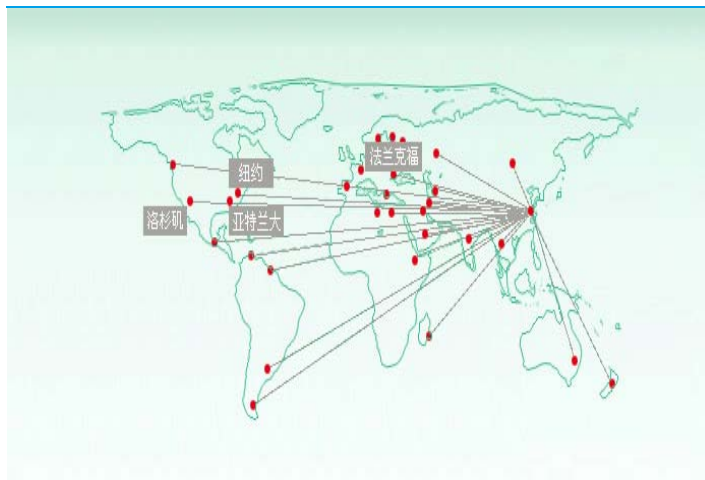
来源：国金证券研究所

- 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
  - 公司海运和空运业务发展均衡，是行业内同时掌握丰富海运和空运资源且具规模的少数中国本地公司之一。与提供单一海运或空运国际运输服务和规模较小的行业企业相比较，本公司可以灵活组合和拓展产品，向客户提供空运集运、海运集运、海空联运、铁海联运、海运拼箱、空运包机等丰富多样的国际运输产品；可以通过业务资源整合，满足不同客户的运输方案设计和优化需求；可以兼顾客户对运费和速度的差异化个性要求，为客户节约物流成本；
  - 市场定位和投资方向以轻资产为主，轻重资产有效结合，既避免了重资产模式资产投入过大、经营不够灵活的缺点，又避免了轻资产模式缺乏固定资源和成本优势的缺点，通过对产业链资源的整合，为客户提供完整的、低成本的、高效优质跨境综合物流一体化服务。
- 遍布全国主要城市的国内网络和覆盖全球的海外网络，国内外网络和全球合作网络，组成了公司完整统一的全球物流服务保障体系。
  - 投资网络（中国）：公司在大陆和香港地区投资设立了 34 个业务和服务网络，布局从沿海向内陆辐射，基本覆盖了我国各主要港口和经济发达城市。营运的网络形成了华东、华北、华南、华中、西北、北美六大区域业务和服务中心。

- 图表41: 华贸国内网络

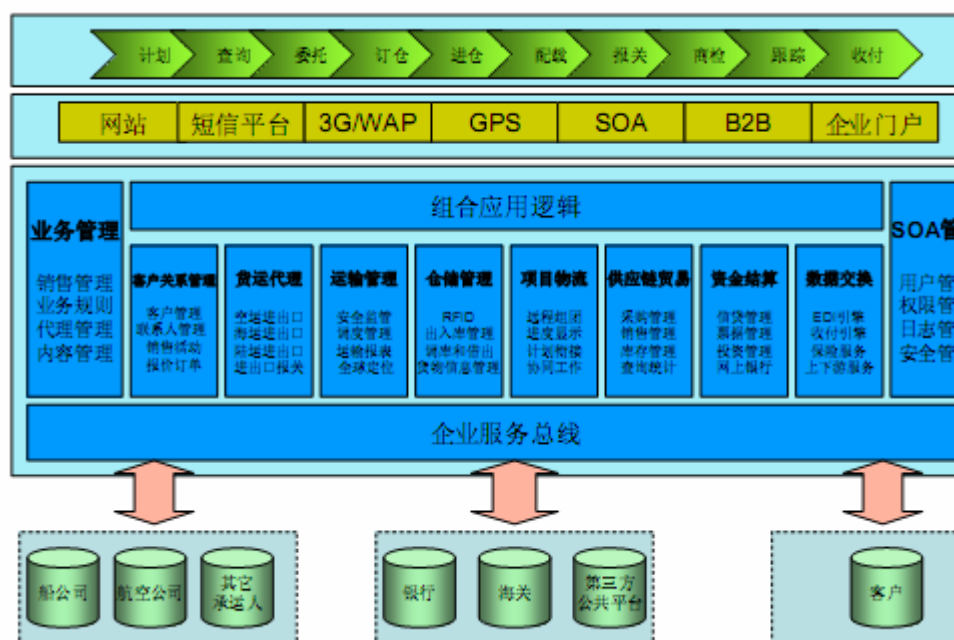


图表42: 华贸全球网络



- 20 -

图表43: 一体化信息平台



来源：招股说明书 国金证券研究所

## 募投项目分析——完善网络布局，提升核心竞争力

### 募投项目背景及介绍

- 目前阶段，国内跨境物流公司普遍存在国内网络建设的覆盖面不够广，缺少国际网络，服务不够完整，经营规模不够大的局限。尤其在海外网络建设方面，缺乏完善的海外网络制肘了市场占有率的增长和营运空间的拓展，难以实现国内外双向协同的竞争优势和规模经营局面，从而在国际市场竞争中处于被动地位。
- 基于上述原因，公司募投进行国内外网络的拓展和完善，加强基础设施服务能力，同时提升供应链一体化信息平台的服务水平，强化其核心竞争力。
  - 募集资金 3.3 亿元选择在重庆、郑州、昆山、沈阳、长春、昆明、济南、南昌、长沙和兰州等城市设立子公司，进一步完善现有国内物流网络布局，抢占物流市场，并计划在纽约、法兰克福和卢森堡新设 3 家子公司，从而构建海外网络投资平台和管理中心。
  - 募集资金 1.4 亿元，在上海进行临港仓储物流中心建设，总建筑面积为 35,827.6 平方米。
  - 募集资金 3000 万进行供应链一体化信息平台建设，以满足进一步优化业务流程、加强资源整合、增强协同效应和公司未来发展需要。

### 募投项目效益分析

- 根据项目投资建设进度，2012 年-2014 年，募投项目将分别贡献 EPS0.011 元，0.115 元，0.162 元。

图表44：募投项目经济性分析

项目（单位：万元）		2012	2013	2014	2015
国内网络新建项目	营业收入	16,148.48	48,445.43	119,755.22	153,024.55
	营业成本	14,829.38	44,488.14	109,808.34	140,348.08
	营业毛利	1,319.10	3,957.29	9,946.88	12,676.47
	营业净利	421.11	1,263.33	3,122.45	4,023.8
	EPS贡献（元）	0.011	0.032	0.078	0.101
国际网络新建项目	营业收入		12,452.31	12,452.31	12,452.31
	营业成本		11,458.96	11,458.96	11,458.96
	营业毛利		993.35	993.35	993.35
	营业净利		330.25	331.25	332.25
	EPS贡献（元）		0.008	0.008	0.008
临港仓储物流项目	营业收入		9,072.42	9,072.42	9,072.42
	营业成本		4,450.83	4,450.83	4,450.83
	营业毛利		4,621.59	4,621.59	4,621.59
	营业净利		3,009.93	3,010.93	3,011.93
	EPS贡献（元）		0.08	0.08	0.08
合计	营业收入	16,148.48	69,970.16	141,279.95	174,549.28
	营业成本	14,829.38	60,397.93	125,718.13	156,257.87
	营业毛利	1,319.10	9,572.23	15,561.82	18,291.41
	营业净利	421.11	4,603.51	6,464.63	7,367.98
	EPS贡献（元）	0.011	0.115	0.162	0.184

来源：招股说明书，国金证券研究所

## 盈利预测和估值

### 盈利预测重要假设

#### ■ 跨境综合物流业务

- 空运和海运业务量规模增速趋势与进出口贸易增速以及空海运货量增速保持同步，考虑到公司的领先地位，具体增速略高于行业水平。12-15年海运业务量平均增速12%，空运业务量平均增速12.7%。
- 海运业务考虑到2012年集运提价幅度较大，单箱收入和单箱毛利水平分别提升13%和9%，考虑到提价不可持续和运力过剩以及需求恢复缓慢因素，2013年开始单箱收入略微降低，单箱毛利不变。
- 空运业务12-14单位吨位收入维持在13500-14000元/吨，2012年毛利均随大市场环境下滑至9.6%，从2013年开始毛利率水平逐步回升到10%，
- 工程物流业务维持8%-10%左右增速。
- 2013年仓储面积按计划投入3.5万平。

#### ■ 供应链贸易业务

- 2012-2014年贸易规模增速为10%，20%和15%，毛利率维持1.6%左右水平

### 分项业务预测

图表45：分项业务预测

报告期	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>								
跨境综合物流(万元)	333,083.87	269,767.89	441,791.67	418,670.81	477,370.74	585,566.70	730,883.53	833,751.27
yoy%		-19.01%	63.77%	-5.23%	14.02%	22.66%	24.82%	14.07%
供应链贸易(万元)	165,057.41	176,504.04	258,440.77	275,971.45	303,568.60	364,282.31	418,924.66	481,763.36
yoy%		6.93%	46.42%	6.78%	10.00%	20.00%	15.00%	15.00%
其中：跨境综合物流-空运(万元)	150,681.08	135,623.90	214,601.52	195,253.00	193,640.73	231,251.72	278,187.26	311,569.73
跨境综合物流-海运(万元)	153,197.03	110,126.73	197,834.70	189,741.77	232,093.97	243,146.06	265,515.50	297,377.36
跨境综合物流-工程物流(万元)	14,900.14	11,573.42	13,535.32	18,612.10	20,010.00	21,700.00	23,760.00	25,900.00
跨境综合物流-仓储(万元)	6,643.50	6,088.05	7,480.42	9,600.16	10,560.18	13,843.76	15,920.32	17,512.36
跨境综合物流-其他(万元)	7,662.11	6,355.79	8,339.71	5,463.77	4,917.39	5,655.00	6,220.50	6,842.55
合计	498,141.28	446,271.93	700,232.44	694,642.26	780,939.34	949,849.01	1,149,808.19	1,315,514.63
yoy%		-10.41%	56.91%	-0.80%	12.42%	21.63%	21.05%	14.41%
<b>营业成本</b>								
跨境综合物流(万元)	302,982.21	242,873.49	405,520.16	378,419.79	436,038.602	528,972.69	659,489.72	752,882.86
yoy%		-19.84%	66.97%	-6.68%	15.23%	21.31%	24.67%	14.16%
供应链贸易(万元)	162,501.68	174,318.98	254,447.43	271,568.15	298,863.28	358,453.80	412,012.40	473,814.26
yoy%		7.27%	45.97%	6.73%	10.05%	19.94%	14.94%	15.00%
其中：跨境综合物流-空运(万元)	135,741.25	122,524.68	196,006.30	174,103.72	175,021.43	208,983.04	250,368.53	280,412.75
跨境综合物流-海运(万元)	143,763.39	102,102.56	186,862.89	177,531.58	217,726.24	227,341.57	247,814.46	277,552.20
跨境综合物流-工程物流(万元)	12,904.44	10,077.65	11,909.20	16,818.59	18,009.00	19,313.00	20,908.80	22,792.00
跨境综合物流-仓储(万元)	5,392.78	3,679.27	4,227.66	6,165.62	7,010.37	8,978.65	10,325.45	11,078.25
跨境综合物流-其他(万元)	5,180.35	4,489.33	6,514.11	3,800.28	3442.18	3958.50	4354.35	4789.79
合计	465,483.89	417,192.47	659,967.59	649,987.94	734,901.88	887,426.48	1,071,502.13	1,226,697.13
yoy%		-10.37%	58.19%	-1.51%	13.06%	20.75%	20.74%	14.48%
<b>营业利润</b>								
跨境综合物流(万元)	30,101.65	26,894.40	36,271.51	40,251.02	41,332.14	56,594.02	71,393.80	80,868.41
yoy%		-10.65%	34.87%	10.97%	2.69%	36.92%	26.15%	13.27%
供应链贸易(万元)	2,555.73	2,185.06	3,993.34	4,403.30	4,705.31	5,828.52	6,912.26	7,949.10
yoy%		-14.50%	82.76%	10.27%	6.86%	23.87%	18.59%	15.00%
其中：跨境综合物流-空运(万元)	14,939.83	13,099.22	18,595.22	21,149.28	18,619.30	22,268.68	27,818.73	31,156.97
跨境综合物流-海运(万元)	9,433.64	8,024.17	10,971.81	12,210.19	14,367.72	15,804.49	17,701.03	19,825.16
跨境综合物流-工程物流(万元)	1,995.70	1,495.77	1,626.12	1,793.51	2,001.00	2,387.00	2,851.20	3,108.00
跨境综合物流-仓储(万元)	1,250.72	2,408.78	3,252.76	3,434.54	3,549.80	4,865.11	5,594.87	6,434.11
跨境综合物流-其他(万元)	2,481.76	1,866.46	1,825.60	1,663.49	1,475.22	1,696.50	1,866.15	2,052.77
合计	32,657.38	29,079.46	40,264.85	44,654.32	46,037.45	62,422.53	78,306.06	88,817.51
yoy%		-10.96%	38.46%	10.90%	3.10%	35.59%	25.45%	13.42%

来源：国金证券研究所



## 估值

- 公司致力于提供国际综合物流的一站式服务，尽管国际货代行业承压，但制造业物流外包驱动以及公司在网络，服务水平和信息技术等方面优势的竞争地位，使得公司将获得更多的发展空间，未来募投项目的完成将进一步完善网络布局，提升核心竞争力，内外双修使得业务量和收入均获得快速增长。
- 12 国内可比上市公司动态市盈率均值为 21.88 倍，考虑到未来募投项目带来的业绩释放和公司优势地位，我们认为公司的估值应该略高于国内平均水平，给予动态市盈率 22 至 25 倍，对应 2012 年摊薄 EPS，二级市场合理股价约为 6.09 至 6.93 元。一级市场按照 20-22 倍的估值询价，则询价区间在 5.54-6.09 元。

**图表46：可比公司估值**

代码	简称	最新日期	最新收盘价(元)	每股收益 (元)		市盈率	
				11A	12E	11A	12E
002183	怡亚通	2012-05-15	6.98	0.16	0.2709	28.54	25.77
002210	飞马国际	2012-05-15	6.27	0.2508	0.3648	22.84	17.19
002245	澳洋顺昌	2012-05-15	7.87	0.2741	0.3619	18.46	21.75
002492	恒基达鑫	2012-05-15	12.91	0.463	0.647	25.61	19.95
300013	新宁物流	2012-05-15	12	0.1	0.2756	85.58	43.54
300240	飞力达	2012-05-15	16.6	0.88	0.903	21.31	18.38
600270	外运发展	2012-05-15	8.07	0.4995	0.5689	11.79	14.19
600787	中储股份	2012-05-15	10.59	0.4747	0.557	16.94	19.01
600794	保税科技	2012-05-15	12.8	0.68	0.7473	17.02	17.13
行业均值						27.57	21.88

来源：wind 国金证券研究所

## 风险提示

- **宏观经济大幅下滑风险**
  - 公司跨境物流业务与宏观经济关系十分紧密，如与进出口贸易增速基本同步，宏观经济大幅下滑将给公司经营带来较大风险。
- **海内外网络扩张风险**
  - 公司网络在扩张过程中尤其是海外网点建设过程中，不可控因素较多，易影响网络正常运营，甚至是募投项目的顺利开展。
- **应收账款和预付账款风险**
  - 作为货代型公司，公司应收账款和预付账款比例均较大，存在一定程度的违约风险。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	4,478	7,002	6,946	7,809	9,498	11,498
增长率		56.4%	-0.8%	12.4%	21.6%	21.1%
主营业务成本	-4,185	-6,600	-6,500	-7,349	-8,874	-10,715
%销售收入	93.5%	94.2%	93.6%	94.1%	93.4%	93.2%
毛利	293	403	447	460	624	783
%销售收入	6.5%	5.8%	6.4%	5.9%	6.6%	6.8%
营业税金及附加	-13	-18	-22	-23	-28	-34
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-125	-144	-166	-172	-218	-264
%销售收入	2.8%	2.1%	2.4%	2.2%	2.3%	2.3%
管理费用	-81	-95	-104	-109	-142	-172
%销售收入	1.8%	1.4%	1.5%	1.4%	1.5%	1.5%
息税前利润 (EBIT)	74	147	155	156	235	312
%销售收入	1.7%	2.1%	2.2%	2.0%	2.5%	2.7%
财务费用	-4	-19	-30	-26	-49	-70
%销售收入	0.1%	0.3%	0.4%	0.3%	0.5%	0.6%
资产减值损失	-4	-3	-4	0	0	0
公允价值变动收益	-2	1	1	0	0	0
投资收益	-5	0	0	0	0	0
%税前利润	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	60	126	122	130	186	242
营业利润率	1.3%	1.8%	1.8%	1.7%	2.0%	2.1%
营业外收支	10	6	11	12	10	10
税前利润	70	131	133	142	196	252
利润率	1.6%	1.9%	1.9%	1.8%	2.1%	2.2%
所得税	-14	-29	-30	-31	-45	-58
所得税率	20.2%	21.8%	22.3%	22.0%	23.0%	23.0%
净利润	56	103	103	111	151	194
少数股东损益	3	1	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	53	102	103	111	151	194
净利率	1.2%	1.4%	1.5%	1.4%	1.6%	1.7%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	56	103	103	111	151	194
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	22	19	22	20	22	23
非经营收益	13	13	11	32	58	80
营运资金变动	-194	111	-72	458	-612	-200
经营活动现金净流	-104	246	65	621	-381	97
资本开支	-6	-66	-27	-420	-79	-50
投资	0	-3	-19	-1	0	0
其他	0	0	10	0	0	0
投资活动现金净流	-6	-69	-36	-421	-79	-50
股权募资	0	0	0	0	-11	0
债权募资	105	87	198	270	606	42
其他	-74	-195	-64	-4	-68	-90
筹资活动现金净流	31	-108	134	266	527	-47
现金净流量	-78	68	163	466	67	0

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	143	234	434	900	967	967
应收款项	751	773	941	821	1,183	1,467
存货	156	38	85	60	73	88
其他流动资产	119	347	262	222	446	431
流动资产	1,169	1,393	1,721	2,004	2,669	2,953
%总资产	86.3%	88.7%	86.6%	74.9%	78.3%	79.2%
长期投资	7	6	7	8	7	7
固定资产	111	104	121	531	594	625
%总资产	8.2%	6.6%	6.1%	19.8%	17.4%	16.8%
无形资产	66	66	129	129	135	140
非流动资产	185	178	266	671	738	775
%总资产	13.7%	11.3%	13.4%	25.1%	21.7%	20.8%
资产总计	1,354	1,571	1,987	2,675	3,407	3,727
短期借款	181	268	467	737	1,342	1,384
应付款项	640	783	870	1,141	1,122	1,191
其他流动负债	66	59	64	67	72	87
流动负债	888	1,110	1,401	1,944	2,536	2,662
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	3	3	3	0	0	0
负债	891	1,113	1,403	1,944	2,536	2,663
普通股股东权益	437	517	584	730	871	1,065
少数股东权益	50	24	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,378	1,654	1,987	2,675	3,407	3,727

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.133	0.254	0.258	0.277	0.377	0.485
每股净资产	3.123	1.722	1.946	2.435	2.902	3.549
每股经营现金净流	-0.741	0.819	0.217	2.071	-1.269	0.324
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	12.15%	19.65%	17.71%	15.17%	17.32%	18.23%
总资产收益率	3.85%	6.14%	5.20%	4.14%	4.43%	5.21%
投入资本收益率	8.81%	14.12%	11.44%	8.28%	8.17%	9.80%
增长率						
主营业务收入增长率	-10.11%	56.38%	-0.80%	12.42%	21.63%	21.05%
EBIT增长率	-32.40%	97.91%	5.86%	0.45%	50.69%	32.73%
净利润增长率	-41.04%	91.16%	1.82%	7.24%	36.05%	28.73%
总资产增长率	14.58%	20.00%	20.17%	34.60%	27.37%	9.41%
资产管理能力						
应收账款周转天数	41.8	34.3	37.2	30.0	35.0	34.0
存货周转天数	8.0	5.4	3.5	3.0	3.0	3.0
应付账款周转天数	23.2	19.6	22.9	25.0	22.0	19.0
固定资产周转天数	9.0	5.4	5.5	6.1	4.7	3.5
偿债能力						
净负债/股东权益	7.85%	6.36%	5.63%	-22.37%	43.10%	39.23%
EBIT利息保障倍数	20.1	7.9	5.2	6.1	4.8	4.5
资产负债率	64.65%	67.28%	70.63%	72.69%	74.44%	71.43%

**定价区间的说明:**

上市定价: 预期该股票上市当日均价区间;

目标价格: 预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间;

询价价格: 建议询价对象申报的询价价格区间。

**长期竞争力评级的说明:**

长期竞争力评级着重于企业基本面, 评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明:**

行业优化市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明:**

强买: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;

买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%;

持有: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%;

减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%;

卖出: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

**深圳**

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B