

2012年08月06日



公司研究

新股研究

建议询价区间: 6.89-8.48元

专注、专业的第三方物流领先服务商

——华鹏飞(300350)新股研究

核心观点

询价结论:

预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.53 元, 0.71 元和 0.97 元, 参考同行业可比公司, 我们认为公司 2012 年合理估值为 13-16 倍, 建议一级市场询价区间为 6.89~8.48 元。

主要依据:

专注、专业的第三方物流服务商。经过多年的竞争实践, 公司确立了以细分市场和专业路线为核心的发展战略, 专注于电子信息产业, 是包括联想、中兴通讯、富士康和华为等知名企业在内的一大批优质客户的第三方物流专业提供商。综合物流服务业务是公司的主要收入和利润来源, 近三年, 公司综合物流服务业务收入增长率保持在 20% 以上, 2011 年高达 65.9%, 毛利率保持在 23% 以上, 运营稳健。

蓬勃发展的电子信息产业链孕育着高速成长的专业物流需求。电子信息产业对第三方物流的需求相对较高, 在美国, 电子及高科技行业使用第三方物流的比例已经高达 87%。我国电子信息产业属于朝阳产业, 年增速保持在 20% 以上, 鉴于经济转型阵痛期中降低物流成本上升为企业的共同诉求, 预计国内电子信息领域物流需求的增长要高于行业本身的增长, 公司面临良好的市场前景。

具备领先的物流信息化管理平台和完善的业务网络。公司将信息技术与多年物流行业经验结合, 开发了具有自主知识产权的物流仓储管理系统软件和物流订单管理系统软件等一大批管理软件, 并集成多种现代物流技术, 构建了现代化的综合物流管理平台和供应链管理平台。公司已经在全国建立了 30 多个业务网点, 形成了覆盖全国主要区域的物流业务网络, 具备提供较大规模物流服务的能力, 并具有跨行业的业务延拓能力。

募投项目有利于提升盈利空间和服务专业性。本次拟发行 2167 万股, 募集资金用于: 深圳物流中心扩建项目、苏州物流中心建设项目、信息化系统改建项目以及其他与主营业务相关的营运资金项目。项目建成后, 公司自有仓库面积将提升 1413% 至 3.21 万 m²; 自有加租赁仓库面积合计将提升 93% 至 6.22 万 m²; 自有车辆将增加 82% 至 259 辆, 公司物流配套设施的短缺问题将得到极大缓解, 长期成长空间打开。信息化系统改造主要对现有物流营运信息管理系统进行优化和更新, 将提升公司营运管理与内部管理资源共享以及高效协同的作业能力。募投项目全部完成后, 每年新增收入 3.75 亿元, 新增利润 0.48 亿元。

风险提示: 对电子信息行业依赖度高, 净资产收益率面临下滑的风险以及募投项目建设不顺利的风险。

财务数据与估值

	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万)	385	514	691	944
同比增速(%)	46.20%	33.49%	34.47%	36.72%
净利润(百万)	35	46	62	84
同比增速(%)	38.97%	30.27%	35.15%	36.09%
EPS(元)	0.41	0.53	0.71	0.97

基础数据

总股本(万股)	6500.00
流通A股(万股)	0.00
总市值(亿元)	0.00
总资产(亿元)	2.46
每股净资产(元)	2.50
建议询价区间(元)	6.89~8.48

研究员: 肖世俊

电话: 010-84183131

Email: xiaoshijun@guodu.com

执业证书编号: S0940510120011

联系人: 丰亮

电话: 010-84183271

Email: fengliang@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

正文目录

一、公司简介	4
二、公司主业分析	5
2.1 综合物流服务业务客户关系稳定，收入快速增长	6
2.2 供应链商品销售业务是有益补充	7
2.3 华南和华东地区为主战场，华中地区潜力大	7
三、行业发展情况	8
3.1 掘金物流业，挖潜空间大效益高	8
3.2 电子信息产业物流需求快速增长	9
四、公司竞争优势	10
4.1 具有优秀和稳定的客户资源	10
4.2 具有行业领先水平的物流信息化管理平台	11
4.3 完善的业务网络	12
五、募投项目及盈利预测	13
5.1 募投项目	13
5.2 业绩预测和投资建议	14
5.3 风险提示	15

图表目录

图 1: 公司股权结构图 (发行前)	5
图 2: 公司收入结构 (单位: 万元)	5
图 3: 毛利率基本保持稳定 (单位: 万元)	5
图 4: 公司主要业务模式	6
图 5: 综合物流服务业务快速增长	7
图 6: 前五大客户销售额和比重 (2011H)	7
图 7: 华中地区销售收入增长迅速 (万元)	8
图 8: 我国物流费用占 GDP 的比重维持在高位	9
图 9: 发达国家物流成本占 GDP 的比重较低	9
图 10: 电子信息产业走出低谷	9
图 11: 美国使用第三方物流比重最高的前五个行业	10
图 12: 电子信息产业领域物流市场稳定增长	10
图 13: 公司具有行业领先水平的物流信息化管理平台	11
图 14: 公司业务网络已经覆盖全国大部分重点省份和城市	12
 表 1: 发行前后股权结构	4
表 2: 供应链商品销售业务横向比较	7
表 3: 公司 2011 年前五大客户及占营业收入比例	11
表 4: 募投项目前后公司物流配套设施变化情况	14
表 5: 募投项目收益情况	14
表 6: 收入预测	14
表 7: 估值比较	14
 附录: 财务预测表	16

一、公司简介

公司作为国内电子信息产业领域专业物流服务的骨干企业，通过嵌入客户生产、采购、分销及逆向等内部业务流程，提供“一体化、一站式、个性化”的综合物流整体解决方案。同时，根据客户需求，提供包括方案设计、运输、仓储、装卸、配送与信息处理等各项服务，以及基于综合物流服务的 RDC/DC 外包管理、供应商管理库存、流通加工等其他增值物流服务。

公司长期深耕于国内电子信息产业高端物流服务市场，坚持走细分市场专业物流的发展路线。业务区域主要集中于珠三角和长三角等电子信息产业发达的地区，主要客户包括联想、中兴通讯、富士康、华为、创维、方正、东芝等知名的电子信息企业，专业服务能力、技术水平、管理水平、品牌信誉以及经济实力在行业内处于领先地位。

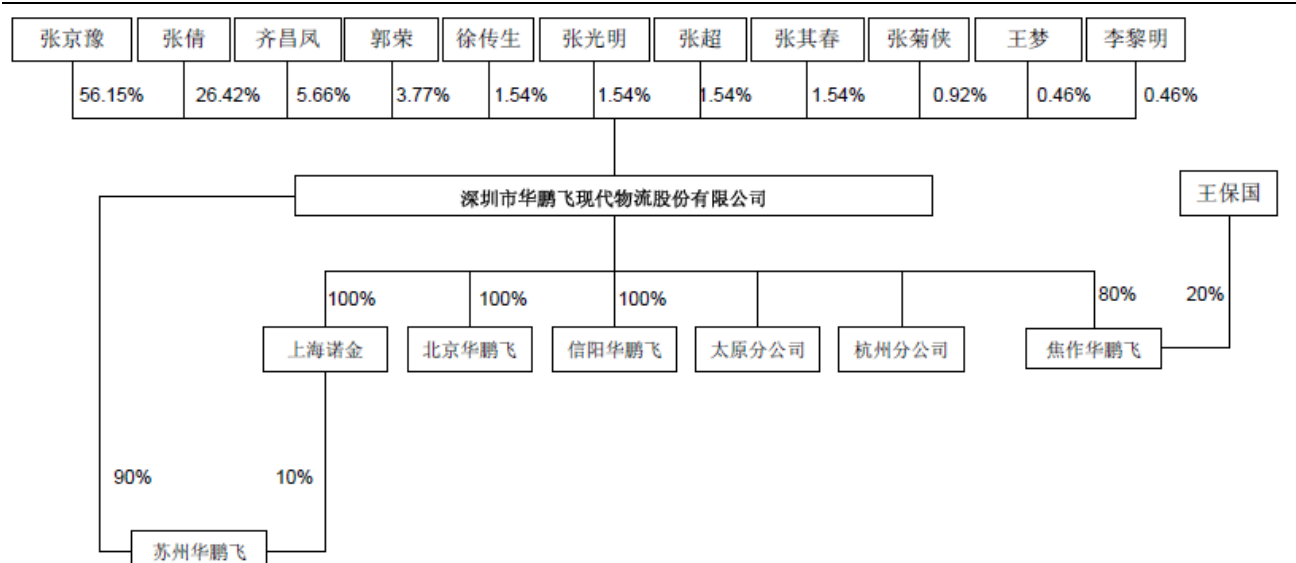
公司实际控制人为持股 56.15% 的张京豫，对公司生产经营和战略决策具有重大影响，另外，其配偶齐昌凤及女儿张倩分别持股 5.66% 和 26.42%。

表 1：发行前后股权结构

股东名称	发行前		发行后	
	数量（万股）	持股比例（%）	数量（万股）	持股比例（%）
张京豫	3649.75	56.15	3649.75	42.11
张倩	1717.30	26.42	1717.30	19.81
齐昌凤	367.90	5.66	367.90	4.24
郭荣	245.05	3.77	245.05	2.83
徐传生	100.00	1.54	100.00	1.15
张其春	100.00	1.54	100.00	1.15
张超	100.00	1.54	100.00	1.15
张光明	100.00	1.54	100.00	1.15
张菊侠	60.00	0.92	60.00	0.69
李黎明	30.00	0.46	30.00	0.35
王梦	30.00	0.46	30.00	0.35
本次拟发行股份	—	—	2167.00	25.00
合计	6500.00	100.00	8667.00	100.00

资料来源：国都证券

图 1: 公司股权结构图 (发行前)



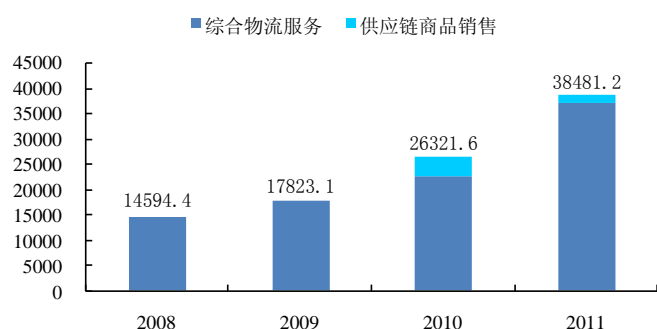
数据来源: 公司招股说明书, 国都证券

二、公司主业分析

公司主要业务是为知名的电子信息企业（如联想、中兴通讯等）提供“一体化、一站式、个性化”的第三方物流服务，具体包括综合物流服务以及由此延伸的供应链商品销售。综合物流服务为公司主要的收入和利润来源，2011 年收入和毛利占比分别为 96.4 和 99.6%。公司的供应链业务从 2009 年下半年开始筹备起步，2010 年开始贡献收入，供应链商品销售业务系资金密集型业务，毛利率水平较低，公司视当期流动资金情况及业务情况有选择性地开展，属于综合物流服务业务的延伸性业务和有益补充。

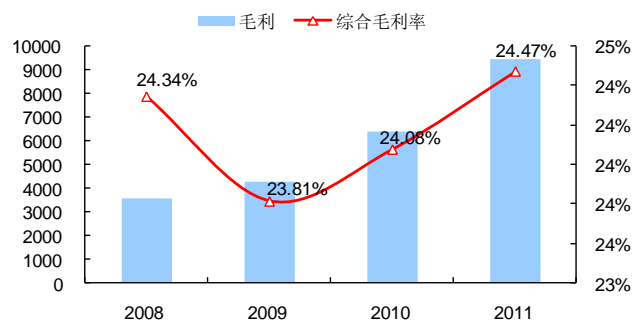
公司净利润保持快速增长水平，2009 年，2010 年和 2011 年增长率分别为 53.6%，53.5%和 39.0%，展现出良好的成长性。

图 2: 公司收入结构 (单位: 万元)



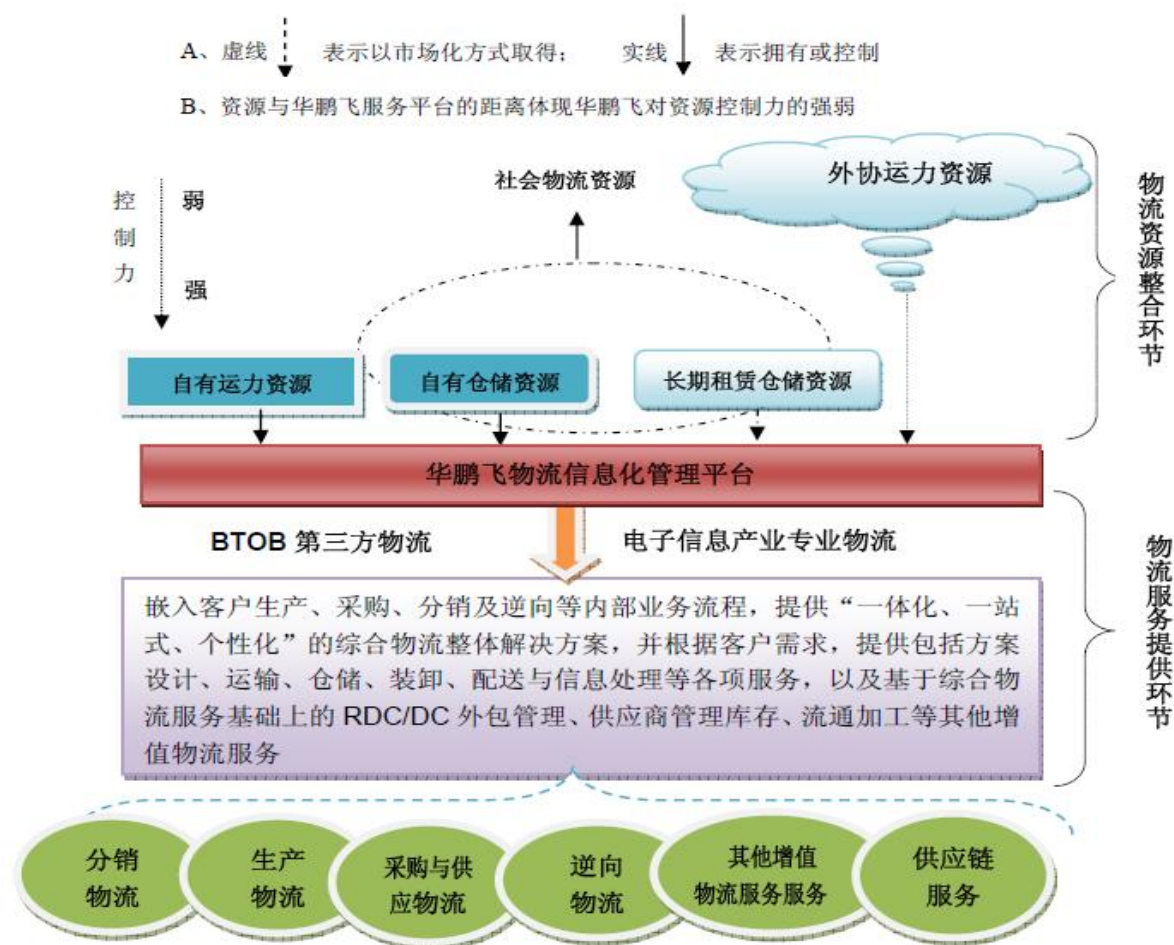
资料来源: 公司招股说明书, 国都证券

图 3: 毛利率基本保持稳定 (单位: 万元)



资料来源: 国都证券

图 4：公司主要业务模式



数据来源：公司招股说明书，国都证券

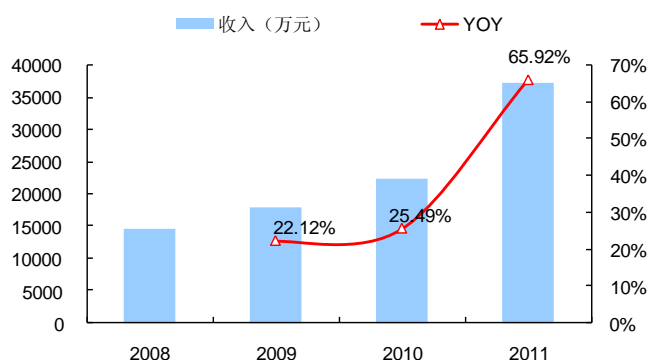
2.1 综合物流服务业务客户关系稳定，收入快速增长

综合物流服务是公司目前最主要的业务，为公司提供了稳定的收入来源和现金流。目前，公司已经与联想、中兴通讯、富士康、华为等知名电子信息企业建立了长期稳定合作关系。近三年，公司综合物流服务业务收入增长率保持在 20% 以上，2011 年高达 65.9%，毛利率保持在 23% 以上。

2010 年，公司综合物流服务毛利率大幅升至 27.8%，主要原因为：

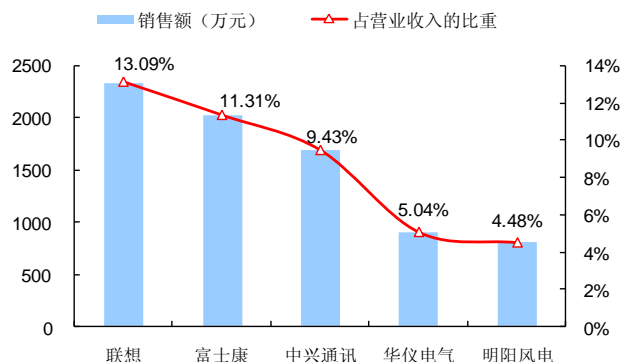
- 公司本年度综合物流服务规模扩大，规模效应逐步显现，且物流增值服务占比提高；物流设施结构进一步优化，车辆平均运载能力提高。
- 公司进一步加大市场开拓力度，提高了车辆的合理装载率。此外，公司信息技术手段更完善，使得管理更到位、更精细，单位成本降低，收益增加。

图 5：综合物流服务业务快速增长



资料来源：公司招股说明书，国都证券

图 6：前五大客户销售额和比重（2011H）



资料来源：国都证券

2.2 供应链商品销售业务是有益补充

公司的供应链业务从 2009 年下半年开始筹备起步，2010 年开始贡献收入，目前收入和毛利贡献都比较小。供应链商品销售可以帮助核心企业拓宽其销售网络，解决下游经销商资金紧缺的问题，起到融通供应商和经销商的作用。同时能扩展公司自身的综合物流服务，保持良好的客户关系，属于综合物流服务业务的延伸性业务和有益补充。

公司的供应链商品销售业务与飞马国际的贸易执行业务、怡亚通的供应链业务有一定的相似性，主要特点表现为资金密集，高周转率和低毛利率。

表 2：供应链商品销售业务横向比较

项目	华鹏飞		怡亚通（SZ. 002183）		飞马国际（SZ. 002210）	
业务名称	供应链商品销售业务		深度供应链业务		贸易执行业务	
运作方式	为核心客户及其渠道商（经销商）提供的“形式买卖+综合物流服务”服务		从供应商采购货物后，将货物按客户的需求，配送到卖场、超市、门店等。为客户提供一站式的供应链服务，包括采购、深度物流、销售、收款的全方位服务		采取“形式买断”的方式，通过合同对采购、销售价格和途中的运输成本的约定，实现对贸易执行收益的锁定	
毛利率	2011 年 1-6 月	3.50%	2011 年 1-6 月	4.70%	2011 年 1-6 月	2.56%
	2010 年	3.04%	2010 年	3.50%	2010 年	3.75%
	2009 年	-	2009 年	5.41%	2009 年	3.79%
	2008 年	-	2008 年	-	2008 年	5.90%

资料来源：公司招股说明书，国都证券

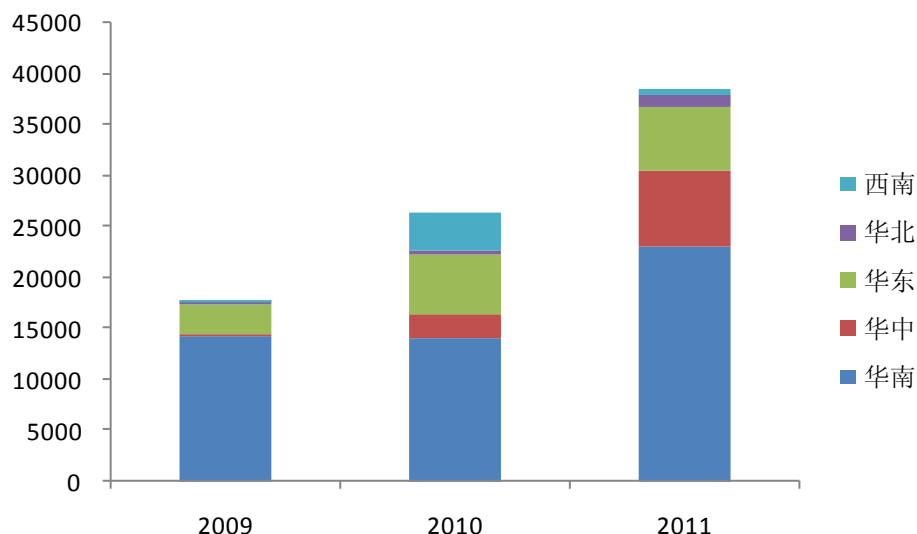
2.3 华南和华东地区为主战场，华中地区潜力大

公司经营业务与区域经济发展密切相关。华南、华东是公司传统市场，今后将会进一步得到巩固和发展；随着产业向中西部转移，公司正积极展开战略布局，华中业务呈现出了良好的发展势头，收入稳步增长。华中地区发展潜力大，将成为公司业务新的增长点。

2010 年，为了更好的开拓华中地区业务，公司新设信阳华鹏飞和焦作华鹏飞开拓华中地区。经过公司一年多的耕耘，信阳华鹏飞和焦作华鹏飞已经成功拓展了华中地区业务。2011 年，公司华中地区收入达到 7526.9 万元，为 2008 年的 323 倍，占总收入

的比重超过华东地区，达到 19.6%。

图 7：华中地区销售收入增长迅速（万元）



数据来源：公司招股说明书，国都证券

三、行业发展情况

近二十年，出口和消费成为中国经济腾飞的增长内核，而其蕴含的模式乃是大张大合式的，粗犷式的资金和资源投入型的增长驱动模式。从国际发展的经验来看，在大生产，大消费时代带来的经济繁荣期结束之后，滞胀给予企业的不仅是盈利上的下滑，更重要的还有来自库存成本和资金链上的压力。此时，可提供灵活多样增值服务（如供应商管理库存），为客户创造更多的价值的物流服务商开始兴起，物流成本占 GDP 的比重进入稳定下降通道，整个社会生产和生活效率得到极大改善。据统计，1977~1981 年，在美国国内生产总值中，物流成本高达 16.8%，到 1997 年物流成本大幅度下降到 10.9%，这种成本的下降显著地提高了美国经济的竞争力，是美国经济再度繁荣的一个重要因素。

目前，我国惯有发展模式逐渐失效，经济结构调整困难重重，经济活动逐渐萎缩，企业经营环境恶化，这种场景和几十年发达国家所经历的如出一辙，根据历史经验和现阶段表现出来的经济特征，挖潜增效已经成为工业企业的发展共识，提升物流效率，降低物流成本逐渐演变为企业的第三利润源。

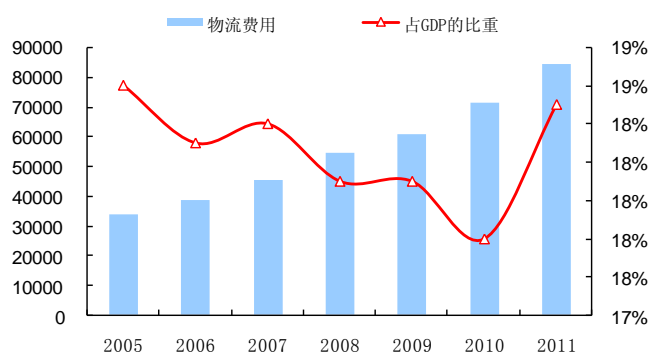
3.1 掘金物流业，挖潜空间大效益高

从全球物流产业发展情况来看，在欧、美、日本等发达国家和地区，物流业开展得较早较好，已经形成相对完善的交通运输和信息网络，物流成本占 GDP 的比重随着经济发展而降低，发达国家物流成本占 GDP 的比重大致在 10% 左右。

2011 年，我国社会物流总费用为 8.4 万亿元，同比增长 18.5%，物流总费用占 GDP 的比率为 17.8%，同比持平，社会经济运行的物流成本仍然较高，按照 2011 年的经济规模计算，我国每降低 1% 的物流成本，将增加超过 4000 亿元的经济效益，从目前 18.5%

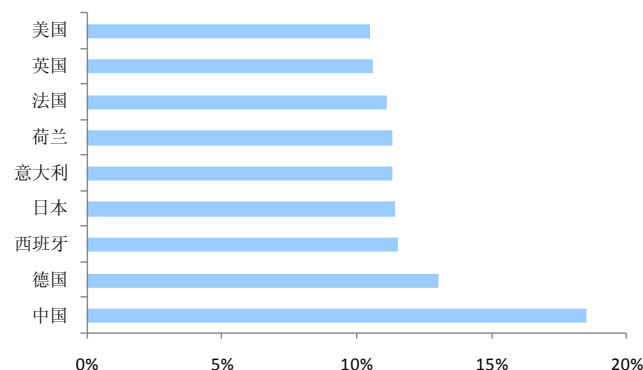
的比例出发，如果能降到 15%，将增加经济效益超过 1.4 万亿元，可见提升物流效率带来的社会正效应相当显著。

图 8：我国物流费用占 GDP 的比重维持在高位



资料来源：公司招股说明书，国都证券

图 9：发达国家物流成本占 GDP 的比重较低



资料来源：中国物流学会，国都证券

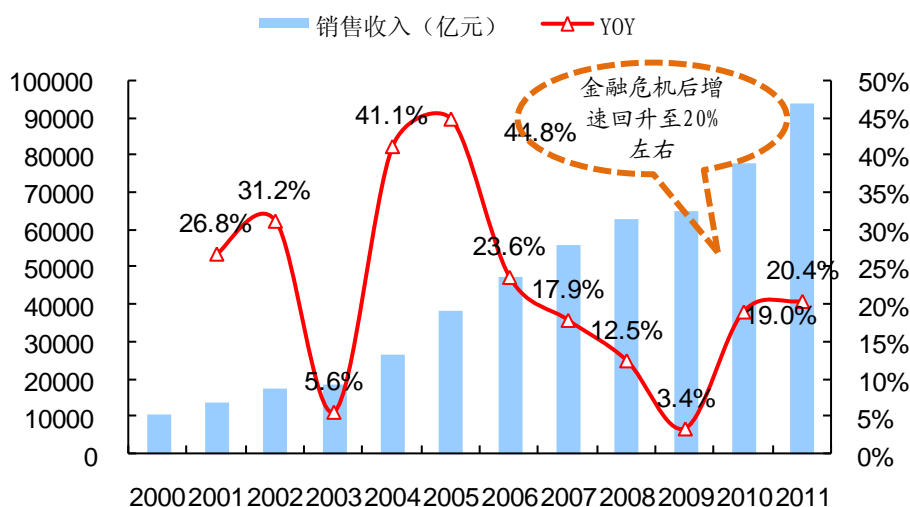
3.2 电子信息产业物流需求快速增长

公司主要业务集中于电子信息领域，而电子信息产业是使用第三方物流比例最高的行业，在美国，电子及高科技行业使用第三方物流的比例高达 87%，目前，国内大型电子信息企业已逐渐接受并开始使用第三方物流服务。

■ 中国电子信息产业极具成长性、未来市场巨大

电子信息产业属于朝阳产业，近年来我国电子信息产业呈现持续高速增长的势头。受 2008 年世界金融危机冲击，2009 年国内电子信息产业销售收入增长率下滑到 3.4%，随着全球经济复苏，目前已经回升至 20% 左右的增长速度，未来有望持续高速增长。

图 10：电子信息产业走出低谷



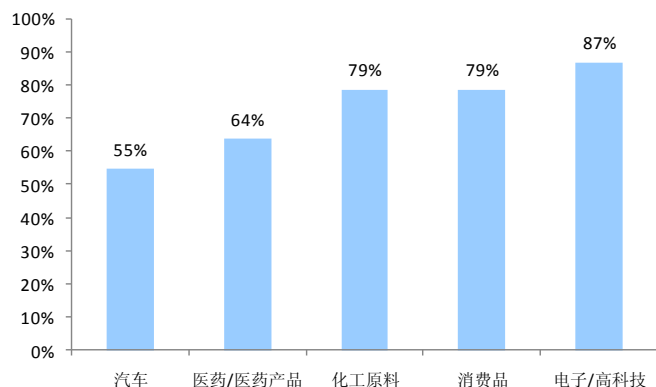
数据来源：工信部，国都证券

■ 蓬勃发展的电子信息产业链孕育着高速成长的专业物流需求

第三方物流已成为现代物流发展的主流趋势。欧洲目前使用第三方物流服务的比例约为 76%，美国约为 58%，且第三方物流的比例仍在快速增长。目前，我国的第三方物流所占的比例仅为 10%。

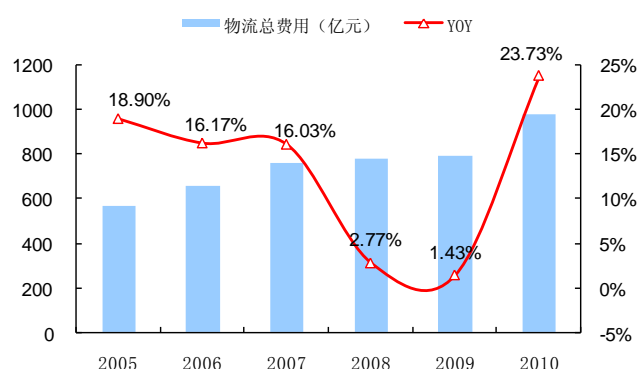
实质上，美国电子及高科技行业已经相当依赖第三方物流服务，占比高达 87%，在所有行业中位居首位。面对中国蓬勃发展的电子信息产业链，第三方物流将逐渐扮演越来越重要的角色。2010 年，电子信息产业物流服务需求增速在金融危机触底后回升至 23.7%，而根据《中国物流与采购》预测，未来五年，电子信息产业的物流服务需求会保持 20%以上的速度增长。

图 11: 美国使用第三方物流比重最高的前五个行业



资料来源：公司招股说明书，国都证券

图 12: 电子信息产业领域物流市场稳定增长



资料来源：中国物流与采购联合会，国都证券

四、公司竞争优势

物流定义广泛，包涵的业务种类各型各样，公司从最初便确立了以细分市场和专业路线为核心的公司发展战略，业务主要集中于电子信息产业领域，目前已经是国内电子信息产业领域专业物流的骨干企业和深圳地区专业物流服务的领军企业。在和国内外物流巨头多年的竞争中，公司逐渐形成了独特的业务运营模式和专业服务优势，拥有一大批知名电子企业为稳定客户资源，并建立起覆盖全国主要城市的业务服务网络和先进的物流信息化管理平台。

另外，凭借多年来在行业内的优异表现，公司被推选为中国物流与采购联合会的常理事务单位，并连续多年被评定为“深圳市重点物流企业”。

4.1 具有优秀和稳定的客户资源

大型电子信息企业选择物流服务商较为审慎，执行严格的评估与准入制度。客户选择标准涉及专业服务能力、技术水平、管理水平、品牌信誉以及经济实力等多方面，强调业务合作的稳定性与可持续性。公司的主要客户为联想、中兴通讯、富士康、华为、创维、方正、东芝等一批知名的电子信息企业，其中大部分已与公司合作近十年，相互间结成了长期稳定的合作关系。

随着公司业务的快速发展,公司客户结构中的知名企业数量逐步增多,构成公司业务快速发展的先发优势。公司正不断吸引具有物流整体方案策划及物流执行服务需求的高端电子信息企业与公司合作。2010 年,公司与同洲电子、品胜电子、安彩高科、安飞电子等十多家知名企业达成合作,新增客户贡献营业收入 4900.98 万元,占公司 2010 年营业收入的 18.62%。

表 3: 公司 2011 年前五大客户及占营业收入比例

排名	客户	金额	比例
1	联想集团有限公司及其下属公司	4836	12.6%
2	富士康科技集团及下属公司	4385	11.4%
3	中兴通讯股份有限公司及下属公司	3256	8.5%
4	华仪风能有限公司	2013	5.2%
5	江苏国强镀锌实业有限公司	2004	5.2%
合计		16494	42.9%

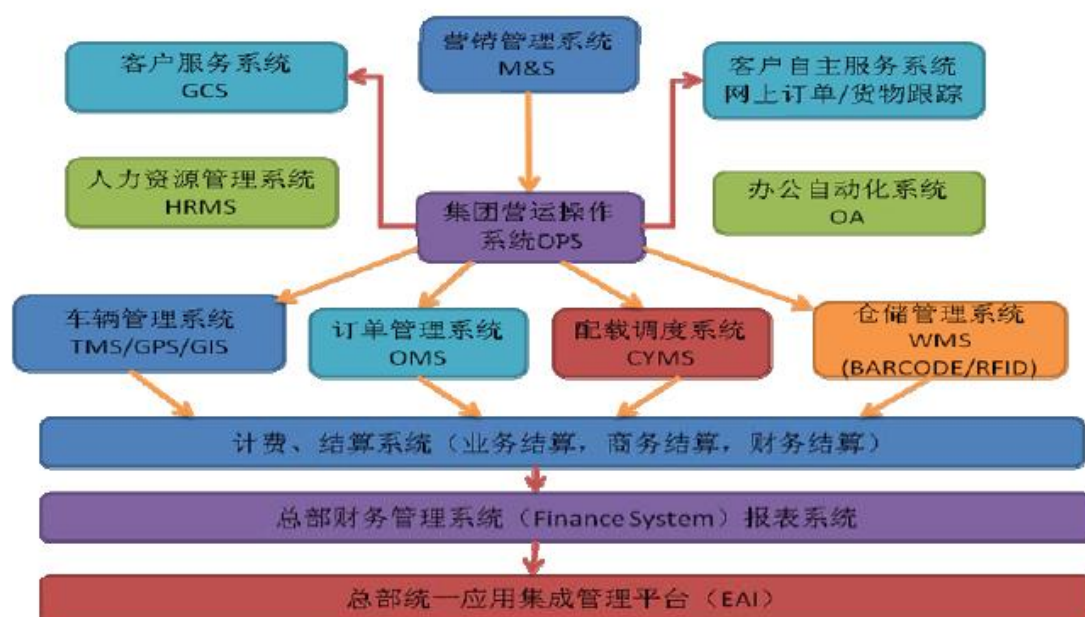
资料来源: 公司招股说明书, 国都证券

4.2 具有行业领先水平的物流信息化管理平台

信息技术应用的广度和深度已经成为现代物流企业竞争力的重要体现。公司将信息技术与多年物流行业经验结合,开发了具有自主知识产权的物流仓储管理系统软件、物流订单管理系统软件、物流系统接口软件、商业智能(BI)管理系统软件、运输配送管理系统软件以及物流信息系统软件,并与全球定位系统(GPS)、地理信息系统(GIS)、条码技术(BARCODE)、射频识别技术(RFID)以及远程视频监控技术等现代物流技术集成应用,构建了公司综合物流管理平台、RDC/DC 管理平台和供应链管理平台。

公司物流信息化管理平台主要包括车辆管理系统、订单管理系统、配载调度系统、仓储管理系统,并与客户服务系统、营销管理系统、客户自主服务系统、办公自动化系统集成应用,构成了公司集团营运操作系统。

图 13: 公司具有行业领先水平的物流信息化管理平台



4.3 完善的业务网络


拥有覆盖全国主要区域的物流业务网络，是提供较大规模物流服务的必备条件。在高端物流服务领域，如电子信息产业领域等专业物流细分市场中，缺乏规模经济标准的物流企业，不具备覆盖全国主要区域的物流业务网络，无法满足电子信息产业大型客户对综合物流服务需求。

公司经过十多年的发展，已经在全国建立了 30 多个业务网点（含分公司、子公司和办事处），国内除拉萨、西宁、银川外的省会级城市均设有业务网点，在重点城市建立了物流分拨配送中心，在珠三角、长三角等电子信息产业发达的地区设立物流运营中心，已形成一张覆盖国内主要城市的物流业务网络，具备为国内电子信息产业客户提供较大规模物流服务的能力。

图 14：公司业务网络已经覆盖全国大部分重点省份和城市



数据来源：公司招股说明书，国都证券

注：图中“”代表所在城市的业务网点，包括子公司、分公司和办事处

五、募投项目及盈利预测

5.1 募投项目

公司拟发行股票 2167 万股，占发行后总股本 25%，募集资金拟用于以下项目：

■ 深圳华鹏飞物流中心扩建项目

建设主体位于深圳市龙岗区坂田街道南坑社区，建设内容包括仓储设施、物流设施以及园区智能化工程改造，项目计划总投资 9390 万元，其中建设投资 8390 万元，流动资金 1000 万元，规划建设 2 栋 3 层高的仓库（含购建仓储设备）、建设 1 栋 2 层高办公楼及配套设施，新增车辆 84 辆，拟全部使用本次发行募集资金投入。

公司现有的深圳物流中心虽初具规模，但经营场地可使用容量、物流配套设施都已无法满足迅猛增长的市场需求和电子信息物流服务不断升级的要求。该项目的建设将解决公司目前有效营运能力不足的问题。项目通过新建仓库、增加物流营运设施、自动化仓储配套设施来巩固和扩大公司在电子信息物流领域的领先优势，增强公司抵御市场风险的能力，进一步提高公司产品和服务的市场竞争力。

■ 苏州华鹏飞物流中心建设项目

建设主体位于苏州市相城区望亭国际物流园，地处电子信息产业发达和进出口贸易规模巨大的长江三角洲地区。项目拟建设苏州华鹏飞物流中心，包括仓储设施、物流设施以及园区智能化工程改造。项目总投资 5718.84 万元，规划建设 2 栋 1 层高的仓库（含购建仓储设备）、1 栋 3 层高的办公楼、1 栋 3 层高的综合楼及配套设施，新增车辆 33 辆。

公司拟通过新建仓库、增加物流营运设施及自动化仓储配套设施建设等，并利用公司在电子信息物流领域形成的品牌和信息化优势，建立长江三角洲现代物流区域中心。本项目旨在完善公司的产业结构布局，形成以珠江三角洲、长江三角洲为两极，辐射全国的现代物流服务网络。

■ 信息化系统改建项目

项目计划投资总额为 1574 万元，将全部由募集资金投资。其中，总部更新项目投资 941 万元，具体包括更新购置数据库一套、双机冗余服务器一套、商务台式电脑 50 台，信息平台开发构建 OA 系统、CRM 系统、3G 手持终端物流信息录入系统、对接模块等；总部新建项目投资 241 万元，具体包括购置手持终端录入订单设备、车辆 GPS 视频终端监控设备，构建 GPS/GIS 全国监控中心、网络光纤；业务网点更新项目投资 284 万元，具体包括更新购置商务台式电脑 150 台，优化同城构建、监控设备；业务网点新建项目投资 108 万元，具体包括购置无线手持终端扫描设备 90 台、配套条码打印机 12 台。

项目将更新公司数据库、数据服务器、网络监控设备，改建办公自动化管理系统、人力资源管理系统、客户关系管理系统，以及购置 3G 手持终端录入设备、无线手持扫描设备、GPS 视频终端监控设备等。

■ 其他与主营业务相关的营运资金项目

补充与主营业务相关的营运资金。

表 4: 募投项目前后公司物流配套设施变化情况

	募投前	募投后	增长率
仓库面积（自有）	2122m ²	32100.24 m ²	1413%
仓库面积（自有加租赁）	32225m ²	62203.24 m ²	93%
车辆（自有）	142辆	259 辆	82%

资料来源：公司招股说明书，国都证券

表 5: 募投项目收益情况

项目	年收入(万元)	净利润(万元)	投资利润率	投资回收期(年)
深圳华鹏飞物流中心扩建项目	26407.92	3231.02	25.81%	5.07
苏州华鹏飞物流中心建设项目	11057.18	1574.52	23.01%	4.94

资料来源：公司招股说明书，国都证券

5.2 业绩预测和投资建议

假设：

（1）十二五期间社会物流总额年均增长 15%左右，电子信息产业的物流服务需求保持 20%以上的增长速度。

（2）现有客户关系维持稳定，且客户经营稳定，新客户拓展平稳。

（3）募投项目 2012 年的达产率为 25%，2013 年为 70%，2014 年为 100%。

表 6: 收入预测

业务种类	单位：万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
综合物流服务	营业收入	22365.53	37109.51	49789.22	67257.61	92346.25
	YOY	25.5%	65.9%	34.2%	35.1%	37.3%
供应链商品销售	营业收入	3956.05	1371.72	1577.48	1814.10	2086.21
	YOY		-65.3%	15.0%	15.0%	15.0%
合计	营业收入	26321.58	38481.23	51366.70	69071.70	94432.46
	YOY	47.7%	46.2%	33.5%	34.5%	36.7%

资料来源：公司招股说明书，国都证券

表 7: 估值比较

代码	公司名称	EPS			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	总市值 (亿元)
		2010	2011	2012E	2010	2011	2012E			
300240	飞力达	0.92	0.88	0.58	9.40	9.83	14.98	1.64	9.27	14.45
300013	新宁物流	0.19	0.10	0.20	43.79	83.20	40.82	2.30	3.82	7.49
002183	怡亚通	0.24	0.16	0.22	20.33	30.50	21.72	2.83	9.06	40.71
002210	飞马国际	0.17	0.25	0.27	27.24	18.52	16.88	3.29	14.52	18.42
	平均	0.38	0.35	0.32	25.19	35.51	23.60	2.52	9.17	20.27

资料来源：Wind，国都证券

我们预测公司 2012-2014 年公司营业收入为 5.1 亿, 6.9 亿和 9.4 亿, 同比分别增长 33.5%, 34.5%和 36.7%。净利润分别为 0.46 亿, 0.62 亿和 0.84 亿, 同比分别增长 30.3%, 35.2%和 36.1%。摊薄后 EPS 分别为 0.53 元, 0.71 元和 0.97 元。我们认为中国物流行业属于朝阳行业, 前景广阔, 在各行业横向对比中, 电子信息产业更加依赖于第三方物流。公司在电子信息产业物流服务企业处于绝对领先地位, 拥有一大批稳定的优质客户, 并不断吸引新客户成为服务对象, 同时服务网络覆盖率高, 横向扩展能力也较强, 鉴于行业的美好前景和公司本身的优秀资质, 我们认为公司具备良好的成长能力。给予公司 2012 年 PE 估值 13-16 倍, 对应股价为 6.89 元-8.48 元, 建议申购。

5.3 风险提示

(1) **对电子信息产业依赖度高。**公司虽然逐步拓展其他行业业务并已取得一定成效, 但电子信息行业客户目前仍是公司最主要的客户。公司的业务发展与电子信息产业的景气状况直接相关, 对电子信息产业存在一定的依赖。

(2) **公司净资产收益率下滑的风险。**本次发行完成募集资金到位后, 公司净资产规模将大幅度增加。由于募集资金投资项目的实施需要一定时间, 在项目建成达产后才能达到预期的收益水平, 因此, 短期内公司存在净资产收益率下降的风险。

(3) **募集资金投资项目进展不顺利的风险。**公司募投项目在建设过程中存在着某些不可预见的干扰和风险, 可能导致项目建设进展不顺利和延期投产, 对公司的业务扩张造成负面影响。

附录：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E	单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	188.07	355.25	451.29	643.21	营业收入	384.81	513.67	690.72	944.32
现金	45.94	165.95	210.88	297.14	营业成本	290.65	387.76	521.04	711.91
应收账款	121.45	153.80	202.67	286.22	营业税金及附加	12.80	17.21	23.21	31.92
其它应收款	10.23	19.27	18.84	32.66	营业费用	14.70	19.78	26.59	36.36
预付账款	4.82	5.75	6.17	9.84	管理费用	13.18	18.49	24.87	33.05
存货	0.00	5.33	0.69	6.11	财务费用	4.07	5.44	7.32	10.01
其他	5.62	5.16	12.05	11.23	资产减值损失	3.79	5.14	6.91	9.44
非流动资产	57.54	60.70	82.80	111.69	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	21.64	23.38	38.23	55.53	营业利润	45.62	59.85	80.78	111.64
无形资产	16.28	19.76	26.58	35.10	营业外收入	1.26	0.72	0.92	0.97
其他	19.62	17.56	17.98	21.07	营业外支出	0.14	0.26	0.20	0.20
资产总计	245.61	415.95	534.09	754.90	利润总额	46.75	60.31	81.51	112.40
流动负债	56.84	184.60	234.11	366.37	所得税	11.59	14.47	19.56	28.10
短期借款	40.00	157.52	206.87	324.71	净利润	35.16	45.83	61.95	84.30
应付账款	0.00	0.43	0.56	0.60	少数股东损益	-0.02	0.00	0.00	0.00
其他	16.84	26.65	26.68	41.06	归属母公司净利润	35.18	45.83	61.95	84.30
非流动负债	24.20	20.94	27.63	31.87	EBITDA	49.35	67.10	92.37	128.98
长期借款	24.20	20.94	27.63	31.87	EPS (元)	0.41	0.53	0.71	0.97
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率				
负债合计	81.04	205.54	261.74	398.25		2011	2012E	2013E	2014E
少数股东权益	1.97	1.97	1.97	1.97	成长能力				
归属母公司股东权益	162.61	208.44	270.39	354.69	营业收入	46.20%	38.67%	44.18%	43.02%
负债和股东权益	245.61	415.95	534.09	754.90	毛利率	24.47%	24.51%	24.57%	24.61%
现金流量表					净利率	9.14%	8.92%	8.97%	8.93%
单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E	ROE	21.36%	21.78%	22.74%	23.64%
经营活动现金流	-10.19	13.15	19.98	7.10	ROIC	16.37%	12.36%	12.97%	12.63%
净利润	35.16	45.83	61.95	84.30	偿债能力				
折旧摊销	0.00	3.31	4.79	7.27	资产负债率	32.99%	49.42%	49.01%	52.75%
财务费用	4.07	5.44	7.32	10.01	净负债比率	39.01%	87.31%	89.12%	103.16%
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	3.31	1.92	1.93	1.76
营运资金变动	-48.42	-42.17	-53.93	-94.35	速动比率	3.31	1.90	1.92	1.74
其它	-1.01	0.73	-0.15	-0.14	营运能力				
投资活动现金流	-14.89	-7.20	-26.74	-36.02	总资产周转率	1.78	1.55	1.45	1.47
资本支出	14.89	3.89	21.95	28.75	应收帐款周转率	3.98	3.73	3.88	3.86
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	应付帐款周转率	791.40	1816.91	1050.83	1219.71
其他	0.00	-3.31	-4.79	-7.27	每股指标(元)				
筹资活动现金流	16.27	-28.87	5.94	3.42	每股收益	0.41	0.53	0.71	0.97
短期借款	40.00	-25.40	3.60	6.07	每股经营现金	-0.16	0.20	0.31	0.11
长期借款	-19.80	-3.26	6.68	4.25	每股净资产	1.90	2.43	3.14	4.12
现金净增加额	-8.81	-22.92	-0.82	-25.51	EV/EBITDA	0.41	0.29	0.37	0.56

资料来源：公司报表、国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15% 以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15% 之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5% 以上
长期 评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
邓婷	金融	dengting@guodu.com	肖世俊	研究管理、有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
王树宝	煤炭、钢铁	wangshubao@guodu.com	刘洵	IT	liuyun@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com
张巍	房地产	zhangweiwei@guodu.com	丰亮	汽车及零部件	fengliang@guodu.com
卢珊	食品饮料	lushan@guodu.com	王寅	医药	wangyin@guodu.com
袁放	有色	yuanfang@guodu.com	杨志刚	家电/旅游	yangzhigang@guodu.com
王方	基金、融资融券	wangfang@guodu.com	赵锴	股指期货	zhaokai@guodu.com
张咏梅	IT	zhangyongmei@guodu.com	向磊	机械	xianglei@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			