

华鹏飞 (300350.) 其它运输行业

新股研究

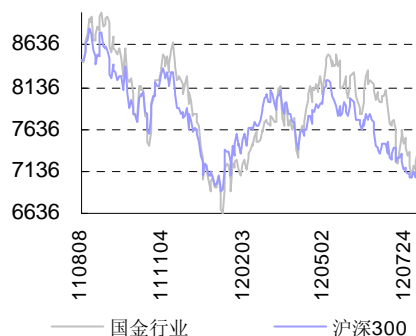
上市定价(人民币): 7.47-9.96 元

询价价格(人民币): 6.47-8.96 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

发行 A 股上限(百万股)	21.67
总股本(百万股)	65.00
国金其它运输指数	7502.41
沪深 300 指数	2388.87



从基础运输物流向综合物流服务迈进

公司基本情况(人民币)

项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.389	0.541	0.498	0.638	0.807
每股净资产(元)	1.96	2.50	4.69	5.26	6.06
每股经营性现金流(元)	0.35	0.05	0.35	0.54	0.63
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	26.12	16.99	15.32	15.32	15.32
净利润增长率(%)	62.29%	38.97%	22.71%	28.02%	26.56%
净资产收益率(%)	19.89%	21.64%	10.63%	12.13%	13.31%
总股本(百万股)	65.00	65.00	86.67	86.67	86.67

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

- **起步于运输, 发展于仓储, 瞄准综合物流服务:** 公司目前 90% 业务主要在运输服务, 拟募投大约 1.5 亿元主要投资于车队和仓储, 以提升基础服务能力和物流综合服务集成度, 公司目标是国内电子信息产业领域的专业现代物流服务商, 主要为电子信息产业客户提供“一体化、一站式、个性化”的第三方物流服务。
- **行业发展环境良好: 电子信息产业景气下行, 第三方物流“蛋糕”规模上行:** 高投资增速与低劳动力成本曾是我国电子信息制造业最为突出的两大优势。目前这两大优势的逐渐丧失, 加上外部需求疲软, 内忧外患下, 电子信息产业景气持续下行, 但在行业物流外包意识逐渐提升趋势下, 电子信息产业第三方“物流”蛋糕的规模不断扩大, 我们预计到 2015 年电子信息产业领域的运输物流外包规模将超过 400 亿, 市场潜力巨大。
- **基于电子信息产品分销的运输配送业务是公司的基业:** 基于运输配送合物流服务是公司最主要业务, 营收和利润占比达到 95% 以上, 2011 年增长 65.92%, 达到 3.71 亿元, 08 年以来的复合增长率为 26.3%, 增长迅速。电子行业的综合物流业务占比超 80%, 此外公司积极拓展风电、电气设备、商贸流通和家用电器等行业物流, 横向拓展空间巨大。
- **募投项目将加强仓储及其物流基础设施, 大幅提升业务能力:** 目前国内仓储物流业务发展强劲, 今年行业平均发展水平在 14%。公司募投项目将通过新建仓库 3 万平、新增车辆 147 辆、改建信息化系统等投入将大幅加强公司基础设施, 提升业务能力, 巩固公司行业竞争地位。我们预测未来 3 年业务增长分别为: 29.54%, 32.60% 和 39.70%, EPS 对应为: 0.50, 0.64 和 0.81 元。
- **定价和估值:** 12 国内可比上市公司动态市盈率均值为 19.3 倍, 考虑到未来募投项目带来的业绩释放, 我们认为公司的估值上限应该略低于国内平均水平, 给予动态市盈率 15 至 20 倍, 对应 2012 年摊薄 EPS, 二级市场合理股价约为 7.47 至 9.96 元。一级市场按照 13-18 倍的估值询价, 则询价区间在 6.47-8.96 元。
- **风险提示:** 宏观经济大幅下滑风险, 业务扩张期财务费用突变的风险, 应收账款和预付账款风险, 募投项目进度大幅低于预期风险。

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：起步于运输配送，瞄准综合物流服务.....	4
专注电子信息产业物流.....	4
以基于分销配送的综合物流服务为主	4
本次发行和募投项目概述	4
发行概述	4
募投项目概述	5
行业环境：电子信息产业景气下行，第三方物流“蛋糕”规模上行 .6	
内忧外患，电子信息产业景气下行.....	6
外包趋势提升下，电子信息产业第三方物流“蛋糕”茁壮成长.....	7
综合物流业务- 立足电子信息产品分销，不断横向拓展	11
主攻电子信息产品分销配送（基础业态），成长较快	11
大客户（订单）和合理外协是成长驱动核心要素	12
高毛利率的持续性存在一定风险	14
横向跨行业复制，拓展效果明显	17
募投项目分析——加强基础设施，大幅提升业务能力	19
募投项目背景及投入计划分析	19
募投项目效益测算	19
盈利预测	21
盈利预测重要假设	21
分项业务预测	21
股票估值和定价	21
风险提示	22
附录：三张报表预测摘要	23

图表目录

图表 1：公司近三年营业收入构成	4
图表 2：公司近三年营业利润构成	4
图表 3：公司发行前后持股变化图	5
图表 4：本次募集资金投入项目的资金使用计划	5
图表 5：劳动力成本不断高企（元）	6
图表 6：电子信息产业投资增速大幅下滑（H1 对比）	6
图表 7：规模以上电子信息制造业销售收入增速已滑落到 08 年水平（亿元）	6
图表 8：电子信息产业增加值月度增速下滑至 10%.....	7
图表 9：电子信息产业景气指数跌至 08 年危机水平	7
图表 10：规模以上电子信息制造业销售收入预测（亿元）	7

图表 11: 合同物流解析	8
图表 12: 亚太市场客户对物流外包需求的比例	8
图表 13: 2010 年重点调查企业物流外包情况	9
图表 14: 我国物流整体外包比例仍然很低	9
图表 15: 美国使用第三方物流比重最高的 5 个行业	9
图表 16: 2005-2011 年电子信息产业物流市场规模 (亿元)	10
图表 17: 电子信息产业领域运输物流外包规模预测	10
图表 18: 国内电子信息物流行业主要物流供应商销售收入 (亿元)	10
图表 19: 公司一体化物流服务图	11
图表 20: 公司综合物流业务保持快速增长	12
图表 21: 综合物流业务中分销物流占比超过 80%	12
图表 22: 2011 年华鹏飞与电子信息物流相关企业收入增速对比	12
图表 23: 公司 2011 年前 5 大客户贡献营收比重	13
图表 24: 联想 PC 季度出货量增长较快 (百万台)	13
图表 25: 中兴和华为手机季度出货量 (百万部)	13
图表 26: 公司自有和外协业务规模分析	14
图表 27: 公司自有和外协业务费用分析	14
图表 28: 华鹏飞综合物流业务与可比上市公司配送业务毛利率均较高	15
图表 29: 成品油出厂价格持续走高 (12 年下滑)	15
图表 30: 公司成本占比结构分析	15
图表 31: 公司签订的五种业务合同	16
图表 32: 公司油价波动对毛利率和 EPS 影响的敏感性分析	16
图表 33: 公司物流网络节点覆盖图	16
图表 34: 可比上市公司上市后均面临盈利能力下滑风险	17
图表 35: 综合物流业务预测	18
图表 36: 募投后公司自主业务能力将大幅提升	19
图表 37: 募投项目详细	19
图表 38: 公司募投项目效益详细测算	20
图表 39: 公司分项业务预测	21
图表 40: 可比上市公司估值	22

公司概况：起步于运输配送，瞄准综合物流服务

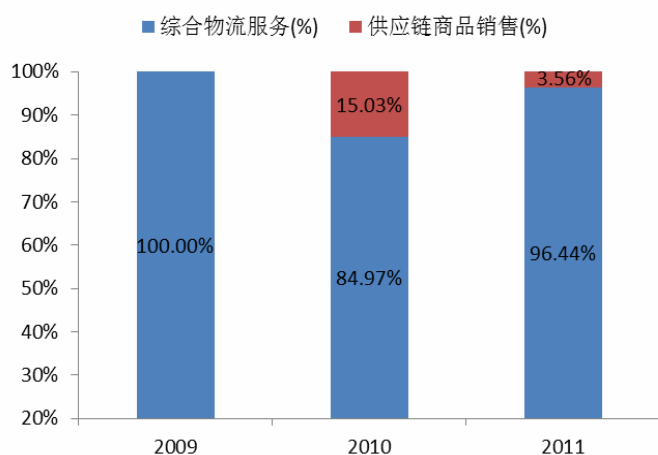
专注电子信息产业物流

- 公司是国内电子信息产业领域的专业现代物流服务商，立足电子信息制造业相当发达的珠三角地区，致力于为电子信息产业客户提供“一体化、一站式、个性化”的第三方物流服务。公司建立了具有较高水平的物流信息化管理平台，以 IT 技术和现代物流管理技术为中枢，已成为电子信息产业领域专业物流服务的骨干企业、深圳地区专业物流服务的领军企业。

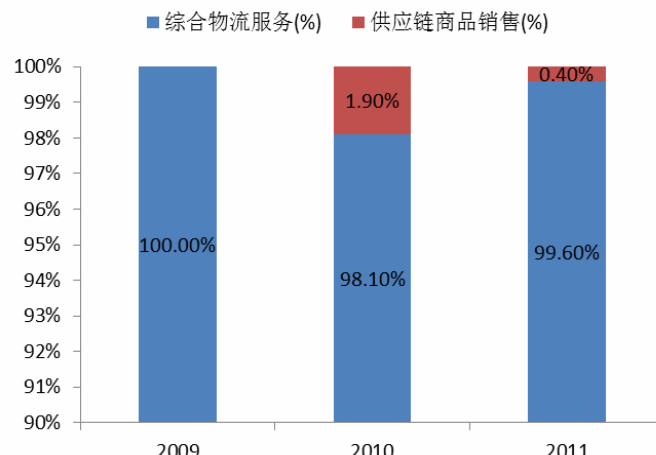
以基于分销配送的综合物流服务为主

- 公司主营业务为综合物流业务，2011 年综合物流业务收入占比为 96%，而供应链商品销售业务只是综合业务的延伸拓展，公司立足分销配送，以仓储作为中转，通过整合物流各环节的服务资源，实现客户的综合物流服务需求：包括方案设计、运输、仓储、装卸、加工、配送与信息等各服务环节。近三年业务收入复合增长率为 28%，营业利润增速超 30%，尤其 2011 年在电子行业景气下滑情况下，依然保持较快增长速度，2011 年营业利润增长超过 50%。

图表1：公司近三年营业收入构成



图表2：公司近三年营业利润构成



来源：招股说明书，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 6500 万股，本次拟公开发行 2,167 万股人民币普通股，占发行后公司总股本的 25%。张京豫持有公司 3,649.75 万股股份，持股比例为 56.15%，系公司控股股东、实际控制人，第二大股东张倩是其女儿，本次发行完成后，张京豫所持股份占公司股本总数为 42.11%，仍为公司第一大股东。本次发行前后，公司股本变化情况如下：

图表3: 公司发行前后持股变化图

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	3,649.75	56.15	3,649.75	42.11
张 倩	1,717.30	26.42	1,717.30	19.81
齐昌凤	367.9	5.66	367.9	4.24
郭 荣	245.05	3.77	245.05	2.83
徐传生	100	1.54	100	1.15
张其春	100	1.54	100	1.15
张 超	100	1.54	100	1.15
张光明	100	1.54	100	1.15
张菊侠	60	0.92	60	0.69
李黎明	30	0.46	30	0.35
王 梦	30	0.46	30	0.35
本次拟发行股份	-	-	2,167.00	25
合 计	6,500.00	100	8,667.00	100

来源: 招股说明书, 国金证券研究所

募投项目概述

- 本次拟募集资金 1.67 个亿, 主要用于深圳华鹏飞物流中心扩建项目、苏州华鹏飞物流中心建设项目、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。其中苏州华鹏飞项目已经开始建设, 先行投入资金 1736 万元, 公司拟通过新建仓库、增加物流营运设施、增加自动化仓储配套设施、改建信息化系统以及增加信息化系统配套设施来巩固和扩大公司在现代物流服务领域的竞争优势, 巩固公司行业竞争地位。
- 深圳华鹏飞物流中心扩建项目和苏州华鹏飞物流中心建设项目的建成将有效解决目前公司营运能力和基础物流配套设施不足的问题, 满足公司业务持续快速发展的需要。信息化系统改建项目拟将公司多年物流服务经验与高科技信息技术相结合, 在具有自主知识产权的信息化综合物流管理平台、RDC/DC 管理平台和供应链管理平台等三大信息技术平台的基础上, 建立跨平台运行的信息运作系统, 提升专业物流服务水平。

图表4: 本次募集资金投入项目的资金使用计划

序 号	项目名称	拟募集资金投资总额	投资建设期
1	深圳华鹏飞物流中心扩建项目	9,390.00	12 个月
2	苏州华鹏飞物流中心建设项目	5,718.84	12 个月(已开工)
3	信息化系统改建项目	1,574.00	12 个月
4	其他与主营业务相关的营运资金		

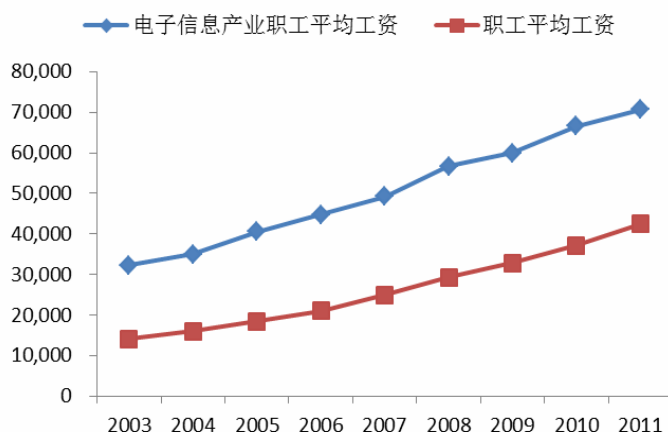
来源: 招股说明书, 国金证券研究所

行业环境：电子信息产业景气下行，第三方物流“蛋糕”规模上行

内忧外患，电子信息产业景气下行

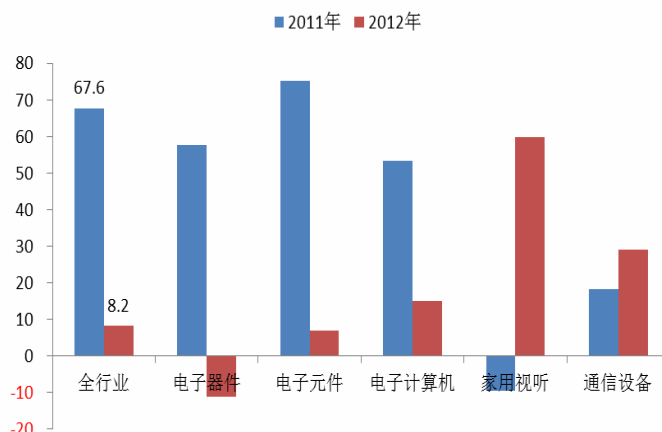
- **内忧成本上升和投资下滑：**高投资增速与低劳动力成本曾是我国电子信息制造业最为突出的两大优势。但目前，随着欧美经济增长乏力，外商对我国电子信息制造业的投资已出现负增长，全国最低工资标准也有较大幅度调整。成本和需求两端受压，行业压力较大。
- 全国劳动力成本自 2010 年下半年以来显著上升，至今已增长 22.8%，进一步压缩了企业利润空间。而上半年，电子信息产业 500 万元以上项目完成投资 4286 亿元，同比增长 8.2%，增速低于去年同期 59.4 个百分点，低于同期工业投资 15.6 个百分点。

图表5：劳动力成本不断高企（元）



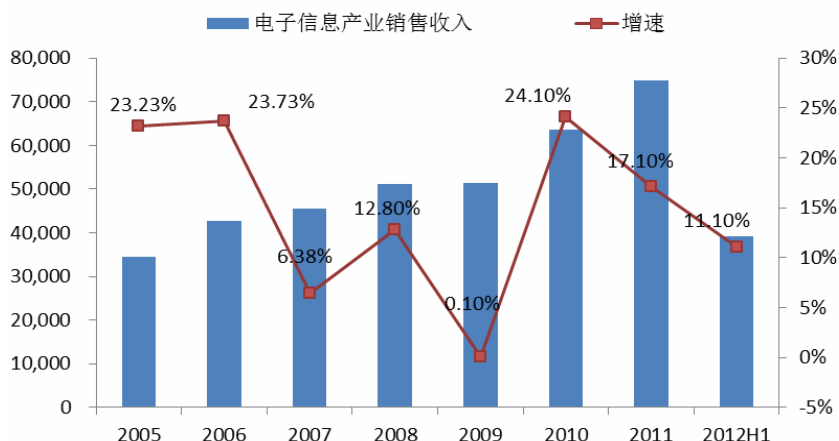
来源：同花顺，工信部，国金证券研究所

图表6：电子信息产业投资增速大幅下滑（H1 对比）



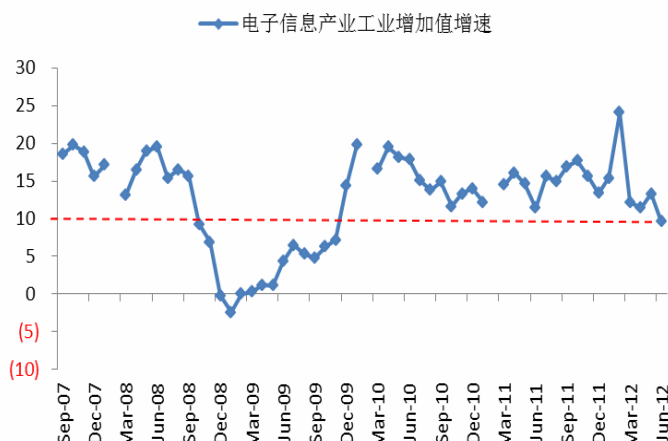
- **外患需求回落，行业景气下滑至金融危机水平：**受欧债危机持续蔓延、美国经济走势低迷影响，国际市场需求明显萎缩，我国电子信息产业增速大幅放缓，生产、出口、投资增速均明显回落。2012 年上半年，规模以上电子信息制造业增加值同比增长 12.4%，比去年同期回落 2.5 个百分点，实现销售产值 39187 亿元，同比增长 11.1%，比去年同期回落近 10 个百分点。其中，6 月增加值和销售产值增速分别比上月回落 3.7 和 1.4 个百分点，上半年销售产值增速比 2008 年同期减少 9 个百分点左右。而电子信息产业季度景气指数也显示，产业景气在持续下滑，虽然二季度景气值数据缺乏，但从其余指标可以看出行业景气实际已经下滑至 08 年金融危机的水平。

图表7：规模以上电子信息制造业销售收入增速已滑落到 08 年水平（亿元）



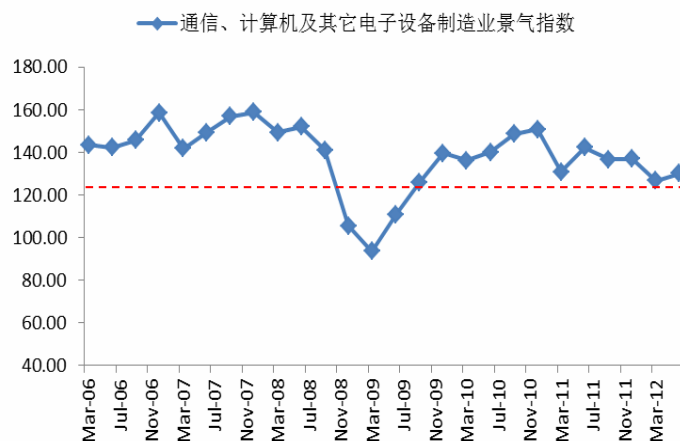
来源：工信部，国金证券研究所

图表8: 电子信息产业增加值月度增速下滑至 10%



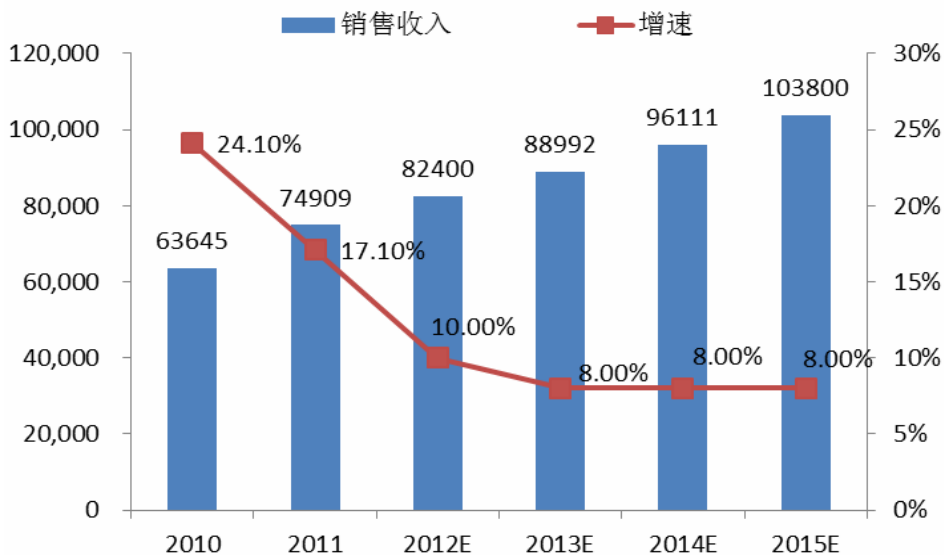
来源: 聚源数据, 工信部, 国金证券研究所

图表9: 电子信息产业景气指数跌至 08 年危机水平



- **高增长盛景或将不再:** 根据工信部赛迪研究院电子信息制造业走势预测课题组预测, 在全球经济复苏之路依然漫长, 国内电子信息制造业的企业仍旧面临着成本高、利润低、贷款难等经营难题, 而出口形势严峻, 国际产业竞争愈加激烈的情况下, 电子信息产业的压力下半年将继续加重, 产业走出阴霾, 恢复增长态势仍然需要一段时间。而根据工信部副部长杨学山在 2012 年全国电子信息产业工作会议上的报告指出, “十二五”期间, 规模以上电子信息制造业销售收入年均增速要保持在 10%左右, 2015 年超过 10 万亿元, 2010 年和 2011 年高达 20%的年均增速盛景或将不再。

图表10: 规模以上电子信息制造业销售收入预测 (亿元)



来源: 工信部, 国金证券研究所

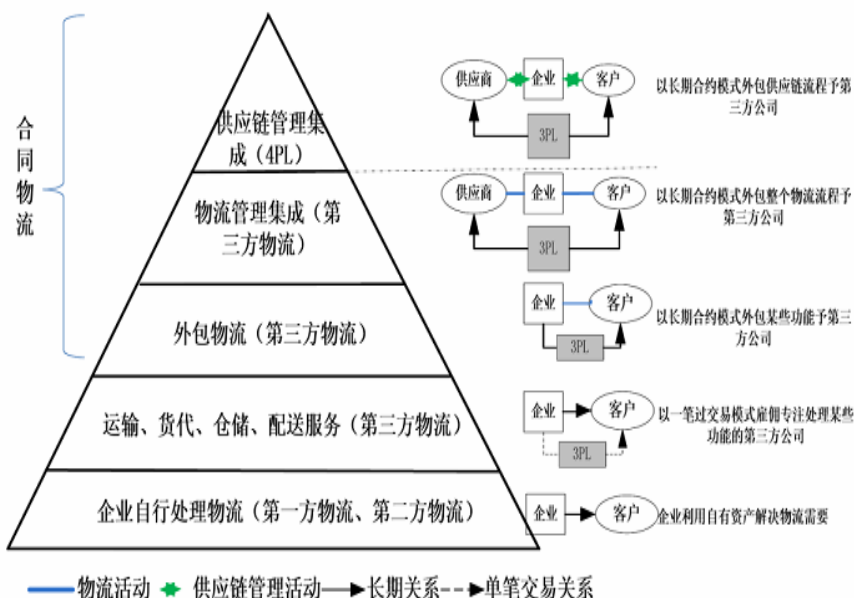
外包趋势提升下, 电子信息产业第三方物流“蛋糕”茁壮成长

■ 为什么看好我国第三方物流市场?

- 第三方物流服务也称合同物流, 第三方物流服务即设计、实施和运作一个企业的整个分销、采购、生产及供应系统, 提供整体物流方案策划、物流咨询等专业物流管理服务。因物流服务商一般与企业签订一定期限的物流服务项目来约定合同内容、流程与标准, 所以也被称为“合同物流”

- **第三方物流是“第三利润源”**：竞争日趋激化和社会分工日益细化的大背景下，使用第三方物流也具有明显的优越性，企业可以集中精力于核心业务，可以灵活运用新技术，实现以信息换库存，降低成本，可以减少固定资产投资，加速资本周转，此外物流服务商可提供灵活多样增值服务。据美国权威机构统计，**通过第三方物流公司的服务，企业物流成本会下降 11.8%，物流资产下降 24.6%，办理订单的周转时间从 7.1 天缩短为 3.9 天，存货总量下降 8.2%。**

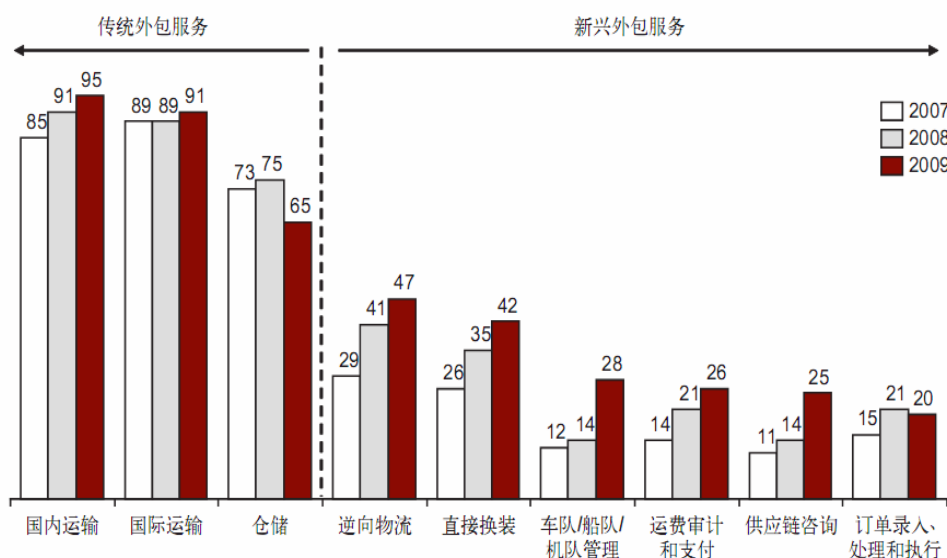
图表11：合同物流解析



来源：招股说明书，国金证券研究所

- **传统外包需求仍然是主流**：我国普通运输、仓储服务提供者众多，由于地域广阔，原材料和产成品的流动范围较广，在长期的竞争发展过程中，形成单个服务提供者具有比较成本优势的运输线路和服务项目，通过作为外协对象的货运专线提供服务，有利于提高集货配载率，从而大幅度降低物流作业成本。根据科尔尼调查，目前来说亚太地区对于传统外包服务的需求比例依然是主流，外包需求量大。

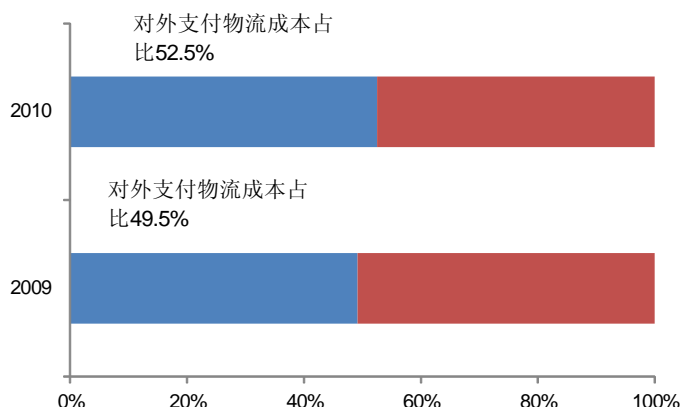
图表12：亚太市场客户对物流外包需求的比例



来源：科尔尼咨询，国金证券研究所

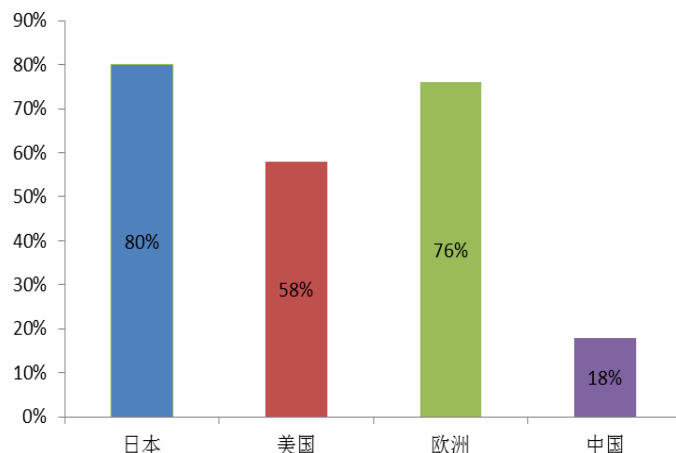
- **我国物流外包比例低，但外包意识正在快速增长：**近年来，有关部门出台《关于促进制造业与物流业联动发展的意见》及多项相关政策，不断促进企业物流外包意识的提升，物流外包比例有所上升。根据中物联调查重点物流企业汇总数据显示，2010 年工业、批发和零售业企业对外支付的物流成本达 574.6 亿元，比上年增长 28.0%，增幅高于企业物流成本 9.8 个百分点。对外支付的物流成本占企业物流成本为 52.5%，同比提高 3.3 个百分点。

图表13：2010 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，公开资料，国金证券研究所

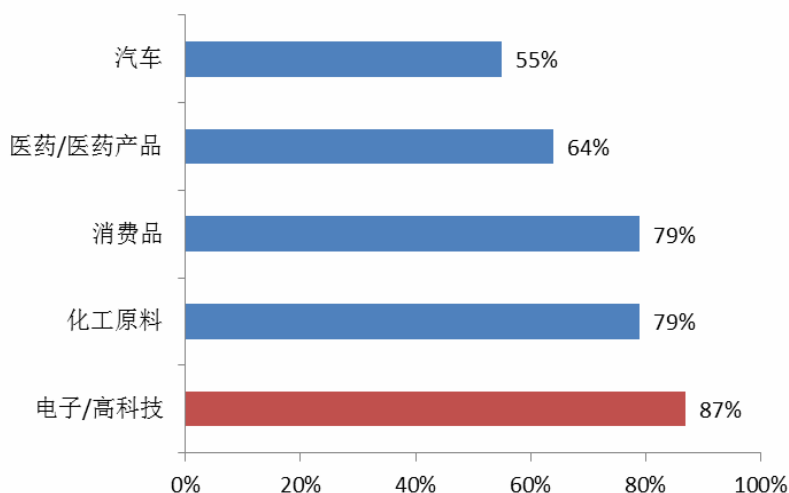
图表14：我国物流整体外包比例仍然很低



■ 潜力巨大的电子信息产业物流市场：

- 电子信息产业成本的上升，利润空间的缩小也将继续导致 IT 制造业寻求更多的利润源泉，加上 IT 行业对物流的要求较高，很多企业并不具备内部开展物流业务的条件，从而不得不寻求 IT 物流外包。对比发达国家高于 80% 的电子行业的物流外包比例，我国仍处于较低水平，目前仅在 40% 左右，具备较大的拓展和提升空间。

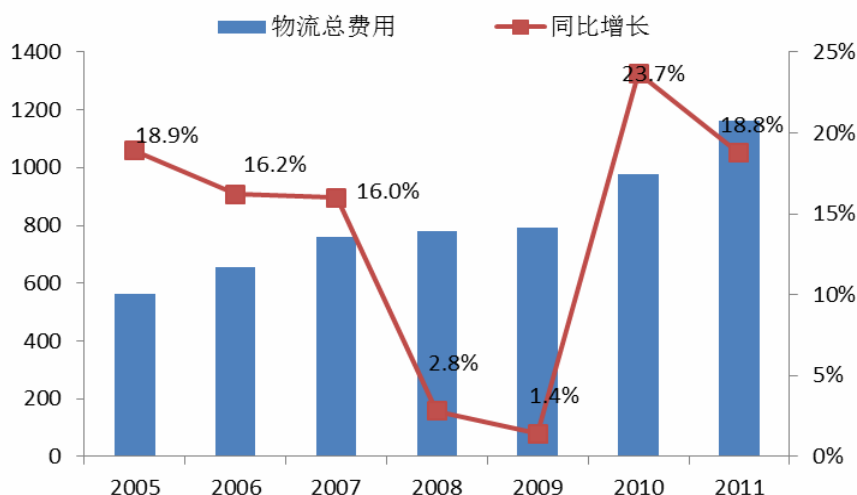
图表15：美国使用第三方物流比重最高的 5 个行业



来源：Armstrong & Associates，国金证券研究所

- 根据中国物流与采购杂志分析，2010 年我国电子信息产业领域物流费用已达到约 1000 亿人民币，占电子信息产业销售收入的 1.54% 左右，而根据我们测算，若占比仍然在 1.54%，2011 年我国电子信息产业领域物流市场规模达到 1150 亿元，同比增长 18%。

图表16: 2005-2011年电子信息产业物流市场规模(亿元)



来源: 中国物流与采购, 国金证券研究所 (2011年数据为国金预测值)

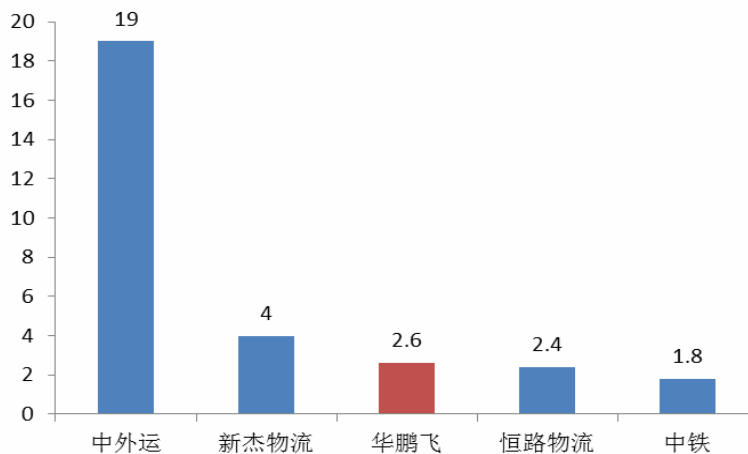
- 根据之前对规模以上电子信息制造业销售收入的预测, 我们预测出2012-2015年电子信息产业物流市场规模, 2015年将超过1600亿元, 假设其中运输物流规模占比41%左右, 外包比例在60%左右(运输物流外包比例较采购, 仓储等比例较高), 那么到2015年电子信息产业领域的运输物流外包规模将超过400亿, 市场潜力巨大。而目前市场份额占比最大的中外运也才19亿元, 企业拓展空间较大。

图表17: 电子信息产业领域运输物流外包规模预测

项目(亿元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
物流总费用	977.65	1153.60	1285.44	1406.07	1537.78	1681.56
同比增长	23.7%	18.0%	11.4%	9.4%	9.4%	9.3%
占销售收入比	1.54%	1.54%	1.56%	1.58%	1.60%	1.62%
运输物流占比	45.00%	45.00%	44.00%	43.00%	42.00%	41.00%
运输物流规模	439.94	519.12	565.59	604.61	645.87	689.44
外包比例	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%
运输物流外包规模	263.97	311.47	339.36	362.77	387.52	413.66

来源: 中国物流与采购, 国金证券研究所

图表18: 国内电子信息物流行业主要物流供应商销售收入(亿元)



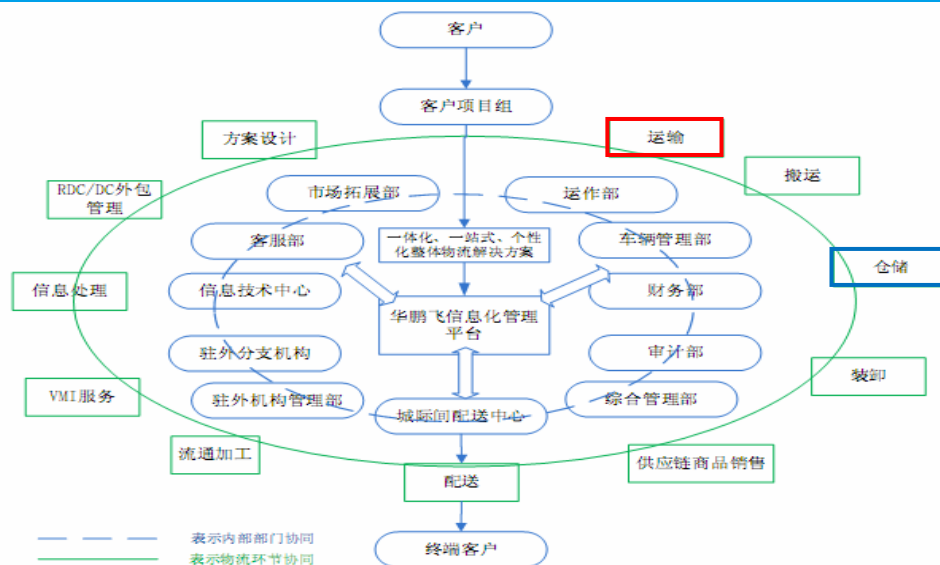
来源: 中国物流与采购, 国金证券研究所

综合物流业务- 立足电子信息产品分销，不断横向拓展

主攻电子信息产品分销配送（基础业态），成长较快

- 综合物流服务是公司最主要业务，公司利用信息化综合物流管理平台，通过整合物流各环节的服务资源，为客户提供各类物流服务，包括车辆资源的调配管理，物流方案的规划与设计，仓储、运输、装卸、搬运、配送、流通加工、RDC/DC 外包管理、供应商管理库存（VMI）等物流作业活动，力求做到“一站式，一体化和个性化”。近年来综合物流服务营收和利润占比达到 95%以上，2011 年增长 65.92%，达到 3.71 亿元，08 年以来的复合增长率为 26.3%，保持了较为快速的增长。

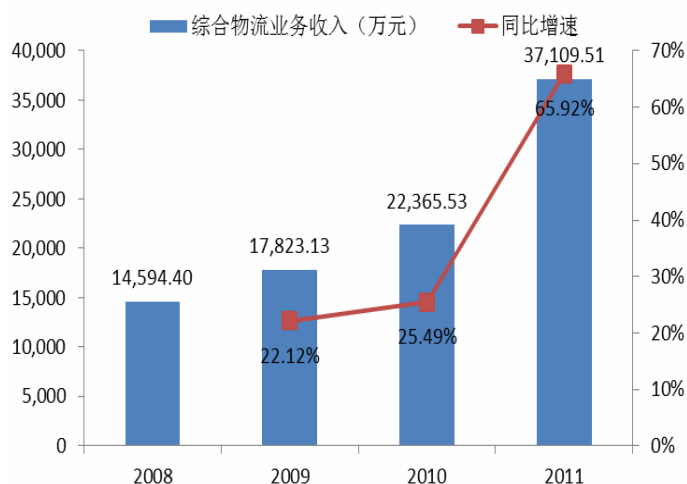
图表19：公司一体化物流服务图



来源：招股说明书，国金证券研究所

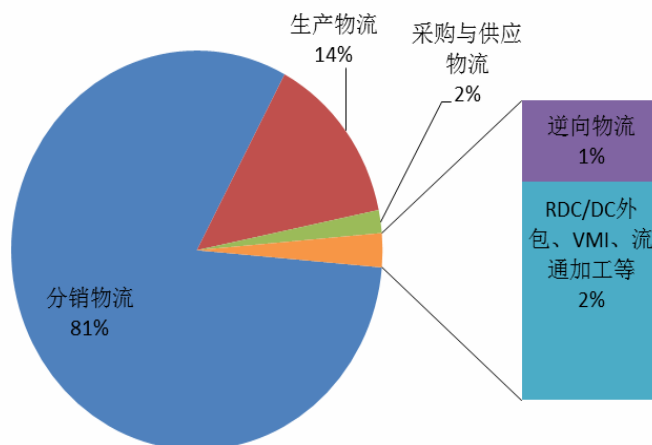
- 分销物流（配送）为主：**综合物流业务主要分为分销物流，生产物流，采购与供应物流以及逆向物流，其中分销物流占比超 80%。采购供应端和生产段的物流业务占比较少，而以物流形态归类的话，则公司主要是配送运输，运输型业务站到公司的 95%以上。

图表20：公司综合物流业务保持快速增长



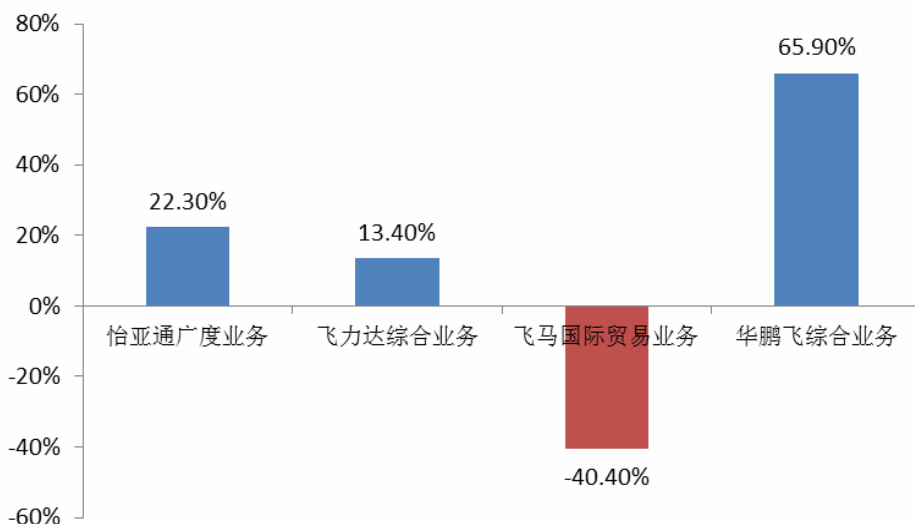
来源：招股说明书，国金证券研究所

图表21：综合物流业务中分销物流占比超过80%



- **成长速度较快：**2011年在电子信息物流行业相关企业增速普遍下滑的情况下，华鹏飞实现了较为快速的增长，主要是公司在与联想、富士康、中兴通讯等知名电子信息企业建立了长期稳定合作关系的同时，逐步实现综合物流服务向其他行业和领域拓展和延伸，2011年新开拓了国内风电项目物流业务带来的综合物流收入为4,161.12万元，成功开拓了江苏国强、宇飞电子、美克美家、郑煤机、裕同印刷、博爱伟业等客户，该部分客户带来增量收入为7,149.82万元，倚靠新增客户的增量收入，公司继续保持较快增长。

图表22：2011年华鹏飞与电子信息物流相关企业收入增速对比



来源：上市公司，华鹏飞招股说明书，国金证券研究所

大客户（订单）和合理外协是成长驱动核心要素

- **公司分销物流本质上是为客户提供产成品的干线配送和区域分拨，**干线和区配企业普遍小散乱差，服务水平参差不齐，服务客户也大都较小。公司与这类企业明显的区别就是，公司起步阶段专注于电子信息产业物流领域，专业化程度高，而且客户的规模和质量占比较高，而且电子信息产品物流对服务质量的要求比较高，客户更换物流服务商比较谨慎，因此一旦合作，可获得较为稳定的业务量同时，合同时间也较长。与此同时，公司在部分业务开展时，充分利用外协资源，拓展服务能力的时候，控制了成

本，因此我们认为大客户（订单）和合理外协是驱动公司业务高速增长的主要原因，下文将重点分析。

- **大客户，大订单带来较快增长：**公司属于订单驱动型公司，主要客户是覆盖电子信息产业前 10 名的客户，如联想，华为，富士康，中兴通讯等，对于普通物流企业而言，这基本属于超大客户，这部分企业一旦选择合适的物流供应商，订单往往较大，合同相对较为稳定。2011 年公司前 5 大客户贡献收入占比达 42%，而 2010 年甚至高达 60%。而 2011 年公司新签几家其它行业的客户，如华仪电气和江苏国强等，也都属于大客户，新签客户带来增量收入 11,311 万元，贡献 2011 年业务增速 65% 的 50%。

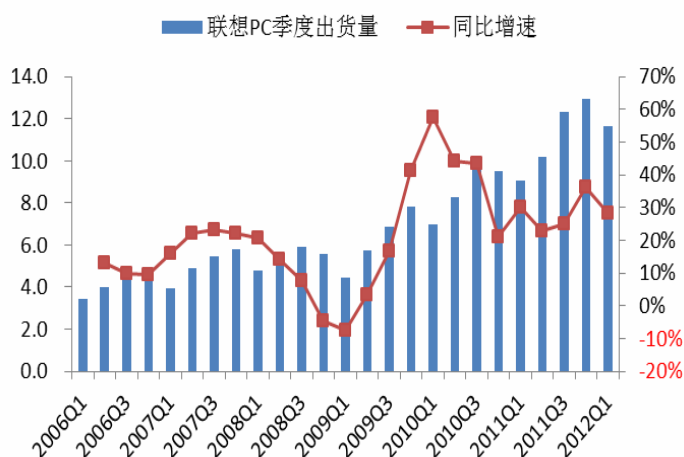
图表23：公司 2011 年前 5 大客户贡献营收比重

序号	客户名称	销售金额	占营业收入比	备注
1	联想	4,835.81	12.57	
2	富士康	4,384.52	11.39	
3	中兴通讯	3,256.35	8.46	
4	华仪电气	2,012.87	5.23	注：项目型客户
5	江苏国强	2,004.13	5.21	注：生产用物料运输服
合计		16,493.68	42.86	

来源：招股说明书，国金证券研究所

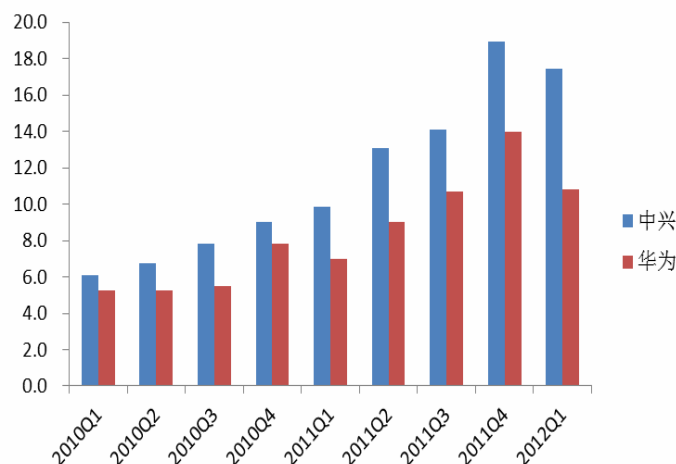
- **旧客户增长稳定基础上不断开拓新客户，业务需求基本有保障：**2011 年下半年开始，电子信息产业景气下滑比较明显（行业环境中分析过），然而公司重要老客户如联想，中兴通讯等都保持了较为稳定的出货量水平（华为 2011 年掉出公司前五客户），2011 年公司老客户贡献业务收入增长 15% 左右，而公司又不断拓展新的客户，今年 5-6 月份公司又新签下 4 家较大的客户，西门子，TCL，摩托罗拉和远东电缆，这部分客户将陆续在下半年开始贡献业绩，因此我们认为公司未来快速成长的业务需求基本有保障。

图表24：联想 PC 季度出货量增长较快（百万台）



来源：Gartner，国金证券研究所

图表25：中兴和华为手机季度出货量（百万部）



- **规模提升后，单一大客户影响稀释，乘数效应仍在：**对于许多企业来说，大客户战略下，利弊都十分明显。利便是可以一次带来较大的合同，业务量增加显著。而弊端是大客户一旦撤销合同，对企业的冲击较为严重。所以“鸡蛋不能放在一个篮子里”便是如此。此前 09 年公司最大客户华为曾占比达到 40%，10 年下降到 4%，华为部分合同的退出直接影响了当年的业务增速，而目前公司最大几家客户联想，富士康，中兴通讯等占比都约在 10% 左右，单一客户的影响随着公司客户规模的不断扩张而逐渐被稀释，与此同时大客户能带来其上下游相关方的供应链管理需求的乘数效应仍然存在。

- **充分利用外协，控制成本，做强主业：**公司主要是干线配送和区域分拨的分销物流业务，干线业务采取自有车队和外协车队约各一半的方式，而区域分拨则以外协为主。因此公司近几年使用外协服务的比例一直超过50%，2011年甚至近60%。物流配送企业在高速发展中存在不同区域的业务需求，规模和条件限制性下，充分利用部分线路和区域的外协资源，一定程度能解决回程空载，以及缺乏规模优势地区成本上升的问题，同时又做强了主业，起到了双赢的效果。
- 公司的外协通常有三种方式：一种是长期合同，跟自有车队一起管理，以弥补由于公司在主要长途干线的业务能力不足，一种是短期合同也和自有车队一起管理，以弥补某些长途干线或区配地区业务能力的不足，最后是部分区域线路没有足够的自有和合同型的外协运力协调时，临时租用一部分外协资源，这种占比比较小。
- 2011年，公司自营成本占比低于自营业量占比5.04个百分点，主要原因如下：一方面，公司新增部分东北和新疆的长途业务，上述业务涉及的区域尚不属于公司优势区域，公司主要组织外协对象完成，而上述业务距离较远，运输成本相对较高，使自营成本占比相对下降；另一方面，公司新增部分风电设备运输业务，该业务需要特种车辆运输，公司主要组织外协对象完成，该类业务单位运输成本相对较高，也使自营成本占比相对下降。

图表26：公司自有和外协业务规模分析

	2008	2009	2010	2011
自有运输车辆	71	98	133	142
业务量（票）	56,008	64,305	78,735	117,975
发货量（万立方）	65.44	78.81	99.6	159.44
单票发货量（立方/	11.68	12.26	12.65	13.51
单车自营发货量		3,581.63	3,729.32	4,683.10
单车外协发货量		3,600.00	3,700.00	4,500.00
外协车辆数测算		121	135	207

来源：招股说明书，国金证券研究所

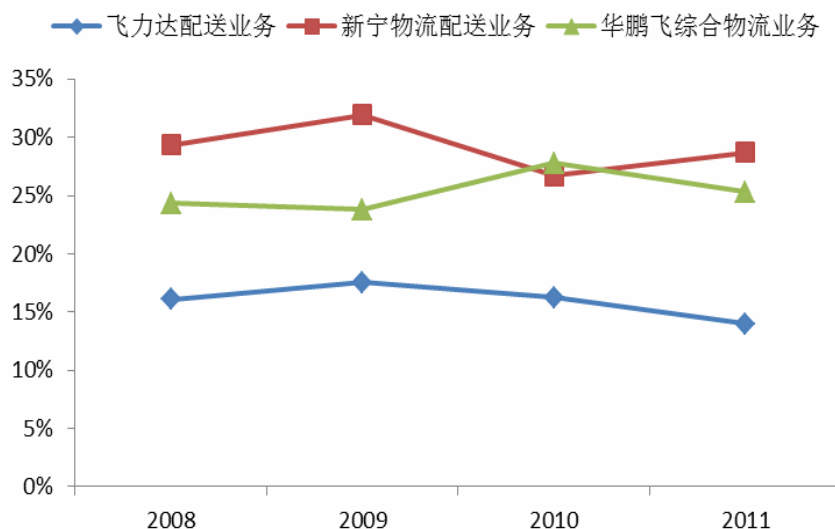
图表27：公司自有和外协业务费用分析

项目	2009年	2010年	2011年
累计发货量（万m3）（A）	78.81	99.6	159.44
外协装载量（万m3）（B）	43.71	50	92.94
自营装载量（万m3）（C）	35.1	49.6	66.5
自营业量占比（C/A）	44.54%	49.80%	41.71%
外协费用（万元）（D）	6,875.62	7,646.75	16,205.08
自营成本（万元）（E）	5,620.65	7,143.16	9,381.68
自营成本占比 E/(D+E)	44.98%	48.30%	36.67%
单位自营成本（元/立方）	160.13	144.02	141.08
单位外协成本（元/立方）	157.30	152.94	174.36

高毛利率的持续性存在一定风险

- **明显高于配送型物流企业的毛利率：**通常以运输无论是干线还是区配，尤其是区配的物流企业，由于竞争充分，成本不断高企，毛利率一般都很难超过10%。而公司的综合物流业务却高达26%，通过分析，主要有三点原因：
- 首先便是公司分销物流定价模式和经营品种主要是高价值的电子信息产品，公司定价模式是采取综合物流服务价格=物流作业精算成本×（1+目标毛利率），而电子信息产品的特征是高价值，运输高要求，因此目标毛利率相对一般产品运输业务较高，与公司有着同样配送业务品种的新宁物流则高达28%，而飞力达的配送业务也有17%（主要外包出去）也是如此，这种高价值产品的目标毛利率的形式可保证公司的业务利润。

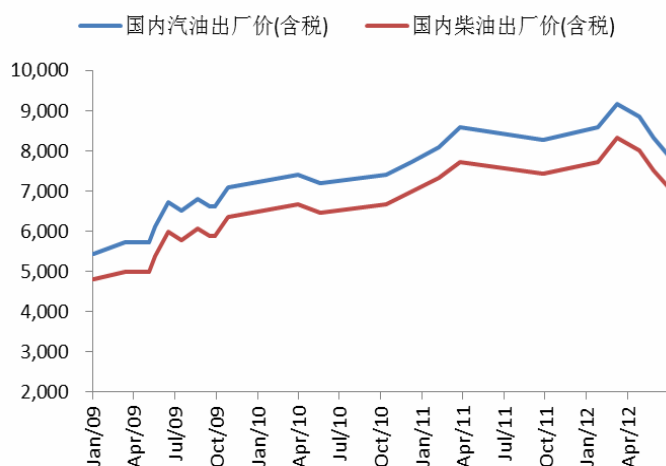
图表28: 华鹏飞综合物流业务与可比上市公司配送业务毛利率均较高



来源: 招股说明书, wind, 国金证券研究所

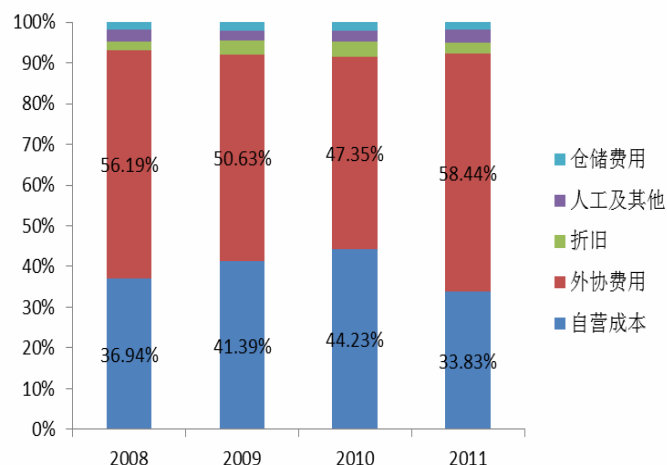
- 其次便是可转嫁的燃油成本波动: 对于运输行为主的物流企业来说, 燃油成本和路桥费成本是其最大成本, 通常占比超过 40%, 有的甚至高达 60%。公司近年来燃油和路桥费平均占比在 40%左右。普通运输企业而言, 由于市场竞争十分激烈, 特别是区域配送, 价格战是最主要的竞争手段。高涨的油价和高昂的路桥费逐渐吞噬掉企业的利润。而公司主要采取与客户签订运价与油价联动的合同方式, 规避掉大部分的燃油成本波动风险, 这主要是公司在定价端比较好的规模优势体现, 普通运输企业没有形成规模, 议价能力较弱, 因此往往要承受油价波动风险, 许多小运输企业更是因此而被淘汰。以 2010 年燃油成本和股本测算, 我们发现, 当公司可覆盖油价波动合同达到 65% (2011 年数据), 油价每波动 10%, 对 EPS 的影响约 4%。(由于路桥费呈下降趋势, 且公司多为轻抛货, 这里不做主要分析)。

图表29: 成品油出厂价格持续走高 (12 年下滑)



来源: 同花顺, 招股说明书, 国金证券研究所

图表30: 公司成本占比结构分析



图表31: 公司签订的五种业务合同

类型	2011年营收	收入占比	补偿强弱
合同约定	10,594.12	27.53	与燃油价格变动挂钩, 覆盖成本高
年度价	13,540.22	35.19	一年一定价, 价格调整相对滞后, 覆盖成本不确定
项目型	10,699.36	27.8	项目发生时定价随行就市, 覆盖成本高
再报价	3,497.85	9.09	与燃油价格变动挂钩, 补偿及时, 覆盖成本高
其他	149.68	0.39	情形较多, 覆盖成本不确定
综合物流收入	38,481.22	100	

来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表32: 公司油价波动对毛利率和EPS影响的敏感性分析

价格变动幅度	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
成本变动	-815.80	-611.85	-407.90	-203.95	0.00	203.95	407.90	611.85	815.80
综合业务毛利率变动	-3.65%	-2.74%	-1.82%	-0.91%	0.00%	0.91%	1.82%	2.74%	3.65%
净利变动	540.26	405.20	270.13	135.07	0.00	-135.07	-270.13	-405.20	-540.26
EPS变动	0.08	0.06	0.04	0.02	0.00	-0.02	-0.04	-0.06	-0.08
EPS变动率	21.31%	15.98%	10.66%	5.33%	0.00%	-5.33%	-10.66%	-15.98%	-21.31%
可传导比例	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%
EPS变动率2	7.46%	5.59%	3.73%	1.86%	0.00%	-1.86%	-3.73%	-5.59%	-7.46%

来源: 招股说明书, 国金证券研究所 (以 2010 燃油费为基础测算, 以 2010 年股本测算)

- 最后便是公司遍布全国的运输网络: 对于运输型企业而言, 规模优势和网络覆盖度是极大的竞争优势, 规模优势可提高议价能力和边际利润, 而覆盖度高的网络, 可充分解决空载回程货的问题。目前公路运输规模排名前四家的企业, 市场份额还不到 5%, 而中国公路的空载率, 特别是回程的空载率达到 40%以上, 就是由于企业极度分散, 货源信息和车源信息极度不对称。由于公司全国有 30 多个网络节点, 回程货或者说回程空载问题基本可以忽略不计 (路演推介会上张京豫董事长介绍), 而我们通过测算上海到成都 (沪蓉-重渝高速 2018KM) 20 和 40 英尺标箱的集卡去程和返程的燃油成本发现, 20 英尺标箱返程空载燃油成本为去程满载成本的 65%, 而 40 英尺标箱集卡也达到 55%。可见如果没有返程货, 将大幅拉低运输企业的毛利率。

图表33: 公司物流网络节点覆盖图



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

- **高毛利率的持续性存在一定风险：**针对之前多数同类型物流企业上市后盈利能力下滑，我们对公司未来发展及扩张策略分析的前提下，认为公司毛利率也存在一定下滑风险，主要有三点：

图表34：可比上市公司上市后均面临盈利能力下滑风险

公 司	综合毛利率（%）			期间费用率（%）			净利率（%）			净资产收益率（%）		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
新宁物流	45.06	38.26	37.45	24.22	27.05	29.42	17.21	7.19	3.17	21.11	5.37	2.21
飞马国际	8.37	6.42	5.56	6.73	2.88	1.83	1.3	1.76	1.28	4.02	11.29	22.01
怡亚通	10.6	7.65	9.52	9.34	4.21	5.08	3.05	2.00	1.65	6.51	9.41	9.58
飞力达	33.33	31.51	30.72	21.59	19.59	20.32	7.41	8.84	7.81	23.01	37.02	8.34
华鹏飞	23.81	24.08	24.47	9.71	8.96	8.30	8.75	9.61	9.14	19.71	22.01	23.95

来源：招股说明书，wind,国金证券研究所（黄色部分下降主要是IPO上市引起，怡亚通上市较早，这里只列出作普通比较）

- **其他行业物流毛利率相对较低：**目前公司正在积极拓展电子信息产业物流以外的领域，11年成功拓展风电物流、电气设备、商贸、家具等行业，跟电子信息产业相比，这些产品体积和重量大，专业性也强，记重收费模式下相比同装载率的电子产品费用较高，并且这些设备的物流行业比电子信息行业竞争更为激烈，作业环境更差，因此目标毛利率相对会较低，公司未来这部分行业业务占比提升后，有可能拉低整体综合物流的毛利率。
- **自有仓储增加，作为成本中心将拉低毛利率：**公司目前自有仓储面积仅 2100 平米左右，而租用仓库面积约 3 万平，此次募投项目将自建仓储 3 万平，深圳坂田地区租用仓库可能退出，将移到关栏自建仓库，而苏州仓储仅一半租用出去，也就是说，公司的自有仓库未来仍以中转中心服务，而不会大幅提升仓储业务能力，作为成本中心而非盈利中心，加上折旧和摊销成本，势必会拉低公司这部分业务的毛利率水平。
- **油价联动覆盖率减小带来的燃油成本上升：**之前我们测算过：以 2010 年燃油成本和股本测算，我们发现，当公司可覆盖油价波动合同达到 65%（2011 年数据），油价每波动 10%，对 EPS 的影响约 4%。但是随着未来其他行业客户的拓展，竞争对手越来越多，油价联动的可覆盖程度有可能下滑，对毛利率的影响将显著加大。

横向跨行业复制，拓展效果明显

- **将业务成功复制到风电物流和其他行业：**对于专业性较强和毛利率相对较高的风电物流行业，进入壁垒和利润空间可以和电子信息物流媲美。2011 年，公司将电子信息产业领域一站式物流服务的成功经验向风电项目物流领域推广，成功拓展了华仪风能、明阳风电、力仓风电、禾望电气等风电行业客户，该部分新增加的风电项目物流业务带来的综合物流收入为 4,161.12 万元。此外公司还成功开拓了江苏国强、宇飞电子、美克美家、郑煤机、裕同印刷、博爱伟业等客户，该部分客户带来增量收入为 7,149.82 万元。
- **综合物流业务预测：**通过测算，公司 12-14 年综合物流业务增速分别为 29.9%、32.7%和 39.7%，其中募投项目产能释放主要在 2014 年。
 - 关键假设一：苏州募投项目 2012 年达产率 75%，贡献 4 个月，2013 年达产率 100%，深圳项目 2013 年底完成，2014 年达产率 75%。
 - 关键假设二：各业态业务占比基本与 2011 年一致，其中分销物流占比假设为 82%，生产物流业务占比为 14%，以此来分担募投项目新增业务的对应部分。
 - 关键假设三：原有存量客户 12-14 年业务增速分别为 25%、15%和 10%。

图表35：综合物流业务预测

营业收入：单位（万元）	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
分销物流	8,267.83	13,506.29	16,487.24	30,229.71	39,487.18	52,522.10	73,108.49
YOY		63.36%	22.07%	83.35%	30.62%	33.01%	39.20%
生产物流	4,811.91	2,520.86	3,751.96	5,168.52	6,492.47	8,370.45	11,825.53
YOY		-47.61%	48.84%	37.76%	25.62%	28.93%	41.28%
采购与供应物流	1,104.01	1,292.22	1,487.21	691.01	860.31	1,119.45	1,511.90
YOY		17.05%	15.09%	-53.54%	24.50%	30.12%	35.06%
逆向物流	243.92	261.55	167.19	277.34	357.04	471.30	653.53
YOY		7.23%	-36.08%	65.88%	28.74%	32.00%	38.67%
RDC/DC外包、VMI、流通加工等	166.73	242.2	471.93	742.93	1,007.27	1,476.70	2,249.48
YOY		45.26%	94.85%	57.42%	35.58%	46.60%	52.33%
合计	14,594.40	17,823.13	22,365.53	37,109.51	48,204.28	63,959.99	89,348.92
YOY		22.12%	25.49%	65.92%	29.90%	32.69%	39.70%
其中募投项目新增					2,073.22	11,057.18	30,863.12
分销物流占比	56.65%	75.78%	73.72%	81.46%	82.00%	82.00%	82.00%
生产物流占比	32.97%	14.14%	16.78%	13.93%	14.00%	14.00%	14.00%
采购与供应物流占比	7.56%	7.25%	6.65%	1.86%	1.50%	1.50%	1.50%
逆向物流占比	1.67%	1.47%	0.75%	0.75%	0.50%	0.50%	0.50%
增值业务占比	1.14%	1.36%	2.11%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%

来源：招股说明书，国金证券研究所

募投项目分析——加强基础设施，大幅提升业务能力

募投项目背景及投入计划分析

- 本次募集资金主要用于深圳华鹏飞物流中心扩建项目、苏州华鹏飞物流中心建设项目、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。公司拟通过新建仓库、增加物流营运设施、增加自动化仓储配套设施、改建信息化系统以及增加信息化系统配套设施来巩固和扩大公司在现代物流服务领域的竞争优势，巩固公司行业竞争地位。

图表36：募投后公司自主业务能力将大幅提升

项目（平米）	募投前	募投后	增加
自由仓库面积	2122	32122	1414%
租赁仓库面积	30103	30103	0
自有车辆（辆）	142	259	82%

来源：招股说明书，国金证券研究所

- 深圳华鹏飞物流中心扩建项目和苏州华鹏飞物流中心建设项目的建成将有效解决目前公司营运能力和基础物流配套设施不足的问题，满足公司业务持续快速发展的需要。信息化系统改建项目拟将公司多年物流服务经验与高科技信息技术相结合，在具有自主知识产权的信息化综合物流管理平台、RDC/DC 管理平台和供应链管理平台等三大信息技术平台的基础上，建立跨平台运行的信息运作系统，提升专业物流服务水平。
- 目前苏州项目已经完成验收，预计 9 月份可以开始运营贡献业绩，明年可以完全达产。预计新增固定资产和无形资产 4,918.84 万元，新增年均折旧和摊销 343.2（招股说明书 288.61）万元。项目预计增加自营车辆 33 辆，仓库面积 1.44 万平。
- 深圳项目目前审批完成，只等募投资金到位便可以开始建设，建设期为一年。预计新增固定和无形资产 8,390.00 万元，年均新增折旧和摊销 630.33（招股说明书 591.18）万元。项目预计增加自营车辆 84 辆，仓库面积 1.56 万平。

图表37：募投项目详细

深圳华鹏飞物流中心扩建项目

项目	数量(m ²)	增加车辆	主要经济指标	数据
总规划面积	8,357.82	84	营业收入（万元）	26,407.92
总建筑面积	15,450.00		利润总额（万元）	3,231.02
2 栋3 层仓库	14,400.00		投资利润率（%）	25.81
办公楼及其他	1,050.00		投资回收期（年）	5.07

苏州华鹏飞物流中心建设项目

项目	数量（m ² ）	增加车辆	主要经济指标	数据
总规划面积	33,518.00	33	营业收入（万元）	11,057.18
总建筑面积	18,700.24		利润总额（万元）	1,574.52
2 栋1 层仓库	15,578.24		投资利润率（%）	23.01
办公楼、综合楼其他	3,122.00		投资回收期（年）	4.94

来源：招股说明书，国金证券研究所

募投项目效益测算

- 根据公司目前业务进展来看，公司业务能力整体上跟不上业务需求发展，相当多的时候利用外协资源来完成，而 5、6 月份新签的 4 家大客户，客户拓展情况良好，所以我们预计未来募投项目的业务需求是有保障的。

- 根据项目投入进度，分别对两个项目进行效益测算：以 2011 年公司毛利率水平 25% 左右测算，当 2013 年深圳项目按计划进度完成后，2014 年两募投项目预计合计贡献 EPS0.4 元，而 2011 年 EPS（摊薄后）为 0.405 元，相当于再造一个目前的华鹏飞，可见募投项目对于公司未来成长空间的贡献。
- 本次募集资金投资项目实施后，每年将新增固定资产折旧及无形资产摊销 1,123 万元，若募投项目进度不达预期，那么将对公司业绩水平产生较大影响。

图表38：公司募投项目效益详细测算

苏州项目					深圳项目				
单位（万元）	规划年营收 2012.9-12	11,057.18 2013	规划年利润 2014	1,574.52 2015	单位（万元）	规划年营收 2012.9-12	26,407.92 2013	规划年利润 2014	3,231.02 2015
产能利用率	75%	100%	100%	100%	产能利用率	0%	0%	75%	100%
贡献营收	2073.2	11057.2	11057.2	11057.2	贡献营收	0	0	19805.94	26,407.92
折旧摊销外成本	1503.1	8292.9	8292.9	8292.9	折旧摊销外成本	0	0	14854.46	19805.94
折旧和摊销	288.6	288.6	288.6	288.6	折旧和摊销	0	0	591.18	591.18
期间费用	219.2	1168.8	1168.8	1168.8	期间费用	0	0	2093.65	2791.53
贡献营业利润	62.4	1306.9	1306.9	1306.9	贡献营业利润	0	0	2266.66	3219.27
贡献净利	46.78	980.14	980.14	980.14	贡献净利	0	0	1699.99	2414.45
贡献EPS	0.01	0.11	0.11	0.11	贡献EPS	0	0	0.20	0.28

来源：招股说明书，国金证券研究所

盈利预测

盈利预测重要假设

- 关键假设一：苏州募投项目 2012 年达产率 75%，贡献 4 个月，2013 年达产率 100%，深圳项目 2013 年底完成，2014 年达产率 75%。
- 关键假设二：各业态业务占比基本与 2011 年一致，其中分销物流占比假设为 82%，生产物流业务占比为 14%，以此来分担募投项目新增业务的对应部分。
- 关键假设三：：由于配送物流竞争相当激烈，根据第四章分析，公司毛利率存在下滑风险，我们预计毛利率每年小幅下滑 1-2 个点。

分项业务预测

图表39：公司分项业务预测

营业收入	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
综合物流服务收入	17,823.13	22,365.53	37,109.51	48,204.28	63,959.99	89,348.92
YOY		25.49%	65.92%	29.90%	32.69%	39.70%
供应链商品销售收入		3,956.05	1,371.72	1,646.06	2,139.88	2,995.84
YOY			-65.33%	20.00%	30.00%	40.00%
合计	17,823.13	26,321.57	38,481.22	49,850.34	66,099.87	92,344.76
YOY		47.68%	46.20%	29.54%	32.60%	39.70%
营业成本	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
综合物流服务收入	13,579.00	16,148.95	27,730.37	36,510.18	48,987.64	69,486.76
YOY		18.93%	71.72%	31.66%	34.18%	41.85%
供应链商品销售收入		3,835.66	1,334.18	1,599.97	2,077.83	2,905.96
YOY			-65.22%	19.92%	29.87%	39.86%
合计	13,579.00	19,984.61	29,064.55	38,110.15	51,065.47	72,392.72
YOY		47.17%	45.43%	31.12%	33.99%	41.76%
营业利润	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
综合物流服务收入	4,244.12	6,216.58	9,379.13	11,694.10	14,972.35	19,862.16
YOY		46.47%	50.87%	24.68%	28.03%	32.66%
供应链商品销售收入		120.39	37.54	46.09	62.06	89.88
YOY			-68.82%	22.78%	34.64%	44.83%
合计	4,244.12	6,336.96	9,416.67	11,740.19	15,034.41	19,952.04
YOY		49.31%	48.60%	24.67%	28.06%	32.71%
毛利率						
综合物流服务(%)	23.81%	27.80%	25.27%	24.26%	23.41%	22.23%
供应链商品销售(%)		3.04%	2.74%	2.80%	2.90%	3.00%
综合毛利率(%)	23.81%	24.08%	24.47%	23.55%	22.74%	21.61%

来源：招股说明书，国金证券研究所

股票估值和定价

- 公司是电子信息领域分销物流的领军企业，并朝综合物流企业迈进，依托具有行业领先水平的信息化管理平台 and 宽广物流网络构筑核心竞争力，充分开展大客户和外协策略实现快速扩张，未来募投项目的稳步推进和横向拓展的进一步深化有望驱动公司业务继续快速增长。
- 12 国内可比上市公司动态市盈率均值为 19.3 倍，考虑到未来募投项目带来的业绩释放，我们认为公司的估值上限应该略高于国内平均水平，给予动态市盈率 15 至 20 倍，对应 2012 年摊薄 EPS，二级市场合理股价约为 7.47 至 9.96 元。一级市场按照 13-18 倍的估值询价，则询价区间在 6.47-8.96 元。

图表40：可比上市公司估值

代码	简称	最新日期	最新收盘价(元)	市盈率TTM	市盈率LYR	11EPS
002183	怡亚通	2012/8/7	5.09	31.13	31.81	0.16
002210	飞马国际	2012/8/7	4.93	24.16	19.72	0.25
002245	澳洋顺昌	2012/8/7	6.49	23.31	23.69	0.27
002492	恒基达鑫	2012/8/7	11.41	23.07	24.80	0.46
300240	飞力达	2012/8/7	9.26	19.54	12.03	0.77
600057	象屿股份	2012/8/7	4.79	35.56	16.52	0.29
600270	外运发展	2012/8/7	6.7	13.04	13.40	0.50
600676	交运股份	2012/8/7	4.57	20.15	17.58	0.26
600787	中储股份	2012/8/7	8.38	16.75	17.64	0.48
600794	保税科技	2012/8/7	11.25	17.84	16.54	0.68
603128	华贸物流	2012/8/7	6.38	24.69	18.76	0.34
平均				22.7	19.3	

来源：同花顺，国金证券研究所（剔除估值最高的新宁物流和最低的建发股份）

风险提示

- 募投项目进展大幅低于预期风险：募投项目产生业绩无法折旧与摊销成本增加，将大幅拉低公司业绩。
- 电子信息行业景气大幅下滑风险：重要客户受行业景气下滑影响太大，而收缩产能导致公司业务需求下降。
- 应收账款规模较大风险：坏账风险提升。

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	178	263	385	499	661	923
增长率		47.7%	46.2%	29.5%	32.6%	39.7%
主营业务成本	-136	-200	-291	-381	-510	-725
%销售收入	76.2%	75.9%	75.5%	76.4%	77.2%	78.5%
毛利	42	63	94	117	151	198
%销售收入	23.8%	24.1%	24.5%	23.6%	22.8%	21.5%
营业税金及附加	-5	-7	-13	-16	-22	-30
%销售收入	2.7%	2.8%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
营业费用	-9	-11	-15	-19	-26	-36
%销售收入	5.2%	4.2%	3.8%	3.9%	3.9%	3.9%
管理费用	-8	-10	-13	-17	-23	-32
%销售收入	4.2%	3.9%	3.4%	3.5%	3.5%	3.5%
息税前利润 (EBIT)	21	35	53	64	80	100
%销售收入	11.7%	13.2%	13.9%	12.9%	12.1%	10.8%
财务费用	-1	-2	-4	-3	-1	0
%销售收入	0.3%	0.8%	1.1%	0.6%	0.1%	0.0%
资产减值损失	0	0	-4	-5	-6	-7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	20	32	46	57	73	92
营业利润率	11.2%	12.2%	11.9%	11.3%	11.0%	10.0%
营业外收支	0	1	1	1	1	1
税前利润	20	33	47	58	74	93
利润率	11.0%	12.4%	12.1%	11.5%	11.1%	10.1%
所得税	-4	-7	-12	-14	-18	-23
所得税率	20.7%	22.5%	24.8%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	16	25	35	43	55	70
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	16	25	35	43	55	70
净利率	8.8%	9.6%	9.1%	8.7%	8.4%	7.6%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	16	25	35	43	55	70
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	6	8	13	16	19	26
非经营收益	1	2	3	1	0	-1
营运资金变动	-18	-13	-48	-30	-27	-41
经营活动现金净流	5	23	4	30	47	55
资本开支	-10	-23	-25	-140	3	11
投资	0	-1	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-10	-25	-25	-140	3	11
股权募资	16	2	0	200	-6	0
债权募资	-8	40	20	-40	-24	1
其他	-1	-2	-8	-3	-1	0
筹资活动现金净流	7	40	12	157	-31	1
现金净流量	2	38	-9	47	20	66

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	17	55	46	93	113	179
应收款项	69	87	137	164	191	232
存货	4	2	0	1	1	2
其他流动资产	4	1	5	5	5	7
流动资产	95	144	188	263	310	420
%总资产	80.4%	77.6%	76.6%	58.2%	64.1%	74.3%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	22	24	39	170	155	126
%总资产	18.7%	12.8%	15.9%	37.5%	32.0%	22.3%
无形资产	0	17	16	16	16	16
非流动资产	23	42	58	189	174	145
%总资产	19.6%	22.4%	23.4%	41.8%	35.9%	25.7%
资产总计	118	186	246	452	484	566
短期借款	4	0	40	0	0	0
应付款项	4	7	4	6	8	11
其他流动负债	7	6	13	14	18	26
流动负债	15	13	57	20	26	37
长期贷款	0	44	24	24	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	15	57	81	44	26	38
普通股股东权益	103	127	163	406	456	526
少数股东权益	0	2	2	2	2	2
负债股东权益合计	118	186	246	452	484	566

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.294	0.389	0.541	0.498	0.638	0.807
每股净资产	1.946	1.958	2.502	4.686	5.257	6.064
每股经营现金净流	0.087	0.348	0.055	0.348	0.543	0.631
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	15.12%	19.89%	21.64%	10.63%	12.13%	13.31%
总资产收益率	13.23%	13.61%	14.32%	9.55%	11.42%	12.37%
投入资本收益率	15.48%	15.51%	17.59%	11.11%	13.09%	14.14%
增长率						
主营业务收入增长率	22.12%	47.68%	46.20%	29.54%	32.60%	39.70%
EBIT增长率	37.18%	66.24%	54.15%	19.77%	24.70%	24.74%
净利润增长率	45.20%	62.29%	38.97%	22.71%	28.02%	26.56%
总资产增长率	27.81%	57.77%	32.03%	84.04%	7.06%	16.88%
资产管理能力						
应收账款周转天数	110.5	93.3	91.7	110.0	100.0	90.0
存货周转天数	5.8	5.7	1.2	1.0	1.0	1.0
应付账款周转天数	0.1	0.7	0.5	0.9	0.9	0.9
固定资产周转天数	45.2	33.0	20.5	43.8	80.1	49.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-12.78%	-8.32%	11.09%	-16.86%	-24.61%	-33.73%
EBIT利息保障倍数	36.5	15.9	13.1	21.4	95.3	2,875.9
资产负债率	12.51%	30.51%	32.99%	9.72%	5.43%	6.72%

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:

买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;

增持: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%;

中性: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%;

减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

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