

优秀的高端仓储服务提供商

—— 物流专题之公司篇（一）



东方证券
ORIENT SECURITIES



研究结论

- **公司是高端仓储综合服务提供商。**飞力达物流主要业务为向宏基、华硕等笔记本行业的品牌商提供 VMI（供应商仓库管理）、向三星等原材料供应商提供 DC（分拨中心）、在上述仓储业务上延伸的备品备件，FTL、CKD 等、以及货代，运输，报关等传统物流业务。目前，公司仓库总库容 17 万平方米，其中昆山地区为 11 万平方米。
- **短期，新增库容、收购飞力仓储少数股权、成功的业务拓展等，均能够推动未来 2 年业绩稳步增长。**相比去年，2011 年公司仓库新增库容 3 万平方米，若其经营能够达到老库，那么其至少能够增厚约 1200 万以上。去年 10 月，公司收购了占整体利润约 50% 的子公司——飞力仓储剩余 25% 的少数股权，增加了控制能力，保守预计将带来 600 万元的利润增厚。此外，备品备件业务的有效拓展、异地项目逐步减亏、募投项目在 12 年贡献利润等等均能为公司未来 2 年公司业绩增长带来保障。
- **长期，我们更关注公司在笔记本电脑之外的扩张。**从长期增长看，专业物流行业是存在成长瓶颈的，是否能够有效突破行业瓶颈，决定了企业的长期投资价值。从海外优秀物流企业的案例也能看出，从专业物流向跨行业发展是物流企业实现长期增长的必经之路。目前，公司物流服务领域已从笔电，成功地切入到通信（爱立信），同时，公司也意向要进入到汽车备件物流、IT 分销等不同领域。
- 我们预测公司 2011—2013 年的每股收益分别为 1.00 元、1.33 元和 1.78 元，结合公司成长性和物流企业现有的估值水平，我们认为公司合理估值水平为 2011 年 24—28 倍 PE，对应的合理股价区间为 24.00—28.00 元。
- 风险提示：经济下滑风险，笔记本电脑产业下滑风险。

杨宝峰

钢铁行业首席分析师

yangbf@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860207100115

联系人

赵俊

8621-63325888-5099

zhaojun1@orientsec.com.cn

合理股价区间	24.00 – 28.00 元
总股本（万股）	10700
国家/地区	中国
行业	交通运输
报告发布日期	2011 年 6 月 22 日

财务预测	单位：百万元			
	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,078	1,298	1,514	1,802
同比(%)	64.4%	20.4%	16.7%	19.0%
归属母公司净	73	108	142	191
同比(%)	106.5%	46.5%	32.0%	34.4%
毛利率(%)	31.5%	32.9%	34.6%	36.6%
ROE(%)	32.5%	11.6%	14.5%	18.1%
每股收益(元)	0.92	1.00	1.33	1.78

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

公司简要介绍与发行方案	4
历史沿革	4
本次发行方案	5
业务简介	6
VMI 与 DC	9
公司看点	11
短期看各因素促进利润增长	11
长期看行业外扩张	13
盈利预测与估值	14
盈利预测	14
相对估值	15
风险因素	17

图表目录

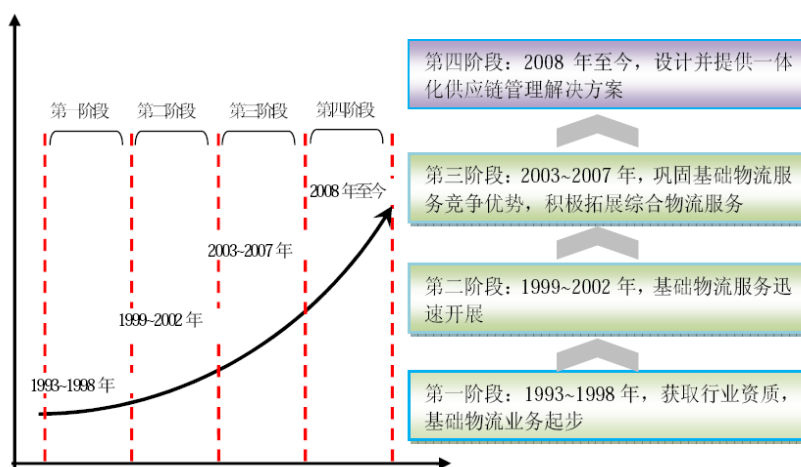
图 1 公司历史沿革	4
图 2 飞力达物流分子公司	5
图 3 A 股发行前后股本变化	5
图 4 2010 年公司收入分类	6
图 5 2010 年公司毛利率分类	6
图 6 各项业务毛利基本保持稳定	6
图 7 综合业务中各类业务毛利	7
图 8 仓库库容	7
图 9 基础物流业务中各类业务毛利	8
图 10 公司业务示意图	8
图 11 多个供应商与单一制造商的	9
图 12 对存管理	9
图 13 飞力达物流 VMI 仓库示意图	10
图 14 飞力达物流 DC 仓库示意图	11
图 15 库容增长	12
图 16 收购飞力仓储 25% 少数股东权益	12
图 17 募投项目	13
图 18 海外企业均拥有较多的业务部门	14
图 19 飞力达物流盈利预测	15
图 20 国内物流企业估值水平	16
图 21 最近上市流企业估值水平	16

公司简要介绍与发行方案

历史沿革

江苏飞力达国际物流股份有限公司（以下简称“飞力达”）于 1995 年 10 月正式营业，公司前身是昆山飞力国际货运有限公司，当初主要从事“二代”业务（即与口岸的货运代理商合作，以跑运输为主）。经过十多年的发展，飞力达物流在基础物流和综合物流方面都取得了长足的进展，现在已成为多元化、现代化、区域化的综合性物流企业。目前，公司已经成为宏基、华硕等笔记本电脑品牌商的重要合作伙伴，同时，公司的服务网点也延伸到了上海、南京、无锡、常州、重庆等地。

图 1 公司历史沿革

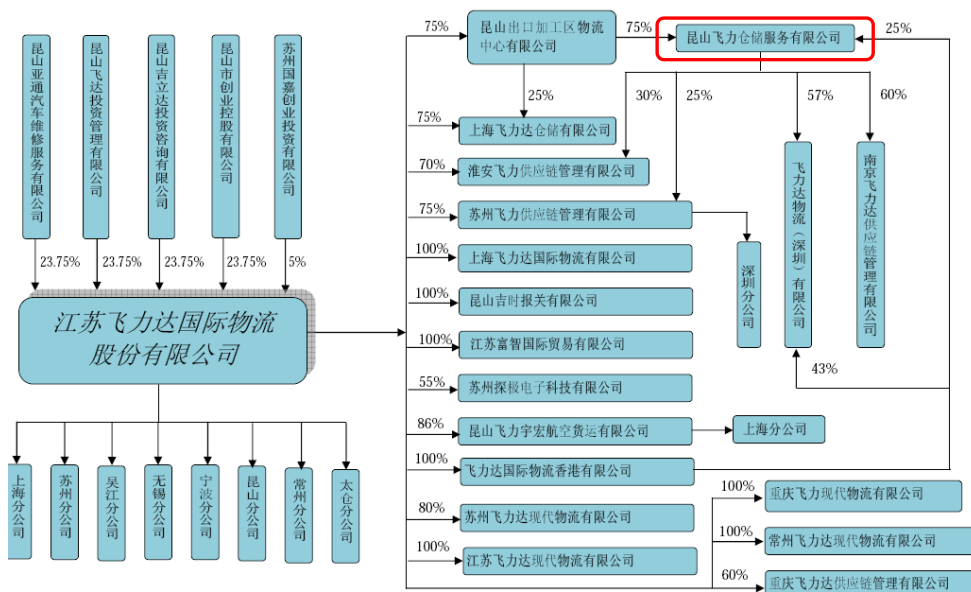


资料来源：公司网站、东方证券研究所整理

目前，公司拥有 8 个分公司，18 个控股子公司。其中，昆山出口加工区物流中心公司、飞力仓储、吉时报关、南京飞力达、飞力达物流（深圳）等为公司主要利润点。

图 2 飞力达物流分子公司

母公司是经营基础业务的主要实体、**飞力达仓储**是经营综合物流业务的主要实体。



资料来源：公司招股书、东方证券研究所整理

本次发行方案

本次公开发行 A 股前，公司总股本为 8000 万股，其中，亚通汽修、飞达投资、吉立达投资以及创业控股分别持有 1900 万股，占 23.8%，国嘉创投持有 400 万股，占 5%。本次发行 2700 万股 A 股后，各大股东的持股比例将稀释到 17.8%，公众投资者持股比例为 25.2%。

图 3 A 股发行前后股本变化

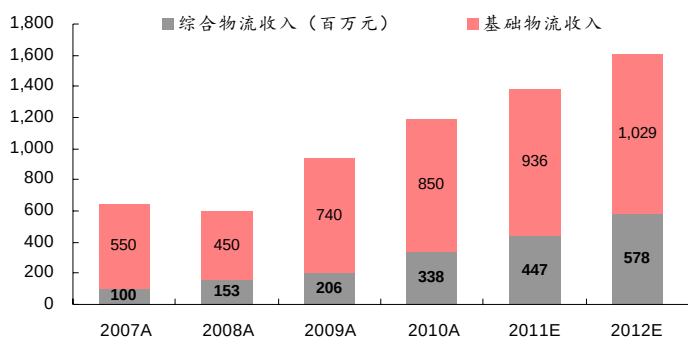
股东名称	上市前		上市后	
	持股数量 (万股)	持股比例	持股数量 (万股)	持股比例
亚通汽修	1,900	23.8%	1,900	17.8%
飞达投资	1,900	23.8%	1,900	17.8%
吉立达投资	1,900	23.8%	1,900	17.8%
创业控股	1,900	23.8%	1,900	17.8%
国嘉创投	400	5.0%	400	3.7%
公众投资者			2,700	25.2%
合计	8,000	100.0%	10,700	100.0%

资料来源：公司招股书、东方证券研究所整理

业务简介

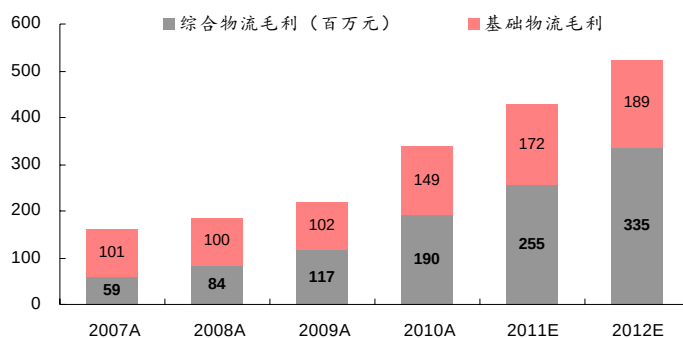
业务主要分为两部分，综合物流以及基础物流。趋势上看，综合物流占比不断在上升，基础物流的占比在下降。2007 年综合物流毛利为 0.59 亿元，基础业务毛利为 1.01 亿元，到了 2010 年，综合物流业务毛利增长到 1.9 亿元，基础业务毛利仅增加到 1.49 亿元。

图 4 2010 年公司收入分类



资料来源：公司招股书、东方证券研究所

图 5 2010 年公司毛利率分类

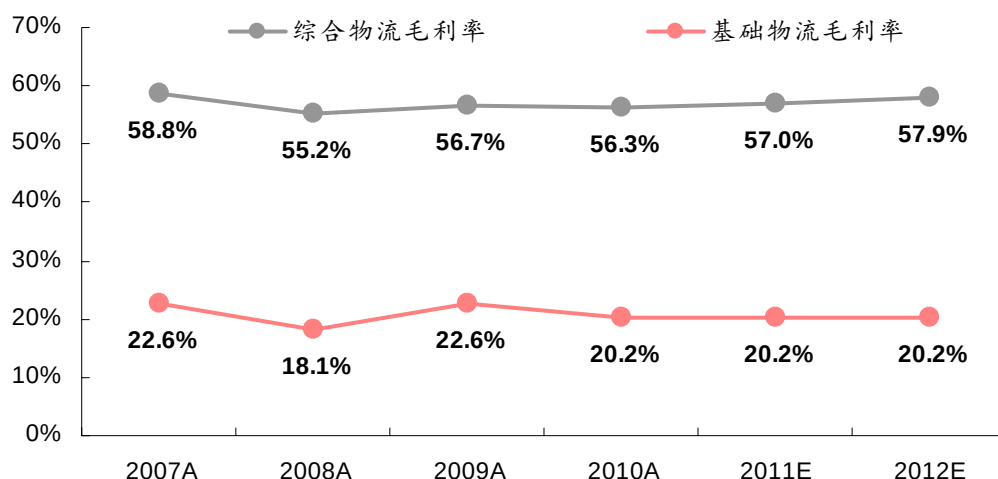


资料来源：公司招股书、东方证券研究所

毛利率一直保持稳定。公司的综合物流的毛利率相对保持稳定，主要原因是在于仓储需求良好，而成本也没有太多增加。基础业务毛利率略有下降，主要是在于行业竞争激烈、低毛利业务占比上升等多方面因素。

需注意：公司的人力成本大部分都计入到管理费用中。

图 6 各项业务毛利基本保持稳定

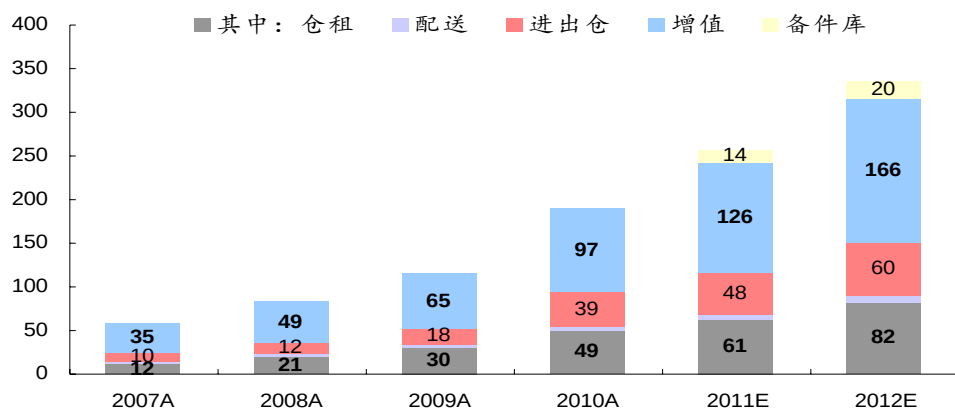


资料来源：公司招股书、东方证券研究所整理

分业务看，综合物流业务包括以 VMI 模式、DC 模式、备品备件管理模式为核心，延伸出贴标、个性化分拣、重工、EDI 信息交换等增值服务。

公司定位于 IT 制造业供应链管理的品牌商服务战略，紧随现代物流发展的最新趋势，不断加大对仓储服务设施和物流资讯系统等现代物流服务关键节点的投资力度，积极推行以品牌商 VMI 模式为核心的综合物流服务，并不断进行延伸拓展与适应性创新，推出品牌商备品备件管理、制造商 VMI 模式和供应商 DC 模式等高端综合物流服务。2007 年，公司增值业务毛利为 1200 万元，到 10 年增值业务贡献的毛利增长到 4900 万元，预计到 2012 年将能够贡献 8200 万元的毛利。

图 7 综合业务中各类业务毛利



资料来源：公司招股书、东方证券研究所整理

根据公司招股书披露，不包括新中标的南京以及未来的重庆项目，公司总共拥有 17 万平方米，其中昆山飞力达仓储拥有 11 万平方米、深圳、南京以及上海飞力达仓储各有 1 万多平方米。

仓储面积在不同时期都会有所变化。

图 8 公司现有仓库库容

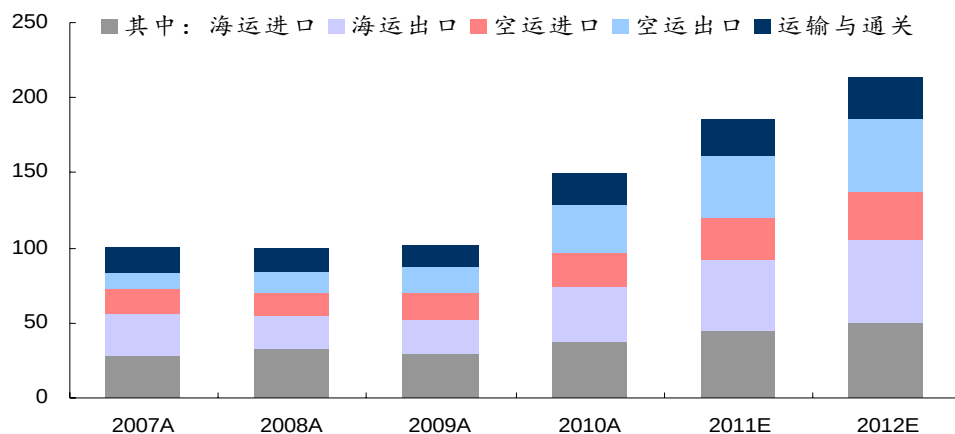
公司	仓库			按照功能		
	整体	租赁	自建	保税仓	出口监管仓	普通仓库
飞力达物流	2,928	2,928				2,928
飞力达物流上海分公司	2,874	2,874			1,131	1,743
飞力仓储	115,295	111,524	3,771	115,295		
上海飞力达仓储	11,905	11,905		11,905		
深圳飞力达	12,311	12,311		12,311		
苏州供应链	2,356	2,356		2,356		
南京供应链	12,246	12,246				12,246
淮安供应链	2,000	2,000		2,000		
上海飞力达物流	1,050	1,050		1,050		
探极电子	5,451	5,451				5,451
苏州现代物流	2,000	2,000		2,000		
常州现代物流	5,147	5,147		5,147		

资料来源：公司招股书、东方证券研究所整理

基础物流业务主要包括国际海运进出口、空运进出口、内陆运输业务；以及延伸出来的快进快出业务和关务外包业务等。

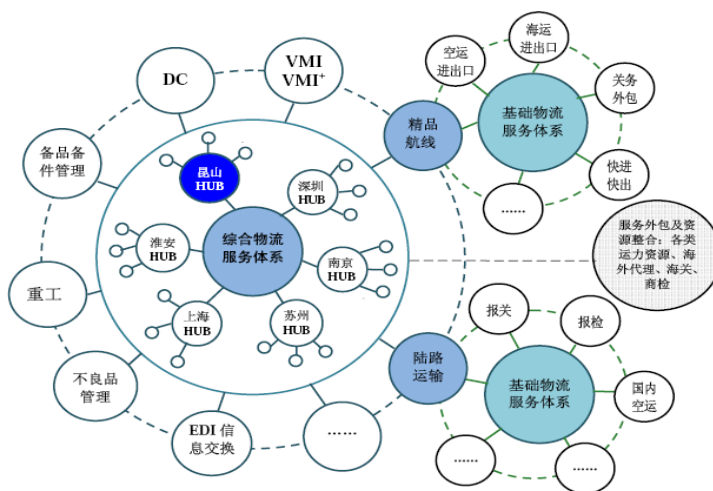
- **快进快出**：利用保税物流园区“境内区外”的优势，加工企业将货物出口至保税物流园区，当天通关后以手册进口运离保税物流园区，整个过程在一天内完成，降低了货物流转的运输成本、时间成本以及退税的资金成本。
- **关务外包**：公司利用自身专业性为普通企业提供关务服务，在完成海关现场报关的基础上，进一步深入企业内部，为其提供包括关务上的内部沟通、进出口单证制作、单证返回整理、账目登记、手册申请、手册变更、核销、免表申请等服务。

图 9 基础物流业务中各类业务毛利



资料来源：公司招股书、东方证券研究所整理

图 10 公司整体业务示意图



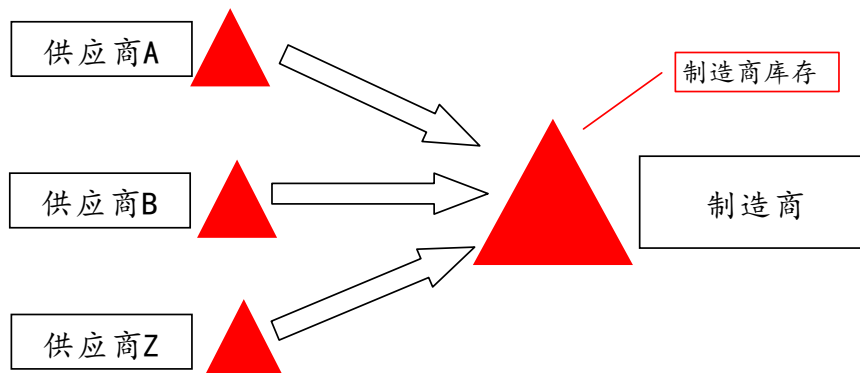
资料来源：公司招股书、东方证券研究所整理

VMI 与 DC

在全球制造业的高度发达的今天，产业链中各环节对成本的管控非常严格，特别是在笔记本电脑 OEM 模式下，品牌商对于库存成本、资金周转的管理日益苛刻，极力降低前后端库存缩减是企业的重要任务。前端库存管理是指生产线前对供应商物料的管理、后端库存管理是指对于产品分销商的物流管理。

下图是典型的多个供应商与单一制造商的库存体系，每个供应商拥有自己的库存管理、按照供应商的订购批量，将批次货物运输到制造商库存中，制造商独立管理库存。传统的库存管理方式，带来的弊端是供应商与制造商均保有一定的库存、制造商还需对供应商的供货全额付款，占用较多资金。

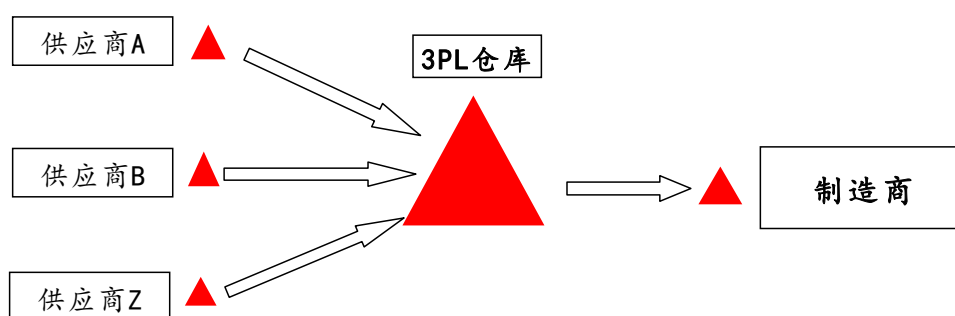
图 11 多个供应商与单一制造商的物流仓储系统



资料来源：东方证券研究所整理

引入如飞力达物流这类 3PL（第三方物流企业）之后，通过将制造商的内部仓库外包。以后各个配件供应商配件将运输到 3PL 在制造商附近设置的 HUB、通过飞力达进行分拣、重新包装后，运输到制造商那里。对于制造商而言，由于 3PL 的 HUB，可以对供应商的货品进行小批次购买，

图 12 引入第三方物流提供商后的物流仓储系统



资料来源：东方证券研究所整理

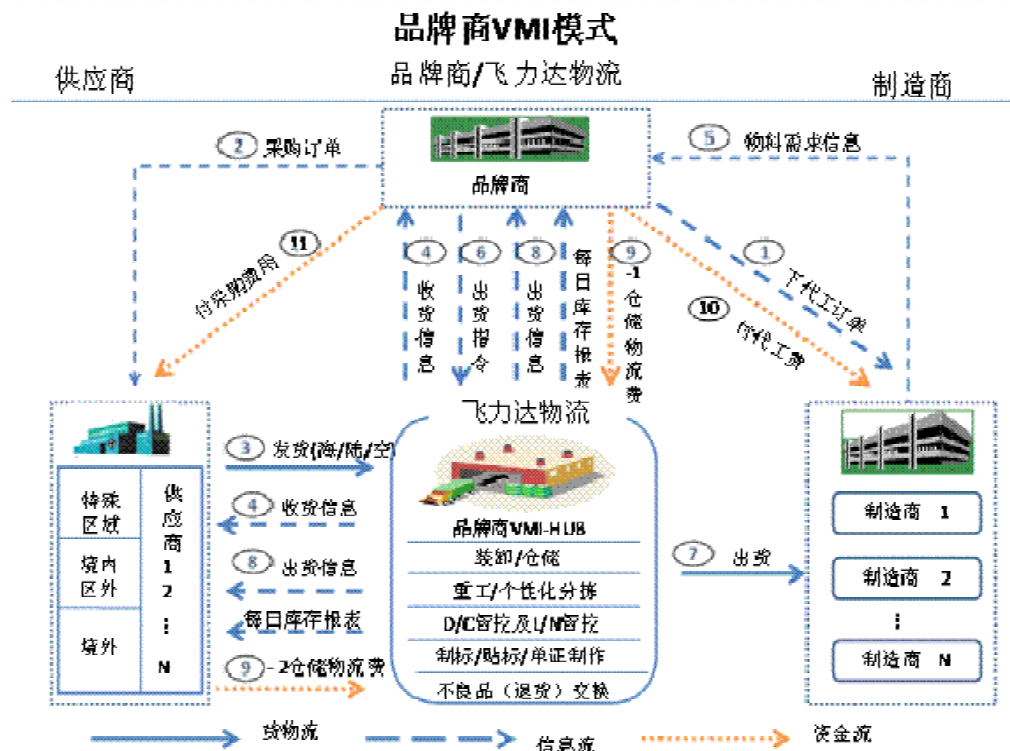
3PL 物流管理进一步深化、细化就发展成为 VMI (Vender Managed Inventory) 即“供应商管理库存”，也叫“卖方管理库存”，是目前国际上较为领先的库存管理模式。顾名思义，VMI 就是供应商等上游企业通过信息手段掌握其下游客户的生产和库存信息，并对下游客户的库存调节做出

将上下游企业各自的库存集中统一到第三方物流公司库存中，大幅减少前后端企业库存水平。

快速反应；其最大优势是同时降低供需双方的库存成本。VMI 实施的关键是通过高效便捷的信息系统获得和保持库存状态的透明性。

VMI 是为品牌商采购储存原材料所提供 HUB；DC 是为供应商销售分拨产品所提供的 HUB。

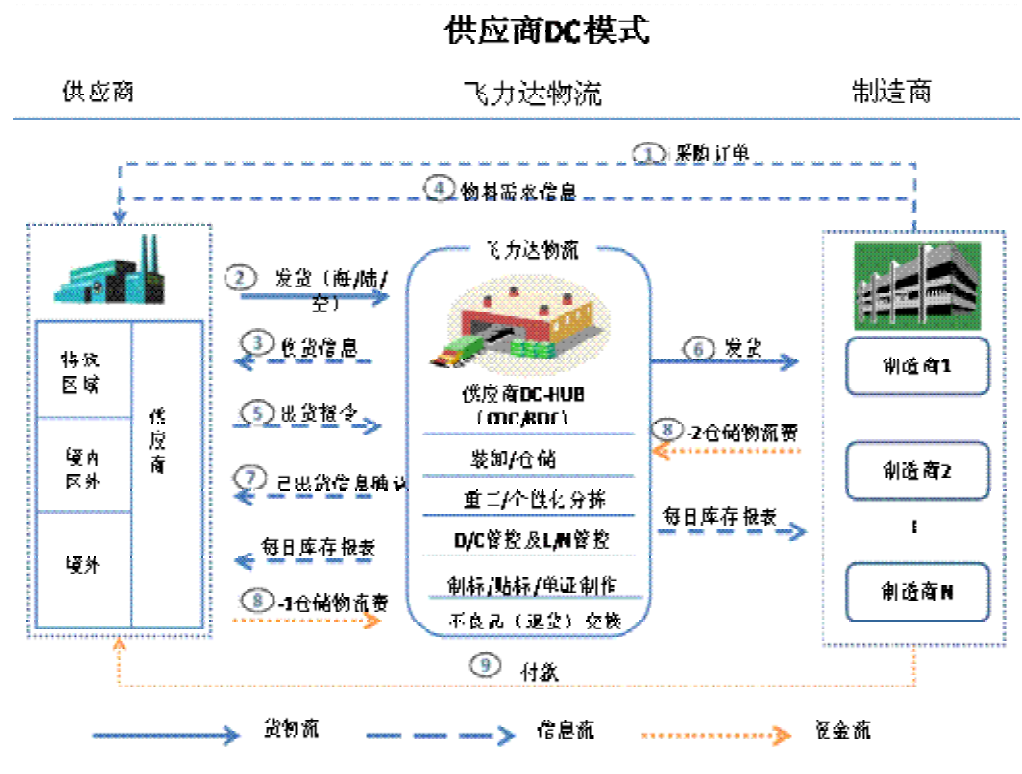
图 13 飞力达物流 VMI 仓库示意图



资料来源：公司网站、东方证券研究所整理

另一种模式则是供应商 DC（分拨中心）的库存管理模式，即将供应商所需要的加工、理货、配送等多种物流需求集中于统一的物流据点，在产业集聚区中心或附近地区发挥辐射功能。DC 区域分布及功能直接影响到供应链响应速度、运作成本以及供应链的协同程度。

图 14 飞力达物流 DC 仓库示意图



资料来源：东方证券研究所整理

公司看点

短期看各因素促进利润增长

新增库容：

根据公司披露，从去年下半年到今年初，昆山地区新增了约 3 万平方米的 VMI 仓库库容，按照 2010 年飞力仓储现有单位利润 500 元/平方米计算，我们合理预计新增的 3 万平方库容，在利用率较高的情况下也能贡献至少在 1200 万以上利润。如果考虑未来公司在南京新签的爱立信通信项目 4.5 万平方的新增库容，重庆宏基 VMI 的新增库容，以及其他地区的增长，这块对 11 年以及之后的业绩增长贡献是不小的。

图 15 公司签订的仓库租赁合同

公司	仓库	面积 (平方米)	租赁合同	年租金	平方米/年
飞力达物流	飞力达	2,928	2010/3-2013/3	33	113
上海分公司	南汇	1,743	2009/19-2011/10	39	223
	浦东机场	1,131	2009/1-2014/1	70	620
飞力仓储	保税区5、6仓库	17,820	2011/1-2012/1	642	360
	保税区7仓库AB	5,656	2010/1-2012/1	204	360
	保税区7仓库C	2,965	2010/4-2012/1	107	360
	出口加工区A	1,728	2011/1-2012/1	28	162
	保税区9仓库A	2,969	2010/5-2012/1	107	360
	保税区9仓库BC	5,652	2010/7-2012/1	203	360
	保税区14仓库BC	6,305	2010/7-2011/7	227	360
	出口加工区B中央大道86号	12,589	2010/8-2011/8	79	62
	开发区中央大道99号	37,796	2007/4-2012/3	1,200	317
	出口加工区B中央大道168号	14,650	2010/9-2011/9	352	240
上海飞力达仓储	外高桥F区	9,949	2008/10-2011/10	486	488
	外高桥泰谷路	1,956	2011/1-2012/1	82	420
深圳飞力达	福田伟光	5,429	2008/6-2011/6	261	480
	福田伟光	1,868	2008/9-2012/9	61	324
	福田联星	1,048	2010/3-2012/3	36	348
	福田富裕	1,998	2010/12-2012/12	72	360
苏州供应链	普洛斯C24	2,356	2010/11-2012/11	75	317
南京供应链	科建路	12,246	2010/1-2014/1	206	168
	胜泰工业园	1,620	2010/11-2013/11	34	208
淮安供应链	出口加工区	2,000	2011/1-2012/1	4	20
上海飞力达物流	外高桥富特西	1,050	2009/6-2011/10	8	76
探极电子	中央大道86号	5,451	2010/8-2011/8	65	120
苏州现代物流	吴中	2,000	2011/2-2011/4	67	336
常州现代物流	武进区	5,147	2010/11-2012/1	90	174

资料来源：东方证券研究所整理

收购飞力仓储 25%少数股东权益：

收购之前，飞力达物流通过旗下控股 75%的昆山物流中心持有飞力达 75%的股份，合并报表之比为 56.25%。2010 年 10 月，公司收购了剩余股东所持有的飞力仓储余下 25%的股份，合并报表比例提升到 81.25%。

根据我们测算，不考虑飞力仓储在今年所能够实现的利润增长，减少的少数股东权益就将贡献约 600 万左右的利润。

图 16 收购飞力仓储 25%少数股东权益

	并表比例	年度	收入	利润总额	净利润	测算少数股东权益
飞力仓储	75%	按10年测算收购后			4,443	1,111
	60%	2010A	22,520	5,230	4,443	1,761
	56%	2009A	12,990	2,874	2,287	1,000
	56%	2008A	9,294	2,252	1,830	805
	56%	2007A	6,883	2,685	2,487	1,094

资料来源：东方证券研究所整理

备品备件库的投产增加利润：

根据公司披露，目前公司已经与华硕达成了备品备件库的运作。预计备品备件库的总库容能够达到 1.5 万平方米。备品备件库有一个特点，就是储存时间长，而且不需要经常移动，成本较低，因此毛利率能够达到 70%。预计今年备品备件方面的收入能够实现 2000 万元，净利润贡献在 500 万左右。

募投项目将增厚 12 年利润

本次募投项目为在保税区内和区外建设两个物流中心，以及运营网点拓展等。

昆山当地两个物流中心项目的土地在 2010 年 9 月份完成划拨，目前正于设计建设阶段。其中，保税区外的物流中心正在进行招投标，预计 7 月上中旬结束招标，明年年初投产；保税区内物流中心项目还处于设计阶段，考虑到保税园区内土地稀缺，需要进行良好的设计，整体预计在明年一季度建成投产。两个项目均为利用自有资金新建，成本与租赁相比有所降低，将为业绩增长带来动力。

图 17 募投项目情况

项目名称	投资额	运用募集资金	建设期
昆山综合保税区物流元项目	14,604	14,604	2年
昆山现代物流中心项目	9,259	9,259	2年
现代物流运营网点拓展	1,833	1,728	9个月
物流智能化资讯项目	3,589	3,589	18个月

资料来源：东方证券研究所整理

长期看行业外扩张

从长期增长看，专业物流行业是存在成长瓶颈的，是否能够有效突破行业瓶颈，决定了企业的长期投资价值，因此，我们非常关注公司在笔记本电脑之外的扩张。

从海外优秀物流企业的案例看，从专业走向跨行业是长期增长的必经之路，也是我们关注飞力达未来是否能够真正成长。目前，公司物流服务领域已从笔电，成功切入到通信领域，同时，公司也意向进入到汽车备件物流、IT 分销等领域。我们认为，公司的举措是符合物流企业长期发展战略的。

飞力达物流现在还相对较小，从单一专业向多元综合发展是物流企业发展的必经之路。

图 18 海外成熟物流企业与飞力达比较

企业	行业领域	服务领域
飞力达物流	笔记本电脑、半导体	VMI、增值服务、货代、报关等
辛克物流（前BAX）	笔记本电脑、汽车零部件、半导体、工业品、消费品、航空航天、医疗等	供应链规划咨询、VMI、仓储增值、后端服务、备品备件服务
叶水福	电子产品、快速消费品	VMI、增值服务、虚拟HUB、消费品配送、备品备件物流
DHL	电子产品、快速消费品、汽车、工业品、化工品、零售、航空航天等	供应链规划咨询、VMI、仓储增值、后端服务等几乎所有物流服务

资料来源：东方证券研究所整理

盈利预测与估值

盈利预测

我们根据现有库容的投产情况，预计 11 年整体综合物流收入增速在 32%左右，毛利则比去年增长 1 个点、基础物流业务收入增长 15%，毛利率预计与去年持平。

图 19 飞力达物流盈利预测

	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
综合物流服务							
综合物流收入（百万元）	100	153	206	338	447	578	773
yoy		53%	35%	64%	32%	29%	34%
其中：仓租	30	55	77	123	153	195	255
配送	11	14	20	30	37	47	61
进出仓	14	18	25	56	70	88	116
增值	45	65	84	129	167	221	301
备件库					20	28	39
收入增速		53%	35%	64%	32%	29%	34%
其中：仓租		83%	39%	61%	24%	27%	31%
配送		36%	36%	51%	24%	27%	31%
进出仓		32%	39%	121%	24%	27%	31%
增值		44%	29%	53%	29%	32%	36%
备件库						40%	40%
综合物流毛利（百万元）	59	84	117	190	255	335	453
其中：仓租	12	21	30	49	61	82	110
配送	2	2	3	5	6	8	10
进出仓	10	12	18	39	48	60	79
增值	35	49	65	97	126	166	226
备件库					14	20	27
综合物流毛利率	59%	55%	57%	56%	57%	58%	59%
其中：仓租	39%	38%	40%	40%	40%	42%	43%
配送	18%	16%	18%	16%	16%	16%	16%
进出仓	69%	66%	71%	70%	69%	68%	68%
增值	78%	75%	77%	75%	75%	75%	75%
备件库					70%	70%	70%
基础物流服务							
基础物流收入	446	550	450	740	850	936	1,029
yoy		23%	-18%	64%	15%	10%	10%
其中：海运进口	116	151	121	160	184	202	222
海运出口	120	130	99	189	218	239	263
空运进口	76	79	76	109	125	138	151
空运出口	55	95	81	180	207	228	251
运输与通关	81	96	72	101	117	128	141
收入增速		23%	-18%	64%	15%	10%	10%
其中：海运进口		30%	-20%	33%	15%	10%	10%
海运出口		8%	-24%	91%	15%	10%	10%
空运进口		5%	-4%	43%	15%	10%	10%
空运出口		74%	-14%	122%	15%	10%	10%
运输与通关		19%	-25%	41%	15%	10%	10%
基础物流毛利	101	100	102	149	172	189	208
其中：海运进口	28	32	29	38	43	48	52
海运出口	27	22	23	36	42	46	50
空运进口	18	16	18	24	27	30	33
空运出口	11	14	17	31	36	39	43
运输与通关	17	16	14	21	24	26	29
基础物流毛利率	23%	18%	23%	20%	20%	20%	20%
其中：海运进口	25%	21%	24%	24%	24%	24%	24%
海运出口	22%	17%	23%	19%	19%	19%	19%
空运进口	24%	20%	24%	22%	22%	22%	22%
空运出口	20%	15%	22%	17%	17%	17%	17%
运输与通关	21%	16%	20%	20%	20%	20%	20%

资料来源：东方证券研究所整理

相对估值

我们对现有物流企业的相对估值水平进行测算，按照朝阳永续一致预期测算，11 年平均估值水平是在 26.2 倍，12 年为 21 倍。按照公司摊薄后 11 年 EPS 1.00 元计算，考虑到公司未来良好的成长性，合理估值区间在 11 年 24 倍-28 倍，对应合理价格区间为 24.00 – 28.00 元。

图 20 国内物流企业估值水平

	价格	股本 (百万股)	市值 (十亿元)	10A	EPS		PE		
					11E	12E	10A	11E	12E
新宁物流	11.34	90	1,021	0.19	0.24	0.29	59.7	47.3	39.1
怡亚通	6.66	834	5,554	0.16	0.23	0.30	41.6	29.0	22.2
飞马国际	8.40	306	2,570	0.17	0.33	0.40	49.4	25.5	21.0
保税科技	12.48	214	2,671	0.36	0.68	0.74	34.7	18.4	16.9
恒基达鑫	15.72	120	1,886	0.42	0.59	0.83	37.4	26.6	18.9
澳洋顺昌	7.61	365	2,778	0.23	0.30	0.39	33.1	25.4	19.5
中储股份	9.36	840	7,862	0.33	0.43	0.55	28.4	21.8	17.0
外运发展	8.07	905	7,303	0.49	0.51	0.60	16.5	15.8	13.5
平均							37.6	26.2	21.0

资料来源：东方证券研究所整理

从最近发行创业板公司的估值水平看,首发摊薄后市盈率在 35 倍左右,平均上市首日涨跌幅在 10% 左右。

图 21 最近上市流企业估值水平

代码	名称	首发市盈率(摊薄)	上市首日涨跌幅
300234	开尔新材	30.77	
300233	金城医药	22.68	
300232	洲明科技	28.14	
300231	银信科技	30.99	28.29
300230	永利带业	34.48	10.85
300229	拓尔思	31.91	12.33
300228	富瑞特装	40.55	20.46
300227	光韵达	45.54	26.58
300226	上海钢联	38.33	19.35
300225	金力泰	23.41	(5.07)
300224	正海磁材	32.45	14.70
300223	北京君正	42.86	(5.91)
300222	科大智能	42.00	(3.55)
300221	银禧科技	43.61	(1.33)
300220	金运激光	33.86	51.97
300219	鸿利光电	32.04	14.44
300218	安利股份	32.73	3.72
300217	东方电热	31.19	17.12
300216	千山药机	45.78	15.36
300215	电科院	56.43	6.58
300214	日科化学	37.29	(5.00)
平均		36.05	12.27

资料来源：东方证券研究所整理

风险因素

经济下滑风险

公司物流业务中，货代等业务受到海外经济影响较大，从目前的情况看，在美国复苏乏力、希腊债务危机持续等负面因素影响下，全球经济有潜在放缓的风险，对于公司出口相关业务存在风险。

笔电行业周期风险

公司的综合物流业务整体较为依赖于笔记本电脑产业，未来一旦笔记本电脑产业出现下滑，将会影响到公司发展。

新产业拓展不成功的风险

物流市场竞争比较激烈，即便是在高端仓储中，也有外资物流巨头来参与竞争，因此，无论是现有同行扩张还是长期在行业外进行扩张，都存在着不少的新业务开拓风险。

附表：财务报表预测与比率分析

单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	361	895	926	1,080	营业收入	1,078	1,298	1,514	1,802
现金	195	644	633	732	营业成本	738	871	990	1,142
应收账款	145	196	229	273	营业税金及附加	26	32	39	49
其它应收款	16	47	54	65	销售费用	33	39	45	54
预付账款	3	6	6	7	管理费用	169	208	242	288
存货	0	0	0	0	财务费用	9	-3	-13	-14
其他	2	3	3	3	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	218	297	368	369	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	54	54	54	54	投资净收益	4	0	0	0
固定资产	72	83	226	228	营业利润	107	151	210	283
在建工程	0	70	0	0	营业外收入	12	10	5	5
无形资产	63	62	60	59	营业外支出	1	3	3	3
其他	28	28	28	28	利润总额	119	158	212	285
资产总计	578	1,193	1,294	1,449	所得税	23	32	47	66
流动负债	299	186	193	224	净利润	95	127	165	219
短期借款	180	0	0	0	少数股东损益	22	19	23	29
应付账款	53	77	87	101	归属于母公司净利润	73	108	142	191
其他	66	109	106	123	EBITDA	116	158	218	293
非流动负债	0	0	0	0	EPS (元)	0.92	1.00	1.33	1.78
长期借款	0	0	0	0					
其他	0	0	0	0					
负债合计	299	186	193	224	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	47	66	89	118	成长能力				
股本	80	107	107	107	营业收入	64.4%	20.4%	16.7%	19.0%
资本公积	8	636	636	636	营业利润	55.4%	25.6%	22.8%	26.0%
留存收益	138	181	237	314	归属于母公司净利润	106.5%	46.5%	32.0%	34.4%
归属母公司股东权益合计	226	924	980	1,057	获利能力				
					毛利率	31.5%	32.9%	34.6%	36.6%
					净利率	12%	8.8%	9.7%	
					ROE	32.5%	11.6%	14.5%	18.1%
					ROIC	21.2%	29.9%	30.4%	38.7%
					偿债能力				
					资产负债率	51.7%	15.6%	14.9%	15.5%
					流动比率	120.7%	482.6%	479.1%	482.0%
					速动比率	120.7%	482.6%	479.1%	482.0%
					营运能力				
					总资产周转率	1.86	1.09	1.17	1.24
					应收账款周转率	6.57	5.22	5.22	5.22
					应付账款周转率	13.89	11.32	11.32	11.32
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.92	1.00	1.33	1.78
					每股经营现金流	1.23	1.08	1.31	1.92
					每股净资产	2.82	8.63	9.16	9.87
					估值比率				
					P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
					P/B	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn