

日期: 2011 年 6 月 21 日

行业: 交运物流



冀丽俊

021-53519888-1921

jilijun@sigchina.com

执业证书编号: S0870510120017

IPO 询价区间 RMB20.46-24.55 元

上市合理估值 RMB21.54-25.84 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 27.00

发行后总股本 (百万股) 107.00

发行方式 网下询价配售

网上定价发行

保荐机构 东吴证券

主要股东 (IPO 前)

昆山亚通汽车维修服务有限公司 23.75%

昆山飞达投资管理有限公司 23.75%

昆山吉立达投资咨询有限公司 23.75%

昆山创业控股有限公司 (SS) 23.75%

苏州国嘉创业投资有限公司 5.00%

收入结构 (Y10)

基础物流服务 68.60%

综合物流服务 31.40%

报告编号: JLJ11-NSP10

首次报告时间: 2011 年 6 月 21 日

专业的 IT 供应链服务商

■ 投资要点:

专业的 IT 供应链服务商

公司主营业务为设计并提供一体化供应链管理服务,具体从事 IT 制造业相关硬件设备和零件的进出口通关、货运代理、物流配送、库存管理、流通加工、反向物流等整体物流解决方案设计和执行。公司以综合物流服务为核心,以物流资讯技术为支撑,以高端客户体系为依托,整合各种物流资源,倾力打造专业化的现代物流服务体系,立志成为国内 IT 制造业最专业的现代物流服务商。

募投项目提高公司竞争力

公司本次发行募集资金,主要投向昆山综合保税区物流园项目、昆山现代物流中心项目、现代物流运营网点拓展项目、物流智能化资讯项目和其他与其他与主营业务相关的营运资金项目。募投项目将增加公司竞争力。

业绩增长可持续

预计募投项目分别于 2011 和 2012 年投产,我们测算 2011-2014 年归于母公司所有者的净利润将实现年递增 25.56%、37.05%、44.88%和 30.09%,相应的稀释后每股收益为 0.86 元、1.18 元、1.71 和 2.25 元。

定价结论

我们认为,给予公司 2011 年 25-30 倍市盈率较为合理,公司合理估值区间为 21.54-25.84 元。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况,我们选取一二级市场 5%的折让,建议询价区间为 20.46-24.55 元,对应的 2010 年市盈率区间为 29.82-35.78 倍。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E
营业收入	655.76	1,078.00	1,487.11	1,900.23	2,246.87
年增长率	64.39%	37.95%	27.78%	18.24%	16.24%
归属于母公司的净利润	35.55	73.40	92.16	126.30	182.99
年增长率	106.49%	25.56%	37.05%	44.88%	30.09%
(发行后摊薄) 每股收益 (元)	0.332	0.686	0.861	1.180	1.710

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

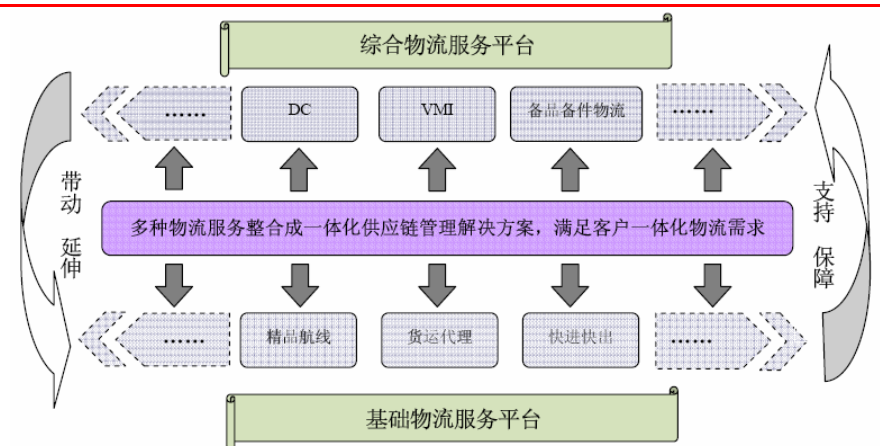
■ 公司概况

公司主营业务为设计并提供一体化供应链管理解决方案，具体从事 IT 制造业相关硬件设备和零件的进出口通关、货运代理、物流配送、库存管理、流通加工、反向物流等整体物流解决方案设计和执行。公司以综合物流服务为核心，以物流资讯技术为支撑，以高端客户体系为依托，整合各种物流资源，倾力打造专业化的现代物流服务体系，立志成为国内 IT 制造业最专业的现代物流服务商。

业务主要由综合物流服务和基础物流服务构成。综合物流服务主要包括 VMI、DC、备品备件管理、重工、贴标以及 EDI 信息交换等业务，VMI 与 DC 业务作为现代物流服务的核心环节和高端领域，是公司目前重点拓展的业务；基础物流服务作为综合物流服务必要的支持和保障，主要包括货运代理、国内运输以及相关延伸增值服务，其中，打造国际货运代理业务中的精品航线有利于保持和提升基础物流服务整体竞争力，是基础物流服务重点拓展的业务。

根据中国国际货运代理协会组织的排名，公司位列 2009 年度中国国际货代物流百强第 40 名、2009 年度中国国际货代物流空运 50 强第 35 名、2009 年度中国国际货代物流陆运 20 强第 17 名、2009 年度中国国际货代物流仓储 20 强第 7 名、2009 年度中国货代物流民营 50 强第 13 名。根据海关总署对 2009 年度中国进口企业 200 强排名，公司控股子公司飞力仓储及飞力达物流（深圳）分别以进口值 55.95 亿美元、6.32 亿美元在上榜专业物流服务商中位居第 2 位和 22 位。

图1 公司业务结构



资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

公司是由昆山亚通汽车维修服务有限公司、昆山飞达投资管理有限公司、昆山吉立达投资咨询有限公司、昆山市创业控股有限公司和苏州东吴投资有限公司作为发起人，以飞力国际截至 2008 年 4 月

30 日经审计的账面净资产折股,依法整体变更设立的股份有限公司。亚通汽修、飞达投资、吉立达投资各持有公司 1,900 万股的股份,均占本次发行前总股本的 23.75%,是公司的控股股东。

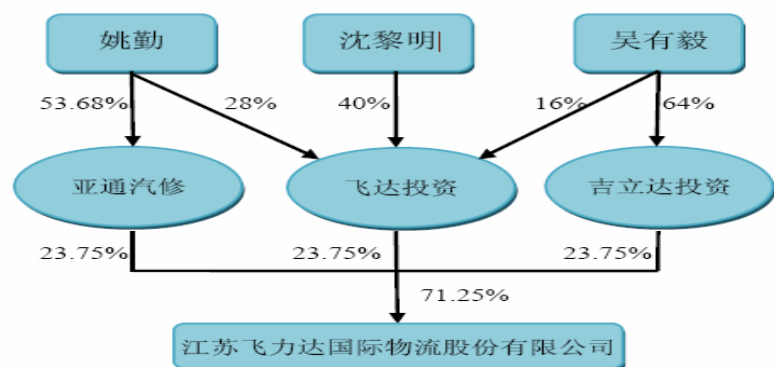
公司实际控制人为沈黎明、姚勤、吴有毅,其中沈黎明持有公司股东飞达投资 40%的股份,姚勤持有公司股东亚通汽修 53.68%的股权,同时持有股东飞达投资 28%的股权;吴有毅持有公司股东吉立达投资 64%的股权,同时持有股东飞达投资 16%的股权。

表 1 公司的股东及实际控制人情况 单位:万股、%

序号	股东名称	发行前		发行后	
		持股数	持股比例	持股数	持股比例
1	昆山亚通汽车维修服务有限公司	1,900.00	23.75%	1,900.00	17.76%
2	昆山飞达投资管理有限公司	1,900.00	23.75%	1,900.00	17.76%
3	昆山吉立达投资咨询有限公司	1,900.00	23.75%	1,900.00	17.76%
4	昆山创业控股有限公司(SS)	1,900.00	23.75%	1,630.00	15.23%
5	苏州国嘉创业投资有限公司	400.00	5.00%	400.00	3.74%
6	社会公众投资者	—	—	2,700.00	25.23%
7	全国社会保障基金理事会	—	—	270.00	2.52%
8	合计	8,000.00	100.00%	10,700.00	100.00%

数据来源:公司招股意向书;上海证券研究所整理

图2 实际控制人持股情况



资料来源:公司招股意向书等;上海证券研究所整理

■ 行业增长前景

随着制造企业、商贸企业开始采用现代物流管理理念、方法和技术,实施流程再造和服务外包;传统运输、仓储、货代企业实行功能整合和服务延伸,加快向现代物流企业转型;新型物流企业迅速成长,形成了多种所有制、多种服务模式、多层次的物流企业群体,业内优

势企业初步建立起布局合理、技术先进、节能环保、便捷高效、安全有序并具有较强核心竞争力的现代物流服务体系，推动物流业不断向前发展。

中国不仅是全球最重要的采购中心和制造中心，也是全球最大的消费市场之一。随着全球制造业继续向中国大陆转移、国内消费水平不断提升以及产业政策对现代物流业扶持力度不断增强，物流业已成为国内发展最快的领域之一，整体规模不断扩大。2009 年我国社会物流总额和物流业增加值分别为 966,538 亿元、23,078 亿元，分别比 2001 年增长 3.97 倍、2.11 倍，年复合增长率分别为 22.19%、15.27%。社会物流总费用与 GDP 的比率已由 1998 年的 20.20% 下降到 2009 年的 18.10%，呈现出逐步下降趋势，反映了物流业总体运行效率和现代化程度的不断提高。

因此，我国现代物流业发展成效虽然显著，但由于发展历史不长，与发达国家相比，目前仍处于起步阶段，粗放式经营的格局尚未根本改变，随着上述问题的逐步解决，我国现代物流服务业将面临广阔的成长空间。

2009 年，物流行业以贯彻落实国务院《物流业调整和振兴规划》为契机，抓住机遇，迎接挑战，努力克服国际金融危机影响，呈现止跌企稳、加快回暖的良好趋势，为国民经济平稳较快发展提供了有力支撑。随后，中国物流与采购联合会通过深入调研，提出了税收、交通、投融资、物流企业、物流园区和制造业与物流业联动发展等六个方面的“60 条”政策建议，为有关部门研究制定具体政策作决策参考；各地区结合当地实际抓紧制定具体工作方案；国务院各有关部门通过加强和完善综合协调机制，结合自身工作职能，研究落实支持物流业发展的政策措施。随着各项准备工作的加快部署，尤其是制造业和物流业联动发展支持政策的出台及贯彻落实，将有力促进物流需求增长，现代物流产业有望迎来黄金增长期。

■ 行业竞争结构及公司的地位

我国物流业整体处于传统物流向现代物流转型期，多数企业只能提供传统的基础物流业务，竞争更多地体现为低端物流服务的价格竞争。

目前，国内物流竞争呈现四足鼎立的格局。下述（表 2）四类企业各有自身的特点和市场定位，其规模、服务内容以及关注的行业存在较大差别，其中，包括公司在内的“新兴现代物流企业”最具活力、

发展最为迅速，业务规模和服务质量逐步提升，竞争优势不断得到稳固；中远、中外运、中邮物流等大型国有背景物流企业以及大型生产、商贸流通企业下属物流企业积极向现代物流转型，所服务行业主要集中于超市物流、家电物流、服装物流、化工物流等传统行业；外资物流企业持续看好中国市场，UPS、敦豪、英运物流、马士基等国际大型物流企业通过直接投资、兼并收购、成立中外合资物流公司或独资物流公司、将亚太地区物流枢纽转移到中国等方式进入国内市场。

表2 行业主要竞争主体分类

项目	国有背景物流企业	新兴现代物流企业	生产、商贸流通企业下属物流企业	外资物流企业
描述	国有物流企业通过加快重组改制和业务转型演变而来的物流企业	传统物流企业转型而来，或新设立的现代物流服务商	生产、商贸流通企业的物流部门，以原有业务为基础向社会扩展，形成具有专业特色的物流服务商	大型外资跨国物流服务商及其国内的合资企业
优势	1、国内市场占有率高2、拥有全国性网络和丰富的运输、仓储资产3、资金实力雄厚4、与中央和地方政府关系良好	1、具有较强的适应性、灵活性和创新意识2、专注于一个或少数几个相关行业	1、主要为内部客户服务，且具有专长2、资金较雄厚3、初步呈现向外部拓展客户的趋势	1、拥有发达的海外网络2、资金实力雄厚3、管理水平高，信息系统先进
劣势	1、体制不够灵活，机构冗余2、服务意识不够，运营效率偏低	1、快速发展面临资金、人才瓶颈2、品牌知名度有待提升	1、难以吸引更多的外部客户2、战略和未来定位受到母公司的极大影响	1、运作成本较高2、与国内文化理念存在一定偏差3、缺少国内网络

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

对于“新兴现代物流企业”中的少数龙头企业，其在细分市场的竞争主要来自于该领域的国外大型物流企业，如公司作为专注于 IT 制造业的物流服务商，竞争对手主要为辛克、叶水福等在全球范围内广泛提供 IT 物流的大型外资企业以及新宁物流等少数在中国大陆提供区域性 IT 物流的民营企业。主要竞争对手：辛克全球货运有限公司 (Schenker)、伯灵顿全球有限公司 (BAX Global) 叶水福集团 (YCH Group)、江苏新宁现代物流股份有限公司、上海亚东国际货运有限公司。

国际货运代理是公司基础物流服务的核心业务，根据中国国际货运代理协会组织的排名，飞力达物流位列 2009 年度中国国际货代物流百强第 40 位，中国国际货代物流空运 50 强第 35 位，中国国际货代物流陆运 20 强第 17 位，中国货代物流民营 50 强第 13 位。公司综合物流服务主要以 VMI、DC 模式为仓储管理的核心服务模式，根据中国国际货运代理协会组织的排名，飞力达物流位列 2009 年度中国国际货代物流仓储 20 强第 7 名。

■ 募 资 项 目

公司本次发行募集资金，主要投向昆山综合保税区物流园项目、昆山现代物流中心项目、现代物流运营网点拓展项目、物流智能化资讯项目和其他与其他与主营业务相关的营运资金项目。

表3 公司的募集资金项目计划概况 单位：万元

序号	项目名称	使用募投资金	建设期
1	昆山综合保税区物流园项目	14,603.50	2年
2	昆山现代物流中心项目	9,258.63	2年
3	现代物流运营网点拓展项目	1,727.67	9个月
4	物流智能化资讯项目	3,588.61	18个月
5	其他与主营业务相关的营运资金项目		

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

表4 募投项目经济效益分析

序号	项目	单位	指标	备注	指标	备注	指标	备注
			昆山综合保税区物流园项目		昆山现代物流中心项目		现代物流运营网点拓展项目	
1	达产后年营业收入	万元	10,031.24	—	6,749.39	—	3,358.20	—
2	达产后年总成本费用	万元	2,975.25	—	2,512.86	—	1,852.05	—
3	达产后年利润总额	万元	6,509.28	—	3,868.68	—	1,321.45	—
4	项目财务内部收益率（税前）	%	34.44	—	33.21	—	42.39	—
	项目财务内部收益率（税后）	%	26.36	—	25.33	—	33.10	—
5	财务净现值（所得税前，ic=12%）	万元	17,133.76	—	10,450.58	—	2,650.00	—
	财务净现值（所得税后，ic=12%）	万元	10,231.47	—	6,148.23	—	1,659.37	—
6	税后投资回收期（静态）	年	5.12	含建设期2年	4.94	含建设期2年	4.24	含建设期9个月
	税后投资回收期（动态）	年	6.57	含建设期2年	6.53	含建设期2年	5.31	含建设期9个月
7	盈亏平衡点	%	25.50	—	22.57	—	46.83	—

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

■ 公司业务简况及收入、利润结构变化

公司主要为 IT 企业设计并提供一体化供应链管理解决方案。

2009-2010 年营业总收入同比增长分别为-6.79%和 64.39%，归属

于母公司所有者的净利润同比增长 14.32%和 106.49%。公司主营业务由综合物流服务和基础物流服务构成，基础物流服务毛利率较低，但占总收入比重较高；综合物流服务毛利率较高，但占总收入比重较低。综合物流服务是公司重点拓展的核心业务，占营业收入的比重逐年上升，

公司产品的毛利率逐步上升，2008-2010 年，综合毛利率分别为 26.18%、33.33%、31.51%。综合物流服务业务增长，毛利贡献度逐年上升，公司毛利结构得到有效优化。

表5 公司主营业务收入构成 单位：万元

项目	2010 年		2009 年度		2008 年度		2007 年度	
	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比
基础物流服务	73953.35	68.60%	44,970.37	68.58%	55,048.28	78.25%	44,640.93	81.72%
其中：海运进口	15974.85	14.82%	12,053.55	18.38%	15,078.16	21.43%	11,559.06	21.16%
海运出口	18927.99	17.56%	9,928.51	15.14%	12,994.71	18.47%	12,022.05	22.01%
空运进口	10869.87	10.08%	7,596.26	11.58%	7,905.76	11.24%	7,551.59	13.82%
空运出口	18035.05	16.73%	8,208.86	12.52%	9,462.74	13.45%	5,453.34	9.98%
运输及通关	10145.58	9.41%	7,183.19	10.95%	9,606.91	13.66%	8,054.89	14.75%
综合物流服务	33846.96	31.40%	20,606.05	31.42%	15,303.66	21.75%	9,985.78	18.28%
其中：仓租业务	12334.58	11.44%	7,662.56	11.68%	5,500.33	7.82%	3,002.12	5.50%
配送业务	2956.77	2.74%	1,953.14	2.98%	1,436.03	2.04%	1,059.25	1.94%
进出仓业务	5610.90	5.20%	2,542.29	3.88%	1,832.08	2.60%	1,388.61	2.54%
增值业务	12944.71	12.01%	8,448.07	12.88%	6,535.22	9.29%	4,535.80	8.30%
合计	107800.31	100.00%	65,576.42	100.00%	70,351.94	100.00%	54,626.71	100.00%

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

表6 公司基础物流服务业务量情况

项目	2010 年	2009 年度	2008 年度	2007 年度
报关量（票）	626,504	579,712	476,017	393,007
报检量（票）	185,901	158,975	136,220	104,918
出库（票）	253,714	210,709	136,012	64,948
入库（票）	156,991	124,346	75,119	39,575
陆运货物运输量（车）	233,837	127,408	122,747	109,372
海运进口货量（TEU）	38,581	30,876	36,905	36,654
海运出口货量（TEU）	62,293	46,247	47,830	49,018
空运进口货量（票）	130,826	110,906	99,619	95,359
空运出口货量（T）	9,337	5,478	4,508	3,448

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

表7 主营业务收入按照销售区域分类情况 单位：万元

区域	2010 年		2009 年度		2008 年度		2007 年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
昆山地区	76501.01	70.97%	50,184.93	76.53%	54,008.08	76.77%	44,557.35	81.57%
上海地区	20036.83	18.59%	9,643.24	14.71%	10,715.45	15.23%	7,033.38	12.88%
苏州大市地区	6395.11	5.93%	3,349.21	5.10%	4,262.40	6.06%	3,003.95	5.50%
其他地区	4867.36	4.51%	2,399.03	3.66%	1,366.00	1.94%	32.03	0.05%
合计	107800.31	100.00%	65,576.41	100.00%	70,351.93	100.00%	54,626.71	100.00%

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

表8 公司毛利率情况

项目	2010 年	2009 年度	2008 年度	2007 年度
基础物流服务	20.18%	22.60%	18.11%	22.64%
其中：海运进口	23.59%	24.19%	21.38%	24.64%
海运出口	19.09%	22.89%	16.78%	22.31%
空运进口	21.73%	23.62%	20.04%	23.87%
空运出口	17.23%	21.57%	15.08%	19.53%
运输及通关业务	20.42%	19.64%	16.18%	21.22%
综合物流服务	56.27%	56.74%	55.19%	58.79%
其中：仓租业务	39.85%	39.80%	38.03%	39.23%
配送业务	16.26%	17.53%	16.08%	17.85%
进出仓业务	69.72%	71.02%	65.85%	69.36%
增值业务	75.23%	76.87%	75.24%	78.05%
综合毛利率	31.51%	33.33%	26.18%	29.25%

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

■ 财务状况和盈利预测

盈利能力及资产周转能力

2009-2010 年营业总收入同比增长分别为-6.79%和 **64.39%**，归属于母公司所有者的净利润同比增长 14.32%和 **106.49%**。

公司产品的毛利率逐步上升，2008-2010 年，综合毛利率分别为 26.18%、33.33%、31.51%。

表9 公司主要财务指标增长情况 单位：万元

项目	2010 年度		2009 年度		2008 年度
	金额	同比增长	金额	同比增长	金额
主营业务收入	107800.31	64.39%	65,576.42	-6.79%	70,351.94
营业利润	10678.17	75.40%	6,087.96	19.62%	5,089.32
利润总额	11851.72	85.66%	6,383.52	23.32%	5,176.36

净利润	9534.26	96.33%	4,856.20	19.34%	4,069.05
-----	---------	--------	----------	--------	----------

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

表10 可比上市公司的毛利率情况

证券代码	简称	毛利率				净利率			
		07Y	08Y	09Y	10Y	07Y	08Y	09Y	10Y
002183.SZ	怡亚通	14.37	8.54	10.60	7.46	4.52	5.27	3.05	2.00
002245.SZ	澳洋顺昌	9.87	9.86	8.93	11.77	5.32	2.90	7.11	9.82
002210.SZ	飞马国际	14.44	5.21	8.37	6.42	7.31	1.49	1.30	1.76
300013.SZ	新宁物流	55.95	50.83	45.06	38.26	24.95	16.45	17.21	7.19
	平均	23.65	18.61	18.24	15.98	10.52	6.53	7.17	5.19
300240.SZ	飞力达	29.25	26.18	33.33	31.51	7.80	5.78	7.41	8.84

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

2008-2010 年公司的应收账款周转率分别为 7.58 次、6.07 次和 8.13 次，三年平均周转率为 7.26 次，应收账款周转率在报告期内较为稳定。

公司从事现代物流服务行业，报告期内基本无存货，存货期末余额很小且状况良好。

表11 可比上市公司资产周转情况

证券代码	简称	应收账款周转率				存货周转率			
		07Y	08Y	09Y	10Y	07Y	08Y	09Y	10Y
002183.SZ	怡亚通	2.31	2.77	1.87	2.91	9.28	14.81	7.28	10.02
002245.SZ	澳洋顺昌	5.49	4.74	4.12	5.22	7.08	5.29	4.87	6.39
002210.SZ	飞马国际	5.45	11.89	5.12	4.59	41.37	58.67	15.09	19.85
300013.SZ	新宁物流	5.46	5.29	5.09	4.85	0.00	423.14	311.81	407.06
	平均	4.68	6.17	4.05	4.39	14.43	125.48	84.76	110.83
300240.SZ	飞力达	6.09	7.58	6.07	8.13	0.00	0.00	1,086,074.63	1,834,058.86

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

业绩预测

预计募投项目分别于 2011 和 2012 年投产，我们测算 2011-2014 年归于母公司所有者的净利润将实现年递增 25.56%、37.05%、44.88% 和 30.09%，相应的稀释后每股收益为 0.86 元、1.18 元、1.71 和 2.25 元。

表 12 公司损益简表及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E
营业总收入	655.76	1,078.00	1,487.11	1,900.23	2,246.87	2,611.84
营业总成本	595.96	974.78	1,328.38	1,679.80	1,927.52	2,196.41
营业成本	437.21	738.32	1,003.22	1,266.02	1,449.41	1,647.38
营业税金及附加	16.79	25.65	34.20	43.71	51.68	60.07

销售费用	25.18	32.53	44.61	57.01	67.41	78.36
管理费用	111.90	169.31	237.94	299.67	342.92	391.71
财务费用	4.47	9.34	8.41	13.40	16.11	18.89
资产减值损失						
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	1.08	3.56	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	60.88	106.78	158.72	220.42	319.35	415.43
加：营业外收入	3.96	12.41	0.00	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	1.00	0.68	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	63.84	118.52	158.72	220.42	319.35	415.43
减：所得税	15.27	23.17	38.09	55.11	79.84	103.86
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	48.56	95.34	120.63	165.32	239.51	311.57
减：少数股东损益	13.01	21.94	28.47	39.01	56.53	73.53
归属于母公司所有者的净利润	35.55	73.40	92.16	126.30	182.99	238.04
摊薄 EPS（元）	0.332	0.686	0.861	1.180	1.710	2.225

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

■ 风险因素

IT 制造业波动风险

公司作为专注于 IT 制造业一体化供应链管理的现代物流服务商，在 IT 制造业物流服务领域取得了良好的经营业绩。2007 年、2008 年、2009 年、2010 年 1-9 月，公司来自 IT 制造业的物流服务收入占同期营业收入的比例分别为 94.24%、92.15%、93.85%、93.16%。公司的发展状况和经营业绩与全球 IT 制造业发展前景密切相关，如果全球 IT 制造业增长速度放缓，公司将面临经营业绩波动的风险。

IT 制造业产业转移风险

目前，中国大陆已成为全球 IT 制造业中心，而长三角和珠三角地区是中国 IT 制造业的集散地，聚集了大批 IT 产品原料供应商、产品制造商、品牌商及配套服务产业。近年来，IT 制造业呈现向中西部地区转移的趋势。尽管公司可以通过创新性品牌商等优质客户的跟随战略将在长三角和珠三角的成功运营经验复制到其他地区，但公司仍面临未能及时跟进 IT 制造业产业转移趋势而引发经营业绩波动的风险。

仓库租赁风险

由于目前运营的仓库绝大部分通过租赁取得，租赁仓库面积占仓库总面积的 97.85%。目前各租赁仓库运行情况良好，且公司与出租

方签订了长期租赁协议，主要仓储合同期限均在三年以上，但未来公司仍面临着合同到期后不能续租或出租方单方面终止合同的风险。

■ 估值及定价分析

国内同类公司的比较

基于已公布和预测业绩的均值，同类公司 2010-2012 年平均动态市盈率分别为 38.42 倍、29.21 倍和 24.07 倍。A 股最近上市的创业板股票中，2010-2012 年平均动态市盈率分别为 35.81 倍、22.57 倍和 16.15 倍。

表 13 同行业上市公司估值比较

股票代码	公司简称	股价	每股收益 (元/股)				市盈率 (倍)			
			2009A	2010A	2011E	2012E	2009A	2010A	2011E	2012E
002183.SZ	怡亚通	6.79	0.21	0.24	0.24	0.32	32.74	28.78	28.03	21.29
002245.SZ	澳洋顺昌	8.05	0.31	0.22	0.30	0.39	26.23	36.51	26.71	20.57
002210.SZ	飞马国际	8.42	0.09	0.17	0.26	0.34	98.83	50.33	31.81	24.85
300013.SZ	新宁物流	11.50	0.44	0.30	0.38	0.39	26.18	38.07	30.27	29.57
平均							45.99	38.42	29.21	24.07

数据来源: Wind 资讯, 上海证券研究所整理 (6 月 16 日收盘价)

表 14 最近上市 (创业板) 股票 (10 只平均) 的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益 (元/股)				市盈率 (倍)			
			2009A	2010A	2011E	2012E	2009A	2010A	2011E	2012E
300222.SZ	科大智能	28.91	0.30	0.82	1.30	1.74	97.79	35.29	22.23	16.62
300223.SZ	北京君正	39.40	0.87	1.11	1.80	2.55	45.10	35.49	21.89	15.45
300224.SZ	正海磁材	23.05	0.40	0.66	2.42	3.26	57.95	35.01	9.53	7.08
300225.SZ	金力泰	25.03	1.03	1.26	1.36	2.00	24.35	19.84	18.38	12.51
300226.SZ	上海钢联	25.10	0.49	0.67	0.96	1.35	51.06	37.21	26.04	18.59
300227.SZ	光韵达	15.19	0.18	0.31	0.51	0.70	82.43	48.95	29.93	21.66
300228.SZ	富瑞特装	27.30	0.55	0.68	1.09	1.54	49.85	40.38	24.94	17.76
300229.SZ	拓尔思	15.96	0.43	0.50	0.72	1.03	36.97	31.76	22.21	15.52
300230.SZ	永利带业	14.58	0.33	0.40	0.61	0.88	44.86	36.03	23.84	16.51
300231.SZ	银信科技	25.53	0.42	0.67	0.96	1.29	60.38	38.13	26.72	19.75
平均值							55.07	35.81	22.57	16.15

数据来源: Wind 资讯, 上海证券研究所整理 (6 月 16 日收盘价)

公司可给的估值水平及报价区间

我们认为，给予公司 2011 年 25-30 倍市盈率较为合理，公司合理估值区间为 21.54-25.84 元。

从 2011 年至今的上市创业板股票来看，截至 6 月 16 日的发行价相对于最新市场价格的平均折扣率为-16.21%。综合考虑公司基本面、

同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况，我们选取一二级市场 5%的折让，建议询价区间为 20.46-24.55 元，对应的 2010 年市盈率区间为 29.82-35.78 倍。

分析师承诺

分析师 冀丽俊

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

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

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

行业投资评级：

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

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

投资评级说明：

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

免责条款

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

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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

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