

历经市场考验的跨境综合物流服务商

报告摘要:

公司提供以国际货代为核心的跨境一站式综合物流及供应链贸易服务。货物代理行业是一个竞争十分激烈的行业,公司历经多年的市场竞争,逐步发展并壮大。

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,在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。

在中国国际货运代理协会组织的“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七名,空运排名位列第四名,海运排名位列第十六名。

公司的经营业绩呈现波动性,如 2009 年受金融危机的影响,公司业绩有所下滑。2011 年公司的收入及利润没有明显增长,是受到国际航运运价整体下降及公司网点扩张的影响。

公司本次发行募集资金,主要投向国内物流网络建设、国外物流网络建设、临仓储物流中心项目和物流供应链一体化信息平台建设项目。

我们测算 2012-2014 年归于母公司所有者的净利润将分别增长 12%、23%、19%,以发行后总股本摊薄每股收益分别为 0.29 元、0.36 元和 0.42 元。

目前相关公司平均的市盈率为 2011 年 27.34 倍,2012 年预期 20.72 倍。综合考虑,我们认为公司合理估值区间为 5.60—6.70 元。

发行数据

发行价(元)	6.66
发行规模(百万股)	100.00
发行后总股本(百万股)	400.00
B 股/H 股(百万股)	
网上申购日期	2012-5-17
上市日期	2012-5-29
主承销商	中银国际证券有限责任公司

财务摘要(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	7,002.32	6,946.42	8,600.00	10,300.00	12,300.00
(+/-)%	56.38%	-0.80%	23.80%	19.77%	19.42%
净利润	102.85	103.35	115.78	142.09	169.68
(+/-)%	84.68%	0.49%	12.02%	22.73%	19.42%
每股收益(元)	0.25	0.26	0.29	0.36	0.42
市盈率					
总股本(百万股)		300	400		

证券分析师: 许祥

执业证书编号: S0550511010006

国资背景的国际货代公司

公司历史最早可追溯到成立于 1984 年的华贸服务公司。经过多次产权转让和增资，于 2010 年整体变更设立为股份有限公司。发起人为港中旅华贸、中旅总社、港旅公寓、创华投资公司。港中旅集团间接控制公司 80% 的股份，是公司的实际控制人。

货物代理行业是一个竞争十分激烈的行业，历经多年的市场竞争，公司以国资背景在市场中逐步发展并壮大，历经了市场考验。

表一 公司发行前后股权结构及主要股东情况 单位：万股

股东名称	发行前		发行后	
	持股数	持股比例 (%)	持股数	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

数据来源：招股意见书 东北证券

主营以国际货代为核心的跨境综合物流服务

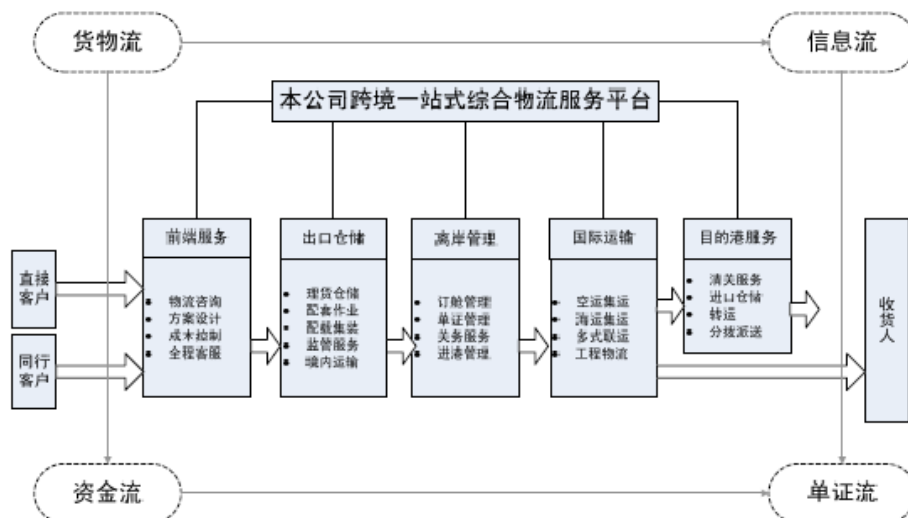
公司为现代物流企业，具体提供以国际货代为核心的跨境一站式综合物流及供应链贸易服务。

公司是港中旅集团在上海设立的专门从事综合物流业务的公司，是中国最早获得国家经营许可的一级国际货代企业之一，在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。

在中国国际货运代理协会组织的“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七名，空运排名位列第四名，海运排名位列第十六名，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。

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。

图 1 公司生产模式示意图：



数据来源：招股意见书

表 2 公司跨境综合物流业务运营数据

业务明细	2011 年度	2010 年度	2009 年度
海运业务 (TEU)	511, 671	412, 403	308, 580
空运业务 (吨)	150, 459	145, 369	112, 495
仓储面积 (平方米)	186, 832	172, 751	166, 316
工程物流合同 (票)	2, 771	3, 104	2, 135

数据来源：招股意见书 东北证券

业务收费情况

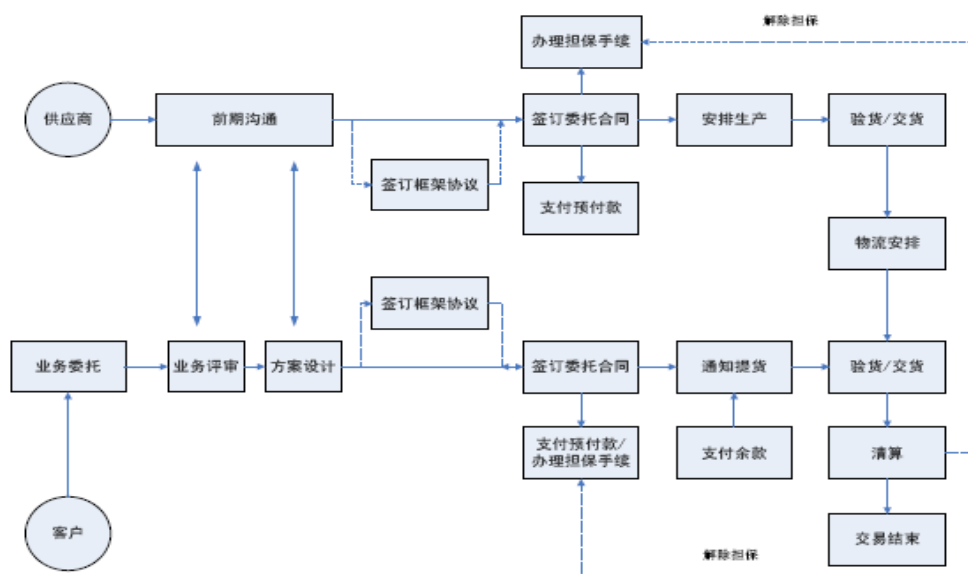
目前，国家相关主管部门对口岸港区作业均制定了相应的收费规范标准，主要有货站操作费、港区港杂费、报关报检费等。公司严格执行各项收费规定，并在规定框架内实行市场化管理。

支付给承运人的国际运输费一般以双方订立的合作协议为基础，但受市场行情波动影响，承运人的定价浮动十分频繁，公司的服务产品价格变化也比较大，无长期固定的标准价格，对公司的业务收入也有一定影响。提货、送货、转关和中转等内陆运输费用根据交通运输部颁布的收费标准，结合市场指导价，在允许范围内以运输公里数或车次等为基础，合理定价收费。单证、装卸、仓储、短驳等费用主要根据投资、人工成本和货物的重量份量计价收费，以行业收费标准作为指引，一般较为长期固定。

供应链贸易业务逐步拓展中

公司所从事的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 2 供应链贸易业务流程图



数据来源：招股意见书

公司供应链贸易服务的采购包括实物采购和服务采购两大类。

实物采购的对象主要是提供原材料、半成品或产成品的生产型企业、大中型商贸企业，以公司名义签署购销合同，内容包括但不限于货物的规格、型号、品质、数量、交货期、检验标准、价格等，并安排履行收付货款等合同内容。服务采购主要是根据客户的需求，按照贸易购销合同条款的细节要求，在公司不具备条件或资质的情况下，受客户委托采购物流服务、产品加工服务、产品质量验证服务等。公司负责服务委托、标准控制以及相关费用结算等，配合完成货物供应链贸易业务的全过程。

公司的采购模式可以分为订单模式采购和非订单模式采购。订单模式是指公司根据需求方书面委托合同要求，向其指定的或认可的供应商购入实物或服务。非订单采购是指公司根据意向需求方或目标需求方未来可能的采购计划，以及市场的变化趋势，在没有书面订单合同的情况下择机采购，以争取较低采购成本，以便未来取得较高利润。

表 3 公司供应链贸易业务运营数据

业务明细	2011 年度		2010 年度		2009 年度	
	金额（万元）	比例	金额（万元）	比例	金额（万元）	比例
供应链贸易业务	275,971	100.00%	258,441	100.00%	176,504	100.00%
主营业务收入						
其中：订单采购	271,530	98.39%	248,631	96.20%	172,951	97.99%
非订单采购	4,441	1.61%	9,810	3.80%	3,553	2.01%

数据来源：招股意见书 东北证券

业务收费情况

公司供应链贸易业务的利润实际上来源于采购服务和分销服务，部分来源于自主采购及与其他方共同采购模式下赚取的产品价格波动的差额收益。由于供应链贸易业务竞争较为激烈，公司服务费收费标准参照同行业平均水平。

根据客户的不同需求以及经销产品的特点、行业惯例，以及公司在供应链贸易服务方案的设计，公司的收费方式有成本加约定利润率、成本加客户收益分成、每笔交易收费、成本加成、固定收费、赚取购销差价等。

受经济贸易等业绩呈现波动性

公司的核心业务为跨境综合物流服务，该业务收入占比约为六成，而毛利占比达到九成。供应链业务收入占比近四成，毛利占比约一成左右。目前公司利润的最主要来源是跨境综合物流服务

表 4 公司主营业务收入构成表 单位：万元

项目	2011年		2010 年		2009 年度	
	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比
跨境综合物流服务	418,670.81	60.27%	441,791.67	63.09%	269,767.89	60.45%
供应链贸易业务	275,971.45	39.73%	258,440.77	36.91%	176,504.03	39.55%
主营业务收入合计	694,642.25	100.00%	700,232.44	100.00%	446,271.92	100.00%

数据来源：招股意见书 东北证券

跨境综合物流服务的综合毛利率水平 2011 年为 9.61%，而该项业务还可以进一步细分为空运、海运、仓储、工程物流等业务类别，从 2011 年毛利贡献看，空运最大，其次是海运、仓储、工程物流。

表 5 跨境综合物流服务收入及毛利率统计 单位：万元

项目	2011 年	2010 年度	2009 年度	2008 年度
跨境综合物流收入	418,670.81	441,791.67	269,767.89	333,083.86
跨境综合物流成本	378,419.79	405,520.16	242,873.49	302,982.21
跨境综合物流毛利	40,251.02	36,271.51	26,894.40	30,101.65
跨境综合物流毛利率	9.61%	8.21%	9.97%	9.04%

数据来源：招股意见书 东北证券

公司的供应链业务 2011 年毛利率为 1.6%，毛利贡献为 4403 万元，目前业务多针对钢材及原材料行业相关的代销代购，未来将向其他行业拓展。

表 6 供应链贸易收入及毛利率统计 单位：万元

项目	2011 年	2010 年度	2009 年度	2008 年度
----	--------	---------	---------	---------

供应链贸易收入	275,971.45	258,440.77	176,504.04	165,057.41
供应链贸易成本	271,568.15	254,447.43	174,318.98	162,501.68
供应链贸易毛利	4,403.29	3,993.34	2,185.06	2,555.73
供应链毛利率	1.60%	1.55%	1.24%	1.55%

数据来源：招股意见书 东北证券

公司的经营业绩呈现波动性，这与国际货代的行业特点有相当关联，因为国际贸易的波动势必会对行业内的参与主体带来相当大的影响，如 2009 年受金融危机的影响，公司主要业务下滑。2011 年公司的收入及利润没有明显增长，是受到国际货运的运价整体下降及公司网点扩张的影响。

表 7 公司主要业绩指标统计 单位：万元、%

项目	2011 年		2010 年		2009 年度	
	金额	同比增长	金额	同比增长	金额	同比增长
营业收入	694642.25	-0.80	700232.44	56.38	447778.90	-10.11
营业成本	649987.94	-1.51	659967.60	57.70	418500.17	-10.09
营业利润	12236.30	-2.68	12573.09	111.15	5954.49	-41.29
净利润	10334.65	0.48	10284.92	91.16	5569.24	-41.04

数据来源：招股意见书 东北证券

募投项目情况

公司本次发行募集资金，主要投向国内物流网络建设、国外物流网络建设、临仓储物流中心项目和物流供应链一体化信息平台建设项目。

表 8 公司的募投项目概况 单位：万元

募集资金项目	募集资金拟使用额	募集资金投入金额		
		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	13,430	570	-
4. 物流供应链一体化平台建设项目	3,000	1,500	1,500	-
合计	50,000	38,430	7,070	4,500

数据来源：招股意见书 东北证券

募集资金投资项目需要一定的建设周期，短期内难以产生较大收益，从而使得公司净资产收益率有一定程度的降低。从中长期来看，本次募集资金投资项目能扩大公司的经营规模，提高公司的盈利能力。

盈利预测与估值

我们测算 2012-2014 年归属于母公司所有者的净利润将分别增长 12%、23%、19%，以发行后总股本摊薄每股收益为 0.29 元、0.36 元和 0.42 元。

表 9 公司利润表及预测（单位：百万元）

指标名称	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业总收入	4,477.79	7,002.32	6,946.42	8,600.00	10,300.00	12,300.00
营业总成本	4,411.72	6,877.11	6,825.20	8,450.99	10,117.12	12,081.60
营业成本	4,185.00	6,599.68	6,499.88	8,047.16	9,637.88	11,509.31
营业税金及附加	12.88	17.87	21.55	26.68	31.95	38.16
销售费用	125.23	143.63	166.24	211.99	253.89	303.19
管理费用	80.64	94.62	103.64	128.31	153.68	183.51
财务费用	3.69	18.65	29.76	36.84	39.71	47.43
营业利润	59.54	125.73	122.36	149.01	182.88	218.40
利润总额	69.76	131.44	133.02	149.01	182.88	218.40
减：所得税	14.07	28.59	29.67	33.24	40.79	48.71
加：未确认的投资损失	0	0	0	0.00	0.00	0.00
净利润	55.69	102.85	103.35	115.78	142.09	169.68
减：少数股东损益	2.59	1.35	0	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	53.1	101.5	103.35	115.78	142.09	169.68
摊薄 EPS（元）	0.13	0.25	0.26	0.29	0.36	0.42

数据来源：招股意见书 东北证券

目前相关公司平均的市盈率为 2011 年 27.34 倍，2012 年预期 20.72 倍，以公司 2011 年扣非后归属母公司净利润以发行后总股本摊薄，对应公司估值区间 6.00—6.15 元。综合考虑，我们认为公司合理估值区间为 5.60—6.70 元。

表 10 相对估值统计表

证券代码	证券简称	2011PE	2012PE(E)
002183.SZ	怡亚通	40.65	27.75
002210.SZ	飞马国际	30.89	21.57
600270.SH	外运发展	16.34	14.72
600787.SH	中储股份	21.47	18.84
	平均	27.34	20.72

数据来源：WIND 东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760