

分析师： 吴云英

联系人： 杨志清 (8621)68751772 yangzq@cjsc.com.cn

成长中的保税仓储行业龙头，预计询价区间 16.45-18.8 元

事件描述

江苏新宁现代物流股份有限公司发布创业板招股意向书：

- 公司拟发行不超过 1500 万股，每股面值 1 元，拟募集资金 1.4 亿，募集资金将用于保税仓储业务网点建设和供应链管理服务项目。
- 本次发行以东吴证券为主承销商，承销方式为余额包销。

对此我们有以下主要观点：

- 本次发行募集资金全部用于仓储网点和后台扩建
- 公司目前以长三角地区为基地，向珠三角地区的扩张对长期发展至关重要
- 我们给予公司 09 年 35-40 倍的市盈率，对应的询价区间为 16.45-18.8 元

事件评论

江苏新宁现代物流股份有限公司（以下简称“新宁物流”）成立于 1997 年 2 月 24 日，2008 年 4 月 1 日公司整体变更为外商投资股份有限公司。本公司实际控制人为王雅军先生和杨奕明先生（新加坡籍），其中王雅军先生通过持有锦融投资 84% 股权间接控制本公司 40.40% 的股权，杨奕明先生直接持有并控制本公司 40.40% 股份。

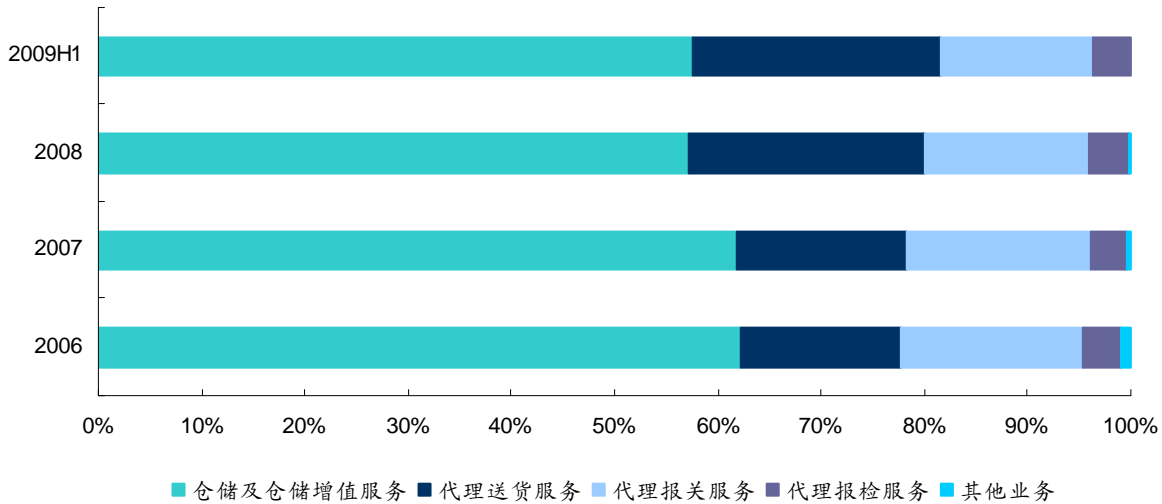
表 1：本次发行前后股本结构

股份类别（股东名称）	本次发行前		本次发行后	
	股份数（万股）	股份比例（%）	股份数（万股）	股份比例（%）
一、有限售条件的流通股	4,500	100	4,500	75
锦融投资	1,818	40.4	1,818	30.3
杨奕明	1,818	40.4	1,818	30.3
泰禾投资	526.5	11.7	526.5	8.775
亿文创投	225	5	225	3.75
宁和投资	112.5	2.5	112.5	1.875
二、本次发行的流通股	-	-	1,500	25
合计	4,500	100	6,000	100

资料来源：公司公告，长江证券研究部

新宁物流主营业务是以电子元器件保税仓储为核心，并为电子信息产业供应链中的原料供应、采购与生产环节提供第三方综合物流服务，公司收入主要来源为仓储及仓储增值服务，09 年上半年占总收入比重为 62%，而代理送货、代理报关和代理报检等服务贡献了剩余 38%的收入份额。

图 1：公司营业收入结构



资料来源：公司公告，长江证券研究部

对于本次公开发行，我们有以下几点评论：

第一，本次发行募集资金全部用于仓储网点和后台扩建

本次项目投资总额预计 1.43 亿，其中 1.4 亿来自于公开发行收入，拟用募集资金投资两类项目：

- 80%的资金用于增资位于苏州、昆山、深圳的三家子公司用于保税仓储业务网点建设项目，完工后预计可使仓储面积增加到 13.3 万平方米，增幅达 52.8%，其中租赁面积的比例由原先的 66%下降到 59%。
- 剩余 20%的资金将主要用于数据中心的建设、硬件设备的更新、软件平台和开发工具的添置。

表 2：本次募集资金投向

项目名称	总投资(万元)	运用募集资金投资(万元)
一、保税仓储业务网点建设项目		
增资昆山新宁物流有限公司用于保税仓储扩建项目	5500	5500
增资苏州新宁物流有限公司用于保税仓储扩建项目	1000	706
增资深圳市新宁现代物流有限公司用于保税仓储建设项目	5000	5000
二、供应链管理服务项目		
增资江苏新宁供应链管理有限公司用于供应链管理服务项目	2800	2800
总计	14300	14006

资料来源：公司公告，长江证券研究部

根据公司提供的投资项目收益分析，4 个项目的投资回收期均在 5 年之内，所有项目 5 年的内部收益率均在 14%-20% 之间，预计第一年到第五年内 4 个项目累计可增加营业收入 5.68 亿元，净利润 1.51 亿元。其中深圳项目的建设将有效拓展公司的服务范围，打破原有区域限制，为公司成功进军珠三角地区电子元器件保税仓储市场打下坚实的基础，是公司市场开发战略的直接体现。

表 3: 投资项目收益分析

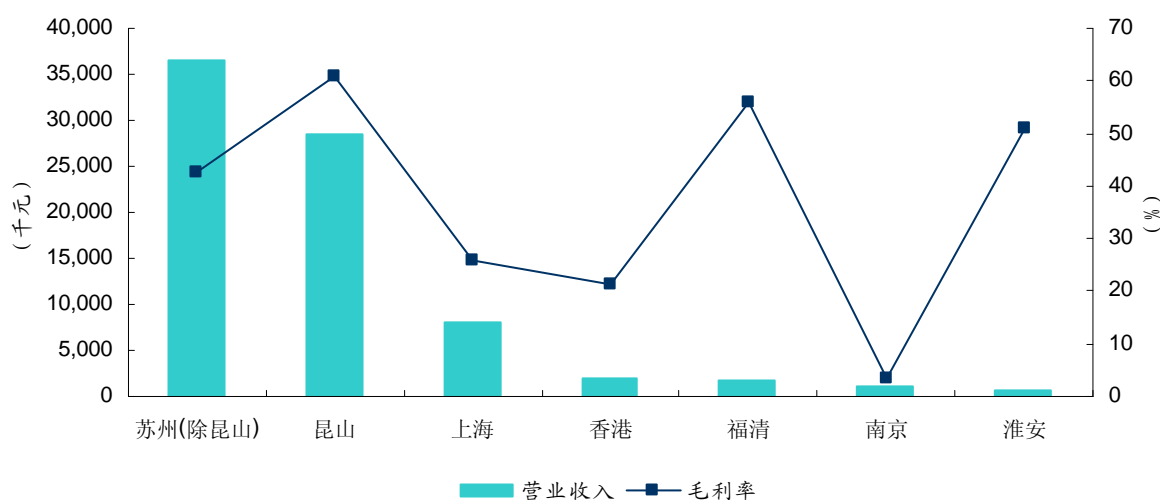
收益指标	昆山新宁物流	苏州新宁物流	深圳新宁物流	江苏新宁供应链
所得税后项目投资财务内部收益率 (%)	14.92	16.12	19.96	14.48
所得税后项目未来五年的净现值预测 (万元, ic=10%)	948.62	204.01	1,797.81	419.68
所得税后项目投资回收期 (年)	4.71	4.51	4.23	4.71
总投资收益率 (%)	21.89	23.45	21.04	16.23

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

第二, 公司目前以长三角地区为基地, 向珠三角地区的扩张对长期发展至关重要

目前, 我国电子信息产业集中于以江苏、浙江、上海为中心的长三角区域及以东莞、深圳、广州为中心的珠三角区域, 与之相配套专业保税仓储服务商也集中在这两个地区。而从最新的数据来看, 公司的收入主要来自于长三角地区, 2009年上半年公司在江浙沪三地的收入占比达到了 95%以上, 而珠三角地区仅有香港的收入贡献不到 3%。

图 2: 2009 年上半年新宁物流营业收入地区结构



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

我们认为, 公司的核心竞争优势主要在于一体化的保税仓储、代报关、代报检业务和多年积累的客户资源, 而能否复制这两条成功经验将是公司未来进驻珠三角地区市场的最大考验。

首先来看公司一体化的业务体系。公司拥有行业内大部分公司无法比拟的完整业务流, 不仅包括保税仓储业务, 还有出口监管仓储、进出口通关和货运代理。

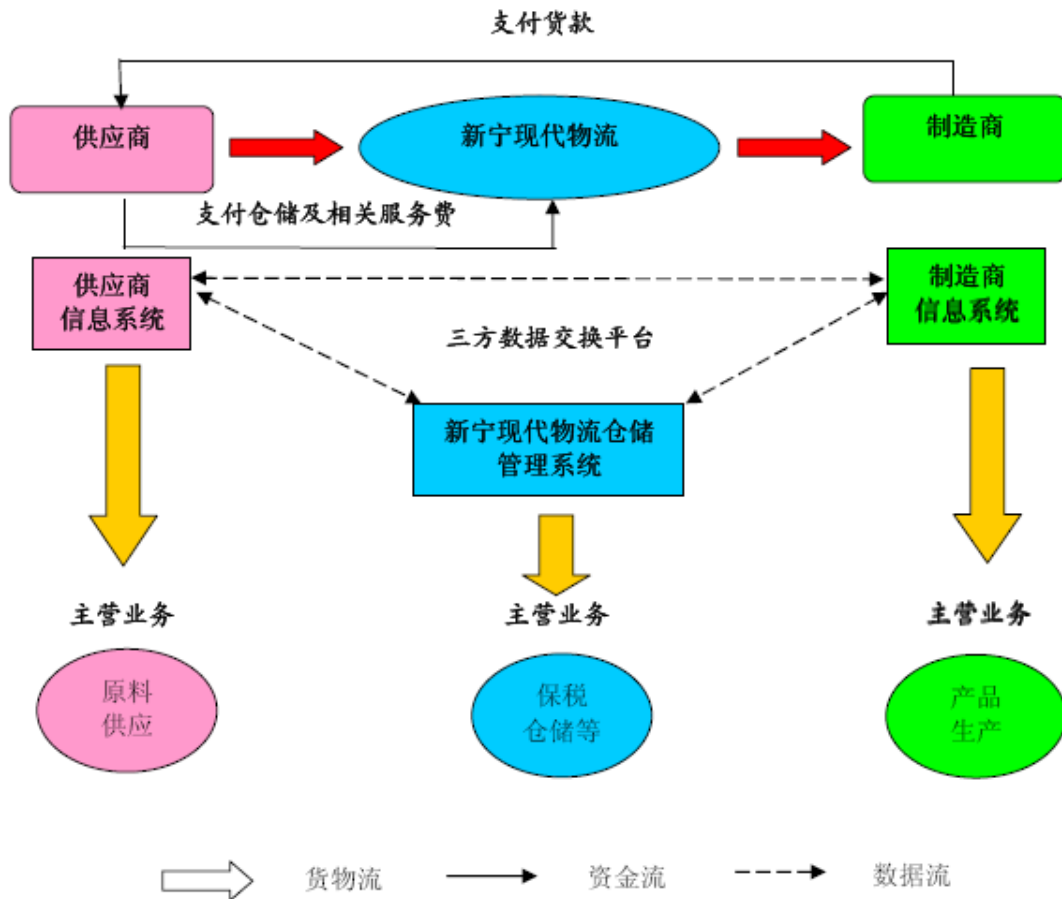
表 4: 新宁物流及子公司业务分类情况

公司	主营业务
新宁现代物流、苏州新宁仓储、淮安新宁仓储、福清新宁万达仓储、上海新郁宁物流、昆山新宁物流、苏州新宁物流、新宁天骄国际供应链	保税仓储
南京新宁时进仓储	出口监管仓储
苏州新宁海晨报关、昆山新宁报关	进出口通关
苏州新宁货代、新宁货代香港公司	货运代理

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

从产业链的角度来看，这样的一体化业务体系有利于公司在行业内竞争中取得主动，较单一的仓储或报关公司更易胜出。供应商可以利用公司的网络关系，将其作为中国大陆地区的发货中心，将客户所需货物集中管理，缩短交货时间，降低物流成本；下游制造商则可以及时调整库存，减少呆滞料的发生，降低原材料，最终实现零库存。

图 3：公司所处产业链环境分析



资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司的最大优势来自于保税仓储行业的进入壁垒——即海关监管及企业信用资质限制。根据海关总署 2007 年 1 月 26 日下发的关于《中华人民共和国海关对保税仓库及所存货物管理操作规程》的通知规定，公共保税仓库（指区外仓库）的设立要经海关批准，并在一年内通过验收，其日常经营都要受到海关部门的监督。公司目前在区内、外都设有保税仓库，自设立以来，一贯以高标准、严要求来规范自身的经营管理，在海关历次检查结果中均未出现不良记录，得到了各级海关部门的充分肯定，资信等级高于一般企业。

表 5：新宁物流保税仓库分布情况

子公司名称	保税仓库面积（平方米）	出口监管仓库面积（平方米）	所处区域
苏州新宁天骄国际供应链管理有限公司	2,200.59		区内
苏州新宁物流有限公司	8,432		区内
昆山新宁物流有限公司	1,359.38		区内
上海新郁宁物流有限公司	16,035.41		区内
江苏新宁现代物流股份有限公司	25,153.66		区外
苏州新宁公共保税仓储有限公司	15,272		区外
淮安新宁公共保税仓储有限公司	4,031.20		区外

南京新宁时进仓储有限公司	2,000	1000	区外
福清市新宁万达仓储有限公司	1,772.25		区外

资料来源：公司公告，长江证券研究部

另外，公司多年积累的客户资源也是其稳定发展的重要基石。公司自 2000 年开始获准从事公共保税仓储业务，并于 2001 年率先进入电子元器件公共保税仓储业务领域，为首批进驻长三角地区的笔记本电脑制造商——仁宝电子（全球第二大笔记本电脑制造商）提供第三方保税仓储服务。

目前公司已经形成相对稳定的电子信息行业服务对象：

- 供应商方面：泰科、MOLEX、金像、东芝、富士康等国际著名的电子元器件供应商
- 制造商方面：仁宝、名硕、伟创力、联想、纬创、佳能等知名的电子信息产品制造商

本次公开发售后，公司将利用募集资金投资建设深圳的保税仓储基地，这也是公司向珠三角地区扩张的重要战略步骤，能否做到以下两点，将是未来公司保持高增长的关键：

- 得到了当地海关部门的认可，获得高于一般企业的资信等级
- 在珠三角地区获得有效的增量客户源

第三，我们给予公司 09 年 35-40 倍的市盈率，对应的询价区间为 16.45-18.8 元

我们预计公司 09-11 年的 EPS 分别为 0.47 元、0.61 元和 0.67 元，参考目前市场上可比公司的估值水平和创业板与主板市场的估值差异，我们给予公司 09 年 35-40 倍的市盈率，对应公司的询价区间为 16.45 元-18.8 元。

表 6：可比公司估值水平

证券简称	总股本（百万股）	总市值（亿）	PE	PB
天津港	1674.77	176.35	19.93	1.87
中储股份	736.98	61.39	29.01	1.92
飞马国际	204.00	16.63	43.75	3.81

资料来源：Wind，长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	142	169	203	249	货币资金	38	169	173	188
营业成本	70	87	106	130	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	72	82	96	120	应收账款	29	35	41	51
% 营业收入	50.83%	48.37%	47.58%	47.97%	存货	0	0	0	0
营业税金及附加	6	7	8	10	预付账款	3	4	5	6
% 营业收入	4.12%	4.12%	4.12%	4.12%	其他流动资产	2	2	2	2
销售费用	2	2	2	3	流动资产合计	72	210	221	247
% 营业收入	1.13%	1.13%	1.13%	1.13%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	31	37	44	54	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	21.69%	21.69%	21.69%	21.69%	长期股权投资	1	1	1	1
财务费用	1	-6	-13	-8	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.92%	-3.52%	-6.29%	-3.18%	固定资产合计	40	-79	-65	128
资产减值损失	0	0	0	0	无形资产	12	12	11	11
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	0	0	0	0
营业利润	32	42	55	60	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	22.58%	24.95%	26.93%	24.20%	资产总计	134	302	350	404
营业外收支	0	0	0	0	短期贷款	10	0	0	0
利润总额	32	43	55	61	应付款项	9	12	14	17
% 营业收入	22.75%	25.11%	27.08%	24.34%	预收账款	0	0	0	0
所得税费用	9	11	14	15	应付职工薪酬	5	6	8	9
净利润	23	32	41	46	应交税费	4	5	6	7
归属于母公司所有者 的净利润	21	28	37	40	其他流动负债	6	7	8	10
少数股东损益	3	4	5	5	流动负债合计	34	30	36	44
EPS (元/股)	0.46	0.47	0.61	0.67	长期借款	0	0	0	0
					应付债券	0	0	0	0
					递延所得税负债	0	0	0	0
					其他非流动负债	1	2	3	4
					负债合计	35	31	38	48
					归属于母公司				
					所有者权益	77	245	281	322
					少数股东权益	22	25	30	35
					股东权益	98	270	311	357
					负债及股东权益	134	302	350	404
					基本指标				
						2008A	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流净额	26	26	24	40	EPS	0.46	0.47	0.61	0.67
取得投资收益					BVPS	2.2	4.5	5.2	5.9
收回现金	0	0	0	0	PE	15.7	15.3	11.8	10.7
长期股权投资	0	0	0	0	PEG	6.3	0.5	1.1	1.5
无形资产投资	0	0	0	0	PB	3.3	1.6	1.4	1.2
固定资产投资	-31	-31	-34	-34	EV/EBITDA	8.8	7.0	6.6	4.2
其他	0	0	0	0	ROE	23.7%	11.8%	13.2%	12.8%
投资活动现金流净额	-31	-31	-34	-34					
债券融资	0	0	0	0					
股权融资	4.388	139.95	0	0					
银行贷款增加(减少)	11	-10	0	0					
筹资成本	1	-6	-13	-8					
其他	-10	13	26	17					
筹资活动现金流净额	7	137	14	9					
现金净流量	1	131	4	15					

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨忠	华南区客户经理	(8621) 68753198	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。
