

2009 年 05 月 01 日

市场数据(人民币)

市价(元)	15.16
已上市流通A股(百万股)	127.29
总市值(百万元)	15,323.44
年内股价最高最低(元)	15.47/5.41
沪深 300 指数	2622.93
上证指数	2477.57
2007 年股息率	0.00%


曹旭特

(8610)66211658
caoxt@gjzq.com.cn

联系人：朱莉

(8621)61038271
zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

外 高 桥 (600648.SH)

——地产处于播种期 短期增长看物流

卖出

减持

持有

买入

强买

公司基本情况(人民币)

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.012	0.014	0.239	0.183	0.190	0.221
净利润增长率	N/A	-20.01%	2192.89%	-23.48%	3.56%	16.51%
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.590	N/A	N/A
市盈率(倍)	540.59	1,047.36	30.15	82.73	79.89	68.56
行业优化市盈率(倍)	41.67	59.45	33.06	33.06	33.06	33.06
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	20.60	20.60	20.60	20.60
PE/G(倍)	N/A	-52.35	0.01	-3.52	22.44	4.15
已上市流通A股(百万股)	75.14	112.39	127.29	127.29	127.29	127.29
总股本(百万股)	745.06	745.06	1,010.78	1,010.78	1,010.78	1,010.78

来源：公司年报、国金证券研究所 注：“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论

- **整体上市基本完成。**外高桥在 08 年底通过定向增发收购了集团下属的外联发、新发展和三联发共三家园区开发公司，上述三家公司资产约占集团总资产的 66%，加上外高桥股份公司原有资产，集团目前约 90% 资产已经归属上市公司，也即外高桥已基本完成整体上市。
- **租金收入是最主要利润来源。**在收购集团资产后，公司拥有了近 200 万平米可供出租物业，租赁收入成为最主要利润来源，08 年租赁业务主营利润占到 42%。
- **房产开发仍处于播种期。**08 年房地产收入自森兰外高桥项目的土地转让，属非常态收入。森兰外高桥是公司在 03 年开始重点打造的房地产开发项目，规划商品住宅和公建项目约为 150 万平方米，也是公司未来业绩的重要增长点。但由于拆迁工作尚未完成，短期内商品住宅和公建项目不具备开发条件，无法对公司业绩增长形成新贡献。
- **短期利润增长点来自物流业。**外高桥的重要产业功能之一即物流业，增加值占整个园区的 30%，08 年物流业对主营利润的贡献达到 17%。国家推进上海建设成为国际航运中心为公司物流业的发展提供了新的机遇，因为航运的发展必然离不开物流业的配套支持。虽然目前公司物流业集中于保税区内，但多年来已经和海关形成了密切的业务联系，可以通过提供代理报关等附加值服务来吸引客户，将保税区的物流盈利模式复制到洋山港。
- **在地产业进入收获期前，公司业绩不会出现跳跃式增长。**预计 09 - 11 年每股收益分别为 0.18、0.19、0.22 元，动态市盈率分别为 83、80、70 倍。估值吸引力不强，建议持有。

已完成整体上市

- 外高桥在 08 年底通过定向增发收购了集团下属的外联发、新发展和三联发共三家园区开发公司，上述三家公司资产约占集团总资产的 66%，加上外高桥股份公司原有资产，集团目前约 90% 资产已经归属上市公司，也即外高桥已基本完成整体上市。

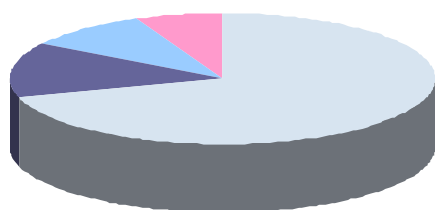
国内最早最大的保税区

- 上海外高桥保税区是 90 年经国务院批准设立的全国规模最大、成立最早的保税区。经济增加值约占浦东新区的 29%，占全国保税区的 48%；销售收入占全国保税区的 56%；税收约占浦东新区的 27.8%。
- 外高桥是保税区的独家综合开发营运商，负责区内 10 平方公里以及保税物流园区 1.03 平方公里、物流园区二期 2.73 平方公里、微电子产业园区 1.67 平方公里区域的综合开发。

出租业务成为主要利润来源

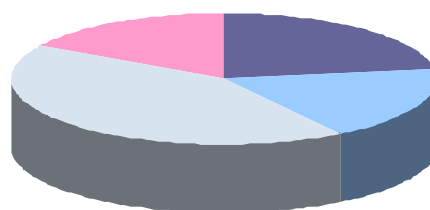
- 在收购集团资产后，公司拥有了近 200 万平米可供出租物业，租赁收入成为最主要利润来源，08 年租赁业务主营利润占到 42%。

图表1：各业务主营收入占比



■ 贸易 ■ 房地产销售 ■ 房地产租赁 ■ 物流

图表2：各业务主营利润占比



■ 贸易 ■ 房地产销售 ■ 房地产租赁 ■ 物流

来源：国金证券研究所 公司公告

房地产开发仍处于播种期

- 08 年房地产业务贡献了 18% 的主营利润，但主要来自森兰外高桥项目的土地转让，属非常态收入，09 年房地产业务收入贡献将会下降。
- 森兰外高桥是公司在 03 年开始重点打造的房地产开发项目，也是公司未来业绩的重要增长点。项目总占地面积 5.74 万平米，商业规划建筑面积 52 万平米，商品住宅约 100 万平米。目前区域内居民动迁完成 90%，企业完成 62.5%。
- 约 52 万平米的配套房于 08 开工建设，其中一期 11 万平米将在 09 年竣工，由于是用途是拆迁安置，上述项目仅能弥补成本，并不能贡献利润。
- 由于拆迁工作尚未完成，短期内商品住宅和公建项目不具备开发条件，无法对公司业绩增长形成新贡献。

新的盈利增长点在哪里？

- 在地产业务形成新利润增长点之前，公司最有希望提升的业务是物流业。外高桥的重要产业功能之一即物流业，增加值占整个园区的 30%，08 年物流业对主营利润的贡献达到 17%。
- 国家推进上海建设成为国际航运中心为公司物流业的发展提供了新的机遇。因为航运的发展必然离不开物流业的配套支持，这为外高桥物流业务的外延扩张提供了机会。虽然目前公司物流业集中于保税区内，但多年来已经和海

关形成了密切的业务联系，可以通过提供代理报关等附加值服务来吸引客户，将保税区的物流盈利模式复制到洋山港。

- 当然，国际航运中心建设也可能对公司现有物流业务形成冲击，例如国家对洋山港出台类似保税区的优惠政策，将会对公司在外高桥保税区的物流业务形成分流。但目前分析，再设立一个新保税区可能性不大，洋山港的建设更多会为公司发展带来机遇。

盈利预测及投资建议

- 在地产业进入收获期前，公司业绩将会比较平稳。预计 09 - 11 年每股收益分别为 0.18、0.19、0.22 元，动态市盈率分别为 83、80、70 倍。目前估值水平不具吸引力，建议持有。

图表3：各收入盈利预测

	收入			成本			毛利率		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
贸易	4294	4509	4735	4120	4326	4542	4.07%	4.07%	4.07%
房地产销售	280	0	0	233	0	0	16.70%	16.70%	16.70%
房地产租赁	746	820	902	328	361	397	56%	56%	56%
物流	517	569	626	352	387	425	32%	32%	32%
服务	296	304	314	236	244	251	20%	20%	20%
制造业	294	302	311	185	190	196	37%	37%	37%
酒店餐饮	133	137	141	96	99	101	28%	28%	28%
合计	6559	6642	7029	5550	5606	5913			

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	478	985	8,553	6,559	6,642	7,029
增长率		106.1%	768.1%	-23.3%	1.3%	5.8%
主营业务成本	-313	-840	-7,328	-5,550	-5,606	-5,913
% 销售收入	65.4%	85.2%	85.7%	84.6%	84.4%	84.1%
毛利	165	146	1,226	1,010	1,036	1,116
% 销售收入	34.6%	14.8%	14.3%	15.4%	15.6%	15.9%
营业税金及附加	-11	-16	-175	-108	-101	-109
% 销售收入	2.3%	1.7%	2.0%	1.7%	1.5%	1.6%
营业费用	-106	-55	-178	-164	-166	-176
% 销售收入	22.1%	5.5%	2.1%	2.5%	2.5%	2.5%
管理费用	-129	-70	-305	-321	-337	-353
% 销售收入	27.0%	7.1%	3.6%	4.9%	5.1%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	-81	5	567	417	433	478
% 销售收入	n.a	0.5%	6.6%	6.4%	6.5%	6.8%
财务费用	-84	-76	-223	-103	-113	-116
% 销售收入	17.5%	7.7%	2.6%	1.6%	1.7%	1.6%
资产减值损失	0	15	15	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	171	58	103	0	0	0
% 税前利润	1325.4%	352.6%	26.3%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	7	2	461	314	319	362
营业利润率	1.4%	0.2%	5.4%	4.8%	4.8%	5.1%
营业外收支	6	14	-69	0	3	3
税前利润	13	16	392	314	322	365
利润率	2.7%	1.7%	4.6%	4.8%	4.9%	5.2%
所得税	-2	-3	-88	-78	-81	-91
所得税率	16.6%	16.1%	22.6%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	11	14	304	235	242	273
少数股东损益	2	3	62	50	50	50
归属于母公司的净利	9	11	242	185	192	223
净利率	1.9%	1.1%	2.8%	2.8%	2.9%	3.2%

现金流量表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	13	14	304	235	242	273
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	108	29	330	76	77	77
非经营收益	-85	52	335	3	112	115
营运资金变动	-294	-486	-294	-1,000	83	254
经营活动现金净流	-258	-392	675	-687	514	719
资本开支	-49	-73	-163	-22	-31	-32
投资	-49	157	-318	-1	0	0
其他	148	30	29	0	0	0
投资活动现金净流	50	115	-453	-23	-31	-32
股权募资	0	0	13	0	0	0
债权募资	204	843	-1,717	-690	-318	-519
其他	-140	-198	1,390	-104	-166	-168
筹资活动现金净流	64	645	-314	-794	-483	-687
现金净流量	-144	368	-92	-1,504	0	0

资产负债表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	177	819	3,904	2,400	2,400	2,400
应收款项	136	173	644	899	910	963
存货	1,864	2,302	5,557	5,279	5,015	4,764
其他流动资产	27	46	190	279	282	298
流动资产	2,204	3,340	10,295	8,857	8,607	8,425
% 总资产	53.0%	54.3%	56.6%	53.0%	52.5%	52.1%
长期投资	484	1,957	6,644	6,645	6,644	6,644
固定资产	891	769	1,059	1,040	989	937
% 总资产	21.4%	12.5%	5.8%	6.2%	6.0%	5.8%
无形资产	11	79	189	153	162	172
非流动资产	1,952	2,810	7,895	7,840	7,797	7,755
% 总资产	47.0%	45.7%	43.4%	47.0%	47.5%	47.9%
资产总计	4,157	6,150	18,190	16,697	16,404	16,180
短期借款	1,017	1,781	10,758	10,008	9,591	8,972
应付款项	278	417	2,129	1,267	1,098	1,160
其他流动负债	22	31	253	227	229	239
流动负债	1,317	2,229	13,140	11,502	10,918	10,370
长期贷款	1,677	2,169	924	1,024	1,124	1,224
其他长期负债	0	130	145	0	0	0
负债	2,994	4,528	14,209	12,527	12,043	11,595
普通股股东权益	1,142	1,572	3,506	3,645	3,787	3,959
少数股东权益	21	50	475	525	575	625
负债股东权益合计	4,157	6,150	18,190	16,697	16,404	16,180

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.012	0.014	0.239	0.183	0.190	0.221
每股净资产	1.533	2.110	3.468	3.606	3.746	3.917
每股经营现金净流	-0.349	-0.526	0.668	-0.679	0.509	0.711
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.050	0.050	0.050
回报率						
净资产收益率	1.16%	0.67%	6.90%	5.08%	5.07%	5.64%
总资产收益率	0.32%	0.17%	1.33%	1.11%	1.17%	1.38%
投入资本收益率	-1.72%	0.07%	2.79%	2.06%	2.15%	2.42%
增长率						
主营业务收入增长率	39.94%	106.06%	768.06%	-23.31%	1.26%	5.82%
EBIT增长率	-66.87%	-106.05%	#####	-26.54%	3.86%	10.35%
净利润增长率	N/A	-20.01%	#####	-23.48%	3.56%	16.51%
总资产增长率	1.51%	47.96%	195.77%	-8.21%	-1.75%	-1.37%
资产管理能力						
应收账款周转天数	26.8	26.7	12.7	30.0	30.0	30.0
存货周转天数	2,041.7	905.6	195.7	0.0	0.0	0.0
应付账款周转天数	165.1	48.0	14.6	30.0	30.0	30.0
固定资产周转天数	693.5	284.7	45.1	56.5	51.9	45.3
偿债能力						
净负债/股东权益	216.44%	193.02%	195.39%	206.99%	190.63%	170.04%
EBIT利息保障倍数	-0.9	0.1	2.5	4.0	3.8	4.1
资产负债率	72.03%	73.62%	78.11%	75.02%	73.41%	71.66%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	0
买入	0	0	0	0	0
持有	1	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
 3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

投资评级的说明：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

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。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，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。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司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，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司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，我公司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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。