

外高桥(600648): 物流贸易业务为主要收入来源

中性(维持)

房地产行业

当前股价: 15.38 元

报告日期: 2010 年 3 月 16 日

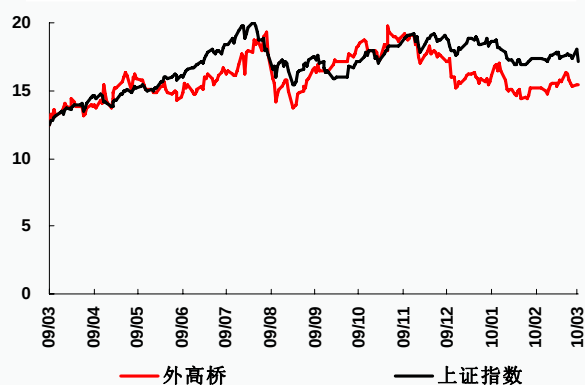
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	8,553	7,194	8,505	9,923
(+/-)	19.9%	-15.9%	18.2%	16.7%
营业利润	461	609	964	1,144
(+/-)	82.2%	32.0%	58.2%	18.7%
归属于母公司的净利润	242	353	626	743
(+/-)	26.0%	45.9%	77.4%	18.7%
EPS (元)	0.24	0.35	0.62	0.74
市盈率(倍)	64	44	25	21

公司基本情况 (2009 年 12 月 31 日止)

总股本/流通股本 (万股)	101078/12729
流通市值 (亿元)	19.58
每股净资产 (元)	3.82
资产负债率 (%)	77.78

股价表现 (最近一年)



联系人 一天相金融房地产组

021-58824282-882

zhanghq@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2009 年公司合并报表显示实现营业收入 71.94 亿元, 同比下降 15.9%; 归属于母公司股东的净利润 3.53 亿元, 同比增长 45.86%。基本每股收益 0.35 元。
- 报告期不增收增利。主要原因有二: 一是毛利率同比增长 7.9 个百分点, 为 22.23%, 主要系销售的森兰地块毛利率较高, 导致房地产销售毛利率大幅提高 33.8 个百分点, 为 50.58%; 二是营业外支出大幅减少 58.56%, 主要系本年计提的预计负债下降 60%所致。
- 2009 年, 公司地产板块实现了快速发展。一是公司以 26 亿元的价格成功转让了“森兰·外高桥”项目南部国际社区 10.28 万平方米土地 (部分未结算), 促进了项目的滚动开发, 降低了公司资产负债率; 二是工业房产租赁收入达到 7.13 亿元, 较经济危机前略有增长, 出租物业 29.7 万平方米, 净增物业租售面积 6.5 万平方米, 累计出租面积 210 万平方米, 工业厂房出租率达到 88.08%, 公司工业地产板块得到进一步夯实。三是常熟项目销售良好。截至 12 月底, 已售房源 181 套, 占一期可销售房源的 93%, 销售金额达 1.08 亿元, 超额完成年初计划。
- 公司积极推动国际航运中心建设, 创新贸易模式, 物流贸易业务成为收入的主要来源。外高桥保税区是打造上海国际航运中心的重要载体。09 年公司积极落实国家战略部署, 推动“三港三区”联动, 物流贸易收入达到 44.9 亿元, 为主要收入来源。
- 2010 年, 公司预期实现主营业务收入约 84.94 亿元, 预期实现净利润约 6.24 亿元。期末预收账款 16.5 亿元, 主要是转让森兰项目预收款, 锁定 2010 年预期收入的 19%; 今后两年, 公司业务主要利润来源为: 一是工业厂房租赁, 年租金收入在 7 亿元左右; 二是公司将 2.33 万配套商品房定向出售给浦东区高行镇人民政府, 房款约 1.4 亿元, 预计在 10 年竣工结算; 三是公司建设的高南河水系项目, 该项目政府按 6 年回购, 每年回购额暂定为 1.67 亿元; 四是公司与金地合作开发森兰·外高桥北部商品住宅项目。地块位于张杨北路近衡安路, 周边普通商品房价格已达到 2 万元/平方米以上, 开发完毕后, 预计可为公司带来营业收入约 6 亿元; 五是森兰项目卖地预收款 16.5 亿元; 六是常熟住宅项目, 结算收入可达 7 亿元; 七是物流贸易等其他业务收入年均 50 亿元左右。



- **财务问题得到一定改善。**速动比率由三季度末的 0.39 倍提高至目前的 0.42 倍。为了缓解财务负担，公司积极推动融资工作：一是拟通过定向增发募集资金净额不超过 28 亿元人民币，方案已获得国资委及股东大会通过；二是优化借款结构。公司向控股股东上海外高桥（集团）公司借款 8.5 亿元，用于公司项目开发以及替代了部分短期借款和部分即将到期的中长期借款。综合资金成本费率为 4.68%，大大降低了利息费用，2009 年减少利息支出 1.26 亿元。三是转让森兰项目获得土地转让款 38 亿元；四是公司重新启动了新银团借款计划，并与交通银行股份有限公司上海市分行、上海浦东发展银行外高桥保税区支行、中国建设银行股份有限公司上海浦东分行签订了银团贷款协议，银团贷款额度为 45 亿元，担保方式为森兰项目 4.95 平方公里土地抵押。上述措施共可募集资金约 120 亿元，基本可以偿还 09 年底公司短期借款与一年内到期的非流动负债 110.9 亿元。期末货币资金 54.26 亿元，满足 2010 年预计资本投入 44.6 亿元。
- 我们预测公司 2010 和 2011 年的每股收益分别为 0.62 元和 0.74 元，按公司最近收盘价 15.38 元，对应的动态市盈率分别为 25 倍和 21 倍。估值相对较高，维持“中性”的投资评级。

图表：外高桥（600648）盈利预测

单位：万元	2008A	2009A	2010E	2011E
一、营业收入	855,338	719,352	850,517	992,264
营业收入增长（%）	19.88%	-15.90%	18.23%	16.67%
减：营业成本	732,782	559,465	649,990	746,710
营业毛利	122,556	159,887	200,527	245,554
毛利率（%）	14.33%	22.23%	23.58%	24.75%
减：营业税金及附加	17,527	31,688	27,447	37,866
资产减值损失	(1,461)	(127)	0	0
销售费用	17,789	15,926	18,259	21,635
管理费用	30,524	33,973	35,260	43,999
财务费用	22,301	20,503	23,209	27,679
期间费用率（%）	8.26%	9.79%	9.02%	9.40%
加：公允价值变动净收益	(28)	0	0	0
投资净收益	10,295	2,970	0	0
二、营业利润	46,144	60,893	96,352	114,374
营业利润增长（%）	82.15%	31.96%	58.23%	18.70%
营业利润率（%）	5.39%	8.46%	11.33%	11.53%
加：营业外收入	7,086	4,139	0	0
减：营业外支出	14,011	5,807	0	0
三、利润总额	39,220	59,225	96,352	114,374
利润总额增长（%）	25.19%	51.01%	62.69%	18.70%
利润率（%）	4.59%	8.23%	11.33%	11.53%
减：所得税	8,845	17,920	24,088	28,594
实际所得税率（%）	22.55%	30.26%	25.00%	25.00%
四、净利润	30,375	41,305	72,264	85,781
其中：归属母公司所有者净利润	24,205	35,307	62,629	74,343
母公司净利润增长（%）	25.96%	45.86%	77.38%	18.70%
净利润率（%）	2.83%	4.91%	7.36%	7.49%
少数股东损益	6,169	5,998	9,635	11,437
基本每股收益（元/股）	0.24	0.35	0.62	0.74
每股净资产（元/股）	3.47	3.82	4.44	5.17
净资产收益率（%）	6.90	9.15	13.96	14.21

资料来源：天相投资顾问

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A 电话：0755-83234800 传真：0755-83234800 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100