

外高桥（600648）：业绩或进入爆发性增长长期

增持（上调）

园区土地开发

当前股价：17.28 元

报告日期：2010 年 3 月 29 日

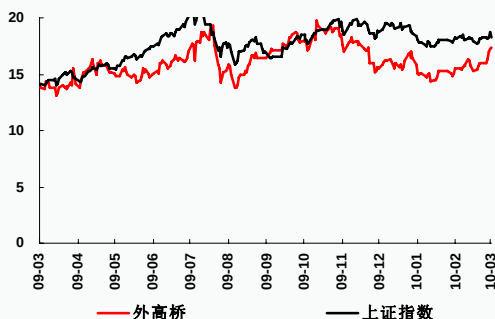
主要财务指标（单位：百万元）

	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	8,553	7,194	8,525	10,589
(+/-)	19.9%	-15.9%	18.5%	24.2%
营业利润	461	609	1,074	1,673
(+/-)	82.2%	32.0%	76.4%	55.8%
归属于母公司 的净利润	242	353	698	1,088
(+/-)	26.0%	45.9%	97.8%	55.8%
每股收益（元）	0.24	0.35	0.69	1.08
净资产收益率	6.90	8.16	13.90	17.79
市盈率（倍）	72	49	25	16

公司基本情况（2009 年 12 月 31 日止）

总股本/已流通 A 股(万股)	101078/12729
流通市值（亿元）	22.00
每股净资产（元）	4.28
资产负债率（%）	77.78

股价表现（最近一年）



联系人

021-58824282-882 zhanghq@txsec.com

服务热线 010-66045557

服务邮箱 service@txsec.com

本报告关注点：

- 外高桥保税区为上海国际贸易中心的重要功能前沿。国际物流中心建设将提高公司物流贸易业务量及毛利率，并吸引更多企业落户园区，提升园区出租率和租金水平；
- 未来可供出租物业面积可达500万平米，并维持高毛利水平，租金收入将大幅提高；
- 森兰项目为公司近几年业绩爆发性增长点。

投资要点：

- 公司营业收入主要来源于物流贸易、房地产销售和租赁，分别占比 62.44%、18.51%和 9.92%；毛利分别占比 18.83%、42.12%和 24.94%。从业绩的贡献率来看，虽然房地产收入低于物流贸易，但由于毛利率高达 50%以上，对业绩的贡献较强。
- 外高桥园区已经形成国际贸易、国际物流、先进制造业为主的三大产业，08 年定向增发注入资产后，公司的物流贸易业务出现跳跃性增长：由 07 年的 6.8 亿元增长至 58.7 亿元，同比大幅增长 7.64 倍；同时，公司将积极落实国家战略部署，推动“三区三港”联动发展，将外高桥保税区建成上海国际贸易中心的重要功能前沿，届时将进一步推动公司物流贸易业务量及毛利率提高，业绩增幅会比较显著。
- 公司参与的启动项目为未来业务的重要增长点。启动工业园占地约5平方公里，与外高桥园区对称分布在崇明岛两侧。随着南隧北桥和崇启大桥的开启，启动将进入上海“一小时都市圈”，成为长三角经济圈的前沿阵地，发展前景乐观。子公司外联发已经取得产业园一期13.2万平方米土地使用权，将从产业转移向二三线城市转移中受益。
- 工业出租类物业尚有200万平米处于开发阶段。08年公司分别收购了外联发展、新发展和三联发展公司80%、49%、80%的股权，增加物业面积424万平米，其中195万平米为可租售物业，229万平米为项目储备。收购物业以后，公司租金收入由07年的8200多万元增长至08年的7.24亿元；随着国际物流中心建设及可租售面积的大幅增加，公司的租金收入至少增长一倍以上至15亿元，每年提供持续稳定的资金流入。

● **森兰项目为公司近几年业绩爆发性增长点。**森兰项目占地面积5.74平方公里，其中绿化用地约70%，建设用地约30%，是上海市规划的城市绿肺之一，将建设浦东最大的绿地和最大的湖泊，将成为继古北社区、碧云社区后又一高水准的国际社区。位置优越，交通便捷：城市快速路五洲大道和主干道洲海路及轨道交通6号线横穿项目，30分钟内可到达人民广场、陆家嘴、世博园区及崇明岛。

森兰项目为划拨用地，成本很低，约400元/平米，前期已经投入30亿元进行一级开发。整个项目分国际社区、商业区及拆迁安置区三个部分，开放式体育公园及生态湿地贯穿其中。南部靠近市区的100万平米国际社区用于开发高端住宅，其中约32万平米已经出售给仁恒集团，平均楼面成本达11776元/平米（因为前期一期开发占用了大量资金，公司通过销售部分土地缓解资金压力）；尚有68万平米，将在今后几年陆续开发，预计售价不低于3万/平米，毛利率高达70%以上。中部拟规划为40万平米的商业中心，公司持有经营，届时公司长期持有型物业面积将达到500多万平方米；北部地区为68万平米的拆迁安置房。商业中心两侧均为居民区，形成有效需求。

图 1：森兰项目规划图



资料来源：天相投顾整理

● **公司面临较大的财务风险：**由于森兰项目前期占用公司大量的资金，公司资产负债率较高，达77.78%，短期借款与一年内到期的非流动负债110.9亿元。09年公司抛出了定向增发方案，拟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，尚需获得国土资源部及证监会的审核通过。

● 2010年，公司房地产销售收入主要来源于森兰项目尚未确认的土地出让收益13.88亿元及常熟住宅开发项目。物流贸易及房地产出租业务稳定中略有增长。我们预计公司2010年、2011年每股收益分别是0.69元、1.08元，按公司2010年3月26日收盘价17.28元，对应的PE分别是25倍和16倍。鉴于公司业绩进入快速增长期，上调投资评级至“增持”。

表 1：外高桥（600648）盈利预测

单位（万元）

单位：万元	2008A	2009A	2010E	2011E
一、营业收入	855,338	719,352	852,457	1,058,939
营业收入增长（%）	19.88%	-15.90%	18.50%	24.22%
减：营业成本	732,782	559,465	640,614	751,619
营业毛利	122,556	159,887	211,843	307,320
毛利率（%）	14.33%	22.23%	24.85%	29.02%
减：营业税金及附加	17,527	31,688	27,510	40,410
资产减值损失	(1,461)	(127)	0	0
销售费用	17,789	15,926	18,301	23,089
管理费用	30,524	33,973	35,340	46,956
财务费用	22,301	20,503	23,262	29,539
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	107,430	167,325
营业利润增长（%）	82.15%	31.96%	76.43%	55.75%
营业利润率（%）	5.39%	8.46%	12.60%	15.80%
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	107,430	167,325
利润总额增长（%）	25.19%	51.01%	81.39%	55.75%
利润率（%）	4.59%	8.23%	12.60%	15.80%
减：所得税	8,845	17,920	26,858	41,831
实际所得税率（%）	22.55%	30.26%	25.00%	25.00%
四、净利润	30,375	41,305	80,573	125,494
其中：归属母公司所有者净利润	24,205	35,307	69,830	108,761
母公司净利润增长（%）	25.96%	45.86%	97.78%	55.75%
净利润率（%）	2.83%	4.91%	8.19%	10.27%
少数股东损益	6,169	5,998	10,743	16,733
基本每股收益（元/股）	0.24	0.35	0.69	1.08
每股净资产（元/股）	3.47	4.28	4.97	6.05
净资产收益率（%）	6.90	8.16	13.90	17.79

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：518040
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