

分析师： 吴云英 (8621)68751160 wuyy@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490208120194

联系人： 姜捷 (8621) 68751781 jiangjie@cjsc.com.cn

扭亏为盈靠非经常性损益，陆交中心发展后劲足

事件描述

长江投资今日发布半年报，公司营业收入 4.71 亿元，同比增长 69.34%；营业利润-923.55 万元，同比减少 564.41%；归属于上市公司股东的净利润 682.22 万元，同比增长 233.21%；扣除非经常性损益后的 EPS-0.0375 元，同比增长 34.1%。

事件评论

第一，公司经营亏损源于物流业毛利率下降和投资收益减少

公司 07 年全力聚焦现代物流业，业务功能涵盖国际货运、公共信息平台、国内快件、仓储配送、市内货运等。今年上半年，受益于经济复苏，公司进出口代理业务收入实现大幅增长，使报告期内物流业营业收入较去年同期增长 81%。但营业成本大幅增加导致毛利率由去年同期的 25.25%降至 12.6%，其中二季度毛利率较一季度下滑了 8.3 个百分点，大大低于我们此前的预期，我们原先预计在公司“轻资产运营”模式下，在公司去年成功实施 3 项非主业资产的退出后，公司的毛利将逐步提升，尽管一季度临时性费用的高企使运营成本大幅增加，但二季度公司毛利率高于一季度将是大概率事件。关于营业成本大幅增加的具体原因，我们将与公司相关负责人做进一步沟通了解。

去年同期，公司取得处置交易性金融资产投资收益 621.67 万元，今年上半年公司不再有此项收益，导致投资收益减少 510 万元。

物流业毛利率下降和投资收益减少使公司报告期内营业利润亏损 923.55 万元，同比减少 564.41%。

表 1：公司主营业务分产品情况

行业名称	营业收入（元）	同比增长	营业成本（元）	同比增长	本期毛利率	上期毛利率
物流业	352,130,402	81%	319,818,655	91%	9%	14%
工业	43,845,762	-16%	24,981,970	-21%	43%	39%
房地产开发	62,644,842		61,070,187		3%	
旅游饮食服务业	4,591,085	-57%	814,881	-74%	82%	71%
租赁及物业	3,885,118	69%	1,499,415	56%	61%	58%
劳务收入	368,229				100%	
工程结算	117,725	-62%	113,711	-57%	3%	13%

合计	467,583,163	80%	408,298,818	100%	13%	22%
----	-------------	-----	-------------	------	-----	-----

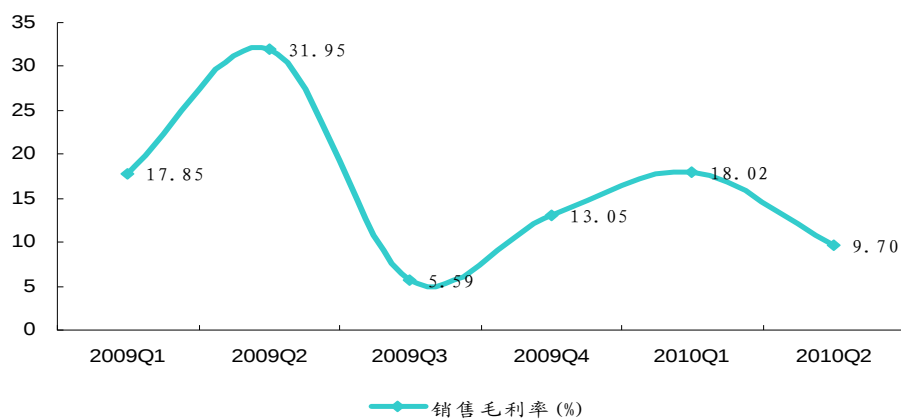
资料来源：公司公告

表 2：公司 2009-2010 半年报财务指标对比

	2010 中报	2009 中报
每股收益-期末股本摊薄(元)	0.0222	0.0068
每股净资产 BPS(元)	1.9683	1.9602
每股经营活动产生的现金流量净额(元)	-0.2636	0.0759
净资产收益率-加权(%)	1.11	0.36
净资产收益率-平均(%)	1.12	0.4
总资产净利率-平均(%)	0.41	0.34
销售毛利率(%)	12.6	25.25
销售净利率(%)	1.11	1.37
资产负债率(%)	47.26	49.72
营业利润同比增长率(%)	-564.41	136.44
归属母公司股东的净利润同比增长率(%)	233.21	-15.58

资料来源：公司公告

图 1：公司单季度毛利率走势图



资料来源：WIND，长江证券研究部

表 3：公司 2009-2010 半年报投资收益汇总

	本期发生额	上期发生额
权益法核算的长期股权投资收益	-289,333	-1,596,112
处置长期股权投资产生的投资收益	-191,893	

处置交易性金融资产取得的投资收益		6,216,704
合计	-481,226	4,620,592

资料来源：公司公告

第二，公司业绩增长来自非经常性损益

报告期内，公司国嘉实业诉讼案执行完毕，冲回原来预提的坏账准备 1650 元，并获得国嘉实业债务重组收益 2174 万元，共增加公司利润总额 3824 万元，使公司上半年业绩成功扭亏为盈，基本每股收益 2 分多钱。

第三，陆交中心发展前景广阔，我们给予公司“谨慎推荐”评级

陆交中心是公司现代物流业的核心，它采用“虚实结合”的运营模式，“虚”指的是覆盖全国范围、集物流信息发布和物流供求交易为一体的 B2B 网络平台（www.56135.com）；“实”指的是网下交易大厅，以上海和长三角为中心并辐射全国的物流场内交易市场，并辅以集装箱、分拣等功能于一体的公共中转平台和上海城市物流配送网络等传统物流业务。

“虚实结合”，公司网上物流服务的目标是向物流行业阿里巴巴的模式发展。网络物流服务代表物流行业先进的模式和方向，可降低社会总体物流交易成本。对于企业的关键则在于：在降低的社会物流成本中获取自己提供服务所得到的收益。

由于传统物流行业整体信息化程度较低，货运供需信息的真实性不足，虚假信息、虚报运价时有发生，有时甚至会出现货物、接货人“失踪”的情况。正是在这种行业状态下，中国道路运输成本居高不下：数据显示，近年来中国社会物流总费用与 GDP 的比率始终徘徊在 18% 上下，这意味着，每实现 100 元人民币的 GDP 产值，中国就需付出 18 元左右的物流成本，而发达国家的平均成本仅为 10 元。由于市场供需信息不对接等原因，中国公路货运的空载率高达 50%。在全国物流总费用中，运输费用占到一半以上。

陆交中心信息平台通过为需求方提供最新、最专业、最标准化的运价指数和行情，可大大降低制造业和流通企业的运输成本。这种类似“阿里巴巴”的交易平台由作为需方的制造业和流通企业主动发起订单，作为供方的物流公司通过竞标获得订单。为满足双方对信用的要求，不但物流公司需要成为陆上交易中心的会员，而且供需双方都只与陆上交易中心建立交易关系，货款支付也全都通过陆上交易系统开发的第三方支付平台（类似于“支付宝”）。物流公司只需注册成为上海陆上交易中心的会员，就可以便捷地得到相应的平台服务——包括互联网和短信平台，即时获取订单。会员企业的每一辆车、每一位司机的状态都在平台上保持实时更新，因此平台在接到订单后就能即刻找到可以“拼货”的运输车，可解决空载率过高的问题。

陆交中心还这种先进的组织方式和管理模式，已经成为企业经营的“第三利润源泉”，被众多物流公司所接受；另一方面，物流振兴规划的实施将加速社会物流需求的释放，陆交中心的业务量有望加速上升。

短期来看，陆交中心还在业务量的积累阶段，盈利难实现高增长；但通过公司加大宣传以及政府和技术上、资源上、资金上给予的支持，业务量的提升速度将是几何级的；而且加速释放的物流需求和物流信息化的发展趋势也给陆交中心带来增长空间。考虑到陆交中心这一新兴物流模式代表的先进发展方向，同时考虑到客源不足、网络平台维护成本过高等影响公司未来盈利持续增长的不确定性因素，我们预计公司 2010-2012 年 EPS 为 0.085 元、0.158 元和 0.389 元，给予公司“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	568	965	1641	2789	货币资金	162	1047	1472	2234
营业成本	469	820	1329	2287	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	99	145	312	502	应收账款	136	101	172	292
% 营业收入	17.4%	15.0%	19.0%	18.0%	存货	330	0	0	0
营业税金及附加	7	11	19	33	预付账款	75	194	314	541
% 营业收入	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	32	48	49	84	流动资产合计	703	1347	1966	3081
% 营业收入	5.6%	5.0%	3.0%	3.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	86	135	180	223	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	15.1%	14.0%	11.0%	8.0%	长期股权投资	6	6	6	6
财务费用	10	11	6	5	投资性房地产	62	62	62	62
% 营业收入	1.7%	1.1%	0.4%	0.2%	固定资产合计	657	600	530	450
资产减值损失	38	-64	8	13	无形资产	28	27	26	24
公允价值变动收益	1	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	69	0	0	0	递延所得税资产	16	0	2	3
营业利润	-3	3	49	144	其他非流动资产	-258	-258	-258	-258
% 营业收入	-0.5%	0.4%	3.0%	5.2%	资产总计	1214	1784	2333	3368
营业外收支	15	30	15	15	短期贷款	170	0	0	0
利润总额	12	33	64	159	应付款项	53	222	359	618
% 营业收入	2.1%	3.5%	3.9%	5.7%	预收账款	29	10	16	28
所得税费用	-2	7	15	40	应付职工薪酬	3	24	39	68
净利润	15	26	49	120	应交税费	14	1	1	3
归属于母公司所有者的净利润	13.0	26.1	48.7	119.6	其他流动负债	56	596	924	1537
润					流动负债合计	324	852	1340	2253
少数股东损益	2	0	0	0	长期借款	160	180	200	220
EPS (元/股)	0.04	0.08	0.16	0.39	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	20	20	20	20
经营活动现金流净额	-151	1069	445	793	负债合计	505	1052	1560	2493
取得投资收益收回现金	2	0	0	0	归属于母公司所有者权益	614	636	677	779
长期股权投资	152	0	0	0	少数股东权益	96	96	96	96
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	709	731	773	874
固定资产投资	-99	-20	-26	-28	负债及股东权益	1214	1784	2333	3368
其他	74	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	127	-20	-26	-28	EPS	0.042	0.085	0.158	0.389
债券融资	0	0	0	0	BVPS	2.00	2.07	2.20	2.53
股权融资	176	0	0	0	PE	197.48	98.51	52.77	21.50
银行贷款增加 (减少)	-127	-150	20	20	PEG	1.80	0.90	0.48	0.20
筹资成本	26	-15	-13	-23	PB	4.19	4.04	3.80	3.30
其他	-36	0	0	0	EV/EBITDA	112.31	18.48	8.47	2.15
筹资活动现金流净额	38	-165	7	-3	ROE	2.1%	4.1%	7.2%	15.4%
现金净流量	14	885	425	762					

分析师介绍

吴云英，南开大学数学学士，经济学硕士，长江证券研究部首席分析师，研究领域为航运和港口。2009 年交通运输行业新财富行业排名第6。

姜捷，同济大学工商管理学士，法国兰斯高商金融学硕士，从事铁路公路运输行业研究。

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	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@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。