

方正证券研究所

资深行业分析师：李俭俭

执业证书号：S1220208100112

大交运行业分析师：瞿永忠

电话：(86 010)68584897

电邮：quyongzhong@foundersc.com

联系人：杨玢

电话：(0731) 85832449

电邮：yangbin0@foundersc.com

基本上市资料

流通总股数（百万股）	158.75
总股本（百万股）	320.00
流通率（%）	49.6%

资料来源：公司数据，方正证券研究所

专业物流行业相对沪深 300 指数表现

请务必阅读最后特别声明与免责条款

东方创业（600278）深度研究报告

2010.12.14

物流行业

投资要点**※上海国际航运中心大发展将加快公司现代物流发展**

横看新加坡和香港，国际航运中心的定位正在逐步从货物集散功能向综合服务功能转变。上海在建设国际航运深水港、国际空港和外高桥港区等航运基础设施和陆家嘴航运金融中心的同时，也在外高桥、空港、洋山和临港四个核心功能区加紧建设国际物流园区和保税物流园区的配套设施。东方创业在以上四个核心功能区都拥有超过 20 万平米的仓库，尤其在阳山深水港保税区 120 亩土地上开建保税仓库。东方创业正在默默抢占上海国际物流发展先机。

※昔日“闻名”的服装贸易商向现代物流突进

昔日闻名上海的服装进出口商正在向现代物流突进，公司控股（占股 72.55%）的东方国际物流名列国内国际货代 10 强，公司凭借上海政府支持，其保税仓库（保税仓库租赁费率为普通仓库 3~5 倍）占有量位列上海第一，同时公司全力开拓合同物流和第三方物流业务，在物流资产方面逐渐积累，蓄势待发，为今后现代物流业务拓展占据先发优势。尤其其洋山深水港国际航运综合试验区内 120 亩仓库在未来将具极大产出预期。

※优质资产注入使得公司发展如虎添翼

按照公司资产注入预案，东方国际物流其他 27.45%股份和集团其他优质资产将注入上市公司。公开信息显示，公司在财务处理上对本次拟购买资产价值采用资产基础法进行预估，不动产类权益账面价值实际增值率达 50%以上。更值得关注的是，以仓储类等优质物流资产为主的东方国际物流全归上市公司所有，公司现代物流业务发展主要障碍得以全面清除。

※公司估值

根据总体业务预测，公司 2010~2012 年每股收益分别为 0.43 元、0.76 元、和 1.16 元，我们给予东方创业“买入”投资评级。

※风险提示

相比新加坡和香港，上海航运中心建设的推进面临一系列重大挑战，上海物流中心的建设远远落后于上海总部经济发展、长三角制造业和外向经济发展，东方创业现代物流业务发展依赖于国家战略规划推进进程。

资产注入时间进度、方式和内容具备一定不确定性。

目 录

一、重要提示：加快国际物流和保税物流发展.....	3
二、公司看点.....	3
1、国际航运中心大发展将催生新的物流发展机遇.....	3
2、昔日“闻名”服装贸易商正在向现代物流突进.....	6
3、优质资产注入下，公司发展如虎添翼.....	7
4、合同物流，正在迈开新的成长步伐.....	8
三、公司盈利预测及估值.....	8
1、盈利预测.....	8
2、相对估值法估值.....	9
四、风险因素.....	10

图表目录

图表 1 堪比鹿特丹的上海国际航运中心.....	4
图表 2 上海保税区和保税物流园区分布.....	4
图表 3 上海国际物流园区功能全景图.....	5
图表 4 东方创业下属业务群资产（注册）配置.....	6
图表 5 中国国际货代 10 强公司.....	6
图表 6 公司主要业务及收入.....	8
图表 7 盈利预测结果.....	9
图表 8 可比公司的选择——集中在专业物流行业.....	9
图表 9 可比公司的基本财务对比.....	9
图表 10 可比公司的 PE 对比.....	10

一、重要提示：加快国际物流和保税物流发展

加快国际物流和保税物流发展

—国务院《物流业调整和振兴规划》

加强主要港口、国际海运陆运集装箱中转站、多功能国际货运站、国际机场等物流节点的多式联运物流设施建设，加快发展铁海联运，提高国际货物的中转能力，加快发展适应国际中转、国际采购、国际配送、国际转口贸易业务要求的国际物流，逐步建成一批适应国际贸易发展需要的大型国际物流港，并不断增强其配套功能。在有效监管的前提下，各有关部门要简化审批手续，优化口岸通关作业流程，实行申办手续电子化和“一站式”服务，提高通关效率。充分发挥口岸联络协调机制的作用，加快“电子口岸”建设，积极推进大通关信息资源整合。统筹规划、合理布局，积极推进海关特殊监管区域整合发展和保税监管场所建设，建立既适应跨国公司全球化运作又适应加工制造业多元化发展需求的新型保税物流监管体系。积极促进口岸物流向内地物流节点城市顺畅延伸，促进内地现代物流业的发展。

在上海国际航运中心建设进程中，洋山深水港和宁波港所具有的世界一流港口吞吐能力是基础，而适应国际中转、国际采购、国际配送、国际转口贸易业务要求的国际物流中心的服务体系是必要条件。

二、公司看点

1、国际航运中心大发展将催生新的物流发展机遇

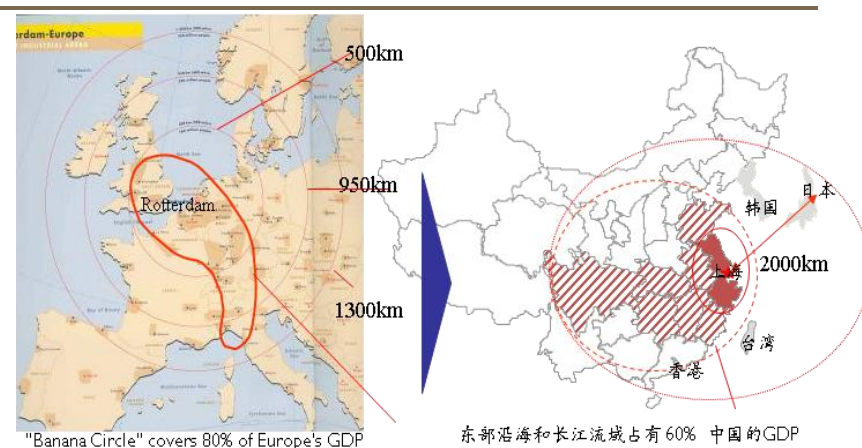
早在 1996 年，上海就已提出建设国际航运中心的目标，经过 13 年的努力，目前上海港货物吞吐量为世界第一，集装箱吞吐量为世界第二。

依托广阔的长江流域经济腹地，2008 年上海港的货物吞吐量和集装箱吞吐量高达 5.8 亿吨和 2800 万标箱，均名列前茅。从资源禀赋和发展历程来看，目前上海港腹地型国际航运中心建设已具雏形。

上港集团最新公布的数据显示，今年前三季度上海港实现集装箱吞吐量 2126 万标箱，超越新加坡同期的 2124 万标箱跃居世界第一。

随着时代变迁，国际航运中心功能也在不断升级。第一代航运中心的功能主要是航运中转和货物集散；第二代国际航运中心的功能是货物集散和加工增值；第三代国际航运中心除了货物集散功能外，还具有综合资源配置功能。如今，国际航运中心的定位正在逐步从货物集散功能向综合服务功能转变。

图表 1 堪比鹿特丹的上海国际航运中心



资料来源: Analysis of AT Kearney, 中国统计年鉴, 方正证券研究所

鹿特丹是全球闻名的典型腹地型国际航运中心和国际物流中心，其发展历程和功能定位对上海具有标杆作用。由于上海具有强大的长江流域腹地支持，中国（尤其长三角）已经占据全球制造中心的制高点，而上海也已经成为世界 500 强在亚太区域运作中心的首选地，上海必须尽快发展国际物流服务体系，成为各国跨国公司设立供应链运作和管理中心的理想地域。

为此，上海在建设国际航运深水港、国际空港和外高桥开发区等同时，也进行了在外高桥、空港、洋山和临港建设国际物流园区和保税物流全区的宏伟规划。

图表 2 上海保税区 and 保税物流园区分布



资料来源: 上海市政规划, 方正证券研究所

一个理想的国际物流园区，必须具有以下功能和条件：

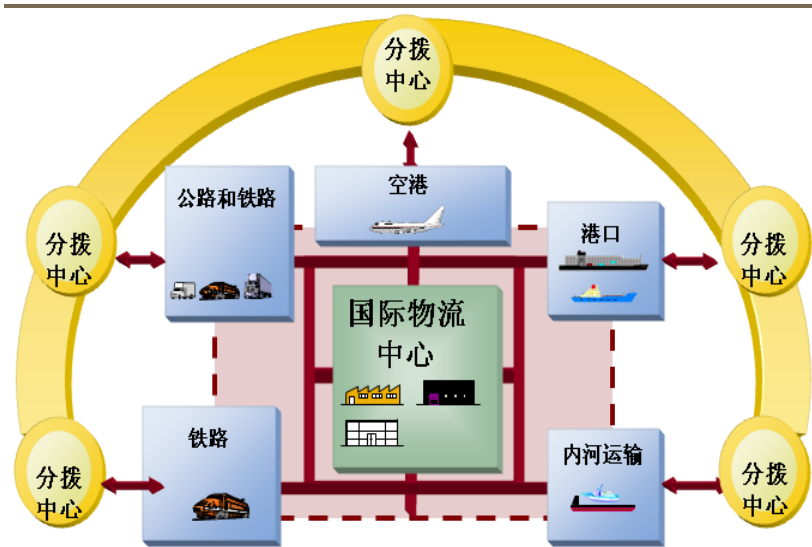
- 优越的国际航运中心（海运和空运）

- 优越的国内物流分拨配送条件
- 先进的保税物流服务体系
- 合理的保税和非保税交互作业流程和通道

经上海物流经理人俱乐部讨论，要确立国际物流中心地位，上海还需在以上方面努力改善，更进一步，如果货物吞吐第一，但增值服务远远跟不上，上海国际航运中心便名不符实！

经过国务院批准，洋山港将建设为国内第一个保税港区，也是全国唯一的国际航运发展综合试验区。洋山保税港区主要发展集装箱港口增值、进出口贸易、保税仓储物流、出口加工及航运服务产业。同时开通水水转运集拼、期货保税交割、融资租赁和离岸金融等业务试点，拓展出口集拼、中转集拼及保税展示交易功能。（信息来源：上海航运服务办公室，方正证券研究所）

图表 3 上海国际物流园区功能全景图



资料来源：上海市政规划，方正证券研究所

为此，我们重点看好东方创业的以下业务：

- 保税仓储
- 保税物流
- 国际货代
- 进出口业务

凭借目前东方创业的资源禀赋，公司正在确立上海国际物流龙头地位。

2010 年，《上海国际航运中心建设 2010 年重点工作安排》的重点包括：

在深化特案免税登记制度研究，推进上海口岸报检报关“一单两报”工作试点，积极推动启运港退税试点；深化落实洋山保税港区航运企业营业税免征政策，推动“三港三区”一体化联动，加强国际航运综合信息平台建设，进一步加强航运金融建设，有序推进

邮轮产业发展，明确国际航运发展综合试验区的政策定位等方面开展工作。

这些，都证明上海国际物流中心的建设正在加紧有序推进，东方创业正赶上时代步伐，向国际物流中心的目标挺进。

2、昔日“闻名”的服装贸易商正在向现代物流突进

为提升公司核心竞争能力，实现以生产基地和物流平台为核心的“前后向一体化”经营格局，东方创业经过几年的不断投资改造，业务结构已经完成基本转型，即以现代物流为主，进出口服务为辅的现代物流企业。

图表 4 东方创业下属业务群资产（注册）配置

业务群	2009 投资额（万元）	实控注册资本（万元）
物流	86326	28979
进出口	14980	14737
加工贸易	4931	3406

数据来源：wind，方正证券研究所

东方创业子公司东方国际物流（占股 72.45%）是上海物流界龙头。东方国际物流是一个旗下拥有一系列货运、储运、航运等 10 多家物流企业组成的大型国际物流企业集团。东方国际物流位于中国货代 10 强之列。

图表 5 中国国际货代 10 强公司

排序	公司名称	营业额（万元）
1	中国外运集团总公司	2241069
2	中远国际货运有限公司	1995307
3	中国远洋物流有限公司	1242500
4	五矿国际货运有限责任公司	385209
5	中国物资储运总公司	356825
6	锦程国际物流集团有限公司	355090
7	中海集团物流有限公司	347820
8	东方国际物流有限公司	295631
9	大通国际运输有限公司	253720
10	上海锦海捷亚国际货运有限公司	201485

数据来源：中国国际海运网，方正证券研究所

东方国际物流占据浦东物流中枢位置，在浦东国际机场、宝山、芦潮港等物流园区建有大量的物流中心、仓储资源达 20 万平方米。

东方国际物流参股成立东方金发国际物流有限公司（占有 41.74%），公司开辟的 120 多亩地（约 6.5 万平米仓储面积）的洋山深水港现代物流基地，将分期打造成为集装箱中转和进出口货物集散中心的第三方物流基地。目前公司已经完成 3 万平米仓库的建设，并投入运营，并在 2010 年开始盈利，第二期约 3.5 万平米仓库正在推进中。

其他主要物流资产：

车队

东方国际物流拥有上 100 辆卡车作为物流配送服务，但是在合同物流发展上，将主要依赖外部资源，进行整合运作，降低资产配置投入。

货船

2009 年，公司新购置一艘船龄 8 年左右，船价约 2700 万美元的 52000 载重吨位的多用途散货船，按照 2010 年租赁数据，此项投资将每年新增收入 1500 万，利润超过 500 万。

3、优质资产注入下，公司发展如虎添翼

根据公司 2010 年 9 月 4 日公告，证监会正式受理公司重大资产重组事项：公司公布拟以 12.30 元/股向第一大股东东方国际集团定向发行约 8130.08 万股，以购买其所持以纺织服装为主的外贸类和物流类资产，包括控股股东东方国际（集团）有限公司（以下简称“东方国际集团”）所持有的以下公司资产：

- 东方国际集团上海市纺织品进出口有限公司（以下简称“纺织品公司”）100%股权
- 东方国际商业（集团）有限公司（以下简称“商业公司”）100%股权
- 东方国际集团上海市针织品进出口有限公司（以下简称“针织公司”）100%股权
- 上海东松国际贸易有限公司（以下简称“东松公司”）75%股权
- 东方国际物流（集团）有限公司（以下简称“物流公司”）27.55%股权。

合计资产总估值约 10 亿。

值得关注的是，此次收购完成了东方国际物流（集团）有限公司所有股权占有，为公司在现代物流方面的拓展扫清管理障碍。尤为重要的是，经过此次资产注入，公司将占有金山东方国际物流公司 41.74%股权，并将直接进入洋山深水港综合试验区 120 亩综合物流基地运作和经营。

公开信息显示,公司本次拟购买资产 2009 年度产生的合并营业收入占公司 2009 年度合并营业收入的 150%以上。

公司在财务处理上对此次拟购买资产价值采用资产基础法进行预估,同时由于其拟购买资产中包含的房地产类资产取得时间较早,近年来房地产价格增长又较快,导致公司此次收购资产后预估值较未经审计的归属于母公司股东权益账面价值增值高达 50%以上。

4、合同物流,正在迈开新的成长步伐

由于公司得益于以上资产优势,东方国际物流正在展开合同物流服务,目前已经开展的包括部分日资企业,同时公司也在积极和欧美跨国公司洽谈第三方物流需求。

按照物流的发展趋势,物流外包,尤其整体物流运作外包是全球发展的主要潮流,公司高附加值和高管理要求的物流外包项目的拓展为公司进入现代物流拓宽发展道路。

三、公司盈利预测及估值

1、盈利预测

假设条件:

假设一: 2011 年公司资产注入完成。

假设二: 各项注入资产达到既定目标

假设三: 洋山深水港保税仓库项目如期推进,航运中心功能完善如计划进行。

盈利预测假设

图表 6 公司主要业务及收入

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货运及代理(百万元)	3,899.16	3,683.84	2,483.28	4,377.01	7,285.29	9,140.80
同比增长率	-0.49%	-5.52%	-32.59%	76.26%	66.44%	25.47%
自营出口(百万元)	1,663.20	1,375.18	1,303.38	1,489.53	3,723.83	4,096.21
同比增长率	-30.75%	-17.32%	-5.22%	14.28%	150.00%	10.00%
内销(百万元)	248.34	251.62	227.30	299.97	749.93	824.92
同比增长率	-7.91%	1.32%	-9.67%	31.97%	150.00%	10.00%
加工补偿贸易(百万元)	155.94	207.67	148.56	168.21	420.53	462.58
同比增长率	-2.62%	33.17%	-28.46%	13.23%	150.00%	10.00%
船舶(百万元)	89.14	90.78	67.05	1,200.00	1,200.00	1,200.00
同比增长率		1.84%	-26.14%	1689.71%	0.00%	0.00%
合计收入(百万元)	6,055.78	5,609.09	4,229.57	7,534.72	13,379.58	15,724.52
同比增长率	-10.28%	-7.38%	-24.59%	78.14%	77.57%	17.53%

资料来源:公司资料,方正证券研究所

图表 7 盈利预测结果

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
(百万元)						
主营业务收入	6,083.61	5,648.71	4,256.40	7,534.72	13,379.58	15,724.52
主营业务成本	5,650.32	5,211.56	3,897.95	6,839.32	12,050.03	13,953.92
毛利	433.29	437.15	358.45	695.40	1,329.55	1,770.60
营业税金及附加	20.90	21.15	17.80	28.43	51.59	61.09
销售费用	227.65	227.97	214.10	327.40	592.52	705.18
管理费用	106.14	95.98	106.43	154.31	278.78	333.02
财务费用	20.50	13.36	0.98	23.06	62.87	95.92
投资收益	77.87	30.35	107.04	73.32	75.30	76.56
营业利润	158.67	98.40	120.24	232.74	414.45	644.18
营业外收入	5.97	24.57	9.88	13.09	13.71	13.85
营业外支出	4.20	1.98	1.46	2.18	2.13	2.00
利润总额	160.44	120.99	128.66	243.66	426.04	656.03
所得税	26.29	27.30	26.85	49.87	87.76	136.51
净利润	134.15	93.69	101.81	193.79	338.28	519.51
少数股东损益	14.05	8.42	9.17	23.05	34.86	53.98
归属于母公司净利润	120.10	85.27	92.64	170.74	303.42	465.53
每股收益（元）	0.38	0.27	0.29	0.43	0.76	1.16

资料来源：，公司资料，方正证券研究所

根据上述假设，预计公司 2010-2012 年分别实现营业收入 75.3 亿元、133.8 亿元和 157.2 亿元，分别实现净利润 1.9 亿元、3.4 亿元和 5.2 亿元，2010 年以不变总股本 32000 万股、2011 年和 2012 年均以 40172 万股的总股本，计算 2010-2012 年每股收益分别为 0.43 元、0.76 元和 1.16 元。

2、相对估值法估值

■ 我们采用 PE（市盈率）方法对东方创业进行相对估值

图表 8 可比公司的选择——集中在专业物流行业

可比公司	总股本 (百万股)	流通股 (百万股)	市值 (亿元)	选择/不选择原因
新宁物流	90.00	22.50	16.47	主营仓储与代理送货
外运发展	905.48	330.84	84.93	主营航空货运业务
交运股份	731.40	731.40	55.00	主营区域配送和城市物流业务
飞马国际	306.00	85.48	35.25	主营综合物流服务业务
东方创业	320.00	158.75	43.62	主营货运及代理，进出口，加工贸易

资料来源：Wind，方正证券研究所，数据截至 2010 年 11 月 24 日

图表 9 可比公司的基本财务对比

指标名称	东方创业	外运发展	新宁物流	交运股份	飞马国际
营业收入(百万元)	4,542.05	2,470.81	176.46	3,938.45	1,648.02

同比增长率	58.85%	70.03%	38.04%	49.14%	64.01%
营业利润(百万元)	122.91	391.76	19.07	235.71	47.53
同比增长率	23.28%	226.84%	-20.55%	65.52%	48.95%
归属母公司所有者净利润(百万元)	94.99	417.80	16.91	137.45	38.19
同比增长率	28.07%	261.19%	11.15%	52.53%	35.08%
基本每股收益(元)	0.30	0.46	0.19	0.19	0.12
同比增长率	30.43%	261.32%	-44.12%	52.52%	-10.86%
销售毛利率	6.42%	9.21%	40.54%	15.70%	7.62%
同比增长率	-29.13%	-4.20%	-12.19%	-18.28%	-20.09%
销售净利率	2.33%	16.93%	10.34%	4.99%	2.30%
同比增长率	-16.14%	112.85%	-25.90%	8.17%	-18.56%
净资产收益率	5.44%	8.63%	5.33%	7.30%	8.55%
同比增长率	17.12%	207.42%	-70.47%	31.91%	32.07%
每股净资产(元)	5.06	5.64	3.57	2.62	1.51
同比增长率	-4.71%	20.77%	75%	14.41%	-30.73%
资产负债率	41.86%	15.76%	15.27%	49.55%	86.26%
同比增长率	31.99%	7.26%	-54.33%	-3.55%	10.38%

资料来源：Wind，方正证券研究所，数据截至2010年三季度报

我们从A股上市的港口公司中根据其业务和规模的相似性选取了新宁物流、外运发展、交运股份和飞马国际4家可比公司。

图表 10 可比公司的 PE 对比

股票代码	公司简称	股价	每股收益（元/股）			市盈率（倍）		
			2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E
300013	新宁物流	18.90	0.44	0.30	0.38	43.02	62.56	49.75
600270	外运发展	9.35	0.25	0.53	0.59	36.96	17.80	15.98
600676	交运股份	7.60	0.21	0.36	0.49	37.02	21.58	15.86
002210	飞马国际	11.72	0.09	0.24	0.32	137.56	48.05	36.74
平均值		11.89	0.25	0.36	0.45	63.64	37.50	29.58

资料来源：Wind，方正证券研究所，数据截至2010年11月24日

我们综合考察了东方创业相对其他可比公司在业务结构、盈利能力、行业地位、成长性、抗风险能力等方面的表现，东方创业在上述各方面表现均优于可比公司平均水平，同时专业物流企业在我国还属于新兴重点扶持发展行业，2011年按照可比公司平均30倍市盈率进行估值，公司2011年每股目标价格为22.8元。

四、风险因素

相比新加坡和香港，上海航运中心建设的推进面临一系列重大挑战，上海物流中心的建设远远落后于上海总部经济发展、长三角制造业和外向经济发展，东方创业现代物流业务发展以来于国家战略规划推进进程。

资产注入时间进度、方式和内容具备一定不确定性。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com