



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

观点聚焦
证券研究报告

2011年5月30日

仓储物流

研究部

任重

分析员, SAC 执业证书编号: S0080511010058
renzhang@cicc.com.cn

杨鑫, CFA

分析员, SAC 执业证书编号: S0080208020077
yangxin@cicc.com.cn

推荐

建发股份 (600153.SH)

长期成长空间和短期盈利释放兼备

主要财务信息

(人民币百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	40,551	66,096	83,094	102,228
(+/-%)	9.0	63.0	25.7	23.0
净利润	1,064	1,755	2,237	2,791
(+/-%)	1.3	64.9	27.5	24.8
经常性损益净利润	994	1,812	2,246	2,810
(+/-%)	62.9	82.2	24.0	25.1
每股盈利(元)	0.48	0.78	1.00	1.25
每股经营现金流(元)	(0.13)	(2.06)	0.52	0.25
市盈率(X)	16.7	10.1	7.9	6.3
市净率(X)	3.8	2.9	2.2	1.7
EV/EBITDA	9.6	9.8	6.8	5.9
现金分红收益率(%)	3.2	1.3	1.6	2.0
净资产收益率(%)	22.9	29.0	27.9	26.7

股票信息

	A股
当前股价	人民币7.92
股票代码	600153.CH
日成交量(百万股)	22.95
52周最高价/最低价	人民币9.76/6.11
总市值(百万元)	17,723
发行股数(百万股)	2,238
其中:流通股(百万股)	2,238
主要股东(持股比例)	厦门建发集团有限公司(46.38%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[600153.CH]	-13.16	-11.11	+2.99	+20.92
[上证指数]	-5.19	-7.37	-5.84	-3.47
[中金A股工业综合指数]	-8.29	-9.69	-7.50	-2.76

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

投资提示:

建发股份近期股价随大盘出现了一定程度的调整, 已经跌出了绝对投资价值。我们认为, 随着公司供应链运营业务模式逐渐为市场认同、盈利的进一步释放以及政策面利好的逐步出现, 股价将有较大的提升空间。重申“推荐”评级, 建议投资者积极介入。

理由:

► **如何理解建发股份的供应链运营业务:** 公司的供应链运营业务以生产企业的实际需求出发, 以收取服务费为主要盈利模式, 不同于赚取价差的传统贸易业务。在这种模式下, 公司可以依托规模优势、专业化优势、人才激励优势和网络渠道优势, 有效地降低中小企业的交易成本, 发展空间大并且完全契合中国经济转型需要, 成长性可以看高一线。

► **1 季度供应链板块在新兴业务快速增长的带动下盈利同比上升 30%左右; 2 季度尽管受到经济放缓影响, 整体增速仍将维持在 20%+; 上半年公司每股盈利将达到 0.5 元以上:**

- 1 季度新兴供应链板块盈利普遍增长迅速, 如矿石和化工等业务单季度盈利已经相当于 2010 年全年的 69%和 150%, 轻工、农产品和酒类业务亦相当于去年全年的 38%~45%。
- 2 季度传统优势供应链业务如纸浆和钢材等盈利增长有望加快, 而房地产业务 4、5 月销售亦表现良好; 综合考虑转让上海长进置业股权 1.9 亿左右的净利润贡献, 预计上半年每股盈利将达到 0.5 元以上。

► **估值优势突出。**当前股价对应 2011 年市盈率仅有 7.9 倍, 考虑到后续《“十二五”现代服务业发展规划》出台将带来政策面支持, 以及海西地区发展和厦门经济特区 30 周年将带来消息面利好, 公司当前估值优势非常明显。

估值与建议:

在大盘不确定性较强的情况下, 保守起见给予供应链运营业务 15 倍 2011 年市盈率, 对应每股价值 7.5 元; 房地产业务按 2011 年末 NAV 打八折以反映调控风险, 每股价值在 3.6 元 (对应 6.6 倍 2011 年盈利)。按照分部加总法估值, 建发股份目标价为 11.1 元。

风险:

经济增长显著低于预期; 房地产调控显著超出预期。

如何理解建发股份的供应链运营业务？

公司的供应链运营业务以生产企业的实际需求出发，以收取服务费为主要盈利模式，不同于赚取价差的传统贸易业务。在这种模式下，公司可以依托规模优势、专业化优势、人才激励优势和网络渠道优势，有效地降低中小企业的交易成本，发展空间大并且完全契合中国经济转型需要，成长性可以看高一线。

► **以客户的需求为中心，是物流、商流、资金流和信息流的结合体、组织者和管理者。**建发股份的供应链业务是集行业专家、贸易公司、物流企业、银行和信息咨询公司为身，是链条上各项业务的结合体、组织者和管理者。从本质上来看，是从客户的需求出发的，而不是根据自己对所经营业务的价格判断出发的；也就是说，公司赚的是服务的钱而不是价差的钱。

► **为中小企业服务，核心是降低交易成本。**目前中国的货物成本主要由两部分构成：生产成本和交易成本，其中生产成本较低而交易成本较高，建发股份供应链业务的核心即是缓解中国的交易成本过高的问题。从服务对象来看，大企业的供应链业务公司不做，因为大企业可以自己做得更好，公司的目标客户是小企业；而从服务内容来看，低端、简单、个体户可以做的业务公司不做，因为利润率较低并且门槛不高。

► **目前的业务结构服务费和价差占比约为 80%/20%。**从实际业务来看，经过过去 5 年左右时间的转型，目前公司的大部分业务已经完成了由赚取价差向赚取服务费的转型。在通常情况下，所有的业务都必须有下游订单作为基础；而在市场行情较好的情况下，经过风控审核，公司允许事业部在没有下游订单的情况下采购不超过订单量 20% 的存货赚取价差，但必须确保在两周内全部销售完毕，不允许长时间囤货。

如何理解建发股份的供应链运营业务和贸易业务、物流业务、金融业务和信息咨询业务的区别？

1) 相对于传统贸易业务，供应链运营业务植根于上下游的实际需求，不依赖价差而依靠服务的深度和广度。中国的采购和供应体系经历了过去十年的快速发展之后，目前已经进入了从不稳定到稳定、从不规范到规范以及从分散到集中的转型过程，供应链业务较传统贸易业务具备更强的竞争力和更广泛的发展空间。在发达国家，大型供应链企业市场份额占贸易总量的 60%，而这一块儿在中国仍处于刚刚起步阶段，不规范和不稳定的小型贸易商市场份额占比达到了 80% 以上。

► **业务的出发点：**贸易业务是以自我为中心（对价格涨跌的判断），而供应链业务是以客户为中心（来自下游的实际需求）；

► **业务的稳定性：**贸易业务是短期交易关系、供应链业务是长期合作关系；

► **业务的核心内容：**贸易是以价差为中心（低买高卖），供应链是以服务为中心（价格风险大部分由客户承担，货权风险和质量风险由建发股份承担）；

► **业务的控制力度：**贸易商对生产环节和物流环节不够了解，供应链直接向上游采购、向下游销售，对整个流程的控制力更强。

2) 相对于传统物流业务，公司的物流业务是第三方物流和第四方物流的结合。中国的物流业务目前非常分散，有专门的运输公司、仓储公司、报关公司等等，公司的供应链业务其中包含部分第四方物流性质，即把这些运输公司、仓储公司和报关公司等整合和管理起来，为客户提供一体化的服务。另外，公司子公司建发物流亦可为核心地点或高货值货物提供第三方物流服务，未来亦会在区域物流中心设立自有的物流节点。

3) 相对于传统金融服务，公司的供应链业务可以作为现有金融体系的补充，以低风险和低成本提供给中小企业信用，作一些现有融资体系应当做但做不了的事。相对于银行，公司由于掌握中小企业的实际经营情况，并且掌握货物的货权，所以风险会更低，可以以账期的形式提供一段时间的信贷，利率在银行基础利率的水平上加 1~2 个点。

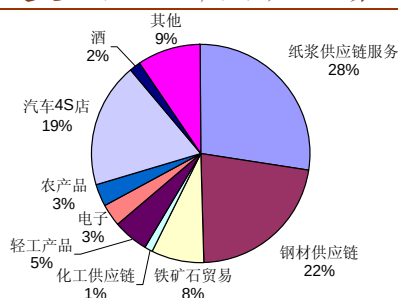
4) 相对于传统咨询业务，公司的供应链业务中包括信息咨询的成分，但和传统信息咨询公司只提供服务而不承担任何风险不同，公司是实际参加到了客户的经营中去，需要维持长期的信任合作关系，所提出的建议更加扎实。

1 季度供应链运营业务成长如何？2 季度增长情况又会怎样？

建发股份 7+2+1 的供应链业务结构：公司的供应链业务可以概括为 7+2+1，包括 7 项大宗商品相关业务：钢材、矿产品（铁矿石、煤炭）、纸和浆、化工（主要塑料原料）、机电（船舶、LED 和电子元器件等）、轻纺、农产品（饲料原料）；2 项经销业务：汽车（高端车 4S 店，保时捷中国第三大经销商）和酒类（高端白酒（五粮液第三大经销商）和进口红酒（中国最大进口商））。

纸浆、钢材和汽车是传统优势业务，利润贡献达到板块整体的 2/3 左右：公司 2010 年盈利构成中，纸浆板块、钢材板块和汽车 4S 店板块分别贡献了 2.5 亿、2 亿和 1.7 亿净利润，合计提供了约 2/3 供应链板块业务利润，也是供应链业务中进行的较好和较为深入的板块。

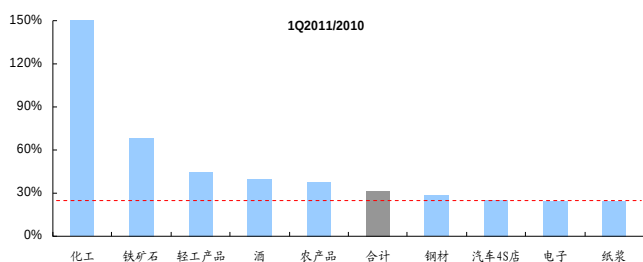
图表 1：建发股份 2010 年各供应链业务盈利占比



资料来源：公司数据，中金公司研究部

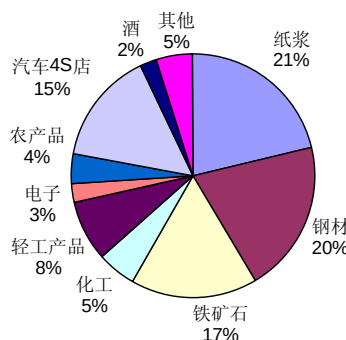
1Q2011 供应链业务盈利增长 30% 左右，其中新兴供应链运营业务板块增长迅速是主要原因：由于成功复制了上述三项传统优势供应链业务的经营理念和业务模式，1 季度新兴供应链板块普遍成长迅速，如矿石和化工等业务单季度盈利已经相当于 2010 年全年的 69% 和 150%，轻工、农产品和酒类业务亦相当于去年全年的 38%~45%。我们在盈利预测中预计公司供应链行业各项业务 2011 年均有 25% 左右的盈利增长，从一季度的数据来看，新兴业务板块已经迎来了快速发展期，全年业绩均有较大的超预期可能。

图表 2：建发股份 1Q2011 年各供应链业务盈利与 2010 年全年盈利比较



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3：建发股份 1Q2011 年各供应链业务盈利占比

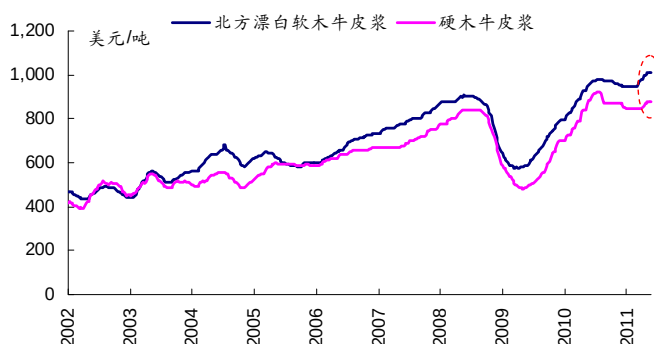


资料来源：公司数据，中金公司研究部

1 季度传统优势供应链业务受经济周期和季节性因素影响增长有所放缓，但 2 季度增长可以有更好的预期：

- **纸浆业务：**由于公司的纸浆业务做到了全程供应链管理，相对承担环节较多并需要承担一定的价差，在 2010 年纸浆价格持续上升的过程中盈利较好。而今年一季度纸浆价格较为平稳，并且公司作为纸浆行业第一大经销商规模扩张相对放缓，板块一季度盈利相当于去年全年的 24%，增长有所放缓。然而，考虑到纸浆价格从今年 3 季度中旬开始出现了一波较为明显的反弹，我们预计公司纸浆业务 2 季度盈利增长将有一定程度的加快。

图表 4：纸浆价格变化



资料来源：Wind，中金公司研究部

- **钢材业务：**1 季度盈利相当于去年全年的 29%，年化同比增速在 14% 左右；考虑到 1 季度是需求的淡季，全年增长肯定高于这一水平。公司规划今年钢材业务量将从去年的 500 万吨增加到 800 万吨，考虑到近几个月用钢旺季已经到来，预计钢材业务板块 2 季度增长将有所加速。
- **汽车 4S 店：**由于季节性因素（销售淡季）以及政策因素的影响，1 季度汽车 4S 店业务盈利相当于去年全年的 26%，对应年化同比增长 2.4%。考虑到 2 季度公司新开了 2 家宾利 4S 店以及 1 家凯迪拉克 4S 店，预计汽车 4S 店板块 2 季度盈利增长将有明显的回升。

综合而言，2 季度经济增长的放缓将对公司供应链业务造成一定的影响，预计板块 2 季度盈利增速将由 1 季度的 30% 小幅回落至 20%+ 的水平：我们认为，公司 7+2+1 的供应链业务结构尽管承担价差较少，波动性低于传统贸易业务，但经济放缓带来的去库存效应仍将使得量的方面增速有所回稳。1 季度增长迅猛的新兴供应链业务增速将有所回落，但考虑到三项传统优势业务增长将有所回升，预计 2 季度公司供应链业务盈利增长仍将保持在 20%+ 的水平，每股盈利将可以达到 0.11 元以上。

前 5 个月房地产销售良好，2 季度转让上海长进置业股权将贡献 1.9 亿净利润贡献或每股 0.08 元

房地产业务前 5 个月销售情况较好：公司前 5 个月房地产业务已经完成销售约 40 亿元，其中平均土地成本 5000 元/销售价格 37000 元的江湾项目已经完成了 9 亿元左右的销售额，我们预计公司房地产业务 2011 年全年可以完成销售 100 亿元左右，确认销售收入 73 亿元，盈利贡献约为每股 0.5 元。

2 季度来自房地产业务盈利至少可以达到每股 0.16 元：

1 季度公司房地产业务完成销售收入 20 亿元左右，但由于结算较少的原因，盈利贡献仅为每股 0.08 元。尽管公司二季度房地产业务销售情况好于 1 季度，出于保守起见，我们仍假设二季度房地产业务确认盈利和 1 季度持平，约为 0.08 元。同时，考虑到公司转让上海长进置业股权（汇融大厦房地产项目）将贡献 1.9 亿左右的净利润，对应每股 0.08 元将在 2 季度计入盈利，2 季度来自房地产业务盈利至少可以达到每股 0.16 元。

根据我们的测算，在最为保守的情况下，建发股份上半年盈利也将达到 0.50 元，其中经常性每股盈利 0.42 元

考虑到股权转让业务收益将计入非经常性损益，建发股份 2 季度每股盈利将达到 0.27 元以上（供应链 0.11 元+房地产 0.16 元），其中经常性损益将达到 0.19 元以上（供应链 0.11 元+房地产 0.08 元）。因此，公司 2011 年上半年业绩将可以达到 0.5 元以上（1 季度 0.23 元），其中经常性每股盈利 0.42 元。

从季节性因素考虑，通常下半年为业务旺季，从公司历史业绩来看，上半年盈利占比约为全年盈利的 43%。因此，在最为保守的情况下，公司全年业绩达到我们预测的每股 1.0 元也是大概率事件，实际盈利水平将有较大可能超出我们的预期。

图表 5：盈利预测主要假设

	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
营业收入	66,096	83,094	102,228	128,088	161,294	198,381
YoY growth	63.0%	25.7%	23.0%	25.3%	25.9%	23.0%
供应链运营业务	59,986	74,459	92,633	115,494	144,298	180,646
YoY growth	73.9%	24.1%	24.4%	24.7%	24.9%	25.2%
房地产业务	4,937	7,345	8,176	11,034	15,280	15,846
YoY growth	1.7%	48.8%	11.3%	34.9%	38.5%	3.7%
其他业务	1,173	1,290	1,419	1,561	1,717	1,889
YoY growth	-1.8%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利润	5,161	6,847	8,426	11,134	14,372	16,613
毛利率	7.8%	8.2%	8.2%	8.7%	8.9%	8.4%
销售费用	(1,945)	(2,355)	(2,908)	(3,657)	(4,620)	(5,690)
销售费用率	2.9%	2.8%	2.8%	2.9%	2.9%	2.9%
管理费用	(242)	(319)	(381)	(477)	(604)	(716)
管理费用率	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
财务费用	(111)	(226)	(227)	(233)	(215)	(189)
投资收益	86	95	104	115	126	139
有效税率	25.2%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 6：分部加总法估值测算

	估值方法	股权价值 (人民币百万元)	每股价值 (人民币元)
贸易及供应链业务	15x 2011年市盈率	16,800	7.5
房地产业务	每股NAV打八折	8,091	3.6
合计		24,891	11.1

资料来源：公司数据，中金公司研究部

2011 年市盈率仅有 7.9 倍，重申“推荐”评级

估值优势突出：在我们当前的盈利预测下，公司 2011 年市盈率仅有 7.9 倍，低估了公司业务的成长性。考虑到后续《“十二五”现代服务业发展规划》出台将带来政策面支持，以及海西地区发展和厦门经济特区 30 周年将带来消息面利好，公司当前估值优势非常明显。

重申“推荐”评级，建议积极介入：建发股份近期股价随大盘出现了一定的调整，已经跌出了绝对投资价值。我们认为，随着公司供应链业务模式逐渐为市场认同、盈利的进一步释放以及政策面利好的逐步出现，股价将有较大的提升空间。重申“推荐”评级，建议投资者积极介入。

图表 7: 历史和预测的财务指标

损益表 (人民币百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	37,217	40,551	66,096	83,094	102,228
减: 营业成本	-33,490	-36,942	-60,147	-75,281	-92,655
营业税金及附加	-805	-521	-787	-966	-1,148
毛利润	2,922	3,089	5,161	6,847	8,426
减: 营业费用	-975	-1,311	-1,945	-2,355	-2,908
管理费用	-126	-135	-242	-319	-381
财务费用	-22	-71	-111	-226	-227
加: 投资收益	98	88	86	95	104
营业利润	1,709	1,641	2,837	4,021	4,981
加: 营业外收支净额	52	15	-1	8	8
税前利润	1,761	1,657	2,836	4,029	4,989
减: 所得税	-286	-331	-694	-984	-1,221
少数股东损益	-425	-262	-388	-808	-976
净利润	1,050	1,064	1,755	2,237	2,791
资产负债表 (人民币百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
货币资金	1,790	1,899	2,654	2,424	2,309
应收账款	641	808	1,565	1,685	2,177
预付账款	2,232	4,665	4,830	6,856	9,193
存货	11,649	13,501	24,307	29,169	35,003
流动资产	17,277	22,073	35,498	42,435	51,558
长期股权投资	967	1,045	1,107	1,207	1,307
固定资产	1,123	397	352	433	510
在建工程	974	653	1,159	1,159	1,159
无形资产	515	212	223	218	213
总资产	22,677	26,886	41,282	48,545	57,986
短期借款	1,469	3,582	5,606	4,000	4,000
应付票据	1,598	4,449	3,299	5,595	7,709
应付账款	1,667	1,933	3,895	4,187	5,334
预收账款	3,645	3,613	7,589	9,107	10,929
应交税金	-7	139	501	551	607
其他应付款	1,264	1,406	1,849	2,673	3,221
长期借款	2,983	3,806	8,616	9,816	10,016
股东权益	5,853	4,647	6,059	8,011	10,447
现金流量表 (人民币百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
经营活动现金流	349	-282	-4,604	1,166	563
投资活动现金流	-987	-1,208	-661	-300	-296
筹资活动现金流	-563	1,313	5,829	-1,096	-383
现金及现金等价物净增加额	-996	-185	691	-230	-116
主要经营和财务指标	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
毛利率	7.9%	7.6%	7.8%	8.2%	8.2%
净利润率	2.8%	2.6%	2.7%	2.7%	2.7%
资产收益率	4.6%	4.0%	4.3%	4.6%	4.8%
净资产收益率	17.9%	22.9%	29.0%	27.9%	26.7%
投入资本收益率	7.4%	7.5%	7.7%	9.0%	9.8%
资产负债率	70.1%	78.7%	81.7%	78.7%	76.3%
利息保障倍数 - 净利润 (x)	47.5	15.0	8.7	5.6	7.0
每股盈利 (元)	0.47	0.48	0.78	1.00	1.25
每股分红 (元)	0.25	0.25	0.10	0.13	0.16
每股净资产 (元)	2.62	2.08	2.71	3.58	4.67
每股经营现金流 (元)	0.16	-0.13	-2.06	0.52	0.25

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 8: 贸易可比公司估值表

公司名称	股票代码	货币	股价 11-5-27	市值 (百万美元)	PE				PB				ROE(%)				CAGR		PEG
					09A	10A	11E	12E	09A	10A	11E	12E	09A	10A	11E	12E	09-12	09A	
A股上市公司																			
建发股份*	600153 CH Equity	RMB	7.92	2,730	16.7	10.1	7.9	6.3	3.8	2.9	2.2	1.7	22.9	29.0	27.9	26.7	38%	0.2	
中大股份*	600704 CH Equity	RMB	17.05	1,153	27.1	15.0	12.5	11.0	3.1	2.5	2.1	1.8	11.3	16.8	16.9	16.3	35%	0.3	
五矿发展	600058 CH Equity	RMB	33.58	5,544	135.0	61.4	38.0	30.0	4.4	4.1	n.a.	n.a.	3.2	6.7	n.a.	n.a.	65%	0.5	
中化国际	600500 CH Equity	RMB	10.05	2,225	23.3	21.6	13.0	14.0	2.5	2.5	n.a.	n.a.	11.1	11.5	n.a.	n.a.	19%	0.7	
厦门国贸	600755 CH Equity	RMB	7.81	1,231	22.1	15.1	9.5	5.7	1.9	1.9	n.a.	n.a.	10.7	12.4	n.a.	n.a.	57%	0.1	
江苏国泰	002091 CH Equity	RMB	17.35	962	35.3	31.0	26.3	20.4	6.7	6.3	5.5	4.4	20.4	19.0	22.6	25.0	20%	1.0	
东方创业	600278 CH Equity	RMB	9.61	474	33.2	22.3	12.6	8.3	1.6	1.9	n.a.	n.a.	5.5	8.4	n.a.	n.a.	59%	0.1	
弘业股份	600128 CH Equity	RMB	15.11	574	108.7	58.1	33.6	26.1	3.0	2.9	n.a.	n.a.	2.8	5.0	n.a.	n.a.	61%	0.4	
平均值					50.2	29.3	19.2	15.2	3.4	3.1	3.3	2.6	11.0	13.6	22.5	22.7	49%	0.3	
中值					30.1	22.0	12.8	12.5	3.0	2.7	2.2	1.8	10.9	11.9	22.6	25.0	34%	0.4	
H股上市公司																			
利丰	494 HK Equity	HKD	37.3	19,308	41.0	56.9	53.7	43.2	7.9	14.0	9.8	8.7	21.6	26.0	19.5	22.0	-2%	n.m.	
华润创业	291 HK Equity	HKD	31.1	9,588	25.5	31.1	28.6	23.1	2.9	2.5	2.3	2.2	11.4	12.7	8.1	9.6	3%	6.8	
大昌行集团	1828 HK Equity	HKD	7.7	1,810	19.6	14.6	10.5	8.3	2.6	2.2	1.8	1.6	13.8	19.7	17.1	18.7	33%	0.2	
平均值					28.7	34.2	30.9	24.8	4.5	6.2	4.6	4.2	15.6	19.4	14.9	16.8	5%	5.0	
中值					25.5	31.1	28.6	23.1	2.9	2.5	2.3	2.2	13.8	19.7	17.1	18.7	3%	6.8	
国际上市公司																			
WW Grainger	GWW US Equity	USD	149.4	10,350	24.0	22.3	17.3	15.4	5.0	4.7	3.9	3.4	20.5	22.2	25.6	24.9	16%	1.0	
Fastenal Co	FAST US Equity	USD	32.9	9,686	52.5	36.3	28.2	23.6	4.1	7.4	6.9	5.7	15.8	20.8	25.1	25.9	31%	0.8	
三菱商事	8058 JP Equity	JPY	2,027	42,588	9.3	13.3	7.9	6.6	1.4	1.2	1.1	0.9	15.0	9.6	13.7	14.6	12%	0.6	
三井物产	8031 JP Equity	JPY	1,370	31,020	14.1	16.9	6.7	5.3	1.3	1.2	1.0	0.9	9.4	7.5	16.2	18.4	39%	0.1	
住友商事	8053 JP Equity	JPY	1,065	16,487	6.2	9.2	6.3	5.4	1.0	0.9	0.8	0.7	15.9	10.0	13.1	14.1	5%	1.2	
伊藤忠商事	8001 JP Equity	JPY	829	16,264	7.9	10.2	7.4	5.5	1.5	1.3	1.1	0.9	19.4	13.5	14.2	17.7	13%	0.4	
丸红株式会社	9002 JP Equity	JPY	553	11,897	8.6	10.1	6.9	5.4	1.7	1.4	1.2	1.0	19.6	14.8	17.9	20.6	17%	0.3	
丰田通商	8015 JP Equity	JPY	1,282	5,619	11.3	18.3	8.8	10.0	0.8	0.8	0.7	0.7	7.5	4.4	8.3	5.4	4%	2.4	
双日株式会社	2768 JP Equity	JPY	144	2,231	9.5	21.5	13.7	7.7	0.6	0.5	0.5	0.5	5.9	2.6	3.4	5.9	7%	1.1	
Samsung C&T	000830 KS Equity	KRW	80,200	11,588	40.7	26.0	26.7	22.4	1.6	1.7	1.5	1.4	3.9	7.2	6.0	6.5	22%	1.0	
大宇国际集团	047050 KS Equity	KRW	37,950	3,614	31.4	37.0	18.4	16.4	2.8	2.6	2.3	2.0	8.8	7.0	13.2	13.1	24%	0.7	
SK Networks	001740 KS Equity	KRW	11,100	2,548	54.6	14.9	10.9	10.2	0.9	0.9	0.8	0.8	1.7	6.7	7.8	7.9	75%	0.1	
平均值					22.5	19.7	13.3	11.2	1.9	2.0	1.8	1.6	11.9	10.5	13.7	14.6	26%	0.4	
中值					12.7	17.6	9.9	8.8	1.5	1.3	1.1	0.9	12.2	8.6	13.5	14.3	13%	0.7	

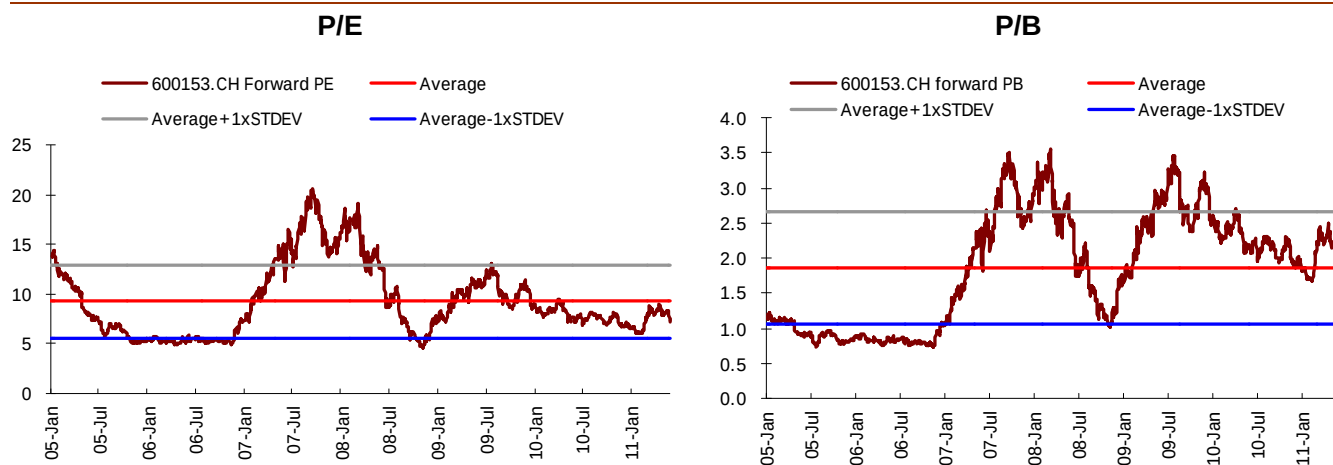
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部；注：*数据为中金预测，其他为市场预测数据，来自彭博资讯

图表 9: 物流行业可比公司估值表

公司名称	股票代码	货币	股价 11-5-27	市值 (百万美元)	PE				PB				ROE(%)				CAGR	PEG
					09A	10A	11E	12E	09A	10A	11E	12E	09A	10A	11E	12E	09-12	09A
A股上市公司																		
建发股份*	600153 CH Equity	RMB	7.92	2,730	16.7	10.1	7.9	6.3	3.8	2.9	2.2	1.7	22.9	29.0	27.9	26.7	38%	0.2
铁龙物流*	600125 CH Equity	RMB	10.63	2,137	39.8	29.1	24.8	18.5	5.1	4.4	3.7	3.1	13.4	16.1	16.2	18.2	29%	0.6
外运发展*	600270 CH Equity	RMB	8.33	1,162	32.9	25.8	24.7	23.0	1.6	1.6	1.6	1.5	5.0	6.3	6.3	6.5	13%	1.8
飞马国际	002210 CH Equity	RMB	8.58	404	151.1	50.5	33.4	25.2	6.1	5.6	4.4	3.7	4.0	8.5	20.3	22.8	82%	0.3
怡亚通	002183 CH Equity	RMB	6.66	856	48.2	31.0	23.0	17.5	2.8	3.8	3.5	3.2	6.2	11.0	12.6	13.6	40%	0.4
锦江投资	600650 CH Equity	RMB	10.63	797	21.8	20.6	18.0	n.a.	3.0	2.9	n.a.	n.a.	14.4	14.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
中储股份	600787 CH Equity	RMB	9.03	1,168	41.6	27.5	20.2	16.3	1.8	1.7	1.7	1.5	5.2	15.5	7.5	9.7	37%	0.4
保税科技	600794 CH Equity	RMB	13.20	435	43.3	30.8	21.3	19.5	7.9	6.6	5.6	4.8	20.1	21.3	26.5	24.6	30%	0.6
恒基达鑫	002492 CH Equity	RMB	15.40	285	42.3	36.3	27.5	20.3	7.9	3.8	2.3	2.1	20.7	10.1	8.5	10.6	28%	0.7
澳洋顺昌	002245 CH Equity	RMB	7.84	440	38.3	35.6	27.1	21.0	3.5	5.2	4.9	3.9	9.5	14.7	16.6	19.7	22%	0.9
新宁物流	300013 CH Equity	RMB	11.23	156	38.3	37.2	29.6	28.9	3.2	3.2	n.a.	n.a.	13.5	8.5	n.a.	n.a.	10%	2.9
平均值					46.7	30.4	23.4	19.7	4.3	3.8	3.3	2.8	12.3	14.1	15.8	16.9	33%	0.6
中值					39.8	30.8	24.7	19.9	3.5	3.8	3.5	3.1	13.4	14.1	16.2	18.2	26%	0.8
H股上市公司																		
利丰	494 HK Equity	HKD	37.3	19,308	41.0	56.9	53.7	43.2	7.9	14.0	9.8	8.7	21.6	26.0	19.5	22.0	-2%	n.m.
中国外运	598 HK Equity	HKD	1.88	1,027	16.6	11.1	8.1	6.4	0.8	0.7	0.6	0.6	4.6	7.7	8.0	9.3	37%	0.2
深圳国际	152 HK Equity	HKD	0.65	1,368	10.5	8.2	5.9	5.4	1.3	0.9	n.a.	n.a.	14.5	9.8	n.a.	n.a.	25%	0.2
平均值					22.7	25.4	22.6	18.3	3.4	5.2	5.2	4.7	13.6	14.5	13.7	15.6	7%	2.5
中值					16.6	11.1	8.1	6.4	1.3	0.9	5.2	4.7	14.5	9.8	13.7	15.6	37%	0.2
国际上市公司																		
普洛斯*	GLP SP Equity	SGD	1.98	7,361	29.9	25.3	22.0	19.3	4.0	3.6	1.1	1.0	13.4	14.2	5.0	5.2	16%	1.2
UPS	UPS US Equity	USD	73.0	71,954	33.8	20.7	16.8	14.6	9.5	8.1	7.6	6.6	29.9	42.2	48.5	54.7	32%	0.5
FedEx	FDX US Equity	USD	91.9	29,009	296.5	24.5	18.4	14.0	2.1	2.0	2.0	1.8	0.7	8.2	10.5	9.0	177%	0.1
CH Robinson	CHRW US Equity	USD	79.9	13,232	37.2	34.2	29.4	25.1	12.4	11.6	10.0	9.0	33.0	34.6	35.9	37.3	14%	1.8
大和控股	9064 JP Equity	JPY	1,212	7,022	21.0	16.9	15.9	16.6	1.1	1.1	1.0	1.0	5.4	6.6	6.6	5.8	8%	2.0
三菱仓库	9301 JP Equity	JPY	873	1,901	23.7	26.4	21.2	18.2	0.8	0.7	0.8	n.a.	3.5	2.8	3.6	n.a.	9%	2.0
Glovis	086280 KS Equity	KRW	157,000	5,445	31.0	22.8	18.7	15.7	7.1	5.5	4.3	3.4	26.0	28.4	25.5	24.2	26%	0.6
平均值					67.6	24.4	20.3	17.6	5.3	4.7	3.8	3.8	16.0	19.6	19.4	22.7	56%	0.3
中值					31.0	24.5	18.7	16.6	4.0	3.6	2.0	2.6	13.4	14.2	10.5	16.6	23%	0.7

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部；注：*数据为中金预测，其他为市场预测数据，来自彭博资讯

图表 10: 历史 P/E 和 P/B



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测12个月之内绝对收益20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED