

推荐(维持)

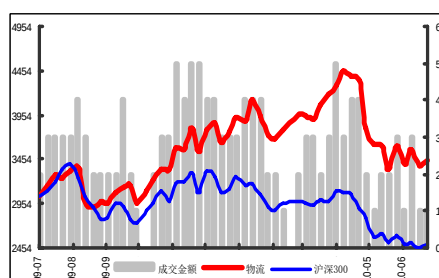
政策犹抱琵琶半遮面 关注高增长细分领域

——2010年下半年物流行业投资策略

市场数据

物流行业指数	3450
三个月涨跌幅	-17.56%
上证综合指数	2535
沪深300指数	2716

行业相对股价表现



相关研究

- 1、《迎接大物流时代 政策开启物流元年——2010 年物流行业投资策略》2009.12.17
- 2、《物流业将迎政策高度密集期 关注政策驱动的行业性机会》2009.8.13
- 3、《专题点评：物流业调整振兴规划获通过》2009.2.26

分析师：

郑庆平 (S0120208060039)

8621-68761616-8320

zhengqp@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路500号城建国际中心26楼,200122

http://www.tebon.com.cn

报告摘要：

- 1、经济转型期国内物流业将实现结构性高增长，看好供应链管理物流、速递物流、冷链物流等细分物流领域的发展前景。虽然中国经济难以再现过往的持续高增长局面，实体经济增速将有所降温，全社会物流总额增速预计亦将有所下滑，然两大原因使得国内物流业的发展前景仍可看好：（1）经济转型期制造业工资进入上升通道的压力将使制造业释放出巨大的第三方物流需求；（2）国内物流业目前阶段的粗放式运营以及内部发展的非均衡性决定了细分领域的高增长空间，我们看好供应链管理物流、速递物流、冷链物流等细分物流领域的发展前景，且细分物流领域已引起外资物流巨头的高度关注。
- 2、物流业振兴细则犹抱琵琶半遮面，预计下半年将有重大突破。尽管物流业调整和振兴规划细则迟迟未能露面，但是地方政府发展物流业的热情依旧高涨，行业运行正在出现积极变化。为了使国内物流业发展具备行业性的操作规范和标准，引导物流业有序健康发展，及早出台影响当前物流业发展的土地、税收、交通、融资等政策十分必要。此外，明年的就业形势可能非常严峻。物流业作为现代服务业的重要组成部分，各地政府均将其定位于支柱产业，如果能够得到大力发展，将有助于缓解就业压力。从这个角度而言，《规划》细则出台的时间越早越好，这将有助于推动地方政府3年物流业振兴规划的深入实施，我们期待下半年《规划》细则的颁布获得突破性进展。
- 3、物流业具备广阔发展空间而行业自身又存在强烈的并购整合预期，在国家和地方的产业政策支持下，预计今后数年都将成为资本市场的热点。我们认为，5-10年内增长潜力较大的快递物流、供应链管理物流、冷链物流、危险品物流、铁路物流等物流细分领域的公司，特别是具有清晰盈利模式的企业将脱颖而出。同时，产业内部的大规模并购将催生行业龙头，物流行业的领袖级企业将逐渐浮出水面，我们建议关注行业嬗变过程中的中长期投资机会。对于物流行业新上市的企业，如果具备比较好的业务模式则有从“小公司”迅速成长为“大公司”的机会，因此值得重点关注。
- 4、我们建议重点关注：铁龙物流（600125）、保税科技（600794）、芜湖港（600575）、飞马国际（002210）、怡亚通（002183）、农产品（000061）、中储股份（600787）、外运发展（600270）。

目录

一、政策犹抱琵琶半遮面，地方政府规划制定紧锣密鼓	1
1、《规划》细则迟迟未能出台，下半年将有突破.....	1
2、地方政府发展物流业热情高涨，规划制定紧锣密鼓.....	2
二、运输物流联动发展方向确立，行业运行出现积极变化	6
1、综合运输体系建设引起高度重视.....	6
2、多式联运、港口功能调整出现积极变化.....	6
三、国内物流业将实现结构性高增长，看好供应链管理物流、速递物流、专业物流	8
1、经济转型期国内物流业将实现结构性高增长.....	8
2、制造业与物流业联动提速打开供应链管理物流的市场空间.....	10
3、资金、管理瓶颈和政策三重压力下快递物流酝酿大变局.....	11
4、专业细分物流市场引起外资物流巨头关注.....	13
四、物流板块避险特征显现，关注专业物流公司和新上市企业	14
1、物流板块再度跑赢交运指数	14
2、行业扩容将带来新动力	15
3、关注高增长细分物流领域的公司和新上市企业.....	16
表 1 今年出台的部分地方物流业发展规划内容概览.....	2
表 2 安徽对物流业发展的政策支持力度加大.....	4
表 3 国内快递行业 2010 年 1-6 月份重要并购、投资事件.....	12
表 4 已申请未上市的物流公司.....	15
表 5 物流行业重点关注个股及投资评级.....	16
图 1 全社会物流总额今年预计将突破 100 万亿元.....	8
图 2 人口出生率变化趋势预示中国劳动力成本将进入上升通道.....	9
图 3 国内快递行业收入规模持续高速增长.....	11
图 4 2010 年上半年物流板块整体表现继续优于交运行业其他子行业	14
图 5 2010 年上半年物流板块主要上市公司股价表现（2010.6.1-6.25）	15

一、政策犹抱琵琶半遮面，地方政府规划制定紧锣密鼓

1、《规划》细则迟迟未能出台，下半年将有突破

距离 2009 年 3 月份国务院发布《物流业调整和振兴规划》（以下简称《规划》）已经过去了一年多，虽然今年初以来国家发改委曾数次表示物流产业多个专项规划即将发布，但总体上是“雷声大、雨点小”。对比当初《规划》提出的“十大主要任务”、“九大重点工程”和“九项政策措施”，影响当前物流业发展的土地、税收、收费、融资、交通管理等方面的政策都没有出台；国家发改委主要负责的煤炭、粮食、农产品冷链、物流园区、应急物流以及商务部主要负责的商贸物流等 6 个专项规划也未出台；九大物流工程、21 个全国性物流节点城市、17 个区域性物流节点城市、九大物流区域、十大物流通道如何推进均缺乏具体应对措施。

我们认为，《规划》细则迟迟难以出台可能有几个方面的原因：一是物流业属于复合型产业，涉及多达 33 个政府部门及协会，政策制定的协调难度较大；二是国家在去年推出 4 万亿投资规划以及包括物流业在内的十大产业振兴规划后，今年的政策重点转向调整经济结构、转变发展方式，节能环保、新兴信息产业、生物产业、新能源、新能源汽车、高端装备制造业和新材料等七大战略性新兴产业规划的制定被纳入议事日程，且初定于 9 月份下发。经济和产业政策的转向可能影响了物流业《规划》细则的制定和颁布进程；三是物流业也是新兴产业，政府在如何管理物流业方面缺乏经验，部分政策可能会采取先试行后全面推开的方式。比如今年首个税收方面的细则试点已经展开，有六七百家物流企业开始享受部分税收新政优惠。

今年是全面推进、全面落实国务院《规划》的第二年，也是关键的一年。目前，地方物流业发展正处在全面加速推进的阶段，各地政府纷纷着手制定本地区的专项物流发展规划以及支持物流业发展的政策，部分地方政府甚至给出了明确的时间表。比如：陕西省政府今年 2 月份颁布了《落实陕西省物流业调整和振兴规划实施方案部门工作分工》，要求在 6 月底前完成制定农产品冷链物流规划、应急物流规划、商贸物流专项规划和物流标准。同时，我们注意到，各地在拟定物流业发展规划时普遍提出要着力打造区域性物流中心城市，纷纷圈地上马大型物流园项目，尤其是西

部各大城市物流园区建设热火朝天，重庆、成都、西安为了争夺西部物流高地竞相抛出巨无霸一样的物流园区规划。为了使国内物流业发展具备行业性的操作规范和标准，避免中央与地方在物流专项规划、物流标准等方面的冲突，防止物流园区建设重蹈上个世纪末、本世纪初开发区过多过滥、违规用地等问题频发的覆辙，引导物流业有序健康发展，我们认为，及早出台《规划》细则特别是影响当前物流业发展的土地、税收、交通、融资等政策十分必要。

此外，随着国内经济发展步入转型期，4 万亿投资的刺激效应逐渐消失以及外部经济动荡加剧，明年的就业形势可能非常严峻。物流业作为现代服务业的重要组成部分，各地政府均将其定位于支柱产业，如果能够得到大力发展，将有助于缓解就业压力。因此，从这个角度而言，《规划》细则出台的时间越早越好，这将有助于推动地方政府 3 年物流业振兴规划的深入实施，我们期待下半年《规划》细则的颁布获得突破性进展。

2、地方政府发展物流业热情高涨，规划制定紧锣密鼓

虽然《规划》细则迟迟未能公布，但是地方政府发展物流业的热情依旧高涨，地方物流业规划制定紧锣密鼓。继安徽省、四川省、湖北省、湖南省、陕西省、江苏省、山东省、江西省、河北省、重庆市、深圳市、广州市、上海市、中山市、杭州市、湖州市等多个省市在 2009 年公布物流业调整和振兴规划后，今年上半年，辽宁省、浙江省、福建省、北京市、宜昌市又陆续公布了物流振兴规划（表 1）。

表 1 今年出台的部分地方物流业发展规划内容概览

省/市	规划名称	目标	空间布局/优惠政策	重点工程
北京市	《北京市物流业调整和振兴实施方案（2009-2011）》	实现近 3 年全市社会物流总额年均递增 25% 左右，到 2011 年突破 7 万亿元；物流业增加值年均递增 12% 左右，到 2011 年突破 600 亿元，成为支柱产业； 到 2011 年，重点培育年营业收入百亿元的大型第三方物流企业 3-5 家；培育年营业收入超 5 亿元的第三方物流企业 5-10 家；培育年营业收入超亿元的食品、烟草、汽车等专业化物流企业 10-15 家	“三环、五带、多中心”的物流节点布局	顺义空港、通州马驹桥、房山良乡、平谷马坊和大兴京南五大物流基地
辽宁省	《辽宁省物流业调	到 2012 年，物流业增加值增长 8% 以	打造“一圈两区三带”的物流产业发展空	重点发展

	整和振兴实施方案》	上, 占第三产业增加值 15%以上; 培育一批具有国际、国内竞争力的大型综合物流企业集团和物流服务名牌; 形成一批具有较强集聚辐射能力的物流产业集群	间布局; 加大省级财政资金的支持力度, 各市也要安排专项资金, 支持现代物流业发展; 各银行业金融机构要加大对物流业的金融支持力度; 加大政策扶持力度, 出台用地优惠政策, 对重点物流企业和重点物流项目依照国家相关法律法规给予税收优惠; 进一步加大物流企业税收试点推荐工作力度, 合理确定物流企业营业税计征基数, 简化物流企业征税手续	七大物流工程
浙江省	《浙江省物流业发展三年行动计划(2010-2012)》	到 2012 年, 全省物流业增加值年均递增 15%以上; 建成一批引领全省物流业集聚发展的物流园区(中心), 形成一批有国内影响力的第三方物流企业品牌, 推广一批通用物流信息软件; 第三方物流比重明显提高, 物流业规模进一步扩大	依托区域物流枢纽, 突出以物流园区(中心)为核心的物流节点建设, 建设“五大物流基地”; 落实税费优惠, 强化用地保障, 增加资金投入	重点围绕“六个突出”开展工作, 选择确定 100 个物流业项目作为发展抓手
福建省	《福建省物流业调整 and 振兴实施方案(2009-2012)》	到 2012 年, 全省物流业增加值达 1300 亿元以上, 年均增长 16%左右; 物流园区、物流配送中心和重要商贸市场等物流设施建设投资额达 600 亿元以上; 争取将厦门港建设成为国际航运枢纽港, 将厦门建设成为连接海峡两岸的全国性物流节点城市; 实现主营业务收入超百亿元物流企业 3 家, 超 10 亿元 10 家, 力争全省进入“中国物流百强企业”保持在 13 家以上, 获评 5A 级物流企业 10 家	对运送进出福建省港口货物的国际标准集装箱运输车辆, 免收政府还贷普通公路通行费。加快推行对通行高速公路运送进出口福建省港口货物的国际标准集装箱车辆实行“递远递减”的优惠计费模式; 加大物流业用地政策支持力度; 增加各级财政投入; 加大金融支持力度。	七大任务, 加强海峡西岸经济区区域物流合作、加强闽台物流合作、加强闽港、闽澳区域物流合作
湖北省 宜昌市	《三峡现代物流中心发展规划》	将宜昌建成三峡现代物流中心、国家重要的区域性物流枢纽, 辐射“一线、两点和三区”; 到“十二五”末期, 物流业增加值达到 300 亿元; 将物流产业打造成宜昌市的支柱产业	规划建议将三峡现代物流中心纳入三峡后续工程建设范畴、国家级物流节点范围、提升为国家区域层次规划	九大物流园区

资料来源: 德邦证券研究所整理

此外, 针对已经公布的《物流业调整和振兴实施方案》, 部分省市今年陆续制定了更具有操作性的实施细则。例如: 陕西省政府印发了《落实陕西省物流业调整和振兴规划实施方案部门工作分工》, 对加快推进五大物流体系建设、优化物流业发展的区域布局、加快物流企业兼并重组、提高物流信息化水平、完善物流标准化体系、加强物流基础设施建设的衔接与协调、深化物流管理体制改革、制订和完善物流产业政策、推进物流业对外开放、认真制订落实专项规划、多渠道增加对物流业的投入

等多个方面都进行了明确的部门分工；杭州市规划局制定了《杭州区域（都市区）物流与运输空间规划》，“五心四通道”的物流空间结构布局更加清晰。

值得关注的是，安徽省在 2009 年制定了《安徽省现代物流业发展规划（2009-2015）》，首次对物流行业的支持政策作了较为全面、具体的阐述，对物流行业的税收支持力度在目前所有公布《物流业调整和振兴规划》的省市中最大。其后，安徽省还出台了《关于加快发展交通运输业的若干意见》，提出了培育 100 家左右主业突出、市场影响力强的大型骨干交通运输企业（包括公路、铁路、水路、民航运输及邮政物流企业）。今年 1 月份，安徽省发改委、财政厅、国土资源厅、国资委、国税局、地税局、物价局、统计局、人行合肥中心支行等联合出台了十个方面的相关扶持政策，改善交通运输业发展环境，促进交通运输业做大做强。5 月份，合肥市政府出台了促进物流业发展的政策——《合肥市承接产业转移促进服务业发展若干政策（试行）》，将以财政政策和用地政策为调控工具，加快承接产业转移，促进物流业发展，增强城市核心竞争力。

从中可以看出，安徽省在物流业发展方面给予了强力的政策支持，我们相信这些政策必将带动安徽省的物流基础环境全面改善，推动安徽物流业的快速发展，对现代物流在全国范围内的推进具有示范意义。

表 2 安徽对物流业发展的政策支持力度加大

省份	土地	税收	融资	其他
安徽省	1、对列入省物流业发展重点工程的项目，建设用地由省国土资源厅每年安排专项指标解决，享受工业用地价格 2、对传统的运输、仓储、商贸流通企业和经过批准的其他企业以原划拨土地自行改造或合资、合作为物流企业的，免于交纳土地出让金 3、经省政府投资主管部门批准的在建物流园区、道路运输站场和物流配送中心等现代物流项目，涉及城市基础设施配套费、人防易地建设费和道路临时	1、物流企业在省内不同区域设立的分支机构，其企业所得税按国家有关规定由总部统一缴纳 2、对经省市有关部门批准、且主营物流业务收入超过企业总收入 60%的物流企业，经税务机关审核确认，在 2015 年前，其所得税按 15%的税率征收 3、对物流企业添置生产性设备的，可从当年企业所得税中抵免，当年企业所得税不足抵免的，可用以后年度企业所得税抵免，最长抵免期限五年 4、对于符合国家减免税政策的物流企业，需引进国外先进设备的，给予免征进口设备关税和进口环节增值税 5、按照国家有关政策，加大对物流企业税收支持。试点物流企业将承揽的运输、仓储业务分包给其他单位并由	1、设立安徽省现代物流业发展专项资金，由省财政每年安排 2000 万元，采取贷款贴息或补助方式，主要用于扶持省物流业发展六大重点工程项目建设 and 为国家物流重点工程项目进行配套 2、加大金融支持力度，定期组织银行与物流企业及物流项目对接，引导商业银行积极对物流基础设施项目和物流企业提供贷款；推动各类担保机构进一步简化手续、降低费率，积极为企业融资提供有效服务 3、支持有条件的物流企业通过资本市场筹集发展资金，对相关企业开发、研制、使用先进物流技术和设备的，可申请国家和省高新技术产业化资金 4、积极引进外资、民间资本、各类股	1、物流企业在用电、用水、用气、用热等，执行与工业基本同价，并按照价格管理权限，于 2010 年逐步调整到位 2、清理物流业不合理收费，降低物流企业成本 3、深化物流行业体制改革 4、加快物流人才的培养 5、完善城市物流配送车辆交通管制。公安交通管理部门可根据城市道路情况，在不影响交通秩序与安全的前提下，为城市配送车辆在专业市场、商场等市内商业网点停靠提供便利

	占用费、征地管理费，按现行法规政策执行	其统一收取价款的，以取得的全部收入减去付给其他运输企业的运费、仓储合作方的仓储费后的余额为营业额，计算征收营业税	权投资基金和创业投资机构投资物流产业，实现投资主体多元化	
合肥市	合肥市新建投资额 3000 万元以上（不含土地费用）、建筑面积 8000 平方米以上的物流园区、物流基地和物流配送中心建设以及第三方物流企业技术改造和新增设施项目，城市基础设施配套费按 50% 收取	全年主营业务收入在 500 万元以上的物流企业，3 年内按其所缴纳的增值税、营业税、企业所得税本市留成超基数（以 2009 年为基数）增量部分等额资金的 50% 给予奖励	对企业用于物流综合信息平台建设的设备投资，给予 10% 补贴	新晋升为国家 2A、3A、4A、5A 级的物流企业，一次性分别给予 5 万元、10 万元、15 万元、30 万元奖励
浙江省	1、对符合物流业发展政策的物流项目用地，与现有土地利用总体规划有冲突的，土地管理部门要积极配合，并及时调整规划 2、对列入省重点的物流建设项目用地，政府要给予重点支持 2、今后三年，省政府每年专项计划 5000 亩用于物流业发展	1、根据国家物流企业税收试点办法，在纳入试点名单的物流企业落实试点物流企业税收政策 2、落实国家有关企业购置用于环境保护、节能节水、安全生产等专用设备投资抵免的企业所得税政策 3、对占地面积较大的现代物流企业，如按规定纳税确有困难的，报经税务部门批准，可减免城镇土地使用税 4、对在浙江省设立总部的大型物流企业确有困难的，可按管理权限报经批准，给予减免水利建设专项资金 5、新引进的国际知名物流公司地区总部和省外物流公司总部，报经税务部门批准，可给予三年免征房产税、城镇土地使用税和水利建设专项资金	1、省服务业发展引导资金中每年安排一部分用于重点物流项目建设、物流人才培养、物流标准化推进、物流新技术的应用推广；2、继续从中央转移支付新增成品油消费税转项资金中安排一定数量的资金用于补助重要物流园区（中心）和物流信息化建设，以及用于鼓励发展节能环保型车辆、船舶、大吨位和特种（专用）车辆、船舶，鼓励企业对港口设施设备进行节能改造；3、加强商贸流通业相关财政专项资金的整合力度，充分发挥财政资金支持物流配送项目建设和专业市场改造提升的引导作用；4、对企业采用物流信息管理系统、自动分拣系统等先进物流技术和设备的，列入省政府科技项目经费和技术改造项目计划；5、鼓励金融机构对信用等级资质较高的物流企业给予重点支持；支持物流企业利用境内外资本市场融资或募集资金；鼓励民间资本参与物流项目建设；6、积极争取国家物流业调整和振兴规划项下支持物流业发展的专项财政性补助资金。对国家和省级补助项目，有关市、县（市、区）应安排相应的财政专项资金配套扶持	1、物流业用水、用气价格实现与一般工业同价 2、交通、物价等部门继续完善集装箱车、专用车、厢式车、甩挂车的通行费优惠政策，鼓励节能减排型车辆的发展 3、对所有车辆总吨位在 2000 吨以上，平均吨位在 8 吨以上的企业，政府部门对符合条件的物流企业每年要返还 3 个月的燃油税 4、5 年内暂停出台新的面向物流企业的行政事业性收费 4、围绕完善多层次物流教育体系，提高人才培养质量，重点培养高层物流人才

资料来源：德邦证券研究所整理

二、运输物流联动发展方向确立，行业运行出现积极变化

1、综合运输体系建设引起高度重视

今年 6 月初，交通运输部部长李盛霖出席全国交通局长培训班结业典礼，就“着力转变交通运输业发展方式”作了重要讲话，其认为：

1) 推进综合运输体系发展是转变交通运输业发展方式的重要途径。要调整优化通道资源，逐步实现各种运输方式“无缝衔接”和“零距离换乘”；加强多式联运等综合运输政策和标准规范的研究制定；

2) 努力促进现代物流业发展是转变交通运输业发展方式的重要切入点。要加强运输与物流服务的融合，积极发展甩挂运输、滚装运输、江海直达运输、集装箱联运等先进运输组织方式；积极拓展港站枢纽服务功能，新建港站枢纽运输功能和物流功能要统一规划、同步建设，现有港站枢纽改造植入物流功能，加强港站枢纽与后方物流园区衔接。研究高效环保城市配送车辆管理，完善大件货物运输的车辆生产、登记、准入、通行标准等管理制度。

我国改革开放以来交通基础设施总量规模的跨越式增长和运输能力的显著提升，为交通运输业结构优化、网络衔接和运输一体化发展创造了条件，近年来发展综合运输体系也因此引起了政府部门的高度重视。李盛霖部长的最新讲话是继 2007 年国务院审议通过《综合交通网中长期发展规划》、2008 年组建交通运输部后政府部门对国内运输物流业发展方向的最新表态，上述思路有望被写入“十二五”交通运输发展规划。

2、多式联运、港口功能调整出现积极变化

在国家鼓励发展综合运输体系以促进物流业发展的政策支持下，我们注意到今年以来国内物流业的基础环境正在加速改善，其中多式联运、港口功能调整方面都出现了可喜的变化。

2008 年金融危机以来，国内沿海港口开始瞄准内陆货源，纷纷在内陆中西部重要省市设立“无水港”，同时构筑内陆集疏运体系（如开行集装箱班列），促进了海陆联运这一多式联运方式的崛起。今年 5 月份召开的第三届中日韩运输及物流部长会议

达成共识，拟在三国间开展陆海联运建立无缝物流体系，中韩两国还草签了《陆海联运汽车货物运输协定》及其第一阶段《实施议定书》，同时确定山东为先行省份。第一阶段中韩双方将允许底盘挂车相互驶入，下一阶段将允许包括车头在内的货车相互驶入。实行陆海联运之后，载货车辆利用中韩客货班轮进入对方国家腹地，不需卸货换装，由原车直接完成“陆-海-陆”多式联运、实现“门到门”运输，这将有利于减少途中时间和成本、提高运输质量、降低环境污染等。据测算，允许底盘挂车相互驶入，每个集装箱可以节约换装时间 3.5 个小时、节约费用 50 美元。实行陆海联运后，青岛的港口航运物流和外贸企业将首先从中获益。除此以外，宁波市政府 2009 年出台了《关于加快宁波港海铁联运发展若干扶持政策的意见》和《宁波港航发展专项资金使用管理办法（暂行）》，3 年内将对每条新开通的浙江省内外到发宁波港站并进行海铁联运的铁路“五定”班列或直达专列，按照该班列或专列在宁波港站实际到发的集装箱重箱数量给予资助。今年 5 月，宁波市首次对从事宁波港海铁联运相关业务的企业发放了补助金，并与成都市政府签订协议推进海铁联运。重庆至深圳盐田港的快速集装箱五定班列今年 6 月投入运营，宣告重庆铁海联运国际贸易大通道正式启动。如果“一江两翼三洋”的国际物流大通道全部建成，重庆将成为整个欧亚大陆的物流新枢纽。

伴随多式联运的迅速崛起，港口经营理念、功能亦开始转变，国内主要港口围绕发展港口物流，全面推进“大港口、大物流”的转型策略已日渐清晰。今年浙江省拟计划完成交通投资 500 亿元，加快发展以港口为枢纽、陆海联动、功能完善的交通物流业，重点是港口物流园区、陆路集疏运网络和甩挂运输、厢式运输、滚装运输、多式联运等高效率的现代化运输方式。江苏连云港港口集团召开的 2010 年物流工作会议则确立了未来 3 年到 5 年内着力打造区域性现代化物流中心的港口大物流战略，将大力发展港口物流基地、港口物流内陆布点，推进多式联运、保税、物资交易、物流配送等业务开展，最终推动港口形成物流中心、资源配置中心。

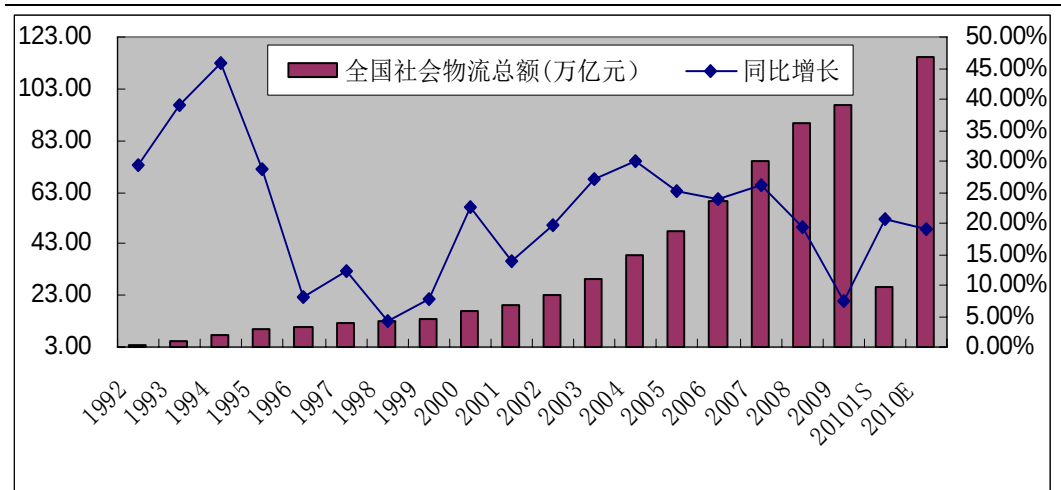
除了向转型大物流外，充分利用腹地资源优势发展特色物流业务亦是港口功能调整的一个重要方向。早在去年 5 月底，芜湖港（600575）就与淮南矿业（集团）有限责任公司就双方合作建设芜湖港煤炭储配中心项目签署框架协议，项目总体规划能力为 500 万吨煤炭堆存能力和 5000 万吨煤炭中转能力，工程已于 2009 年底启动。今年 3 月，武汉新港煤炭战略储备基地投资项目在湖北鄂州签约，拟在武汉新港鄂

州三江港区投资建港，总投资 20 亿元；凭借开滦集团掌控社会煤炭资源的优势，开滦集团、唐山曹妃甸港口有限公司、大唐国际发电股份有限公司、河北港口集团有限公司等六家企业 5 月份签订协议，将在曹妃甸建立国家级数字化煤炭储配基地，总投资 27.1 亿元，建成后可达到煤炭流通量 5000 万吨 / 年、动态库存 416 万吨的能力。

三、国内物流业将实现结构性高增长，看好供应链管理物流、速递物流、专业物流

1、经济转型期国内物流业将实现结构性高增长

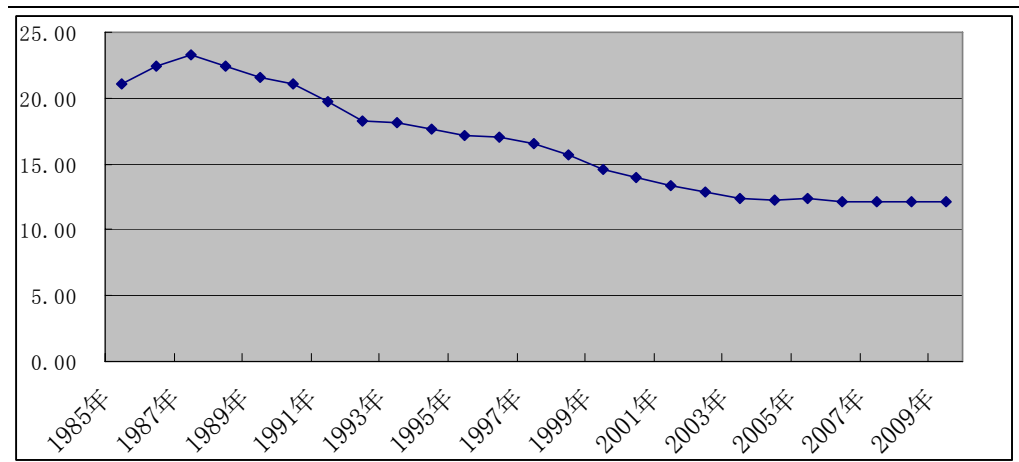
图 1 全社会物流总额今年预计将突破 100 万亿元



资料来源：德邦证券研究所

统计数据显示，1992-2009 年全社会物流总额从 3.91 万亿元跃升至 96.65 万亿元，年均复合增速高达 20.77%。虽然 2009 年受金融危机影响，全社会物流总额增速由 2008 年的 19.5% 下降至 7.4%，但随着经济形势转好，今年一季度社会物流总额已达到 25.9 万亿元，按可比价格计算同比增长 20.8%，物流业在去年下半年企稳回升的基础上已重新回到快速发展的通道。预计今年全社会物流总额将突破 100 万亿元，同比增速在 15% 左右。虽然前几年成就中国经济“井喷”的旧增长模式正在慢慢让位，今后中国经济难以再现过往的高增长局面，实体经济增速将有所降温，全社会物流总额增速预计亦将有所下滑，但两大原因使得国内物流业的发展前景仍可看好。

图2 人口出生率变化趋势预示中国劳动力成本将进入上升通道



资料来源：WIND 资讯；德邦证券研究所

首先，经济转型期制造业工资进入上升通道的压力将使制造业释放出巨大的第三方物流需求。

在经济转型期，首当其冲的将是中国的工业从沿海向内陆转移。人口统计数据显示，中国的人口出生率自1987年达到高峰后持续下降，这预示将来10-20年间中国新增劳动力将逐年下降，同时过去几年大学扩招又吸收了大量年轻人，所以可以判断的是，制造业中的初级劳动力将首先出现短缺，未来几年工资增长将非常明显，这将带来两个方面的重要变化。一方面，工资上涨将加速沿海中低端制造业向中西部转移，且新的工厂选址将更加注重靠近机场、港口、铁路等物流节点以节约运输费用，因此中西部的物流基础设施的需求将明显增加，中西部关键物流节点的业务量将有大幅增长的空间；另一方面，制造业主将比过往更加主动去寻找物流这一原材料和劳动力之外的“第三利润源泉”，制造业和物流业联动发展的现实性将被充分认识，从而释放出巨大的第三方物流需求，特别是供应链管理需求。经济转型期的另一个重要增长点是消费，随着国内经济增长转向内需拉动为主，消费将成为主要增长点，社会商品零售总额将持续快速增长。与此同时，电子商务、网络购物等飞速发展，这些都将催生出巨大的物流配送需求；

其次，国内物流业目前阶段的粗放式运营以及内部发展的非均衡性决定了细分领域的高增长空间。虽然改革开放以来我国物流业已经取得了长足发展，但行业长期缺乏政府监管，更缺少统一规划，因此发展较为粗放。目前，国内物流业仍处于从传统物流向现代物流的过渡阶段，且内部发展极不均衡，低端物流领域竞争激烈，高

端物流、专业物流领域发展较为滞后，供应链管理物流、速递物流、专业物流（如危险品物流、冷链物流）等细分物流领域都有比较大的发展空间。因此，在经济转型期，我国物流业的结构性高增长依旧值得期待。

2、制造业与物流业联动提速打开供应链管理物流的市场空间

制造业与物流业联动发展属于 2009 年国务院《物流业调整和振兴规划》提出的九大重点工程，核心是鼓励制造业物流流程再造和物流业务分离外包，提高制造企业的核心竞争力，目前已经引起地方政府的高度重视。

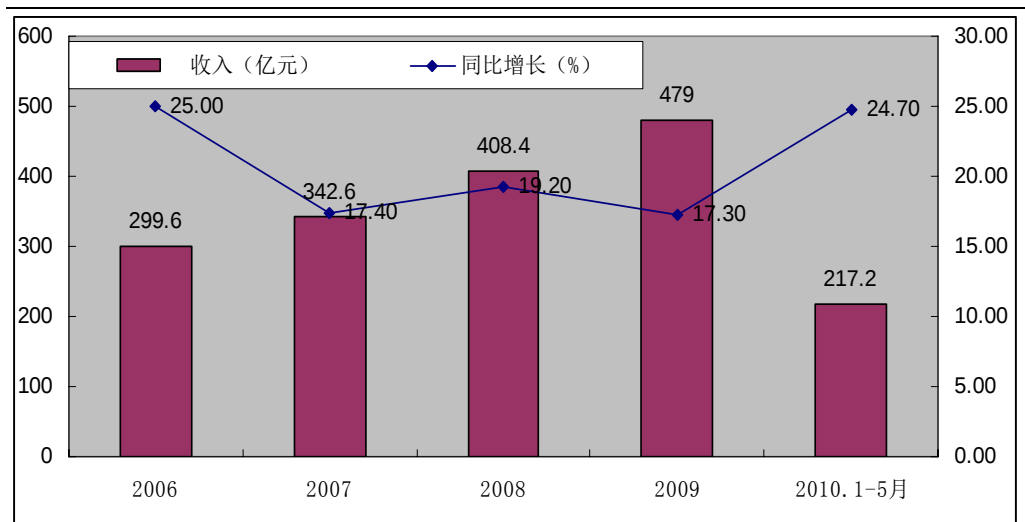
从今年 5 月起，山东省将在全省范围内开展制造业与物流业联动发展示范工程，第一批项目主要支持方向是通过运用现代物流设施设备和先进的物流管理方法对物流供应链实施一体化管理。为此，山东省将推广潍柴动力供应商管理库存等 30 个制造业与物流业联动发展的示范工程，扶持建立 50 个省级重点企业物流管理中心，促进现代制造业与物流业有机融合联动发展。

依据物流企业和制造企业过往合作的成功经验，大型制造企业和物流公司的供应链整合将是两大产业联动发展的主要突破方向，例如长安民生与长安福特、宝供物流和福田汽车、南方物流和 TCL 的合作都是较为经典的案例。一般而言，国内制造企业的原材料采购和产品销售往往与上下游的终端联系较为紧密，而与分销在内的社会物流的合作较为松散，导致较高的社会库存和资金占用成本。如果物流企业延伸服务功能进入制造企业的上下游，通过对整体供应链进行分析和管理的，运用第三方物流管理技术，实现上游厂家的准时供货和下游厂商的实时备货，可以使企业原材料、产品储备量大幅度下降甚至趋于零，从而降低储存成本和资金占用成本。从日本、德国、美国物流业的发展来看，企业物流成本下降的主要空间在降低仓储费用方面。数据显示，我国规模以上工业企业流动资金年周转速度只有 2.1 次，重点生产资料流通企业只有 2.8 次，大大低于发达国家 10-20 次的周转速度。因此，通过制造业和物流业联动发展，优化原材料、产品供应链的物流需求较大。

我们认为，在制造业和物流业联动发展的大趋势下，国内最欠缺的是制造企业优化供应链的经验和物流企业对仓储、配送等物流功能的整合能力，因此帮助制造企业再造、优化物流流程的供应链管理公司将扮演非常重要的角色，我们也更加看好提供供应链管理、物流咨询、规划制定等高端服务的物流企业的前景。

3、资金、管理瓶颈和政策三重压力下快递物流酝酿大变局

图 3 国内快递行业收入规模持续高速增长



资料来源：国家邮政总局；德邦证券研究所

过去几年，中国快递行业收入规模以几近 GDP 两倍的速度高速增长，去年已达 479 亿元，今年预计会突破 550 亿元。国际知名的管理咨询公司科尔尼 6 月份发布的《2010~2015 中国物流运输业报告》显示，未来受中国经济增长、电子商务发展、政策支持等拉动，中国国内和国际快递将保持 23% 和 13% 的增长，2015 年将达到 1292 亿元和 323 亿元。

快递市场的迅速发展，吸引了数万家快递公司参与，市场竞争异常惨烈。同时，由于前几年监管政策缺位，安全隐患频频暴露。2009 年国家出台《邮政法》及《快递业务经营许可管理办法》，快递业市场准入门槛大幅提高。其中，《快递业务经营许可管理办法》对从事快递行业的企业注册资金、从事快递业务的工作人员的资质进行了严格规定，经营快递业务必须申请邮政管理部门的许可，接受邮政管理部门及其他有关部门的监督管理。

按照《新邮政法》规定，今年 10 月 1 日以后，快递公司需要先取得《快递业务经营许可证》再办理《工商营业执照》才能合法经营。其中，要取得《许可证》，有三大硬指标是门槛的主要高度，即法人条件（股份有限公司或有限责任公司）、注册资本（省内经营、跨省经营，以及经营国际快递业务等 3 类经营快递业务的注册资本分别不低于 50 万元、100 万元和 200 万元）、从业人员持证率（快递公司员工必须持有快件派送和快件处理两种证书才能上岗，按业务开展区域分，本省、市须

在 30%以上，国内为 40%，国际为 50%）。

今年国内快递行业正处在成本大幅上升的阶段，行业竞争激烈又压制了递送费用的提升空间，大型民营快递企业几乎是在零利润运营，中小快递企业更是感到力不从心。如今快递行业政策大限降至，行业面临洗牌，此时收购快递公司“天时、地利、人和”兼具。尤为关注的是，快递公司运营会带来充裕的现金流，快递在资本市场目前内资快递企业没有一家上市公司，因此吸引了包括海航、风投、PE 公司等众多资本的目光。

表 3 国内快递行业 2010 年 1-6 月份重要并购、投资事件

日期	事件	备注
3 月 29 日	阿里巴巴宣布战略入股星辰急便	星辰急便成立于 2009 年 3 月
5 月 10 日	海航北方物流(控股)有限公司投资约 1.2 亿元重组天天快递（上海），成立海航天天快递有限公司，海航空股 60%	天天快递是国内最早一批民营快递公司，成立于 1994 年，目前为全国性快递公司
6 月 8 日	海航北方物流(控股)有限公司重组元智捷诚（青岛），成立海航元智捷诚快递有限公司，海航控股 51%。	元智捷诚成立于 1997 年，为山东省区域性快递企业，拥有 170 多家加盟公司、4 家直营公司
5 月份	上海希伊艾斯快递(CCES)接受私募——黎曼投资的尽职调查	CCES 原名东诚快递，创立于 2003 年，在全国性的快递公司中排名第 10 位左右，目前全国的分拨中心、营业网点都属于加盟制

资料来源：德邦证券研究所

从今年 1-6 月份快递行业发生的几起并购事件看，以加盟制为主的民营快递公司（特别是二线加盟企业）首先成为资本的猎物。目前，除了国有快递和物流公司中的中国邮政、民营快递公司中的顺丰快递在各地是采取直营经营模式外，其余快递公司基本都是采取加盟制扩张。虽然加盟模式下网点和递送范围得以迅速扩大，但在管理和质量上无法对加盟商进行严格控制，经常出现“各自为政”的被动局面，同时加盟网点出现的众多突出问题和高投诉率日渐成为监管的重点。因此，包括天天、圆通、申通、韵达、汇通、中诚等在内的稍具规模的民营快递公司都有集约化经营和“直营模式”改制的愿望，但改变加盟制需要时间且面临巨大资金压力，目前正在接受私募尽职调查的上海希伊艾斯快递(CCES)“收编”加盟的分拨中心和营业网点就需要投入 6-7 亿元的巨额资金。此外，大型民营快递公司要继续扩张版图，增加车辆和仓储、IT 系统设施，以及人员招聘和培训都需要巨大的资金。根据测算，在成本直线上升的局面下，新快递企业的投资要达到 30 亿~50 亿元才可以活得不错。面对如此之大的资金压力，快递企业将被迫寻求外部资金的帮助。

在资金、管理瓶颈和政策的三重压力下，国内快递行业急需引进新的战略投资及现代管理经验和技術，以促进和引领整个行业的转型发展，今年或将是国内快递业大变局的一年，大规模的收购、兼并和重组接下来很可能会出现。从产业生命周期的角度来看，物流业只有通过一个脱胎换骨的大整合，形成新的产业结构体系，才能提升公司的规模和质量，从而提高公司的成长性而带来新的投资机会。目前来看，物流业大规模的资产重组、收购、兼并极有可能首先发生在快递领域。

在这方面，国有快递公司已近走在了前面。2009 年 9 月，中国邮政集团公司旗下的中国速递服务公司(EMS)和中邮物流有限责任公司(中邮物流)合并为中国邮政速递物流公司(中邮速递)，成为国内规模最大的经营快递业务的企业。2009 年中邮速递的营业收入约为 150 亿元，相当于规模较大的民营快递顺丰的一倍。目前，中邮速递正在进行股份制改革，有望成为中国快递行业 IPO 的第一股。

4、专业细分物流市场引起外资物流巨头关注

国内物流行业大部分企业原先都从事的是普通货物的仓储、运输、代理业务，多数企业缺乏在专业细分物流市场的运营和管理经验，导致我国专业物流市场发展长期滞后。例如在冷链运输方面，西方发达国家食品冷藏达到 80%至 90%，中国目前还不到 20%，药品冷藏更是缺乏标准。但随着人民生活水平的提高，对环保和食品安全的重视程度将越来越高，危险品物流、冷链物流的需求将日益增加。

国内物流细分市场的诱人前景已经引起外资物流巨头的关注，目前 DHL、TNT、FedEx 等外资物流巨头都在按照行业、地域、产品不断细分中国市场。今年 6 月初，DHL 宣布加大在中国年产值预计高达 75 亿美元的时装与成衣物流产业的投入，其位于上海松江的时装与成衣物流中心定于年底前建成。而经过两年的筹备建设，来自中东的全球化工物流巨头亚致力在上海奉贤的物流中心博禄工厂也在 6 月份投入运营。此外，DHL 计划追加 5000 万欧元的投资用于拓展售前与售后服务物流。

种种迹象显示，外资物流在中国的布局正在从国际物流转向细分市场，这将对国内物流企业带来较大压力。作为应对，国内涉足专业物流的公司亦通过与国际知名物流企业合作，加大细分物流市场的开拓。如锦江投资（600650）旗下的上海锦江国际低温物流发展有限公司（拥有的冷库规模列中国第三、上海第一）今年 5 月份引

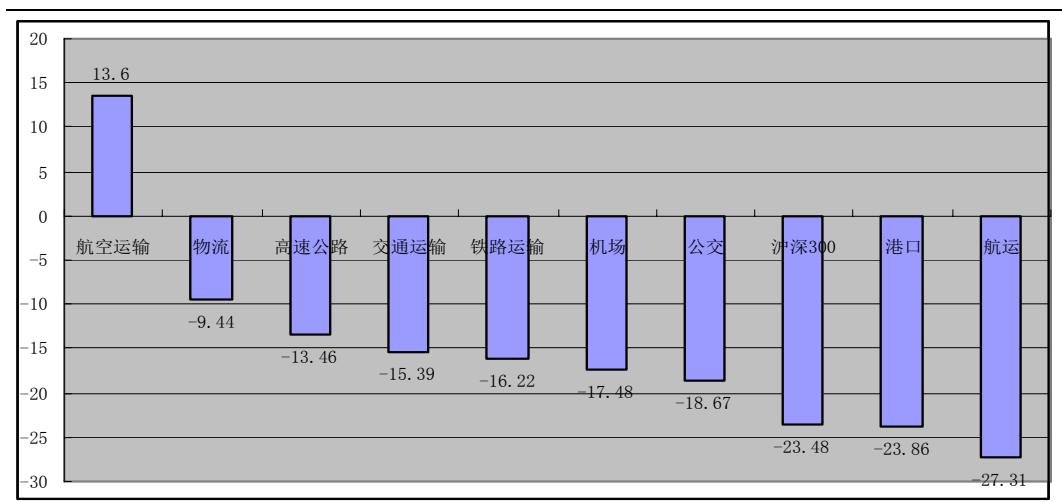
入日本三井物产株式会社作为战略投资者，共同发展低温冷藏供应链业务。

四、物流板块避险特征显现，关注专业物流公司和新上市企业

1、物流板块再度跑赢交运指数

去年物流板块受《规划》出台以及市场对其细则公布的乐观预期推动，整体表现十分突出，物流指数全年上涨 142.07%，远高于交运指数和其子行业指数的涨幅。今年上半年，虽然《规划》细则迟迟未能露面，大势下跌 23.48%，但在我们的统计区间内（2010 年 1 月 1 日-6 月 25 日）物流指数跌幅仅为 9.44%，强于大部分交运子行业指数的表现，物流板块的避险特征已初步显现。

图 4 2010 年上半年物流板块整体表现继续优于交运行业其他子行业



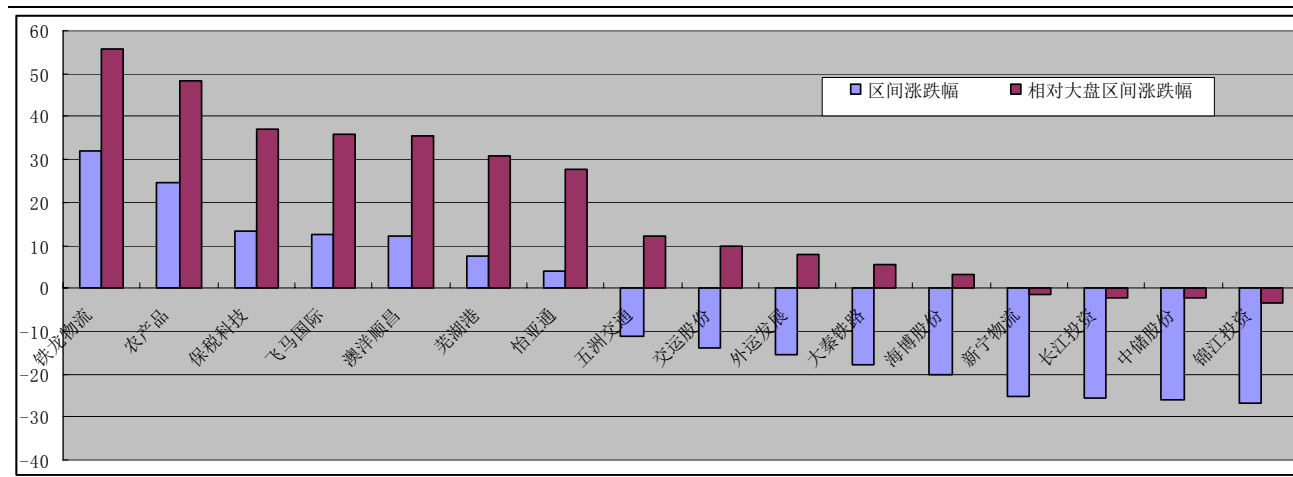
资料来源：WIND 资讯；采用申万行业指数；德邦证券研究所

从物流板块个股的表现看，我们关注的主要 16 家公司中只有新宁物流（300013）、长江投资（600119）、中储股份（600787）和锦江投资（600650）这 4 家公司小幅跑输大盘，铁龙物流（600125）、农产品（000061）、保税科技（600794）、飞马国际（002210）、澳洋顺昌（002245）、芜湖港（600575）、怡亚通（002183）等 7 只个股分别录得 4%-32% 的涨幅。

这些获得正收益的个股基本上可以划分为两大类：专业物流（铁路物流、农业物流、化工品物流、煤炭物流）和供应链管理物流。值得关注的是，从事铁路特种集装箱运输的铁龙物流（600125）去年股价几近翻倍，今年前 6 个月又大幅上涨 32.14%，

反应了市场对铁路大发展背景下行业整合、铁路集装箱运输业务拐点即将来临和铁路冷链运输前景的乐观预期；农产品（000061）因影响归核化的历史包袱得到实质性解决，业绩面临转折而大幅上涨 24.69%。

图 5 2010 年上半年物流板块主要上市公司股价表现（2010. 6. 1-6. 25）



资料来源：德邦证券研究所

2、行业扩容将带来新动力

目前，国内上市公司中物流企业相对匮乏，尤其是专业从事物流业务的公司。但随着最近几年国内优质中小物流企业的发展壮大，特别是 PE、VC 的介入，高端物流企业因其市场广阔、客户优质、经营稳定而受到瞩目，特别是具有一定规模的民营供应链管理物流企业成为资本市场的焦点。

表 4 已申请未上市的物流公司

公司名称	主营业务	备注
恒基达鑫（珠海）	石化物流（石化产品装卸、仓储）	资产型公司；拟在中小板上市
泰德煤网（大连）	煤炭供应链管理	资产型公司；拟在创业板上市
海格物流（深圳）	供应链管理	资产型公司；拟在创业板上市
宝霖物流（上海）	危险品运输	资产型公司；拟在创业板上市

资料来源：德邦证券研究所

2009 年《创业板上市备选企业名单》中，总共有 6 家物流公司申请创业板上市，显示出物流行业的巨大投资吸引力。其中，江苏的宁物流（300013）已于 2009 年 10 月在创业板公开发行，安徽的安得物流 IPO 申请去年未获通过，北京的小红马快递已经停业，大连的泰德煤网、深圳的海格物流、上海的宝霖物流正在等待上市。

今年 3 月份，提供第三方石化物流服务的珠海恒基达鑫国际化工仓储股份有限公司

预披露了首发招股说明书，下半年有望为物流板块注入新鲜血液，并有助于提升从事同类业务的保税科技（600794）的估值。

3、关注高增长细分物流领域的公司和新上市企业

我们认为，物流业作为符合现代服务业发展方向的产业，因其具备广阔发展空间而行业自身又存在强烈的并购整合预期，在国家和地方的产业政策支持下，今后数年都将成为资本市场的热点。

其中，5-10 年内增长潜力较大的快递物流、供应链管理物流、冷链物流、危险品物流、铁路物流等物流细分领域的公司，特别是具有清晰盈利模式的企业将脱颖而出。同时，产业内部的大规模并购将催生行业龙头，物流行业的领袖级企业将逐渐浮出水面，我们建议关注行业嬗变过程中的中长期投资机会。

对于物流行业新上市的企业，因其融资渠道得到拓展，业务发展空间扩大，在行业并购中的地位得到提升，这类公司如果具有比较好的业务模式则有从“小公司”迅速成长为“大公司”的机会，因此值得重点关注。

在目前可选标的匮乏的局面下，结合所属物流细分领域的潜在发展空间和业务模式，我们建议投资者重点关注：铁龙物流（600125）、保税科技（600794）、芜湖港（600575）、飞马国际（002210）、怡亚通（002183）、农产品（000061）、中储股份（600787）、外运发展（600270）。

表 5 物流行业重点关注个股及投资评级

证券代码	证券简称	收盘价 (6.28)	每股收益 (元/股)			市盈率 (倍)			投资评级	物流类型
			2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E		
600125	铁龙物流	13.96	0.35	0.43	0.51	40.20	32.45	27.49	增持	铁路物流
000061	农产品	16.41	0.11	0.63	0.63	——	26.21	25.97	增持	农业物流
600794	保税科技	11.74	0.30	0.41	0.55	39.13	28.53	21.40	增持	化工品保税仓储
002210	飞马国际	8.82	0.09	0.28	0.38	——	31.20	23.17	增持	供应链管理
600575	芜湖港	15.92	0.01	0.96	1.14	——	16.54	13.95	买入	港口物流（煤炭）
002183	怡亚通	11.34	0.21	0.42	0.43	54.00	27.00	26.58	增持	供应链管理
600270	外运发展	7.19	0.25	0.45	0.52	28.42	16.02	13.81	买入	航空物流
600787	中储股份	7.09	0.25	0.41	0.49	28.62	17.44	14.51	买入	基础物流（仓储）

资料来源：德邦证券研究所;WIND 资讯

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性 – Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 – Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。