

# 物流行业系列深度研究报告之四

## 机遇篇——星星之火，可以燎原

杨志清 交通运输业 研究员

电话：021-68828417

eMail: yzq3@gf.com.cn

### 物流行业系列深度报告目录

《物流行业系列深度报告之一：现状篇——价高质低，千夫所指》

《物流行业系列深度报告之二：原因篇——软硬皆缺，巧妇难为》

《物流行业系列深度报告之三：变革篇——与时俱进，众望所归》

《物流行业系列深度报告之四：机遇篇——星星之火，可以燎原》

### 本文特色所在

本文是本次系列深度报告的完结篇，在前文分析的基础上，对物流行业未来的发展格局进行了展望，并揭示了其中所蕴含的投资机会。

### 物流行业未来格局展望

**1、物流节点的整合与网络化。**物流节点的发展对我国物流体系的建设意义重大。国家经济发展计划的实施需要现代物流体系的支撑，城市化的推进也要求物流体系的变革。我国的物流节点将逐步从自发无序的状态走向整合与网络化。

**2、物流服务商向供应链服务商的延伸。**供应链服务是我国物流业向现代物流发展的必由之路。目前国内发展供应链服务的软硬件环境都已经成熟。供应链服务企业开始受到资本市场的青睐。

**3、5PL（数字物流）的出现与壮大。**5PL 网站对消除物流供求信息的不对称，提高物流效率具有重要意义。目前国内数字物流已经出现萌芽，但水平参差不齐。在政策的推动下，预计未来 5PL 将会获得快速发展，并走向成熟。

**4、鲜货与危险品物流体系的建立与成熟。**随着生活水平的提高，消费者对食品品质与食品安全越发重视，这将推动鲜货物流体系的发展。我国危险品产量巨大并快速增长，但危险品物流市场秩序混乱，安全隐患严重，未来必将成为物流政策重点调控的领域之一。

### 投资机会

- 1、普货物流：具备快速扩张能力的快递企业和物流节点企业；
- 2、具备核心竞争力的供应链企业；
- 3、率先抢占市场的 5PL 平台；
- 4、鲜货物流体系的建立或主导者；
- 5、危险品物流体系的建立或主导者。

### 推荐企业

- 1、农产品（000061）——农产品物流平台与供应链服务商；
- 2、铁龙物流（600125）——冷链物流的重要推手，高铁时代的第三方物流霸主；
- 3、长江投资（600119）——物流信息平台与线下配套设施相结合，数字物流的先行者。

### 行业评级

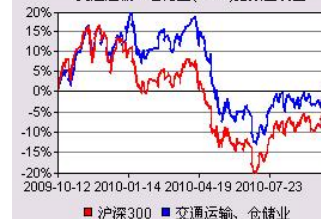
**买入**

前次评级

买入

### 行业走势

交通运输、仓储业(0106)指数走势图



| 市场表现   | 1 个月  | 3 个月  | 12 个月   |
|--------|-------|-------|---------|
| 行业指数   | 2.96% | 4.79% | -7.51%  |
| 沪深 300 | 3.83% | 7.47% | -10.22% |

## 目录索引

|                                                    |          |
|----------------------------------------------------|----------|
| <b>一、未来的物流格局展望</b>                                 | <b>3</b> |
| (一) 物流节点的整合与网络化                                    | 3        |
| (二) 从 3PL (物流服务商) 向 4PL (供应链服务商) 的延伸 (向信息流和资金流的延伸) | 4        |
| (三) 5PL (第五方物流) 的出现与壮大                             | 5        |
| (四) 鲜货与危险品物流体系的建立与成熟                               | 6        |
| <b>二、投资机会</b>                                      | <b>8</b> |
| (一) 普货物流: 具备快速扩张能力的快递企业和物流节点企业                     | 8        |
| (二) 具备核心竞争力的供应链企业                                  | 10       |
| (三) 率先抢占市场的 5PL 平台                                 | 12       |
| (四) 鲜货物流体系的建立或主导者                                  | 12       |
| (五) 危险品物流体系的建立或主导者                                 | 13       |
| (六) 推荐公司的盈利预测与估值                                   | 15       |

## 图表索引

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 图 1: 我国需冷冻冷藏储运的主要生鲜食品产量持续增长    | 7  |
| 图 2: 长江投资分行业营业收入构成情况           | 9  |
| 图 3: 长江投资分行业毛利润构成情况            | 9  |
| 图 4: 怡亚通分行业营业收入构成情况            | 11 |
| 图 5: 怡亚通分行业毛利润构成情况             | 11 |
| 图 6: 铁龙物流分行业营业收入构成情况           | 13 |
| 图 7: 铁龙物流分行业毛利润构成情况            | 13 |
| 图 8: 中化国际分行业营业收入构成情况           | 14 |
| 图 9: 中化国际分行业毛利润构成情况            | 14 |
| 表 1: 2009 年我国申请创业板上市的供应链管理企业概览 | 5  |
| 表 2: 我国主要 5PL 网站概况             | 6  |
| 表 3: 五洲交通主要财务数据                | 9  |
| 表 4: 长江投资主要财务数据                | 9  |
| 表 5: 怡亚通主要财务数据                 | 11 |
| 表 6: 农产品主要财务数据                 | 11 |
| 表 7: 铁龙物流主要财务数据                | 13 |
| 表 8: 保税科技主要财务数据                | 14 |
| 表 9: 中化国际主要财务数据                | 15 |
| 表 10: 恒基达鑫主要财务数据               | 15 |
| 表 11: 推荐公司的盈利预测与估值             | 15 |

## 一、未来的物流格局展望

### （一）物流节点的整合与网络化

虽然我国物流行业的发展水平显著落后于发达国家，但社会上仍存在大量分散的仓库、货场等物流资源。在经济发展所产生的物流需求的推动下，市场自发的在交通枢纽，商贸市场，对外口岸附近形成了规模不一，运营水平各异的物流节点。自发性的特点决定了这些物流节点的建设缺乏计划性和超前性，行业整体发展水平的低下决定了节点物流设备设施与物流线路的合理性的层次都较低。而已经形成的物流园区大部分都存在规模小，投资少，规划政府级别低的特点，无法充分发挥高级物流节点的作用。我国物流节点的现状与现行的经济发展需求的脱节已经比较明显，物流节点的整合与网络化势在必行。

#### 1、企业向物流要利润，物流效率必须提高

生产成本的上升，市场竞争的加剧，迫使企业转向内部费用的压缩，向物流环节要利润。目前我国物流行业的整体发展水平较低，物流费用占GDP的比重大大高于欧美发达国家。因此为了降低物流费用，物流行业必须提高自身的运行效率。

物流节点的建设水平在很大程度上决定了物流体系的发展水平。分散的各自为政的物流节点，缺乏相互协作，不利于运输工具与节点设备设施利用率的提高。另一方面，缺乏计划性和全局统筹考虑使得现有的物流节点在功能定位上存在重叠，在物流路线上也缺乏优化。把现有的物流节点与物流资源全部推倒重建，显然不是恰当的做法。因此，为了提高物流效率，必须在充分利用现有资源的基础上，对物流节点进行有效整合与合理布局，利用信息通信技术实现物流节点之间的信息共享与相互协作。

#### 2、国家经济发展计划的实施，需要现代物流体系的支撑

为了实现欠发达地区的经济赶超与社会经济增长方式的转型，国家批准了一系列区域经济发展规划。这些规划的实现必须有相应的物流体系来支撑。

无论是西部大开发计划这样大方向上的经济赶超，还是11项区域经济发展的多点布局，都是以“由点及面”的方式来展开的，即集中资源首先实现区域中心城市的发展，再通过其辐射作用，带动区域内其他地区的发展。

物流节点的层级必须与其所在区域的经济地位与产业结构相匹配。例如区域经济中心城市周边应该以物流园区为主，而在次要城市则围绕其优势产业建设一批专业化的物流中心。所以，现有的分散无用的物流节点必须根据区域的发展战略进行重构与整合。

各经济区域虽然有各自的发展侧重，但彼此之间绝不是相互割裂的，在矿产、能源等生产要素方面需要进行互补协作。各区域经济发展的成果也必须依靠物流体系来进行产销两地的连接。这些都需要依靠物流节点连接而成的物流网络来实现。

### 3、城市化进程的推进，要求物流体系适应新的城市特点

我国城市化进程的逐步推进带来两个比较显著的问题：大消费与交通拥堵。

城市的扩张使城市居民所需商品（尤其是食品）的产地越来越远。而消费的升级也使居民对各种商品的消费量越来越大。因此物流体系必须解决的是大批量长距离货物的运输。执行干线运输的货车显然无法在城市内部实现门到门的配送。因此必须通过在城市周边设置不同层级的物流节点分别实现干线运输、货物分拣加工与配送的功能。

城市人口的膨胀带来严重的交通拥堵。物流节点的分散无序使城市内部的货物运输效率低下，并进一步增加了交通环境的压力。因此必须对城市内部物流节点的进行整合，优化运输路线，将物流对城市交通的影响降至最低程度。城市内部与周边的物流节点需要进一步梳理，明确各自的层级定位，避免功能交叉造成的效率损失。

## （二）从 3PL（物流服务商）向 4PL（供应链服务商）的延伸（向信息流和资金流的延伸）

### 1、供应链管理是物流发展的高级阶段

传统的物流仅仅包括货物的运输与仓储的简单服务，目前我国大部分物流企业都停留在这个阶段。而目前欧美发达国家的物流服务则已经发展到了供应链管理的阶段，也即所谓的第四方物流。供应链管理围绕核心企业，通过对信息流，物流，资金流的控制，从采购原材料开始，制成中间产品及最终产品，最后由销售网络把产品送到消费者手中。它所采用的是将供应商，制造商，分销商，零售商，直到最终用户连成一个整体的功能网链的模式。

从物流服务对象来看，企业如果仅仅将运输与仓储环节外包给资产型的第三方物流企业，所节约的成本大部分是由自己组织运输与仓储的所损失的设施设备利用率。供应链管理则在其基础上，进一步帮助企业实现从原材料到产成品，从供应商到终端消费者的整个供应链流程的重构与优化。因此供应链管理对企业效率的提高具有更大的作用。

从物流服务的提供者来看，运输与仓储业务的准入门槛一般较低，竞争激烈，固定资产投资较多，业务利润微薄。而供应链管理服务则需要具备较高的专业知识与管理经验，通过整合第三方物流资源提供服务，固定资产投资较少，且通过对物流、信息流、资金流的整合可以创造更高的附加价值，进而获得更丰厚的利润。

因此供应链管理是比传统的储运服务更为高级的物流发展阶段，也是我国向现代物流发展的必由之路。

### 2、我国发展供应链管理的环境正走向成熟

#### ■ 经济增长方式的转变使企业更加注重管理水平的提升

我国的经济增长正逐步向集约型转变，高能耗，高资源投入，劳动密集型的发展模式将逐步淡出。相应的，企业也将逐步提高管理水平，提高组织的运行效率，节约费用开支。供应链管理正是企业管理当中极为重要一环。



2009 年中国社科院的一项研究表明，目前我国企业已经开始重视与上下游企业的合作，70%的受访企业设有专门的团队进行上下游的信用管理并制定了管理制度。但从实际执行情况来看，仅有 14%的企业会定期考察供应商的财务或非财务状况。且企业与上下游的往来当中，信息化与电子商务的应用程度非常低，在未来准备在这方面改进的企业也仅有 24%。

我国企业当前在供应链管理方面的短板，为 4PL 企业的生存与发展留下了巨大的市场空间。而我国数量众多的中小企业在供应链专业管理人才方面存在一定瓶颈，在客观上也需要 4PL 企业的服务。

### ■ 物流技术的进步为供应链管理的发展提供了硬件支持

供应链服务除了专业知识与管理经验以外，还在很大程度上倚重于现代物流技术。为了实现企业与供应链上企业以及第三方物流企业之间的紧密协作，使物流、信息流、资金流得到有效的整合，必须依靠先进的信息通信技术、标准化技术以及互联网和电子商务技术的辅助。现阶段这些技术都已经发展的比较成熟，并且在我国也都有了比较广泛的应用，所欠缺的只是 4PL 企业的整合。

### 3、供应链管理企业受到资本市场的青睐

资本市场对发展前景良好的行业与企业向来拥有敏锐的嗅觉。2008 年，从事快递资源整合的 4PL 企业“递四方速递”即获得了深圳创新投资的约 1000 万元的注资。

而 2009 年，又有 4 家供应链管理企业申请在创业板上市，虽然由于种种原因最终只有 1 家企业获得上市，但也在某种程度上体现了资本市场对 4PL 行业的认可。

表 1：2009 年我国申请创业板上市的供应链管理企业概览

| 公司名称 | 主营业务    | 公司地域 |
|------|---------|------|
| 新宁物流 | 供应链管理   | 江苏   |
| 泰德煤网 | 煤炭供应链管理 | 大连   |
| 安得物流 | 供应链管理   | 芜湖   |
| 海格物流 | 供应链管理   | 深圳   |

数据来源：广发证券发展研究中心

### （三）5PL（数字物流）的出现与壮大

#### 1、5PL 有助于物流资源的整合与物流效率的提高

我国物流行业已经逐步从 1PL 与 2PL 过渡到了 3PL，储运服务由第三方企业提供的比例较高。但第三方物流企业普遍存在规模小，信息化水平低，缺乏协作的问题。供求双方缺乏衔接，物流信息缺乏共享。物流需求方的效率得到了提升，但第三方物流企业自身的运作效率却较为低下，过低的毛利水平也制约了第三方物流的发展。

5PL 企业，即物流信息服务商，作为公共物流信息平台，可以有效的整合储运资源与货源信息。货运担保，货物追踪以及融资等附加服务，还可以有效的改善广大中小物流企业的生存环境，提高社会物流资源的利用效率。

## 2、发展现状：5PL 出现萌芽，但功能参差不齐

近几年我国出现了一大批专业物流网站，功能模块覆盖了物流知识、行业新闻、政策法规、企业展示、物流设备、人才招聘等。但其中能够实现 5PL 功能，提供第三方物流运力与货源信息的网站所占的比例还很小。大部分物流网站主要定位于知识普及、行业动态、产品信息发布和企业介绍等功能上，以广告费为主要收入来源。

目前我国也出现了一些较具规模的 5PL 网站，发布大量物流专线、车源货源、船期运价等物流供求信息，并提供货运担保、订单查询、线路规划、小额融资等增值服务。

表 2：我国主要 5PL 网站概况

| 网站名称    | 服务范围                               |
|---------|------------------------------------|
| 中国物通网   | 车源信息、国际物流、货源信息、快递信息、搬家信息等          |
| 现代物流专线网 | 物流专线、车源货源、专线车辆、二手车交易、仓储商铺、人才招聘等    |
| 物流天下网   | 车源信息、货源信息、物流专线、网上车库、仓储信息、人才招聘等     |
| 易物流网    | 车源信息、货源信息、专线物流软件、运输管理调度、货运担保、物流融资等 |
| 锦程物流网   | 船期运价查询、仓储信息、报关服务、货代服务等             |
| 56110   | 海运船舶信息、运单查询、货运线路信息、货运价格信息、货运信息等    |
| 陆运中国    | 车源信息、货源信息、物流专线、货场信息、物流软件、运价发布等     |

数据来源：广发证券发展研究中心

## 3、国家政策对 5PL 发展的推动

2009 年出台的《物流业调整和振兴规划》特别指出要“加快行业物流公共信息平台建设，建立全国性公路运输信息网络和航空货运公共信息系统，以及其他运输与服务方式的信息网络。推动区域物流信息平台建设，鼓励城市间物流平台的信息共享。”

5PL 企业作为社会物流信息的整合平台，相信未来随着《规划》细则的出台和落实，将会获得明确的政策扶持。届时将有更多的 5PL 网站涌现出来，从网站的功能上也将更加丰富和完善。

## （四）鲜货与危险品物流体系的建立与成熟

### 1、消费升级与对食品安全的关注，使冷链物流的建立势在必行

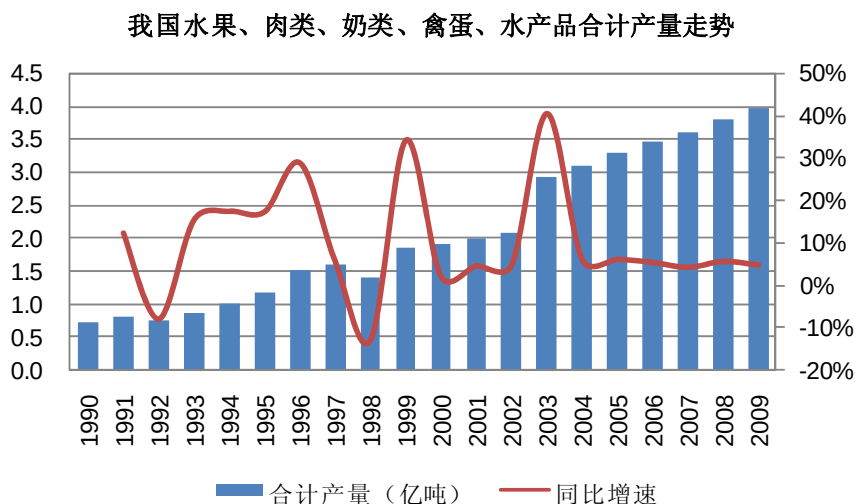
我国连年的经济高增长，使居民生活水平得到了显著改善，消费结构与消费方式都发生了巨大变革。一方面生鲜食品的消费量获得了较大的提高，另一方面消费者对生鲜食品的要求也从“数量”更多的转移到了“品质”上。我国因气温升高而发生的微生物食物中毒等食品安全事件数量居高不下，与人民生活整体水平的提高也是极为不相称的。社会对食品安全问题的关注度提升到了前所未有的高度。

冷藏冷冻作为保持生鲜食品品质与防止在储运过程中腐败变质的有效手段，正是冷链物流的重要特征。在消费者的要求与社会的关注下，今年《农产品冷链物流发展规划》正式出台。可以预见，我国冷链物流体系在今后的几年将获得高速发展，改变当前冷链设施设备严重不足的现状，并逐步走向成熟。

## 2、鲜货产量高速增长，为冷链物流提供充足的货源

我国生鲜食品的产量连年增长，2000 年以来年均复合增速超过 8%。这为冷链物流的发展提供了充足的货源。目前我国冷链物流无论在运输工具还是仓储设施方面，都存在很大的缺口。消费者的品质要求与冷链对口货物产量的高速增长，使冷链物流市场的进入者面临较好的经营环境。这在政策导向之外，为冷链物流的发展提供了内生性的动力。

图 1：我国需冷冻冷藏储运的主要生鲜食品产量持续增长



数据来源：CEIC、广发证券发展研究中心

## 3、危险品物流乱象丛生，将是未来整治重点

我国危化品产量增长迅速，近年来年均复合增速超过 8%，危险品物流的市场蛋糕正在不断做大。但危险品物流由于其特殊性，准入门槛较高，尤其是经营资质难于获得，使得专业企业的数量较少。

多头管理导致市场监管制度无法得到有效执行，市场上存在许多不合资质的物流企业利用非专业设施设备从事危化品的储运，扰乱了正常的市场秩序。目前我国有 30% 的危化品事故都发生在运输与仓储环节，大量非法经营使这一数字背后隐藏着巨大的安全隐患。

我国经济增长方式正在逐步从粗放走向集约，GDP 的增长不再是唯一的考量因素，行业发展的规范化将成为趋势。2009 年物流行业作为唯一的服务业进入了十大产业振兴规划，也体现了国家的重视。危化品物流的安全事件的危害性大，社会关注度高，未来必将成为物流行业发展的重点调整领域之一。而随着管理体系的理顺与市场秩序的恢复，危险品物流专业企业的数量将得到增长，经营环境将到较大改善。

在产业转移与区域经济发展的大环境下，危险品物流节点也将得到调整与升级，运输路线得到优化，改变现在产销距离过远，运输半径过大的局面。危险品物流体系将得到逐步确立。

## 二、投资机会

### （一）普货物流：具备快速扩张能力的快递企业和物流节点企业

#### 1、推荐企业与推荐理由

##### ■ 推荐企业：长江投资

##### ■ 推荐理由：

普货物流门槛低，企业多，竞争激烈，只有快速扩张服务网络，拓展服务覆盖范围，才能获得更大的生存空间。物流节点是所服务地区的物流枢纽，储运及各种增值服务的需求大而集中。因此在普货物流领域我们推荐具备快速扩张能力的快递企业和物流节点企业。在快递方面，目前国内尚未出现以此为主业的上市公司。在物流节点领域，目前有五洲交通与长江投资从事相关业务。

五洲交运旗下有两块物流节点资产：位于广西东盟自贸区的凭祥物流园与南宁金桥农批市场。凭祥物流园是口岸型的园区，从功能上来看，还比较初级，未来有待观察；而金桥农批市场虽然规模较大，由于是单体市场，缺乏规模网络效应，另外还面临着农产品旗下的广西海吉星农批市场的竞争。

长江投资旗下的“陆交中心”位于上海唯一的陆路口岸型物流园区内，是公路型的物流节点。作为长三角重要的全国性物流节点城市，上海的有着巨大的公路货运需求。而公司所采用的线上物流信息平台与线下硬件设施相配合的运作模式，也使其物流运转效率获得极大的提高。

#### 2、相关上市公司情况

##### ■ 五洲交通(600368)

五洲交通是广西地区公路行业唯一上市公司，下辖4条高速公路与收费公路。车辆通行费收入占公司收入总额的67%，毛利贡献占公司毛利总额的绝大多数。除此之外，公司还开展物流与房地产开发业务。

公司与物流相关的主要资产包括地处中国—东盟自由贸易区的凭祥物流园，南宁金桥农产品批发市场。

##### ➢ 凭祥物流园

凭祥物流园始建于2006年，总规划占地面积3500亩，是华南地区最大的物流园和全国最大边境口岸物流园。园区分三期开发，2006年底一期项目达产，占地面积约900亩，主要功能区包括海关监管区和报关报检大楼，还有一些配套的仓储区、物流作业区。后两期项目已经启动建设前期工作。园区经营此前一直亏损，至今年上半年实现扭亏。

##### ➢ 南宁金桥农产品批发市场

南宁金桥农产品批发市场位于广西南宁市郊，功能定位于农产品批发贸易、加工、仓储、配送，属于农产品物流园区性质。项目总规划占地面



积约 1500 亩，分两期开发，首期工程占地约 296 亩已经竣工。园区未来的经营模式将采取交易行商铺部分销售（可返租）部分自营出租的经营模式。截止今年上半年，公司已完成一期交易行的销售的 67%和商铺招租 330 套。

表 3：五洲交通主要财务数据

| 报告期间     | 2007 | 2008 | 2009 | 2010H1 |
|----------|------|------|------|--------|
| 营业收入（亿元） | 2.07 | 2.09 | 2.41 | 1.90   |
| 净利润（亿元）  | 0.99 | 0.88 | 1.43 | 0.67   |
| 毛利率      | 57%  | 43%  | 33%  | 26%    |
| ROE      | 7%   | 5%   | 6%   | 3%     |
| EPS（元）   | 0.23 | 0.20 | 0.28 | 0.12   |

数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

### ■ 长江投资(600119)

公司目前是混业经营，主要业务包括：物流、房地产开发、气象仪器制造、旅游餐饮服务等。2005 年起，公司开始调整发展战略，将业务重心转向商贸物流。目前物流是公司最主要的收入来源（75%）和毛利来源（54%）。

公司的物流业务是 3PL 与 5PL 相结合的模式。其中 3PL 业务范围覆盖国际海运、国际空运、国际快递、精品物流配送、国内物流快递、城市配送等服务。5PL 业务主要通过上海陆上货运交易中心（陆交中心）开展。公司旗下的 B2B 电子商务网站“56135.com”是上海市唯一政府授权的道路货运公共信息平台。

陆交中心位于上海唯一的陆路口岸型物流园区——西北综合物流园区。硬件方面拥有 3 万平米的双层公共中转平台，8000 平方米的交易大厅。软件方面利用 56135.com 进行货源与运力的发布和在线交易。目前该网站拥有认证会员 3.1 万家，2010 年上半年实现在线交易 1 万多条。

图 2：长江投资分行业营业收入构成情况

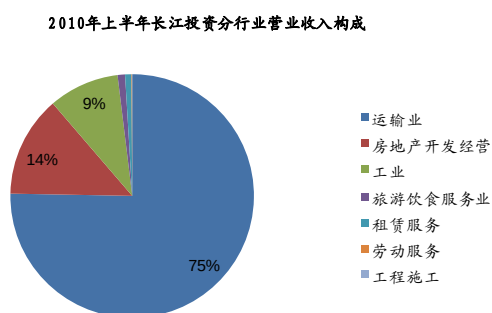
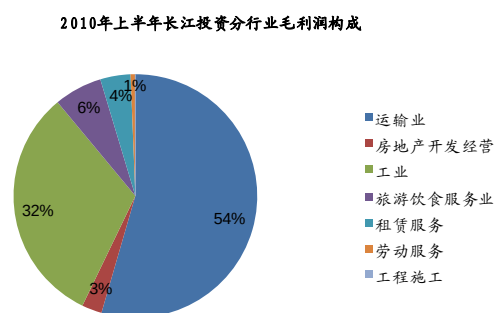


图 3：长江投资分行业毛利润构成情况



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

表 4：长江投资主要财务数据

| 报告期间     | 2007  | 2008 | 2009 | 2010H1 |
|----------|-------|------|------|--------|
| 营业收入（亿元） | 11.98 | 9.04 | 5.68 | 4.71   |
| 净利润（亿元）  | 0.10  | 0.01 | 0.13 | 0.07   |

|         |      |      |      |      |
|---------|------|------|------|------|
| 毛利率     | -3%  | -4%  | -13% | -2%  |
| ROE     | 2%   | 0%   | 2%   | 1%   |
| EPS (元) | 0.04 | 0.01 | 0.04 | 0.02 |

数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

## （二）具备核心竞争力的供应链企业

### 1、推荐企业与推荐理由

#### ■ 推荐企业：农产品

#### ■ 推荐理由：

我们认为供应链服务所涉及的产业链条较长，很容易在局部市场遭遇到对手的有力竞争。链条过长也易导致企业的资源过于分散，难以突出优势。因此我们认为，只有具备核心竞争力的企业，才能在这一领域获得较好的发展。

业内从事供应链服务的上市公司有怡亚通与农产品两家。怡亚通在业务上以保税通关为主，服务对象行业分布广泛，较多的依赖于国际贸易型企业，局部业务竞争激烈，受到国际经济形势的影响较大。

而农产品公司正在逐步的整合信息流与资金流，积极向农产品供应链服务商升级。专注于农产品这一细分市场使公司的资源与经验得以集中发挥作用，而独步全国的庞大实体市场体系也使其具有巨大的先发优势与网络优势。

### 2、相关上市公司

#### ■ 怡亚通 (002183)

怡亚通为客户提供“一站式”供应链管理服务，具体业务产品包括代理采购、产品营销支持、进出口通关、供应商管理库存（VMI）、国际国内物流、物流加工、供应链结算配套服务、供应链信息服务等。公司的服务对象目前主要集中在 IT、电子产品及医疗设备等行业。

公司的供应链业务可分为广度供应链业务、深度供应链业务、产品整合业务和其他业务等四大服务。

- 广度供应链业务具体包括采购（执行）和分销（执行）；
- 深度供应链业务是指公司从供应商采购货物后，将货物按客户的需求，配送到卖场、超市、门店等；
- 产品整合业务是指以采购（执行）和分销（执行）为基础再加上接受客户委托外包加工生产的环节，彻底实现由客户委托采购原材料、生产、配送成品到最终使用者的全面性供应链服务；
- 其他业务目前包括网上供应链服务和供应链金融服务。公司的网上供应链服务通过“宇商网”来提供。该网站是类似于阿里巴巴的 B2B 电子商务网站，除了传统的网上供求信息发布及电子交易功能外，还提供物流、采购、分销、供应链金融等增值服务。

图 4：怡亚通分行业营业收入构成情况

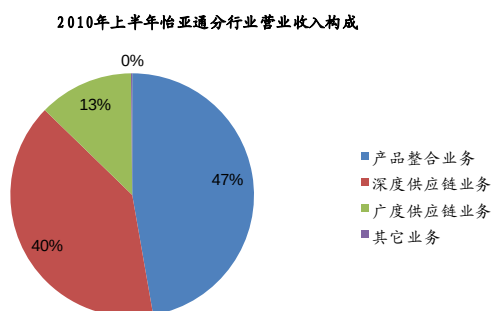
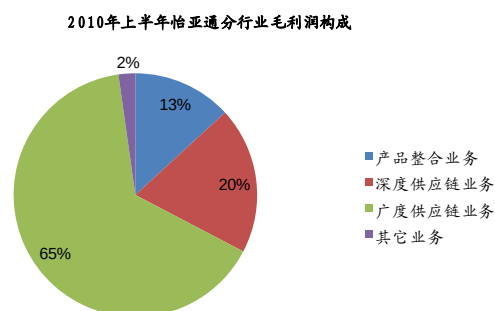


图 5：怡亚通分行业毛利润构成情况



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

表 5：怡亚通主要财务数据

| 报告期间     | 2007  | 2008  | 2009  | 2010H1 |
|----------|-------|-------|-------|--------|
| 营业收入（亿元） | 17.97 | 28.73 | 26.49 | 25.97  |
| 净利润（亿元）  | 0.82  | 1.50  | 0.77  | 0.82   |
| 毛利率      | 12%   | 6%    | 1%    | 1%     |
| ROE      | 7%    | 12%   | 6%    | 6%     |
| EPS（元）   | 0.87  | 0.61  | 0.21  | 0.15   |

数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

#### ■ 农产品(000061)

公司拥有全国最大的农产品物流网络，29 家实体农批市场和 4 个大宗农产品电子交易市场覆盖全国 15 个省份，贸易额占全国规模以上农批市场总贸易额的 10% 左右，远远领先于国内同行。

近期公司一方面在扩张农产品物流网络体系，在全国多个地方兴建大规模实体农批市场；另一方面也在积极向农产品供应链服务商升级，具体举措包括：

- 信息流：旗下四家 B2B 模式的大宗农产品电子交易市场与 B2C 模式的经营精品农副产品批零业务的“依谷网”；
- 资金流：积极推广农批市场内的电子交易结算，并成立担保公司，为客户提供小额临时贷款；
- 收费模式：由传统的租金收入模式向按交易额计收佣金的模式转变，大幅提高市场的收入规模；

公司详细情形可参见我们的前期报告《农产品——赢在战略，整合农产品物流平台，舍我其谁！》。

表 6：农产品主要财务数据

| 报告期间     | 2007  | 2008  | 2009  | 2010H1 |
|----------|-------|-------|-------|--------|
| 营业收入（亿元） | 14.26 | 12.80 | 12.46 | 6.26   |
| 净利润（亿元）  | 1.71  | 0.53  | 0.85  | 3.04   |
| 毛利率      | 8%    | 0%    | -1%   | -1%    |
| ROE      | 7%    | 2%    | 2%    | 8%     |

|         |      |      |      |      |
|---------|------|------|------|------|
| EPS (元) | 0.44 | 0.13 | 0.11 | 0.40 |
|---------|------|------|------|------|

数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

### (三) 率先抢占市场的 5PL 平台

#### 1、推荐企业与推荐理由

##### ■ 推荐企业：长江投资

##### ■ 推荐理由：

5PL 平台就本质上来说，也属于 B2B 电子商务网站的类别，信息量大将是网站生存的基础与核心竞争力的所在。在目前国内 5PL 网站数量较少的情况下，率先抢占市场的企业，将占尽先机。

目前从事 5PL 业务的上市公司只有长江投资一家，而在非上市公司当中，锦程物流网、陆运中国等对公司都构成一定的竞争。但公司所采用的线上信息平台与线下硬件配套设施相结合的运作模式，以及上海市政府有力的政策支持，都是竞争对手所不具备的优势。

#### 2、相关上市公司

##### ■ 长江投资(600119)

参见前文相关介绍。

### (四) 鲜货物流体系的建立或主导者

#### 1、推荐企业与推荐理由

##### ■ 推荐企业：铁龙物流

##### ■ 推荐理由：

鲜货物流主要依赖于冷链。目前我国冷链运输与仓储环节都比较薄弱。我们认为未来冷链物流体系的建立或主导者将拥有巨大的发展空间。

铁路冷箱运输相比公路冷藏车等其他运输方式来说具有较大的成本优势。而铁路冷箱技术的成熟，未来铁路运力的释放以及铁路集装箱中转站的陆续投产，都使得路冷箱作为未来冷链物流的主要运载方式的前景非常明朗。铁龙物流作为国内铁路冷箱的唯一运营者，在未来我国冷链物流体系的建立过程中，将发挥巨大的作用。

农产品在遍布全国的实体农批市场当中，也建有大量的冷库。从服务对象上来看，现阶段农产品的冷库主要供场内经营猪肉、海鲜等批零业务的商户使用。农产品一级批发市场是我国农产品流通的关键节点，也是生鲜食品冷链物流的重要一环。对于农产品未来是否有冷链物流方面的进一步动作，我们将保持密切关注。

#### 2、相关上市公司

##### ■ 铁龙物流(600125)

铁龙物流是国内经营铁路特种集装箱资产及业务的唯一主体，其主营业务范围包括铁路特种集装箱业务、铁路货运及临港物流业务、房地产业务和铁路客运业务等。铁路特箱业务目前占公司收入总额的 18%，毛利总额的 16%。



特箱类型包括冷藏木材箱、干散货箱、罐箱、冷藏箱等。特箱适用范围涵盖木材、干散化工原料、油品等危险液体、生鲜食品和精细化工产品等。

高铁建设带来的铁路运力逐步释放和集装箱中心站的陆续投产，带动铁路集装箱运输的爆发式增长已经成为确定性事件，铁路特箱运输将从中受益，发展前景极为乐观。另一方面，公司最终控制人铁道部已经债台高筑，资金无力支撑未来几年的铁路建设计划，有比较迫切的融资需求。作为铁道部旗下股权融资平台的最优之选，公司近期有强烈的资产注入预计。

公司详细情形可参见我们的前期报告《铁龙物流——使命与召唤，高铁时代的第三方物流霸主》。

图 6：铁龙物流分行业营业收入构成情况

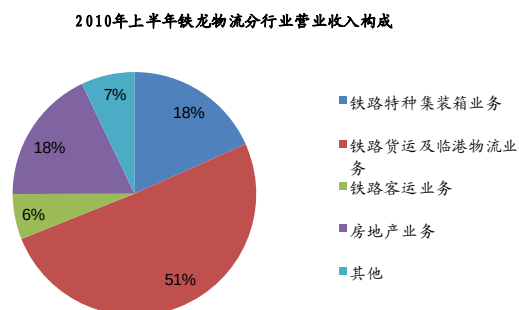
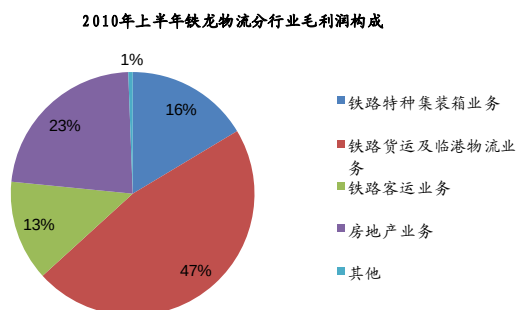


图 7：铁龙物流分行业毛利润构成情况



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表 7：铁龙物流主要财务数据

| 报告期间     | 2007  | 2008  | 2009  | 2010H1 |
|----------|-------|-------|-------|--------|
| 营业收入（亿元） | 15.80 | 15.23 | 15.67 | 11.45  |
| 净利润（亿元）  | 2.81  | 2.95  | 3.49  | 2.43   |
| 毛利率      | 26%   | 25%   | 30%   | 28%    |
| ROE      | 13%   | 12%   | 13%   | 8%     |
| EPS（元）   | 0.36  | 0.29  | 0.35  | 0.24   |

数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

#### ■ 农产品 (000061)

参见前文相关介绍。

### （五）危险品物流体系的建立或主导者

#### 1、推荐企业与推荐理由

■ 推荐企业：无

■ 推荐理由

目前国内危险品物流市场还处于比较混乱的状态。我们认为未来危险品物流的建立或主导者将拥有较大的发展前景。

国内从事危险品物流的上市公司主要有保税科技、中化国际、铁龙物流和近期准备登陆创业板的恒基达鑫四家公司。保税科技的物流业务主要围绕保税通关展开，危险品物流占比较小；中化国际侧重在海运与码头仓储；铁龙物流拥有适用于干散或液态危险品的铁路特种集装箱；恒基达鑫则主要为码头储罐业务。四家公司距建立危险品物流市场体系或主导市场，都还有一定的距离。

## 2、相关上市公司

### ■ 保税科技(600794)

保税科技主要经营地点位于张家港保税区内，从事醇类、酯类等近 30 余种散装液体石油化工产品的码头接卸、保税仓储和分拨转运业务。除了化工品仓储以外，公司还从事化工品贸易、危险品运输等业务，不过占比较小，合计仅贡献公司毛利总额的 4%。

公司现有 5 万吨级、2 万吨级、5000 吨级自由码头各一个，以及 500 吨级疏港码头两个，合计吞吐能力 300 万吨/年；拥有液态化工品储罐 31.7 万立方米，是保税区内容量第一大的企业。

表 8：保税科技主要财务数据

| 报告期间     | 2007 | 2008 | 2009 | 2010H1 |
|----------|------|------|------|--------|
| 营业收入（亿元） | 1.03 | 1.14 | 2.49 | 3.02   |
| 净利润（亿元）  | 0.17 | 0.35 | 0.54 | 0.34   |
| 毛利率      | 30%  | 45%  | 29%  | 15%    |
| ROE      | 8%   | 14%  | 17%  | 10%    |
| EPS（元）   | 0.11 | 0.20 | 0.30 | 0.19   |

数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

### ■ 中化国际(600500)

中化国际是我国五大化工集团之一的世界五百强企业中化集团旗下的子公司（持股 55.17%）。目前公司有五大业务板块：化工品物流、橡胶业务、农化业务、冶金能源营销业务、化工分销业务。其中化工品物流业务收入贡献率为 5%，毛利贡献率为 20%，毛利率在五大行业中最高，达到 28%。至 2010 年上半年报告期末，公司实际控制船舶 40 艘，拥有集装罐 2807 个。物流服务经营方式包括国内、国际船舶运输与码头储罐服务，集装罐运输与仓储服务等。

图 8：中化国际分行业营业收入构成情况

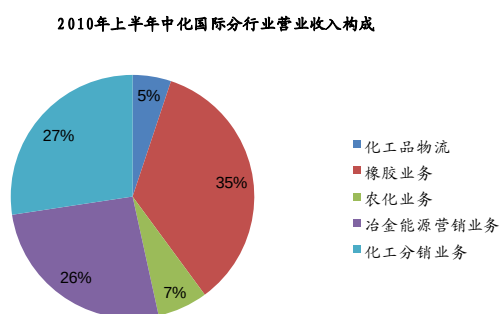
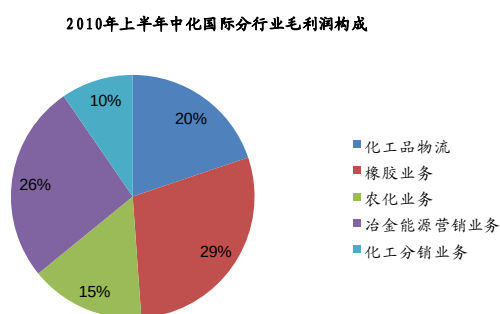


图 9：中化国际分行业毛利润构成情况



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表 9：中化国际主要财务数据

| 报告期间     | 2007   | 2008   | 2009   | 2010H1 |
|----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（亿元） | 194.10 | 274.02 | 227.50 | 179.45 |
| 净利润（亿元）  | 6.29   | 7.06   | 6.20   | 5.28   |
| 毛利率      | 3%     | 2%     | 3%     | 3%     |
| ROE      | 10%    | 10%    | 8%     | 7%     |
| EPS（元）   | 0.50   | 0.49   | 0.43   | 0.37   |

数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

#### ■ 铁龙物流(600125)

参见前文相关介绍。

#### ■ 恒基达鑫

恒基达鑫是目前华南沿海地区规模最大的石化产品码头之一和仓储设施最好、规模能力最大的石化产品仓储基地之一。主要业务包括为国内石化产品生产商、贸易商的进出口货物提供码头装卸、仓储、管道输送服务；为境外客户提供码头驳运中转、保税仓储服务。

公司的 IPO 申请早在今年 3 月份就已经过会，但由于董事长的病逝而导致发行搁置。今年 9 月份会后事项再次获得通过，预计将于近期登陆创业板。

在物流资产方面，公司拥有 5 万吨级的泊位 2 个，4 万吨和 5 千吨级的泊位各一个。仓储资源方面拥有油品与化工品储罐 84 个（保税储罐占 45%），总容积达到 68.4 万立方米。油品和化工品储量分别占 09 年总储量的 71.6%和 28.4%，两者的收入占比分别为 65.4%和 34.6%。

表 10：恒基达鑫主要财务数据

| 报告期间     | 2007 | 2008 | 2009 | 2010H1 |
|----------|------|------|------|--------|
| 营业收入（亿元） | 1.05 | 1.23 | 1.60 | 0.87   |
| 净利润（亿元）  | 0.41 | 0.40 | 0.44 | 0.26   |
| 毛利率      | 39%  | 36%  | 26%  | 30%    |
| ROE      | 24%  | 19%  | 17%  | 9%     |
| EPS（元）   | 0.46 | 0.44 | 0.49 | 0.29   |

数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

### （六）推荐公司的盈利预测与估值

表 11：推荐公司的盈利预测与估值

| 证券代码   | 公司名称 | EPS  |       |       | P/E   |       | 投资评级 |
|--------|------|------|-------|-------|-------|-------|------|
|        |      | 2009 | 2010E | 2011E | 2010E | 2011E |      |
| 000061 | 农产品  | 0.11 | 0.65  | 0.84  | 33.94 | 26.26 | 买入   |
| 600125 | 铁龙物流 | 0.35 | 0.48  | 0.63  | 26.79 | 20.41 | 买入   |
| 600119 | 长江投资 | 0.04 | 0.09  | 0.15  | 91.67 | 55.00 | 买入   |

数据来源：广发证券发展研究中心

## 广发证券——行业投资评级说明

|           |                                         |
|-----------|-----------------------------------------|
| 买入 (Buy)  | 预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。            |
| 持有 (Hold) | 预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。 |
| 卖出 (Sell) | 预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。            |



## 相关研究报告

|      | 广州                          | 深圳                   | 北京                              | 上海                          |
|------|-----------------------------|----------------------|---------------------------------|-----------------------------|
| 地址   | 广州市天河北路 183 号<br>大都会广场 36 楼 | 深圳市民田路华融大厦<br>2501 室 | 北京市月坛北街 2 号月坛<br>大厦 18 层 1808 室 | 上海市浦东南路 528<br>号证券大厦北塔 17 楼 |
| 邮政编码 | 510075                      | 518026               | 100045                          | 200120                      |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn              |                      |                                 |                             |
| 服务热线 | 020-87555888-612            |                      |                                 |                             |

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

## 免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。