



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4月13日

物流

研究部

任重

联系人, SAC 执业证书编号:
S0080511010058

renzong@cicc.com.cn

杨鑫, CFA

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080208020077

yangxin@cicc.com.cn

从幕后到台前

中金现代服务业系列报告之物流篇 (一)

专题1: 物流行业投资策略综述

行业观点:

我们认为物流行业在十二五期间将迎来全面升级和发展, 主要理由在于: 1) **经济转型呼唤**: 中国的物流行业适应金融危机前出口导向和投资拉动的发展模式, 但已经不符合经济结构调整的要求; 从国际经验来看目前也正迎来行业发展的拐点。2) **生产成本倒逼**: 中国经济已经进入供给相对过剩、需求有所不足、亟需降本增效的阶段; 而成本项中, 人工、能源、材料和财务等成本都处于上升通道, 只有物流成本仍有下降可能。3) **政策税改支持**: 十二五期间将重点推进的增值税/营业税改革以及今年上半年将推出的《“十二五”现代服务业发展规划》可成为政策东风, 助行业加速成长。

投资主线:

追随十二五发展的脉络。十二五时期发展的主线是“加快转变经济发展方式”, 物流的使命即在于更好地承载经济的转型。“一产不够稳, 二产不够强, 三产不够大”, 这是中国经济面临的问题, 也是物流行业升级和发展的机会。

- ▶ **稳定农业**: 冷链物流、农超对接和供应链物流环环相扣, 通过网络和体系的升级保证农副产品得到质和量的稳定。
- ▶ **做强工业**: 先进制造业体系的构建和生产性服务业的发展相辅相成, 两条腿走路才能保证转型成功。主要包括:
 - **优化制造业结构**: 提高传统产业集中度和核心竞争力, 即提高物流服务的专业化和社会化。大企业开始对自身物流体系进行改造或剥离内部不经济的物流职能, 而小企业将更依赖于第三方提供的优质高效的物流平台。
 - **中国产业链的延伸**: 包括制造业向中西部转移和全球加工贸易链增值环节向中国延伸。物流将从简单的长、珠三角口岸延伸到 2000 公里以外的重庆, 亦将由简单的组装加工向研发、设计、核心元器件制造和配送延伸。
 - **发展新兴战略产业**: 每个能增长十倍的行业都需要物流服务的协助。装备制造、新能源、生物医药和电子等行业都需要专业化、高水准的物流企业的支持, 带来相应专业化物流企业的发展机会。
 - **提高信息化水平**: 信息化和工业化的深度融合对物流业提出了更高的要求, 电子商务、物联网和物流信息系统均将迎来发展的机会, 并将通过信息化的升级进一步提高物流的效率、促进物流服务和业态升级。
- ▶ **做大服务业**: 三产中包括生产性服务业和生活性服务业, 其中生产性服务和第二产业结合紧密, 而生活性服务业受益于消费升级和消费观念的变化, 网购、快递行业和消费品物流等板块均迎来快速发展机会。

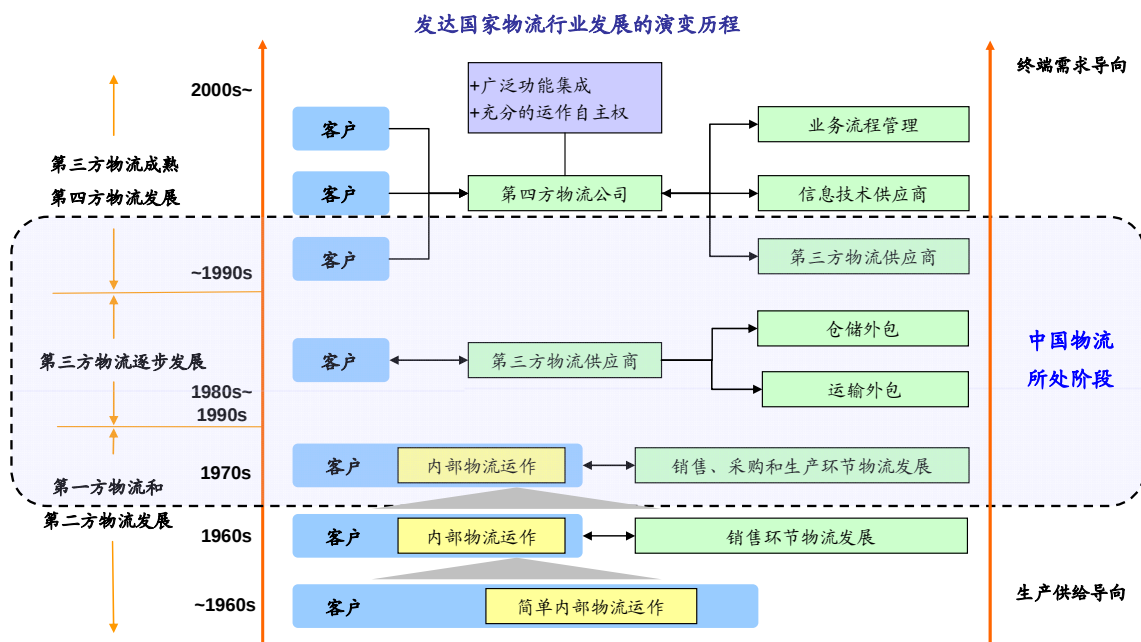
政策和税改带来经营环境改善。营业税差额计征、营业税改增值税和所得税总部缴纳, 如果得以广泛推进, 将有望: 1) 不仅降低行业整体税负, 亦可减少重复缴税问题进而促进物流业务外包; 2) 促进物流机器设备的进项税抵扣, 增强设备升级的意愿。因此, 税制改革将有利于第三方物流、供应链管理、物联网技术和相关物流设备行业的发展。

投资策略:

目前物流行业估值水平在 30 倍市盈率左右, 反应了市场对于发展前景的乐观预期。我们预计十二五期间物流行业整体增速可以达到 20% 以上, 但基础物流 (简单仓储和运输) 和高端物流 (物流、资金流和信息流整合) 增长将明显分化, 前者约为 10%, 后者则可达 30%。朝阳行业中的龙头公司成长性有望超过 30% 并成为引领物流行业发展的主要驱动力; 而对于传统重化工行业, 专业化物流企业和大型贸易/供应链企业依托市场份额扩张, 增速也可达到 20% 以上。

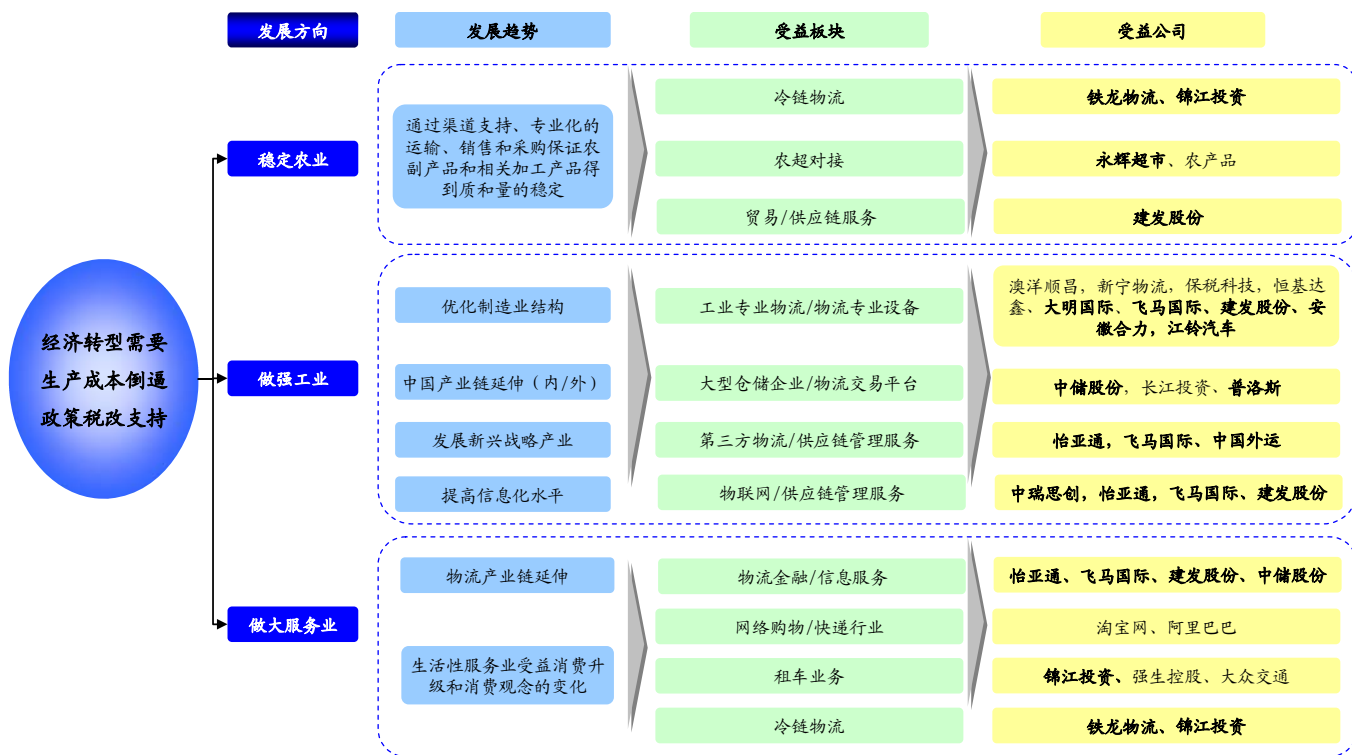
投资策略和个股推荐: 我们认为, 业务的较快增长和效率的持续提升将可以支撑行业目前整体的估值水平, 而将于今年上半年推出的《“十二五”现代服务业发展规划》有望成为行业整体表现的催化剂, 高盈利增长和低估值个股有望跑赢板块。综合考虑个股的成长性和估值水平, 我们建议重点关注物流板块的建发股份、飞马国际、铁龙物流、怡亚通、锦江投资、中国外运 (H) 和普洛斯 (S), 在物流相关板块中重点关注中瑞思创、永辉超市、安徽合力、江铃汽车和大明国际 (H)。我们后续有深度报告对各个子板块进行详细分析, 如供应链管理行业和专业第三方物流行业等。

图表1：发达国家物流行业发展的演变历程及中国物流所处阶段



资料来源：中金公司研究部整理

图表2：中国物流行业主要的投资机会和主要标的



资料来源：中金公司研究部

目录

生产性服务业：做强工业和做大服务业两大战略方向的融合	6
生产性服务业是十二五期间发展的主线，具备较大的发展空间	6
目前中国的生产性服务业发展显著滞后	7
人均 GDP 达到 4500 美元的临界点，中国生产性服务业快速发展的机会已经到来	7
物流行业作为生产性服务业的代表，十二五期间迎来全面升级和发展机会	10
1) 纵向来看，中国物流体系近十年发展缓慢、整体效率低、管理费用高，不符合经济转型和产业升级的需要	10
2) 横向来看，中国物流体系国际上比下有余，比上不足；适应于简单出口加工制造业，但不能满足更先进产业体系的要求	13
3) 从中国产业的发展阶段和经营环境变化来看，生产成本快速增长将倒逼物流行业快速发展	14
中国物流发展方向：追随经济变革，紧握十二五发展的脉络	17
1) 稳定农业（冷链物流和农超对接）	17
2) 做强工业（专业第三方物流、供应链管理、物流相关设备及物联网应用）	20
3) 做大服务业（物流产业链延伸和商业物流服务）	27
物流行业发展环境有望显著改善：受益于政策扶持和税制改革	28
政策方面关注《“十二五”现代服务业发展规划》在 2011 年上半年出台	28
税收改革将推动物流行业快速发展	30
物流行业的投资逻辑梳理	31
十二五期间物流行业整体增速可以达到 20% 以上，但基础物流和高端物流服务增长将明显分化	31
主要投资机会在于传统行业中优势企业的升级/整合，以及新兴行业中龙头公司的成长	33
传统业务的整合和新兴业务的发展，将带动中国的物流行业呈现“国进民也进”的情况	35
投资逻辑梳理：行业估值水平和重点推荐	35
附录：物流是什么？时间和空间的融合，静与动之间的矛盾	38
生产性服务业的代表	38
国际物流行业发展历程	38
建发股份（600153.SH）：推荐	40
铁龙物流（600125.SH）：推荐	41
飞马国际（002210.SZ）：无评级	42
怡亚通（002183.SZ）：无评级	43
中储股份（600787.SH）：无评级	44
中国外运（00598.HK）：无评级 分析员：陶薇	45
安徽合力（600761.SH）：推荐 分析员：吴慧敏，张松	46
普洛斯（GLP.SP）：推荐 分析员：白宏伟，宁静鞭	47
青岛海尔（600690.SH）/ 海尔电器（01169.HK）：推荐 分析员：黄文倩，郭海燕	48
永辉超市（601933.SH）：审慎推荐 分析员：钱炳，郭海燕	50
江铃汽车（000550.SZ）：审慎推荐 分析员：陈鹏扬，郑栋，张涵一	51
中瑞思创（300078.SZ）：无评级 分析员：赵晓光	52
大明国际（01090.HK）：无评级 分析员：丁玥，罗炜	54
澳洋顺昌（002245.SZ）：无评级 分析员：丁玥，罗炜	55

图表

图表 1: 发达国家物流行业发展的演变历程及中国物流所处阶段	2
图表 2: 中国物流行业主要的投资机会和主要标的	2
图表 3: 商流、物流、资金流和信息流示意图	6
图表 4: 微笑曲线和武藏曲线	6
图表 5: 中国生产型服务业 GDP 占比相较发达国家, 具备较大的发展空间	7
图表 6: 三大产业演化示意图 (人均 GDP 在 4500 美元的工业/服务业发展节点已经到来)	8
图表 7: 三大产业演化示意图 (从日本和德国的历史数据也能看出同样的趋势)	9
图表 8: 拉美贸易保护带来的工业增长不具备竞争力, 危机后在人均 GDP 达到 4500 美元时重新恢复良性增长	9
图表 9: 发达国家物流行业发展的演变历程及中国物流所处阶段	10
图表 10: 物流产业增加值增速较低	11
图表 11: 物流产业增加值占 GDP 比重下滑	11
图表 12: 在社会物流构成结构中, 中国的工业品物流占据了绝对比重	12
图表 13: 对比发达国家, 国内社会物流总费用占 GDP 比例过高, 降低成本成为必然趋势	12
图表 14: 物流费用构成上, 我国物流管理费用比重显著高于发达国家, 运输费用比重显著低于发达国家	12
图表 15: 各国 LPI 比较	13
图表 16: 中等收入及低收入国家 LPI 排名	14
图表 17: 从产业发展阶段看企业的利润来源变化	14
图表 18: 纺织、服装、电子元器件加工等劳动密集型行业毛利率存在下滑趋势	15
图表 19: 人工、能源和材料等成本都处于上升通道	15
图表 20: 物流体系升级将带来物流相关成本的显著下降	16
图表 21: 追随十二五发展脉络, 梳理中国物流行业主要的发展机会	17
图表 22: 中国农产品流通链条示意图	17
图表 23: 中国客运专线建设及铁路集装箱场站及办理站建设进度图	18
图表 24: 典型冷链运输产品: 速冻米面产量及产销需求效果图	18
图表 25: 典型冷链运输产品: 速冻米面长距离铁路运输需求示意图	19
图表 26: 永辉超市门店区域和物流体系	19
图表 27: 大企业内部物流职能外部化	20
图表 28: 小企业第三方物流平台的搭建	21
图表 29: 海尔物流业务流程	21
图表 30: 海尔物流运输及物流中心数量增长较快	22
图表 31: 不锈钢加工配送服务提供商——大名国际的盈利模式	22
图表 32: 建发股份浆纸供应链管理业务结构	23
图表 33: 增速比较显示, 叉车销量与物流总额增速显著相关, 且叉车弹性更大 (2005 年以来季度数据)	23
图表 34: 中国历年叉车销量及预测	23
图表 35: 国际贸易/出口加工链条向国内专业/东部生产加工链条向中西部转移	24
图表 36: 供应链的两大发展路径	25
图表 37: 2009 年全球和中国 RFID 应用领域比较	26
图表 38: 中国物流与供应链领域 RFID 市场规模和渗透率预测	26
图表 39: 中国上市公司净利润率比较	26
图表 40: 物流附加值曲线	27
图表 41: 中国网购市场规模增长迅速	27
图表 42: 安徽省的支持政策有望成为全国的标杆	28
图表 43: 部分省市物流政策	29
图表 44: 不同行业营业税税目及税率	30
图表 45: 中国物流行业主要的投资机会和主要标的	31
图表 46: 中国第三产业十二五增速测算	32
图表 47: 中国物流行业十二五期间成长性细分	32
图表 48: 日本铁矿石进口格局 (以建发为代表的大型贸易/供应链企业具备较大的业务扩展空间)	33
图表 49: 中国铁矿石进口格局 (以建发为代表的大型贸易/供应链企业具备较大的业务扩展空间)	33
图表 50: 中国钢材流通格局 (以建发和大明国际为代表的大型贸易/供应链/加工配送企业具备较大的业务扩展空间)	34
图表 51: 物流附加值曲线	35
图表 52: 中国物流行业主要的投资机会和主要标的	36

图表 53: 可比公司估值表.....	37
图表 54: 伴随着物流服务范围的广度和深度的发展, 逐步发展出新型的物流服务提供商.....	38
图表 55: 发达国家物流行业发展的演变历程及中国物流所处阶段.....	39
建发股份主要财务、股票信息.....	40
铁龙物流主要财务、股票信息.....	41
飞马国际主要财务、股票信息.....	42
怡亚通主要财务、股票信息.....	43
中储股份主要财务、股票信息.....	44
中国外运主要财务、股票信息.....	45
安徽合力主要财务、股票信息.....	46
普洛斯主要财务、股票信息.....	47
青岛海尔主要财务、股票信息.....	48
海尔电器主要财务、股票信息.....	48
永辉超市主要财务、股票信息.....	50
江铃汽车主要财务、股票信息.....	51
中瑞思创主要财务、股票信息.....	52
大明国际主要财务、股票信息.....	54
澳洋顺昌主要财务、股票信息.....	55

生产性服务业：做强工业和做大服务业两大战略方向的融合

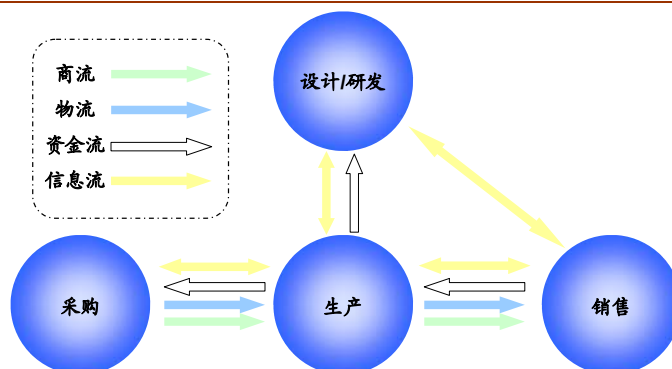
生产性服务业是十二五期间发展的主线，具备较大的发展空间

做强工业和做大服务业两大战略方向的融合。十二五时期中国经济发展的主线是“加快转变经济发展方式”，包括工业做强及服务业做大，这就共同指向了一个前景广阔的区域——生产性服务业。从核心来看，生产性服务就是对生产的产前、产中和产后提供中间服务，而非用于满足最终直接消费和个人需求。参照发达国家经验，生产性服务业强则国力强，生产性服务业弱则国家整体竞争力不足。

我们对生产性服务业的理解可以概括为“四流”和“两条曲线”。

- “四流”：商流、物流、资金流和信息流，共同构成了一个完整的商业环节。其中，商流主要包括了产品的采购、生产和销售的流程，制造业环节大部分集中于此。而物流、资金流和信息流渗透于商流的各个部分，共同构成了生产性服务业。相对于材料、设备和能源的投入，生产性服务行业更注重资金、人力、技术、渠道、知识和信息的投入，是现代服务业的重要组成部分，主要包括交通运输业、现代物流业、金融服务业、信息服务业、商务服务业和科研技术服务业等行业和部门。

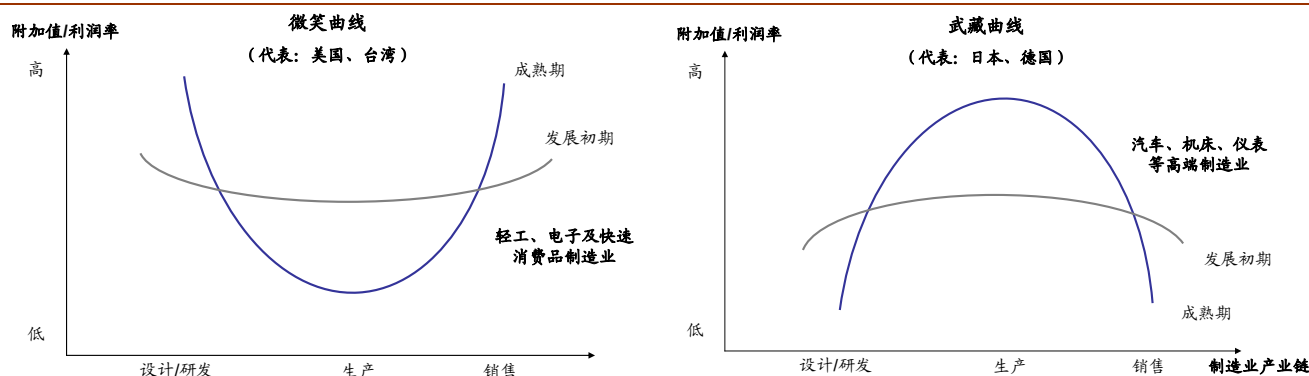
图表3：商流、物流、资金流和信息流示意图



资料来源：中金公司研究部

- “两条曲线”：微笑曲线和武藏曲线。两条曲线同样来自于制造业的业务流程，但结论却全然相反：前者认为制造业流程两端的技术、品牌和服务创造最多的利润，而后者认为制造业流程中端的组装和制造创造最多的利润。我们认为其实两者并不矛盾，前者来源于高科技产业发达的美国和台湾，而后者来源于机械和汽车等现代制造业发达、生产门槛高和工艺复杂的日本和德国，本身产品的诉求就有所不同，但均指向了提高信息化水平、优化生产流程、精确选取采购和销售时机、控制存货和提高周转率这一发展方向，生产性服务业的重要性将愈发突出。我们也注意到，上述国家第三产业产值均占据了 GDP 总额的 70% 左右，其中大部分为生产性服务业产值。

图表4：微笑曲线和武藏曲线

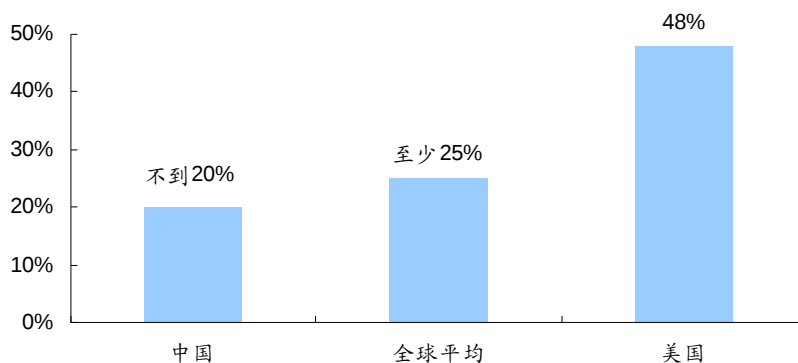


资料来源：中金公司研究部整理

目前中国的生产性服务业发展显著滞后

根据世行的统计，服务业占世界 GDP 的比重平均在 50% 以上，发达国家达到 70%~80%。服务业可以细分为生活性服务业和生产性服务业，一般而言生产性服务也占比更大。以美国为例，生产性服务业 GDP 超过美国服务业总量的 70%，约占美国 GDP 的 48%。对比而言，我国服务业占 GDP 比重约为 43.4%，其中消费性服务占较大比重，生产性服务占 GDP 比重不到 20%，发展明显滞后，具备较大的提升空间。

图表 5：中国生产型服务业 GDP 占比相较发达国家，具备较大的发展空间



资料来源：世界银行，中金公司研究部

人均 GDP 达到 4500 美元的临界点，中国生产性服务业快速发展的机会已经到来

国际经验显示，临界点出现在人均 GDP 达到 4500 美元。从发达国家的经济结构来看，生产性服务业发展的进程是：1) 传统服务业的发展为工业经济的腾飞创造了条件，而当工业经济进入快速扩展规模阶段后，传统服务业增长相对陷入停滞期；2) 工业增长开始放缓，进入转型的阵痛期，呼唤现代服务业的发展，生产性服务业和生活性服务业迎来了快速发展的机会。从美国、日本和德国等发达国家的人均 GDP 来看（图表 6、7），在接近 4500 美元的时候，经济转型全面开始，生产性服务业开始快速发展；经济成功转型带来了人民生活水平的显著提高，生活性服务业也迎来了较快的发展机会。即使从拉美的经济表现来看，临界点也同样在 4500 美元时出现（图表 8）。

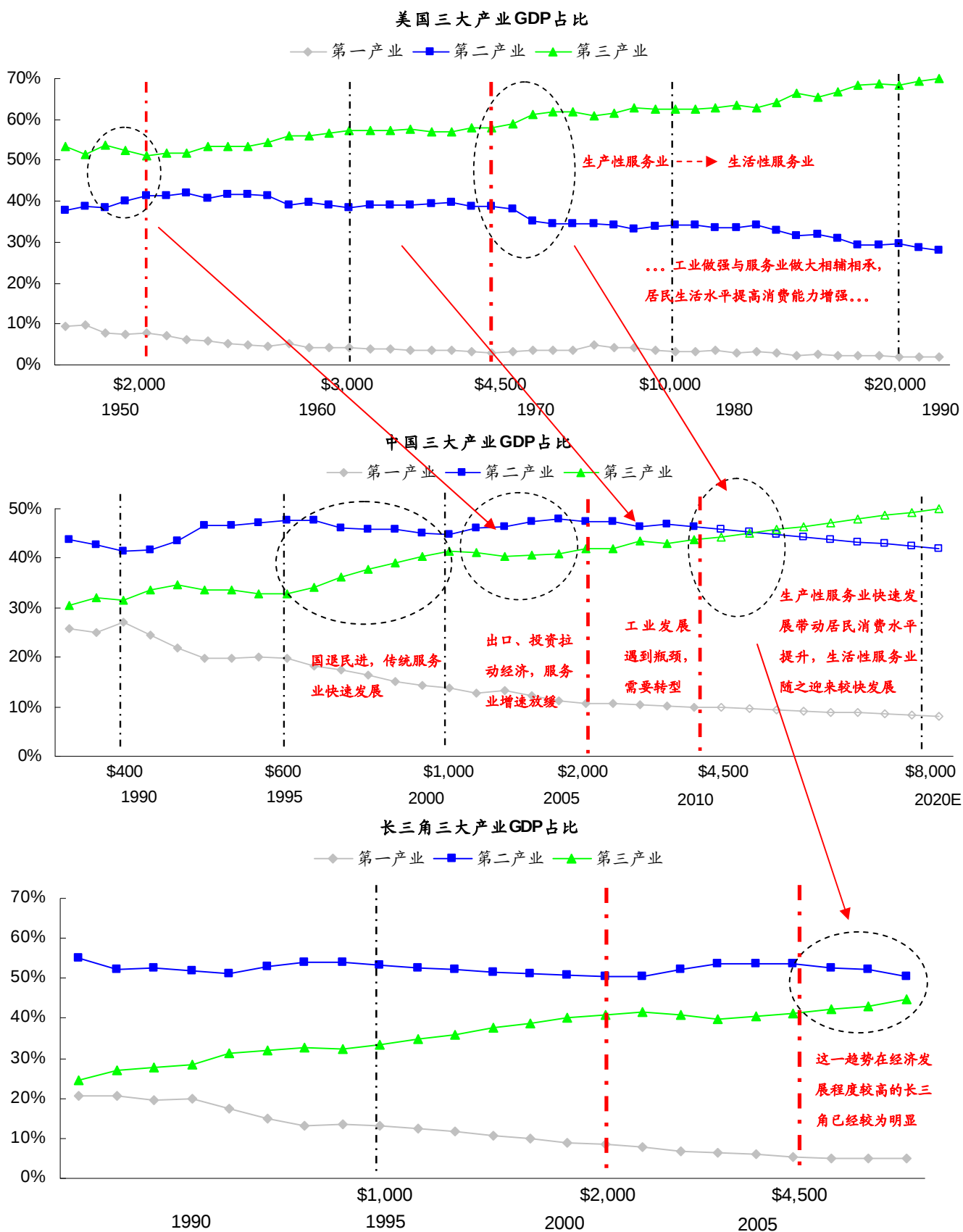
中国 2010 年人均 GDP 为 4380 美元，生产性服务业发展的机会已经到来。从中国的经济结构来看，1995~2001 年期间，传统服务业发展较快，而 2001 年开始中国进入出口导向和投资拉动型经济，工业发展较快而服务业开始进入低潮期。以金融危机为节点，第二产业增速开始有所放缓，而第三产业增速开始重新进入增长期。

对比中国和美国历史数据我们可以发现，在人均 GDP 突破 2000 美元的前几年，第二产业 GDP 占比会有所提高，可以理解为人均 GDP 提高到 2000 美元以上主要依靠第二产业的快速发展；而美国人均 GDP 达到 4500 美元时，第二产业 GDP 占比加速下滑而第三产业 GDP 占比加速上升，表明此阶段 GDP 提升主要依赖第三产业的快速发展。

2010 年，中国的人均 GDP 约为 4380 美元，接近 4500 美元的临界点。综合考虑政府的战略调整和政策因素，中国生产性服务行业在十二五期间增长前景广阔，现在正是一个长周期的开端阶段。而考虑到中国地域性经济结构分布不均，一些发达地区比如长三角，已经进入到生产性服务行业快速发展的阶段；而由于人均 GDP 已经较高，居民消费需求的提升使得生活性服务行业也迎来了快速发展的机会。

除基本面外，亦得益于政策和税改支持。十二五期间将重点推进的增值税/营业税改革以及 2011 年上半年将推出的《“十二五”现代服务业发展规划》，将成为政策的东风，助其加速成长。营业税实行差额计征/改为增值税并扩大抵扣范围/所得税总部缴纳如果得以广泛推进，1) 将减少营业税重复缴纳问题，不仅降低行业整体税负，亦可促进产业链的业务细分和业务分包；2) 将促进产业升级和科技投入，带动现代物流业、金融服务业、信息服务业、商务服务业和科研技术服务业等重要的行业快速发展，并进而加强对制造业升级的支持力度。

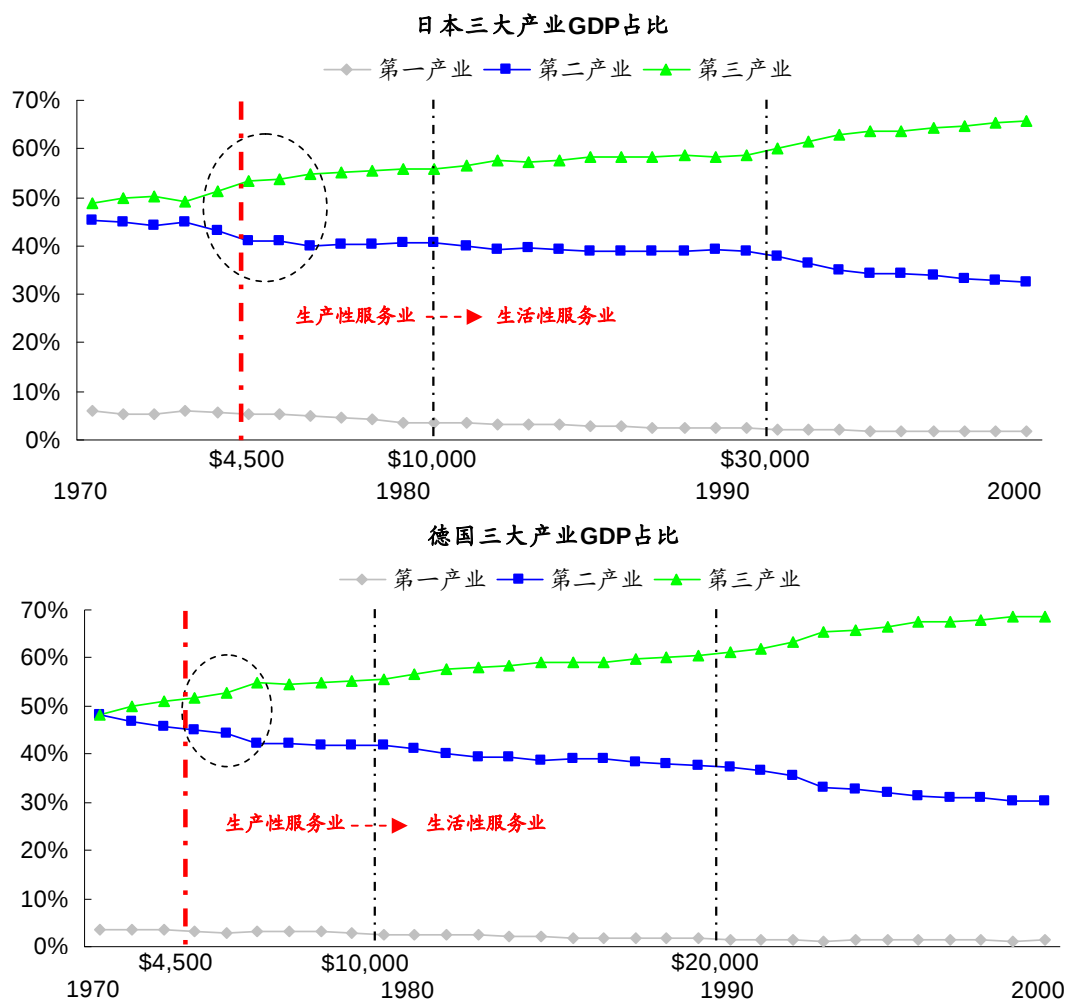
图表 6: 三大产业演化示意图 (人均 GDP 在 4500 美元的工业/服务业发展节点已经到来)



资料来源: Wind, WDI, 中金公司研究部

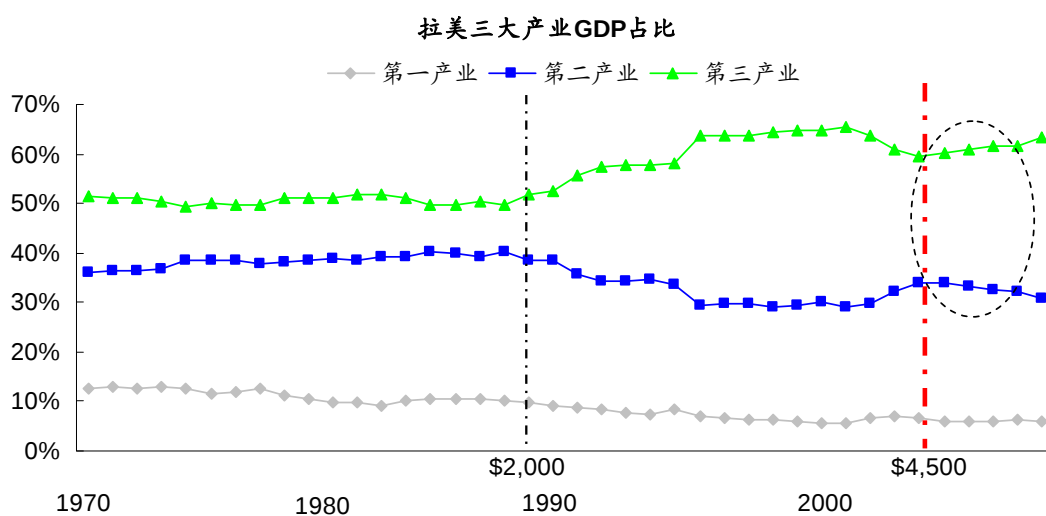
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表7：三大产业演化示意图（从日本和德国的历史数据也能看出同样的趋势）



资料来源：WDI，中金公司研究部

图表8：拉美贸易保护带来的工业增长不具备竞争力，危机后在人均GDP达到4500美元时重新恢复良性增长



资料来源：WDI，中金公司研究部

物流行业作为生产性服务业的代表，十二五期间迎来全面升级和发展机会

物流行业（详见附录：物流是什么？是时间和空间的融合）作为生产性服务业的主要代表，是支撑经济发展、提高经济运行效率的基础，正在从幕后走到台前。我们认为，和前一个十年相比，十二五期间中国物流行业的升级和发展不是一种选择，而是迫在眉睫。主要的理由在于：

1) 经济转型呼唤：中国的物流行业仍处在发展的初期，简单粗放，适应金融危机前出口导向和投资拉动的经济发展模式，但已经不符合十二五期间加快经济结构调整、产业升级、区域振兴和发展服务业的要求，需要进行升级并迎接新一轮发展的良机，以适应制造业向中西部转移和全球加工贸易链增值环节向中国延伸的大趋势。

2) 生产成本倒逼：中国的产业已经由第一阶段的产能为王、第二阶段的注重销售和产品差异化，进入了目前供给相对过剩、需求有所不足，亟需通过降低成本、提高经营效率得以继续发展的阶段。在成本主要细项中，人工、能源、材料和财务等成本都处于上升通道，倒逼企业不得不提高效率降低物流相关成本。

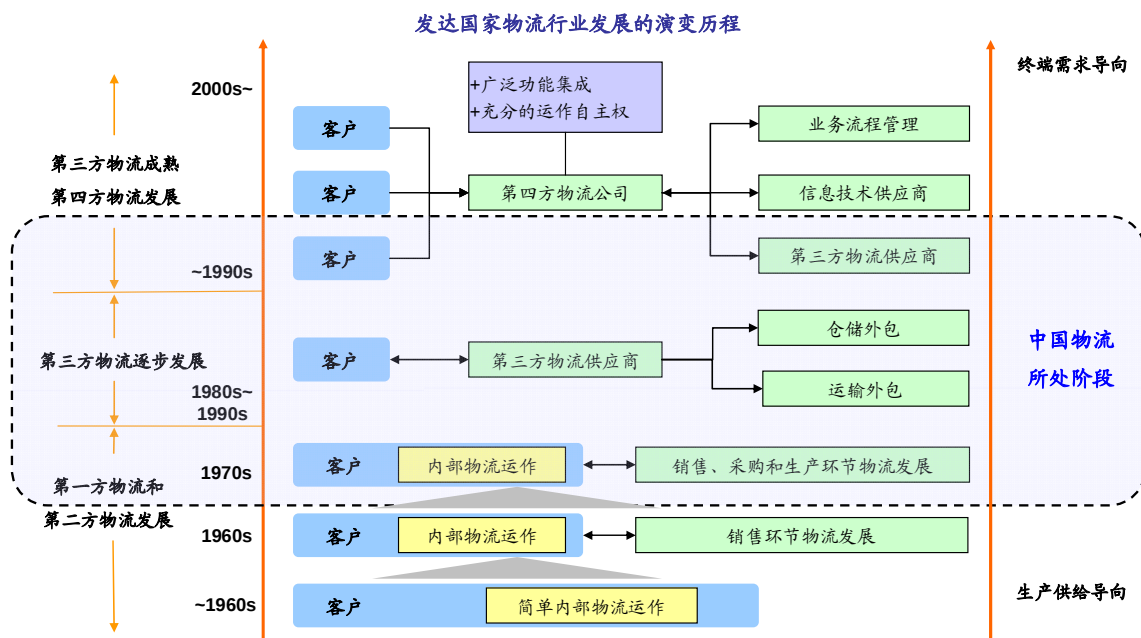
我们将从中国物流体系的横向和纵向比较、以及中国产业的发展阶段和经营环境变化入手，进行详细的分析。

1) 纵向来看，中国物流体系近十年发展缓慢、整体效率低、管理费用高，不符合经济转型和产业升级的需要

中国物流整体处于发达国家 80 年代水平

目前，我国的工业结构仍以粗放式生产和简单加工为主，出于成本的压力和效率的考虑，物流活动已经从销售环节向生产环节和采购环节发展，第三方物流正在迎来全面增长期。从发展阶段来看，基本处于发达国家 80 年代同期的水平（详见附录：物流是什么？是时间和空间的融合）。

图表 9：发达国家物流行业发展的演变历程及中国物流所处阶段

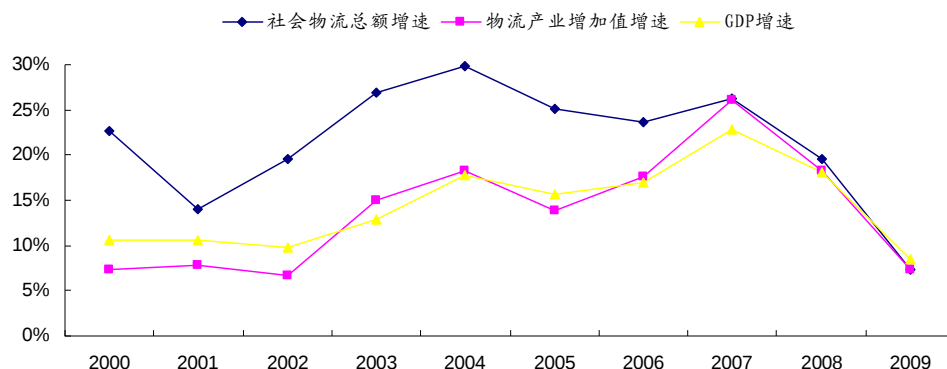


资料来源：中金公司研究部整理

近十年来物流行业发展相对缓慢，对 GDP 贡献下降

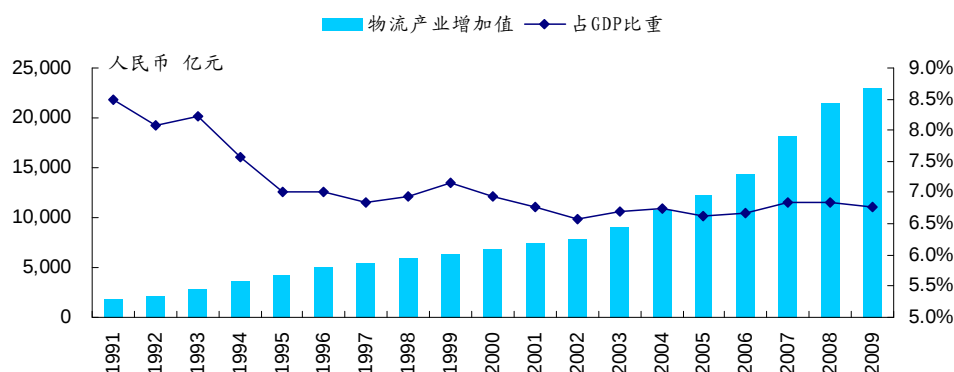
近年来中国物流产业增加值增速明显低于社会物流总额增速，甚至略低于同期 GDP 平均增速（图表 10），表明我国物流行业以低端物流为主，成长相对滞后，对 GDP 的贡献不断下滑。物流产业增加值占 GDP 比重从 1999 年的 7.2% 下降至 2009 年的 6.8%（图表 11）。

图表 10: 物流产业增加值增速较低



资料来源：中国第三产业统计年鉴，中金公司研究部

图表 11: 物流产业增加值占 GDP 比重下滑

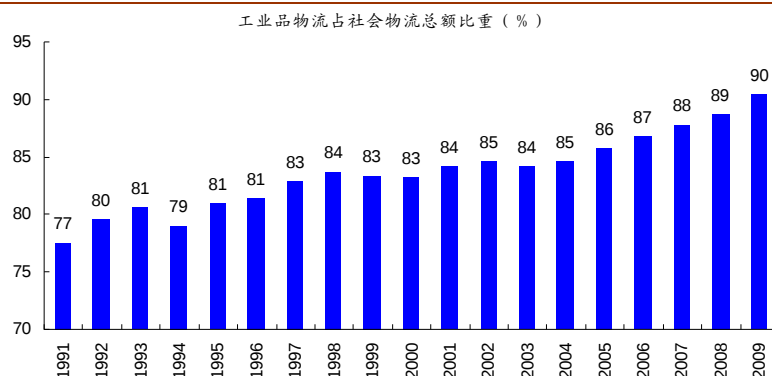


资料来源：中国第三产业统计年鉴，中金公司研究部

低附加值的生产结构延续了十余年的惯性增长，现有的物流体系适应简单的工业生产，但无法满足经济结构调整、产业升级和发展服务业的要求。

在我国社会物流构成中，工业品物流占比持续攀升，2009 年达到 90%（图表 12）。这主要和我国的经济结构相关，也印证了中国的物流行业还处在发展的初期，简单粗放，适应金融危机前出口导向和投资拉动的经济发展模式，但达不到十二五期间加快经济结构调整、产业升级和发展服务业的要求。

图表 12: 在社会物流构成结构中, 中国的工业品物流占据了绝对比重

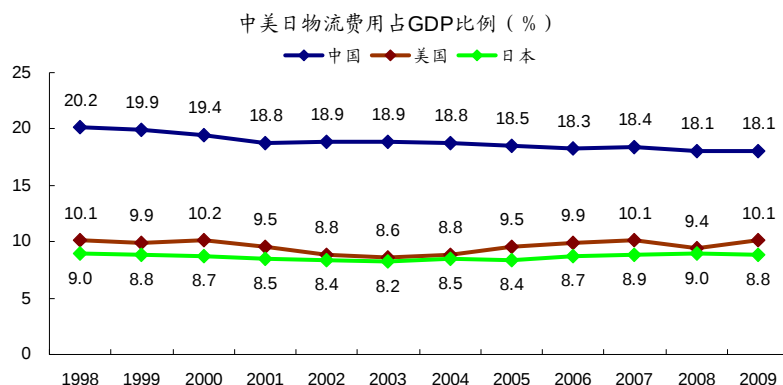


资料来源：中国第三产业统计年鉴，中金公司研究部

物流效率低, 管理费用高企

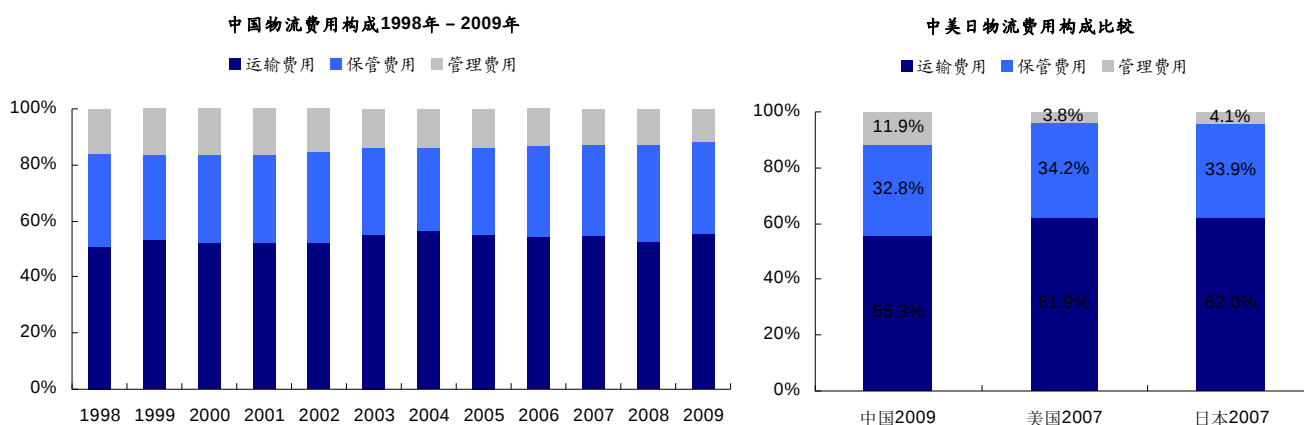
社会物流总费用占 GDP 比例过高, 管理费用显著超过发达国家: 社会物流总费用占 GDP 比例是国际通行的用于衡量一国物流行业效率的指标。对比发达国家, 我国社会物流总费用占 GDP 比例过高 (图表 13), 约为美国、日本的两倍, 反映出我国物流行业效率较低。虽然该比例近年来持续下降, 但速度不令人满意, 体现出整体效率的提升非常缓慢。从总费用的结构来看 (图表 14), 保管费用占比基本和发达国家一致, 运输费用占比甚至低于发达国家水平, 但管理费用占比则显著超过发达国家, 进一步显示了我国物流体系的低效。

图表 13: 对比发达国家, 国内社会物流总费用占 GDP 比例过高, 降低成本成为必然趋势



资料来源：中国第三产业统计年鉴，中金公司研究部

图表 14: 物流费用构成上, 我国物流管理费用比重显著高于发达国家, 运输费用比重显著低于发达国家



资料来源：中国物流与采购联合会，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

2) 横向来看，中国物流体系国际上比下有余，比上不足；适应于简单出口加工制造业，但不能满足更先进产业体系的要求

物流效率指数是较好的横向比较指标

物流效率指数 LPI (Logistics Performance Index)，是世界银行和芬兰图尔库经济学院的学者通过对全世界 800 多位物流专家和物流从业者的问卷调查得出的综合指标。以 5 分为满分进行评定。主要从以下七个方面衡量：1) 通关的效率；2) 运输和物流信息技术基础建设的质量；3) 国际运输的便捷程度和承受能力；4) 当地物流行业的竞争力；5) 对国际运输的追踪能力；6) 国内物流成本；7) 运输及时性。LPI 作为一个横向可比的评价指标，较为全面的反映了一国的物流效率。

全球来看，中国物流业比上不足、比下有余

- ▶ **发达国家和融入全球供应链的出口型国家物流水平处于领先地位。**LPI 排名与国家经济发展水平存在一定相关性，高收入国家排名均靠前。在发展中国家中，差异十分明显，其中表现较好的国家都采取了由出口拉动经济增长的发展模式，按照先后顺序来看，前五位是南非、马来西亚、中国、泰国和印度，与出口相关的物流活动水平已经开始与发达国家接轨。
- ▶ **出口拉动的经济结构使得中国的物流效率处于全球前列和中等偏下国家中最高位置。**中国的 LPI 在 150 个国家和地区中排名第 30 位，在中等偏下收入国家中排名首位，这主要得益于过去 20 年中国的出口高速增长。

图表 15: 各国 LPI 比较

国家/地区	总排名	得分	各项排名						
			通关效率	基础设施	国际运输	物流业竞争力	可追溯性	国内物流成本	及时性
新加坡	1	4.19	3	2	2	2	1	113	1
荷兰	2	4.18	1	1	1	1	4	120	5
德国	3	4.10	4	3	4	3	5	135	8
瑞典	4	4.08	5	5	5	6	3	129	4
奥地利	5	4.06	8	9	3	4	12	141	3
日本	6	4.02	11	6	9	5	7	148	6
瑞士	7	4.02	6	4	14	8	9	139	2
香港	8	4.00	7	8	7	9	8	119	7
英国	9	3.99	13	10	6	7	6	143	11
加拿大	10	3.92	9	12	8	12	11	91	13
爱尔兰	11	3.91	10	19	11	11	15	121	9
比利时	12	3.89	16	11	16	10	14	122	10
丹麦	13	3.86	2	14	15	15	17	128	18
美国	14	3.84	19	7	20	13	10	144	19
芬兰	15	3.82	14	17	30	14	2	142	15
挪威	16	3.81	12	15	19	17	20	147	12
澳大利亚	17	3.79	17	20	12	18	13	97	20
法国	18	3.76	21	16	18	19	16	136	23
新西兰	19	3.75	18	22	10	16	19	89	22
阿联酋	20	3.73	20	18	13	20	23	98	17
南非	24	3.53	27	26	22	25	18	124	31
韩国	25	3.52	28	25	24	22	25	110	30
马来西亚	27	3.48	23	28	26	26	28	36	26
希腊	29	3.36	31	35	37	28	27	88	16
中国	30	3.32	35	30	28	27	31	72	36
泰国	31	3.31	32	32	32	29	36	25	28
土耳其	34	3.15	33	39	42	30	34	112	52
印度	39	3.07	47	42	39	31	42	46	47
巴西	61	2.75	74	49	74	49	65	126	72
俄罗斯	99	2.37	136	93	94	83	119	131	87

资料来源：www.worldbank.org/lpi，中金公司研究部

图表 16: 中等收入及低收入国家 LPI 排名

中等偏上收入国家	排名	中等偏下收入国家	排名	低收入国家	排名
南非	24	中国	30	印度	39
马来西亚	27	泰国	31	越南	53
智利	32	印度尼西亚	43	圣多美和普林西	57
土耳其	34	约旦	52	几内亚	62
匈牙利	35	保加利亚	55	苏丹	64
捷克	38	秘鲁	59	毛里塔尼亚	67
波兰	40	突尼斯	60	巴基斯坦	68
拉脱维亚	42	巴西	61	肯尼亚	76
阿根廷	45	菲律宾	65	冈比亚	77
爱沙尼亚	47	萨尔瓦多	66	柬埔寨	81

资料来源: www.worldbank.org/lpi, 中金公司研究部

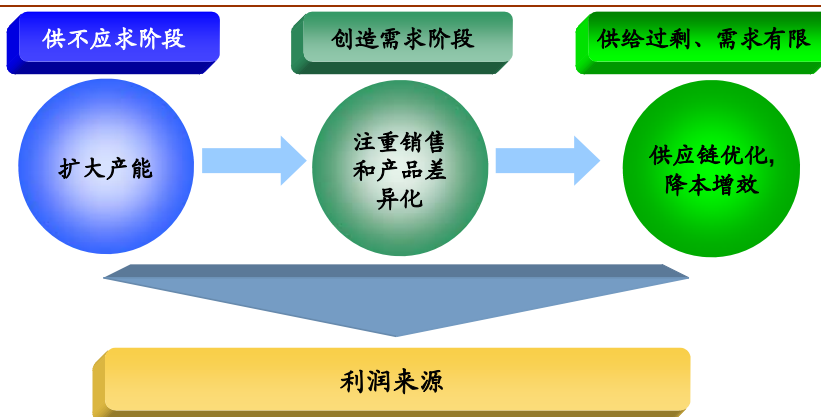
相对于基础设施水平和国际物流运输, 较高的国内物流成本和及时性不足是中国物流亟待解决的两大问题

- ▶ **与中等偏下国家比, 国内物流成本偏高:** 在 LPI 的具体指标中, 我国国内物流成本排名最为靠后, 差于其他中等偏下收入国家, 与人均收入水平不相匹配;
- ▶ **与发达国家比, 及时性不足:** 我国物流业及时性排名相对落后, 表明物流业及运输行对时效性的服务水平较差, 存在较大的改进空间;
- ▶ 以上两点和我们纵向比较中得出的物流管理费用高企、物流效率较低的结论相呼应。
- ▶ **从发达国家经验可以看出, 相对于物流成本, 物流体系的及时性、稳定性和可靠性更为重要:** LPI 的调查显示, 尽管物流成本和及时性非常重要, 贸易商却首先考虑的是整个供应链的及时性、稳定性和可靠性。因此, 尽管发达国家国内物流成本很高, 但整体物流效率排名却非常靠前。
- ▶ **我们的结论是:** 中国物流比下有余, 比上不足; 中国的物流体系适应于简单的出口加工制造业, 但协调能力和效率较低, 及时性和稳定性不足, 不符合产业升级、产业转移和扩大内需的要求, 有改善和发展的需求。

3) 从中国产业的发展阶段和经营环境变化来看, 生产成本快速增长将倒逼物流行业快速发展

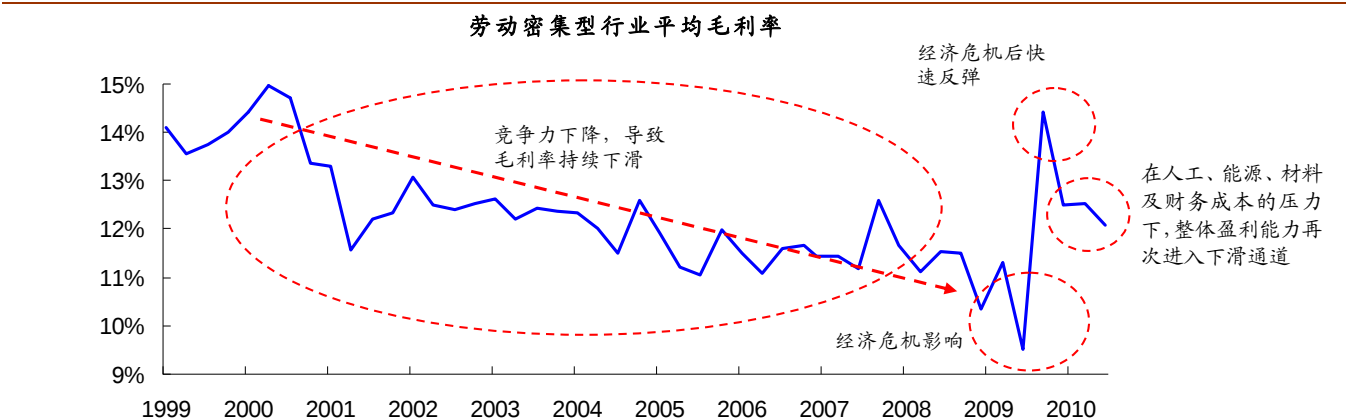
中国的产业已经由第一阶段的产能为王、第二阶段的注重销售和产品差异化, 进入了目前供给相对过剩、需求有所不足, 亟需通过降低成本、提高经营效率得以继续发展的阶段。在成本主要细项中, 人工、能源、材料和财务等成本都处于上升通道 (图表 18、19), 倒逼企业不得不提高效率降低物流相关成本。

图表 17: 从产业发展阶段看企业的利润来源变化

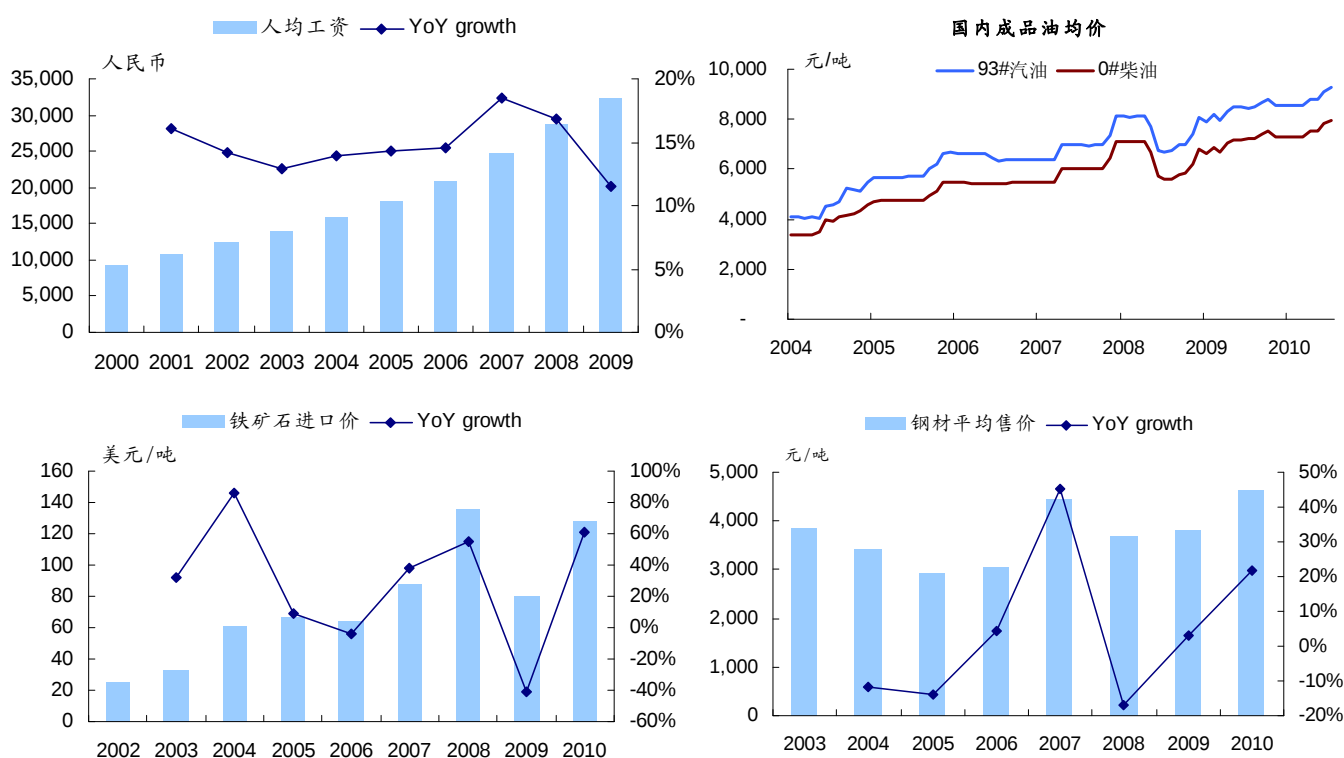


资料来源: 中金公司研究部整理

图表 18: 纺织、服装、电子元器件加工等劳动密集型行业毛利率存在下滑趋势

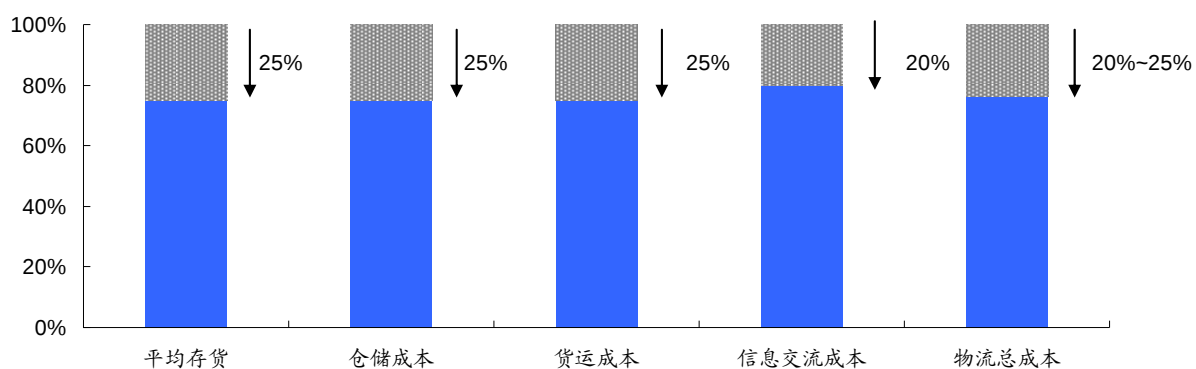


图表 19: 人工、能源和材料等成本都处于上升通道



根据香港货品编码协会在《香港供应链管理的发展》中的测算，第三方物流和供应链管理的实行，能将存货量平均减少 25%，将仓储和货运成本减少 25%，将信息交流环节的成本削减 20%。也就是说，物流体系的发展，将可以节约 20%~25% 的物流成本，能够有效地成为企业的第三利润来源。

图表 20: 物流体系升级将带来物流相关成本的显著下降

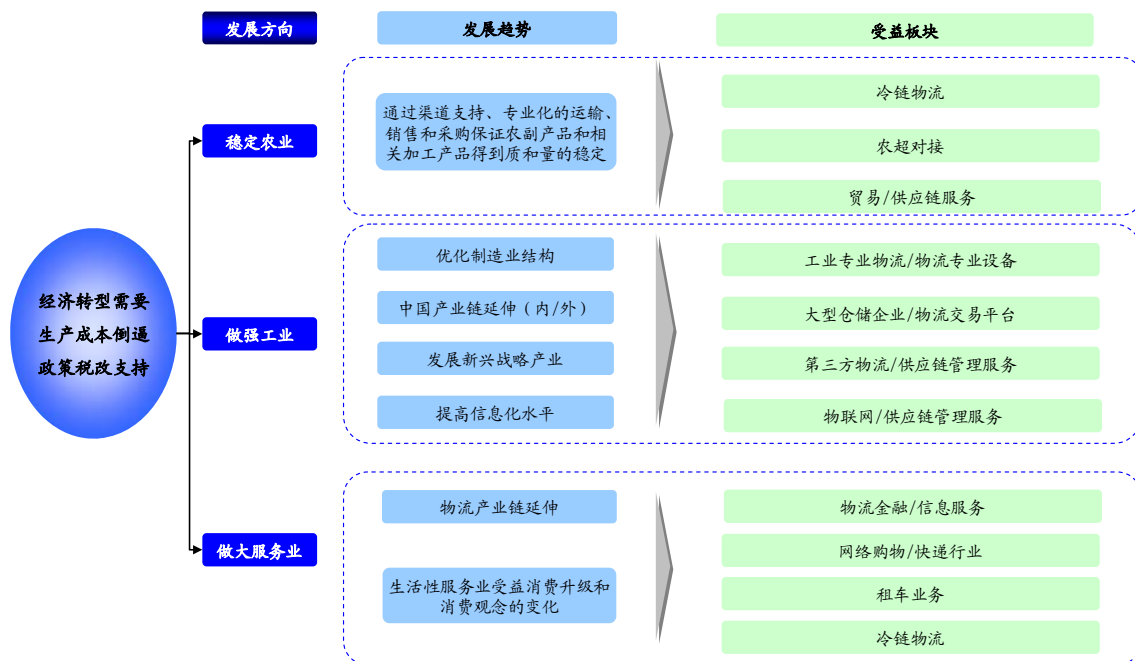


资料来源:《香港供应链管理的发展》, 中金公司研究部

中国物流发展方向：追随经济变革，紧握十二五发展的脉络

我们认为，尽管中国物流体系落后于发达国家并且不适应产业转型需求，但目前已经迎来全面发展的长周期，目前的落后和低效反而预示着行业巨大的发展空间。十二五时期中国经济发展的主线是“加快转变经济发展方式”，而物流的使命即在于更好地承载经济的发展。“一产不够稳，二产不够强，三产不够大”，这是中国经济发展面临的问题，也就是物流业发展的主要机会。下面，我们将就这三大方向详细论述。

图表 21：追随十二五发展脉络，梳理中国物流行业主要的发展机会

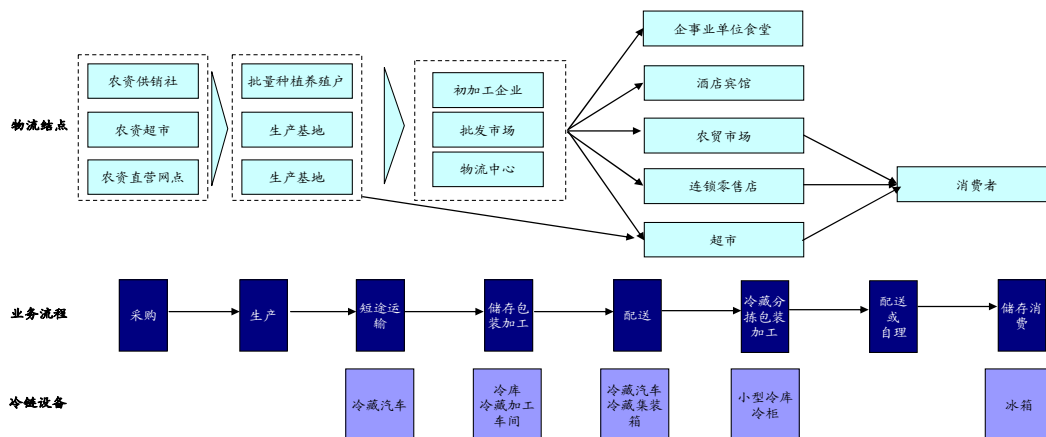


资料来源：中金公司研究部

1) 稳定农业（冷链物流和农超对接）

冷链物流、农超对接和供应链物流环环相扣，通过网络和体系的支持、专业化的运输、销售和采购保证农副产品和相关加工产品的生产、加工、存储、运输和销售得到质和量的稳定。主要的投资板块有：冷链物流（铁龙物流、锦江投资），农超对接（永辉超市、农产品），农产品贸易/供应链（建发股份）。

图表 22：中国农产品流通链条示意图

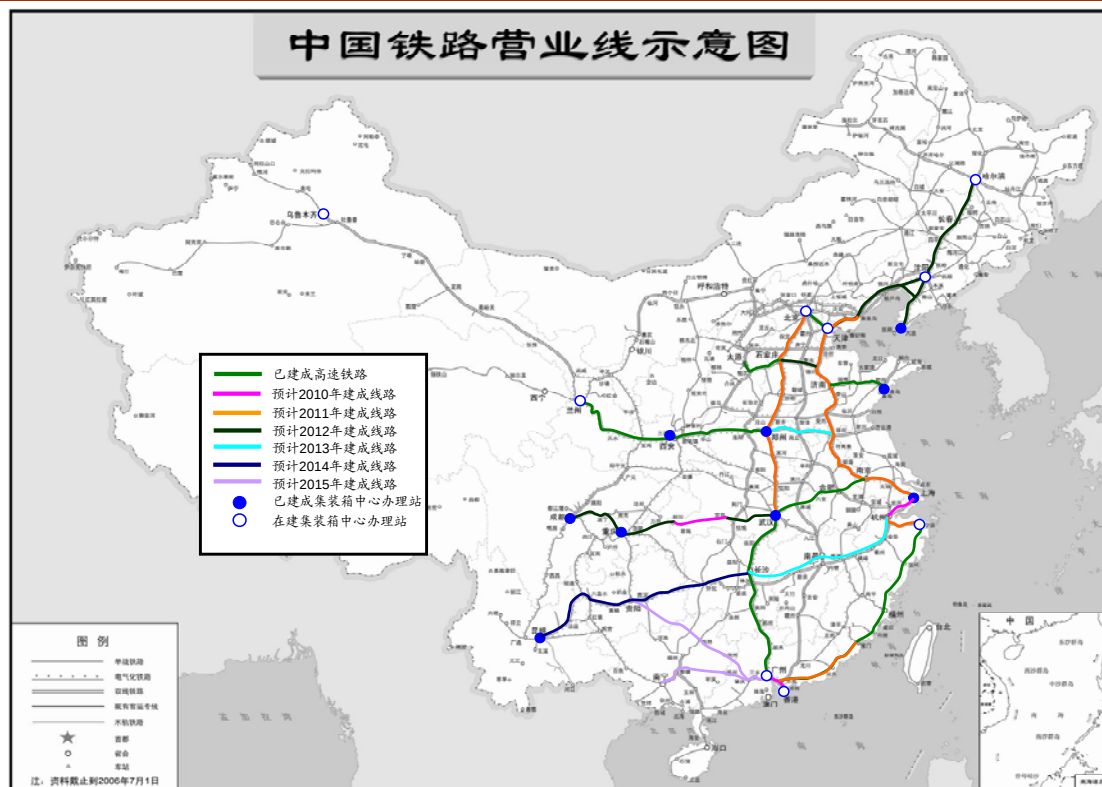


资料来源：中国物流与采购联合会，中金公司研究部

方向一：铁路冷链物流：

中国冷鲜产品需求已经迎来加速增长阶段，冷链物流的结构性增长机会正在出现，必将带来结构性的发展机会。其中，来自需求端的大型超市一体化整合和来自供给端的加工企业一体化整合将有望成为两大发展引擎，冷链运输成本过高和冷链运输利润不足的问题将逐步得到解决。随着2012~2015年铁路货运能力释放和铁路体制改革逐步解决，铁龙物流运营的冷藏集装箱业务长期发展空间较大。

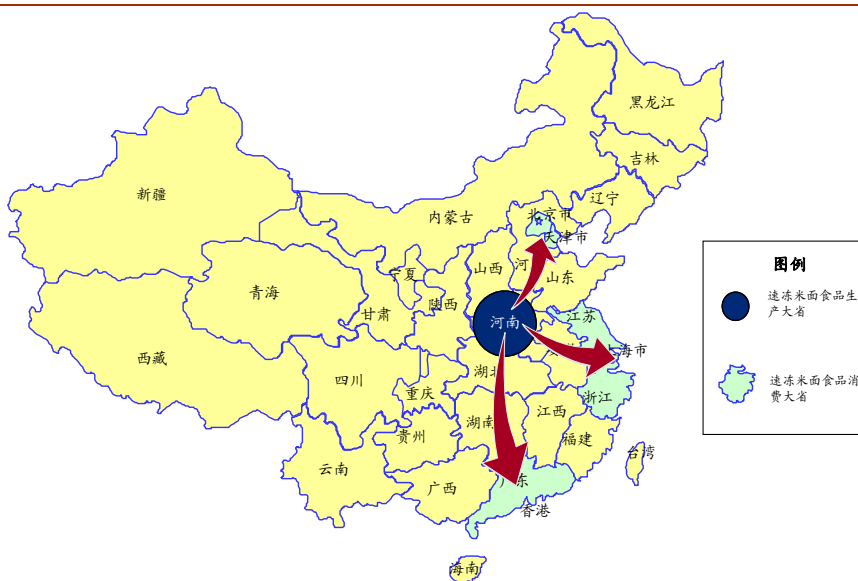
图表 23：中国客运专线建设及铁路集装箱场站及办理站建设进度图



资料来源：中国统计年鉴，中金公司研究部

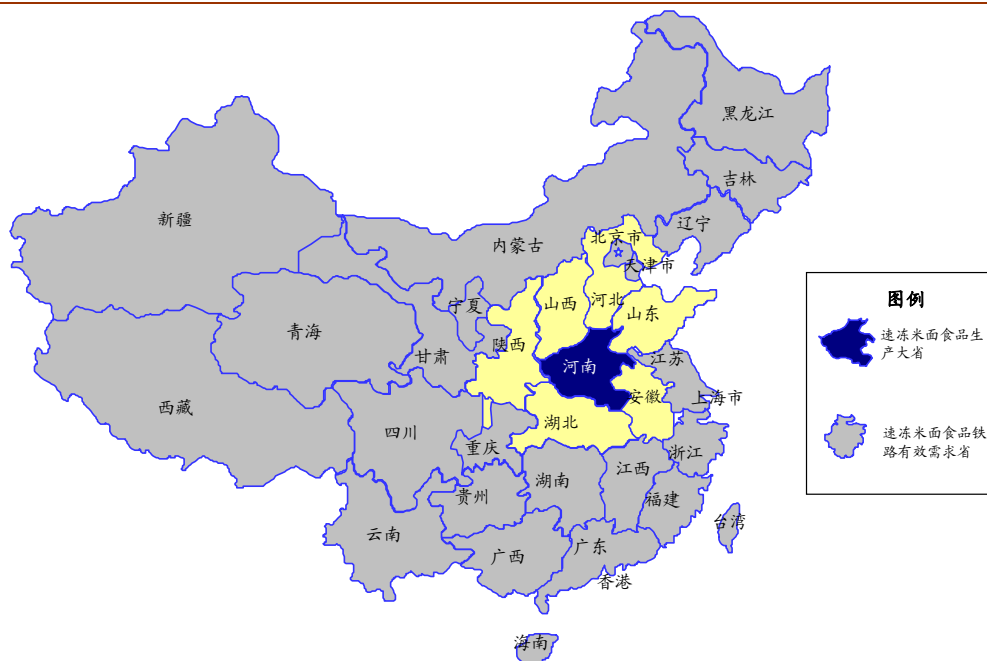
图表 24：典型冷链运输产品：速冻米面产量及产销需求效果图

2009年速冻米面食品生产量	累计值(万吨)
河南省	181.43
广东省	15.09
山东省	7.38
浙江省	7.23
吉林省	7.00
上海市	6.89
四川省	3.97
辽宁省	3.85
江苏省	2.97
内蒙古自治区	2.22
湖南省	2.10
黑龙江省	1.95
天津市	1.83
北京市	0.85
宁夏回族自治区	0.58
安徽省	0.54
陕西省	0.43
福建省	0.30
重庆市	0.30
贵州省	0.28
湖北省	0.24
山西省	0.24
河北省	0.05
新疆维吾尔自治区	0.01
全国	247.73



资料来源：中金公司研究部

图表 25：典型冷链运输产品：速冻米面长距离铁路运输需求示意图

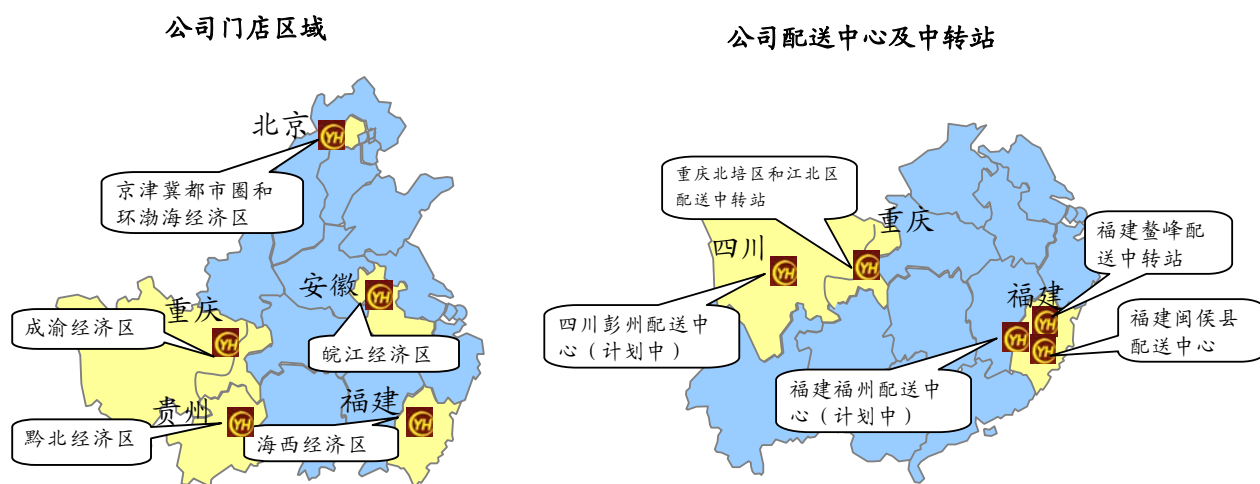


资料来源：中金公司研究部

方向二：农超对接、跨区域扩张、渠道下沉

跨区域发展和渠道下沉（向低层级市场渗透）是商业公司门店扩张的趋势的趋势，而物流能否跟得上是成功的关键。物流对超市等商业公司的直观作用主要体现在：1. 降低损耗率，对超市的生鲜商品尤其重要，生鲜商品大都不易保存，对物流设施要求较高；2. 提高商品周转率；3. 满足消费者对物流配送的时效性。以永辉超市为例，现公司在福州闽侯拥有配送中心，占地约 110 亩。并计划分别在福建福州和四川彭州建设物流配送中心（募资产项目）。良好的物流设施，保证了库存商品的低损耗率，公司 2007-2009 年度损耗率分别只有 0.23%、0.25%和 0.27%。永辉的存货周转率（12.3 次/年）也处于超市公司最高水平。它的经营模式被国务院七部委誉为中国“农改超”推广的典范。

图表 26：永辉超市门店区域和物流体系



资料来源：公司数据，中金公司研究部

2) 做强工业（专业第三方物流、供应链管理、物流相关设备及物联网应用）

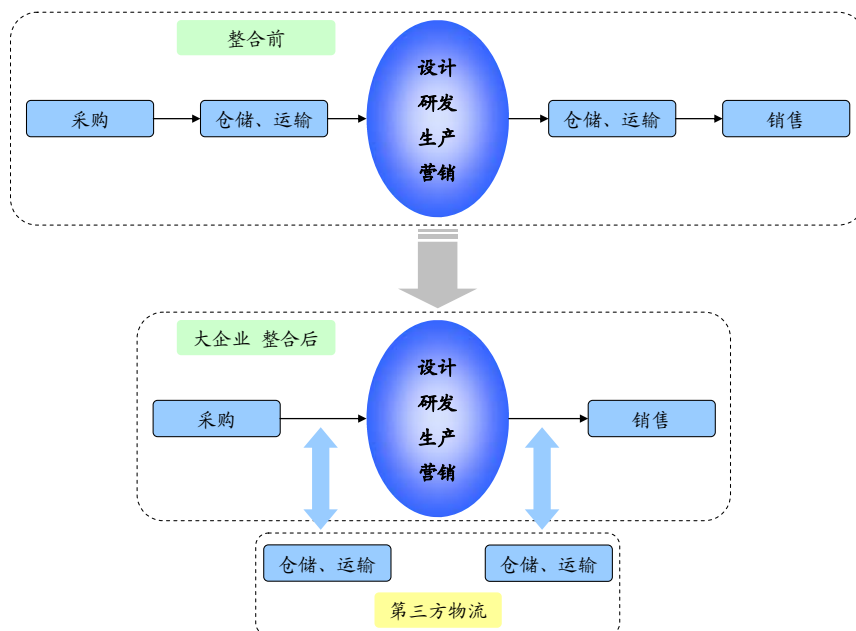
现代产业体系的转型和生产性服务业的发展相辅相成，涉及物流部分主要体现在以下的几个方向：

- **做强工业趋势之一：优化制造业结构：**提高传统产业集中度和核心竞争力，即提高物流服务的专业化和社会化。大企业开始对自身物流流程进行改造或剥离内部不经济的物流职能，而小企业将更依赖于第三方提供的优质高效的物流平台。在一些竞争较为激烈的行业，提高物流效率、降低物流成本已经成为企业竞争力的重要构成，已经从“可为可不为”变为“不可不为”。

受益物流板块：工业专业化物流（澳洋顺昌、新宁物流、保税科技、恒基达鑫、大明国际、海尔物流）、大型仓储企业/物流交易平台（中储股份、长江投资、普洛斯）、供应链管理服务企业（怡亚通、飞马国际、建发股份、中国外运）、专业化物流设备制造商（安徽合力、江铃汽车）。

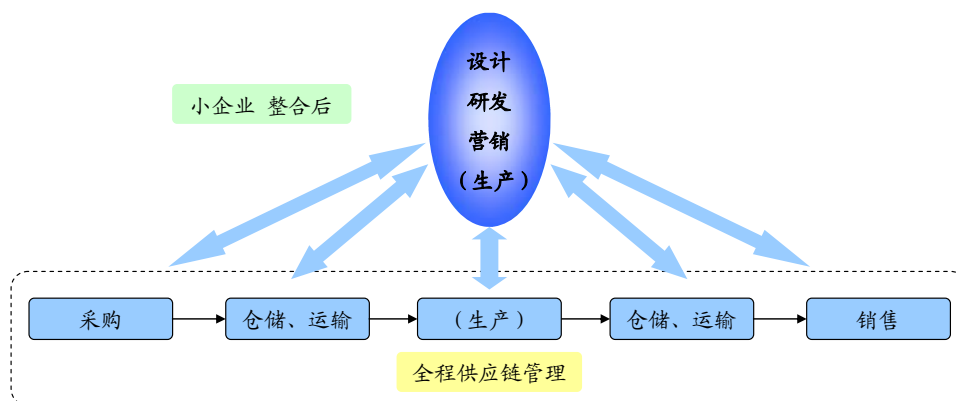
- **产业集中度提高，将推动物流的专业化服务：**随着国家对落后产能的淘汰以及新建产能的集群化，带来了产业集中度的提高，规模化随之形成，促进供应链成本的降低，推动专业化发展，使得一些企业具备了可以将内部物流职能外部化的条件，代表如钢铁、金属和煤炭等传统行业。
- **大企业对自身物流流程进行改造或剥离内部不经济的物流职能：**中国的大型企业普遍是一些“大而全”的公司，因为服务和税收方面的考虑，普遍把一些物流职能内部化。但由于大企业病的普遍存在，内部化的物流职能相对周转率较低、成本较高并且难以提高服务水平。其中，部分优秀的企业开始对自身物流流程进行改造，提高效率并将其作为主要的竞争优势。另外，随着第三方物流的专业化程度提高以及营业税/增值税改革将来的推行，大企业亦可剥离部分内部不经济的物流职能集中精力发展核心竞争力。
- **小企业更加依赖第三方物流平台：**产业集中度提高、大型企业强者更强，将对小型企业产生更大的竞争压力，更需借助第三方物流平台来提升小企业的专业化分工和协作水平，通过抱团取暖来增加采购和销售环节的议价能力。另外，国家长期的竞争优势在于创新能力，而目前国内发明专利的 65% 以及新产品开发的 80% 均来自于小企业。通过第三方物流平台和全程供应链管理的方式，小企业可以更加顺利地集中精力发挥灵活和创新的优点。

图表 27：大企业内部物流职能外部化



资料来源：中国物流与采购联合会，中金公司研究部

图表 28: 小企业第三方物流平台的搭建

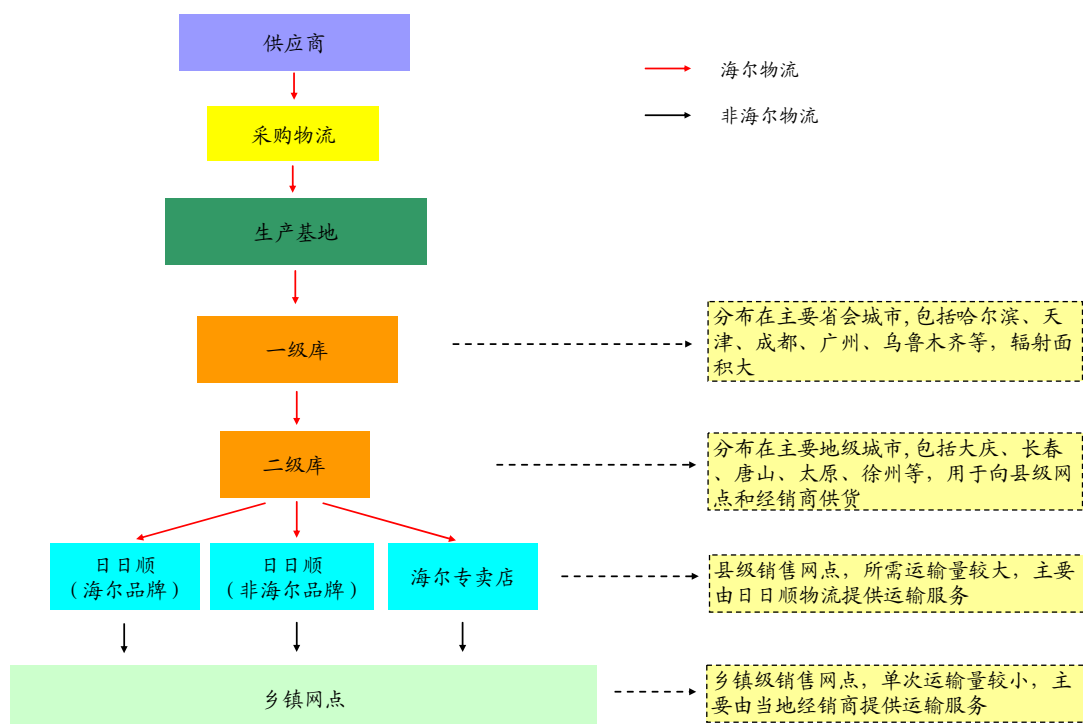


资料来源：中国物流与采购联合会，中金公司研究部

方向一：大型企业内部物流流程改造，服务网络化、专业化、外部化

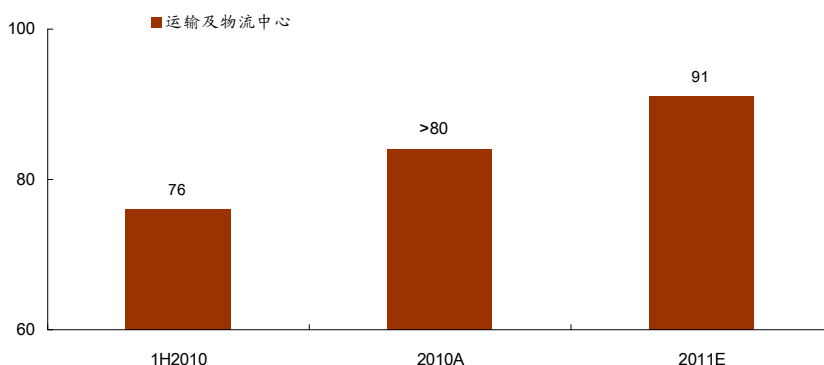
海尔是对物流流程改造开展最早的家电企业，1999 年海尔物流（日日顺物流）成立，经过 10 余年发展海尔物流已经基本完成全国布局，目前全国共有 80 余个仓库，可调配超过 16000 台运输车辆，其运输网络能够渗透至三四线城市。海尔物流能够提供分销及仓储、售后物流、第三方物流、供应商管理库存等系列服务，目前提供海尔集团内部服务占总业务量 90% 以上，提供外部客户如康师傅、伊利等占比还不足一成，但未来几年内部服务外部化进程加快。目前采取轻资产、快周转的经营模式，物流网络广度上覆盖全国，深度上可达县级城市。

图表 29: 海尔物流业务流程



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 30：海尔物流运输及物流中心数量增长较快



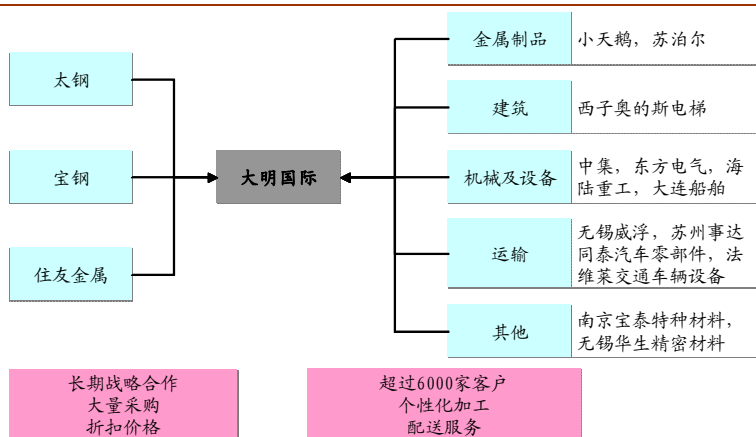
资料来源：公司数据，中金公司研究部

方向二：大企业剥离内部不经济的物流职能，带来了第三方物流的发展机会

钢铁企业将加工配送业务外包是大势所趋。钢铁行业发展进入成熟阶段，核心价值创造从生产环节向产业链的两端转移。独立的加工配送中心运营效率更高，将成为未来行业发展的大趋势。截至 2008 年，通过加工配送中心销售的不锈钢占比仅 20%，预计到 2012 年将超过 50%，同时中国不锈钢产量的年均增长约 8%，不锈钢加工配送市场的未来两年的年均增长约 35%。

大明国际，中国最大的独立不锈钢加工物流企业：承接于钢厂和下游终端用户之间，获取折扣出厂价，为客户提供钢材加工、配送以及存货管理等服务，已具备加工配送能力 80 万吨。公司的价值创造环节主要体现在：1）与不锈钢厂商长期战略合作，享受订货折扣价；2）公司积累了坚实的客户基础（客户数超过 6000 家），能够贴近客户需求对标准化钢材进行个性化加工，并形成规模优势，赚取稳定的加工费；3）富有经验的存货控制管理，最大限度地降低不锈钢价格波动的风险。

图表 31：不锈钢加工配送服务提供商——大名国际的盈利模式

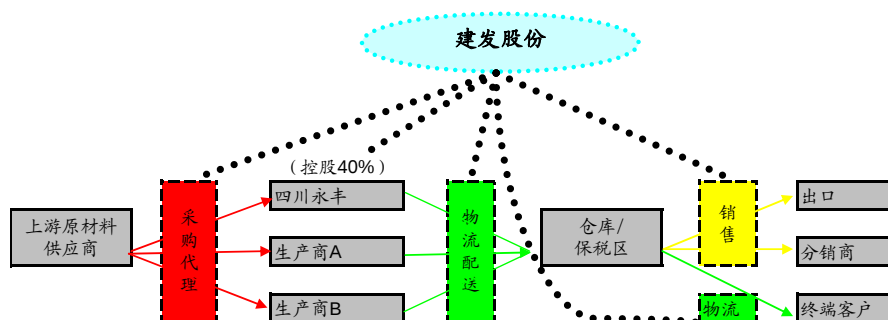


资料来源：公司数据，中金公司研究部

方向三：小企业更加依赖第三方物流平台

建发股份的纸和纸浆业务已经从传统贸易过渡到了供应链服务阶段，成功做到了从生产到配售、为客户提供包括采购、深度物流、销售、结算等“一站式”的综合服务，是国内最大的纸张、纸浆经销商，利润率也明显高于其他业务。目前，很多小型造纸厂由于网络不健全完全依靠建发的渠道生产，而规模更大的晨鸣纸业和 APP 也已经部分进入建发纸业的网络，目前公司已经是 APP 最大的经销商。对于一些印刷厂或小纸厂，在资金不足的情况下，公司亦在控制风险的前提下融资服务。而对于造纸的下游，比如万顺股份，建发纸业已经成为公司的最大供应商。另外，由于公司对上下游的控制力已经较强，也开始在行业内主要的利润点尝试进行投资，比如 40% 参股四川永丰纸浆，通过股权合作建立了牢固的合作关系，外包了永丰纸业所有的采购和销售业务。

图表 32：建发股份浆纸供应链管理业务结构



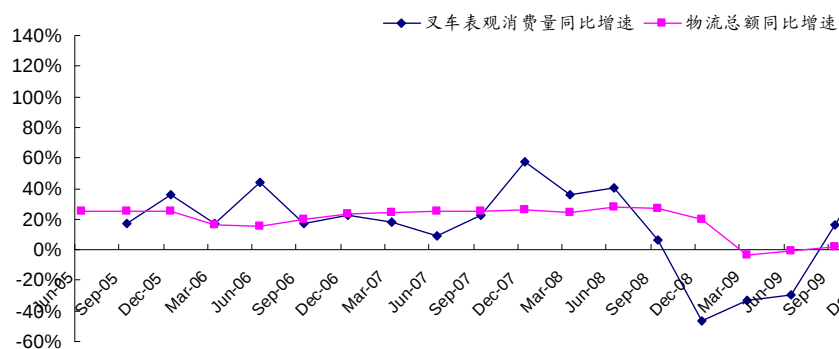
资料来源：公司资料，中金公司研究部

方向四：物流业发展拉动运输设备需求

物流业发展极大促进了中国市场叉车的需求，自 2006 年起，中国就已经成为仅次于美国的全球第二大叉车消费市场。这种快速增长的势头持续到 2008 年，直至被金融危机的爆发打断。金融危机的突然到来，致使中国叉车的产销量和出口量都出现了大幅下降。就在国内叉车市场成为“重灾区”之际，2009 年 2 月，物流业列入十大产业调整振兴规划，为中国叉车业注入了一剂“强心针”。进入 2009 年下半年，随着经济回暖，叉车销量进入了高速增长阶段。

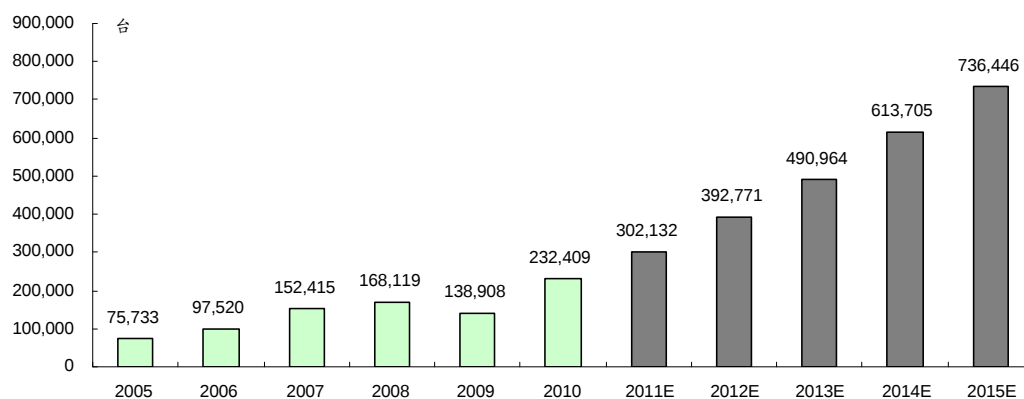
预计未来 5 年我国物流行业平均增长率达 20%，从而拉动叉车达到 26% 的年均复合增速。安徽合力是中国领先的叉车生产企业，2010 年累计销售叉车 57,117 台，同比增长 65.0%，公司市场份额稳定在 25%，行业龙头地位巩固，有望显著受益于物流业机械化率的提升。

图表 33：增速比较显示，叉车销量与物流总额增速显著相关，且叉车弹性更大（2005 年以来季度数据）



资料来源：中国工程机械工业协会，中金公司研究部

图表 34：中国历年叉车销量及预测

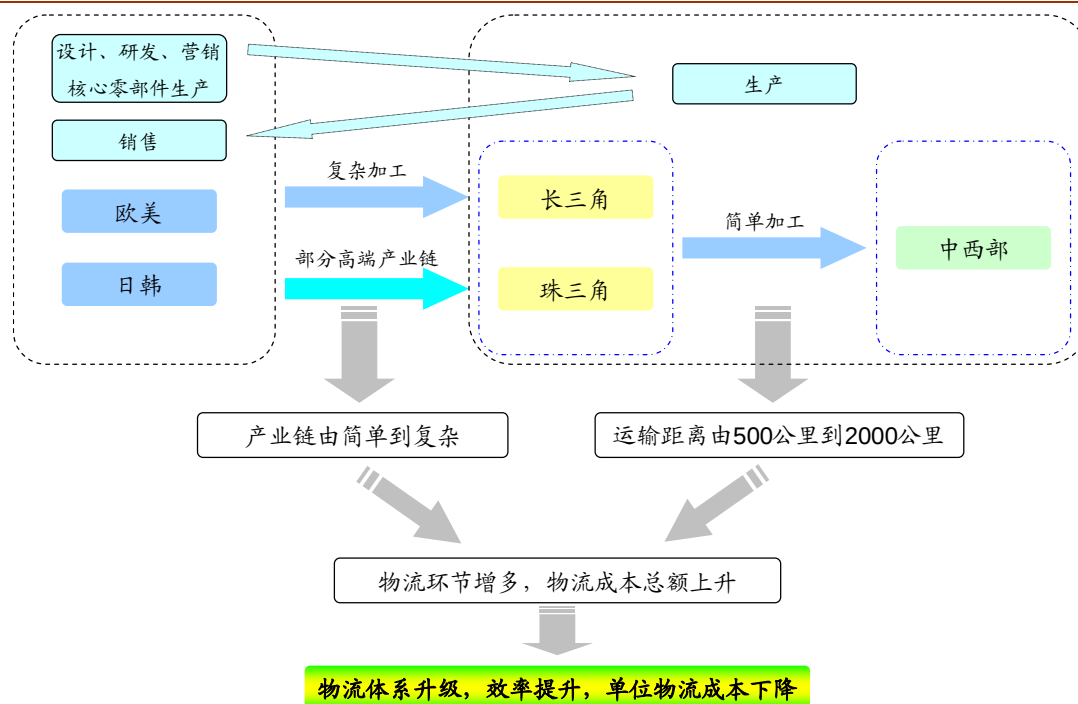


资料来源：CEIC，中国工程机械工业协会，中金公司研究部

- **做强工业趋势之二：内/外部产业转移：**包括向中西部转移制造业和延长全球加工贸易在国内的增值链。物流将从简单的长、珠三角口岸边延伸到 2000 公里以外的重庆，亦将由简单的组装加工向研发、设计、核心元器件制造和配送延伸。产业转移带来的物流环节、运输距离和复杂程度的显著提升，物流成本占比大幅提升，企业亟需加强物流成本控制和管理。同时，随着企业经营规模的扩大、销售和采购网络辐射到更广的地区范围，除了依靠自有渠道，第三方物流和供应链管理将成为不可或缺的合作伙伴。

受益物流板块：工业/轻工/电子专业化物流、大型仓储企业、大型贸易企业，供应链管理服务企业。

图表 35：国际贸易/出口加工链条向国内专业/东部生产加工链条向中西部转移



资料来源：中国物流与采购联合会，中金公司研究部

- **做强工业趋势之三：发展新兴战略产业：**每个能增长十倍的行业，在产能和规模扩大的过程中，都需要物流行业的支持。装备制造、新能源、医药和生物等行业都需要专业化、高水准的物流企业的支持，而物流企业将与其共同成长。
- **生物/医药行业：**我国生物/医药产品流通环节增值额巨大（零售价格远高于出厂价格），产业链运营不规范，在医疗医药改革的大环境下面临彻底洗牌。在重整阶段极易产生新的行业龙头，并在此后行业竞争中占据显著的先发优势。
 - **新能源行业：**伴随着风电、核电和太阳能等新能源行业的快速发展，其专用设备需要专业的物流服务。
 - **装备制造业：**装备制造是产业升级的关键，也成为我国制造业发展的重点，装备制造业的快速发展伴随着我国产业转移的过程必将带来相关物流需求的迅猛增长；同时，物流效率的提升也将促进我国产业升级和产业转型的进程。

受益物流板块：工业/轻工/电子专业化物流、供应链管理服务企业。

- **做强工业趋势之四：提高信息化水平：**信息化和工业化的深度融合对物流业提出了更高的要求，供应链管理、电子商务、物联网和物流信息系统均将迎来发展的机会，并将通过信息化的升级进一步提高物流的效率、促进物流服务和业务升级。
- **物流产业链向信息化延伸：**按照发展阶段来看，从 1PL 到 5PL，物流活动占比越来越少，而信息流活动占比则越来越大，盈利弹性和可复制性更强。

- **物联网重要性愈加突出：**物联网面向各类行业的应用和信息化升级，可以极大的提高物流效率并提高信息的集成程度，行业成长的确性强。潜在的增值税/营业税改革将可能带来物流行业先进设备/技术的资本支出，亦有助于物联网行业的快速发展。RFID 是物联网的核心之一，在物流与供应链领域能够准确、及时的物品进行清点、定位、跟踪，大大提高了管理效率和准确性、节约成本。以 Symbol 公司公布的数据来看，在物流领域全程使用 RFID 后，可使物流成本减少 59%，显著的成本效益是推动 RFID 在物流与供应链领域运用的强大动力。

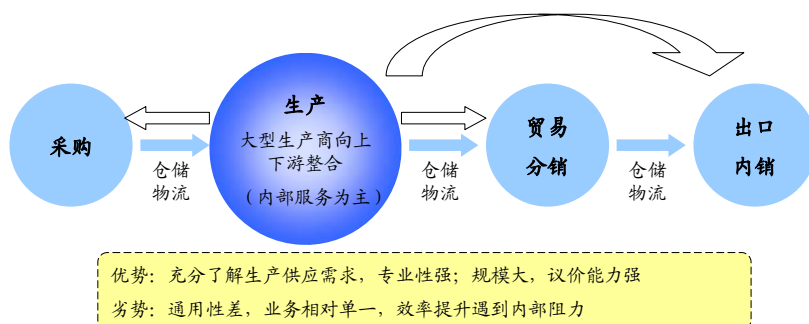
受益物流板块：供应链管理企业、电子商务企业、信息/软件企业、物联网企业。

方向一：全程供应链管理发展

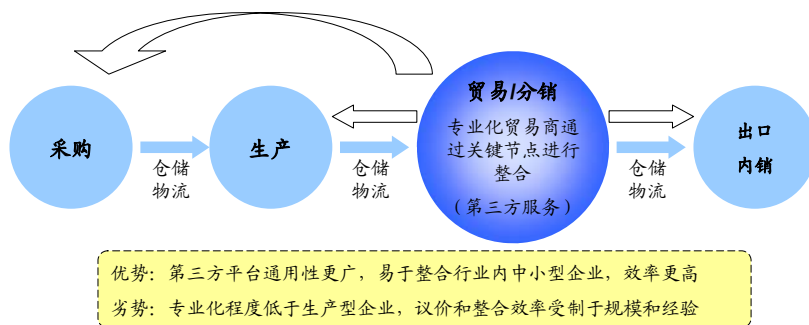
从发达国家的历史上来看，全程供应链管理在科技和信息技术快速发展而商业竞争加剧的过程中，主要由两个途径发展而来：贸易商（如香港利丰和日本三菱商社）和大型生产企业（如宝洁公司和正在崛起的中国的海尔、双汇等）。贸易商控制了交易和物流的节点，有渠道优势、信息优势、人才优势和丰富的行业经验，和行业内外可以建立良好的合作关系，可以将行业中的中小企业紧密的连接起来并产生规模和效率优势。生产型企业建立供应链网络专业化更强，但开放性相对不足。

图表 36：供应链的两大发展路径

大型生产型企业整合供应链



贸易企业整合供应链



资料来源：中金公司研究部

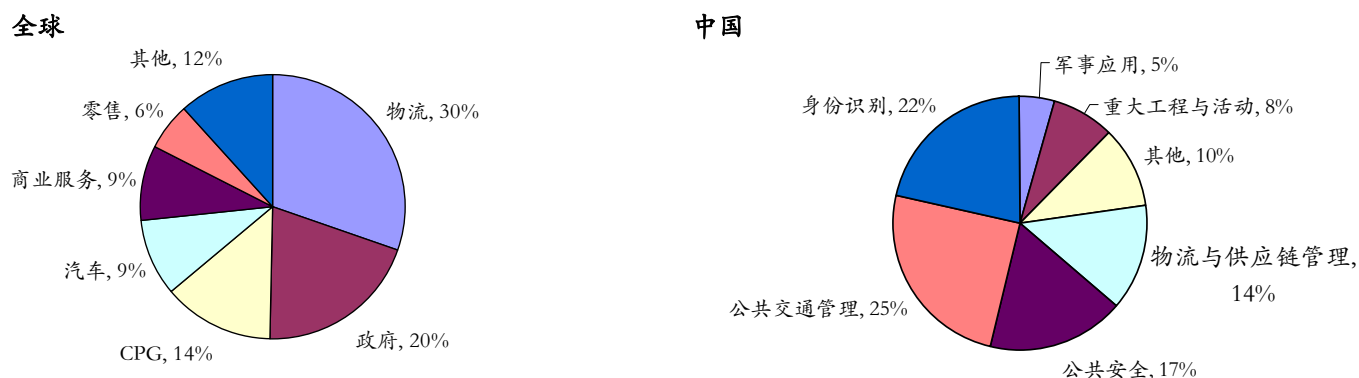
方向二：RFID/物联网，成本效益显著，市场空间巨大

近年来中国的 RFID 市场取得快速发展。2009 年中国市场规模 85 亿元，2006 - 2009 年复合增长率 28%，大大高于全球平均水平 16%。市场份额也从 2006 年的 12% 上升到 2009 年的 18%，全球排名第三，仅次于美国和英国。但 RFID 在物流与供应链管理领域产值仅为 12 亿元，占总收入比重为 14%，远远低于全球平均水平 30%。2009 年 3 月 10 日，国家正式出台《国家物流产业调整和振兴规划》，明确加大 RFID 新技术在物流业的应用和升级，以提高物流效率。根据信息产业部的规划，“十二五”期间 RFID 产业每年将保持 30% 的增长率，如果 RFID 在物流与供应链领域的渗透率稳步提升到 25%，那么 2015 年该领域 RFID 产值将超过 100 亿元，是 2009 年的 9 倍，行业发展空间巨大。

RFID 产业分为上游的芯片和天线等电子元器件供应商、中游的读取器和电子标签供应商、以及下游的系统集成厂商，目前国内的厂商集中在中下游，上游收入占比不高。中游厂商不但拥有技术，还由于 RFID 标签卡产品一般要根据客户的需要进行设计和生产，因此 RFID 标签卡产品还掌握了一定的销售渠道，由此形成了较高的市场进入壁垒和市场

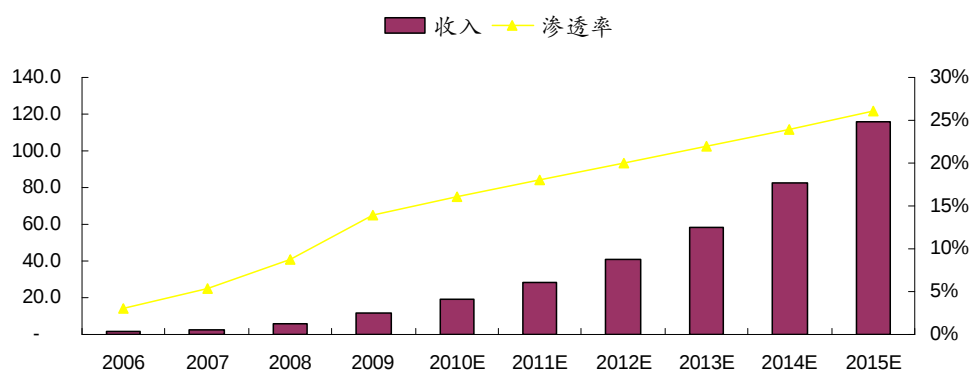
集中度，行业利润率较高。中瑞思创是中国技术和渠道兼备的 RFID 领导者，硬标签产量全球第一，掌握销售渠道；软标签技术正在铲除 RFID 技术障碍，且上市募投项目将充实产能、提升毛利，成长性可以看高一线。

图表 37: 2009 年全球和中国 RFID 应用领域比较



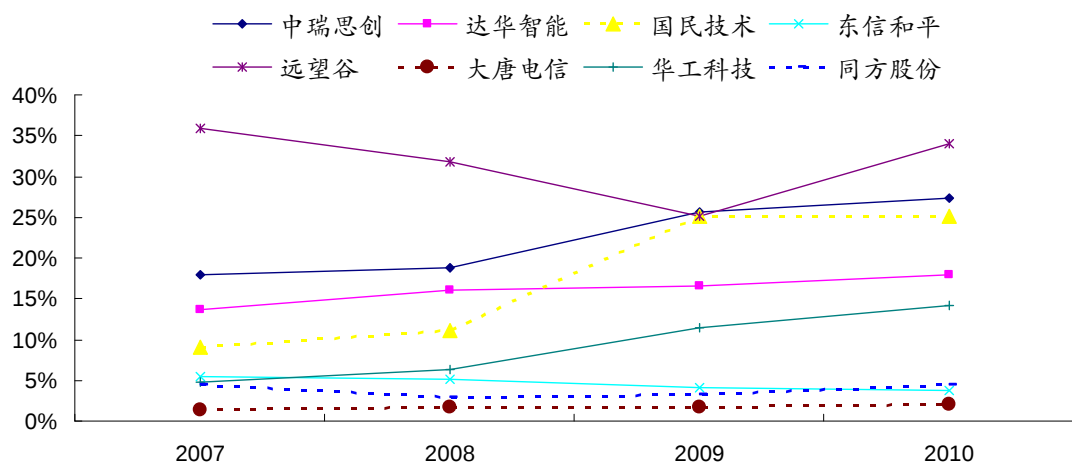
资料来源: VDC Research Group, CCID, 中金公司研究部

图表 38: 中国物流与供应链领域 RFID 市场规模和渗透率预测



资料来源: CCID, 中金公司研究部

图表 39: 中国上市公司净利润率比较



资料来源: Wind, 中金公司研究部

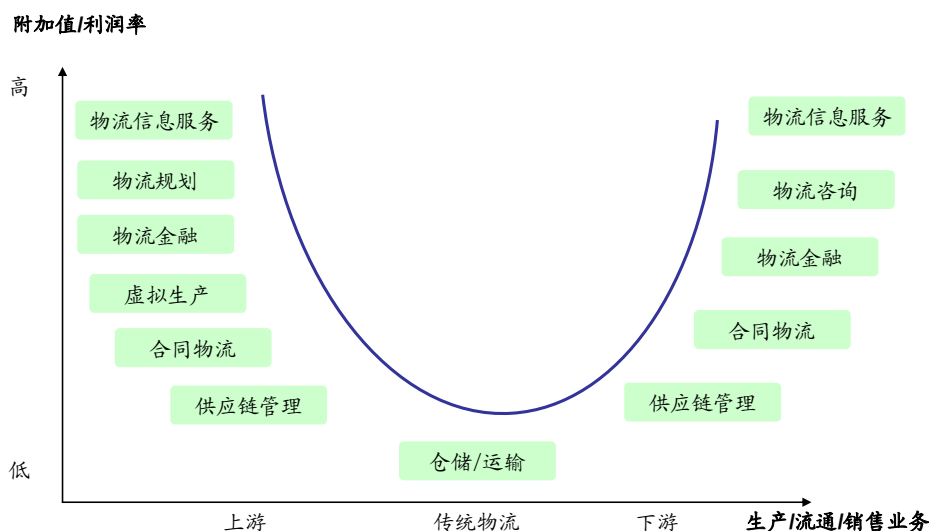
3) 做大服务业（物流产业链延伸和商业物流服务）

三产中包括生产性服务业和生活性服务业，其中生产性服务和第二产业结合紧密，在上一个环节我们论述了物流行业向生产服务的环节，而这里我们将强调依托渠道、信息和对供应链的控制力，物流行业亦可进行物流金融和信息服务等创新性发展。而生活性服务业受益于消费升级和消费观念的变化，受益于人们生活水平的持续提高和城市化进程，快递行业、冷链物流和网购等板块均迎来快速发展机会。

- **物流产业升级、产业链延伸：**随着规模的扩大和网络的延伸，物流行业对产业链的控制力度将持续加强。依托渠道和信息的优势，以及相对较强的议价能力，将有望延伸服务深度，以满足上下游不断提高的各种需求，从单一的物流服务延产品附加值曲线向两端转移，进一步提高盈利能力。比如，对于中小企业，可以提供物流金融服务；对于大型企业，可以提供行业信息服务等等。

受益物流板块：物流金融、物流信息服务等。

图表 40：物流附加值曲线

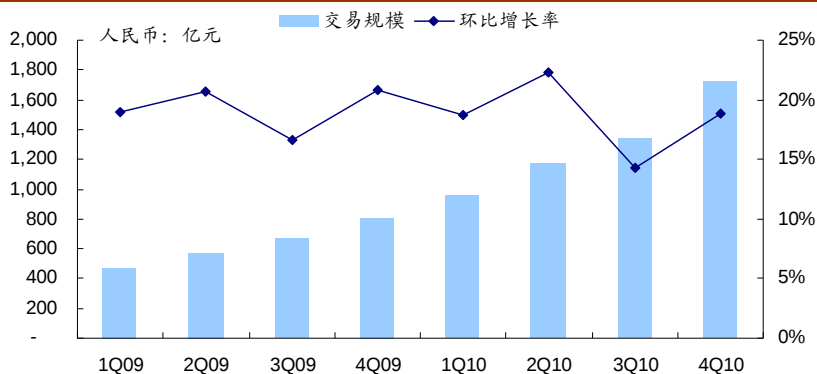


资料来源：中国物流与采购联合会，中金公司研究部

- **商业物流增长加快。**随着人民生活水平的提高、城市化进程的持续加快，中国消费升级和全球科技进步带来的消费习惯改变使得中国已经进入了“大消费”时代，对物流服务的要求有了较大的提升。其中，中国的网络购物 2007 年以来以每年翻倍的速度增长，对快递行业的要求也随之大幅提高。2011 年春节期间快递行业能力明显不足显示了这一行业仍处在供给方推动的成长阶段。而城市拥堵、限购将可能带动汽车租赁行业的发展，作为一种新的交通出行选择，汽车租赁解决了异地出行，限购等问题，潜在市场很大。

受益物流板块：快递行业、网购、冷链和汽车租赁等。

图表 41：中国网购市场规模增长迅速



资料来源：易观国际，中金公司研究部

物流行业发展环境有望显著改善：受益于政策扶持和税制改革

《“十二五”现代服务业发展规划》将在 2011 年上半年出台，可能在税收、土地和贷款方面给予政策上的支持。营业税实行差额计征/改为增值税并扩大抵扣范围/所得税总部缴纳如果得以广泛推进，1) 减少营业税重复缴纳，不仅降低行业整体税负，亦可促进产业链的业务细分和业务分包；2) 促进物流机器设备的进项税抵扣，减少物流企业税负并增加新购设备和设备升级的意愿。因此，利好政策的出台和潜在的税制改革将有利于第三方物流、供应链、仓储、物联网和相关机械行业的发展。

政策方面关注《“十二五”现代服务业发展规划》在 2011 年上半年出台

《“十二五”现代服务业发展规划》将在 2011 年上半年出台

根据媒体报道，由发改委会同国务院有关部门制定的《“十二五”现代服务业发展规划》有望在今年上半年出台，工信部总工程师朱宏任表示，现代服务业包括生产性服务业和生活性服务业，生产性服务业将在税收、融资等方面获得一系列优惠政策，将为板块带来一定程度的利好。

从各地方政府物流业发展规划看即将出台的现代服务业发展规划对物流行业的可能利好

我们无法得知《“十二五”现代服务业发展规划》的具体内容和政策力度，但可以从各省发布的物流发展规划中寻找一些可能的线索。值得注意的是，安徽省在《安徽省现代物流业发展规划（2009-2015）（讨论稿）》中提出了一系列具体而有力的支持政策，在所有公布规划的省市中政策力度最大、可执行性最强。虽然在之后公布的正稿中，部分文字被删除，但仍能体现出安徽省发展现代物流业的决心和支持力度。我们认为，这些政策将推动安徽物流业快速发展，并对物流振兴规划在全国范围内推进产生积极的示范效应。因此，在最优的条件下，具体的方案可能有：

- **土地政策：**安排专项土地、享受工业用地价格、免交土地出让金；
- **税收政策：**在不同地区设立分支机构，总部统一纳税；执行 15% 的所得税率；营业税差额征收，可以抵扣运输和仓储业分包价款；
- **财政金融和其他：**财政安排贴息贷款或补助；在用电、用水和用气等价格参照工业使用价格执行。

图表 42：安徽省的支持政策有望成为全国的标杆

省市	土地	税收	财政金融	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	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、物流企业购置设备符合相关企业所得税优惠目录的，所购设备投资额的 10% 可以从企业当年的应纳税额中抵免，当年不足抵免的，可以在以后 5 个纳税年度结转抵免； 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 并由其 统一收取价款的 ，以取得的全部收入 减去支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	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建设和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，鼓励担保机构为物流企业提供信贷担保； 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、民间资本投资物流产业，实现投资主体多元化	1、物流企业在 用电、用水、用气等价格上参照工业使用价格 执行； 2、清理物流业不合理收费，降低物流企业成本； 3、加快物流人才的培养； 4、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
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 年内按其缴纳的 增值税、营业税、企业所得税 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

资料来源：安徽省政府网站，中金公司研究部整理

图表 43: 部分省市物流政策

省市	土地	税收	财政金融	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、商贸物流企业和经过批准的其他企业以原划拨土地自行改造成合资、合作物流企业，免交土地出让金或出让金。	1、物流企业所得视在省内外按国家有关规定由总部统一缴纳。 2、物流业务收入超过企业总收入60%的物流企业，经申报批准，在2015年前，按15%的税率征收所得税。 3、试点物流企业运输、仓储业务差额计征营业税。	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，主要用于扶持支持物流业发展重大重点工程建设和为国家物流重点工程项目进行建设。 2、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，鼓励担保机构为物流企业提供信贷担保。	1、物流企业在使用电、用水、用气等价格上参照工业使用价格执行。 2、清理物流业不合理收费，降低物流企业成本。
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进和新增设施项目，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年内按其缴纳的增值税，营业税，企业所得税市留成费基数（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、对列入重点的物流建设项目用地，政府要给予重点支持。 3、今后三年，省政府每年专项计划5000亩用于物流业发展	1、落实物流企业营业税优惠政策。 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、对土地面积较大的现代物流企业，确有困难的，报经地税部门批准，可免减城镇土地使用税。 4、新引进的国际和知名物流公司地区总部和省外物流公司总部，经批准，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、人才培养、标准化推进、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专项资金中安排一定数量的资金用于补助重要物流园区和物流信息基础设施建设； 3、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； 4、鼓励金融机构对信用等级较高的物流企业给予重点支持	1、物流业在用、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，鼓励节能减排车型的发展。 3、对所有车辆吨位率在2000吨以上的，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
杭州市	对符合我市相关规划、主要提供公共服务、具有基础设施性质的物流基地、物流中心、保税物流中心等，货运枢纽站、口岸设施等重要的物流设施用地，优先安排土地指标	对于将承租的运输、仓储等业务分包给其他企业并由其统一收取价款的我市重点物流企业，在营业税计税基数确定及增值税抵扣方面予以适当优惠	制定集装箱车、轿运车、专用车、厢式车、甩挂车的税费、通行费优惠政策，鼓励节能减排车型发展	1、对获省、市政府表彰的先进物流企业、国家3A以上、市重点物流企业给予重点支持，对首次评为国家3A及以上的物流企业实行表彰奖励。 2、加大对货车超载等违章行为的整治力度，推动城市配送车辆车型、色彩、标识的统一，以便于规范管理和优先通行。 3、放宽物流企业企业团登记条件，支持现有物流重点企业进行资源整合 4、根据城市物流配送的特点，进一步研究制定方便配送车辆进城通行、停靠和装卸作业的管理措施 5、推广应用集装箱车、重型载货汽车、大吨位厢式货车、节能环保货车、推广甩挂运输、多式联运、回程配载运输等组织方式，提高实载率，降低物流成本
广西省	1、坚持集约节约原则，保障物流重大项目用地需要，自治区确定的重大物流项目建设用地列入工业用地范畴。 2、制定在市区内的重点物流园区到城市规划建设物流园区，实行与市区内原产地置换政策，原则按土地由政府按工业利用规划给予企业适当补偿。	1、主营业务收入占企业总收入70%以上的，给予现代物流企业减按15%税率征收企业所得税。 2、在经济区享受西部大开发鼓励类产业优惠政策的，主营业务收入占企业总收入70%以上的，免征属于地方收入的企业所得税。 3、在经济区内物流企业的自用土地和房产，免征城镇土地使用税和房产税。 4、有针对性地研究赋予制造业物流分离外包扶持的相关优惠政策	引导和支持物流企业通过股权出质贷款融资，做好物流企业动产质押登记服务工作	1、对首次被国家评定为2A、3A、4A、5A的物流企业，分别奖励5万元、10万元、15万元、20万元。 2、鼓励货运企业应用环保型车，使用标准厢式货车，实行统一标识，统一外观，对同城配送车辆优先发放通行证入城区，在规定的时段给予市区通行权。 3、研究制定标准集装箱车、商品发送车，专用车、厢式车、甩挂车的通行费优惠政策，鼓励节能减排型、标准车生产的发展。
四川省	1、物流配送中心用于建设仓储设施、堆场、货车通道、回场场地及停车场等物流生产性设施用地列入工业、仓储用地范畴。 2、主辅分离改制的第三方物流企业使用原主体企业的行政划拨土地，符合城市规划的，优先安排土地供应指标。 3、在每年的经济指标中，划出一定比例的土地用于支持物流项目的建设，对列入规划的重点物流项目优先保证用地。	1、经主管税务机关认定的符合条件的物流企业，可办理自开票业务。 2、对工商企业向第三方物流企业转让自己使用过的固定资产按现行税收政策规定实行税收优惠。 3、第三方物流企业运输业务差额计征营业税。 4、对在我省的物流企业经认定审核后可执行西部大开发税收优惠政策。 5、支持符合条件的物流企业企业参加全国物流企业税收试点，解决物流企业营业税重复缴纳和增值税抵扣问题，减轻物流企业税务负担	1、采取贴息、补助和奖励等多种方式重点扶持第三方物流企业实施的更新改造物流设施设备、物流信息体系建设、推广应用先进适用技术和标准等项目；在每年安排的支持资金中逐步加大对物流企业运输车辆更新改造支持力度。 2、引导金融机构对信用等级较高的第三方物流企业给予重点支持，鼓励金融机构在独立审贷的基础上向符合条件的第三方物流企业发放贷款；推动融资性担保公司中小第三方物流企业贷款担保期资金担保	1、对首次被国家评定为2A、3A、4A、5A的物流企业，分别奖励5万元、10万元、15万元、20万元。 2、鼓励货运企业应用环保型车，使用标准厢式货车，实行统一标识，统一外观，对同城配送车辆优先发放通行证入城区，在规定的时段给予市区通行权。 3、研究制定标准集装箱车、商品发送车，专用车、厢式车、甩挂车的通行费优惠政策，鼓励节能减排型、标准车生产的发展。
成都市	1、对物流业招商引资的重大项目和关键项目，优先保障用地和能源供应，可采取股权投资公司出资建设（3—5年退出）、跟进投资等方式，促进项目落户我市。 2、建立重大物流招商项目用地地价差额补贴机制，对进入物流园区（中心）的重大招商引资项目用地地价低于取得土地直接成本的，地价差额由市、区（市）县政府共同承担	“十一五”规划中“在我市设立的物流企业，符合条件的可享受西部大开发税收优惠政策，在2010年前按15%的税率征收企业所得税”政策将执行至2020年	1、加大对物流园区基础设施建设项目、重大物流建设项目和关键信息平台建设项目的扶持，适当提高补助比例、延长贴息年限、放宽最高额度限制 2、对在物流园区租用标准化仓库的国际国内知名物流企业，由市、区县市政府给予适当租金补贴 3、开行国际直飞客货班航线、国内全货机航线的航空公司，开通铁路货运五定班列的承运企业，开通城际公路货运班车的公路运输企业，给予适当补贴 4、对承揽国际货物及在成都机场进出境的航空货代企业，按其完成的国际货物运输给予适当补贴 5、对承揽公路货运班车承运企业和城市物流集中配送企业新购置的标准化车辆，给予适当补贴或贴息扶持	1、帮助我市引进国内外知名物流企业、物流项目的物流中介机构，引进进出成果大小和投资额度给予一定奖励。 2、对重点物流企业从我市行政区域外引进的急需高层次人才，除按我市现行行政奖励给予资金补助并给予相应的安置金外，给予适当奖励。 3、对大型工商企业实施物流业务外包，并对促进物流业务外包产生重大影响的，给予适当奖励。 4、建立专业批发市场、商业流通企业售后商品集中配送制度，对重点快递企业和城市物流集中配送企业拥有的标准化配送车辆给予市区通行、停靠、装卸的便利条件，逐步限制非城市物流集中配送车辆在中心城区通行。
重庆市	1、各级政府在城乡总体规划中应规划物流业用地，在本地区土地储备或土地利用年度计划中优先安排解决，并减免（免）撤海城使用金； 2、经批准开山填海整治的土地和改造的废弃土地可优先用于发展物流业，从使用月份起减免土地使用税10年。 3、对重点培育和扶持的物流企业物流项目用地实行最低优惠地价政策，并适当放宽其全部付清土地建全的期限。 3、物流建设项目用地出让年限可依法定最高年限内按需设定，出让金按设定的出让年限计算；允许通过租赁方式取得土地使用权，逐年缴纳租金； 4、城镇基础设施建设配套费的地方留成部分实行先行后返	“十一五”规划中“在我市设立的物流企业，符合条件的可享受西部大开发税收优惠政策，在2010年前按15%的税率征收企业所得税”政策将执行至2020年	1、积极争取国家物流业调整和振兴规划专项资金的支支持，调整和优化各级部门预算支出结构，集中财力加大对物流业的投入，统筹使用财政预算安排给部门的专项资金支持物流业发展，并保持每年有所增长 2、专项资金采取补贴、奖励和贴息等方式，重点支持物流龙头企业、台资设、物流园区建设、工业企业物流外包、首次列入全国物流百强企业为国家和重庆重点培育扶持的规模大实力强的物流企业、国际物流新航线的开辟、国内外知名物流企业引进、物流人才教育培训等。 3、鼓励金融机构发展各类以动产、无形资产、权利为担保（押品）的信贷业务，并着力加强类似仓单质押、存单质押等符合物流企业经营特点金融产品创新	1、对运进运出我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； 2、加快推行对通行高速公路运进运出我省港口货物的国际标准集装箱车辆实行“绿色通道”优惠计费模式。 3、加大招商引资力度，进一步降低物流业分销、运输、仓储、货代等领域的境外资本准入门槛，简化审批手续
福建省	1、各级政府在城乡总体规划中应规划物流业用地，在本地区土地储备或土地利用年度计划中优先安排解决，并减免（免）撤海城使用金； 2、经批准开山填海整治的土地和改造的废弃土地可优先用于发展物流业，从使用月份起减免土地使用税10年。 3、对重点培育和扶持的物流企业物流项目用地实行最低优惠地价政策，并适当放宽其全部付清土地建全的期限。 3、物流建设项目用地出让年限可依法定最高年限内按需设定，出让金按设定的出让年限计算；允许通过租赁方式取得土地使用权，逐年缴纳租金； 4、城镇基础设施建设配套费的地方留成部分实行先行后返	1、试办物流企业运输、仓储业务差额计征营业税。 2、对跨地区经营的直营连锁物流企业，汇总缴纳所得税、增值税的政策。 3、进口物流设备可按国家有关规定免征关税，进口环节增值税，充分用好增值税转型等税收政策	1、积极争取国家物流业调整和振兴规划专项资金的支支持，调整和优化各级部门预算支出结构，集中财力加大对物流业的投入，统筹使用财政预算安排给部门的专项资金支持物流业发展，并保持每年有所增长 2、专项资金采取补贴、奖励和贴息等方式，重点支持物流龙头企业、台资设、物流园区建设、工业企业物流外包、首次列入全国物流百强企业为国家和重庆重点培育扶持的规模大实力强的物流企业、国际物流新航线的开辟、国内外知名物流企业引进、物流人才教育培训等。 3、鼓励金融机构发展各类以动产、无形资产、权利为担保（押品）的信贷业务，并着力加强类似仓单质押、存单质押等符合物流企业经营特点金融产品创新	1、对运进运出我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； 2、加快推行对通行高速公路运进运出我省港口货物的国际标准集装箱车辆实行“绿色通道”优惠计费模式。 3、加大招商引资力度，进一步降低物流业分销、运输、仓储、货代等领域的境外资本准入门槛，简化审批手续
山东省	1、物流园区等基础设施建设用地列入工业、仓储用地范畴。 2、对列入省重点规划的大型物流园区、物流中心、物流配送中心新增用地给予支持	1、试办物流企业运输、仓储业务差额计征营业税。 2、对跨地区经营的直营连锁物流企业，汇总缴纳所得税、增值税的政策。 3、进口物流设备可按国家有关规定免征关税，进口环节增值税，充分用好增值税转型等税收政策	1、继续加大服务业发展引导资金投入，对物流规划确定的重点项目给予优先扶持 2、对列入省规划的重点物流基础设施、物流园区、物流中心、城乡物流配送中心、物流新设、物流服务项目，应纳入重点建设和技术改造重点项目规划给予扶持，争取国家国债资金支持	1、制定科学的城市货车通行管理办法，为物流企业的小型配送车辆在市区通行、停靠提供便利条件，进一步完善农副产品进城、工业品下乡双向物流绿色通道政策
上海市		1、试办物流企业运输、仓储业务差额计征营业税。 3、落实注册在洋山保税港区航运企业和仓储、物流企业从事相关业务的营业税免征政策，同时按照规定开展物流企业高新技术企业、技术先进型服务企业认定，实施相关税收优惠	运用本市服务业发展引导资金，重点技术改造专项资金等，加大对社会公益、城市运行、技术改造等物流项目的支持力度	进一步研究完善物流车辆编入中心城市停靠、装卸、配送的方案，适度调整限行限制政策
江苏省	在符合国家、省用地政策的前提下，优先安排省、市级重点物流项目用地	对全省重点物流企业的土地和房屋使用税实行适当减免，用足用好物流营业税抵扣政策	1、搭建物流银企对接合作平台，完善物流企业信用担保机制，加大金融机构信贷支持力度 2、各级政府在对财政资金安排上，重点物流项目建设、物流人才培养、物流科技研发和物流基础性工作	1、加大物流市场整治和监管，避免无序竞争；规范针对物流企业各种收费，整顿道路运输收费站点，进一步简化通关手续 2、积极争取设立保税物流中心，促进国际物流发展
江西省		根据国家有关规定，结合我省实际，合理确定物流企业营业税计税基数	1、搭建物流银企对接合作平台，完善物流企业信用担保机制，加大金融机构信贷支持力度 2、各级政府在对财政资金安排上，重点物流项目建设、物流人才培养、物流科技研发和物流基础性工作	

资料来源：各地方政府网站；中金公司研究部整理

《物流调整和振兴规划》细则未来可能出台

2009年物流业作为唯一的服务业行业进入了十大产业振兴规划之列。2009年3月，国务院发布《物流调整和振兴规划》（简称《规划》），提出“十大主要任务”、“九大重点工程”和“九项政策措施”。但是由于物流业属于复合型产业，涉及众多政府部门，政策制定协调难度较大，《规划》细则至今仍未出台，但不排除未来逐步出台的可能。

从物流企业的角度来看，几类企业在政策支持中受益较为明显：

- ▶ **分包业务较多：**在目前试点中营业税已经开始实行差额计征的办法，将促进产业链的业务细分和业务分包，有利于第三方物流和供应链企业，尤其是供应链企业。
- ▶ **布局范围较广：**各地试点实施所得税统一缴纳，布局范围较广的企业将显著受益（避免重复纳税和抵扣不完全）。
- ▶ **规模较大：**多地政策都提出将扶持规模较大的物流企业，并促进产业整合，因此规模较大的物流企业将获得更多政策支持并在未来的产业整合中占尽先机。

税收改革将推动物流行业快速发展

在我国经济转型的背景下，减轻第三产业税赋负担将成为税收改革的重点。相比其他政策措施，税收政策适用范围最广，且可能提供的支持力度最大，制定难度也最大。具体的改革可能涉及：

- ▶ **营业税改革：**当前广泛讨论的营业税改革分为两类。1）初步改革：目前营业税基本为全额计征，在分包或外包时会产生重复征税的情况，因此产业链中业务分工越细税赋越高，极大的制约了第三方物流业的发展。正在进行试点的营业税差额计征办法有望暂时缓解营业税重复计征的问题。2）彻底改革：营业税的彻底改革是取消营业税，同时将原来征税营业税的行业改征增值税。目前中央政府正在讨论增值税扩围和转型，并逐步替代营业税。在十二五期间，财政部长和上海市委书记均表示了改革的力度和决心，以及希望尽快推进试点的意图。

我们认为，营业税改为增值税并扩大抵扣范围如果得以广泛推进，1）减少营业税重复缴纳，不仅降低行业整体税负，亦可促进产业链的业务细分和业务分包；2）促进物流机器设备的进项税抵扣，减少物流企业税负并增加新购设备和设备升级的意愿。因此，利好政策的出台和潜在的税制改革将有利于第三方物流、供应链、仓储、物联网和相关机械行业的发展。

- ▶ **所得税减免：**按照现行税法规定，在特定区域从事鼓励类业务的企业可能享受优惠税率（如：15%）和/或定期减免（如：两免三减半）。此项税收优惠政策实施较为容易，但仅限于特定区域（如：经济特区）。一旦实施，将有效扶持区域物流行业的快速发展。
- ▶ **所得税统一结缴：**在总部统一缴纳企业所得税也有利于物流企业的区域扩张。

图表 44：不同行业营业税税目及税率

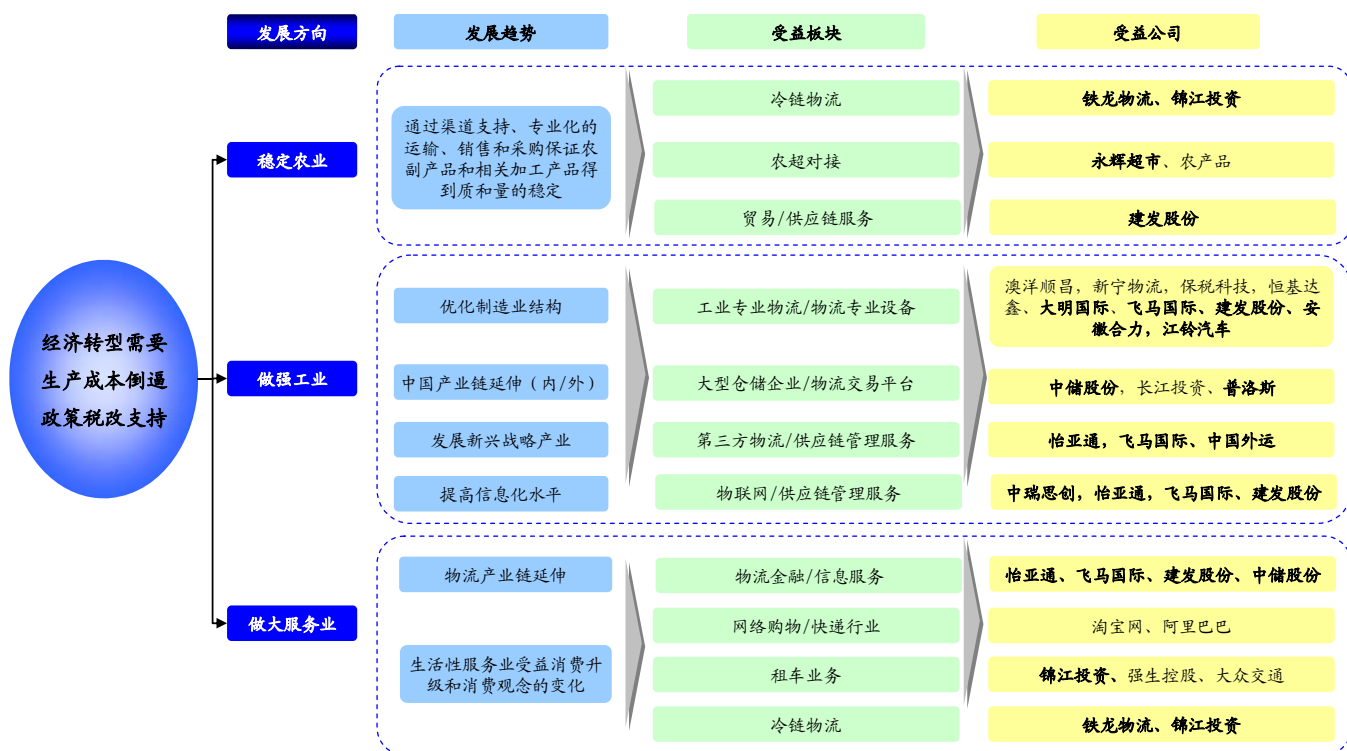
税目	子税目	税率
交通运输业	陆路、水路、航空、管道、装卸运输业	3%
邮电通信业	邮政、电信业	3%
建筑业	建筑、安装、修缮、装饰及其他工程作业	3%
文化体育业	文化业、体育业	3%
金融保险业	金融业（含农村信用社）、保险业	5%
服务业	代理业、旅店业、旅游业、仓储业、租赁业、广告业及其他服务业	5%
娱乐业	歌舞厅、卡拉OK、音乐茶座、台球、高尔夫、保龄球、游艺等	5%~20%
转让无形资产	转让土地使用权、专利权、非专利技术、商标权、著作权、商誉权、出租电影拷贝	5%
销售不动产	销售建筑物及土地附着物	5%

资料来源：国家税务总局，中金公司研究部整理

物流行业的投资逻辑梳理

我们预计十二五期间物流行业整体增速可以达到 20%以上，但基础物流（简单仓储和运输）和高端物流（物流、资金流和信息流整合）服务增长将明显分化，前者约为 10%，后者则可以达到 30%以上。我们认为，尽管基础物流成长性不足，但中国传统重化工业存量巨大，大型、专业化物流企业依托市场份额扩张，成长性也可达到 20%左右的水平；而新兴行业和高端业态中的龙头公司成长性有望超过 30%并成为引领行业发展、中国产业升级的主要驱动力。综合考虑个股的成长性和估值水平，我们建议在物流板块重点关注建发股份、飞马国际、铁龙物流、怡亚通、锦江投资、中国外运（H）和普洛斯（S）等公司的投资机会，在物流相关板块重点关注中瑞思创、永辉超市、农产品、安徽合力、江铃汽车和大明国际(H)的投资机会。

图表 45：中国物流行业主要的投资机会和主要标的



资料来源：中金公司研究部

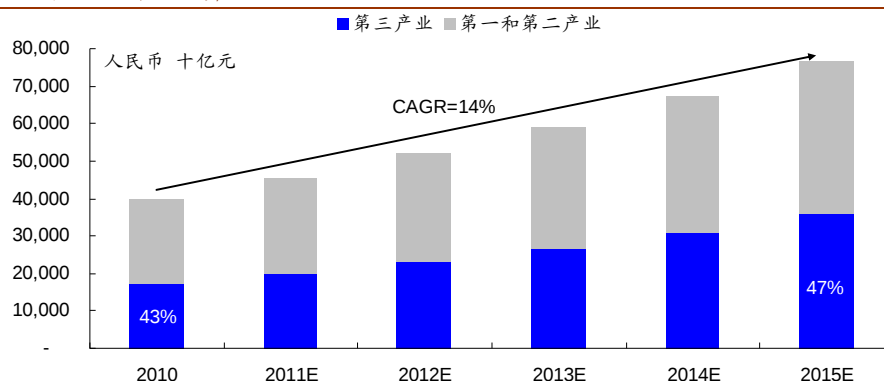
十二五期间物流行业整体增速可以达到 20%以上，但基础物流和高端物流服务增长将明显分化

我们预计十二五期间物流行业整体增速可以达到 20%以上，但基础物流（简单仓储和运输）和高端物流（物流、资金流和信息流整合）增长将明显分化，前者约为 10%，后者则可达 30%。朝阳行业中的龙头公司成长性有望超过 30%并成为引领物流行业发展的主要驱动力；而在传统重化工行业中，专业化物流企业和大型贸易/供应链企业依托市场份额扩张，增速也可达到 20%以上。

预计生产性服务业未来五年复合增长率将达到 18%~20%

中金宏观组预计十二五期间中国第三产业年复合增长率将达到 16%。过去十年，中国名义 GDP 复合增长率约为 15%，预计未来五年增速略微放缓至 14%（图表 46）。2010 年服务业占 GDP 的比重为 43%，预计 2015 年将提升至 47%，这也是十二五规划的目标。由此可以测算出服务业未来五年符合增长率约 16%。

图表 46：中国第三产业十二五增速测算



资料来源：中金公司研究部整理

生产性服务业增速将有望高于第三产业增速。过去十年，我国生产性服务业发展滞后于生活性服务业，但随着经济结构调整逐步深入和政府扶持力度持续加强，生产性服务业增速将开始高于生活性服务业。因此，我们预计未来五年生产性服务业复合增长率将达到 18%~20%。

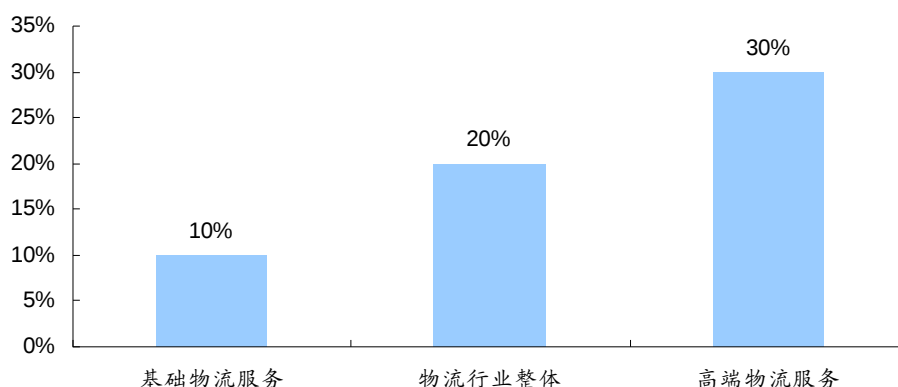
十二五期间物流行业增速约为 20%，但低端业态和高端业态增速将明显分化

中国物流行业整体增速在 20%左右。我们认为，在产业转型、成本倒逼和政策支持的背景下，物流行业成长性将好于生产性服务业整体水平，未来五年复合增长率将达到 20%以上。

其中基础物流服务（仓储和运输）增速将仅能达到 10%左右的水平。过去十年，以简单仓储和普通运输为代表的基礎物流业务年均增速约为 10%左右，低于 GDP 增长水平，显示出较低的进入壁垒、技术含量和议价能力。考虑到随着经济转型的逐步深入，并参考发达国家经验，中国整体物流成本占 GDP 的比例将出现下滑趋势，我们预计在十二五期间，传统仓储和普通运输服务等基础物流业态年均增长仍将低于 14%的名义 GDP，维持在 10%左右的水平。

而高端物流服务增速将可以达到 30%以上的增长。供应链管理、专业第三方物流和冷链服务等高端业态将迎来快速发展期，考虑到物流行业整体增速可以达到 20%以及基础物流服务增速仅在 10%左右，我们认为十二五期间高端物流服务将可以迎来年均 30%左右的持续增长。

图表 47：中国物流行业十二五期间成长性细分



资料来源：中金公司研究部整理

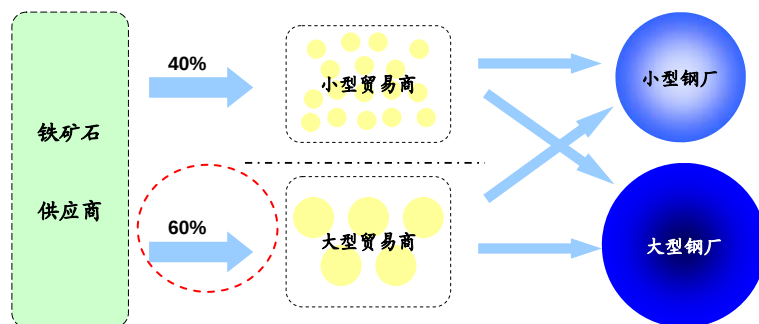
主要投资机会在于传统行业中优势企业的升级/整合，以及新兴行业中龙头公司的成长

基础物流成长性不足，但中国传统重化工业存量巨大，优势企业有望整合资源、扩张网络并提升专业化服务水平

存量巨大，整体成长性不足反而有利于优势企业持续扩张行业份额。以钢铁、石化和煤炭加工等行业为代表的传统重化工业在我国存量规模巨大，随着经济转型开始，增速将出现放缓趋势，而十二五期间落后产能的淘汰和新增产能的集中将使得大型企业的份额进一步增强。产能的集中和科学有序的发展将对物流服务商的专业化程度、资质、资金、规模和信誉有更高的要求，现存的大量只能提供低端物流服务的不规范物流企业将快速被淘汰或整合，而大型、专业化物流企业将依托服务和竞争优势提升市场份额。

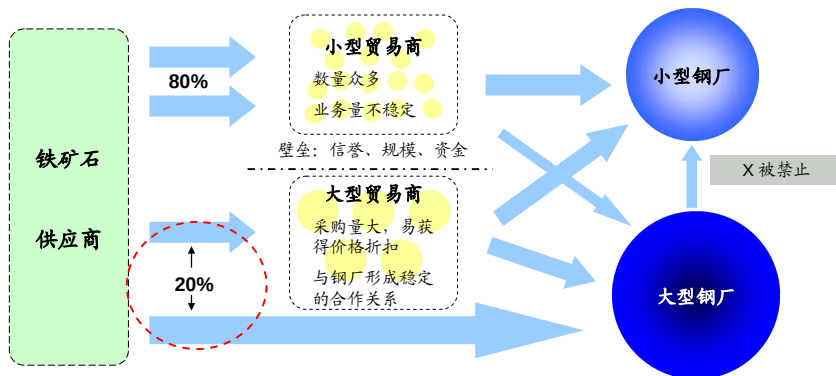
大型、专业化物流企业依托市场份额扩张，成长性也可达到 20% 左右的水平。我们以铁矿石采购为例，在成熟经济体中，日本大型贸易/供应链企业掌控着其国内 60% 以上的铁矿石需求，而在中国这一数字不到 10%。考虑到中国在改革开放后 30 年内完成了西方国家 60 年内实现的工业化进程，倘若中国用 15 年的时间完成日本为期 30 年的转型，则年均增长率高达 13%。考虑尽管增速放缓，重化工业增速也将保持在每年 5~6% 的水平，以及优势企业话语权的扩大和经营效率的提高，我们预计大型、专业化物流企业依托市场份额扩张，长期成长性也可达到 20% 左右。

图表 48：日本铁矿石进口格局（以建发为代表的大型贸易/供应链企业具备较大的业务扩展空间）



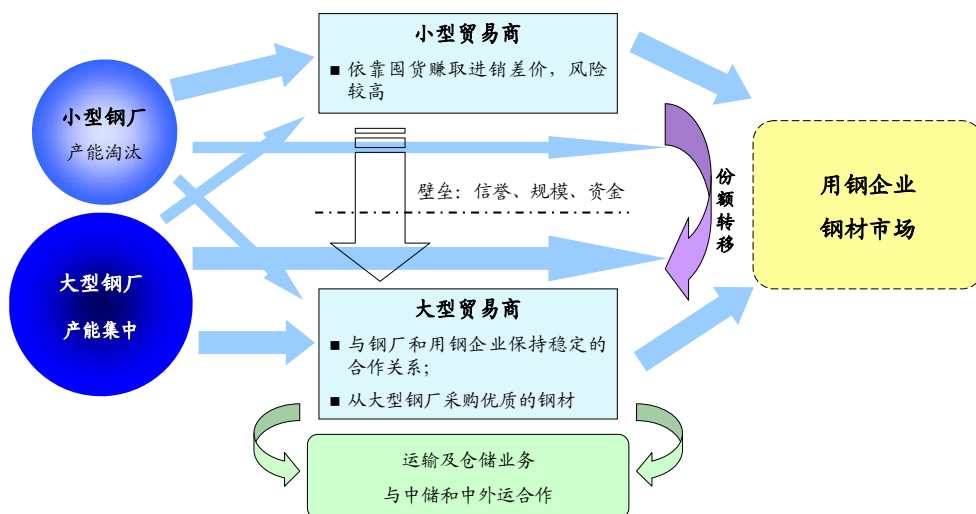
资料来源：中金公司研究部

图表 49：中国铁矿石进口格局（以建发为代表的大型贸易/供应链企业具备较大的业务扩展空间）



资料来源：中金公司研究部

图表 50：中国钢材流通格局（以建发和大明国际为代表的大型贸易/供应链/加工配送企业具备较大的业务扩展空间）



资料来源：中金公司研究部

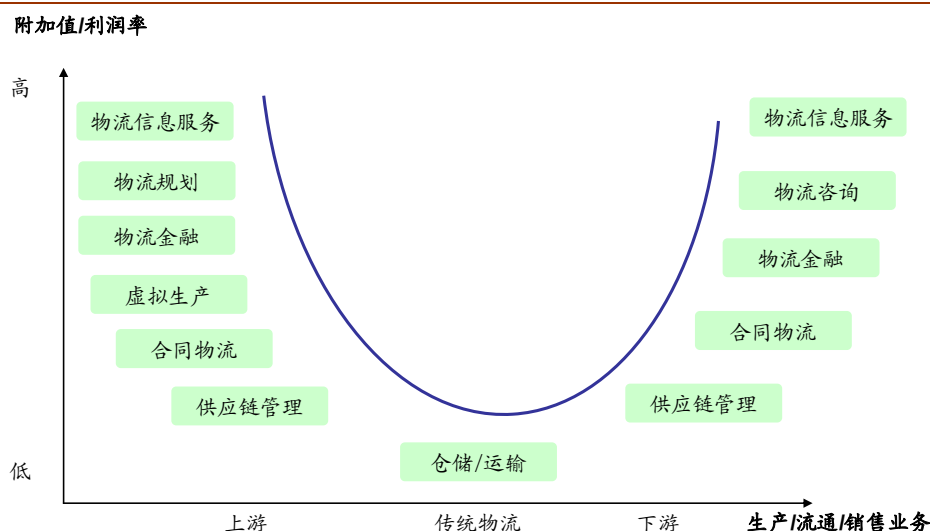
新兴行业和高端业态中的龙头公司成长性有望超过 30%

供应链服务企业或迎来高增长期。与传统工业不同，高科技产业主要以中小企为主，其主要特征是创新性强但缺乏规模和渠道的优势，议价能力低并且融资能力差。因此，在珠三角和长三角部分地区供应链管理服务发展迅速，成功地降低了企业物流和采购成本，提高了企业库存和账款管理效率并提升了行业整体融资能力和议价能力。正如商社在日本和韩国的成功以及利丰在香港的成功，我们认为供应链管理业务将有效地解决中国物流成本高、经营效率低和融资途径单一的问题，随着政策的扶持、税收体制改革的推进和降本增效的客观经营需要，供应链管理企业有机会从长珠三角地区向中国整体推进。正如中国优秀的房地产企业、如万科、金地和招商等，依托先进的业态和优秀的服务从深圳地区走出、在中国房地产市场占据举足轻重的地位一样，深圳地区优秀的供应链管理企业如怡亚通等也具备同样的潜质，值得重点关注。从成长性来看，30%以上的增长具有较大的可能。

冷链的发展成为必然。在消费升级和公众对食品安全的重视日益加强的背景下，冷链物流和农超对接将成为重点发展方向。参考美国和日本经验，两国在人均 GDP 达到 3000 美元、城市化率达到 50%后的 30 年间，冷链物流行业符合增速达到 10%以上。如果中国的发展速度可以超过平均国家的增速，则未来十年冷链物流行业有望实现 20~30%的复合增长水平。

物流产业升级带动产业链延伸：随着规模的扩大和网络的延伸，物流行业对产业链的控制力度将持续加强。依托渠道和信息的优势，以及相对较强的议价能力，将有望延伸服务深度，以满足上下游不断提高的各种需求，从单一的物流服务延产品附加值曲线向两端转移，进一步提高盈利能力。比如，香港的利丰公司利润率水平可以达到 3%以上，而普通贸易或物流企业盈利能力水平仅有 1%~2%。随着物流产业升级以及产业链向上下游延伸，除了量的增长，单位盈利能力也可能出现一定程度的提升。

图表 51: 物流附加值曲线



资料来源：中国物流与采购联合会，中金公司研究部

传统业务的整合和新兴业务的发展，将带动中国的物流行业呈现“国进民也进”的情况

由于物流市场正处在转型过程中以及长周期的开局阶段，将出现“国进民也进”的态势，国企在规模和渠道上占优，民企在服务效率和效率上占优，可能在传统和资本密集型行业、或者新兴和对服务要求高的行业上分别占据竞争优势，各自走上不同的细分成长道路。综合而言，只要能够提供市场所需物流服务的公司就可以做强做大，而只能提供简单/落后物流服务的参与者，要么被市场所淘汰，要么成为强者物流链条上的一个组成部分。因此，我们认为，在物流行业整体转型的过程中，需要关注的几个关键词在于：

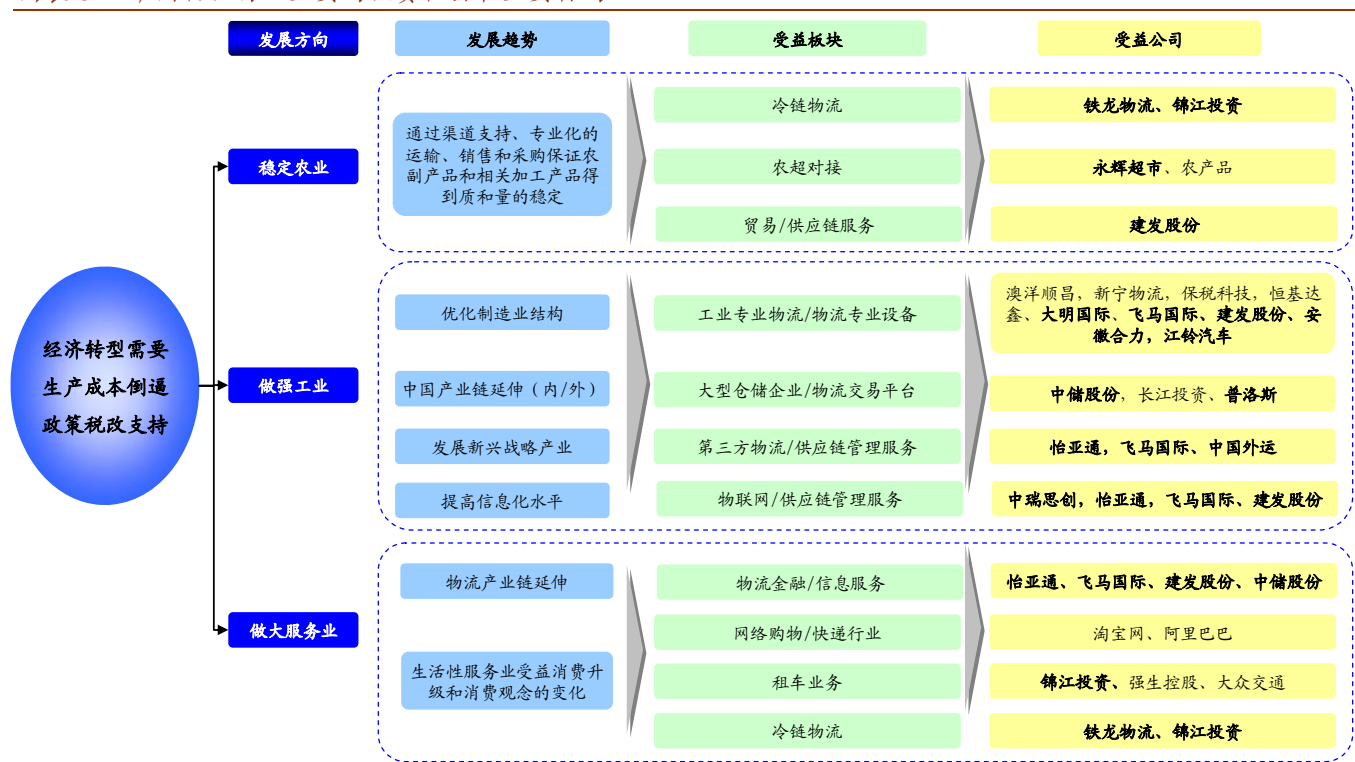
- **专业化程度**：产业升级需要专业化的物流服务，物流企业的业态和管理能力至关重要；
- **规模和资金**：产业集中带来物流规模的扩大，需要相应规模较大、具备较好资金/现金流的物流企业与之配合；
- **渠道和网络**：产业链条和网络扩展，具备渠道/网络/基础设施优势的企业将获得较大的竞争优势；
- **激励和风控**：新型物流行业更多地依赖人的主观能动性，激励的好坏直接影响服务的品质和业务的长期竞争力。同时，激励也需要相应的风险控制体系加以平衡，才能达到可持续发展；
- **行业准入门槛**：行业准入门槛越高，新进入者带来的竞争风险就越小，利润率水平也更加有保障。
- **创新能力/执行力**：在已有的平台和网络上，能否发挥控制力、信息和服务的优势，向产业的上下游延伸，获取更高的利润增长，决定了这是一个好公司，还是一个 Ten Bagger 的决定性因素。

投资逻辑梳理：行业估值水平和重点推荐

估值水平合理地反映了行业的成长性，高盈利增长和低估值个股有望跑赢板块。目前物流行业估值水平在 30 倍市盈率左右，反应了市场对于发展前景的乐观预期。朝阳行业中的龙头公司成长性有望超过 30%并成为引领物流行业发展的主要驱动力；而在传统重化工行业中，专业化物流企业和大型贸易/供应链企业依托市场份额扩张，增速也可达到 20%以上。我们认为，业务的较快增长和效率的持续提升将可以支撑行业目前整体的估值水平，而将于今年上半年推出的《“十二五”现代服务业发展规划》有望成为行业整体表现的催化剂，高盈利增长和低估值个股有望跑赢板块。

重点推荐个股。综合考虑个股的成长性和估值水平，我们建议重点关注物流板块的建发股份、飞马国际、铁龙物流、怡亚通、锦江投资、中国外运（H）和普洛斯（S），在物流相关板块重点关注中瑞思创、永辉超市、安徽合力、江铃汽车和大明国际（H）。

图表 52: 中国物流行业主要的投资机会和主要标的



资料来源：中金公司研究部

后续将对各个子板块进行深入分析。我们将有后续的深度报告对各个子板块进行详细分析，如供应链管理服务和专业第三方物流等行业。

图 53: 可比公司估值表

公司名称	股票代码	货币	股价 2011-4-12	市值 (百万美元)	09A	PE 10E	11E	12E	09A	PB 10E	11E	12E	09A	ROE(%) 10E	11E	12E	CAGR 09-12	PEG 09A
A股上市公司																		
建发股份*	600153 CH Equity	RMB	8.83	3,021	18.6	11.3	8.8	7.1	4.3	3.3	2.5	1.9	22.9	29.0	27.9	26.7	38%	0.2
铁龙物流*	600125 CH Equity	RMB	15.89	2,440	45.8	33.5	28.5	21.3	5.8	5.0	4.3	3.5	13.4	16.1	16.2	18.2	29%	0.7
外运发展*	600270 CH Equity	RMB	9.93	1,375	39.3	30.8	29.5	27.4	2.0	1.9	1.9	1.8	5.0	6.3	6.3	6.5	13%	2.2
飞马国际	002210 CH Equity	RMB	10.02	469	176.5	58.9	31.3	22.8	7.1	6.6	5.7	5.0	4.0	8.5	14.5	15.7	98%	0.2
怡亚通	002183 CH Equity	RMB	12.11	1,030	87.6	35.3	25.8	18.6	5.1	4.6	4.2	3.8	6.1	11.0	12.6	13.6	68%	0.3
锦江投资	600650 CH Equity	RMB	11.98	890	24.5	n.a.	20.2	n.a.	3.4	n.a.	n.a.	n.a.	14.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
中储股份	600787 CH Equity	RMB	9.28	1,192	42.7	28.3	19.9	16.5	1.9	1.8	1.7	1.5	5.2	15.5	7.9	9.1	37%	0.4
保税科技	600794 CH Equity	RMB	13.94	456	45.7	32.5	26.6	22.9	8.3	6.9	6.2	5.3	20.1	21.3	23.3	23.3	26%	0.9
恒基达鑫	002492 CH Equity	RMB	18.72	343	51.4	44.2	36.3	26.0	9.6	4.6	3.6	3.2	20.7	10.1	7.8	10.0	26%	1.0
澳洋顺昌	002245 CH Equity	RMB	17.08	476	83.5	39.0	27.7	22.3	7.6	5.7	5.3	4.2	9.5	14.7	16.6	18.8	55%	0.4
新宁物流	300013 CH Equity	RMB	14.17	195	48.4	46.9	37.3	36.4	4.1	n.a.	n.a.	n.a.	13.5	n.a.	n.a.	n.a.	10%	3.7
长江投资	600119 CH Equity	RMB	8.71	409	205.8	87.1	n.a.	n.a.	4.4	4.1	n.a.	n.a.	2.5	4.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
平均值					72.5	40.7	26.5	22.1	5.3	4.5	3.9	3.4	11.4	13.7	14.8	15.8	48%	0.5
中值					47.1	35.3	27.7	22.5	4.7	4.6	4.2	3.5	11.4	12.8	14.5	15.7	28%	0.8
H股上市公司																		
利丰	494 HK Equity	HKD	40.0	20,786	44.0	30.6	27.4	21.8	8.5	7.5	5.2	4.7	21.6	26.0	20.7	23.9	26%	0.8
中国外运	598 HK Equity	HKD	1.88	1,028	16.6	11.1	7.6	6.3	0.8	0.7	0.7	0.6	5.0	7.7	9.1	10.2	38%	0.2
深圳国际	152 HK Equity	HKD	0.69	1,453	11.2	8.7	7.0	6.7	1.4	1.0	1.0	1.1	14.5	9.8	10.9	9.6	19%	0.4
平均值					23.9	16.8	14.0	11.6	3.6	3.1	2.3	2.1	13.7	14.5	13.6	14.6	27%	0.4
中值					16.6	11.1	7.6	6.7	1.4	1.0	1.0	1.1	14.5	9.8	10.9	10.2	35%	0.2
国际上市公司																		
晋洛斯*	GLP SP Equity	SGD	1.98	7,204	29.7	25.2	21.4	18.7	4.0	3.6	1.1	1.0	13.5	14.3	5.1	5.3	17%	1.1
UPS	UPS US Equity	USD	73.2	72,213	33.9	20.8	17.2	14.9	9.5	8.1	7.7	6.4	29.9	42.2	50.1	55.5	32%	0.5
FedEx	FDX US Equity	USD	92.5	29,208	298.5	24.7	18.8	14.1	2.1	2.0	2.0	1.8	0.7	8.2	10.5	13.0	176%	0.1
CH Robinson	CHRW US Equity	USD	73.9	12,045	34.4	31.6	27.3	23.5	11.4	10.7	9.2	8.3	33.0	34.6	36.4	37.7	14%	1.7
大和控股	9064 JP Equity	JPY	1,298	7,203	22.5	18.1	17.0	15.3	1.2	1.2	1.1	1.0	5.4	6.6	6.6	6.8	14%	1.1
三菱仓库	9301 JP Equity	JPY	898	1,873	24.4	27.1	21.8	18.9	0.8	n.a.	0.8	0.8	3.5	n.a.	3.8	4.6	9%	2.2
Glovis	086280 KS Equity	KRW	145,000	4,978	28.7	21.0	17.9	14.5	6.5	5.1	4.0	3.1	26.0	28.4	25.2	24.6	26%	0.6
平均值					67.4	24.1	20.2	17.1	5.1	5.1	3.7	3.2	16.0	22.4	19.7	21.1	58%	0.3
中值					29.7	24.7	18.8	15.3	4.0	4.3	2.0	1.8	13.5	21.3	10.5	13.0	25%	0.6
物流相关板块公司																		
中瑞思创	300078 CH Equity	CNY	85.10	872	71.2	67.2	48.4	36.5	30.4	4.9	n.a.	n.a.	42.7	7.3	n.a.	n.a.	25%	1.5
永辉超市*	601933 CH Equity	CNY	27.07	3,178	81.7	68.0	43.3	29.9	19.4	5.4	5.0	4.4	23.8	8.0	11.5	14.8	40%	0.7
青岛海尔*	600690 CH Equity	CNY	28.91	5,923	28.0	19.0	14.2	11.0	5.0	5.5	4.2	3.1	17.8	29.0	29.2	28.2	36%	0.3
海尔电器*	1169 HK Equity	HKD	10.00	2,901	43.7	19.2	13.5	10.7	12.4	7.9	5.1	3.5	28.5	41.4	37.6	33.2	60%	0.2
农产品	000061 CH Equity	CNY	18.74	2,202	169.1	35.5	26.8	21.2	5.0	n.a.	n.a.	n.a.	3.0	n.a.	n.a.	n.a.	100%	0.2
安徽合力*	600761 CH Equity	CNY	19.15	1,045	61.2	18.9	14.4	11.4	3.2	2.8	2.4	2.0	5.2	14.6	16.5	17.6	75%	0.2
江铃汽车*	000550 CH Equity	CNY	33.03	3,764	27.0	16.7	13.5	10.8	5.9	4.7	3.8	3.1	23.7	31.2	31.1	32.0	36%	0.3
中瑞思创	300078 CH Equity	CNY	85.10	872	70.9	63.5	48.4	36.5	30.4	n.a.	n.a.	n.a.	42.9	n.a.	n.a.	n.a.	25%	1.5
大明国际	1090 HK Equity	HKD	3.44	459	15.6	15.6	9.9	7.6	4.6	3.4	2.5	1.8	29.3	21.8	25.2	24.2	27%	0.3
平均值					63.2	36.0	25.8	19.5	12.9	5.0	3.8	3.0	24.1	21.9	25.2	25.0	48%	0.4
中值					61.2	19.2	14.4	11.4	5.9	4.9	4.0	3.1	23.8	21.8	27.2	26.2	75%	0.2

资料来源: Bloomberg, 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

附录：物流是什么？时间和空间的融合，静与动之间的矛盾

生产性服务业的代表

物流是企业生产和商业活动中货物的转移活动，以及依托于物权转移衍生出的一系列服务活动，是时间（运输）和空间（仓储）的融合（供应链）。按照发展阶段，我们把物流分为三个层次：

- ▶ **朴素的时间和空间，第一方物流和第三方物流，支持基础经济活动。**“物流”最初只表现为简单的货物仓储与运输的职能，执行朴素的时间贮藏和空间转移的功能。在这个阶段，物流主要为销售环节和生产环节服务，产生并发展于工业企业和商业企业的内部，主要为卖方物流（或第一方物流）和买方物流（或第三方物流）。
- ▶ **优化的时间和空间，第一方、第三方物流优化，第三方物流出现，提升个体的效率、降低个体的成本。**随着市场需求的变化速度不断加快，企业为了改善产品和服务的质量/效率，纷纷建立更接近客户/原料产地/生产和组装地点的配送基地（空间的优化），并推出实时生产和实时配送（时间的优化）等增值服务。在这个阶段，物流开始为销售/需求方服务，除了提高生产企业内部生产效率之外，逐步在交易、销售和消费环节发挥较大的作用，卖方物流和买方物流快速发展，第三方物流（不属于卖方和买方的专业仓储、运输公司）开始出现。
- ▶ **融合的时间和空间链条，第三方物流和第四方物流走向前台，提升整体的效率和协作、降低整体的成本。**竞争的加剧和科技的进步使得传统物流向现代物流转化，供应链管理应运而生，物流不再局限于仓储和运输，而是把运输、仓储、装卸、加工、整理、配送等方面有效地结合起来，提高物流作业的整体效率，降低物流环节的成本。此时，第三方物流有了长足的发展，第四方物流（供应链集成商，结合自己与第三方物流供应商和科技公司的能力，整合及管理客户的资源、能力与科技）开始崭露头角。在这个阶段，运输和仓储个体的优化已经基本完成，进入了向整体供应链环节延伸的过程；通过改变产品的采购、生产和配送过程，以达到既能保证生产顺利运作，又能提高企业资金的周转速度，还能以最低的成本将产品运到顾客手中，提高顾客满意度的作用。

图表 54：伴随着物流服务范围的广度和深度的发展，逐步发展出新型的物流服务提供商

类型	概念	优势	劣势
卖方物流 (1PL)	卖方，生产者或供应方组织的物流活动	自营物流更加灵活操作，管理更严密	需要投资，经营和管理整个供应链
买方物流 (2PL)	买方，销售者或流通企业组织的物流活动	类似于分销商，企业有较大自主权	
第三方物流 (3PL)	生产经营企业以合同方式委托专业物流服务企业进行物流运作与管理	专注于企业优势领域	需要通过信息系统实现对物流全程管理控制
第四方物流 (4PL)	提供物流规划，咨询，信息系统建立，供应链咨询	不实际承担那具体的物流活动，类似于管理咨询公司	需要借助实体物流公司，信息技术公司等共同协作实现
第五方物流 (5PL)	又称数字物流，基于电子商务的供应链信息服务	覆盖更多的行业，更广泛的区域	

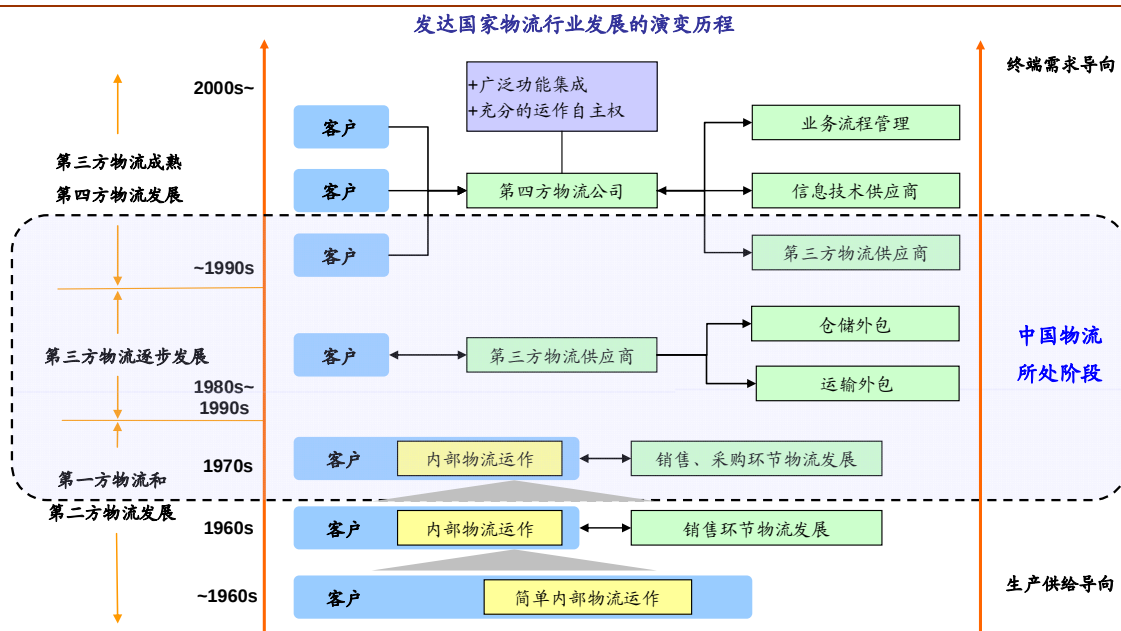
资料来源：中金公司研究部整理

国际物流行业发展历程

物流初期产生于厂家的生产配送，集中在销售环节（20 世纪 70 年代以前）；经济的发展使得企业开始重视效率和成本，精细化的生产使得物流从销售环节进入了生产环节和采购环节（20 世纪 70~80 年代）；随着信息技术的突破和贸易全球化的开始，第三方物流开始在欧美兴起，物流外包行业快速发展（20 世纪 80~90 年代）；第三方物流的出现能够为企业节省物流成本并提高效率，但大部分第三方物流企业都不会对整个供应链的运作进行战略分析和整合供应链的流程，于是能够管理企业与第三方物流供应商的“中立管理者”——第四方物流营运而生，也就是能够提出一揽子供应链解决方案的供应链管理商（20 世纪 90 年代末至今）。

从中国目前的发展阶段来看，物流已经开始从销售环节进入生产环节和采购环节，第三方物流开始快速发展，第四方物流发展趋势开始出现，综合来看更多的是处在发达国家 80 年代水平。

图表 55: 发达国家物流行业发展的演变历程及中国物流所处阶段

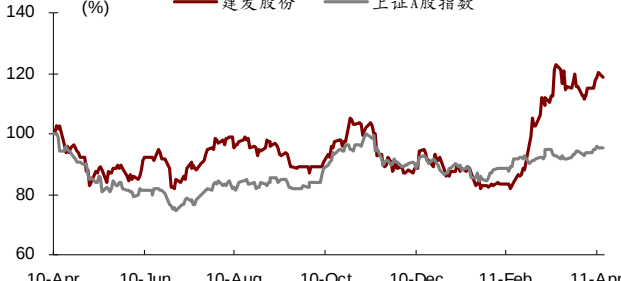


资料来源：中金公司研究部整理

建发股份（600153.SH）：推荐

看好规模和渠道，关注潜质和价值

建发股份主要财务、股票信息

(人民币百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	A股	
主营业务收入	40,551	66,096	83,094	102,228	当前股价	人民币8.83
(+/-%)	9.0	63.0	25.7	23.0	股票代码	600153.CH
净利润	1,064	1,755	2,237	2,791	日成交量(百万股)	29.61
(+/-%)	1.3	64.9	27.5	24.8	52周最高价/最低价	人民币9.58/6.11
经常性损益净利润	994	1,812	2,246	2,810	总市值(百万元)	19,759
(+/-%)	62.9	82.2	24.0	25.1	发行股数(百万股)	2,238
每股盈利(元)	0.48	0.78	1.00	1.25	其中：流通股(百万股)	2,238
每股经营现金流(元)	(0.13)	(2.06)	0.52	0.25	主要股东(持股比例)	厦门建发集团有限公司(46.38%)
市盈率(X)	18.6	11.3	8.8	7.1		
市净率(X)	4.3	3.3	2.5	1.9		
EV/EBITDA	10.3	10.4	7.2	6.2		
现金分红收益率(%)	2.8	1.1	1.4	1.8		
净资产收益率(%)	22.9	29.0	27.9	26.7		

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

关注

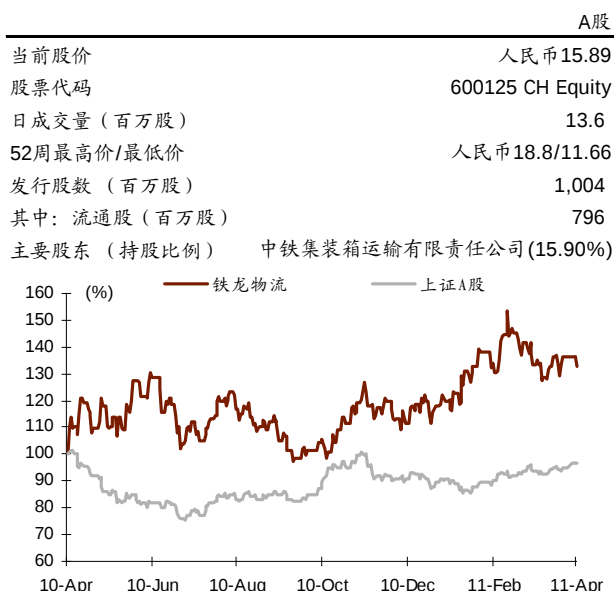
- 看好建发股份由传统贸易（投机和价差）>专业代理服务（量、规模和渠道）>全程供应链管理（控制力和利润率）的发展。**1）有资质和潜质。中国最大商贸企业之一，立足海西，渠道发达，供应链/贸易盈利占公司半壁江山，2010 年增长 74%。2）依托竞争优势扩大市场份额。依托规模、渠道、激励和资质优势，在加强专业化和风险控制的基础上，主要工业品业务已进入风险较低但成长较快的专业代理服务阶段：在保持利润率稳定的同时，每年量的增长将可以达到 20%~30%。3）浆纸业务已经进入供应链管理阶段。行业份额扩大将进一步提升控制力，带来一体化整合和深化服务提供的超额收益；浆纸板块利润率在主要板块中最高，从“量升”进入“价涨”。4）高端经销板块受益消费升级。汽车 4S 店和酒类经销业务主打高端路线，发展迅速，提供了近 20%左右的板块盈利；未来将继续扩大规模并延伸服务，成长性可以看高一线。
- 房地产业务进入集中结算期，并将受益于海西经济区的发展：**公司土地储备 750 万平米，2011 年计划竣工面积 80 万平方米左右。目前房产项目已经完成了 42.8 亿元预售，覆盖 2011 年可结算收入约 51.3%。预计 2011 年近半数结算项目位于厦门市内，将受益于海西经济区的进一步发展。
- 成长趋势清晰，估值优势明显，维持“推荐”评级：**轻资产战略带来较高的 ROE（26%+）和盈利增长，预计公司 2011、2012 年每股盈利 1.00 元和 1.25 元，对应 27.5%和 24.8%的同比增速。给予贸易/经销/供应链运营业务 20 倍 2011 年市盈率，对应每股价值 10 元；房地产业务按照 2011 年末 NAV 打八折以反映调控风险，每股价值在 3.8 元（对应 7.5 倍 2011 年盈利）。按照分部加总法估值，建发股份目标为 13.8 元。公司 2011 年市盈率仅有 8.8 倍，成长趋势清晰并且估值优势明显，维持“推荐”评级不变。
- 投资风险：**贸易量下滑或主要货种价格下跌；现金流风险；房地产调控风险。

铁龙物流（600125.SH）：推荐

冷链物流发展的直接受益者

铁龙物流主要财务、股票信息

(人民币百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	1,567	2,186	2,801	3,745
(+/-)	3%	39%	28%	34%
毛利	535	673	805	1,088
(+/-)	14%	26%	20%	35%
净利润	349	476	560	748
(+/-)	18%	37%	18%	34%
每股盈利(元)	0.35	0.47	0.56	0.75
(+/-)	18%	37%	18%	34%
市盈率	45.8	33.5	28.5	21.3
市净率	5.8	5.0	4.3	3.5
EV/EBITDA	24.1	20.7	18.6	13.7
净资产收益率	13.4%	16.1%	16.2%	18.2%
ROCE	13.3%	15.6%	15.6%	17.6%
现金分红收益率	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
每股经营现金流(元)	0.7	0.1	0.5	0.9
股价/经营现金	22.4	166.7	32.2	16.8



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

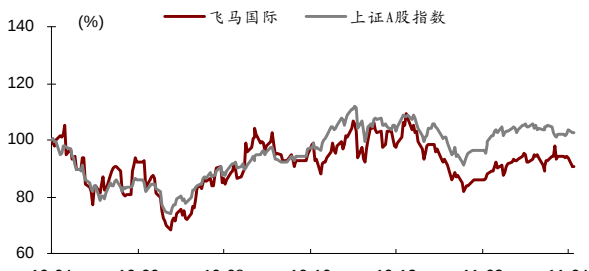
关注

- **冷链物流发展的直接受益者：**中国冷鲜产品需求已经迎来加速发展阶段，冷链物流的结构性增长机会正在出现。其中，来自需求端的大型超市一体化整合和来自供给端的加工企业一体化整合将有望成为两大发展引擎，冷链运输成本过高和冷链运输利润不足的问题将逐步得到解决。随着 2012~2015 年随着铁路货运能力释放和铁路体制改革逐步解决，铁龙物流运营的冷藏集装箱业务长期发展空间较大。
- **铁路客货分流将继续提升特种箱周转效率：**随着铁路路网货运能力的持续释放以及班列的逐步开行，公司铁路特种集装箱业务的周转效率将有望进一步提升，我们预计 2011 年特种箱年周转次数将进一步增长 15% 左右，达到约 23 次。
- **化工箱和冷藏箱购置和班列开行是关注的重点：**化工箱单箱盈利能力是普通箱的 4~6 倍，但铁道部目前格外重视运输安全，短期扩大规模可能遇到阻碍；冷藏箱是公司长期盈利增长的关键，箱量购置以及依托班列提高周转率将提供股价进一步上行的动力。
- **成长趋势清晰，维持“推荐”评级：**预计公司 2011、2012 年每股盈利 0.56 元和 0.75 元，对应 18% 和 34% 的同比增速。我们看好铁龙物流的长期增长空间，维持“推荐”评级不变。短期来看，公司经营面临一定的不确定性（特种箱购置进度/箱价上升/沙鲛铁路扩能/房地产业务结算），目前条件下买入信号并不明确，仍建议在 14~20 元区间（25~35 倍 2011 年市盈率）进行波段交易。
- **投资风险：**特种箱购置进度低于预期。

飞马国际 (002210.SZ): 无评级

开能源供应链服务先河，2011 年盈利有望显著好于预期

飞马国际主要财务、股票信息

(人民币百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	A股	
主营业务收入	2,349	1,346	2,887	5,689	8,755	当前股价	人民币10.02
(+/-%)	297.8	(42.7)	114.5	97.0	53.9	股票代码	002210.CH
净利润	35	17	51	81	104	日成交量 (百万股)	1.95
(+/-%)	(17.7)	(50.5)	194.6	57.8	28.3	52周最高价/最低价	人民币12.27/7.09
经常性损益净利润	29	12	50	81	105	总市值 (百万元)	3,066
(+/-%)	(30.7)	(57.8)	312.1	60.9	30.2	发行股数 (百万股)	306
每股盈利(元)	0.11	0.06	0.17	0.26	0.34	其中: 流通股 (百万股)	306
每股经营现金流 (元)	(0.23)	0.27	(0.25)	0.07	0.77	主要股东 (持股比例)	广州市飞马运输有限公司 (63.53%)
市盈率(X)	87.4	176.5	59.9	38.0	29.6		
市净率(X)	3.2	4.7	6.5	5.7	4.9		
EV/EBITDA	12.7	21.7	20.6	12.1	9.9		
现金分红收益率(%)	1.0	0.5	0.3	0.5	0.6		
净资产收益率(%)	8.2	4.0	10.8	15.0	16.6		

资料来源: Bloomberg, Wind, 中金公司研究部; 注: 盈利预测来自Wind一致预期

关注

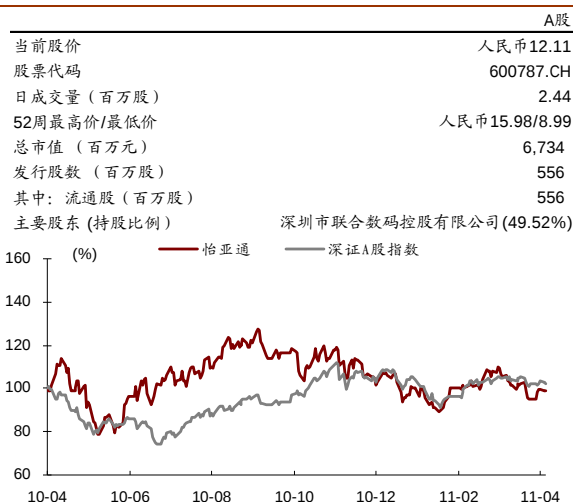
- 起源于珠三角的塑胶、电子贸易执行业务，已经开始向能源供应链业务转变，目前主要的货种为煤炭：**由于珠三角地区行业竞争压力加大，公司 2010 年开始以电子产业供应链服务的思路来经营能源行业。目前主要的货种为煤炭，主要来源为蒙煤和陕煤，主要服务客户为大唐、华电、山煤和陕煤等大型煤炭企业。
- 能源/煤炭供应链业务模式具有潜力，发展空间较大：1) 业务模式：**目前仍是煤矿的卖方市场，通常需要现金结算；而电厂的资金流较为紧张，希望能获得一定时间的账期。飞马国际切入这一经营两端存在的利益冲突和付款期限障碍，基于国有电厂现金流和资信较好并借助公司较大额度的银行信贷，以现金采购煤炭并为电厂提供一定的账期，获得相对固定的收益，成为了架在煤炭企业和大型电厂之间的桥梁。**2) 发展空间：**公司的煤炭供应链业务不仅是简单的贸易业务，除了运输了物流之外，还可以提供配煤和洗煤等服务。考虑到中国的煤炭存量巨大，煤矿和电厂之间市场化的民企和非市场化的国企之间的矛盾亦将长期存在，煤炭供应链的发展空间巨大。值得注意的是，在行业发展的初期，新进入者带来的竞争风险也可能在未来几年开始出现。
- 暂时给予“无评级”，建议投资者重点关注业绩超预期带来的投资机会：**根据 2010 年年报，公司煤炭供应链业务的毛利率水平在 4.5% 左右，明显好于其它供应链业务 1% 左右的毛利率水平，提供了公司 2010 年大部分的盈利，公司整体净利率在 1.75% 左右。公司提出 2011 年收入要达到 100 亿，主要依靠煤炭供应链业务的增长；我们了解到，公司 2011 年以来月度最高煤炭业务量达到了 140 万吨，对应月度收入可以达到 10 亿元，全年来看有望达到 100 亿的收入目标。从盈利角度来看，不论新增业务能否维持净利率水平不变或新增业务只能提供最低端的贸易职能使得新增盈利部分净利润率降至 1% 上下，公司盈利都将显著好于市场一致预期。
- 投资风险：**煤炭价格下滑，现金流风险，离职股东减持风险，新进入者竞争风险。

怡亚通 (002183.SZ)：无评级

中国供应链服务领域的创始者、领军者和开拓者

怡亚通主要财务、股票信息

(人民币百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	2,873	2,649	6,054	10,957	19,244
(+/-%)	59.9	(7.8)	128.5	81.0	75.6
净利润	150	77	131	214	296
(+/-%)	84.3	(48.9)	70.6	63.0	38.3
经常性损益净利润	148	14	130	209	291
(+/-%)	88.6	(90.8)	858.2	60.8	39.2
每股盈利(元)	0.27	0.14	0.24	0.38	0.53
每股经营现金流(元)	(0.35)	(0.03)	(1.33)	0.27	0.70
市盈率(X)	44.8	87.6	51.3	31.5	22.8
市净率(X)	2.5	3.4	4.6	4.2	3.9
EV/EBITDA	12.2	25.0	32.0	11.6	9.7
现金分红收益率(%)	1.0	0.7	0.9	1.5	2.0
净资产收益率(%)	12.4	5.8	9.0	13.5	17.0



资料来源：Bloomberg，Wind，中金公司研究部；注：盈利预测来自Wind一致预期

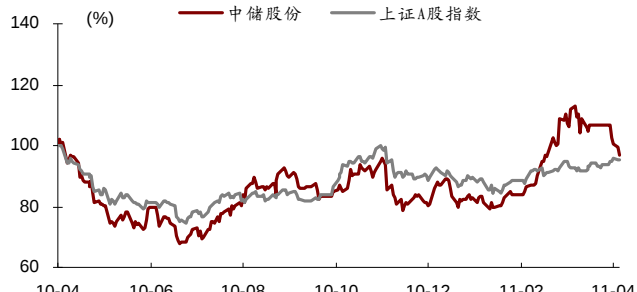
关注

- **中国供应链服务领域的创始者和领军者：**中国的供应链服务业务始于深圳，始于怡亚通。公司的创始人周国辉先生是供应链行业业内公认的领袖，而怡亚通的规模目前也是业内最大。
- **广度供应链（采购、销售执行和仓储等一站式供应链服务）受到一定程度的竞争，年均增速将在 30% 左右：**怡亚通广度供应链的业务模式逐步为深圳地区的追随者所复制，利润率水平出现了一定程度的下滑。但行业趋势向好和行业龙头地位仍将使其能够抓住大客户资源，未来有望保持 30% 左右的增长。但广度供应链主要为出口服务，人民币升值预期下带来的贴现收益占公司盈利的 75% 左右；在人民币升值持续或加速的情况下盈利增长仍将保持强劲，但如果人民币升值预期逆转则将带来较大的盈利风险。
- **深度供应链（快速消费品一体化经销商）依托 380 计划快速扩张，或可出现年均 100% 的增长，但盈利能力和存货管理仍需观察。**在深圳地区广度供应链竞争加剧的情况下，公司开始开拓深度供应链市场，计划在 3 年内在国内设立 380 个办事处和分拨中心，依托渠道、物流、电子商务和类似直销的模式，为提供品牌快速消费品和商超提供端对端的直达的分销模式，以取代中国目前繁杂冗长的中间分销商环节，提高整体效率。未来这部分业务的年均成长或可达到 100%，但业务拓展、盈利能力和存货管理均存在一定的风险，仍需持续观察。
- **暂时给予“无评级”，关注 2011 年人民币升值加速带来的业绩超预期和长期成长潜质：**根据 Wind 一致预期，公司 2011、2012 年净利润分别同比增长 63.0%、38.3%，对应每股收益 0.38、0.53 元，市盈率分别为 31.5、22.8 倍，暂时给予“无评级”。由于 2011 年人民币升值幅度有望达到 5%~7%（升值加快应对输入型通胀风险），显著好于 2010 年的 3%，公司业绩有较大可能好于市场预期。从中长期来看，正如中国优秀的房地产企业、如万科、金地和招商等，依托先进的业态和优秀的服务从深圳地区走出并成为中国房地产市场的领导者一样，深圳地区优秀的供应链管理企业如怡亚通等也具备同样的潜质，在行业发展加速的时期，行业龙头值得重点关注。
- **投资风险：**公司高财务杠杆经营的财务风险；衍生金融产品风险；存货风险。

中储股份（600787.SH）：无评级

传统仓储业务龙头，受益于政策但受制于体制

中储股份主要财务、股票信息

(人民币百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	A股	
主营业务收入	16,080	14,004	18,347	20,117	23,081	当前股价	人民币9.28
(+/-%)	23.2	(12.9)	31.0	9.6	14.7	股票代码	600787.CH
净利润	155	183	278	367	450	日成交量(百万股)	14.75
(+/-%)	6.7	18.1	52.1	32.2	22.7	52周最高价/最低价	人民币11.00/6.31
经常性损益净利润	133	132	248	352	420	总市值(百万元)	7,796
(+/-%)	3.9	(0.2)	87.2	42.1	19.4	发行股数(百万股)	840
每股盈利(元)	0.18	0.22	0.33	0.44	0.54	其中：流通股(百万股)	464
每股经营现金流(元)	0.83	0.26	0.19	0.73	0.90	主要股东(持股比例)	中国物资储运总公司(44.75%)
市盈率(X)	50.4	42.7	28.1	21.2	17.3		
市净率(X)	2.3	1.9	1.9	1.8	1.7		
EV/EBITDA	13.6	13.8	3.8	8.9	7.1		
现金分红收益率(%)	0.4	0.4	0.4	0.6	0.7		
净资产收益率(%)	5.2	4.4	6.8	8.6	9.7		

资料来源：Bloomberg，Wind，中金公司研究部；注：盈利预测来自Wind一致预期

关注

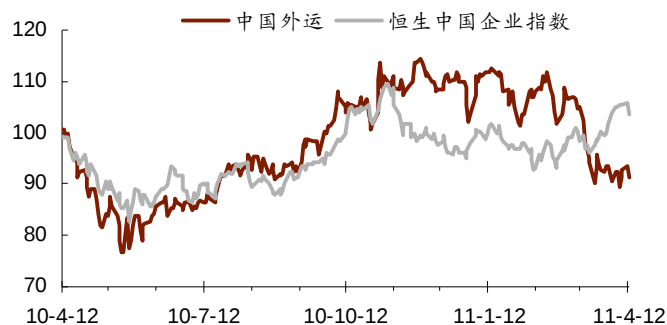
- **我国最大的仓储物流上市公司：**公司拥有国内最大的仓储物流网络，网络覆盖全国 20 多个省份，物流基地共占地 641 万平方米，其中物流货场面积 245 万平方米，库房面积 118 万平方米。作为全国性的仓储物流龙头企业，将显著受益于各区域物流业振兴发展导致的仓储服务需求持续增长。
- **传统业态逐步升级：**公司依托土地资源和仓储网络的优势，不断开拓现货交易市场、运输配送、城区物流中心改造和电子交易平台等新进业态，盈利能力和服务水平将逐步提升。
- **仓储业务将明显受益于政策利好：**1) 仓储业务占地面积较大，明显受益于各地土地支持政策，业务扩张前景可以看高一线；2) 仓储业和租赁业营业税税率高（5%），将最大程度的收益于潜在的增值税/营业税改革。
- **公司有望成为央企相关物流资产的整合平台：**中储股份的实际控制人诚通集团是国资委下属唯一仓储物流企业，公司拥有的物流资产规模只占诚通集团资产的 50%。未来，公司有望承担起诚通集团整合央企相关物流资产核心平台的作用。
- **暂时给予“无评级”：**根据 Wind 一致预期，公司 2011、2012 年净利润分别为 3.67、4.50 亿元，分别同比增长 32.2%、22.7%，对应每股收益 0.44、0.54 元；当前股价下，公司对应 2011、2012 年市盈率分别为 21.2、17.3 倍，暂时给予“无评级”。
- **投资风险：**钢材、铁矿石价格下跌；质押监管业务风险。

中国外运 (00598.HK): 无评级

分析员: 陶薇

中国外运主要财务、股票信息

人民币 (百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	股票代码	港股
主营业务收入	35,423	27,970	42,796	44,393	47,383	598.HK	
(+/-%)	-12	-21	53	4	7	当前股价 (港币)	1.88
EBITDA	1,478	1,198	1,536	1,796	2,127	日成交量 (百万股)	5.39
(+/-%)	-11	-19	28	17	18	总市值 (HK\$ 百万元)	7,988
净利润	569	398	616	874	1,050	52周最高价/最低价	2.5/1.48
(+/-%)	-32	-30	55	42	20	发行股数 (百万股)	4,249
每股收益 (元)	0.13	0.09	0.15	0.21	0.25	其中:流通股(百万股)	1,787
(+/-%)	-32	-30	55	42	20	主要股东 (持股比例)	中外运长航集团 (57.93%)
每股股息 (元)	0.05	0.02	0.04	0.06	0.07		
净资产收益率 (%)	6.6	4.3	6.3	9.1	10.2		
投入资本回报率 (%)	6.0	4.3	6.0	6.7	10.2		
股息收益率	2.3	0.9	1.8	4.8	5.1		
市盈率 (倍)	12.3	17.7	11.1	7.6	6.3		
EV/EBITDA (倍)	4.1	6.4	5.3	4.3	3.6		
市净率 (倍)	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6		



资料来源: Bloomberg, Wind, 中金公司研究部; 注: 盈利预测来自 Bloomberg 一致预期

关注

- 国内领先的物流服务供应商:** 中外运是国内最大的纯粹物流服务提供商。公司的核心业务包括货运代理、快递服务和船务代理, 经营范围遍布我国沿海各省份, 并向安徽、江西、四川、重庆等产业转移重点区域扩展。其中, 货运代理和快递服务在国内市场都位居第一, 而船务代理业务则在国内位居第二。
- 十二五将为公司的发展提供良好契机:** 如前所述, 我们相信物流行业在十二五期间将迎来全面的发展机会。做为物流行业的领军公司, 我们相信中外运将会借助其现有平台, 进一步整合其物流资源, 率先发展成为一体化的现代综合物流公司。此外, 做为全国性的物流企业, 公司也将直接受益于各区域物流业振兴发展和我国产业转移导致的物流需求快速增长。
- 轻资产业务模式为未来发展提供了充足的空间:** 公司目前的三大核心业务均是轻资产的业务, 这也保证了公司在进一步稳固和发展现有业务过程中资金压力不大。而公司目前良好的资产负债表以及现金流状况, 为公司未来的长期发展提供了良好的支持和充足的空间。
- 暂时给予“无评级”:** 根据 Bloomberg 一致预期, 公司 2011 和 2012 年净利润分别为 8.74 亿元和 10.50 亿元, 分别同比增长 41.8%、20.1%, 对应每股收益 0.21 元和 0.25 元; 当前股价下, 公司对应 2011 和 2012 年市盈率分别 7.6 倍和 6.3 倍, 暂时给予“无评级”。
- 投资风险:** 中国外贸增长的放缓, 市场竞争对于其利润空间的挤压, 公司新业务拓展所面临的不确定性。

安徽合力 (600761.SH)：推荐

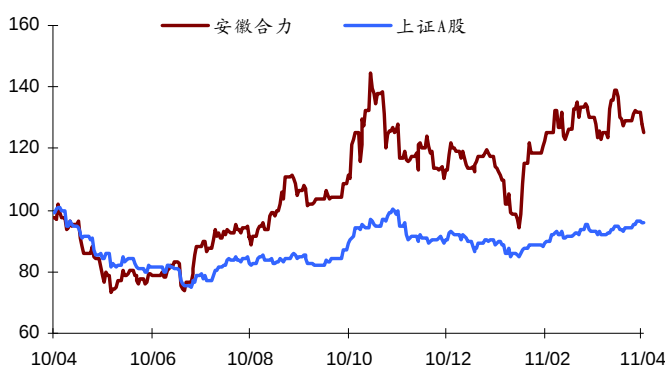
分析员：吴慧敏，张松

中国叉车行业领军企业

安徽合力主要财务、股票信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	3,628	3,111	5,084	6,506	8,108
(+/-)	7%	-14%	63%	28%	25%
毛利	647	514	954	1,211	1,508
(+/-)	-16%	-21%	86%	27%	25%
净利润	189	112	362	473	597
(+/-)	-41%	-41%	224%	31%	26%
每股盈利 (元)	0.53	0.31	1.01	1.33	1.67
(+/-)	-41%	-41%	224%	31%	26%
市盈率	36.2	61.2	18.9	14.4	11.4
市净率	3.3	3.2	2.8	2.4	2.0
EV/EBITDA	21.06	25.20	10.56	8.75	7.24
净资产收益率	9.1%	5.2%	14.6%	16.5%	17.6%
资产收益率	6.3%	3.5%	9.2%	10.2%	10.6%
现金分红收益率	0.5%	0.4%	1.6%	1.6%	1.6%
每股经营现金流(元)	0.6	1.2	1.4	1.0	1.3
股价/经营现金	34.8	16.3	14.0	19.2	14.5

当前股价 人民币 19.15
 股票代码 600761.CH
 日成交量 (百万股) 9.2
 52周最高价/最低价 人民币 22.20/10.69
 市值 (百万元) 6,836
 发行股数 (百万股) 357
 其中：流通股 (百万股) 357
 主要股东 (持股比例) 安徽叉车集团 (37.25%)



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

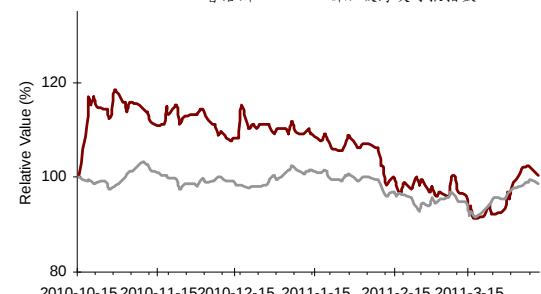
关注

- 国内叉车行业领军企业：**公司是中国领先的叉车生产企业，2010 年累计销售叉车 57,117 台，同比增长 65.0%，公司市场份额稳定在 25%，行业龙头地位巩固；
- 叉车与物流行业紧密相关：**叉车需求主要与物流行业相关，而与固定资产投资相关性较弱，受宏观调控影响不大。我们认为，随人力成本上升，叉车有望显著受益于物流业机械化率的提升。同时，考虑到电动机车在节能减排的推广下有望逐步替代内燃叉车，公司增长的可持续性长期存在；
- 毛利率持续改善：**随着市场需求的恢复及规模效应的体现，公司 2010 年毛利率达到 18.8%，同比提升 1.9 个百分点。此外出口高毛利产品占比提升也在一定程度上提高了综合盈利水平；
- 盈利预测：**我们预计公司 2011、2012 年净利润分别达到 4.7 和 6.0 亿元，分别同比增长 30.7% 和 26.1%，对应每股收益 1.33 和 1.67 元；
- 维持“推荐”的投资评级：**当前股价下，公司对应 2011、2012 年市盈率分别为 14.4 和 11.4 倍，对应 2011、2012 年 PB 分别为 2.4 和 2.0 倍，估值处于工程机械的低端。我们认为，往前看，公司的股价催化因素将来自于 1) 国内物流业大力发展给公司核心产品带来高增长；2) 公司产品出口市场，尤其是欧美市场持续复苏；3) 皖江经济带发展加速为公司来更多业务机遇；4) 公司土地收储、资源整合背景下，助力长期发展；我们仍维持“推荐”的投资评级；
- 投资风险：**投资风险主要来自于原材料波动对公司毛利率的影响、中东局势蔓延影响出口复苏等。

普洛斯 (GLP.SP)：推荐

分析员：白宏伟，宁静鞭

普洛斯主要财务、股票信息

(美元百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	新加坡
主营业务收入	250	355	412	464	508	565	股票代码 GLP.SP
(+/-)	n/a	n/a	16%	12%	10%	11%	当前股价 新加坡币 1.98
营业利润	195	258	323	393	448	498	目标价格 新加坡币 2.73
(+/-)	n/a	33%	25%	22%	14%	11%	日成交量 (百万股) 7.30
基本净利润	207	213	253	299	341	376	52周最高价/最低价 新加坡币 2.33/1.74
(+/-)	n/a	3%	19%	18%	14%	10%	发行股数 (百万股) 4,596
每股基本盈利 (美元)	0.05	0.05	0.05	0.07	0.08	0.08	其中：流通股 (百万股) 1,796
(+/-)	n/a	3%	19%	18%	14%	10%	总市值 (百万元) 9,099
每股基本盈利 (新加坡元)	0.07	0.07	0.08	0.09	0.11	0.12	
(+/-)	n/a	0%	18%	15%	14%	10%	
市盈率	29.7	29.7	25.2	21.4	18.7	17.0	
市净率	5.1	4.0	3.6	1.1	1.0	1.0	
EV/EBITDA (X)	20.6	7.5	6.9	7.3	8.0	8.1	

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

关注

- 专注于现代物流设施的龙头企业，日本、中国市场排名第一：**公司是中国和日本最大的现代物流设施提供商之一，网络体系覆盖范围较广，建成项目共有 296 个，建筑面积约为 620 万平方米，中国和日本市场占有率分别高达 40%和 29%。现金流稳定，收益率相对较高，而且资产增值空间较大。作为一家龙头企业，普洛斯在规模效应和客户基础方面享有明显优势。
- 一体化业务模式，增长潜力较大：**其一体化业务模式主要体现在：（1）利用日本市场获得的收益为在中国市场扩张提供资金支持；（2）具有附加值的一体化解决方案和以服务为核心的经营理念；（3）较快的现金流滚动速度。由于公司一体化业务模式突出、品牌知名度高与客户群庞大，我们认为公司未来扩张潜力巨大。
- 良好的行业增长机遇。**普洛斯未来在中国和日本市场的持续增长将面临良好机遇，我们预计增长的主要推动力包括：（1）中国市场强劲的消费增长与电子商务催生市场需求；（2）中国与日本市场设施翻新与修缮需求；（3）第三方物流提供商支持所带来的增长潜力。另外，得益于资产升值预期，资产价值增长潜力也较大。
- 公司在中国的资产存在很大升值空间。**据国土资源部数据，2009 年 105 个中国城市的平均地价为每平方米 2,653 元，而工业用地的价格仅为每平米 597 元，不到平均地价的四分之一。如果与住宅用地相比，工业用地的价格仅为住宅用地价格的 15.6%，而在 36 个主要城市中，这一比例更是低至 14.0%。分地区来看情况也是如此，包括长江三角洲、珠江三角洲和环渤海地区。而东京和大阪的工业用地价格分别为住宅用地价格的 64%和 56%，我们认为，中国工业用地被严重低估，工业用地价格将迅速补涨，因此公司的中国资产有望大幅升值。
- 重申“推荐”评级：**我们预计 2011-2013 财年盈利分别为 2.99 亿美元、3.41 亿美元和 3.76 亿美元，对应 2011~2012 年 P/E 为 21.4 倍和 18.7 倍。我们看好公司在中国和日本市场中的优势地位以及丰富在手现金支撑下的快速扩张前景，重申“推荐”评级。目标价 2.73 新加坡元，较 2011 年预测净资产值存在 5%溢价。
- 投资风险：**经济下滑、竞争激烈以及客户过于集中的风险。

青岛海尔 (600690.SH) / 海尔电器 (01169.HK): 推荐

分析员: 黄文倩, 郭海燕

拥有优质物流资产的上市家电公司

青岛海尔主要财务、股票信息

(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	44,692	60,588	71,990	84,078	98,195
(+/-%)	47%	36%	19%	17%	17%
营业利润	2,258	2,987	4,561	6,503	7,750
(+/-%)	94%	32%	53%	43%	19%
净利润	1,383	2,035	2,725	3,513	4,188
(+/-%)	80%	47%	34%	29%	19%
每股收益 (元)	1.03	1.52	2.03	2.62	3.13
每股净资产 (元)	5.8	5.2	7.0	9.3	12.1
每股经营现金流 (元)	4.2	4.2	3.1	4.2	5.2
市盈率	28.0	19.0	14.2	11.0	9.3
市净率	5.0	5.5	4.1	3.1	2.4
股价/经营现金	7.0	6.9	9.5	6.9	5.6
EV/EBITDA	11.8	7.9	5.5	3.9	2.8
净资产收益率	17.8%	29.0%	29.2%	28.2%	25.8%
投入资本回报率	13.0%	19.2%	19.5%	19.1%	17.6%
股息收益率	1.0%	0.3%	1.0%	1.0%	1.0%

股票代码	A股 600690 CH Equity
当前股价 (人民币)	28.91
日成交量 (百万股)	6.89
52周最高价/最低价 (人民币)	31.63/16.1
总市值 (百万人民币)	38,738
发行股数 (百万股)	1,339
其中: 流通股 (百万股)	756
主要股东 (持股比例)	海尔集团公司 (44%)



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

海尔电器主要财务、股票信息

(百万人民币)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	12,878	35,807	51,584	61,590	74,038
(+/-%)	26.5%	178.0%	44.1%	19.4%	20.2%
税前利润	645	1,435	2,009	2,541	3,227
(+/-%)	257.1%	122.7%	39.9%	26.5%	27.0%
净利润	449	964	1,442	1,824	2,317
(+/-%)	230.3%	114.9%	49.5%	26.5%	27.0%
每股收益 (港币)	0.23	0.52	0.74	0.94	1.19
市盈率	42.7	19.2	13.5	10.7	8.4
市净率	12.4	7.9	5.1	3.5	2.5
股价/经营现金	23.3	16.8	9.7	9.8	12.7
EV/EBITDA	29.9	14.3	10.3	8.2	6.5
净资产收益率	34.0%	46.2%	44.1%	37.2%	33.2%
投入资本回报率	29.3%	42.2%	41.2%	35.1%	31.4%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

股票代码	H股 1169.HK
当前股价 (港币)	10.00
目标价 (港币)	12.63
日成交量 (百万股)	6.41
52周最高价/最低价 (人民币)	10.28/3.69
总市值 (百万人民币)	22,554
发行股数 (百万股)	2,255
其中: 流通股 (百万股)	2,255
主要股东 (持股比例)	青岛海尔 (53.34%)



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

关注

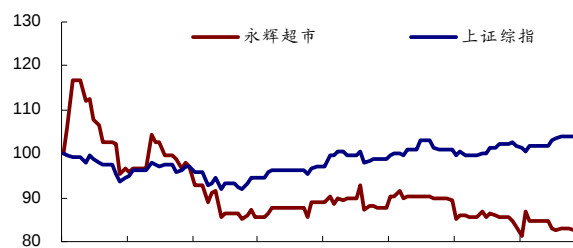
- ▶ **物流资产注入港股海尔电器，未来将成为集团旗下综合渠道业务上市平台。**2010 年 8 月 30 日，海尔集团将海尔物流作价 7.63 亿人民币注入 H 股海尔电器，成为青岛新日日顺旗下资产，更名日日顺物流。未来 3 年内日日顺渠道分销和物流服务预计贡献 H 股海尔电器 50%以上利润（其中物流单项贡献 10%），贡献 A 股青岛海尔近 15%利润（其中物流贡献 3%）。
- ▶ **盈利能力稳步提升。**海尔物流收入和盈利能力均有稳步提升，2010 年净利率已达 4.4%，贡献收入 22 亿（YoY29%）、净利润 9700 万（YoY21%）。目前各仓库的利用率平均 70-80%，基本达到满负荷运转，预计未来几年随着公司新仓库的建成和第三方服务业务量的提高，公司收入规模和盈利能力将保持增长态势。
- ▶ **业务模式：轻资产，快周转。**海尔物流采取轻资产发展模式，仓库方面：目前全国 80 余个仓库和物流中心大部分为租赁，仅 7 个一级库为自建（青岛、济南、顺德等）；运输方面：分三种途径 1）招投标方式外包当地物流公司（包括 DHL 等）、2）吸引社会车队加盟、3）部分集团员工买断运输车辆，与海尔物流签约合作。绝大部分可调配车辆均非海尔物流资产。采用轻资产模式能够加快完成全国布局和扩大网络覆盖，降低管理和人工费用，提高资源使用效率。未来公司将逐步增加自建仓库数量，目前在建自有仓库 4 个（沈阳等），建成后自有仓库总数将达到 11 个。运输方面将继续坚持目前加盟为主模式，尚无增加运输车辆投资计划。2007 年 4 月至 2010 年，海尔集团通过 1000 天流程改造，形成了即需即供、零库存的订单业务模式，物流中心周转速度大大提高，仓库存货周转天数下降到 10 天以下，仓库面积缩减一半。目前公司仓库存货周转天数平均为 5 天，加上在途 2 天，总周转天数平均为 7 天。
- ▶ **物流网络：广度上覆盖全国，深度上可达县级城市。**海尔物流目前全国共有 80 余个仓库，其中在主要省会城市建设一级库 10 余个，其余二级库分布在关键地级城市，目前各仓库辐射半径可覆盖全国大部分地区，公司计划 2011 年底仓库总数达到 91 个。海尔凭借其稳定而大量的订单吸引了众多社会车辆的加盟，庞大的运输车队可使物流服务直达县级城市。相比之下，美的和格力总部的运输只能抵达地级市，地级市以下多由分销商负责运输。
- ▶ **投资建议：维持青岛海尔（600690.CH）A 股推荐，**预计 2011-13 年每股收益为 2.03、2.62 和 3.13 元（YoY34%、29%和 19%），目前股价对应 2011-2012 年动态市盈率分别为 14x 和 11x。公司有望继续受益于行业内生增长，作为白电龙头家电产品销售收入将增速将高于行业平均。未来五年内集团通过资产注入、股权重组等多种方式将彻底解决同业竞争及关联交易问题。**维持海尔电器（1169.HK）H 股首推，**目标价 12.6 港币，预计 2011-13 年每股收益为 0.74、0.94 和 1.19 港币，目前股价对应 2011-2012 年动态市盈率分别为 13x 和 11x。3/4 级市场渠道和物流网络加速拓展，公司将显著受益于 3/4 级和农村市场家电需求的可持续增长，集团售后服务资产有望后续注入，完成物流、营销、服务三网的整合。

永辉超市（601933.SH）：审慎推荐

分析员：钱炳，郭海燕

农超对接的直接受益者

永辉超市主要财务、股票信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	A 股	
营业收入	5,678	8,475	12,317	17,509	24,879	当前股价	人民币 27.07
(+/-%)	54.6%	49.3%	45.3%	42.2%	42.1%	股票代码	601933.CH
毛利	1,016	1,517	2,355	3,522	5,154	日成交量 (百万股)	2.6
(+/-%)	60.7%	49.4%	55.2%	49.6%	46.3%	52周最高价/最低价	人民币 37.71/23.98
净利润	214	254	306	480	696	总股数 (百万股)	768
(+/-%)	64.6%	19.0%	20.2%	57.1%	44.9%	市值 (百万)	20,787
每股收益 (元)	0.28	0.33	0.40	0.63	0.91	主要股东 (持股比例)	张轩松、张轩宁 (35.66%)
市盈率	97.3	81.7	68.0	43.3	29.9		
市净率	25.3	19.4	5.4	5.0	4.4		
净资产收益率	26.4%	24.1%	8.0%	11.5%	14.8%		
投入资本回报率	16.6%	11.8%	6.3%	9.1%	12.2%		

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

关注

- **农改超成功典范，立足生鲜优势差异化经营，替代菜市场、赚有确定性的辛苦钱，可复制性强。**公司目前已形成商品采购、物流和信息管理、门店经营一整套“永辉模式”，核心竞争优势明显：1）拥有“专业买手”团队，生鲜研发中心及时掌握全国各地生鲜价格、生产周期等资讯，确保产品最优采购、适销对路；2）直接采购和规模优势降低成本。全国统采约占 20%，直采约占 76%，部分商品价格甚至低于农贸市场；3）经营管理效率高、做生鲜也能赚大钱，商品损耗率只有 0.27%，存货周转天数只有 29.7 天，显著快于同业。
- **福建第一，向重庆地区的跨区域发展已成功，门店成熟快。**公司是福建最大的超市零售商，2004 年进入重庆市场，目前销售规模排名第二，两大市场均具备优势。追踪 2007-2009 年，新开业门店中当年实现盈利的占到 81%，第二年已基本全部盈利。北京和安徽的新店也保持了较快的成熟速度。
- **积极推进物流中心建设，规模效应和跨区域复制优势有望逐步体现。**福建物流中心的建设已完成主体工程，2011 年 7 月即可部分交付使用；重庆西部物流园一期目前已进入施工阶段；华东商贸物流园正进行前期的规划审批流程；彭州农产品加工配送中心已完成一期工程，预计 2011 年 5 月可投入使用。
- **我们预计公司净利润将会大幅增长：**公司新年度经营计划预计实现收入 175 亿元（+42%），成本费用计划 169 亿元。按此测算税前利润将在 6 亿元，净利润 4.5 亿元以上（每股收益 0.59 元），同比增长 47%，我们认为是今年业绩增长的底线水平。
- **维持“审慎推荐”的投资评级：**公司是继苏宁之后又一家体现出明显的盈利模式可复制性和高效管理技能的连锁零售企业，有望实现跨越式的发展，可逢低吸纳，做中长期配置。按公司计划 2014 年实现 500 亿销售和相应净利润率测算，2010-2014 年收入和利润复合增长率可达到 42%和 52%，持续快速增长可期。
- **投资风险：**扩张较快，关注费用变化和新进入市场经营。

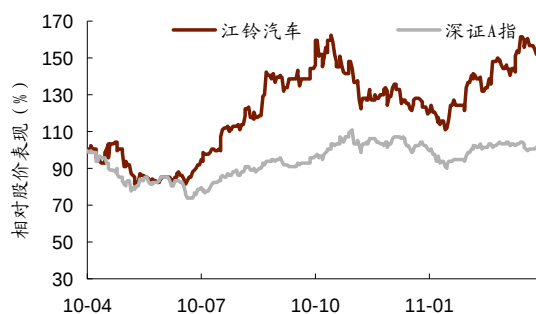
江铃汽车 (000550.SZ): 审慎推荐

分析员: 陈鹏扬, 郑栋, 张涵一

江铃汽车主要财务、股票信息

(人民币百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	8,587	10,433	15,768	20,693	25,574
(+/-)	2%	21%	51%	31%	24%
主营业务利润	1,796	2,546	3,784	4,837	5,953
(+/-)	-8%	42%	49%	28%	23%
净利润	784	1,056	1,712	2,112	2,647
(+/-)	3%	35%	62%	23%	25%
每股盈利 (元)	0.91	1.22	1.98	2.45	3.07
(+/-)	3%	35%	62%	23%	25%
市盈率	36.4	27.0	16.7	13.5	10.8
市净率	7.0	5.9	4.7	3.8	3.1
EV/EBITDA	29.5	16.9	10.3	8.2	6.0
净资产收益率	20.7%	23.7%	31.2%	31.1%	32.0%
ROCE	19.5%	22.3%	29.5%	29.5%	30.6%
现金分红收益率	0.9%	0.9%	1.5%	2.4%	2.7%
每股经营现金流(元)	0.2	3.6	3.1	3.0	4.0
股价/经营现金	156.6	9.2	10.5	11.1	8.2

B股		A股
HK\$25.8	当前股价	人民币33.03
200550.CH	股票代码	000550.CH
0.2	日成交量 (百万股)	1.3
HK\$27.49/13.34	52周最高价/最低价	人民币35.72/17.18
863	发行股数 (百万股)	863
344	其中: 流通股 (百万股)	516
主要股东 (持股比例)		江铃控股有限公司(41.03%)



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

关注

- **公司是城市物流需求增长的最大受益者。**公司全顺轻客和 JMC 轻卡在其细分市场定位均位居中高端, 且销量规模领先, 能更好的受益于轻客和轻卡产品结构升级, 销量增速有望持续快于行业平均水平。2011 年, 预计全顺轻客和 JMC 轻卡预计销量增速将接近 20%。
- **全顺车型竞争力明显, 市场份额稳定提升。**公司从福特导入的全顺车型是福特主要的 LCV 车型, 也是全球销量最高的 LCV 产品。目前在国内占据 18.4% 市场份额, 与依维柯一同基本垄断中高端轻客市场, 随着国内需求升级, 其在市场份额有较大提升空间。
- **JMC 轻卡占据主流中高端轻卡市场。**公司轻卡主要用于城市间物流, 定位在国内中高端主流市场, 销量远超庆铃等竞争对手。
- **驭胜 SUV 开始正式销售, 后续福特合作有望打开成长空间。**3 月起 SUV 产品已经开始正式销售, 有望开始贡献销量与业绩, 在销售网络建设成熟后, 预计福特翼虎车型也有望导入, 从而打开公司成长空间。
- **经营管理能力位列汽车公司中前列。**上市十年来净利润持续提升, 毛利率稳定增长且各项费用率稳步下降, 现金流状况以及净现金均较为稳健, 向中端市场的渗透以及 SUV 领域拓展均体现出较高的决策能力。
- **维持“审慎推荐”的投资评级:**公司经营稳健, 产品在中高端轻型商用车市场竞争力强, 且与福特合作深化将打开成长空间。目前股价对应 2011 年 P/E 为 13.5 倍, 估值较低, 维持对公司审慎推荐评级, 投资者可积极布局。
- **投资风险:** SUV 产品销售低于预期; 福特新车型导入慢于预期。

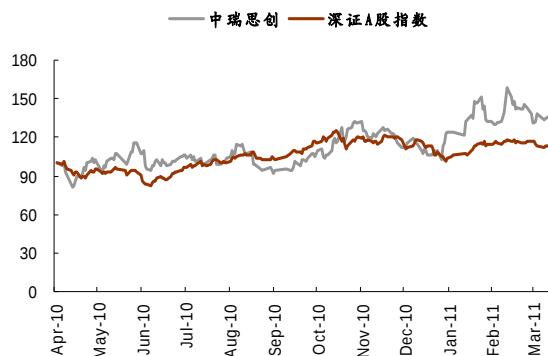
中瑞思创 (300078.SZ): 无评级

分析员: 赵晓光

技术和渠道兼备的 RFID 领导者

中瑞思创主要财务、股票信息

主要财务指标	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	彭博股票代码	300078. CH
(人民币百万元)						股价	85.1
营业收入	222.0	232.5	310.5	425.4	528.6	52周最高/最低	101.86/52.25
(+/-)	27.4%	4.7%	33.5%	37.0%	24.3%	已发行股份(百万股)	67
毛利	75.2	100.5	136.5	219.6	285.2	最终控股股东(%)	路楠 (33.58%)
(+/-)	19.7%	33.7%	35.8%	60.9%	29.9%	市值(人民币, 百万)	5,702
营业利润	46.8	64.5	99.5	155.3	205.5		
(+/-)	4.1%	37.9%	54.3%	56.1%	32.3%		
净利润	48.8	71.2	102.5	158.3	208.5		
(+/-)	6.2%	45.8%	44.1%	54.5%	31.7%		
每股收益(元)	2.77	1.20	1.27	1.99	2.62		
(+/-)	32.5%	-56.7%	5.5%	57.0%	31.8%		
市盈率(倍)	30.7	70.9	67.2	42.8	32.5		
股权收益率	0.51	0.53	0.13	0.11	0.14		
市净率	52.9	30.4	4.9	4.7	4.5		
每股股利(元)	0.00	0.00	1.50	1.50	1.50		
股利收益率	0.0%	0.0%	1.8%	1.8%	1.8%		
每股经营现金流(元)	0.19	1.21	0.90	1.89	2.59		
股价/经营现金流	455.1	70.5	95.0	45.1	32.9		
每股净资产	1.6	2.8	17.4	17.9	19.0		
已动用资本回报率	0.85	0.90	0.14	0.20	0.33		
EV/EBITDA	1.6	2.8	17.4	17.9	19.0		



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部;

关注

- 硬标签产量全球第一, 掌握销售渠道:** 公司 2010 年硬标签产量约 3 亿只, 全球市场占有率约为 30%, 全球排名第一; 公司在全球拥有近 200 个客户及代理商, 主要为全球 EAS 系统集成商和 EAS 产品经销商; 公司海外业务占收入比重超过 85%, 客户均为知名的电子安防领域的知名跨国公司; 此外, 公司为 Checkpoint 国内唯一采购商。经过多年的积累, 公司积累了充分的销售渠道, 一旦 RFID 放量, 公司将有机会率先抢占市场。
- 软标签技术铲除 RFID 技术障碍:** 公司的募投项目 RFID 应答器产品(主要是自制天线加上外购芯片构成一个裸标签)的主要工艺在于天线设计和生产, 而软标签所用电感线圈部分和 RFID 天线部分生产设备类似, 公司在软标签方面已积累了充分的设计和和生产经验, 对其将来向 RFID 标签的转型非常有利。
- 募投项目充实产能、提升毛利。**
 - 根据公司的募投计划, 2012 年完全达产后年产能将达到 4 亿只硬标签、12 亿只软标签和 0.5 亿只应答器/年。扩展后硬标签的市场占有率将达到 45% 以上, 软标签的市场占有率将从 2010 年的 3% 上升到达到 7%, 公司的规模效应将进一步体现。
 - 目前公司的主营产品是硬标签, 占收入比重达 74%, 毛利为 43%; 软标签仅占 17%, 毛利率为 48%。随着投产项目的进行, 公司的毛利率将不断上升, 完全扩产后公司的毛利率将从 2010 年的 47% 上升到 50% 以上。
 - 与国际龙头保点相比, 公司的收入和毛利水平差距都很大(2010 年公司收入 3.1 亿元, 毛利率 47%, 保点为 11 亿美元, 毛利率 88%), 作为国内的 EAS 龙头, 公司将享受巨大的成长空间。
- 收购 TBS, 加速 RFID 进展。** TBS 是零售业客户体验解决方案和技术的领导者, 专注于开发和应用客户界面的射频识别技术(RFID 电子标签)解决方案。收购 TBS 有利于整合并拓展公司的 RFID 标签业务, 同时通过大空间的客户群可以促进公司现有 EAS 产品的销售, 有利于公司及时获知市场需求并及时反馈, 提升公司的市场竞争

争力。同时收购大空间对于公司来说迈出了国际并购的第一步，可以积累很多国际并购的经验，有利于公司的后续发展以及实现公司的长远目标。

► **未来发展逻辑：EAS 和 RFID 并驾齐驱：**

- **硬标签：**硬标签增长来自渗透率提升和产品毛利的提高。EAS 国外渗透率为 70%左右，国内 30%左右。未来国内市场渗透率的提升空间很大。此外，公司硬标签的产量占全球 30%以上，但产值仅为 5%，全球硬标签 40 亿的市场，公司仅占 2 亿。相比随着产量和产品结构的双重提升，公司的收入和毛利将双升。
- **软标签和 RFID 应答器：**全球软标签市场 230 亿只，RFID 应答器市场 60 亿美元，公司目前的市场占有率都很低，未来拓展的空间都很大。

► **财务预测：**预计 2011 年和 2012 年收入分别增长 37%和 24%，每股收益分别为 1.99 元和 2.62 元，分别增长 57%和 32%，对应当前市盈率 43x 和 33x。

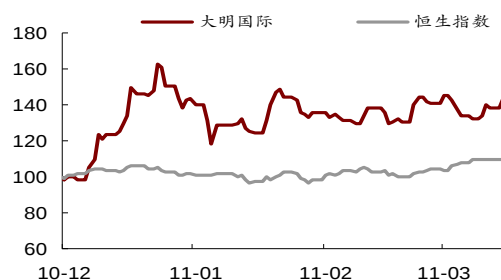
大明国际 (01090.HK): 无评级

分析员：丁玥，罗炜

大明国际主要财务、股票信息

港币: 百万	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	7,316	11,141	14,872	18,623
+/- %		52.3%	33.5%	25.2%
EBITDA	368	418	556	731
+/- %		13.6%	33.1%	31.3%
净利润	231	269	376	504
+/- %		16.7%	39.6%	33.9%
每股收益	0.22	0.26	0.36	0.49
+/- %		16.7%	39.6%	33.9%
每股净资产	0.75	1.01	1.38	1.86
市盈率	15.41	13.20	9.46	7.06
市净率	4.55	3.39	2.49	1.84
EV/EBITDA	13.90	12.24	9.19	7.00

A股	
股票代码	1090.HK
当前股价(元)	HK\$3.44
日成交量(百万股)	2.14
52周最高价/最低价	Rmb4.05/2.02
总市值(百万元)	3,569
发行股数(百万股)	1,038
其中:流通股(百万股)	1,038
主要股东(持股比例)	联好集团有限公司 (68.36%)



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部注: 盈利预测来自 Bloomberg 一致预期

关注

- **中国最大的独立不锈钢加工物流企业:** 承接于钢厂和下游终端用户之间, 获取折扣出厂价, 为客户提供钢材加工、配送以及存货管理等服务, 已具备加工配送能力 80 万吨。公司的价值创造主要体现在: 1) 与不锈钢厂商长期战略合作, 享受订货折扣价; 2) 积累了坚实的客户基础 (超过 6000 家), 能够贴近客户需求对标准化钢材进行个性化加工, 赚取稳定的加工费; 3) 富有经验的存货控制管理, 最大限度地降低不锈钢价格波动的风险。
- **钢铁企业将加工配送业务外包是大势所趋, 公司伴随市场成长新增加工配送中心。** 钢铁行业发展进入成熟阶段, 核心价值创造从生产环节向产业链的两端转移。独立的加工配送中心运营效率更高, 将成为未来行业发展的趋势。截至 2008 年, 通过加工配送中心销售的不锈钢占比仅 20%, 预计到 2012 年将超过 50%, 同时中国不锈钢产量的年均增长约 8%, 不锈钢加工配送市场的未来两年的年均增长约 35%。公司已拥有无锡、杭州、武汉、天津四个加工配送中心, 靖江基地在建。未来还将根据市场需求布局新基地。
- **加工配送的金属种类外延, 低成本复制不锈钢加工配送成功经验。** 公司已有的加工设备可同样应用于其他金属加工, 目前无锡和靖江基地已开展普碳钢加工配送业务。能够为已有战略客户提供更完备的原料加工和配送服务。同时, 公司在不锈钢存货控制管理方面的优秀经验, 使其在普碳钢存货管理方面更为游刃有余。
- **全面化加工服务, 成功提升加工费。** 公司拥有齐备的金属加工设备, 能够根据客户需求提供卷料切割、表面抛光、截板、成型及机械加工等全方面服务。伴随加工服务的复杂化程度提升, 公司于 2011 年提升加工费 20%。预计 2010-2012 年吨不锈钢加工费分别为 910、960、1030 元/吨。
- **暂时给予“无评级”:** 根据 Bloomberg 一致预期, 公司 2010、2011、2012 年净利润分别为 2.7、3.8、5.1 亿港元, 分别同比增长 17%、40%、34%, 对应每股收益 0.26、0.36、0.49 港币; 当前股价下, 公司对应 2010、2011、2012 年市盈率分别为 13.2、9.5、7.1 倍, 暂时给予“无评级”。
- **投资风险:** 不锈钢价格大幅波动导致存货风险难以控制。

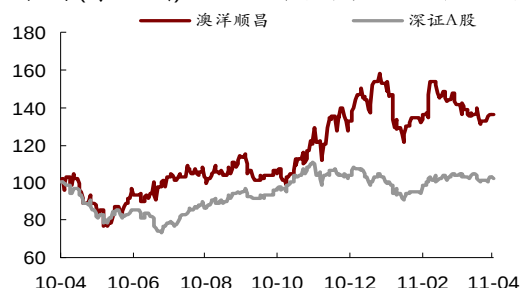
澳洋顺昌 (002245.SZ): 无评级

分析员: 丁玥, 罗炜

澳洋顺昌主要财务、股票信息

人民币: 百万	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	750	1,329	1,728	2,139
-/+ %		77.3%	30.0%	23.8%
EBITDA	75	145	180	224
-/+ %		93.3%	24.2%	24.7%
净利润	37	94	115	140
-/+ %		152.7%	21.5%	21.7%
每股收益	0.20	0.52	0.63	0.76
-/+ %		152.7%	21.5%	21.7%
每股净资产	3.2	3.73	4.36	5.12
市盈率	83.5	33.0	27.2	22.3
市净率	5.3	4.6	3.9	3.3
EV/EBITDA	29.4	29.2	23.5	18.9

A股	
股票代码	002245.CH
当前股价(元)	Rmb17.08
日成交量(百万股)	1.14
52周最高价/最低价	Rmb21.48/9.327
总市值(百万元)	3,115
发行股数(百万股)	182
其中:流通股(百万股)	66
主要股东(持股比例)	澳洋集团有限公司 (49.59%)



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部注: 盈利预测来自朝阳永续一致预期

关注

- 公司主业金属板材配送**, 包括钢板和铝合金板, 主要客户为 IT、家电企业。公司拥有张家港、广东和上海 (2011 年底建成) 三个配送基地, 均是重要的 IT 和家电产业聚集地。配送业务量将伴随个人电脑和平板电视的产量增长而增长。个人电脑未来的市场增速约 5-10%, 平板电视的市场增速约 %。当前公司拥有的钢材和铝合金板的加工配送能力分别为 12.8 万吨和 2.5 万吨。2011 年钢板产能增长 8%, 铝合金板产能增长 67%。随着新建产能的投放, 规模效应进一步体现: 设备利用率提高, 加工废料率降低, 运输组织的效率提升。
- 金属板材配送加工费稳定**, 根据历史情况, 钢板加工费 100 美元/吨, 铝合金板加工费 400 美元/吨, 毛利 10% 左右。加工费在下游的成本中占比较低, 客户更关注加工质量和配送服务速度。
- 小额贷款业务盈利高, 但容量有限**。公司控股 35% 的昌盛公司与 09 年 3 月成立, 面向“三农”发放小额贷款。2010 年营业利润约 4000 万元。由于受到政策对贷款余额的限制, 目前贷款规模难以扩张。2011 年信贷偏紧, 放贷利率仍有上浮空间, 预计昌盛公司贡献盈利将小幅增长。公司拟受让昌盛公司 10% 股权, 交易价格 2500 万。
- 鼎顺创投是公司的全资子公司**, 投资项目主要集中于新能源。参股 8% 的江阴南工锻造有限公司已进入上市辅导期, 有望于明后年上市。
- 投资 LED 外延片及芯片项目**。公司投资 10 亿, 计划年产能 2 吋外延片 140 万片, 每片可生产约 12000 粒 10mil × 23mil 芯片。公司预计在 2012 年实现计划产能的 20%, 在 2013 年实现计划产能的 70%, 直至 2014 年达产。
- 暂时给予“无评级”**: 根据朝阳永续一致预期, 公司 2010、2011、2012 年净利润分别为 0.94、1.15、1.4 亿元, 分别同比增长 153%、22%、22%, 对应每股收益 0.52、0.63、0.76 元; 当前股价下, 公司对应 2010、2011、2012 年市盈率分别为 33.0、27.2、22.3 倍, 暂时给予“无评级”。
- 投资风险**: 原料价格大幅波动导致存货风险难以控制, 多元化投资项目投产后面临供过于求。

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/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。

截至报告发布日前十二个月，中金公司为普洛斯提供了投资银行服务。

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