

物流 II 中期投资策略

我国现代物流业进入发展加速期，重点关注具备资源优势及与消费需求密切相关的物流公司

独到见解

11年6月8日，在京举行的国务院常务会议，专题讨论促进物流业发展，提出了“八条”要求。物流业的发展已由过去国家部门层面关注的经济活动，上升至国家级经济政策层面研讨，受到高度重视。我国物流业终于迎来了期待已久的发展春天。

- 受到政策催化，旺盛的内生性物流需求借助良好的基础设施，在未来五年，我国物流业整体将以每年21%左右的速度增长；
- 我国出口导向型经济发展模式已难以为继，“出口转内需”不可避免。未来五年，跨国物流（主要由国际性物流公司提供）增速将显著放缓，而国内物流将更加活跃。对于具备本土优势而缺乏国际网络的中国物流企业而言，无疑是一个难得的发展机遇；
- 物流作为服务性行业，企业“标准化”是其同质性扩张做大做强的重要原因。作为子领域，消费性物流较易做到标准化，会继续爆炸式增长，注定会率先产生巨型物流企业，如EMS和顺丰，及以自营配送物流的零售业巨头苏宁电器；
- 国外物流业发展经验告诉我们：具备资源优势（如运输或仓储）、重资产的物流公司优先发展起来（如财富500强的UPS成立于1905年），随后才出现轻资产而专注运营管理的服务性物流公司（如财富500强的Expeditors成立于1979年）。我国也将延续这一发展逻辑：资源类物流公司群会优先发展，继而才产生重资源整合、轻资产、重服务物流公司公司群。
- 轻资产公司对运营管理要求极其高，而且需要稳定的、标准化、社会化的功能性物流服务支持配合，当下视之，国内企业尚需要若干年“学习曲线”的积累，才能最终诞生一批优秀的综合物流管理公司。值得关注的是：综合管理类物流公司的佼佼者如怡亚通，飞力达等，会在一些特色领域耕耘并率先脱颖而出。

投资要点：1) 关注具备资源优势的物流企业，如铁龙物流（铁路运输及特色集装箱运输为主），中储股份（仓储为主），运营资源和资产的能力；2) 关注轻资产的公司，如外运发展（货代为主）、飞力达物流（综合物流服务）3) 关注与消费需求密切相关的物流公司，EMS上市及顺丰速递；同时关注具有优秀物流管理能力的苏宁电器；4) 关注战略上着力发展特色物流的公司，如海博股份（冷库）、锦江投资（冷库）；

重点公司推荐：

公司	EPS			PE		
	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
铁龙物流	0.46	0.62	0.83	28	18	14
中储股份	0.45	0.59	0.71	21	16	13
外运发展	0.58	0.55	0.78	17	18	13
海博股份	0.39	0.47	0.53	18	15	13

证券分析师：高利

执业编号：S0360209120018

联系人：陈卓

Tel: 021-3879 1277

Email: chenzhuo@hczq.com

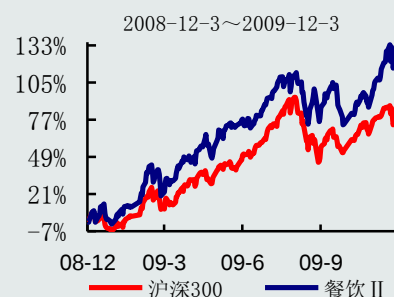
行业评级

行业评级：推荐
评级变动：维持

推荐公司及评级

公司名称及代码	评级
铁龙物流（600125.SH）	推荐
中储股份（600787.SH）	推荐
外运发展（600270.SH）	推荐
海博股份（600708.SH）	中性

行业表现对比图(近12个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《雄关漫道真如铁，而今迈步从头越》	2011-05-25
《天地人和，承载未来》	2011-04-17
《整合资源，寻求裂变》	2011-04-13
《从“三足鼎立”到两条腿走路》	2011-04-05
《传统与新兴物流的先行者》	2011-01-06

目录

一、我国物流业：内生性需求+政策驱动+良好基础设施，展现巨大发展空间.....	6
1.1 内生性物流需求是物流业发展的原动力.....	9
1.2 政策措施是物流业发展的助推器.....	15
1.3 良好的软硬件基础设施是我国物流业发展的现实物质基础.....	16
二、生产性物流：处于拐点期，高成长与行业整合加速.....	17
2.1 各项有利因素推动行业高增长.....	17
2.2 行业整合将加速,催生大型企业.....	18
2.3 国外成熟合同物流的经验及启示：从运输到外包，再到供应链管理集成；从功能单一物流，到重资源整合和综合服务.....	18
2.4 代表性公司.....	23
三、消费性物流（营销物流，配送物流）：呼唤行业巨头.....	25
3.1 国外配送物流：以技术为依托，走向规模化和服务灵活性.....	27
3.2 快递市场：通用小型产品的终端配送，将主要借助社会化物流公司.....	27
3.2.1 代表性公司.....	29
3.3 冷链物流：进入壁垒和运营风险决定行业高毛利率.....	30
3.3.1 代表性公司.....	32
附录：物流概念简介.....	40

图表目录

图表 1 我国物流行业发展阶段和趋势.....	6
图表 2 我国物流总费用占 GDP 的比重.....	7
图表 3 生产性物流外包比例.....	8
图表 4 消费性物流外包比例.....	8
图表 5 物流企业类型分布情况（单位：%）.....	8
图表 6 物流企业资产规模分布情况(单位:%).....	8
图表 7 全球物流业竞争力排行榜前 40 位（2007）.....	9
图表 8 工业化后期物流成为企业第三利润源泉.....	10
图表 9 各行业的物流主要成本（与 2008 年销量的比例）.....	10
图表 10 社会化物流促进供应链各组成部分成本下降.....	11
图表 11 我国订单交付期远高于其它国家.....	11
图表 12 我国各行业集中度迅速提高.....	12
图表 13 “推式生产”逐渐转向“拉式生产”.....	12
图表 14 库存管理方式将发生改变.....	13
图表 15 最常使用外包物流服务的行业.....	14
图表 16 中国客户对于物流外包的比例.....	14
图表 17 网络交易在社销比重急剧上升.....	15
图表 18 消费者对物流服务要求越来越高.....	15
图表 19 中央各部位对物流相关迅速做出回应.....	16
图表 20 生产物流服务的行业成熟度与发达国家对比.....	17
图表 21 合同物流的增长及预测.....	18
图表 22 美国和日本的物流系统.....	19
图表 23 社会化物流企业的发展历程.....	19
图表 24 世界物流供应商前 13 位排名（2005）.....	20
图表 25 社会化物流供应商的市场定位.....	21
图表 26 国外第三方物流的演进路径.....	21
图表 27 轻资产、重资源整合的公司企业估值更高.....	22
图表 28 罗宾逊全球物流（代码：CHRW）利润表（2010）.....	22
图表 29 道琼斯交通运输指数（20 只成分股中 12 只）.....	23
图表 30 怡亚通管理的供应链长度和深度演进.....	24

图表 31	新宁物流 DC 模式运作	24
图表 32	飞力达从物流角度切入供应链管理	25
图表 33	消费性物流的内容与环节	26
图表 34	三种物流模式在我国并存	26
图表 35	冷链物流的基本运作模式	30
图表 36	冷链商品的需求因素	30
图表 37	冷链物流的进入和退出壁垒	31
图表 38	冷链物流的进入风险	31
图表 39	独立第三方冷链物流企业将成为趋势	32
图表 40	倾向使用冷链的行业及规模	32
图表 41	上市公司的业务基本情况	34
图表 42	上市公司的业务处在动态变化之中	35
图表 43	社会物流总费用中各活动占比（2010）	40
图表 44	现代物流与旅行社经营模式比较	40
图表 45	第三方物流的含义	41
图表 46	典型物流链条的框架	41
图表 47	生产物流与消费物流的主要区别	42

引言

“物流是经济领域中黑暗的大陆”——德鲁克（美国）

“物流成本正如浮在水面上的冰山，人们所能看见的向外支付的物流费用好比冰山之一角，而大量的是人们所看不到的沉在水下的企业内部消耗的物流费用，当水下的物流内耗越深反而露出水面的冰山就越小，将各种问题掩盖起来。”——西泽修（日本）

“市场上只有供应链而没有企业，21 世纪的竞争不是企业和企业之间的竞争，而是供应链和供应链之间的竞争。”——克里斯托夫（英国）

“10 大力量让 21 世纪的世界变平，其中有两种不容忽视的力量：供应链管理（在美国以沃尔玛、戴尔为代表）和第三方物流管理（在美国以 UPS、FedEx 为代表）。”——《世界是平的——21 世纪简史》

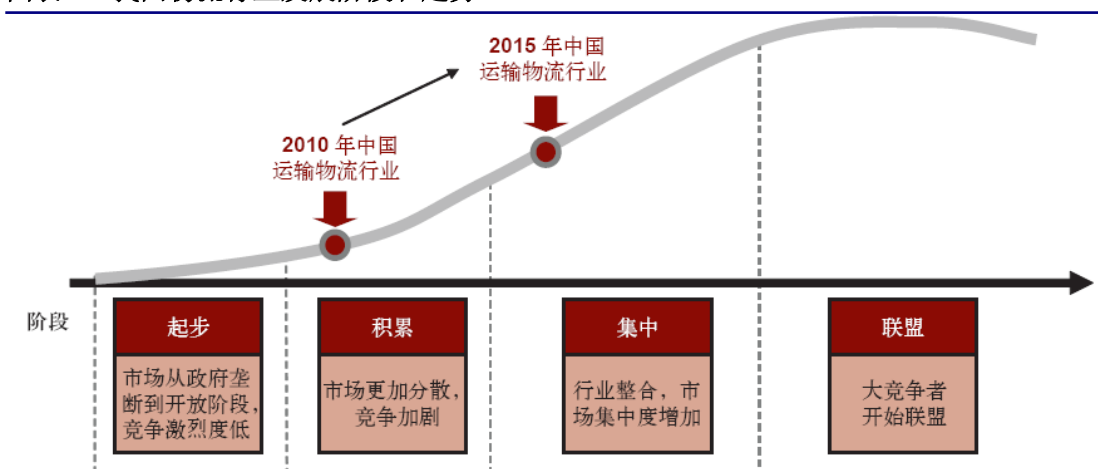
- 物流外包服务可以让供应链各组成部分成本显著下降并提升效率，预计未来五年我国物流行业的增长速度为 21% 左右；
- 消费增长及消费模式转变，消费性物流的增长将以超常规的方式爆炸式发展；
- 我国出口导向型经济发展模式已难以为继，“出口转内需”不可避免，未来五年跨国物流的增速将显著放缓，而国内物流将更加活跃。对于具备本土优势而缺乏国际网络的中国物流企业而言，将是一个极为难得的发展机遇。

一、我国物流业：内生性需求+政策驱动+良好基础设施，展现巨大发展空间

根据经验数据，我国 GDP 每提高 1%，将对应物流业产值提高 3%。未来 5 年中国 GDP 将以 7% 的速度增长，由此推算我国物流业将以 21% 左右的速度增长。

但与发达国家的物流产业相比，我国物流产业尚处于起步发展阶段。其主要特点是：1) 社会物流总费用偏高；2) 专业化物流服务需求已初露端倪，但企业外包物流的比例依然很低；3) 专业化物流企业开始涌现，多样化物流服务有一定程度的发展，但是产品和服务相似度高且种类单一（见图表）；4) 行业集中度低，大部分企业规模偏小；5) 物流企业净利润率很低，平均约为 3%~5%。

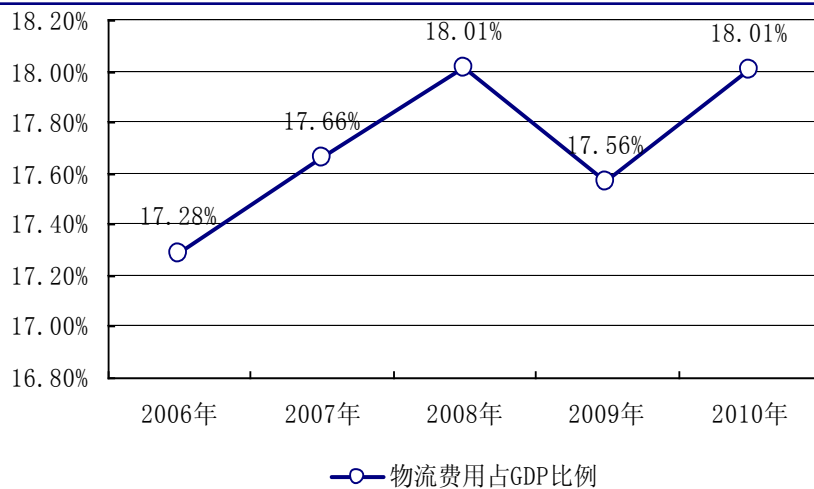
图表 1 我国物流行业发展阶段和趋势



资料来源：科尔尼咨询，华创证券研究所

- **社会物流总费用偏高。**我国整体物流费用占GDP 的比重（约18%）大大高于发达国家的水平（约10%），物流服务的整体效率比较落后。

图表2 我国物流总费用占 GDP 的比重

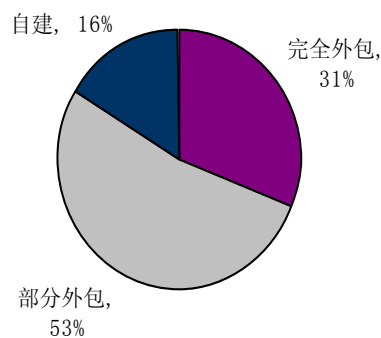
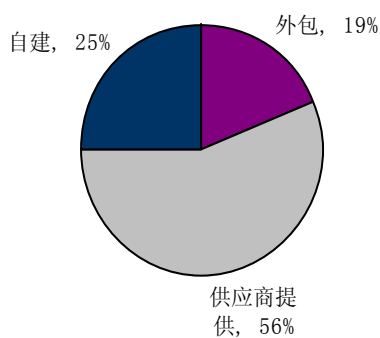


资料来源: CEIC, 华创证券研究所

- **物流外包比例过低。**西方国家的物流业实证分析证明，独立的第三方物流至少占社会的50%时，物流产业才能形成。据调查统计，我国物流外包的比例如下图。与成熟发达国家相比，显然过低，没有产业化，同时也蕴含着巨大的发展空间。

图表3 生产性物流外包比例

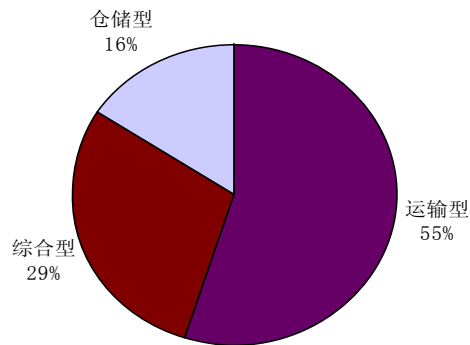
图表4 消费性物流外包比例



资料来源: 第六次中国物流市场供需调查报告, 华创证券研究所

- **我国物流外包功能比较单一。**我国物流企业整体以运输为主，提供的服务主要以运输和仓储为主，综合性物流服务占比太少。

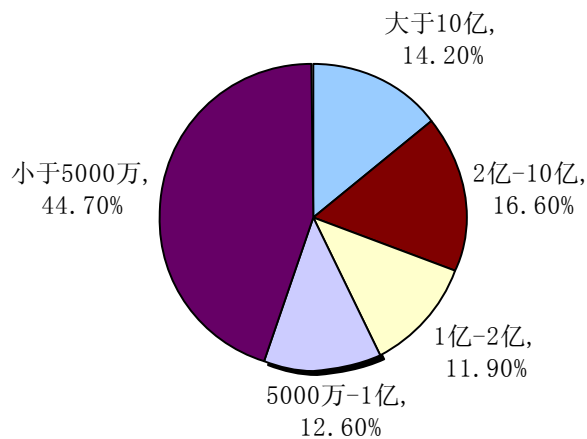
图表 5 物流企业类型分布情况（单位：%）



资料来源：发改委，华创证券研究所

- 行业集中度不高，物流企业规模普遍偏小。据发改委抽样统计，我国物流企业整体规模太少，绝大部分企业的资产规模小于5,000万。

图表 6 物流企业资产规模分布情况(单位:%)



资料来源：发改委，华创证券研究所

我国物流业处在中等水平，既具备较好的基础，又存在巨大的发展空间。在国际上，物流产业被认为是国民经济发展的动脉和基础产业，其发展程度成为衡量一国现代化程度和综合国力的重要标志之一。世界银行会同国际运输代理协会等机构对全球150个国家和地区物流业进行的分析评估，根据清关效率、基础设施、国际海运、国内物流竞争力、货物跟踪、国内物流成本、交货及时性等指标进行排名。中国在发展中国家的排名靠前，但是与发达国家相比，还有不小距离。相对于基础设施水平和国际物流运输，中国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。

图表 7 全球物流业竞争力排行榜前 40 位（2007）

排名	国家和地区	综合指数	清关效率	基础设施	国际海运	国内物流竞争力	货物跟踪	国内物流成本	交货及时性
1	新加坡	4.19	3.90	4.27	4.04	4.21	4.25	2.70	4.53
2	荷兰	4.18	3.99	4.29	4.05	4.25	4.14	2.65	4.38
3	德国	4.10	3.88	4.19	3.91	4.21	4.12	2.34	4.33
4	瑞典	4.08	3.85	4.11	3.90	4.06	4.15	2.44	4.43
5	奥地利	4.06	3.83	4.06	3.97	4.13	3.97	2.24	4.44
6	日本	4.02	3.79	4.11	3.77	4.12	4.08	2.02	4.34
7	瑞士	4.02	3.85	4.13	3.67	4.00	4.04	2.26	4.48
8	中国香港	4.00	3.84	4.06	3.78	3.99	4.06	2.66	4.33
9	英国	3.99	3.74	4.05	3.85	4.02	4.10	2.21	4.25
10	加拿大	3.92	3.82	3.95	3.78	3.85	3.98	2.84	4.19
11	爱尔兰	3.91	3.82	3.72	3.76	3.93	3.96	2.65	4.32
12	比利时	3.89	3.61	4.00	3.65	3.95	3.96	2.62	4.25
13	丹麦	3.86	3.97	3.82	3.67	3.83	3.76	2.52	4.11
14	美国	3.84	3.52	4.07	3.58	3.85	4.01	2.20	4.11
15	芬兰	3.82	3.68	3.81	3.30	3.85	4.17	2.22	4.18
16	挪威	3.81	3.76	3.82	3.62	3.78	3.67	2.08	4.24
17	澳大利亚	3.79	3.58	3.65	3.72	3.76	3.97	2.80	4.10
18	法国	3.76	3.51	3.82	3.63	3.76	3.87	2.34	4.02
19	新西兰	3.75	3.57	3.61	3.77	3.82	3.68	2.86	4.05
20	阿联酋	3.73	3.52	3.80	3.68	3.67	3.61	2.80	4.12
21	中国台湾	3.64	3.25	3.62	3.65	3.58	3.60	3.10	4.18
22	意大利	3.58	3.19	3.52	3.57	3.63	3.66	2.39	3.93
23	卢森堡	3.54	3.67	3.86	3.00	3.22	3.56	2.88	4.00
24	南非	3.53	3.22	3.42	3.56	3.54	3.71	2.61	3.78
25	韩国	3.52	3.22	3.44	3.44	3.63	3.56	2.73	3.86
26	西班牙	3.52	3.17	3.51	3.45	3.55	3.63	2.75	3.86
27	马来西亚	3.48	3.36	3.33	3.36	3.40	3.51	3.13	3.95
28	葡萄牙	3.38	3.24	3.16	3.23	3.19	3.44	2.78	4.06
29	希腊	3.36	3.06	3.05	3.11	3.33	3.53	2.87	4.13
30	中国	3.32	2.99	3.20	3.31	3.40	3.37	2.97	3.68
31	泰国	3.31	3.03	3.16	3.24	3.31	3.25	3.21	3.91
32	智利	3.25	3.32	3.06	3.21	3.19	3.17	2.68	3.55
33	以色列	3.21	2.73	3.00	3.27	3.23	3.46	2.17	3.58
34	土耳其	3.15	3.00	2.94	3.07	3.29	3.27	2.71	3.38
35	匈牙利	3.15	3.00	3.12	3.07	3.07	3.00	3.00	3.69
36	巴林	3.15	3.40	3.40	3.33	2.75	3.00	2.25	3.00
37	斯洛文尼亚	3.14	2.79	3.22	3.14	3.09	2.91	3.18	3.73
38	捷克	3.13	2.95	3.00	3.06	3.00	3.27	3.40	3.56
39	印度	3.07	2.69	2.90	3.08	3.27	3.03	3.08	3.47
40	波兰	3.04	2.88	2.69	2.92	3.04	3.12	3.23	3.59

资料来源: World Bank, LPI, 华创证券研究所

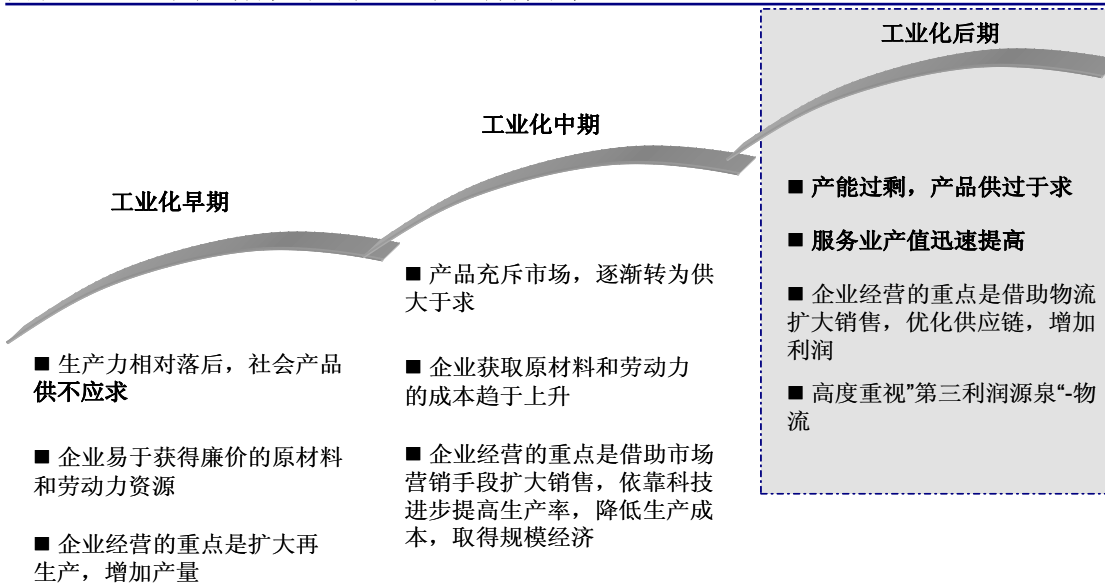
1.1 内生性物流需求是物流业发展的原动力

随着我国经济结构的转型,产业结构的升级,越来越多的企业会有社会化、网络化、一体化的物流需求。

1) 我国处于工业化后期，产能过剩，企业高度重视作为“第三利润源泉”的物流

各种迹象表明中国的产业已经由第一阶段的产能不足进入到了当前供给相对过剩、需求有所不足的阶段。亟需通过降低成本、提高经营效率继续发展。在生产企业成本结构中，人工、能源、材料和财务等成本都处于上升通道，企业不得不提高效率降低物流相关成本，重视“第三利润源泉”。

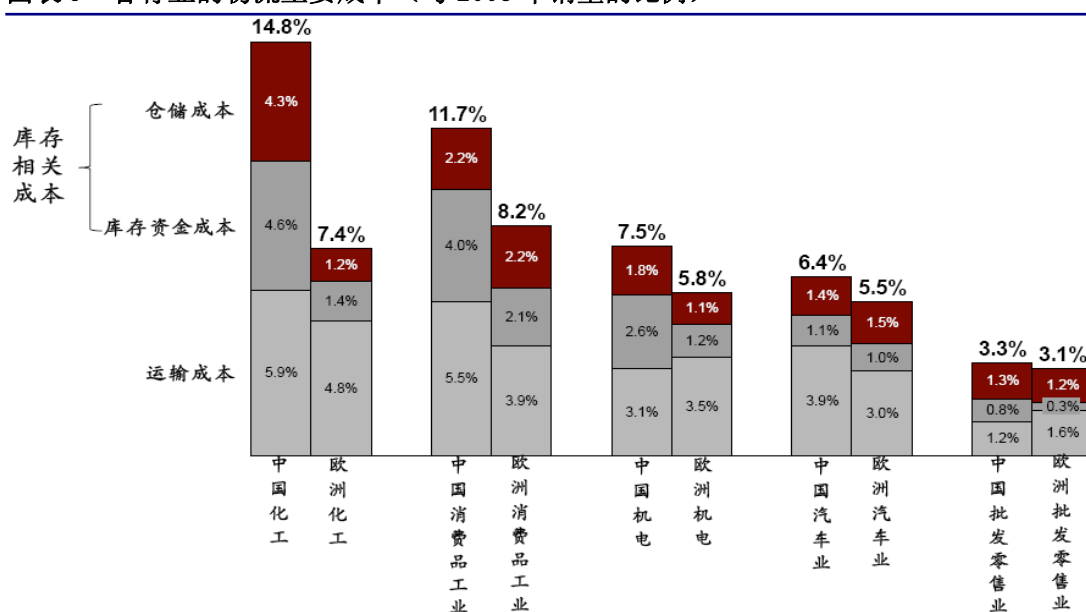
图表 8 工业化后期物流成为企业第三利润源泉



资料来源：华创证券研究所

- **各产业的成本压力，企业不得不降低物流成本。**根据科尔尼与同济大学的联合调查，我国各行业的物流成本普遍比欧洲同行高。由于物流成本直接侵蚀利润，若物流成本能够降低 1%，则息税前利润就能提高 1%。在成本压力之下，各行业都有很强动力降低物流成本。

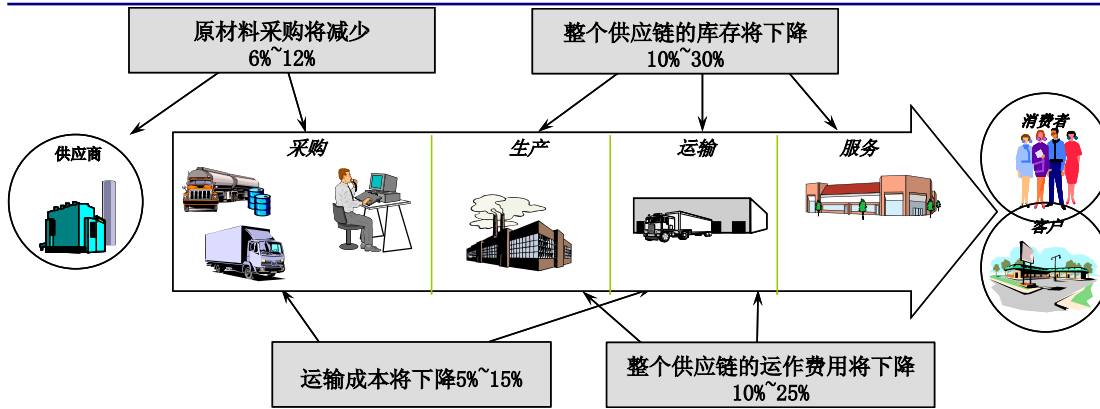
图表 9 各行业的物流主要成本（与 2008 年销量的比例）



资料来源：科尔尼-同济大学中德学院，华创证券研究所

经验研究表明，物流外包服务可以让供应链各组成部分的成本下降并提升效率。

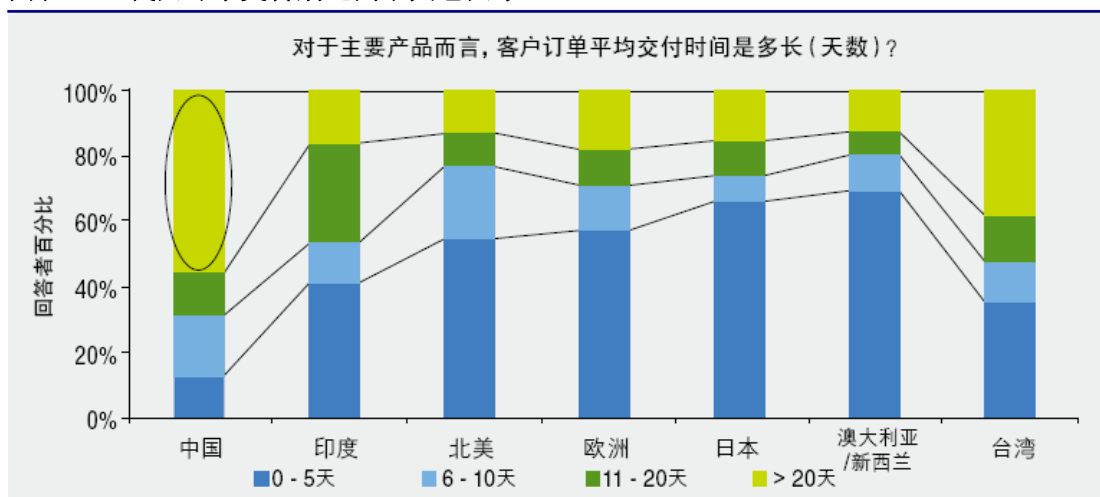
图表 10 社会化物流促进供应链各组成部分成本下降



资料来源：埃森哲，华创证券研究所

- 面对客户订单平均交付期压力，企业不得不优化物流。受制于物流分销网络不成熟，在中国开展业务的公司一直面临前置时间过长的问题，最近的一项调查发现，半数以上在中国运营的公司平均订单交付周期超过 20 天，是大多数发达国家公司 0 至 5 天的四倍以上。过长的前置时间直接导致了在中国经营的公司的高库存成本，因为较高的库存水平可以缓解延迟交货的风险。降低前导期，优化库存，可以大大改善企业绩效，企业不得不寻求专业的物流公司提供服务。

图表 11 我国订单交付期远高于其它国家

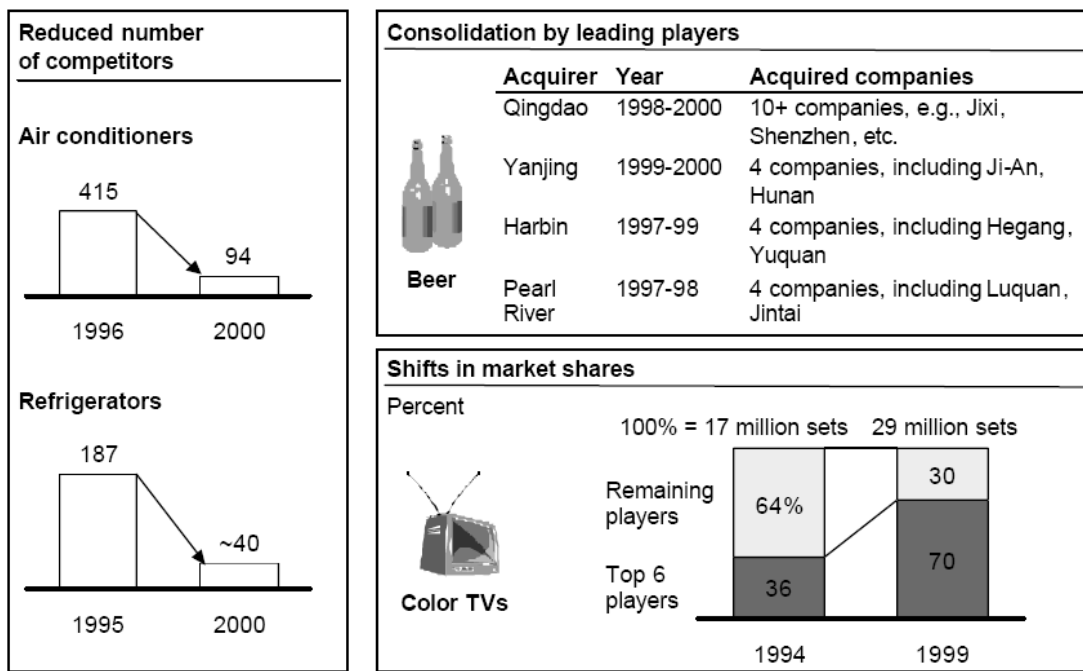


资料来源：IBM 商业价值研究院，华创证券研究所

- 2) 我国企业集中度显著提高，导致原材料产地、生产地及消费地域的进一步分离，极大的刺激了物流需求；同时，由于企业集中度的提高，也让社会化物流企业的出现存在可能。

随着 30 多年的经济发展，我国许多行业的集中度都显著提高了。一个行业往往只有几家或者十几家企业提供产品。产业集中度的提高，让产地集中在某些地方，例如家电生产集中在了广东顺德，山东青岛，而 IT 产业集中在了昆山和深圳等地方。产地集中，集约化程度提高，大大刺激了专业化物流需求。

图表 12 我国各行业集中度迅速提高



资料来源：麦肯锡咨询，华创证券研究所

3) 需求模式都从大批量、少品种、长交期演进到小批量、多品种、短交期的方式，带来物流管理的复杂性及挑战，也带来物流业发展的机遇

科尔尼和同济大学的联合调研（2010）显示：大多数参与调查的企业（83%）将从通用型的供应链战略转向差异化的库存战略。其中，货物周转率、库存价值及波动性成为差异化最为常用的标准。另外，从按库存生产模式转向按订单生产模式已是大势所趋。趋势在汽车、工业用品、消费品行业领域尤为突出。一些初步的证据可支持上述观点，参与调查企业的平均库存天数（包括成品、在制品和原材料）从 2004 年的 109 天降至 2008 年的 92 天。根据参与企业的情况来看，截至 2013 年，该项指标预计将继续下滑至 78 天。

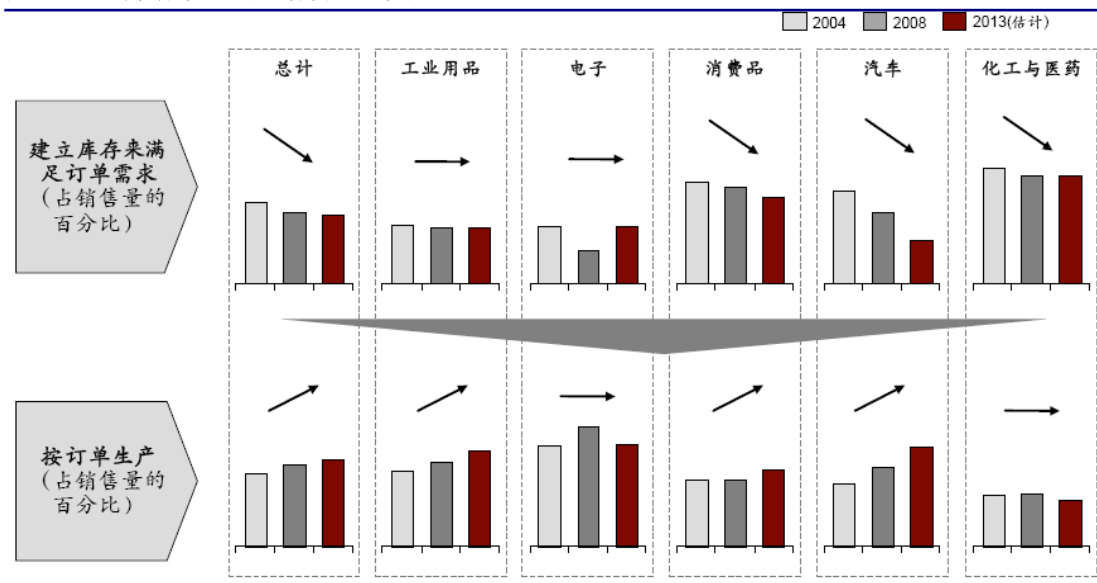
图表 13 “推式生产”逐渐转向“拉式生产”



资料来源：罗兰贝格，华创证券研究所

企业生产方式的改变直接导致库存管理方式发生改变，导致物流整体模式转变。我国的工业结构仍以粗放式生产和简单加工为主，出于成本压力和运营效率两方面考虑，物流活动已经向生产环节和采购环节发展，社会化物流迎来全面增长期。

图表 14 库存管理方式将发生改变



资料来源：科尔尼和同济中德学院的联合调查

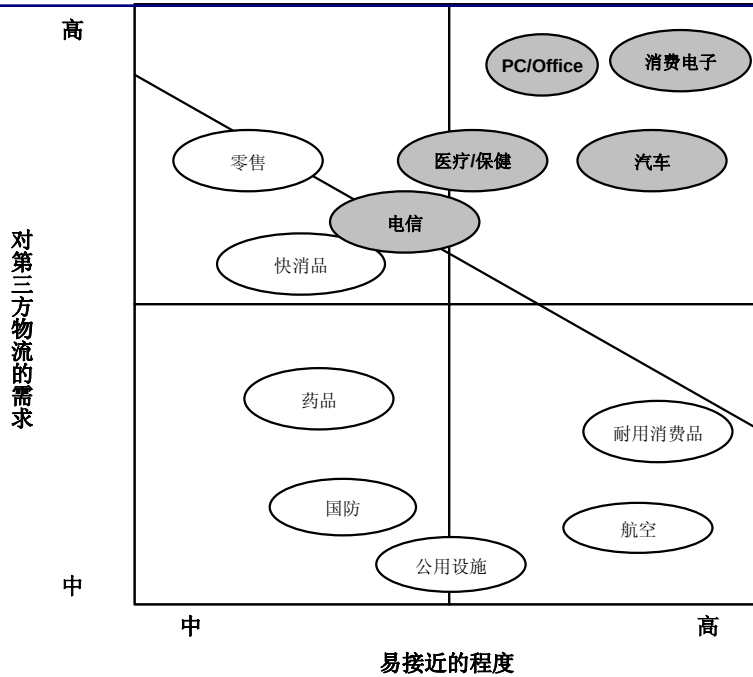
4) 制造企业向内陆迁移，产地和销地进一步分离，产生物流需求

过去三十年间，东亚地区经历了三轮产业转移，由低成本国家转移到低成本国家，由日本到亚洲四小龙，然后是东亚四小虎，再到中国的珠江三角洲和长江三角洲，即所谓的“雁行发展模式”。目前第四轮产业转移发生在中国，由沿海地区向欠发达的内陆地区转移。产业转移主要发生在劳动力密集行业和电子行业，这一点从内陆和沿海省份过去两年中制造业就业形势的变化中可见一斑。我们认为，这种趋势未来将得到巩固，越来越多的劳动力密集行业将转移到内陆地区。生产地和消费地的分离，进一步带动物流业需求。

5) 外包行业越来越多，外包领域越来越广

物流外包行业越来越多。根据国外的经验及行业的特征，电子、汽车及化工品行业更容易使用外包的物流服务。电子产业零备件更新换代快，采购全球化，需要更加专业和有效的供应链，需要更加的专业和敏捷的物流服务。

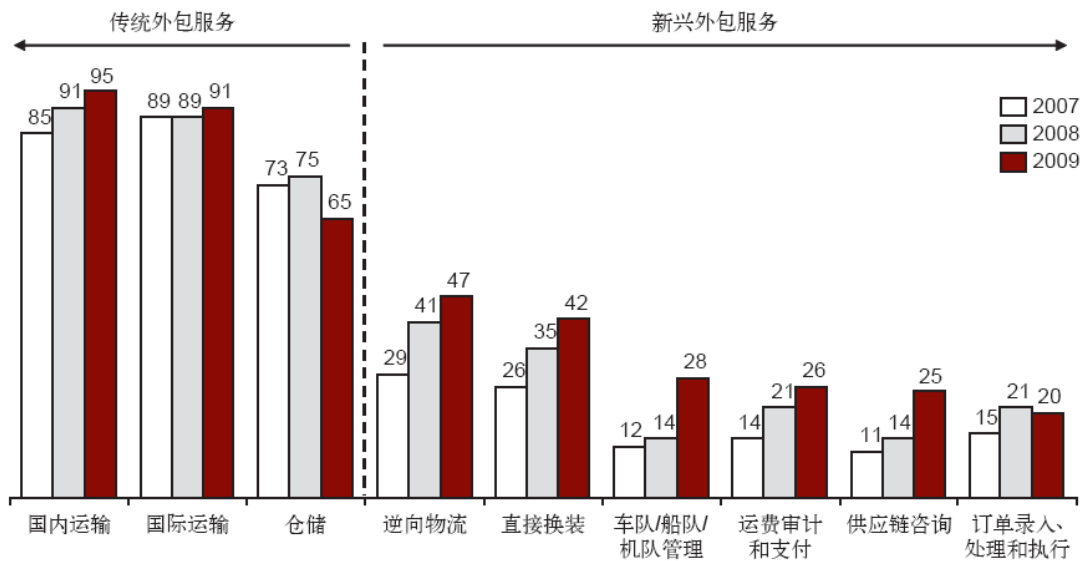
图表 15 最常使用外包物流服务的行业



资料来源：埃森哲, 华创证券研究所

外包领域越来越广。我国的物流服务外包内容逐渐从传统的运输和仓储向更加复杂的物流活动推进。

图表 16 中国客户对于物流外包的比例

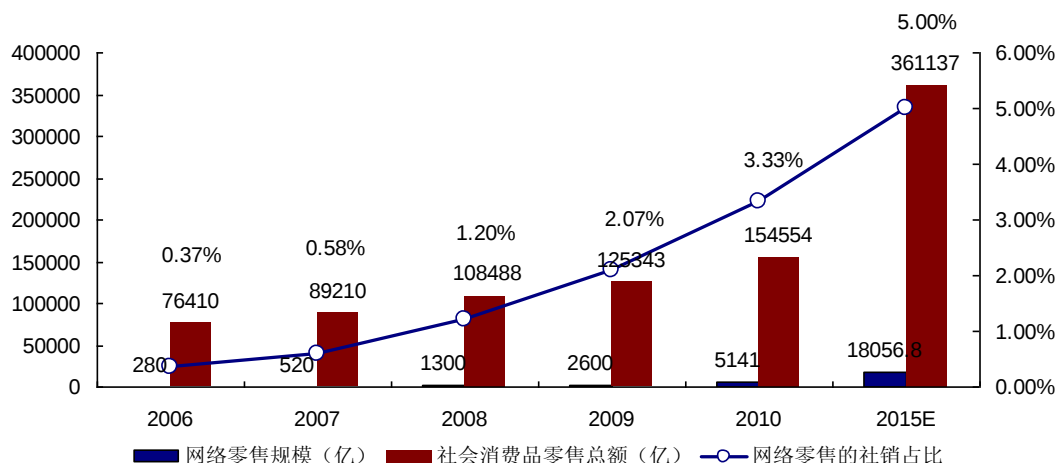


资料来源：华创证券研究所

6) 消费模式改变：电子商务异军突起，“随时、随地、随需”导致物流配送需求旺盛

2010 年网络零售交易规模为 5,141 亿元，占社销的比重从 06 年的 0.37% 提升到 10 年的 3.33%，预计 2015 年网络零售规模占社销总额的比重达到 5% 以上。

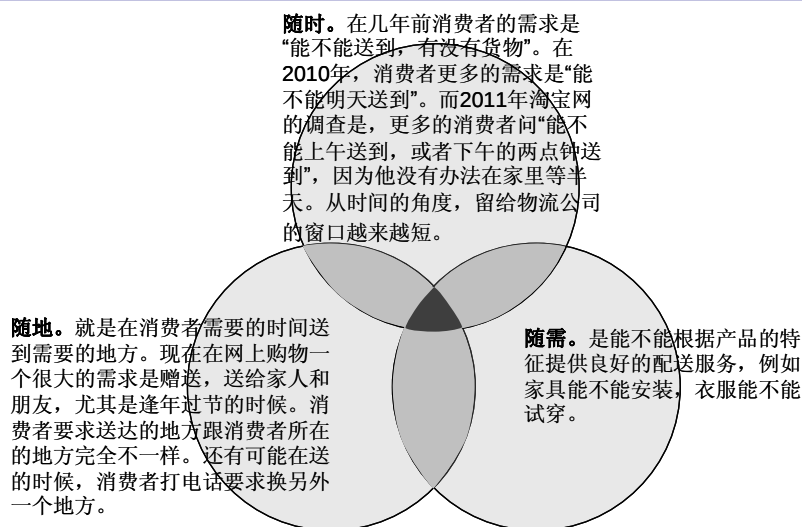
图表 17 网络交易在社销比重急剧上升



资料来源：华创证券研究所

巨大的交易量极大的刺激了物流配送需求。在电子商务模式下，由于商流和物流分离，可以大大减少物流成本。而另外一方面则来自于顾客的消费体验，而体验是在不断进化的，要求物流服务做相应配合（如下图表）。

图表 18 消费者对物流服务要求越来越高



资料来源：华创证券研究所

这些都是在接触消费者的过程中，给消费者带来的一种购买体验，这种购买体验会被凝聚到品牌价值中去。所以越来越多的厂商把这种体验变成品牌的竞争力。

1.2 政策措施是物流业发展的助推器

2009年3月，我国第一个全国性物流业专项规划《物流业调整和振兴规划》，由国务院发布，该规划是一个纲领性文件。在“十二五”规划中，也有对于物流业发展的宏伟规划。

近期中央电视台《聚焦物流顽症》对我国物流业中存在的一些问题做了深度报道，各部委迅速做出回应，反映了国家对物流业发展的重视。

图表 19 中央各部位对物流相关迅速做出回应

反映的问题	中央部委回应
1 路桥收费高，乱罚款	交通运输部表示，将大力推广甩挂运输，提高货运组织化水平，降低运输成本；对道路收费情况进行清理整顿；正在研究制定城市配送车辆车型标准问题。
2 城市物流配送堵在“最后一公里”	公安部已派出10个检查组，对乱罚款和私收罚款行为发现一起查处一起；要求城市建设部门要进一步完善城区销售门店的装卸车设施，增加货车停车位，避免因装卸货车堵塞道路。
3 现代仓库匮乏，网购发展遭遇瓶颈	工信部认为要改变以罚代管的管理模式，坚决制止超载现象，并表示要根据实际情况，研究确定专用运输车辆的标准。
4 流通环节“进场费”高，造成物不能畅其流	商务部表示要大力发展共同配送，提高配送效率，减轻道路通行压力。
5 现代物流技术匮乏	铁道部正在研究进一步加强海铁联运的措施，提高运输效率，近期将在连云港试点开行铁水联运班列，并逐步推广到其他港口。
6 营业税重复征收，税负过高	

资料来源：媒体相关资料，华创证券研究所

2011年6月8日，在京举行的国务院常务会议，专题讨论促进物流业发展，提出了“八条”要求。我国物流业的发展已经由过去国家部门层面关注的经济活动，上升至国家级经济政策层面研讨，受到高度重视，终于到了等待已久的发展春天。

1.3 良好的软硬件基础设施是我国物流业发展的现实物质基础

“十一五”时期，我国物流类基础设施投资保持了较快增长。五年累计投资超过 10 万亿元，年均增长 27.7%。目前看，我们软硬件基础设施已有长足进步：

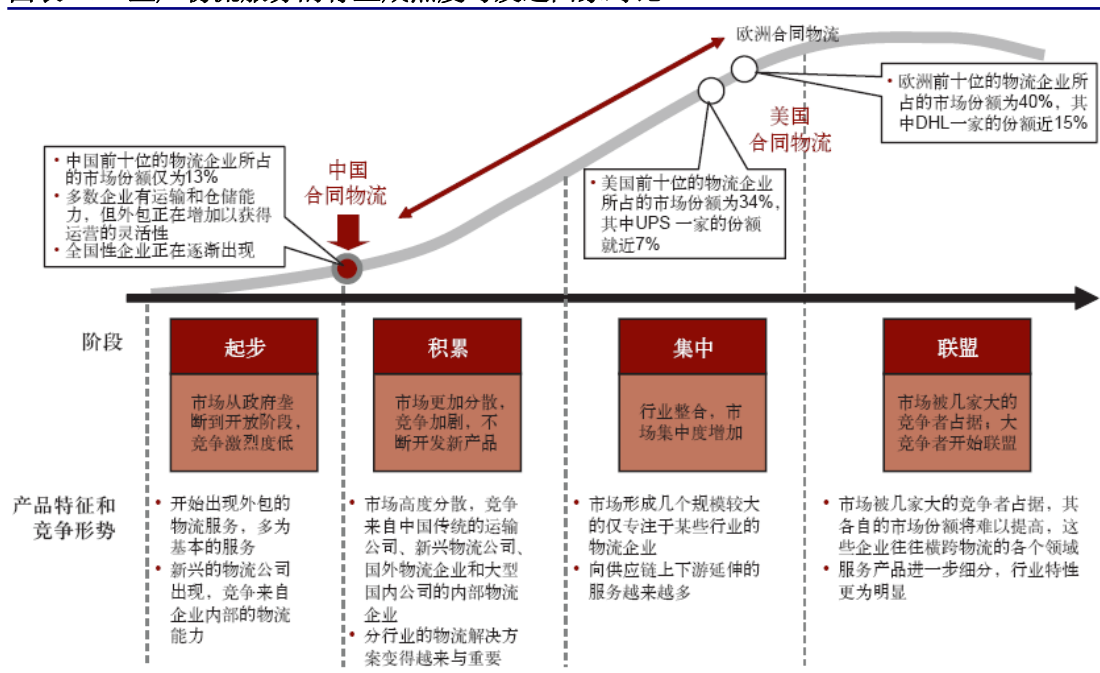
- **综合运输体系初具规模。**到 2010 年底，我国公路网总里程达 398.4 万公里，五年新增 63.9 万公里；高速公路发展到 7.4 万公里，五年新增 3.3 万公里；“五纵七横”12 条国道主干线提前 13 年全部建成。全国铁路营业里程增加到 9 万公里以上；高速铁路运营里程已达 8358 公里。内河通航里程 12.4 万公里，五年新增和改善 4181 公里；沿海港口深水泊位 1774 个，五年建成 661 个。定期航班机场达 176 个，五年新增 35 个。
- **物流园区（基地、中心）等物流设施发展较快。**北京空港、上海西北、浙江传化、山东盖家沟、上海外高桥、苏州综合物流园区等一批重点园区显示了良好的社会效益。铁道部规划建设的 18 个铁路物流中心，已有 9 个建成投用。仓储、配送设施现代化水平不断提高。化工危险品库、液体库、冷藏库、期货交割库、电子商务交割库以及自动化立体仓库快速发展。在交通部推出的“十二五规划”中，提出将继续在公路、港口、内河水运、民航、邮政方面加大力度，并且依托货物枢纽发展现代物流，支持运输企业向现代物流企业转型。
- **物流信息化加快发展。**已有 70.5%的企业建立了管理信息系统。仓储管理、运输管理、采购管理、客户关系管理系统得到普遍应用。物流企业通过与客户的信息共享、流程对接，加快融入客户供应链体系。在整合海关、交通、商检、质检等电子政务服务的基础上，出现了应用网上交易、金融、检测、配送等集成化电子商务服务的信息平台。企业资源计划（ERP）和供应链管理（SCM）软件应用开始普及，RFID 等物联网技术在车辆监管、物品定位管理、自动识别分拣和进出库安防系统等方面开始应用。
- **物流信息平台建设有了新的进展。**各地特别是沿海较大城市，由政府牵头，正在构建地方电子口岸大通关统一信息平台，加快物流信息整合，推动区域经济，适应全球经济一体化的发展。企业信息系统也加快升级和改造步伐，钢铁、汽车、制药、烟草、家电等行业的供应链管理应用出现了一批成功案例。

- **现代物流技术在我国大量应用。**先进适用的物流技术得到推广。仓储保管、运输配送、装卸搬运、分拣包装、自动拣选等专用物流装备广泛应用；条码技术、智能标签技术、配载配送和路径优化技术等得到推广；冷藏、配送等专用车辆需求旺盛，叉车、托盘、货架、自动拣选、自动化装备等专用设备加快更新换代。

二、 生产性物流：处于拐点期，高成长与行业整合加速

目前中国生产性物流市场高度分散，价格竞争十分激烈，服务范围仍以基本服务为主导，运营效率不高。与美国物流市场相比，中国处于拐点期。

图表 20 生产物流服务的行业成熟度与发达国家对比



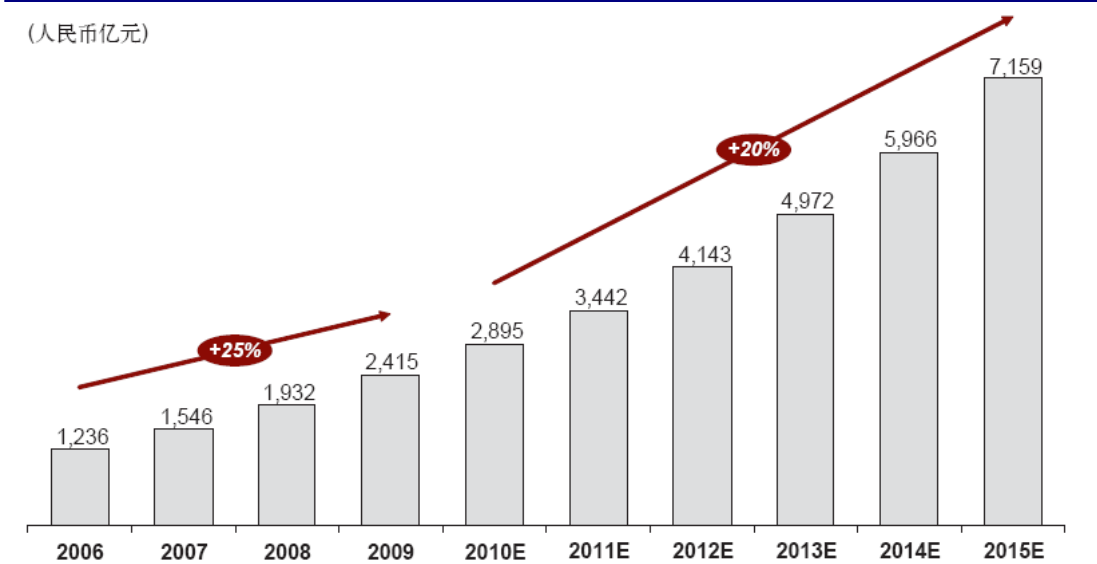
资料来源: Accenture, 华创证券研究所

2.1 各项有利因素推动行业高增长

预计中国生产物流市场将实现 20%的年均增幅，2015 年达到 7,195 亿人民币。生产性物流将出现如下趋势：1）快速增长的行业将成为更具吸引力的客户市场，如消费电子，汽车零部件，化工和服装等；2）服务内容越来越广，从此前比较单一的服务如运输和仓储，逐渐演进到高附加值的一体化物流服务，如代理采购、售后服务、金融服务、供应链咨询；3）信息技术及信息技术解决方案将逐渐成为物流企业最重要的战略资源。

图表 21 合同物流的增长及预测

(人民币亿元)



资料来源: Accenture, 华创证券整理

2.2 行业整合将加速, 催生大型企业

各类企业深化兼并重组。一是合并重组, 如中铁行包与中铁快运、中邮速递与中邮物流、中外运与长航集团等; 二是并购重组, 如美国联邦快递对大田、荷兰天地对华宇、美国联合包裹对中外运的股权并购等; 三是转型重组, 如铁路系统的三大专业公司、地方交运集团等。通过兼并重组, 行业资源得到有效整合, 企业规模迅速壮大。

物流企业自身成本上升压力加大, 兼并重组将加速。按照目前情况分析, 通胀预期增强, 人力成本、土地资源成本继续升高, 物流企业运营所需的各种要素价格呈上涨态势。加上市场竞争加剧, 服务价格难以相应提高。受成本和价格的双重挤压, 物流企业的利润空间将进一步缩小。与此同时, 私募基金、风险投资基金和产业投资基金, 更多地向物流企业注资, 推动物流企业结构调整和兼并重组。物流企业尤其是中小型物流企业出于“抱团取暖”的需要, 也将进行新一轮的整合与重组。

物流业的需求结构、地区结构、行业结构等, 都会加快调整步伐, 对物流服务质量、物流服务的专业化和精细化要求越来越高。随着经济发展和结构调整, 物流市场的专业细分化速度加快, 物流服务需求多样化和个性化趋势明显; 而缺乏专业特色、简单粗放的物流企业生存空间将会进一步压缩。

我们认为未来企业兼并整合主要分为两类: 1) 外资企业兼并国内企业; 2) 国内大型物流企业整合中小物流企业。目前国内具有资金实力企业应该会率先实施兼并和收购, 如外运发展、海博股份等。

2.3 国外成熟合同物流的经验及启示: 从运输到外包, 再到供应链管理集成; 从功能单一物流, 到重资源整合和综合服务

中国物流业发展相对滞后, 尚处于初级阶段, 有必要考察一下成熟国家及企业的情况。

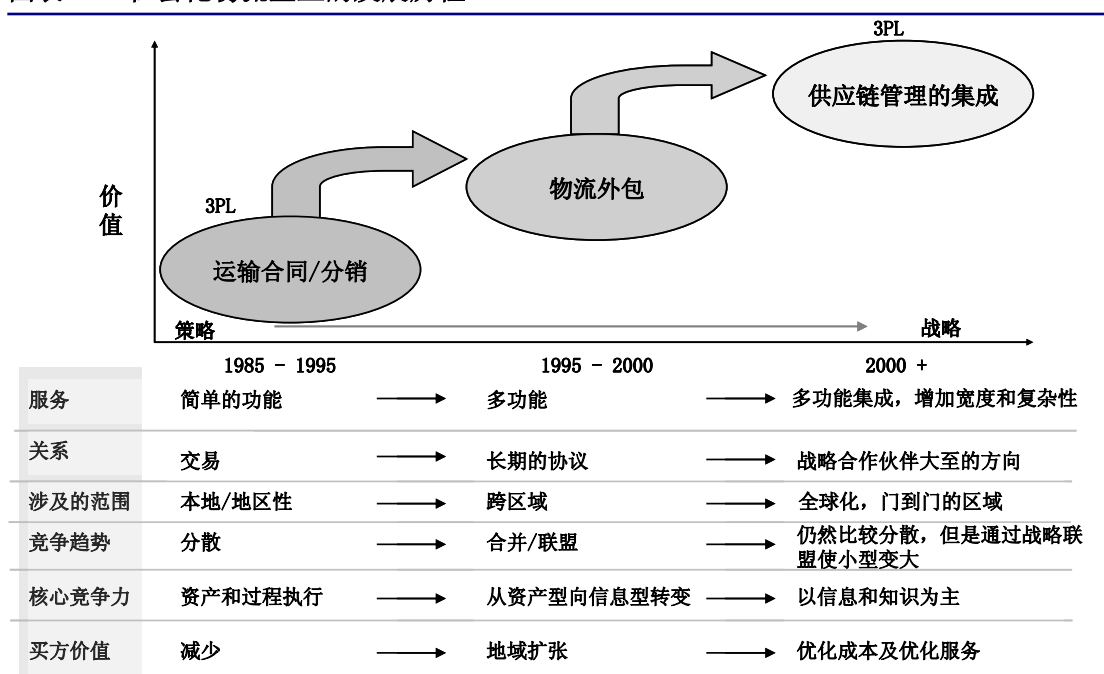
图表 22 美国和日本的物流系统

美国	整体化的物流管理系统
美国是世界上最先发展物流业的国家之一，也是物流业发展较为成熟的国家，2000年美国物流产业规模达9000亿美元，占美国GDP的10%以上，有超过1000家专门提供物流服务的公司。美国物流模式强调“整体化的物流管理系统”，是一种以整体利益为重，冲破按部门分管的体制，从整体进行统一规划管理的方式。美国的全国物流体系各组成部分均居世界领先地位，而其中尤以配送中心、速递、第三方物流等最为突出。目前，美国使用第三方物流的企业比例约为58%，而且其需求仍在不断增长。整个美国第三方物流业的收入以年均15%至20%的比例递增，由1994年的150亿美元增长到2000年的500亿美元。美国的第三方物流，不仅承担仓储或运输的单项业务，而且负责配货、送货、库存管理、收货验货以及调货分装等综合性客户物流业务。	
日本	政府主导的物流系统
日本在物流产业的发展过程中，政府体现出较强的导向作用。日本政府主要通过规划优先、加大投入、出台政策三大手段加强对物流产业的引导。首先是规划优先。考虑到国土面积小，国内资源和市场有限，商品进出口量大的实际情况，按照“流通据点集中化”战略，在大中城市的郊区、港口、主要公路枢纽等区域规划建设物流园。同时倡导发展“城市内最佳配送系统”，围绕某个标准轴心，将城市内无规则发生的各种方向、数量、时间的货运需求加以汇总，实现混载配送，提高配送效率。其次是政府加大物流基础的资金投入和建设。在科学规划的基础上，日本政府于1997年制定了《综合物流施政大纲》，对主要的物流基础设施，包括铁路、公路、机场、港口、中心基地建设，提供强大的资金支持。如日本最大的综合物流中心——和平岛物流中心建设总投资572亿日元，其中70%由中央财政出资，20%由东京地方财政出资，10%由企业投资。从20世纪60年代至今，日本已建成20多个平均占地74公顷的物流园区。第三是出台相关政策，鼓励现代物流产业发展。在完善道路设施、改善城市内河运输条件、缓解城市道路阻塞、发展货物联运等方面，日本政府出台了许多如放松政府管制、建立政府部门协调促进机构、提供政府援助等可行的鼓励政策。日本物流业在短期内就得到迅速发展与日本政府对物流业的宏观政策引导有着直接的关系。	

资料来源：华创证券研究所

发达国家物流经历了从运输到外包，再到供应链管理集成这样的历程，经历了优先发展功能性单一物流，后重资源整合和综合服务的过程。

图表 23 社会化物流企业的发展历程



资料来源：华创证券整理

社会化物流服务提供商中的国际大型公司具备如下一些特点：

- 美国、德国、法国和日本跨国物流公司占据全球物流市场的主导地位。美国、德国、法国和日本的跨国物流企业在全球物流市场中占有举足轻重的地位。同时也为表明物

流市场的发达程度与经济发达程度之间存在一定的正比关系，一个国家的经济越发达，商品流通量越大，对物流的需求量也越大，从而推动物流市场的快速成长。启示：中国制造业做大做强，是离不开发达的物流业支持的；于此同时，若无优秀的制造企业群出现，也无法催生优秀的物流企业，二者相辅相成。

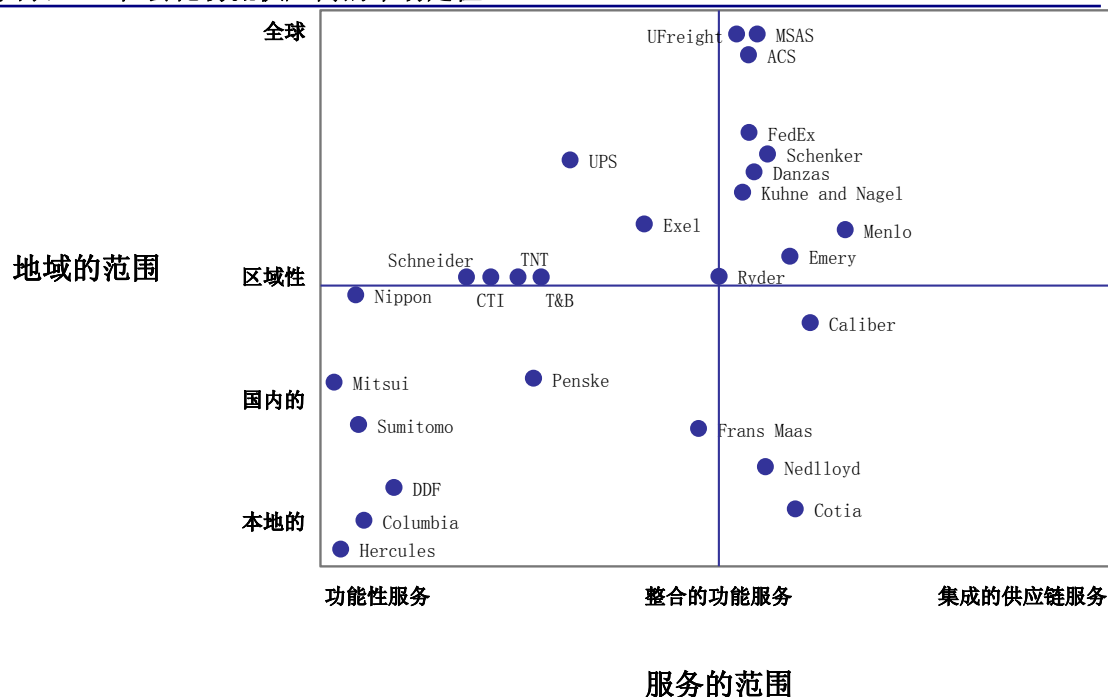
图表 24 世界物流供应商前 13 位排名（2005）

排名	公司	总收入	业务	物流相关活动收入	备注
1	德国邮政/DHL	450亿欧元 (580亿美元)	邮政、快递、海空货物运输、公路货运、航空货运、银行	150亿欧元 (190亿美元)	数据未反映对EXEL并购情况
2	德国铁路/全球国际货运/伯灵顿	251亿欧元 (323亿美元)	国家铁路网、铁路货运、海空货物运输、公路货运、合同物流	120亿欧元 (150亿美元)	
3	德讯	89亿欧元 (114亿美元)	海空货物运输、合同物流、公路货运、保险	88亿欧元 (113亿美元)	
4	日本通运	88亿欧元 (113亿美元)	铁路货运、海空货物运输、公路货运、合同物流、港口服务、国内搬运服务	75亿欧元 (96亿美元)	高度集中于日本运输
5	泛亚班拿	88亿欧元 (113亿美元)	铁路货运、海空货物运输、公路货运、合同物流、港口服务、国内搬运服务	75亿欧元 (96亿美元)	泛亚班拿正计划在瑞士证券交易市场上市
6	UPS	330亿欧元 (420亿美元)	快递、海空货物运输、铁路公路货运、航空货运、合同物流	75亿欧元 (96亿美元)	包括对门洛物流并购后获得的收入
7	TNT	101亿欧元 (129亿美元)	快递、海空货物运输、公路货运、航空货运、合同物流	43亿欧元 (55亿美元)	当时TNT公司正计划出售而尚未出售TNT物流
8	乔达	101亿欧元 (129亿美元)	公路货运、合同物流、海空货物运输	35亿欧元 (45亿美元)	业务主要集中于法国和欧洲
9	莱德	35亿欧元 (45亿美元)	合同物流、公路货运、货车租赁	35亿欧元 (45亿美元)	莱德在这个榜单中是个特例。它主要从事国内运输，极少涉及海运
10	日本邮船	80亿欧元 (103亿美元)	集装箱、散货及国外航运、港口服务、合同物流、公路货运、航空货运、海空公路货运	25亿欧元 (32亿美元)	日本邮船专业从事运输和物流，但是这里并没有记入其航运经营活动；然而却包括了Yusen
11	捷富凯	30亿欧元 (40亿美元)	合同物流、成品车物流、公路货运	30亿欧元 (40亿美元)	为法国标致雪铁龙集团拥有，业务主要满足其母公司的需求，但正在开始涉足汽车以外领域
12	联邦快递	150亿欧元 (190亿美元)	快递、公路货运、航空货运、海运、合同物流	26亿欧元 (34亿美元)	相较于UPS业务，更集中于空运快递
13	罗宾逊全球物流	35亿欧元 (45亿美元)	公路运输、合同物流	35亿欧元 (45亿美元)	核心业务是作为美国货车运输公司，但是也有国际经营

资料来源：Transport Intelligence, 华创证券研究所

- 虽然这些社会化物流服务商都是跨国公司，但是它们提供的物流服务表现出较高的区域集中度，即本土化程度较高。例如，UPS 美国国内业务占整个业务的 89%，FedEx 美国业务占 76%，DPWN 的欧洲业务占总业务的 70%以上，TNT 在欧洲的业务占总业务的 85%，日本运通本土业务达 93%。启示：中国物流企业也应该先深耕中国市场，一是由于中国本土本身就是一个巨大的市场，地域广，完全能够培育出本土大型物流企业，二是现阶段中国物流企业扩展全球网络网络无论从资金上和运营管理上都是缺乏的。

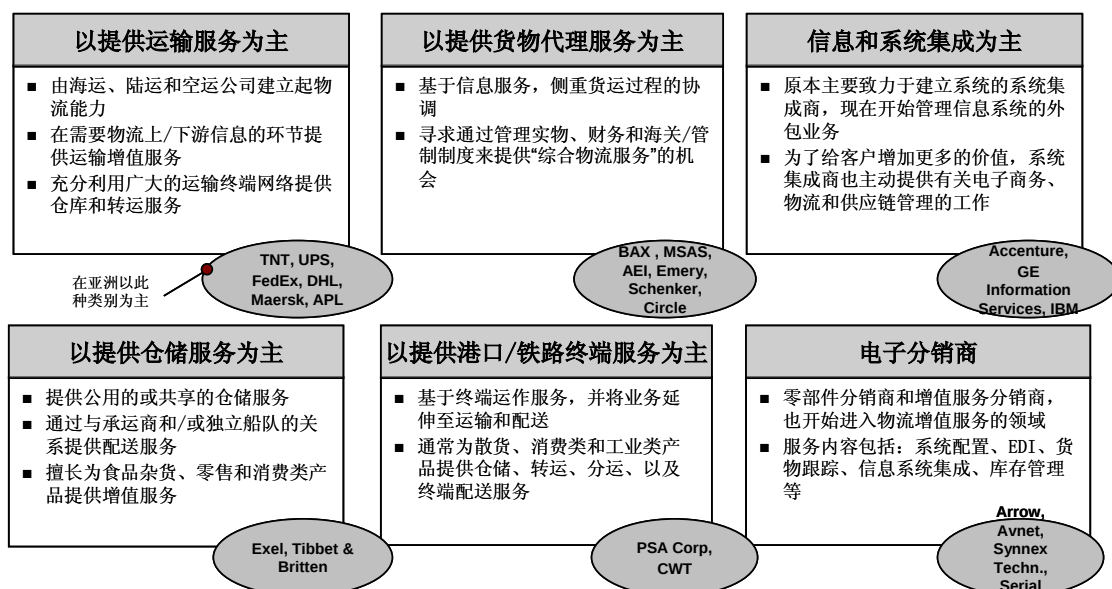
图表 25 社会化物流供应商的市场定位



资料来源：华创证券研究所

- 国际大型物流服务提供商中，以运输和快递等业务为主要背景的公司居多，而且规模大、赢利能力强，表明具有较强时间敏感性的运输服务在物流产业中的成长空间较大。但是这些企业都超出了运输活动的范围，提供了更为综合性的物流服务。启示：各种背景的物流公司都有可能脱颖而出，但规模大的公司更容易成长起来。

图表 26 国外第三方物流的演进路径

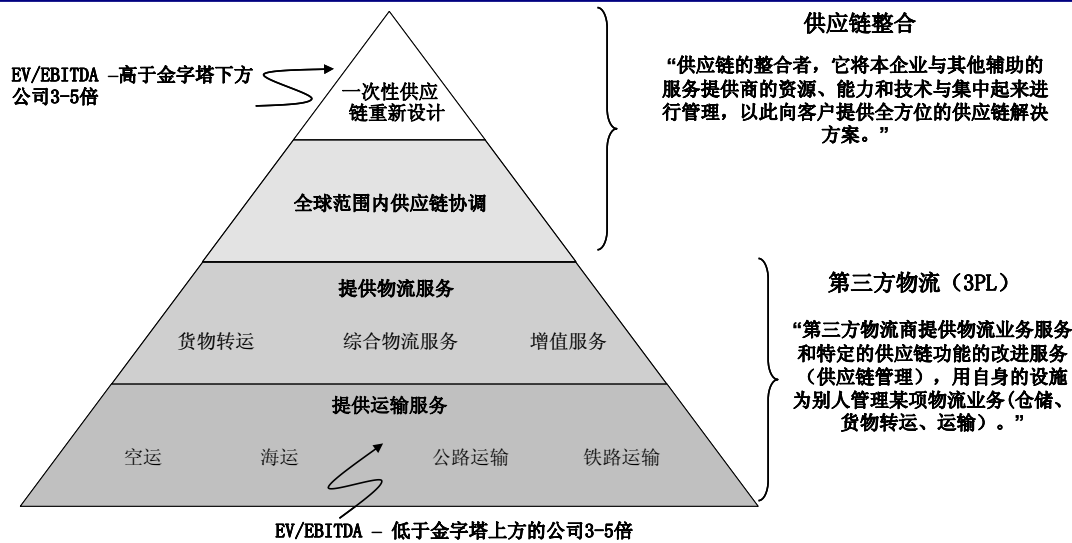


资料来源：华创证券整理

- 跨国物流公司中的绝大多数属于资产密集型企业，拥有自己的物流基础设施和网络，并依靠其设施完成向综合物流服务商过渡。而那些非资产型物流公司则在将物流服务打包以满足客户需求方面表现出很强的实力，其中物流设计、控制、组织和协调能力是其竞争基础，例如美国的罗宾逊物流和康捷国际物流是真正意义上的合同物流公司，

其 P/E 值就在 30 倍以上，比以运输为主的公司的值更高（平均 P/E 值为 20 倍）。启示：重资产是国外物流公司早期发展的必由之路，重资产资源类公司在行业发展早期有巨大优势，而轻资产的业务模式的充分发展一定是在资源类公司发展成熟之后才出现的。

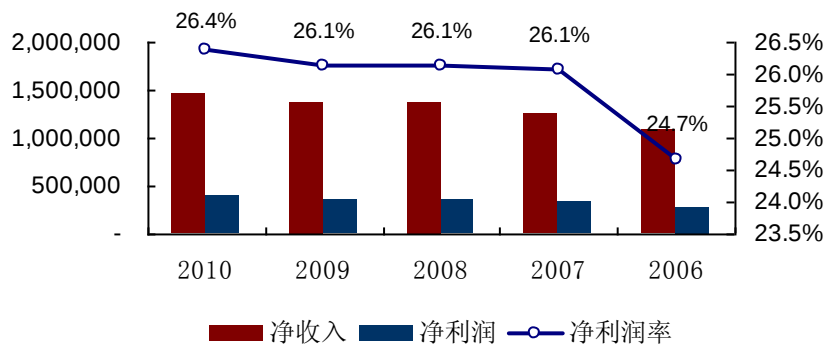
图表 27 轻资产、重资源整合的公司企业估值更高



资料来源：华创证券研究所

轻资产物流公司的代表康捷国际物流公司和罗宾逊物流的净利润率都能维持在 20% 以上。罗宾逊全球物流一直处于稳步发展的状态。

图表 28 罗宾逊全球物流（代码：CHRW）利润表（2010）



资料来源：公司 2010 年年报，华创证券研究所

轻资产的公司如康捷国际物流和罗宾逊全球物流比重资产的公司联合包裹（UPS）和联邦快递 (FedEx) 的估值高。

图表 29 道琼斯交通运输指数（20 只成分股中 12 只）

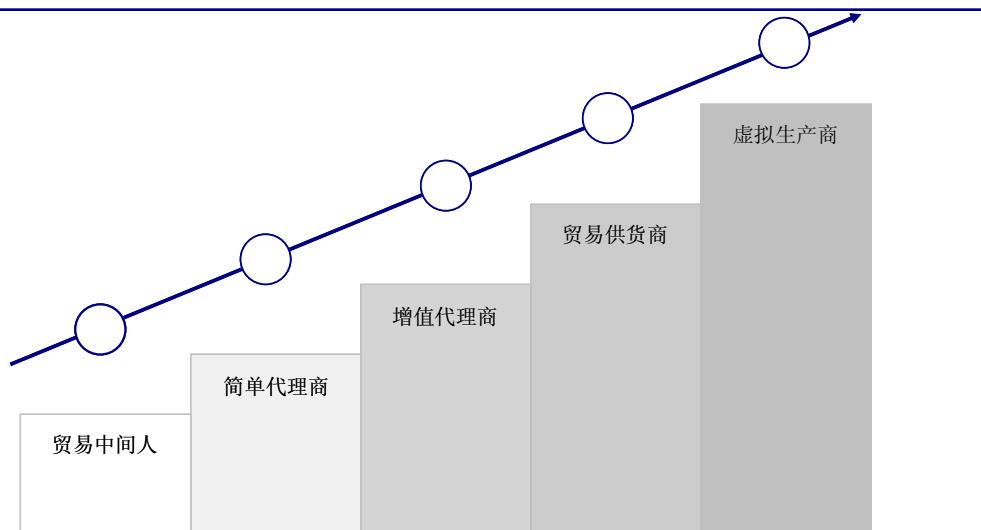
行业分类	公司	中文	代码	P/B	公司简介
Railroads	Union Pacific Corp. (UNP)	联合太平洋公司	UNP	17.79	控制着三个子公司，它们是Union Pacific Railroad Company（太平洋联合铁路公司），Overnight Transportation和Fenix。
	CSX Corp.		CSX	17.92	作为全球最大的多式联运承运商，BNSF便捷地将产于亚洲的商品运抵美国、加拿大和墨西哥的各主要消费市场。
	Norfolk Southern Corp.	美国诺福克南方铁路公司	NSC	17.16	1982年诺福克铁路公司与南方铁路公司合并组成的一级铁路公司，公司经营范围跨越美国东部22个州、哥伦比亚区以及安大略湖，线路连接22个港口，提供完善的物流和多式联运等服务。公司营业里程约3.44万公里，拥有机车3468台，货车101095辆。
Airlines	Southwest Airlines, Inc.	美国西南公司	LUV	19.43	一家总部设在达拉斯的美国航空公司。在载客量上，它是世界第3大航空公司，在美国它的通航城市最多。与国内其他竞争对手相比它是以“打折航线”而闻名，从1973年开始它每年都赢利。
	JetBlue Airways Corp.	美国捷蓝航空公司	JBLU	18.94	捷蓝航空是美国一家廉价航空公司，主要营运美国内陆航线和来往加勒比海、巴哈马和百慕大的国际航线。
Air delivery & Freight Service	C.H. Robinson Worldwide, Inc.	罗宾逊全球物流有限公司	CHRW	33.0	创建于1905年，是北美最火的第三方后物流公司之一。公司总部位于明尼苏达州，最初是一家以经营水果和蔬菜为主的小企业，后来逐渐拓展到水果和蔬菜的保鲜运输业务，并由此进入物流领域。
	Expeditors International	康捷国际物流公司	EXPD	30.0	是一家全球性的物流（logistics）和货代公司，总部设在美国华盛顿州西雅图市。
	FedEx Corporation	联邦快递	FDX	22.2	联邦快递是全球最具规模的快递运输公司，为全球超过220个国家及地区提供快捷、可靠的快递服务。联邦快递设有环球航空及陆运网络，通常只需一至两个工作日，就能迅速运送时艰紧迫的货件，而且确保准时送达。
	United Parcel Service, Inc.	联合包裹	UPS	19.0	1907成立，UPS 如今已发展到拥有360亿美元资产的大公司。作为世界上最大的快递承运商与裹递送公司，同时也是专业的运输、物流、资本与电子商务服务的领导性的提供者，UPS通过结合货物流、信息流和资金流，不断开发物流、供应链管理和电子商务的新领域。
	JB Hunt Transport Services, Inc.	美国JB亨特运输服务公司	JBHT	27.0	一家货车运输公司：公司最初只有5辆卡车和7辆冷冻车进行稻壳运输工作。1983年，J.B.公司一举成为美国货运公司前80强，并且收入达6千3百万美元。旗下管理着550辆牵引机，1,049辆拖车与大约1,050名员工。现如今，J.B.公司已凭借年收入20亿美元，成为了美国几大货运公司巨头之一。公司主要业务方向为大型双轮拖车，并且公司提供横跨美国、墨西哥和加拿大的运输服务。公司员工数已超过16,000名并有超过11,000辆卡车在营运中。此外，还有超过47,000个拖车和集装箱。
Rental & Leasing Services	GATX Corp.		GMT	22.41	
	Ryder System, Inc.	美国莱德物流公司	R	21.72	成立于1933年，是美国最大的供应链物流公司之一，全球财富500强企业。目前，公司在美国有184个分拨中心，173,000辆卡车，在全球有900多个分公司或办事处，为14,000家客户提供物流服务。

资料来源：华创证券研究所

2.4 代表性公司

怡亚通（类似香港利丰）：1）独特经营模式：怡亚通的盈利模式具有低风险（收取服务费而非买卖差价）、轻资产（运输、仓储等供应链环节采取转包的方式）、嵌入式（与客户形成利益共同体）、易扩张（在整合平台能够实现业务扩张无界限）的特点；2）基于 IT 行业经验的供应链整合能力。在日益完善的整合平台的基础上通过一系列收购其他供应链管理公司及 IT 分销商的形式来达到快速提升业务量的目的，未来几年业务量将持续快速增长，毛利率稳中有升。在供应链金融中扮演代理角色使公司能够通过无风险套利获取大量的资金流管理收益，成为利润的重要来源之一并将长期存在。

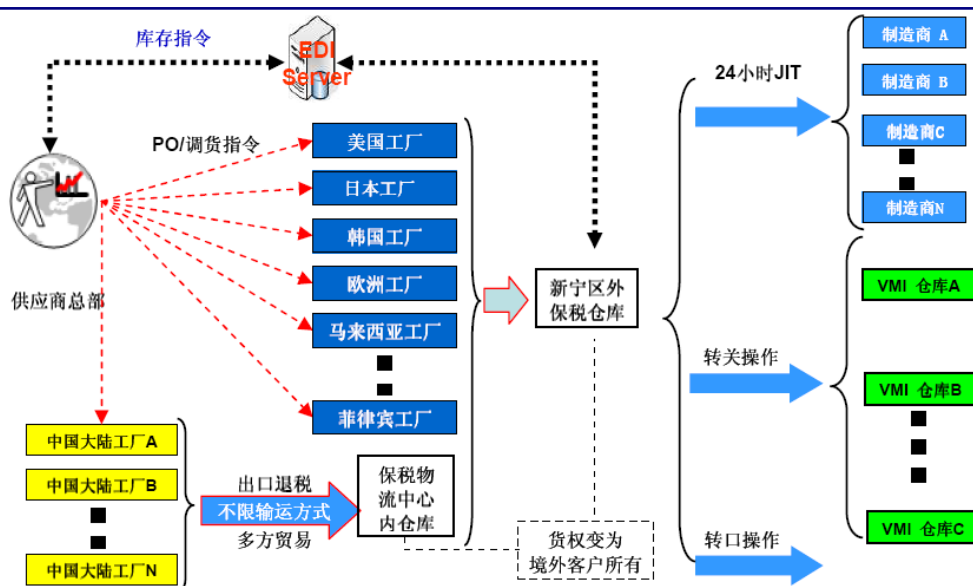
图表 30 怡亚通管理的供应链长度和深度演进



资料来源：华创证券研究所

新宁物流（国外物流企业的替代者）：所从事的电子元器件保税仓储行业属于现代物流背景下的综合物流服务范畴。保税物流中心的主要作用一是解决一般贸易出口商品入中心退税问题，二是解决一般贸易进口商品保税问题，三是解决加工贸易中的深加工和结转货物问题。专业的电子元器件保税仓储企业则能够提供了一个买卖双方货物顺畅流转和信息数据充分交换的综合平台，是供应链中不可或缺的重要环节和核心节点。公司主要业务模式为是以市场供应链管理需求为导向，核心仓储管理系统为支撑，在高端保税仓储服务的基础上，辅之以进出口通关、货代等配套业务，建立可复制的一体化、个性化、全程化的物流服务体系，促使供应链中各项资源得到有效配置，最终推动整体供应链价值的最大化。具体业务模式分为功能性物流（单纯的货物存储）、VMI（供应商库存管理）、DC（分拨中心）三种业务模式。

图表 31 新宁物流 DC 模式运作



资料来源：新宁物流招股说明书，华创证券研究所

飞力达物流（备件物流的开拓者）：主营业务为设计并提供一体化供应链管理解决方案，由综合物流服务和基础物流服务构成。综合物流服务主要包括 VMI、DC、备品备件管理、重工、贴标以及 EDI 信息交换等业务，VMI 与 DC 业务作为现代物流服务的核心环节和高端

领域，是公司目前重点拓展的业务；基础物流服务作为综合物流服务必要的支持和保障，主要包括货运代理、国内运输以及相关延伸增值服务，其中，打造国际货运代理业务中的精品航线有利于保持和提升基础物流服务整体竞争力，是基础物流服务重点拓展的业务。

图表 32 飞力达从物流角度切入供应链管理



资料来源：飞力达招股说明书，华创证券研究所

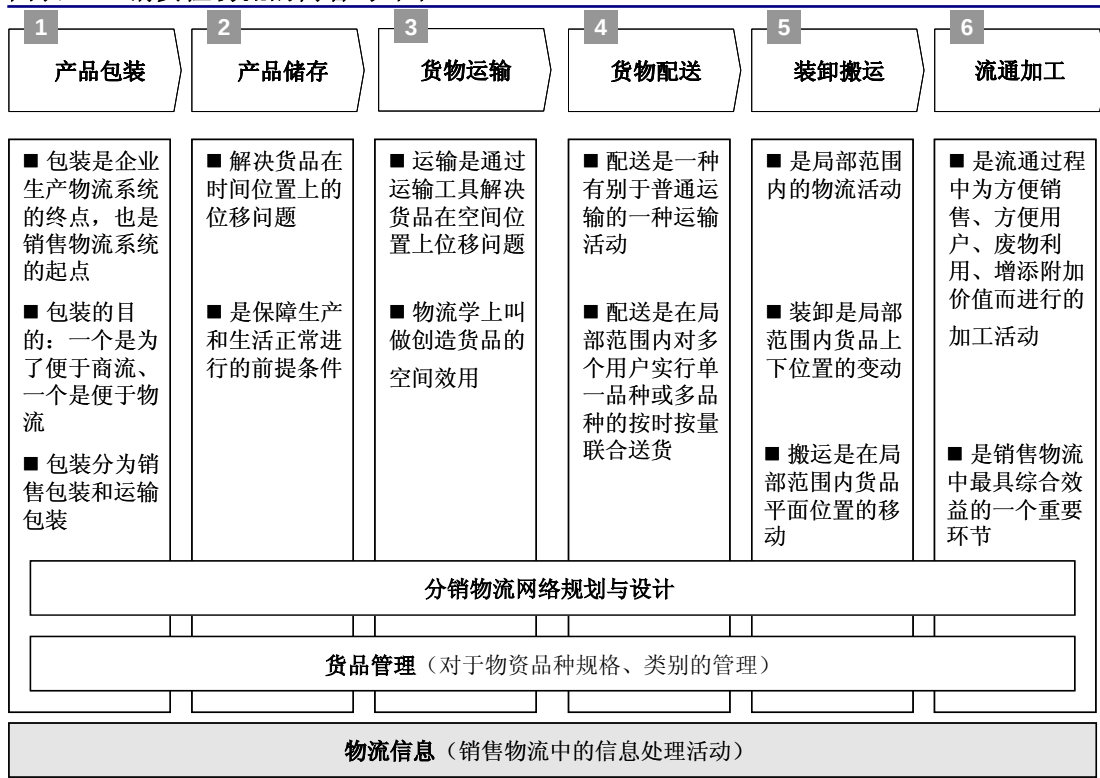
三、消费性物流（营销物流，配送物流）：呼唤行业巨头

为了更有效地配送最终消费品，中国对现代物流设施和城市配送中心的需求在不断增加，配送物流的需求也在迅猛增加。中国物流设施中有近 80%（按建筑面积计）用于满足消费相关需求。冷链物流、电子商务配送及快递物流、农产品物流均属于此类。

配送是物流中一种特殊的、综合的活动形式，是商流与物流紧密结合，包含了商流活动和物流活动，也包含了物流中若干功能要素的一种形式。

从商流来讲，配送和物流不同之处在于，物流是商物分离的产物而配送则是商物合一的产物，配送本身就是一种商业形式。虽然配送具体实施时，也有以商物分离形式实现的，但从配送的发展趋势看，商流与物流越来越紧密的结合，是配送成功的重要保障。

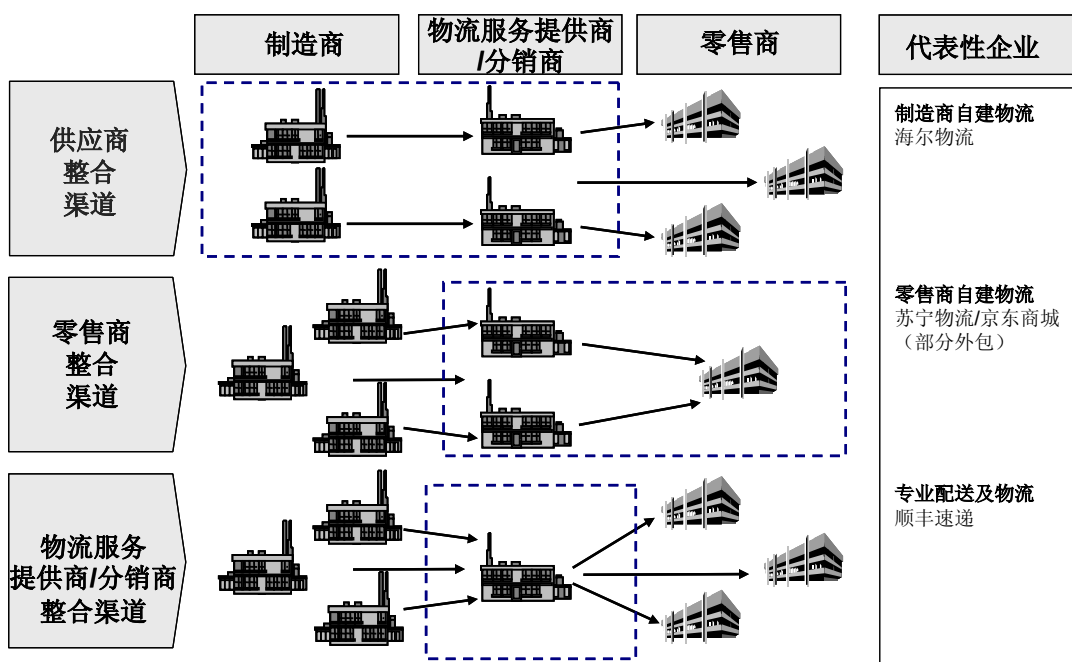
图表 33 消费性物流的内容与环节



资料来源: 华创证券研究所

按照配送主体不同,可以分为三类,三种配送模式在我国都存在(见下图表)。末端配送(即所谓“最后一公里”)十分关键,不仅占物流总成本的 50%,而且直接影响消费者的消费体验和顾客忠诚度。据估计,在日送货量少于 500 单的城市,自有团队末端派送的成本将超过每件 15 元,配送成本极高。若该地日送货量可升至 10,000 单,则可使每件递送成本降低降到 2 元以下。我们预计,通用性商品的配送,将主要由社会化物流公司完成。

图表 34 三种物流模式在我国并存



资料来源: 华创证券研究所

3.1 国外配送物流：以技术为依托，走向规模化和服务灵活性

以技术为依托。发达国家的配送在运输技术、储存保管技术、装卸搬运技术、货物检验技术、包装技术、流通加工技术以及与物流各环节都密切相关的信息处理技术等方面，都建立在先进的物流技术基础上，配送中心完全采用计算机管理。仓库内从货物入库时的分拣、刷码到进入指定的库房里待装配送车辆，全部自动化操作。有些配送中心的所有环节包括存货、处理订单和配送商品都由以卫星通信为载体的电脑网络跟踪控制。如美国的沃尔玛连锁公司是美国最大的连锁公司，公司配有专业化的人员和自动化程度较高的配送设备，它代表了美国目前物流管理与技术的最高水平。日本的配送中心机械化、自动化水平比较高，完全用计算机控制分拣系统。

以规模效益为核心。配送是一种规模经济运动，配送的生命在于规模。发达国家的实践告诉我们，规模经营产生规模效益，以统一进货、统一配货、统一管理的规模经营取得规模效益，可以享受批量折扣，降低流通费用和社会交易成本，低于社会平均价格出售商品，获得合理的商业利润而赢得竞争实力。发达国家配送制之所以能够在全社会范围内顺利推行，配送中心的实力雄厚是一个重要原因。以配送业比较发达的日本为例，日本的连锁企业一个配送中心负责配送 70 个店铺以上，菱食公司是日本最大的加工食品批发商，1997 年在日本全国已拥有 46 个营业所，53 个配送中心，其中的 7 个为区域配送中心，这是 1995 年共投入 40 亿日元建成的，拥有大规模的专为流通加工服务的设施。

以灵活多样的形式为基础。如美国主要有如下几种不同类型的货物配送模式：1) 以零售业为主的物流配送模式，如沃尔玛；2) 以仓储运输业为主的物流配送模式，如美国福来明食品配送中心和 3) 以批发商为主的共同配送模式。

3.2 快递市场：通用小型产品的终端配送，将主要借助社会化物流公司

未来 B2C 模式将在电子商务模式的占比提高，让供应商与电子商务平台之间的物流集中由商务平台自己完成或者外包给数量有限的供应商完成。当前中国的电子商务市场以在线平台模式 (C2C) 为主导，在 2009 年占据电子商务整个市场的 85%。随着 C2C 消费者不断积累经验，他们开始转向 B2C 网站，以寻求质量更优的产品和服务。据易观国际及艾瑞咨询的市场预估，B2C 势头强劲，将于 2014 年达到电子商务整个市场的 40%。

地域分布的延拓扩大递送服务覆盖范围，电子商务的部分配送不得不依赖社会化物流公司。网上购物的服务地域覆盖范围的不断扩大已成为电子商务行业增长的一个关键点。目前的消费者市场在地域上相对集中：淘宝网前 10 大网购城市均为沿海城市。然而，随着内陆城市财富的持续快速上升，预计这一趋势将有望继续保持。随着整体地域覆盖范围向三、四线城市的不断渗透，提供可靠一致的递送服务的能力将成为电子商务面临的巨大挑战之一，但也是重要的竞争优势。

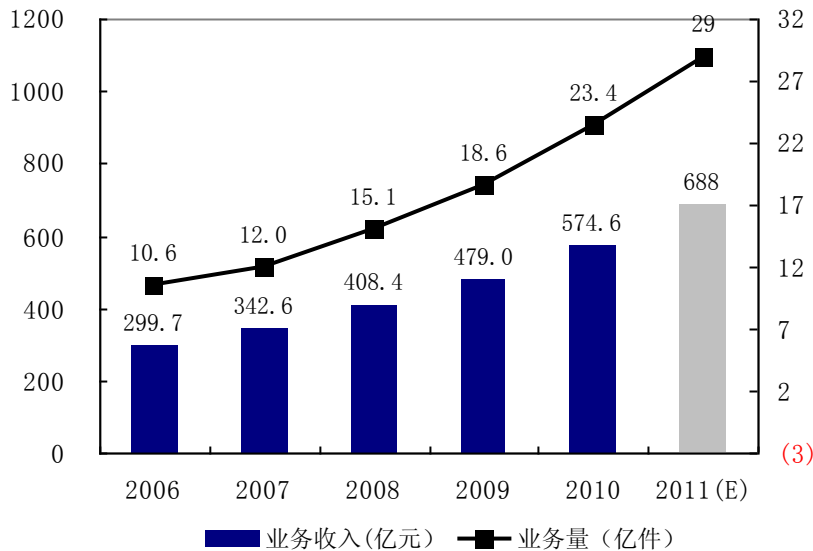
按照中国的快递业态，基本分为三类：城际快递、同城快递和国际快递。

- **城际快递：**开展城际快递需要在多个城市设立经营机构，复杂性增加了，资金门槛也高了。代表性的公司有：EMS（中国邮政速递物流公司），顺丰，“四通一达”（申通快递，圆通快递，中通快递，汇通快递和韵达快递），等等。
- **国际快递：**国际快递公司由于发达的全球网络，先进的运营模式和高效的管理技术，目前四家公司的市场占有率为 80% 以上。代表性的公司有：DHL，FedEx，UPS 和 TNT。

- **同城快递：**由于同城快递由于进入门槛低，所以有众多的中小民营企业参与竞争。对于使用者来说，价格是最重要的考虑因素。（天天快递，尚一快递，等等）

由于经营模式、网络优势及成本因素等方面因素，中国快递业将分离成两个相对隔离的市场：1) 外资快递企业继续在我国国际快递的市场份额处于主导地位，而 2) 内资快递企业将保持国内快递（异地、同城）市场的主导地位。

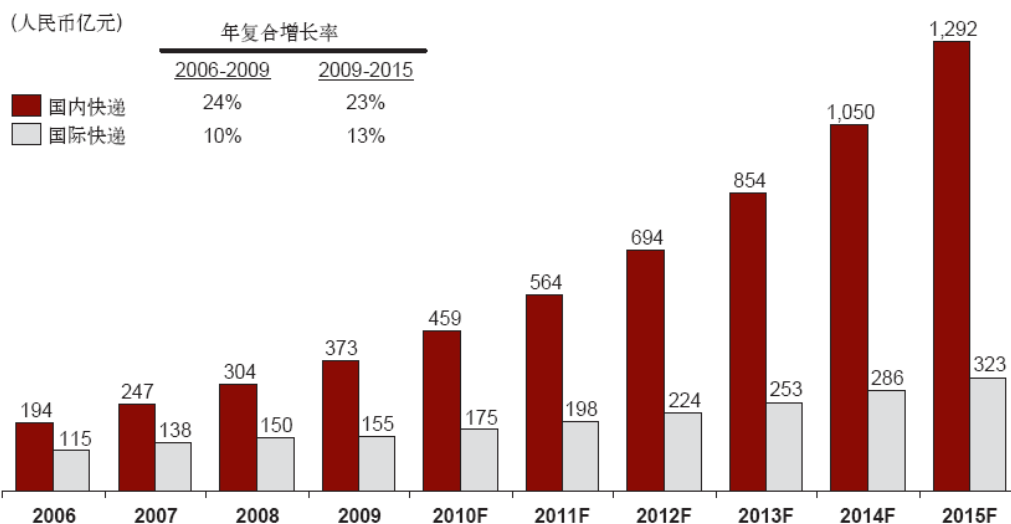
图表 35 2006-2011 年全国规模以上快递企业业务增长情况



资料来源：国家邮政局，华创证券

2010 年，全国规模以上快递服务企业业务量累计完成 23.4 亿件，同比增长 25.9%，日业务量突破 1,000 万件，居于美、日之后，已进入世界前三位；业务收入累计完成 574.6 亿元，同比增长 20.0%。预计 2011 年，全国规模以上快递服务企业业务量累计完成 29 亿件，同比增长 21%；业务收入累计完成 688 亿元，同比增长 20%。

图表 36 中国国内、国际快递市场规模增长及预测



资料来源：科尔尼咨询，华创证券研究所

3.2.1 代表性公司

外运发展（中国的 Expeditors）：牵手 DHL，双方合作合同期限为 2036 年，形成公司稳定的利润源泉，也是公司的主要利润来源（占公司利润总额的 70%以上）。DHL 在中国的快递业务发展主要借助中外运-敦豪国际航空快件有限公司，结合中外运本土优势和 DHL 发达的全球网络和管理经验，近年来一直迅猛发展。中外运-敦豪贡献利润约占外运发展利润总额的 70% 以上。根据航空快递业的发展情况，我们预计，中外运-敦豪业务未来几年将以 20%左右的速度增长。

EMS（中国的 USPS）：中国速递服务公司为中国邮政集团公司直属全资公司，主要经营国际、国内 EMS 特快专递业务，是中国速递服务的最早供应商，也是目前中国速递行业的最大运营商和领导者。公司拥有员工 20,000 多人，EMS 业务通达全球 200 多个国家和地区以及国内近 2,000 个城市。

顺丰速递（中国的 FedEx）：成立于 1993 年 3 月，是一家主要经营国际、国内速递及报关、报检等业务的民营速递企业，总部设在深圳。在国内包括香港、台湾地区建立了庞大的信息采集、市场开发、物流配送、快件收派等业务机构，为广大客户提供快速、准确、安全、经济、优质的专业物流服务。截至 2009 年，经过短短十几年时间，SF 集团已经发展成为一家年业务量 3.1 亿票、年平均增长速度 50%以上、基层营业网点 2500 多个、服务网络覆盖全国 32 个省市（含直辖市、香港、台湾、澳门）、员工 7 万 2 千多人、自有营运车辆 4 千余台的大型综合性速递企业。在国内速递企业中，SF 集团的经营规模、网络覆盖和市场份额仅次于中国邮政集团公司（EMS）排名第二。

苏宁电器（家电配送物流的标杆）：

与传统商品流通不同，家电物流具有单体体积大、种类多、型号繁杂、存储配送要求高、工作强度大等特点。靠顺丰和申通这样小件快递公司是无法满足苏宁电器的物流配送需求的。苏宁电器在自营物流体系建设方面进行了一系列富有开创性的尝试。

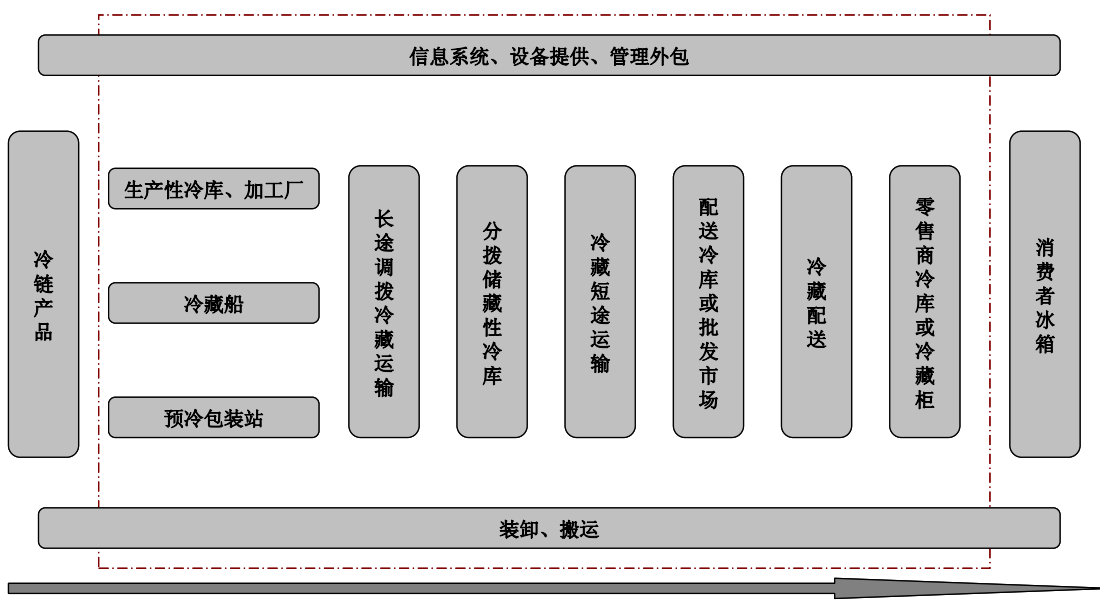
苏宁电器在全国拥有 3 大物流基地、52 个区域配送中心、29 个城市配送中心、162 个城市配送点、243 个物流配送终端，建立了收、发、存、运、送的供应链管理信息系统，所有物流信息通过系统（WMS 和 TMS 等）在连锁店、仓库、配送点之间准确、高速地传输，实现了商品销售后快速配送到区域内任何地点，最终实现了高效率、低成本的物流运作。苏宁电器的物流系统建设以“网络集成化、作业机械化、管理信息化”为发展目标，在全国若干大中城市建立了以区域物流中心为核心的仓储和长途运输网络，城市间最大配送距离达到 1,100 公里；在各地建立城市配送中心、配送点，零售最大配送距离达到 180 公里。依托区域配送中心、城市配送中心和城市配送点三级物流网络，形成了长途配送到市、短途配送到店、零售配送到户的三级体系，日最大配送能力达 15 万台/套。

苏宁第二代物流配送模式：在卖场之外的地方设立仓库，销售时也不在现场试机，顾客同意购买后只需在家中等候，就会有专门的配送车送货上门。第二代物流基地的库存周转率提高了 30%，资金占用率降低了 20%~30%，总体运营成本节约了一半，具体体现在：1）多层立体机械库货架使相同仓储面积下库存数量比传统库存方式提高一倍；2）自动作业机械的使用使装卸货效率提高三倍左右；3）标准化操作将使坏机率削减 90%；4）WMS 对机械操作的自动管理将使进货和出货的差错率几乎为零，并且提高了库存准确率和仓储利用率，降低了作业成本；5）信息管理下的配送车辆将反应能力和送货能力都将大大提高，而与此同时物流工作人员数量将减少 2/3 以上。

3.3 冷链物流：进入壁垒和运营风险决定行业高毛利率

冷链物流泛指冷冻类食品在生产、储藏、运输、销售到消费的各个环节始终处于规定的冷链环境下，以保证食品质量、减少食品损耗的一项系统工程。它是随着制冷技术的发展而建立起来的，是以冷冻工艺学为基础、以制冷技术为手段的冷链物流过程。由于生鲜食品易腐变质的特性，产品必须在流通的全过程持续保持适宜的温度，并迅速周转，因此冷链物流必须使加工、运输、仓储、销售等所有环节紧密衔接，并配以合适的设备、统一的管理，方能确保生鲜产品的质量。冷链物流是一项复杂的系统工程、与高新技术、高额投资、先进管理紧密相连，存在着明显进入壁垒和运营风险，因此毛利润率也会较高，如锦江投资的低温物流业务毛利润在 40%以上。

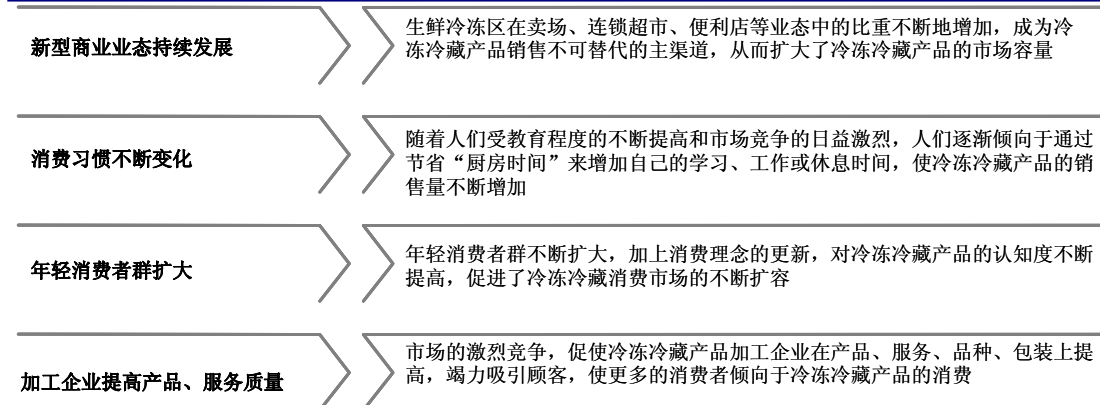
图表 37 冷链物流的基本运作模式



资料来源：华创证券研究所

四大因素助推冷链商品市场容量的放大，成为冷链物流行业发展的客观动力（如下图表）。

图表 38 冷链商品的需求因素



资料来源：华创证券研究所

由于冷链物流的特性，存在于普通物流明显不同的进入和退出壁垒。

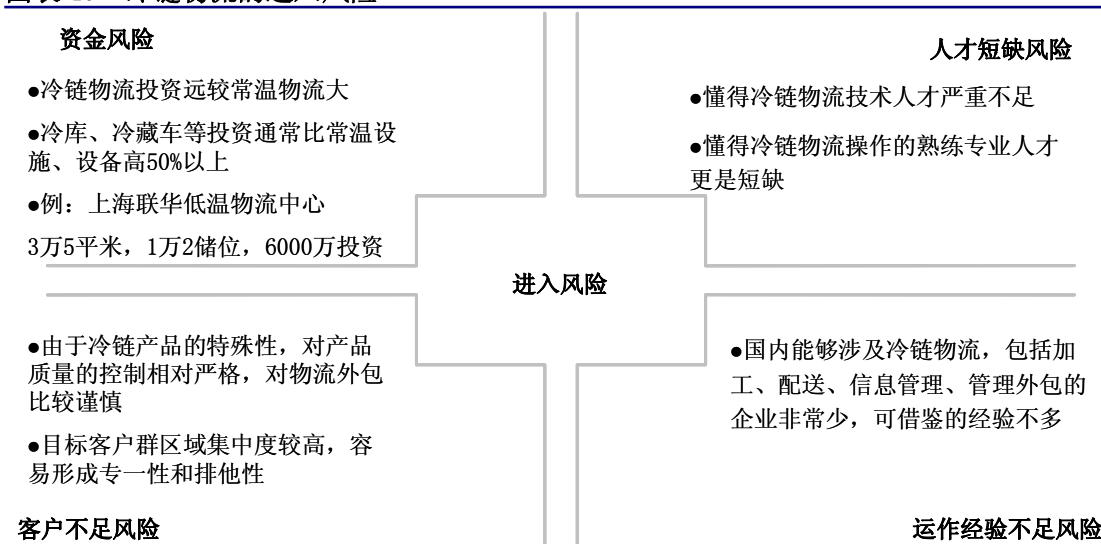
图表 39 冷链物流的进入和退出壁垒

进入壁垒	退出壁垒
●土地资源 建设物流中心（包括冷库），位置与土地面积是非常关键的因素 ●资金 修建冷库和购买冷藏运输车队等冷链物流设施、设备，投资通常是以千万元为单位，需要的资金量较大 ●专业人才 我国冷链物流起步较晚，具备冷链管理知识、经验和专业知识的人才比较匮乏 ●客户资源 对于新进入冷链物流行业的企业来讲，如何获取足够的客户资源也是一个关键性问题	●沉没成本大 冷链物流设施、设备的专用性较强，一旦冷链物流企业因冷链技术的发展或者企业经营业绩不佳而转产或破产，其设施、设备很难转用或转卖

资料来源：华创证券研究所

经营冷链物流存在资金、人才、客户和运营等四个方面的风险。

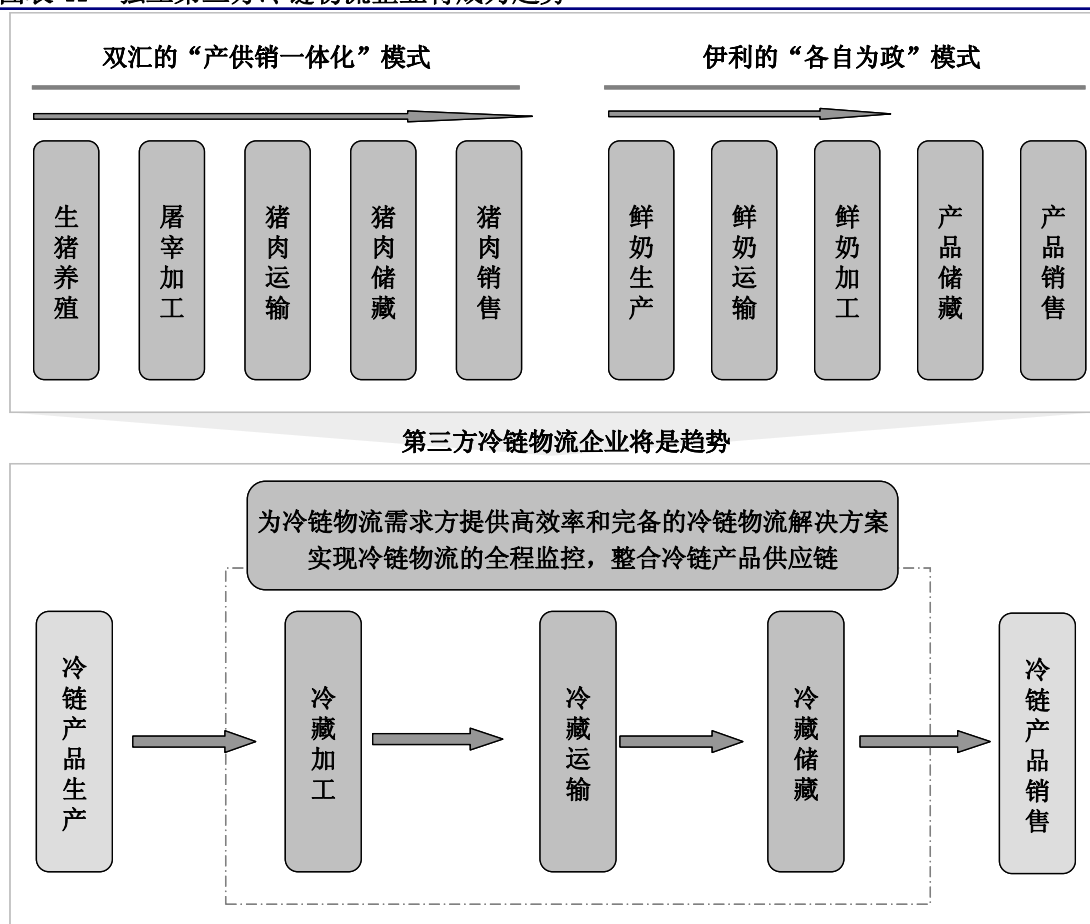
图表 40 冷链物流的进入风险



资料来源：华创证券研究所

我国冷链物流与发达国家相比，还比较落后，表现在：1）冷链物流基础设施建设不足，运输损耗巨大；2）冷冻冷藏技术落后，管理急待加强；3）冷冻冷藏业尚未形成较为完整的冷链系统。但是，由于独立第三方冷链物流企业可以显著降低成本，形成专业优势，我们预计将成为行业趋势。

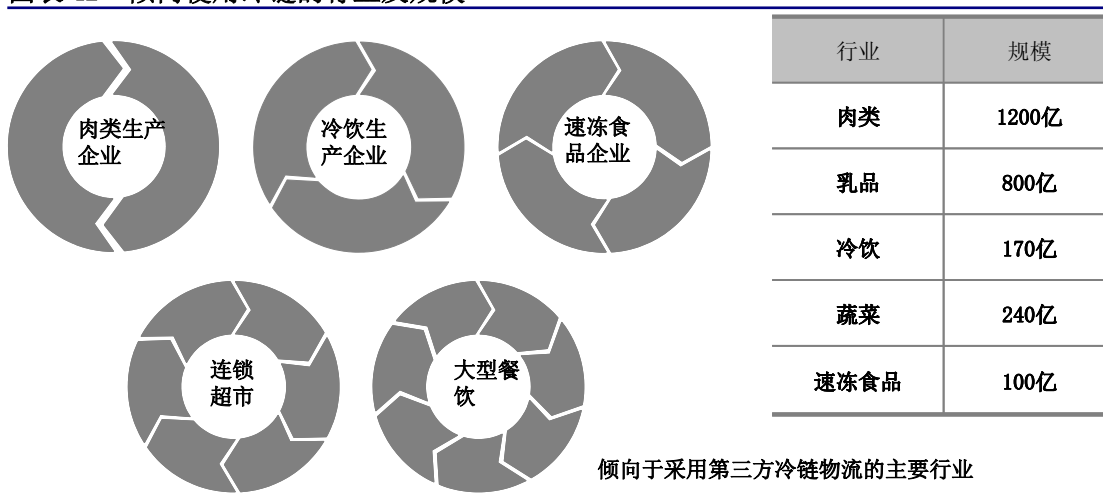
图表 41 独立第三方冷链物流企业将成为趋势



资料来源：华创证券研究所

我国冷链物流市场规模和需求增速加快。据测算，冷链物流整体市场规模在 3,000 亿元以上，年增长率在 8% 以上。

图表 42 倾向使用冷链的行业及规模



资料来源：华创证券研究所

3.3.1 代表性公司

海博股份：借力光明乳业冷链物流经验，着力发展冷链物流。目前公司主要以冷库和冷藏为主，尚缺冷链，无法实现系统化的冷链服务。除已有四个旧式冷库外，公司拟在青浦购地建立标准冷库，实现冷环境下货物的操作处理。冷链供应链行业每年增速都在 20%~25%，证监会审核华创证券投资咨询业务资格批文号：证监许可（2009）1210 号

司积极需求寻求此方面的突破，借助光明乳业的冷链业务优势，把仓储功能向上游、下游的业务延伸，形成接货、储存、加工、包装、配送等一条龙服务，逐步建立冷链物流体系。预计，此块新业务模式真正形成规模至少要到 2012 以后。

铁龙物流：冷链物流市场前景极其广阔，但是受制于铁路运力不足，时效性不能得到有效保障，以及铁路运营机制落后，近年来不断的被公路抢占市场，铁路冷链物流只占到市场的 5%。公司 09 年底投入 100 只冷藏箱，开始试运营冷链运输业务。集装箱添加了 GPS 全程监控功能，且收费不高于公路。虽然试运营阶段的业绩还无法立即体现，但考虑到巨大的市场需求，我们强烈看好冷藏箱的未来发展潜力。预计 2012 年可渡过市场培育期，2013 年将进入批量投产期，业绩迎来爆发式增长。

锦江投资：其业务之一的冷链物流前景光明，受制规模，业绩提升有限。公司拥有吴泾、吴淞、黄浦、杨浦、杨思、龙漕等冷库 10 座，总容量 45 万立方米（9.62 万吨），约占上海市冷库总量 23%，冷库规模位居国内第 1。这部分的收入主要由储存、进库出库的操作费构成，现多以鸡鸭鱼肉等低附加值的产品为主。公司冷链物流业务年盈利在 1,200 万左右，但受制于其规模及规格的限制，业绩增厚有限。

四、A 股物流上市公司：走出行业与地域特征，迈向综合物流

我国物流业总体发展较晚，各上市物流企业总体历史很短，在各自领域发展，摸索中前行。这就决定了我们不能用一成不变的眼光看待这些企业。上市物流企业整体上呈现如下特点：

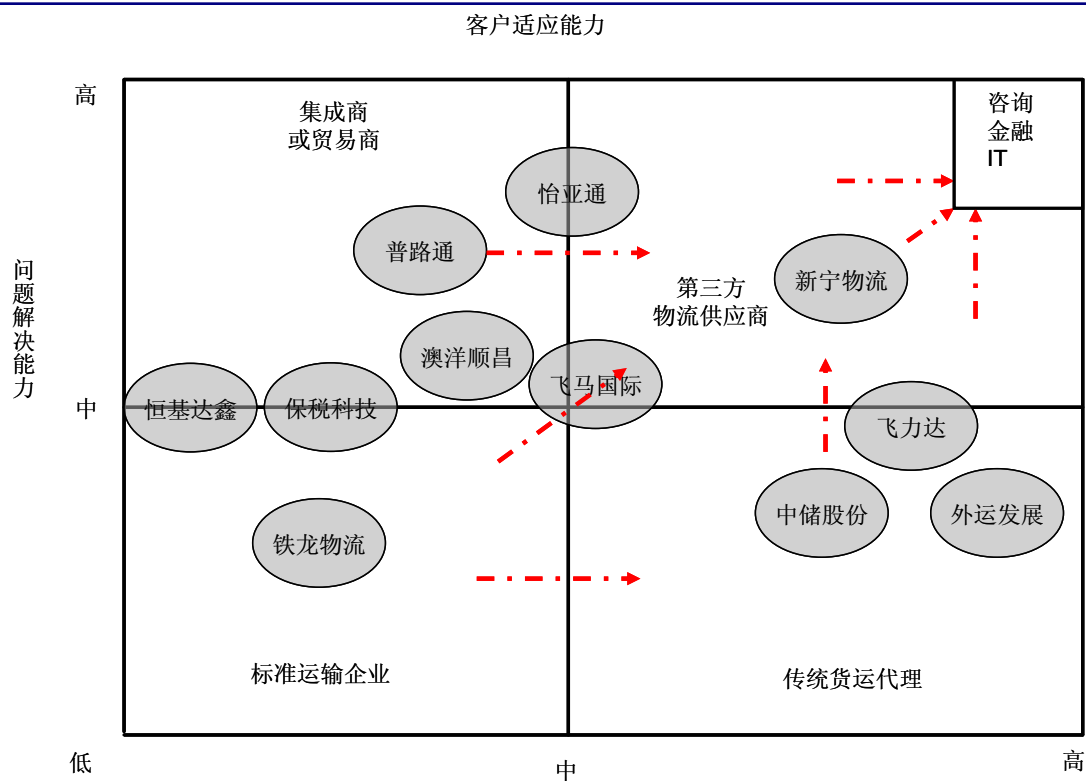
- **上市公司的行业特征明显，在各个专属的行业领域发展，基本符合国际物流业外包发展的路径。**电子 IT 产业、汽车和化工相关的物流企业率先出现，并成熟壮大：怡亚通、新宁物流、飞马国际、飞力达都以电子元器件物流为主（并且，澳洋顺昌主要为电子生产企业提供钢材原材料）；交运股份、海博股份与汽车物流相关；恒基达鑫、保税科技以化工物流为主，主要是化工物流的仓储；中储股份、澳洋顺昌涉足钢铁物流。
- **上市公司的地域分布特征清晰，显示出物流服务企业发展和成熟与区域经济密切相关。**怡亚通、飞马国际、恒基达鑫、东方嘉盛、普路通物流主要业务在珠三角；交运股份、海博股份、新宁物流、飞力达物流、保税科技、澳洋顺昌主要业务在长三角；中储股份、外运发展两个大国企在环渤海区域。随着中国经济的内移，许多物流公司也密切跟进，如外运发展以 4,500 万元投资保税物流中心（B 型），新宁物流 2011 年 1 月成立“成都市新宁物流有限公司”。
- **大多数上市公司的综合物流业务占比较少，但是战略上都重视并在着力发展综合物流业务。**由于经验积累、物流人才、资源限制等各方面的原因，大多数上市物流公司的业务还比较简单，往往以“仓储+配送+货代”模式为主。但是从各公司的战略中，我们清晰的了解到，他们立足于发展综合性的增值物流服务的魄力和决心。

图表 43 上市公司的业务基本情况

简称	代码	物流类型	备注	物流业务占比
飞马国际	002210. SZ	供应链管理	承担物流外包业务，轻资产型公司，业务模式融合了物流金融、采购及分销执行、保税物流和进出口通关等业务	100%
新宁物流	300013. SZ	保税物流 (电子元器件)	主营电子元器件保税仓储业务，兼营供应链业务	100%
怡亚通	002183. SZ	供应链管理	承担物流外包业务，轻资产型公司，业务模式融合了物流金融、采购及分销执行、保税物流和进出口通关等业务	100%
建发股份	600153. SH	供应链管理	提供浆纸供应链服务	90%
恒基达鑫	002492. SZ	液体化工品	石化物流服务提供商	100%
保税科技	600794. SH	保税物流 (液体化工品)	专业从事张家港保税区液体化工品仓储业务	100%
澳洋顺昌	002245. SZ	金属物流	钢材、铝材产品加工、销售；承担物流外包业务，专事金属材料的物流供应链服务，包括仓储、分拣、套裁、包装、配送等	100%
外运发展	600270. SH	航空物流	主营航空货代和快递业务；09年业务调整加速，进军保税物流和大件物流	100%
中储股份	600787. SH	仓储物流	拥有大量仓储土地资源；业务模式升级潜力大	100%
铁龙物流	600125. SH	铁路运输	铁路物流，近年来临港物流发展迅速	25%
广深铁路	601333. SH	铁路运输	主要是铁路运输	0%
大秦铁路	601006. SH	铁路运输	主要是铁路运输	
长江投资	600119. SH	公路物流	物流业务涵盖国际货运、公共信息平台、仓储配送等，拥有上海陆上货运交易中心和56135.com物流交易平台	
交运股份	600676. SH	城市配送物流	多元化经营公司，交运集团物流整合平台，与日本丸红合资经营物流业务	35%
海博股份	600708. SH	冷链物流	低温仓储物流在上海本地市场占有优势，新近开展临港汽车物流业务	8%
强生控股	600662. SH	出租车业务	以出租车业务为主营业务	0%
大众交通	600611. SH	城市配送物流	多元化经营公司，与日本佐川合资设立上海大众佐川急便物流有限公司	1%
锦江投资	600650. SH	冷链物流	公司冷库规模在上海本地市场占有优势，投资浦东机场货站	4%
农产品	000061. SZ	农产品物流	农产品物流主业前景看好	100%

资料来源：华创证券研究所

图表 44 上市公司的业务处在动态变化之中



资料来源：华创证券研究所

铁路运输 II

铁龙物流 (600125. SH) / 11.82 元

雄关漫道真如铁，而今迈步从头越

独到见解

“新兴市场教父”马克·默比乌斯说，时刻关注曾经处于重度管制之下，而今解除管制的行业。铁路就是一个即将解除管制、焕发生机的行业。铁龙物流将受益于管制放开、市场化经营带来的效率和量价提升等种种利好，其未来发展充满无限可能。

投资要点

长期看好铁路改革给铁龙物流带来的历史机遇。低耗、低成本、环保、高运能、经济辐射区域广、安全性高使铁路当之无愧成为未来最绿色的交通工具。加快发展铁路运输完全符合国家战略。此外铁道部改革将推动行业内企业市场化自主经营，现行的路网规划、调度、市场开发、服务、定价以及清算等多领域都将发生深度变革，多式联运的发展也将带动行业运输效率大幅提升。

铁龙物流是唯一一家拥有铁路特种集装箱运输市场准入许可的公司。公司沙鲅铁路是区域内营口港、鞍钢新厂、华能电厂唯一的货物疏散铁路通道，也是东北腹地物资疏运离出海口最近的口岸通道。无法替代的优势成为公司创收的独特资源。

铁道部旧体制下，铁龙物流仍属业绩增长稳定的优质企业。与国际相比，中国铁路运输效率低、技术水平低、集装箱化率低。但这仍不能掩饰公司多年来盈利能力一直明显优于 A 股平均水平，且业务规模持续较快增长。近 5 年来，公司特种箱和沙鲅铁路业务年复合增速分别达 22% 和 37.56%，总销售毛利率一直维持在 35% 左右。

铁道部改革蓄势待发，铁龙物流具备强大增长动力。1980S 的中国民航开始政企分开，此后迎来了高速增长的黄金 20 年。如今的铁路正处在这样的起点上。预计电气化、复线、快速铁路建设 5 年内将带动铁路运力增速超 12%；必要性和可行性决定铁路运价存在强烈上涨预期；线下物流业务将成为公司重要的利润增长点；公司集装箱业务出现爆发式增长；沙鲅铁路 5 年内年增长仍将持续 20% 以上。

投资建议与盈利预测：特种箱运输附加值高、运输量基数小，规模效应明显，将比普通铁路货运获得更大发展；沙鲅铁路长期受益于鲅鱼圈内强大的尚未满足的并且不断增长的市场需求。再加上中铁集资产注入预期，我们非常看好公司的长期发展前景。预测 11-13 年 EPS 为 0.46、0.62、和 0.83 元，动态市盈率 24.37、18.08 和 13.51 倍，估值已处于历史低位，且低于 A 股物流公司均值。给予“推荐”评级。

风险提示：铁路改革进度低预期、公司特种箱供给低预期

主要财务指标				
	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	2186	2859	3622	4108
同比增速(%)	39%	31%	27%	13%
净利润(百万)	476	607	810	1085
同比增速(%)	28%	27%	34%	34%
每股盈利(元)	0.47	0.46	0.62	0.83

证券分析师：高利

执业编号：S0360209120018

联系人：陈娟、周玉华

Tel: 0755-82828557

Email: chenjuan@hczq.com

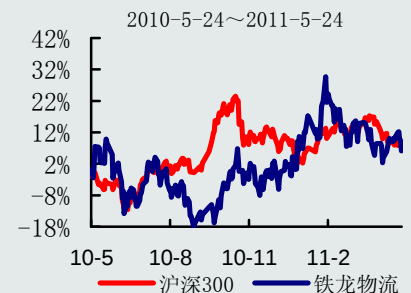
投资评级

投资评级：推荐
评级变动：维持

公司基本数据

总股本(万股)	130552
流通 A 股/B 股(万股)	103497/0
资产负债率(%)	8.67
每股净资产(元)	3.30
市盈率(倍)	122.94
市净率(倍)	3.58
12 个月内最高/最低价	18.8/11.72

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《潜在市场需求巨大，业绩增长关键看产能释放》
2011-02-23

航空运输 II

外运发展 (600270. SH) / 9.97 元

天地人和 承载未来

事项

我们于 4 月 15 日上午，调研了外运发展。主要围绕公司的主营业务、运营现状和发展前景进行了交流。

主要观点

牵手 DHL，双方合作合同期限为 2036 年，形成公司稳定的利润源泉。 DHL 在中国的快递业务发展主要借助中外运-敦豪国际航空快件有限公司，结合中外运本土优势和 DHL 发达的全球网络和管理经验，近年来一直迅猛发展。中外运-敦豪贡献利润约占外运发展利润总额的 70% 以上。根据航空快递业的发展情况，我们预计，中外运-敦豪业务未来几年将以 20% 左右的速度增长。

清晰的公司战略：天地人和，承载未来。 外运发展在坚持航空物流专业化经营主体方向的同时，积极拓展与航空物流密切相关的行业项目综合物流业务，打造支撑航空物流的承运优势，以期最终实现从天空到地面“天地合一”的航空物流专业化、立体化网络，将公司做优、做强、做大。

充沛现金储备是公司战略实施的坚实基础。 目前公司账面拥有现金 15.47 亿。公司着力从几个方面实施公司战略：1) **健全地面网络，设立重要转运枢纽。** 公司计划在北京、上海浦东、成都（已建成）、深圳和武汉等地，积极发展地面网络。预计未来三年内，总投资 6 亿-7 亿。2) **购置飞机，增强运能和空中货运网络。** 公司会继续购买二手货机（波音 747-400），增强航空货运能力。预计公司今后三年每年新购置一架飞机，每架飞机（二手旧飞机）的采购成本约 1 亿。3) **参与物流公司收购。** 公司积极寻找目标公司，通过收购或者参股的方式购买具备核心客户和核心产品的物流公司。

投资建议与盈利预测： 我们认为目前公司的合营公司业务稳步发展，可以为公司提供稳定的利润。公司战略（“天地人和”）符合货代行业的发展规律，而且公司账面上有大量现金为公司有计划有步骤的实施战略提供的坚实后盾。主营业务预计未来 2-3 年内年复合增速约为 17%。2010 年-2012 年三年 EPS 分别为：0.49 元、0.58 元和 0.55 元。对应动态 PE20 倍、17 倍和 18 倍。另外根据公司已有金融资产及每股盈利，我们计算目标价格为 12.51 元，给予“推荐”评级。

风险提示： 公司战略无法有效实施，形成合营公司之外的第二利润源泉。

证券分析师：高利

执业编号：S0360209120018

联系人：陈卓

Tel: 021-3879 1277

Email: chenzhuo@hczq.com

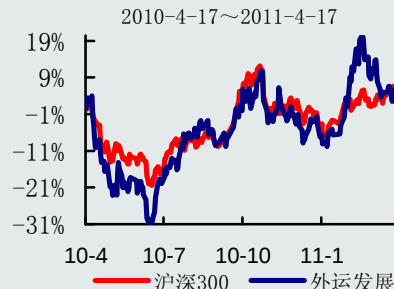
投资评级

投资评级：推荐
评级变动：首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	90548
流通 A 股/B 股(万股)	33084/0
资产负债率(%)	15.77
每股净资产(元)	5.71
市盈率(倍)	20.24
市净率(倍)	1.75
12 个月内最高/最低价	11.65/6.28

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

物流 II

中储股份 (600787. SH) / 9.28 元

整合资源，寻求裂变

事项

我们于 4 月 13 日上午，调研了中储股份。主要围绕公司的主营业务、运营现状和发展前景进行了交流。

主要观点

受益于行业景气度影响，10 年业绩同比大幅增长。2010 年公司合并报表的营业总收入达到 183.47 亿元，营业利润达到 3.61 亿元，利润总额达到 3.89 亿元。

钢材和矿石经销：控规模，寻突破。由于该领域市场竞争激烈，毛利率不高（约为 4%-5%），公司计划控制现有规模，并与物流结合起来，寻求业绩突破。例如，公司在工程项目领域，既提供钢材贸易的服务，又提供相关物流配送服务，毛利润就能大幅提高（估计约为 20%-30%）。估计增速为 10% 左右。

仓储配送：夯实基础、稳定增长、逐步转型。仓储业务中能带来业绩和利润的主要是进出库作业。公司计划更新一些仓储物资经营品种，用更高流转性的货物替换低流转的货物，这样就能显著增加进出库收入，预计增速在 15%-20%。

物流金融：仓单质押，控制风险，步步为营。2010 年，中储股份的总质押量达到 3,624 万吨，业务收入为 1.36 亿。由于目前该项主要提供外库融资（也就是提供仓单的货物并不在中储股份监控的仓库里），公司意识到存在一定的经营风险，故会有节奏地控制发展步伐，预计该领域的增速调低到 15% 以内。

现货市场：可以持续提供稳定的收益。提供现货交易场地，并依托中储股份的仓储资源，形成类似“前店后库”的营业模式。主要赢利点在于收取固定的租金收入。另外，现货市场和仓储业务是相辅相成的，“前有店”，可以有更多的货物出入库；“后有库”，可以吸引更多的店入驻。该领域的本身增速在 5% 以内。

土地资产重新估值后每股净资产可达 10 元以上。截至 2010 年底公司在全国拥有 620 万平米的物流基地，其中大约有 244 万平米为自有土地，主要分布在上海、天津、南京、无锡、青岛等大中城市，地理位置优越。重估增值部分折合每股 5.62 元。

投资建议与盈利预测：目前公司主业运营稳定，而且有庞大的土地实物资产做后盾。由于历史原因，公司依然以其庞大的资产为主要竞争优势，考虑估计误差，我们认为其重估账面净资产 10 元是公司的价值底线。主营业务预计未来 2-3 年内年复合增长估计在 15%-20%，2010 年-2012 年三年 EPS 分别为：0.33 元、0.45 元和 0.59 元。对应动态 PE28 倍、20 倍和 16 倍，给予“推荐”评级。

风险提示：公司主营业务受制于钢材市场需求的影响比较大；未来发展看，公司尚缺乏强有力的物流资源整合能力和管理供应链的经验，向其它领域渗透延伸的物流服务能力不强，可能会制约它抢占具有高附加值的物流市场。

证券分析师：高利

执业编号：S0360209120018

联系人：陈卓

Tel: 021-3879 1277

Email: chenzhuo@hczq.com

投资评级

投资评级：推荐
评级变动：首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	84010
流通 A 股/B 股(万股)	46418/0
资产负债率(%)	55.98
每股净资产(元)	4.85
市盈率(倍)	28.07
市净率(倍)	1.91
12 个月内最高/最低价	11.0/6.31

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

公交 II

海博股份 (600708. SH) / 7.68 元

战略清晰 主营突出

事项

我们于 4 月 1 日上午，对海博股份进行了联合调研，主要围绕公司的主营业务经营情况及发展前景进行了交流。

主要观点

出租车业务仍然是公司主营业务，公司一直在寻求各种方式扩张。目前公司的扩张路径为：1) 上海市出租车总量受限情况下，计划通过并购扩大规模；2) 将海博出租车品牌和服务扩展到其他城市 and 地区，虽然该模式本身已有成功案例，但是鉴于地方政府的保护措施，对于其扩张速度，不宜乐观。

借力光明乳业冷链物流经验，着力发展冷链物流。除资产置换已有旧式四个冷库外，公司拟在青浦购地建标准冷库。以冷库为依托，扩展冷链配送业务，向供应链前后端延伸，逐步建立冷链物流体系。预计，初期需要大量的资金投入，此块新业务模式真正形成产能至少要到 2012 以后。

洋山深水港保税区业务主要取决于航运政策落实。2006 年公司取得保税区 164 亩的土地，约 6 万平方米仓库，但由于离市区太远（离市区约 130 公里），与市区内其它保税仓库无法形成竞争优势，发展相对滞后。一旦航运中心的政策落实，则将带动区域内的物流发展，从而有望成为公司未来的一个利润增长点。

城市配送，公司拟通过并购方式扩展该领域的业务。上海海博货迪物流有限公司拥有 0.6 吨和 0.9 吨两种车型货运出租车 264 辆，主要为国美、大金空调、宝钢和可口可乐一类的企业提供配送服务。公司拟通过并购方式更深涉足相关业务。

投资建议与盈利预测：我们认为目前公司主业运营稳定，绩效措施效果明显。公司计划深度涉足冷链物流、保税仓储和城市配送，这三个领域都很有发展空间。预计到预计 2010 年-2012 年三年 EPS 分别为：0.32 元、0.39 元和 0.47 元。对应动态市盈率为 22 倍、18 倍和 15 倍。暂不予评级。

风险提示：目前公司战略上计划涉足冷链和城市配送，但是公司人才储备不足，相关经验缺乏，存在一定的商业风险；而洋山港保税仓库的发展利用，受制于政策面的影响比较大。

证券分析师：高利
执业编号：S0360209120018

联系人：陈卓
Tel: 021-3879 1277
Email: chenzhuo@hczq.com

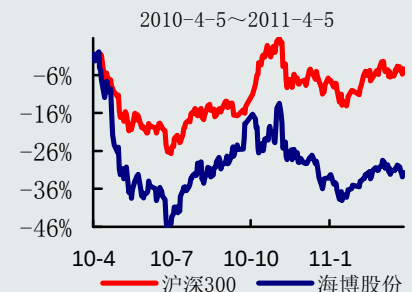
投资评级

投资评级：不评级
评级变动：不评级

公司基本数据

总股本(万股)	51037
流通 A 股/B 股(万股)	50674/0
资产负债率(%)	58.37
每股净资产(元)	2.30
市盈率(倍)	24.19
市净率(倍)	3.33
12 个月内最高/最低价	12.55/5.88

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

附录：物流概念简介

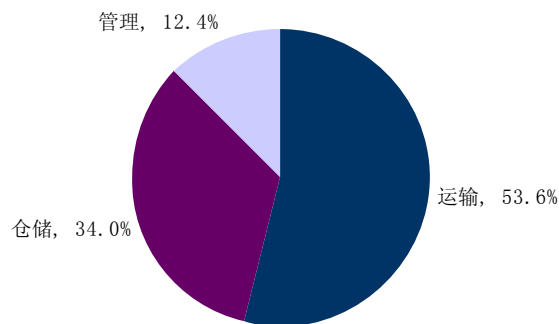
■ 物流产业

从目前国民经济行业分类看，物流业应包括铁路货物运输、货运站；道路货物运输；水上货物运输、货运港口；航空货物运输；管道运输业；装卸搬运和其他运输服务业；仓储业；邮政业；批发零售中包装、流通加工、配送等部份。**西方国家的物流业实证分析证明，独立的第三方物流至少占社会的 50% 时，物流产业才能形成。**据有关权威机构对美国物流业的统计与分析，以运输为主的物流企业年平均资产回报率为 8.3%（IRR），仓储为 7.1%，综合服务为 14.8%。

■ 现代物流业与运输业的区别

运费在全部物流费用中占最高的比例，约 50% 以上。虽然物流业包含了运输业，但是现代物流业就不是简简单单的运输了。

图表 45 社会物流总费用中各活动占比（2010）



资料来源：CEIC, 华创证券整理

现代物流是指为用户提供多功能、一体化的综合性服务。我们的报告主要专注于现代物流模式和业态。为了方便理解，我们以旅行社和现代物流做对比。

图表 46 现代物流与旅行社经营模式比较

经营模式	现代物流	旅行社
物流对象	原材料、产成品、半成品	游客
轻资产	仓储设施、运输工具均由第三方提供，物流公司并不拥有这些设施设备	旅游景点、交通工具、住宿、餐饮均由外部提供，旅行社并不拥有这些资产
整体解决方案	根据客户的物流需求，在对客户的供应链信息充分了解的基础上，提供供应链再造、整合与优化	根据游客的要求，提供全套的旅游产品。包括沿途旅游景点、往返交通、景区食宿安排等
对于社会资源的整合	根据客户的特点，组织相应的设施设备提供者、IT 公司等一起试试供应链解决方案。	与各景点、客运公司、航空公司、宾馆等结成合作伙伴关系，由旅行社代办中间各种手续，提供一站式旅游服务
资金	客户只需支付费用给物流商，中间与各种运输、仓储、IT 的结算均由物流商代为完成	游客只需将总费用支付给旅行社，旅游景点门票、车票机票、住宿费、保险等中间环节的费用结算均由旅行社代为完成
信息流	帮助客户搜集、处理、传递和反馈供应链上的各种信息，实现供应链的信息流	搜集整合并向游客提供各种景点、交通方式、住宿、餐饮等方面的信息

资料来源：华创证券研究所

■ 第三方物流的含义

第三方物流有两种解释。我们采用含义二，即第三方物流指提供综合物流解决方案的企业。

图表 47 第三方物流的含义

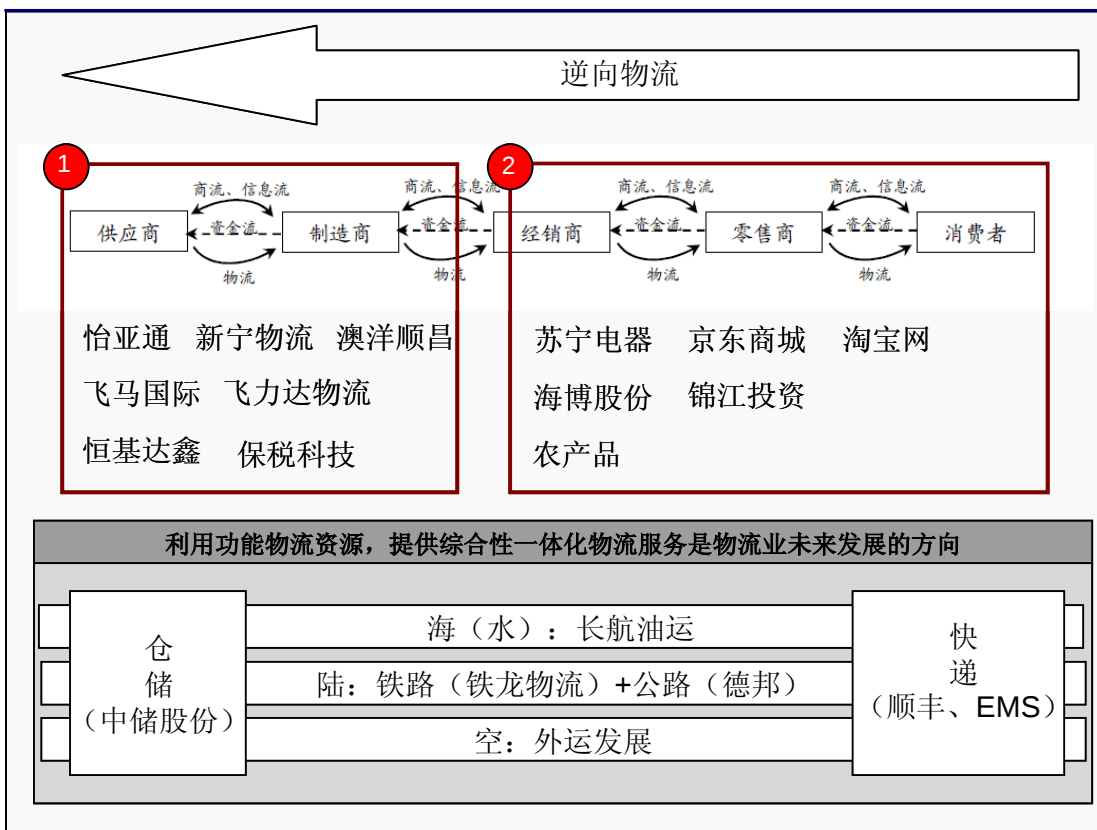
第三方物流具体含义	含义一：第三方物流就是物流企业或者社会化物流
	第三方物流是指由物流劳务的供方、需方之外的第三方去完成物流服务的物流运作方式。第三方就是指提供物流交易双方的部分或全部物流功能的外部服务提供者。在某种意义上，可以说它是物流专业化的一种形式。”这个定义的含义是。
	含义二：第三方物流就是合同物流
	合同物流（Contract Logistics）由于物流业的服务方式一般是与企业签订一定期限的物流服务合同，所以有人称第三方物流为“合同物流（contract Logistics）”。合同物流企业认为物流的关键不在于基础设施的投资和建设，而在网络的建设和信息的沟通，因此他们可以和各种仓储，运输和简单加工企业签订合同来保证为委托方提供物流服务。这类企业在经营上具有很大的灵活性，并且因其不进行具体的管理，因此能更加集中精力来注重提高物流

资料来源：华创证券研究所

■ 物流业的分类及特点

物流行业有多种划分方式，我们倾向于根据供应链条各环节的特征及发展模式，将物流分成三类：1）生产性物流，即环节一；2）消费性物流（营销物流），即环节二，以产品贸易批发为主的物流配送和 3）基础性物流，如各种运输方式及仓储等。各公司在供应链中所起的作用见下图标。

图表 48 典型物流链条的框架



资料来源：华创证券研究所

由于生产物流的发展主要所服务的产业拉动，以企业客户为主，而消费物流主要由终端消费者的行为决定的，以个人客户为主，二者存在明显差异（见下图表）。

图表 49 生产物流与消费物流的主要区别

	服务对象	服务标准	标准化程度	扩展模式
生产物流	以企业为主	企业与物流服务商达成一致协议，定制化服务	低	主要由项目驱动
消费物流	以个人为主	消费者适应物流服务商的服务标注	高	在庞大的客户群中俘获客户

资料来源：华创证券研究所

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801