



# 增持

# 中国物流行业

## 增长快速、升级在望的朝阳行业

公司名称	股票代码	目标价 (港币)	评级
华南城	1668 HK	5.00	买入
嘉里物流	636 HK	15.80	买入
深圳国际	152 HK	15.00	买入
中国外运	598 HK	7.10	买入

我们看好中国物流行业，起步期过后行业的上升潜力巨大。该行业正在追赶发达国家市场，例如美国、欧洲和日本，未来存在较大的增长空间。该行业得到中央政府的强力支持。2003-13年物流行业总产值（国内物流运营总值加行业附加值）的年均复合增长率高达20.9%，而物流成本在GDP中的占比仍高达18-19%。行业有升级、提升效率和整合的需求急迫。我们对该行业首次评级为**增持**。

### 本报告要点

- 对中国物流产业持乐观态度的7点原因
- 对电子商务和跨境电商的具体分析
- 中国物流成本如此之高的原因及其降低的途径
- 政府有利政策详解
- 矩阵和记分卡比较

### 主要催化剂/事件

- 电子商务的繁荣和新出现的跨境电商
- 对物流产业升级和现代化的扶持政策升级
- 城镇化的主题下物流设施搬迁的需求庞大
- 中国的物流成本在GDP中的占比仍为全球最高，而3PL渗透度却是最低，说明提升空间较大

### 中国物流行业的长期前景乐观

- 中国电子商务的快速增长引发了物流业的瓶颈问题。2009-13年，中国在线消费的年均复合增长高达64%，比总体零售增速快了3倍。B2C电子商务和跨境电子商务的兴起或将刺激物流行业需求并提升行业标准。

### 仓储地产需求兴旺

- 我国人均仓储建筑面积仅为0.41平方米，比美国的5.06平方米低92%。我国仅有约20%的仓库被归为现代设施（欧洲为30%），说明存在巨大的提升空间。

### 降低国内物流成本势在必行

- 自1999年来我国总物流成本在GDP中的占比一直稳定在18-19%，高于其他发达国家（10%以下）。较高的物流成本严重制约了中国贸易和经济增长。在本报告中，我们探讨了其中的原因以及降低物流成本的潜在途径。

### 政府对物流行业升级的扶持政策

- 中央政府承诺在城镇化的进程中推动行业升级和现代化。政府自2013年下半年推出的“阳光海淘”未来或将对跨境电子商务起到较大推动。

### 投资主题

- 我们看好的公司具有以下特征：(1)以提供现代物流服务的方式受益于电子商务的蓬勃发展；(2)拥有土地资产，因为工业用途的土地供应正变得日益稀有和昂贵；以及(3)财务健康，从而为未来扩张铺平道路。

### 物流行业覆盖公司

- 深圳国际**是我们在该板块的首选股票，主要有四个原因。首先，我们预测公司将得到重估，因为向物流公司的转型可使其受益于政府对物流行业升级的支持政策。其次，公司土地的升值潜力未来将得到释放。第三，公司拥有稳定的高经营利润率，已超过40%。第四，公司估值低廉，仅相当于8倍2015年预期市盈率，股息收益率高达4.4%。
- 我们对**华南城**首次评级为**买入**，目标价5.00港币。我们看好其土地组合，未来将受益于城镇化和贸易中心的升级。腾讯控股(700 HK)近期对华南城的增持显示出对公司取得长久成功的信心。
- 我们对**嘉里物流**仍维持**买入**评级及15.80港币的目标价。公司拥有强劲的资产负债表，并高度参与综合物流服务业，利润率相对较高。我们预测年底前会有三次并购，为公司提供短期催化剂。
- 我们对**中国外运**首次评级为**买入**，目标价7.10港币。我们对该股持乐观态度，原因包括：(1)巨大的资产注入潜力；(2)立足综合物流业的重新定位；以及(3)强劲的资产负债表。但是，经营利润率或维持在较低水平，并且公司已经被重估。

中银国际证券有限责任公司

具备证券投资咨询业务资格

物流

刘志成, CFA

(852) 3988 6418

lawrence.lau@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120019

\*梁颖璋为本报告重要贡献者

本研究报告是《China Logistics Sector》的中文译本，英文原稿已于2014年10月8日出版

## 目录

中国物流产业.....	3
对中国物流行业长期发展持乐观态度的 7 点理由.....	6
为何中国的物流成本如此之高? .....	24
物流行业竞争格局 .....	27
物流相关政策.....	29
公司比较.....	33
附录.....	36
<b>GDP 和全球贸易相关性分析.....</b>	<b>38</b>
深圳国际 .....	39
研究报告中所提及的有关上市公司 .....	65

## 中国物流产业

2003-13年中国物流产业总值年均复合增长20.9%至197.8万亿。这主要是得益于人口和经济增长以及电子商务需求的繁荣。制造业仍是物流产业最大的用户（占物流总值的90%）。

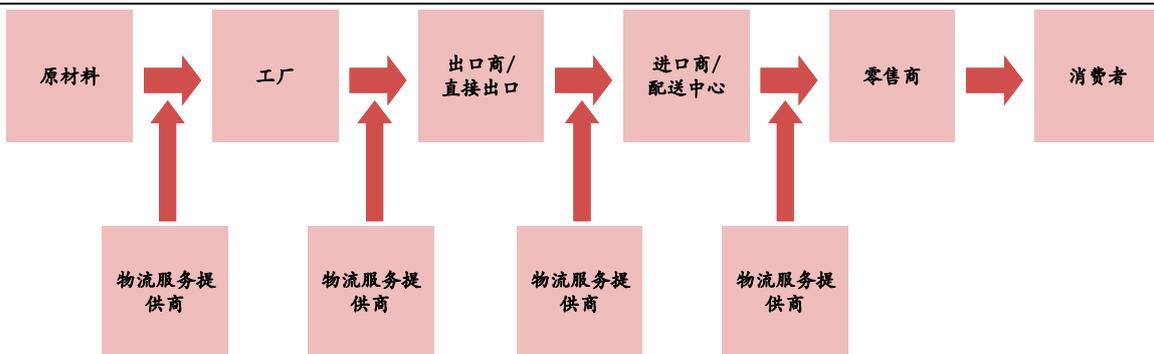
图表 1. 中国物流总值及同比增长



资料来源: 万得数据, 中银国际研究

传统意义上, 物流服务提供商主要提供两种服务: (1) 运输 (道路运输、海运、空运及铁路运输); 以及(2) 仓储 (储存、拼箱/拆箱和交叉配货)。

图表 2. 物流服务提供商在供应链中的作用



资料来源: 中银国际研究

中国物流产业长期高度分散, 截至2013年道路运输占到总吨位的80%。根据《中国物流发展报告(2013-2014)》, 2013年全国共有790,000家道路运输公司, 其中前20名公司在总市场份额中的占比不足20%, 远低于美国前5大公司60%的集中度。在总体运输和物流市场, 我们估算国内前50名公司仅占总市场份额的7.7%。

中国物流市场于2005年底全面开放

作为2001年中国入世的条件之一, 中国物流市场于2005年底全面开放。随后, 几家跨国公司都在中国实现了20-40%的年营收增长, 例如DHL、联邦快递、TNT和UPS。尽管他们在中国物流市场形成了一股新的力量, 但国内物流公司仍是中流砥柱, 市场份额约为60%。本地企业采取了低成本策略, 而外资竞争者则追求优质服务。

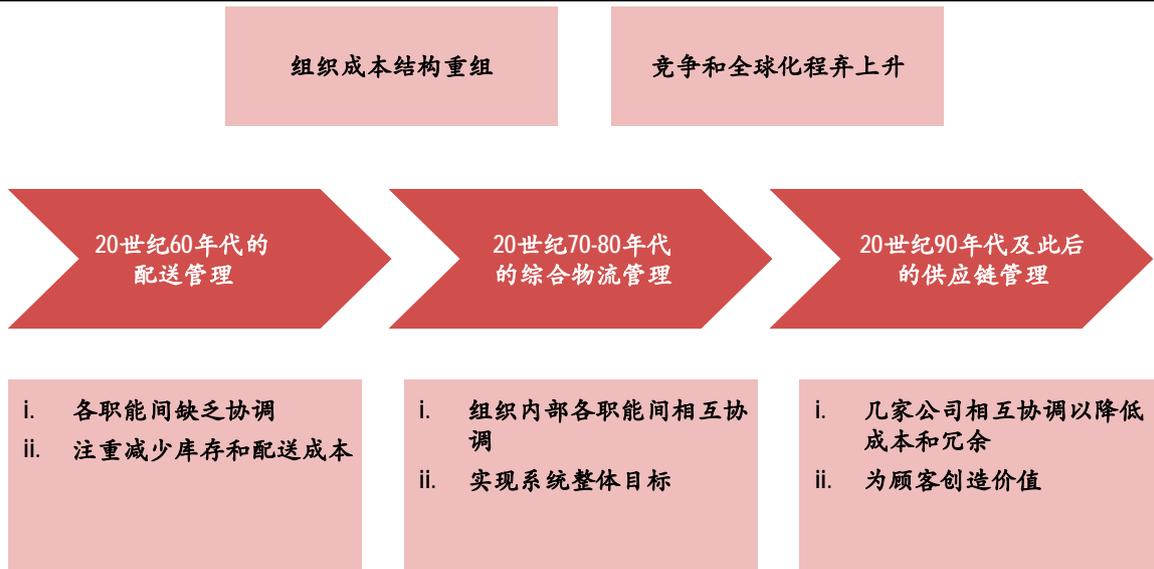
3PL 服务提供商于 2009 年出现，为中国物流产业建立了新的平台和标准

2013 年 3PL 在中国物流市场总营收中仅占比 8.0%，远低于英国、美国和韩国的 10.5%、10.6% 和 11.1%，说明中国 3PL 存在发展空间

同时，2009 年后第三方物流服务提供商(3PL)的出现为中国物流行业搭建了新的平台，并提升了市场的总体效率，尽管进展缓慢。3PL 公司提供的主要服务包括：(1)国内和国际运输管理(DTM 和 ITM)；(2)增值仓储及配送(VAWD)；以及(3) 3PL/4PL 服务（包括呼叫中心、ISO 认证、采购技术、供应链管理等）。

根据一项行业调查，3PL 在中国物流市场的份额估算仅有 8.0%，而英国、美国和韩国分别为 10.5%、10.6% 和 11.1%。传统运输和配送仍是最受工业企业欢迎的外包服务。

图表 3. 全球物流产业发展



资料来源: 中银国际研究

图表 4. 中国大型物流企业竞争力

类型	公司	利	弊
国有	中国外运、中国邮政、中远 (1919 HK)、EMS、中国航空快递、中铁快运	规模大、本地关系更佳	欠缺以客户为中心的意识、运营效率可能较低
私有/ 合资(尤其是外资运营商)	宝供物流、锦程物流、顺丰速递 (省内快递超过 7,500 家, 跨省/ 地区 52 家)	在服务和地区覆盖方面的市场划分明确、相对高效的运营	受内部管理和公司结构制约、获取银行贷款困难
外资	联邦快递, DHL, UPS, TNT, 嘉里物流	海外网络强劲、物流运营经营丰富、IT 系统更为成熟	国内网络和关系较弱、业务范围受限
内部/ 剥离业务	海尔, 苏宁、美的	专业知识	外部客户基础受限、以母公司为重

资料来源: 中银国际研究

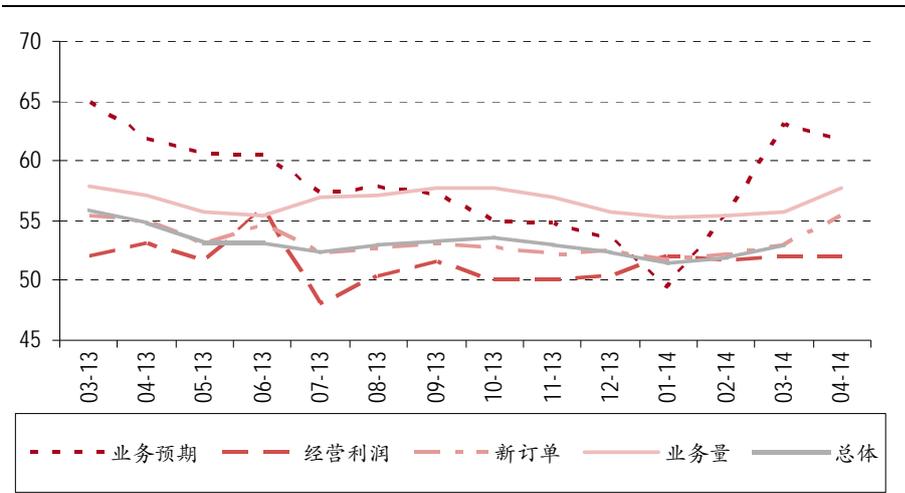
图表 5. 物流服务提供商分类

1PL	需要将商品货物从A处运到B处的个体
2PL	基于资产的实际承运人，例如海运线、空运线或货车公司
3PL	供应链管理职能。3PL提供商包括：货运代理、快递公司提供合约的物流和运输服务的公司，例如退货和维修处理、装配、包装、延迟制造、海运整合以及交叉配货
4PL	专业从事物流、运输和供应链管理的咨询公司，为客户建立和运行综合供应链解决方案，例如Rollins、德勤、SCMO和埃森哲
5PL	采用恰当技术（主要使用IT系统）并代表签约方规划、组织和执行物流解决方案的物流服务供应商

资料来源: 中银国际研究

## 对中国物流行业长期发展持乐观态度的7点理由

图表 6. 中国物流繁荣指数 (LPI)



资料来源: 中国物流与采购联合会

### 1. 电子商务势必出现惊人增长, 尤其是在中国

未来十年中国的电子商务产业势必出现惊人的增长, 主要是得益于: (1) 3G 和 4G 渗透率的持续上升 (2012 年宽带渗透率为 30%, 而美国和韩国分别为 68% 和 81%), (2) 信用卡支付的普及度上升 (2012 年渗透率为 43.5%), (3) 中产阶级的壮大和 20-49 岁人群比例一直较高, (4) 地产价格的高企和劳动力成本的攀升, 以及 (5) 三、四线城市和农村地区消费上升。在线零售可以帮助企业以较低成本送达客户。根据商务部数据, 2013 年中国在线零售额同比增长 41.3% 至 1.84 万亿人民币 (2,950 亿美元), 包括 B2B 交易在内的总电商交易额达到 10 万亿人民币 (1.6 万亿美元)。

中国已超越美国成为全球在线消费增长最快的国家。2009-13 年, 中国在线消费额年均复合增长 65% 至 1.85 万亿人民币 (2,967 亿美元), 而美国在线消费额年均复合增长 14% 至 2,625 亿美元。2013 年中国在线零售销售增长已比总体零售销售增长快出 3 倍 (占到中国总体零售销售的 10.48%, 而美国截至 14 年 1 季度为 6.3%)。另一方面, 韩国也报告 2013 年通过电商网站的进口额同比大幅增长 47%。

图表 7. 电子商务分类构成 (2013)

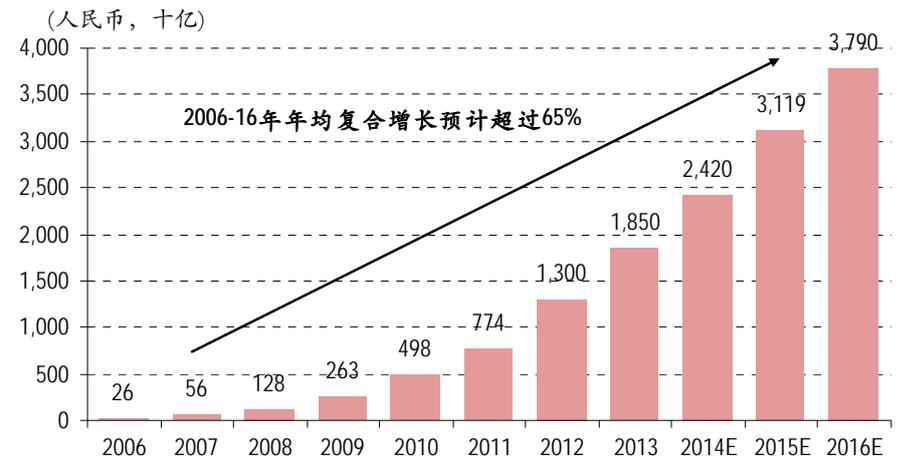
	成交总额 (人民币, 万亿)	在电商成交总额中 的占比 (%)	在子类别中 的占比 (%)
<b>电子商务</b>	<b>9.9</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>B2B</b>	<b>7.1</b>	<b>72</b>	<b>100</b>
中小企业	5.1	52	72
规模以上企业	2.0	20	28
<b>购物 (零售销售)</b>	<b>1.9</b>	<b>19</b>	<b>100</b>
B2C	0.7	7	39
C2C	1.1	11	61
<b>O2O*</b>	<b>0.1</b>	<b>1</b>	<b>100</b>
<b>旅游</b>	<b>0.2</b>	<b>2</b>	<b>100</b>
<b>其他</b>	<b>0.6</b>	<b>6.1</b>	<b>100</b>

资料来源: 中国互联网观察, 中银国际研究预测

\*O2O 指餐饮、票务、美容院和团购

图表 8. 中国在线零售销售

我们预测中国在线零售渗透率将由2012年的42.9%上升至2016年的53.7% (2012年美国为71.6%)



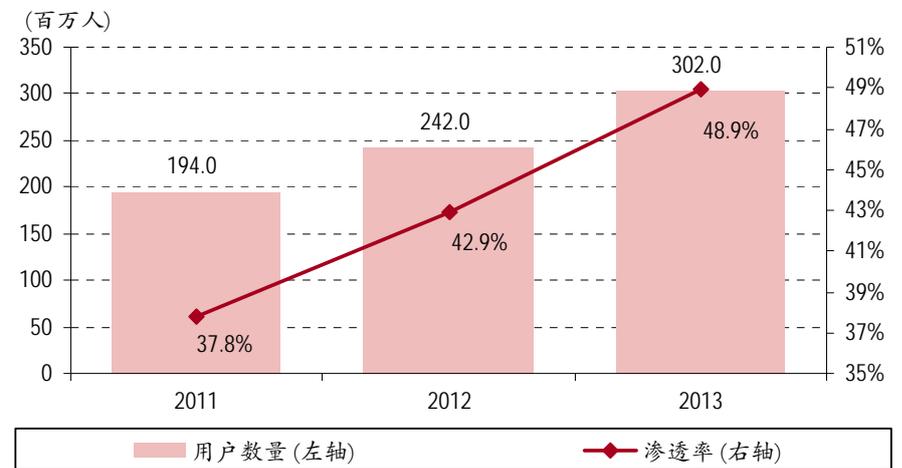
资料来源: 商务部, 中银国际研究预测

物流需求的新趋势

电子商务的爆发式增长将推动物流服务需求, 不仅是货运, 还包括包装、分类、仓储、配送等。但是, 我们看到物流瓶颈正在出现, 从而导致部分中国在线零售商更依赖其内部的物流系统。

根据中国互联网信息中心发布的《中国互联网络发展状况统计报告》, 2013年中国网购用户规模较2012年扩大24.8%至3.02亿, 而在线购物的使用率也攀升至48.9%的历史最高点 (2012年为42.9%)。

图表 9. 网购用户数量和使用率(2011-13)



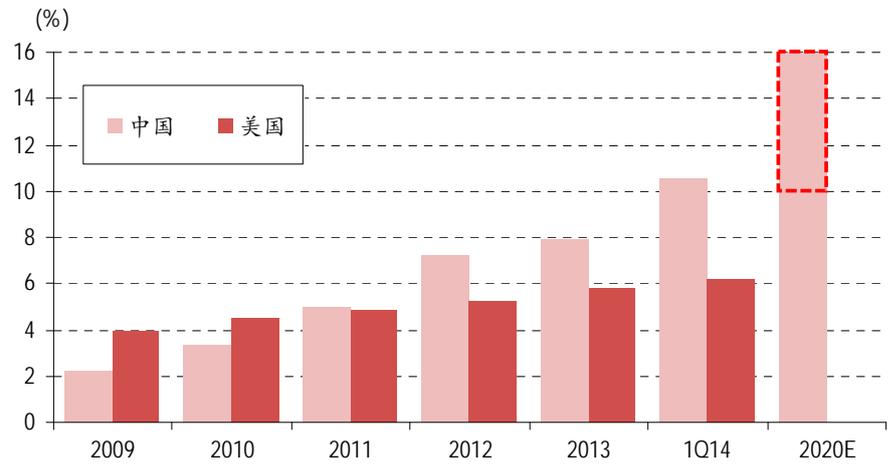
资料来源: 中国互联网信息中心

图表 10. 中国网购交易量和增长



资料来源: 艾瑞网, 中银国际研究预测

图表 11. 中国电子商务在总零售量中的占比



资料来源: 中国互联网信息中心, 中银国际研究

假设 3G 和 4G 渗透率上升、信用卡支付的使用更为普及、中产阶级壮大、20-49 岁人群比例一直较高, 那么至 2020 年中国电商销售在总零售销售中的占比预计将上升至 10-16%

2014 年 1 季度, 在线零售销售几乎已占到中国总零售销售的 10.5%, 而美国和韩国分别为 6.2% 和 13.0%

网购频率越高, 对物流的需求越大

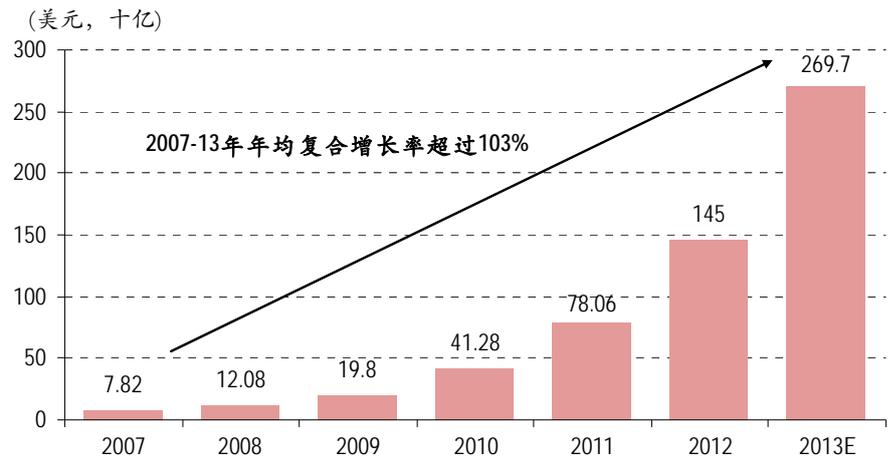
中国互联网信息中心的一项调查显示, 6 个月内网购超过 10 次的购物者比例由 2011 年的 33% 上升至 2012 年的 54%

图表 12 显示, 2012 年中国消费者在 6 个月内的网购频率同比大幅上升。频率越高, 对物流服务的需求越大。

图表 12. 6 个月内的网购频率(2011-12)



资料来源: 中国互联网信息中心, 中银国际研究

**图表 13. 中国电子商务产生的快递服务收入(2007-13E)**


资料来源: 中国电子商务研究中心

### 来自电商运营商的威胁较小

对电商运营商而言, 履约成本(包括处理、仓储和最后一公里交付)通常是一项大的成本开支, 占到总销售收入的10%以上。为缓解仓库不断上升的租赁成本并保证高质量的配送以提高竞争力, 许多电商运营商正努力发展自己的物流网络, 包括近期在美国上市的电商运营商京东商城、苏宁、亚马逊中国、海尔等。

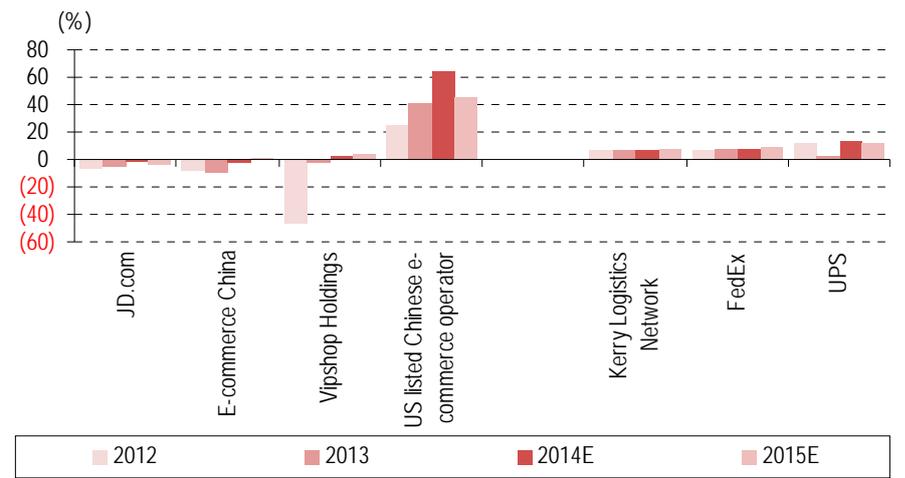
**图表 14. 电子商务运营商近期的物流基建发展状况(2013-14)**

电子商务运营商	仓库/综合物流中心	运营/仓储中心	备注
京东商城	超过 100 万平方米	6 个一流的物流中心; 27 个仓储中心	拥有 2 万多名雇员的自营配送团队, 覆盖 360 多个城市
苏宁易购	截至 2013 年 12 月共有 16 个综合物流中心, 计划至 2015 年在全国范围内共配备 60 个物流基地及 12 个自动化仓库	南宁、北京、上海、广州等	大型货物可在半天内送达 100 座城市, 另外 220 座城市在一天内送达
亚马逊	超过 70 万平方米	11 个运营中心和仓储物流中心	覆盖 19 个城市的自营配送团队
易迅网	接近 23 万平方米	覆盖上海、苏州、杭州等地的配送网络	12 座城市每天送货三次; 7 座城市每天送货两次
一号店	28 万平方米	位于上海、北京、广州等地的 7 个运营中心	70% 的订单由自营物流团队配送; 准时交货率为 99%
日日顺	超过 200 万平方米	9 个送货中心及 90 个配送中心	超过 3,000 条顾客配送线和 6,000 个服务分支

资料来源: www.100EC.cn, 中银国际研究

尽管如上所示在线零售商积极发展自身物流设施, 但我们相信由此产生的近期威胁有限, 原因如下:

**(1) 庞大的资本支出和较高的运营成本**——建设完整的物流基础设施需求庞大的资本支出。当成交总额无法达到一定规模, 物流业务的投资和经营成本可能对电商运营商的利润产生不利影响。以京东商城为例, 尽管其物流网络发展相对完善, 但公司在过往数年内录得净亏损(2011-13)。亚马逊在过去 20 年的运营中盈利微薄甚至出现亏损。尽管销售同比强劲增长 23%, 但 2014 年 2 季度公司亏损 1.26 亿美元 (2013 年 2 季度亏损 700 万)。亏损的原因之一在于高昂的物流费用, 占到净销售额的 9-10%。尽管亚马逊投资扩充配送网络/中心, 但仍未实现规模经济。我们认为, 仅有少数公司能向亚马逊一样为了长期利益而牺牲数年的盈利。

**图表 15. 电子商务和物流运营商的经营利润率对比**


资料来源: 公司数据, 彭博, 中银国际研究预测

**(2) 工业土地资源稀缺**——仓库建设一般需求一年以上的时间, 我们认为最耗时的步骤在于土地收购。土地如今是一项稀缺资源, 这是因为: (a)理想的仓库用地要求有便捷的交通, (b)地理位置优越的土地容易被地方政府用作商业和住宅而不是工业用地, 以获取更高的回报。

**(3) 规模问题**——拥有小规模物流网络在削减成本和提升质量方面帮助不大。但是, 融资和土地资源限制使得建设具有规模的物流网络十分困难。据一家全球最大规模的电商运营商估算, 建设一个覆盖全国的物流网络(覆盖全国2,000余个城市)需求5-8年的时间, 总投资3,000亿人民币。即便是这家电商巨头也未能成功建设100%自营的仓库和物流设施, 而是考虑到庞大的投资规模后决定与专业物流公司和商业地产开发商合作。

**图表 16. 物流地产开发的典型时间表**

从选址到租赁, 典型开发期需要约12-21个月

各异	3-6个月	6-12个月*	3-9个月
<b>项目确认/收购</b>	<b>预开发</b>	<b>建设</b>	<b>租赁</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>城市/分市场确认</li> <li>选址</li> <li>与政府协商</li> <li>客户需求分析</li> <li>投标程序</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>项目设计</li> <li>建设许可</li> <li>政府审批</li> <li>预售</li> <li>建设融资</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>签约</li> <li>地基</li> <li>建设主体</li> <li>卖质完工</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>营销</li> <li>客户关系</li> <li>租赁合同—协商和起草</li> <li>租户装修</li> </ul>

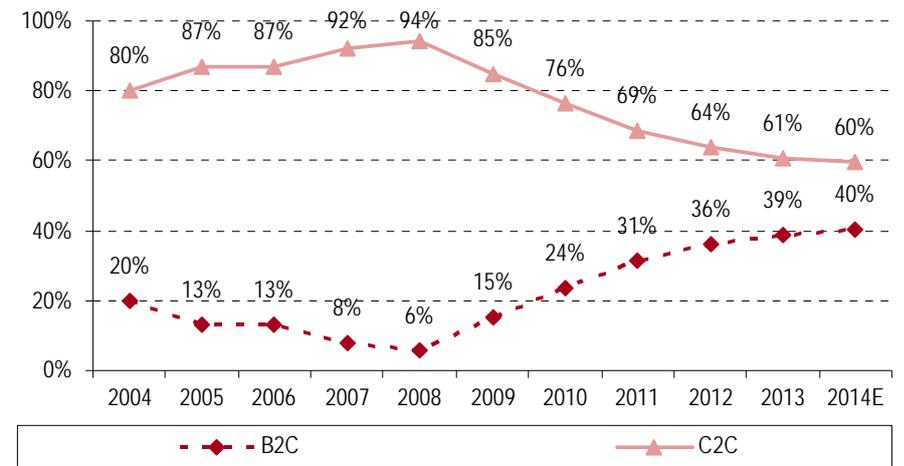
资料来源: 中银国际研究

\*单层仓库的典型建设期; 多层仓库的建设期需要18个月左右

### B2C 电子商务的兴起

目前，中国的电商零售被 C2C（顾客对顾客）业务主宰，2013 年该业务占到 61% 的市场份额（较 2009 年的 85% 有所下降），主要是受到淘宝网成功的推动（一家由雅虎部分持股的 C2C 网站）。但是，B2C（商对客）业务快速发展，当前在网购市场中占有 39% 的份额。由于总体而言 B2C 能带来更高的质量和可靠性，我们认为至 2015 年它将超越 C2C。根据艾瑞网数据，最大的电商部门包括家居用品、服饰、出版物（包括书籍和 DVD）、日用品以及消费类电子产品。

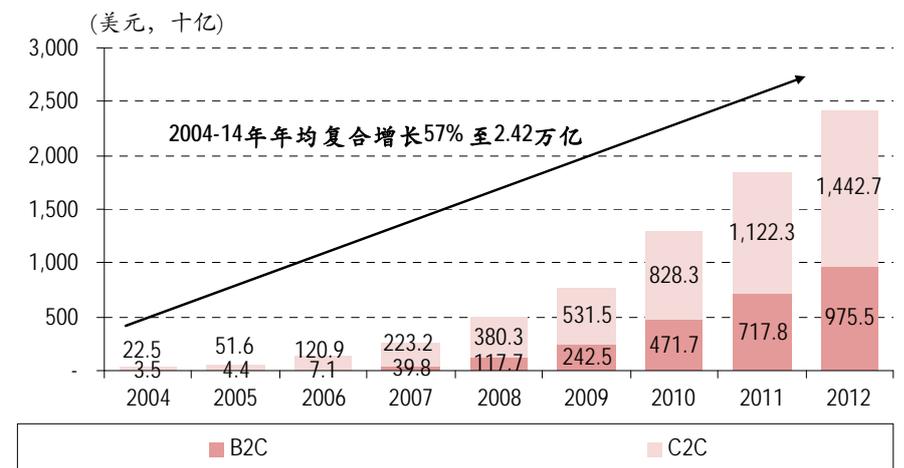
图表 17. C2C 和 B2C 的市场份额区分



资料来源：中国互联网观察，中银国际研究预测

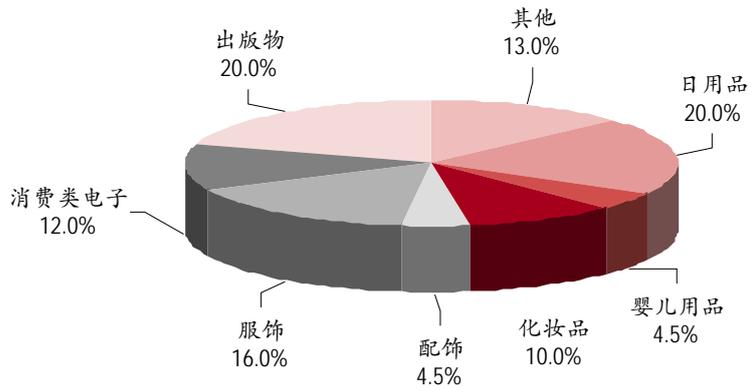
图表 18. B2C 和 C2C 电商市场规模

2004-14 年 B2C 市场规模年均复合增长 76%，C2C 市场规模年均复合增长 52%



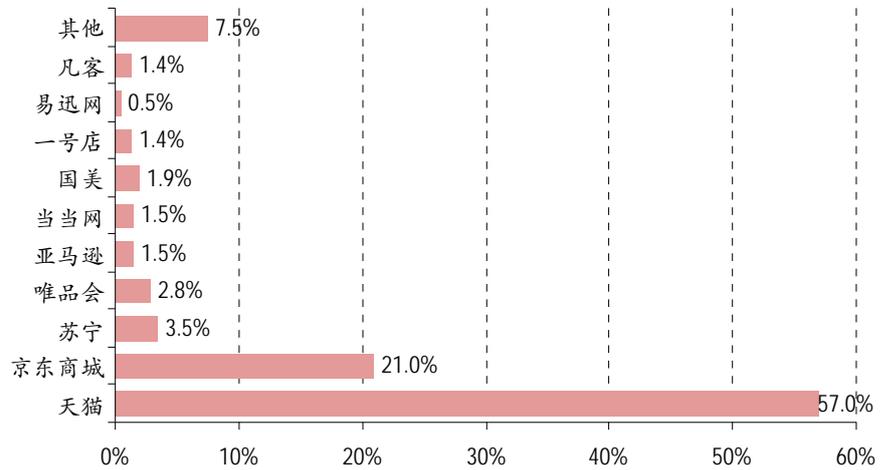
资料来源：中国互联网观察，商务部，中银国际研究预测

图表 19. 中国电商部门构成 (2014E)



资料来源: 艾瑞网, 中银国际研究

图表 20. 中国 B2C 网站市场份额 (2014 年 2 季度)



资料来源: 艾瑞网, 中银国际研究

图表 21. 主要在线零售运营商

在线零售运营商	物流设施及配送服务
淘宝网 (最大的 B2C 电商运营商, 14 年 2 季度市场份额 51%)	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 淘宝拥有自己的物流系统, 将中央仓储系统与商户和第三方物流合作方的仓储系统相连接</li> <li>◆ 所有第三方物流合作方必须符合淘宝的物流要求和标准</li> <li>◆ 淘宝没有自己的快递队伍, 而是将快递服务外包给第三方</li> <li>◆ 母公司于 2011 年 1 月宣布一项 30 亿-45 亿美元的投资计划, 在北京、上海和广州附近建设 300 万平方米的仓库</li> </ul>
京东商城 (此前名为 360BUY, 第二大 B2C 电商运营商, 13 年 2 季度市场份额 17%)	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 京东商城在中国 36 个城市运营 86 个仓库, 包括北京、上海、广州和成都, 截至 2014 年 3 月总建筑面积 150 万平方米</li> <li>◆ 未来三年预计将在全国建设 50-60 个仓库, 并在未来 3-5 年内成立自己的物流团队</li> <li>◆ 未来几年公司预计至少需要 8,000 万平方米的仓储设施</li> </ul>
亚马逊	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 亚马逊在主要城市有 11 个仓库, 包括北京、苏州、广州和成都</li> <li>◆ 拥有自己的快递队伍服务 19 座城市, 但也与第三方快递公司合作以覆盖国内其他城市, 在全国范围内提供直接送达服务</li> </ul>
一号店	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 递送网络覆盖全国 34 座城市, 包括北京、上海、广州和成都</li> <li>◆ 内部快递团队负责处理 70% 的售出商品, 其余由第三方快递公司配送</li> </ul>
凡客	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 拥有自己的物流公司如风达, 在 20 座城市建立了递送网络; 其余地区则将快递服务外包给第三方快递公司</li> </ul>

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

## 2. 跨境贸易增长潜力巨大

2008-14 年中国跨境电商交易总值  
预计年均复合增长 97% 至 1,400 亿  
人民币

由于财富增长以及中国消费者对品牌、质量和潮流的意识增强, 加之对国内有售的外国产品的认识增多, 我们认为海外网购未来存在巨大潜能。根据中国电子商务研究中心数据, 2008-14 年中国海外商品购买总值的年均复合增长预计将达到 97%。2013 年网购商品总值达 744 亿人民币, 仅占中国总交易额的 0.6%, 说明未来增长潜力巨大。

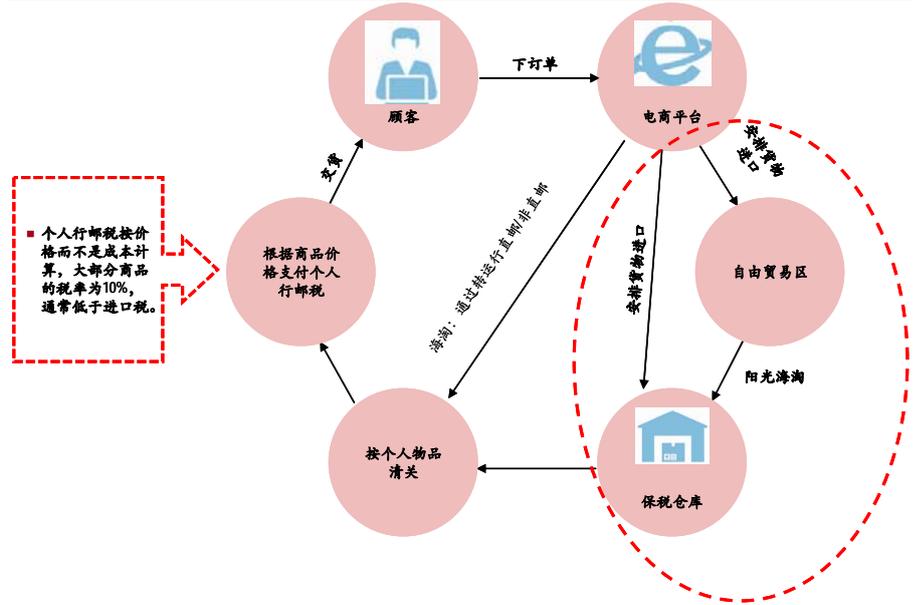
图表 22. 中国在线购买海外商品总值



资料来源: 中国电子商务研究中心, 中银国际研究预测

电商产品总体便宜 30%。除产品选择范围更广以外，通过海淘（海外搜寻在线购物）出售的商品普遍比国内商场售价便宜 30%，这主要是得益于有利的税收政策。根据上海、重庆、杭州、深圳、宁波、郑州、长春和哈尔滨等电商试点城市（2013 年 8 月生效）的税收规定，500 人民币以下的订单免税，50-1,000 人民币的订单一般征收 10% 的个人行邮税（部分特定物品适用 20%、30% 和 50% 的税率），远低于 17% 的常规增值税率。特定消费品的进口商被要求按 1-40% 的税率支付消费税。

图表 23. 中国在线购买流程图



资料来源: 中银国际研究

**政府推出海淘改进版——“阳光海淘”**

于跨境购买需求增长、海淘经营环境不规范，13 年下半年国家发改委和中国海关推出了名为“阳光海淘”的官方电商渠道，可大幅缩短货运和交付时间。例如，从美国购买商品的货运天数由 15-30 天缩短至了 1-2 周甚至更短，这是因为进口货物可通过保税仓库处理。在数据库的帮助下，卖方可预测库存并事先通过海运发货至保税仓库，从而缩短中国购买方的收货时间。

图表 24. 电商渠道跨境通购物实例(阳光海淘的官方平台之一)

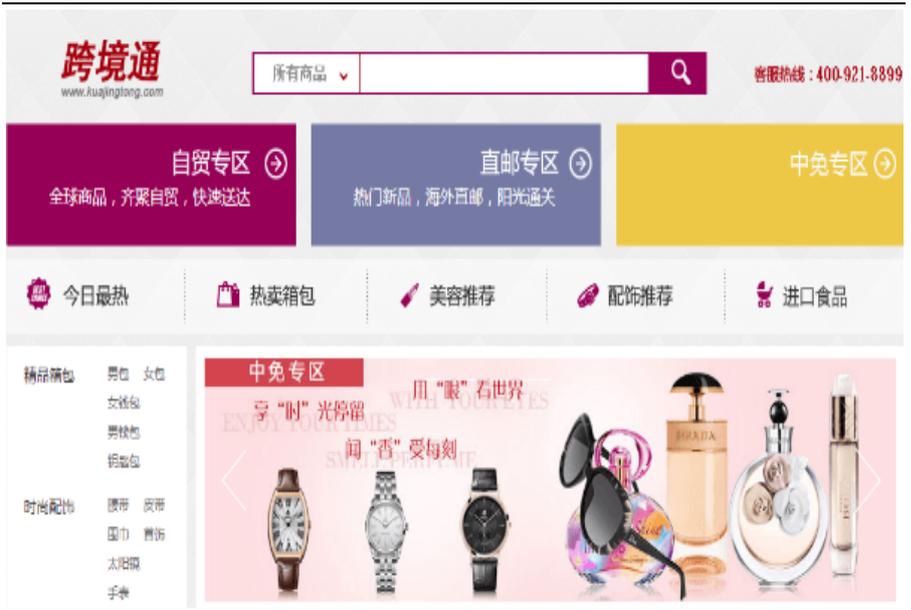
优势:

- 税收和运输费用区分明确
- 比中国零售价低 72%



资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 25. 跨境通网站快照



资料来源:公司数据, 中银国际研究

图表 26. 海淘和阳光海淘对比

	海淘 (包括直邮和经过货运代理的非直邮)	阳光海淘 - 跨境网购官方渠道
运输费	单个包裹邮递, 费用更高	集中处理, 费用更低
税收	如雇用货运代理, 税收费用不明 按规定税率应与阳光海淘相同	个人行邮税, 税收费用明确
本地售后服务	非必要	有效

资料来源: 中银国际研究

1. 中国人均仓储建筑面积仅为 0.41 平方米, 比美国的 5.06 平方米低 92%
2. 根据普洛斯提供的数据, 中国新增的现代仓库供应仅有 2%
3. 根据万得数据, 2008-12 年贸易中心总建筑面积的年均复合增长为 7.1%, 远低于 13.4% 的需求增长

### 3. 物流相关物业和设施的需求兴旺

在商业和住宅地产前景暗淡不明的背景下, 我们看到中国的工业地产开发需求兴旺, 部分原因是电子商务的兴起。根据仲量联行的数据, 中国高端仓库的平均租赁费用在过去 18 个季度中连续上升, 平均收益率为 5-6%, 远高于商业地产的 3%。

鉴于当前 0.41 平方米的低人均供给 (比美国的 5.06 平方米低 92%), 我们认为中国的物流设施开发潜力巨大。此外, 中国仓库仅有 20% 左右是跟踪系统和零售技术完全电脑化的现代设施。缺少最新的技术和物流系统可导致物流成本居高不下。

图表 27. 中国各类物流设施对比

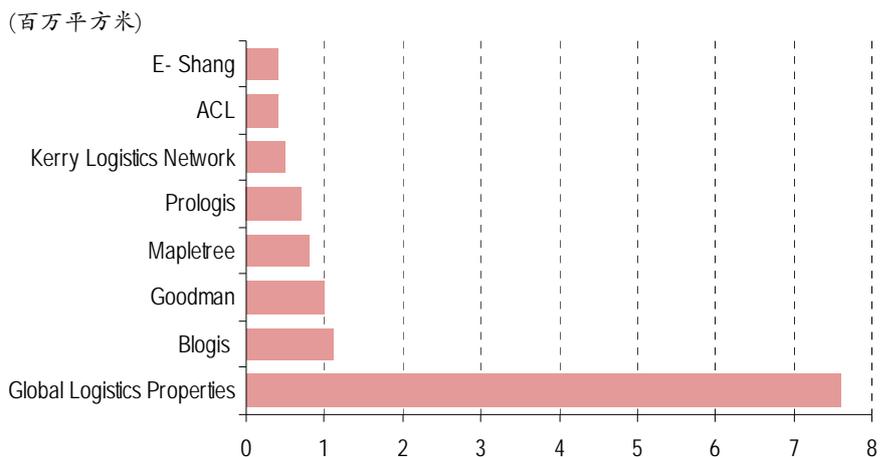


资料来源: 普洛斯, 中银国际研究

早期发展商享有以低成本收购最佳地皮的优势。嘉里物流(636 HK)、普洛斯(GLP SP)和嘉民集团(GMG AU)被认为是 10 年前最先进入市场的早期物流商。其中, 普洛斯规模最大, 业务覆盖 34 座城市, 超过 760 万平方米的完工面积属于现代物流设施, 在中国拥有 60% 的市场份额 (远高于第二名宝湾物流的 9%)。普洛斯报告电子商务用地在其总出租面积中的占比由 2011 年的 14% 分别上升至 2012 年的 20% 和 2013 年 3 月的 25%。2014 年 8 月 4 日, 公司以 20 亿人民币收购中国最大的国有仓储物流公司 15.3% 的股权, 意图在电子商务蓬勃发展的背景下进一步利用中国仓储行业的增长机遇。普洛斯初步计划在全国范围内开发多达 130 万平方米的建筑用地。

近年来, 京东商城、苏宁易购及部分外资仓储企业考虑到物流瓶颈问题, 都在积极扩大自有仓库和物流地产投资。亿城投资集团和丰树产业计划联手向一项 100 万平方米的仓储项目投资至少 5 亿人民币。鉴于收益率较高和需求的不断增长, 我们相信未来中国仓储地产板块的吸引力将日益增强。此外, 国内地产领先企业万科(2202 HK/000002 CH)正计划与黑石集团(BX US)合作, 挖掘中国物流地产行业机遇。

图表 28. 现代物流设施完工面积 (2014 年 3 月)

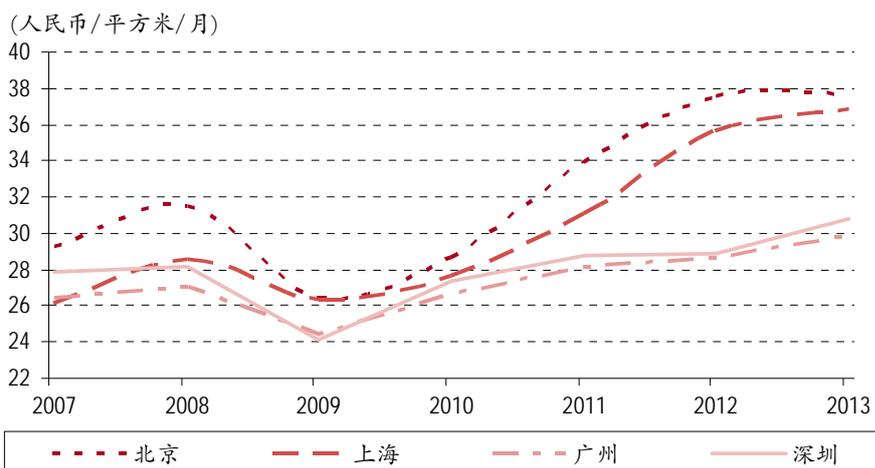


资料来源: Armstrong & Associates Inc

注意: 普洛斯持有宝湾物流 19.9% 的股份和中国航港发展有限公司 53.1% 的股份

图表 29. 中国 4 个一线城市仓储租赁趋势

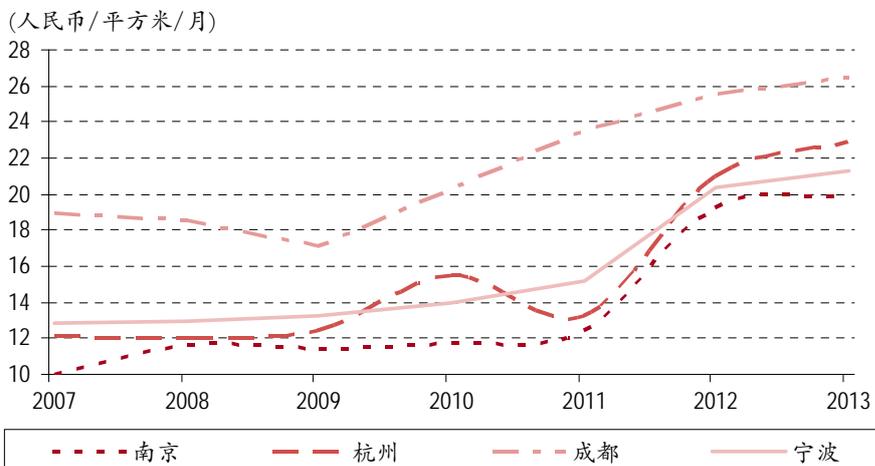
2009-13 年 4 座一线城市平均租赁费用年均复合增长 7.4%



资料来源: 万得, 中银国际研究

图表 30. 4 个主要电商城市仓储租赁趋势

2009-13 年中国 4 个主要电商城市的平均月租费用年均复合增长 13.9%



资料来源: 万得, 中银国际研究

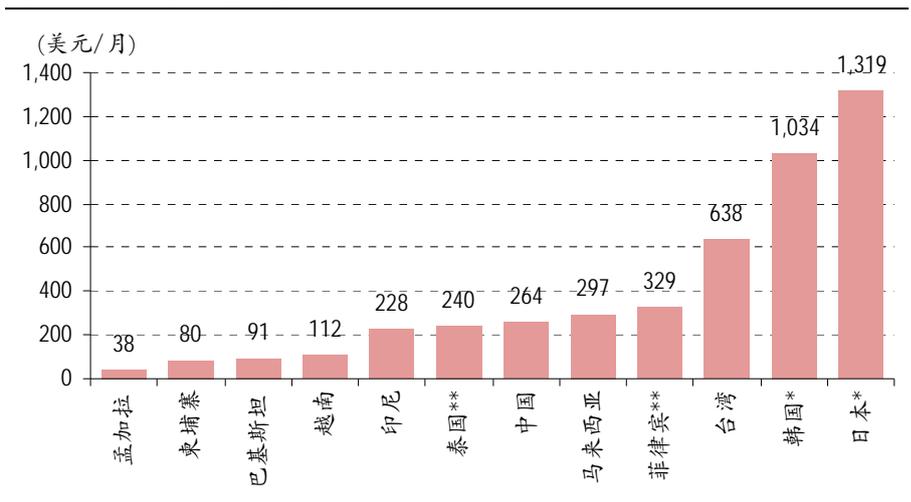
#### 4. 向亚洲内部的配送业务转移

过去5年我们在亚太区发现了另一个趋势,物流行业重心由出口经济体向地区和地区间配送转变,以适应中国、印尼、马来西亚、泰国和越南等发展中国家不断增长的消费支出。

2001年12月中国入世以后,供应链的扩张使得货运代理需求出现前所未有的增长。廉价劳动力和有利的外商直接投资政策吸引制造商将工厂迁至中国。根据世界贸易组织的数据,2001-08年中国出口货物的年均增长由1991-2001年的14%猛增至27%。我们认为当时是货运代理的黄金期。

但是,自2008年全球信贷危机以来,货运代理受到了严重打击,交易量下降,对成本节省的担忧加剧。由于过去10年劳动力成本大幅上升约15%,中国目前已不再是最有吸引力的生产基地。这为其他发展中国家带来了更多机遇,例如越南、柬埔寨和印尼等东南亚国家。另一方面,由于财富增长和中产阶级壮大,中国转变为全球最大的消费国之一。同时,自金融危机后欧洲和北美的消费水平受创。因此,我们预测未来亚洲内部贸易量会有所上升,利好嘉里物流。

图表 31. 各国最低月工资



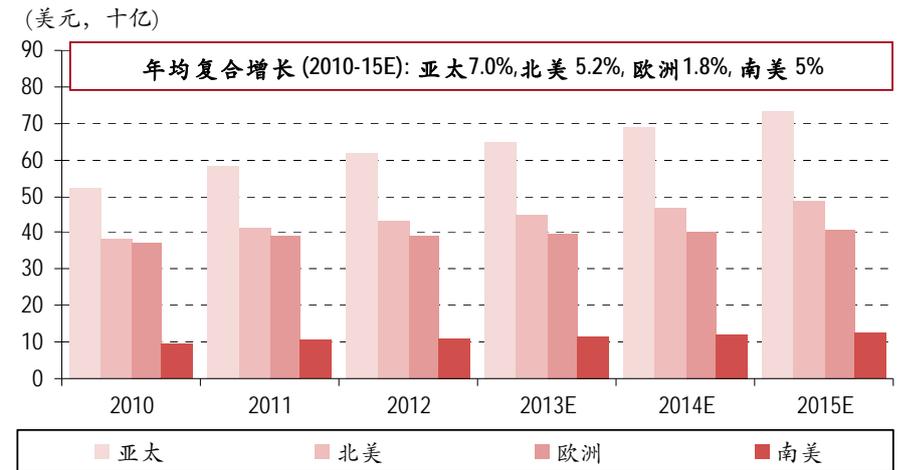
资料来源: 中国劳工通讯, 中银国际研究

\*仅指服饰和鞋履行业

\*月最低工资按照每小时最低工资、每周40小时的最大工作时长和每月4周来计算

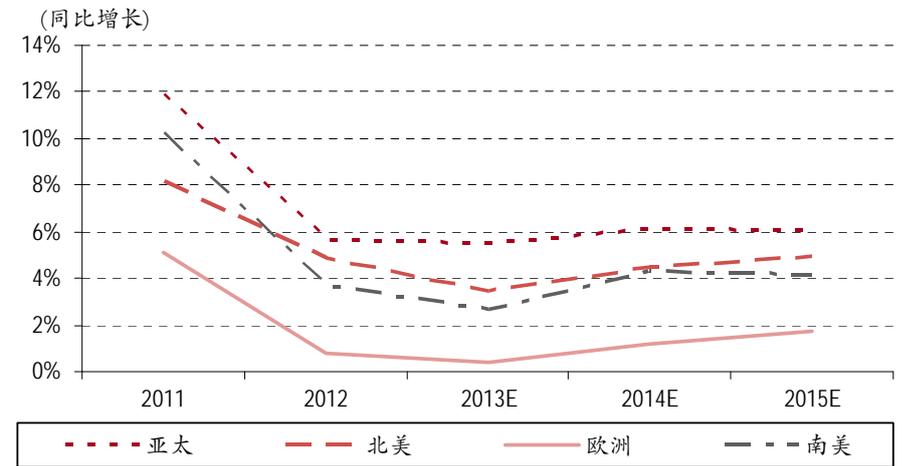
\*\*月最低工资按照每日最低工资、每周6天的最高工作天数和每月4周来计算

图表 32. 主要地区增值仓储和配送(VAWD)预期收入



资料来源: Armstrong & Associates Inc

图表 33. 主要地区 VAWD 收入的预期同比增长



资料来源: Armstrong & Associates Inc

### 东盟将减免关税

中国内地首个自由贸易区上海自贸区于 2013 年 7 月宣告设立并于 2013 年 9 月挂牌。包括天津和广东在内的其他内地城市也提交了自贸区议案有待审批。该自贸区首先将覆盖上海浦东新区 28.78 平方公里土地(包括外高桥保税区和洋山港), 最终扩大至整个浦东 1,210.4 平方公里的总面积。航运和物流构成自贸区 6 大重点服务领域之一。由于贸易区简化了海外投资和设立企业的行政审批流程, 我们预测进口商品购买量的上升对物流行业有利。至 2015 年, 东盟国家将根据《东盟自由贸易区共同有效普惠关税方案协议》(即 AFTA-CEPT 协议) 对所有商品贸易实行免税政策, 从而提高东盟成员国作为生产基地的竞争优势并为该地区吸引更多的外商直接投资。

**图表 34. 东盟对各地区的出口增长数据**

(%)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>总出口</b>	16	14	(21)	21	18	0	2
北美	11	11	(21)	23	16	4	2
欧洲	17	12	(23)	12	18	(4)	4
亚洲	16	14	(18)	31	17	2	3
中国内地	26	17	(16)	31	20	8	8
香港	8	6	(11)	22	14	8	9
印尼	14	18	(14)	32	27	(6)	(3)
马来西亚	10	13	(21)	26	15	0	0
菲律宾	6	(3)	(22)	34	(6)	8	9
新加坡	10	13	(20)	30	16	0	0
台湾	10	4	(20)	35	12	(2)	1
泰国	19	16	(14)	27	15	3	0
越南	22	29	(9)	27	34	18	15

资料来源: 世界贸易组织

## 5. 行业整合

如果中国的物流行业发展更趋成熟, 对优质物流服务的需求不断扩大, 那么拥有综合性网络和服务的大型物流企业, 以及拥有更复杂技术的物流企业将比小型企业拥有更多的优势。只有拥有雄厚的财务实力和出色的竞争力的物流企业才能不断扩大服务区域、销售渠道和客户网络等, 因此行业整合必将加速。但是, 中国依然缺少优质的本土物流企业。我们在图表 35 中列举了一些全球性的扩张和收购项目。例如, 敦豪全球货运公司(DHL Global Forwarding)收购了其于汉莎货运(LHA XETRA)共同运营的 LifeConEx 公司 50% 的股权, 该公司致力于提供生命科学领域的冷链服务。嘉里物流(Kerry Logistics)收购了台湾信速医药物流, 并与 Mosskito Logistics 成立合资公司, 于澳大利亚拓展冷链配送业务。普洛斯(GLP)已经与中储股份建立战略合作关系。中储股份是中国最大的国有储运公司, 共拥有超过 900 万平方米的土地资源。在图表 35 中我们可以看到, 2013 年大型的跨国收购交易平均息税折旧前利润乘数为 6.7 倍, 与 2012 年相等。

2013 年主要的全球收购平均息税折旧前利润倍数为 6.7 倍, 与 2012 年相等

在美国上市的中国电子商务运营商阿里巴巴已经联合了银泰集团、复星国际、富春控股和五家主要的快递公司(圆通、顺丰、申通、韵达和中通)成立了“菜鸟网络科技有限公司”, 注册资本 50 亿人民币。五家快递公司分别持有“菜鸟”1% 的股权。考虑到目前市场较为零散且竞争格局复杂, 我们预计行业整合大约还需要 4-5 年的时间。

图表 35. 部分第三方物流收购项目

标的公司	收购方	收购日期	收购价 (美元, 百万)	标的公司 年收入(美元, 百万)	标的公司		标的公司 类型
					息税前利 润或息税 折旧前利 润(美元, 百万)	息税前利 率*或息 税折旧前 利润**倍数	
Caterpillar Logistics Services	Platinum Equity	5/11/2012	700	600	60	11*	私人
Panther Expedited Services	Arkansas Best	6/15/2012	180	215	22.5	8*	私人
R&M Transportation and Sortino Transportation	Roadrunner Transportation Systems	8/3/2012	24.2	64.5	5	5**	私人
Expedited Freight Systems	Roadrunner Transportation Systems	8/13/2012	10	19	2	5**	私人
LINC Logistics	Universal Truckload Services	10/1/2012	335	290	48	7**	私人
MSM Transportation	Wheels Group	10/1/2012	18.8	44.3	3.3	5.7**	私人
BrightPoint	Ingram Micro	10/15/2012	650	5244	120.4	5.4**	上市
Turbo Logistics	XPO Logistics	10/24/2012	50	124	6.2	8*	私人
Phoenix International	C.H. Robinson Worldwide	12/1/2012	635	807	50.8	12.5**	私人
A&A Express	Roadrunner Transportation Systems	11/12/2012	26.5	39.3	5.3	5**	私人
A&R Logistics	Mason Wells	12/1/2012	64	76	8	8**	私人
Covered Logistics & Transportation	XPO Logistics	12/21/2012	11	27	1.5	7.3*	私人
Autoinfo, Inc. (Sunteck)	Comvest Partners	2/22/2013	38.9	55 (净)	7.1	5.5*	私人
Vitran Corp. Supply Chain Division	LEGACY Supply Chain Service	3/1/2013	97	120	11	8.8**	上市
Total Quality, Inc	Forward Air Corp	3/4/2013	66	54.8	8.3	8**	私人
Adrian Carriers	Roadrunner Transportation Systems	4/30/2013	20.7	32.5	4.1	5**	私人
Wando Trucking	Roadrunner Transportation Systems	4/30/2013	9	13	1.8	5**	私人
Interide Logistics	XPO Logistics	5/6/2013	3.1 现金/ 0.6 股票	28	0.5	7.4*	私人

资料来源: 各家公司的经营数据 (作为第一手数据来源)、Armstrong & Associates Inc (作为第二手数据来源)

## 6. 第三方物流的需求量在增长, 因为这是降低物流成本的途径

随着全球国际贸易和电子商务的快速发展, 供应链不断扩大, 对于第三方物流服务的需求也在不断增长。增长主要包含以下几方面原因:

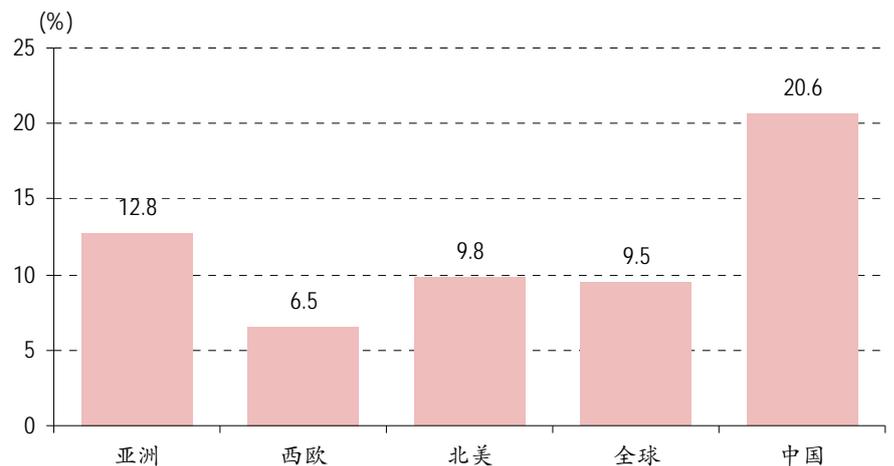
- (a) **法规**- 中国的物流行业监管环境非常复杂, 地方、地区和全国各级都有不同的法规, 城市之间的法规也有差异。雇用第三方物流公司能够利用物流公司及当地人员与地方政府的良好关系来加快海关清关速度。
- (b) **更好的信息技术基础设施来有效管理库存**- 缺少有效的信息技术平台或复杂的电子追踪技术, 延迟、不必要的仓储和堆存费将会导致信息传递障碍, 销售和生数据不匹配, 甚至是出现无效的货运安排。
- (c) **分销弹性更大**- 虽然中国和美国的地理面积相差无几, 但是中国的高速路网总里程仅为美国的 1/3。无效的交通基础设施和仓储设施会导致物流成本高企及商品丢失和损坏, 尤其是易损物品。大部分情况下, 一家公司的产品可能会销往全国, 但是不会在每个省市都开店, 因此雇用一家第三方物流公司不仅可以加强销售网络, 同时也能缩短货物运送的时间。
- (d) **区域贸易失衡**- 现在, 越来越多的沿海企业正在迁往内陆地区 (例如西南地区), 主要是因为内陆劳动力和启动成本较低。譬如, 联合利华近期关闭了位于上海和广东的工厂, 并将工厂搬到了合肥经济技术开发区。在电子商务领域, 区域贸易失衡越来越明显。淘宝使用量排名前十的城市均位于沿海地区, 淘宝使用量增长最快的十大城市中, 8 个城市都是二三线城市 (例如河南省漯河市、湖北省鄂州市和云南省思茅市)。
- (e) **资本性开支要求较低**- 通过雇用第三方物流服务公司, 企业可以节省仓储和交通运输的资本性开支, 并将成本传递给第三方物流供应商。

(f) **成本控制较好**-对于规模较小的电子商务公司来说,将物流服务外包给第三方企业是更有效的成本控制方式,单个包裹的成本可能非常高,其中到户交付的包裹通常要占到总成本的近50%。大型电子商务企业则更倾向于建立自有的物流网络和交付系统(例如京东商城和国美电器),因为它们出货量大、效率高。但是,这种做法在初始阶段会侵蚀利润。

我们认为,第三方物流企业想要取得长期的成功,首先要做的并非扩张规模,而是如何变得更强,因为除了价格以外,客户对其服务的质量、可靠度和弹性将越来越关注。因此,随着客户需求越来越复杂,信息技术将成为主要的差异化因素。

零售业巨头们希望物流服务企业不但能够提供货物运输服务,同时也能协助收取简单商品、管理库存、仓储和分销,甚至能够提供简单的维修和退货管理服务。对于高科技客户来说,还需要进行简单的商品测试和二次打包。总而言之,我们认为仓储、挑选、分类、包装和分销已是对第三方物流供应商最普通的要求。

图表 36. 全球第三方物流的市场规模年均复合增长率(2009-13)

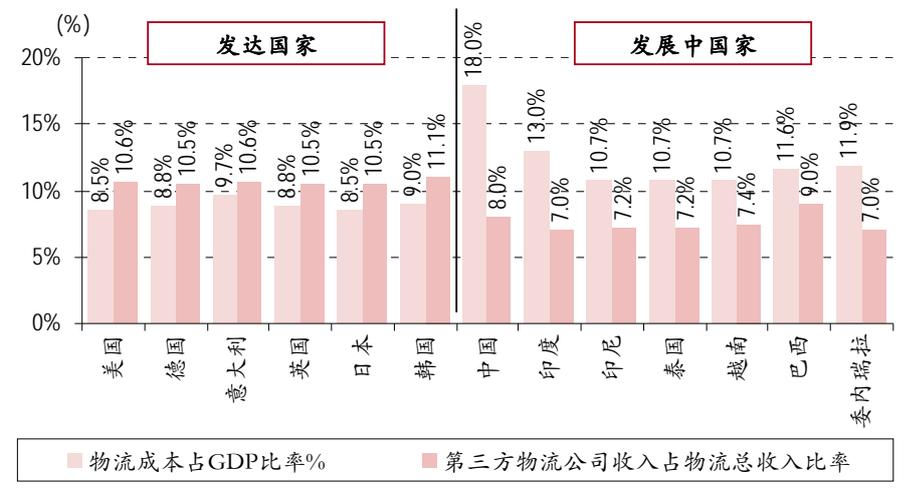


资料来源: Transport Intelligence

根据咨询机构 Transport Intelligence 的统计,中国的第三方物流市场的规模从2009年开始大幅扩张,2009-13年均复合增长率达到20.6%,13年已近1,274亿美元,增速超过了亚洲12.8%和全球9.5%的平均增速。

图表 37. 全球物流成本占 GDP 比率和各地区第三方物流公司收入占总物流收入比率(2013)

第三方物流在总物流中的占比越高, 物流成本占 GDP 的比重就越低



资料来源: Armstrong Report

## 7. 降低物流成本势在必行

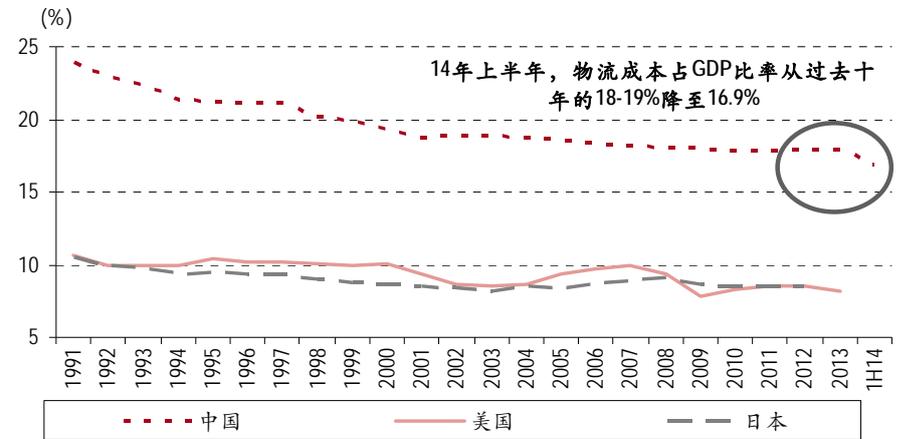
我们认为, 在中国降低物流成本是非常必要的, 因为成本已经严重阻碍了贸易和经济的增长, 也导致国内企业发展停滞不前。本土商品在国内的销售价格缺乏竞争力, 一部分原因就是物流成本高企。我们将在下文中为大家进一步剖析为何中国的物流成本如此之高。我们认为, 现代物流业的升级和现代化将推动第三方物流企业的渗透率提高, 并有效降低物流成本。

## 为何中国的物流成本如此之高？

图表 38. 物流成本占 GDP 比率

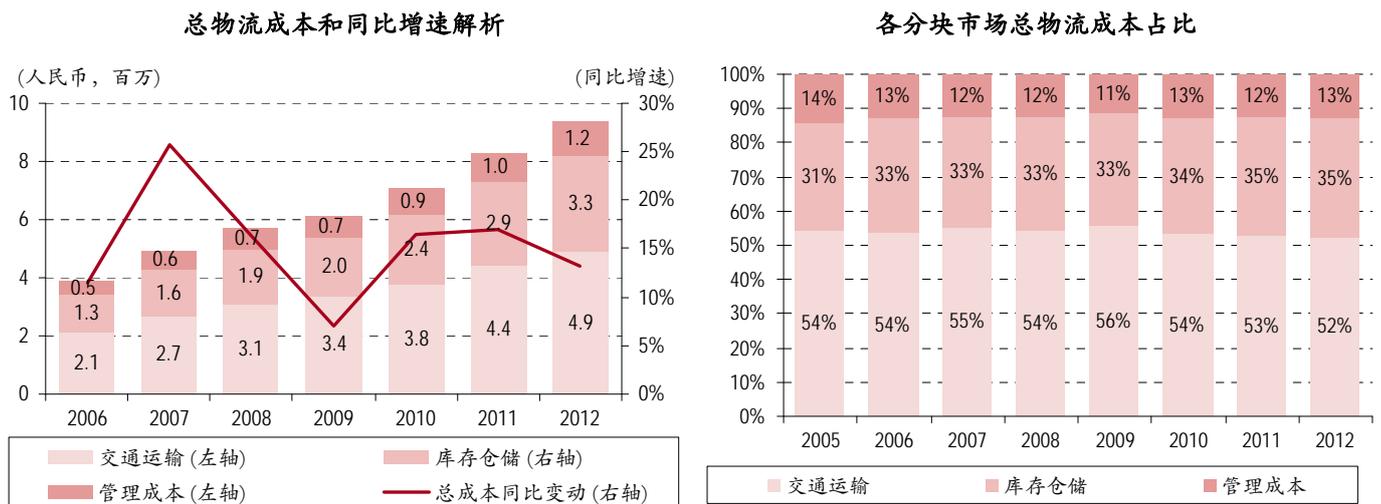
2013 年全球平均成本占 GDP 比率约为 12%，亚洲地区约为 13%

14 年上半年，中国的物流成本占 GDP 比率首次降至 16.9%，改善明显



资料来源：美国供应链管理专业协会、国家统计局、日本物流系统协会

图表 39. 总物流成本解析

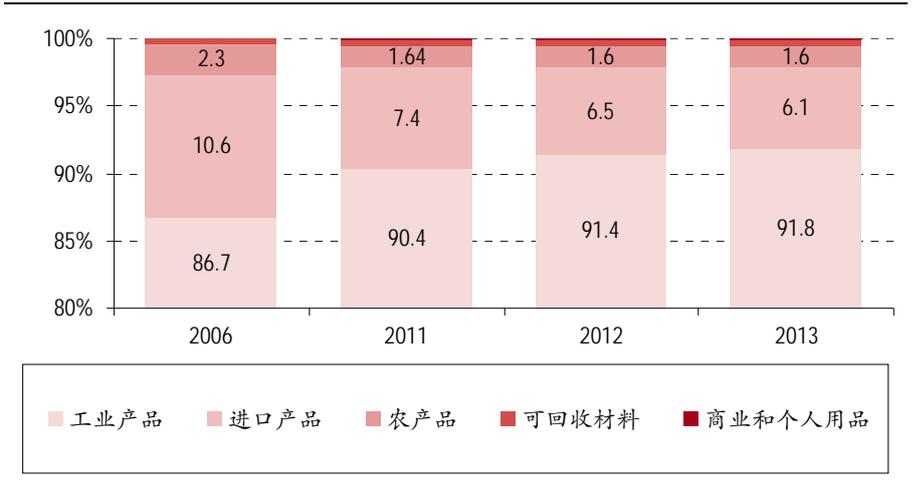


资料来源：国家统计局

物流总成本中包括运输成本、库存和仓储成本及管理成本。其中，运输成本通常要占到一半以上。从 1999 年以来，中国的物流成本在 GDP 中的占比就一直稳定在 18-19% 左右，而美国、日本和其他发达国家的这一比率还不到 10%。虽然上世纪 90 年代起，我国就开始重视发展物流行业，但是成本居高不下的问题一直未能得到解决。高成本率反映了效率低下和行业生产力偏低。我们认为问题主要存在于以下几方面：

- 1) **低效的物流管理** - 低效的路线安排导致货车回程空载，在油价高企的情况下导致能源浪费。
- 2) **行业集中度低** - 因物流公司自由化程度不同且缺少能提供综合物流服务的供应商，不同类型的货物需要不同的物流公司提供运输服务。据我们了解，国内的公司普通要用到 12 家运输服务供应商和 5 家仓储服务供应商。
- 3) **中国制造业为主导的经济** - 与发达国家高度依赖于服务行业的情况不同，中国的物流成本较高，因此货物运输总值中 90% 为工业产品。

图表 40. 各类产品的物流价值



资料来源：中国物流与采购联合会

4) **低效的运输网络和高昂的道路通行费** - 陆路运输依然是我国主要的运输方式，过去几年中占我国货运总重量的 76-78%。为了应对未来基础设施的更新改造，政府会收取高昂的通行费，这一费用通常会占到卡车运输公司总运输成本的 30-40%。因此，许多物流企业不得不通过超载这一非常危险的举动来盈利。

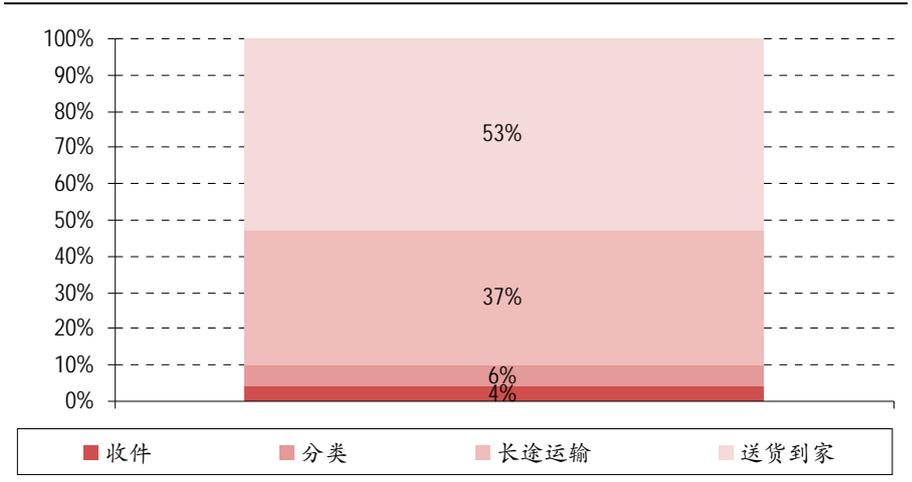
交通运输基础设施大多集中于沿海地区，而内陆地区则缺少充足的基础设施来满足其不断扩大的物流需要。但是，过去几年基础设施建设状况已有明显的改观，运输成本在总物流成本中的占比已从 2009 年的 55.3% 降至 2012 年的 52.4%。

5) **仓储条件破旧且短缺**。在我国，大部分入库<sup>1</sup>和订单拣货都是在当地仓库内手动进行。根据 Kardex 预测和中国物流技术信息中心技术中心的统计，全国 5.5 亿平方米的物流设施中，仅有 20% 为自动，而欧洲则达到了 30%。此外，租金成本上升导致仓储成本高企。根据仲量联行统计，过去十八个季度中国高端仓库租金持续上涨，目前平均收益率为 5-6%，远远高于商业地产的 3%。

2012 年，库存仓储在总物流成本中所占的比率已从 2009 年的 33% 上涨至 35%。

<sup>1</sup>入库是物流公司的内部流程，是指货物从接受地运往目的地仓库的过程。其中所包括的流程有安检、分拆、目的地选择、运输和仓储

图表 41. 包裹成本结构



资料来源：中银国际研究预测

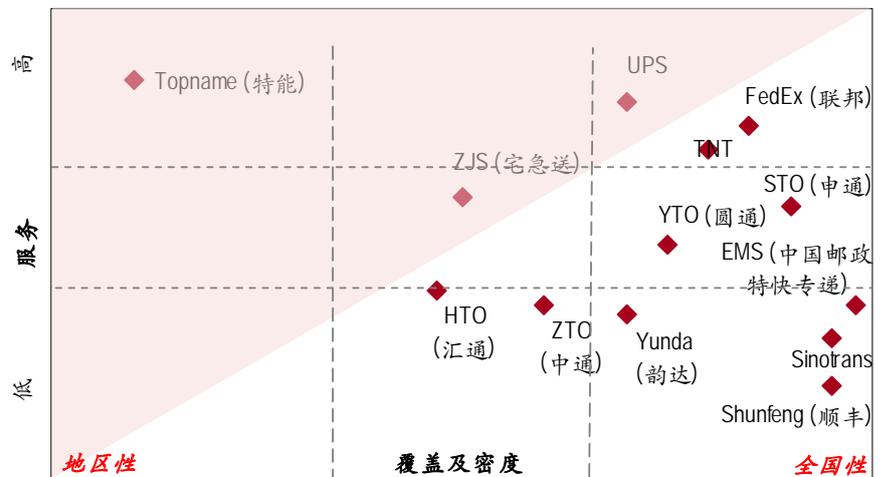
## 物流行业竞争格局

我们认为中国的物流行业所面临的调整和竞争压力正在急剧上升。客户的要求越来越多（例如，对送货时间和货物交付质量的要求越来越高）。企业的快速创新和国际巨头的涌现让竞争更加白热化。由于行业集中度低，因此纯货运服务供应商的定价能力和利润率都非常低。在中国，陆路运输企业在企业总数中的占比最大（截至2012年底预计为790,000家）。而排名前二十的企业合计市场份额却还不足2%。B2C本地快递服务是最大的市场之一，主要企业参见图表42。

2001年中国进入WTO，更多的外资企业进入中国市场，它们在快递、海运和专项物流服务市场开创了一片新天地。外资企业在中国国际快递市场中所占份额达到80%，而地方快递行业依然极为零散，快递公司达到七千多家（12家大型快递公司的代理）。随着2014年快递行业法规调整，外资企业可进入地方快递行业，UPS(UPS US)和联邦快递(FDX US)已经获得了牌照。截至目前，联邦快递已通过合资公司的形式在全国超过400个城市展开了服务。UPS也覆盖了全国300多个城市，提供的服务包括货运代理、地方快递和合同物流服务。但是，DHL已在2011年退出了地方快递市场，并专注于发展国际快递业务。

图表 42. 国内 B2C 快递行业竞争格局

高服务是指更加复杂的服务，例如定期退货、换货或货到付款



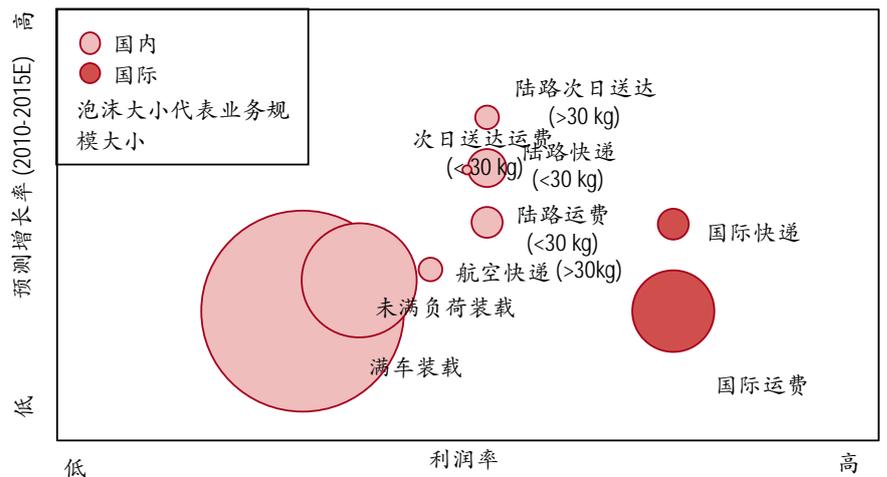
资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 43. 外包物流服务的类别

(%)	2009	2010	2011
运输和经销	80.9	90.9	86.7
包装和处理	13.5	14.6	21.7
仓储	15.5	16.3	20.8
物流信息管理	15.6	16.2	18.0
来源管理	-	-	15.7
物流体系设计	10.7	11.5	14.6
产品装配	-	-	13.3
库存管理	5.4	5.9	8.3

资料来源：国家发改委、南开大学

图表 44. 中国交通运输市场 (2010-15E)



资料来源: Armstrong & Associates Inc.、中银国际研究预测

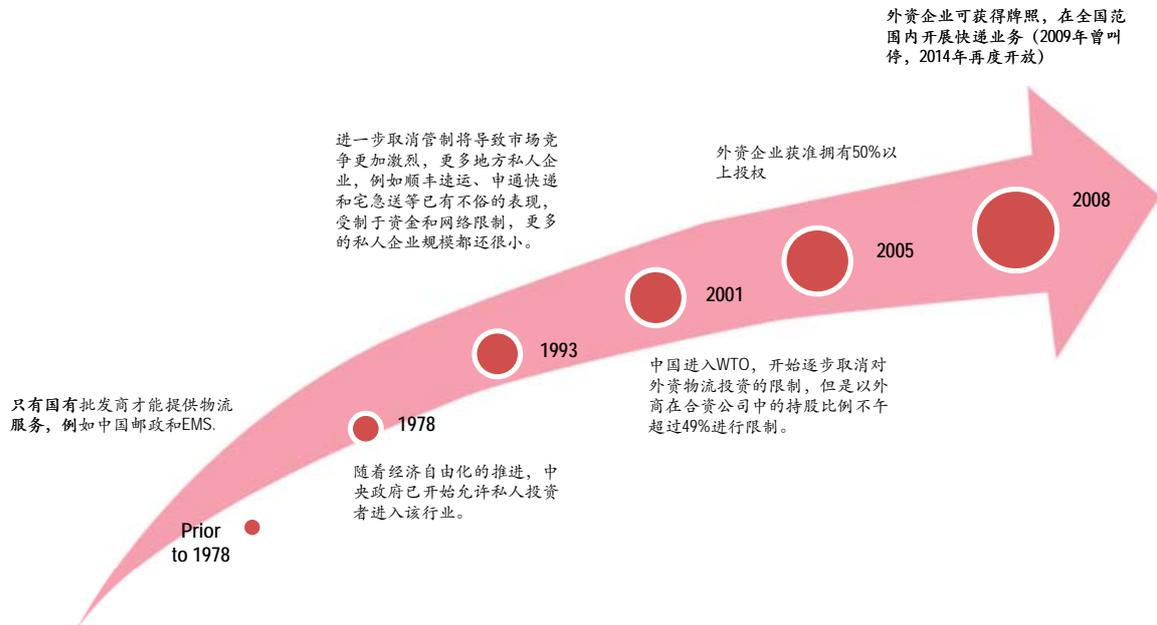
图表 45. 全球第三方物流供应商 2013 年收入排名

排名	第三方物流供应商	2013 年物流毛收入(美元, 百万)
1	DHL Supply Chain & Global Forwarding	31,432
2	Kuehne + Nagel	22,587
3	DB Schenker Logistics	19,732
4	Nippon Express	17,317
5	C.H. Robinson Worldwide	12,752
6	CEVA Logistics	8,517
7	DSV	8,140
8	中国外运	7,738
9	Panalpina	7,293
10	SDV (Bolloré Group)	7,263
11	DACHSER	6,627
12	Toll Holdings	6,266
13	Expeditors International of Washington	6,080
14	Geodis	5,828
15	UPS Supply Chain Solutions	5,492
16	GEFCO	5,300
17	J.B. Hunt (JBI, DCS & ICS)	5,224
18	UTi Worldwide	4,441
19	Agility	4,415
20	Yusen Logistics	4,042
29	嘉里物流	2,575
48	FedEx Supply Chain/ FedEx Trade Network	1,387

资料来源: Armstrong & Associates Inc

## 物流相关政策

图表 46. 中国物流行业撤销管制和自由化的历史



资料来源：中银国际研究预测

### WTO 之后中国的物流行业放开

2005 年，对交通运输和物流相关业务的种种限制被取消。外资公司和国内私人企业可以在中国境内开展货车运输和货运代理、仓储、国内和国际快递业务。

目前唯一一个尚未向所有公司开放的领域是邮政。2009 年 10 月，我国新邮政法批准中国邮政为跨城市快递重量不足 50 克或重量低于 100 克的包裹的独家快递服务供应商。

2010 年，DHL（中国业务始于 1986 年）通过合资公司的方式进入了中国快递市场。但是，仅在 13 个月之后，DHL 就因为所面临的法规太具挑战性及其金融环境不景气而将此项业务卖给了本土快递公司深圳全一快递。

图表 47. 我国对外资企业开放物流市场的时间表

仓储	05 年 1 月
陆路运输	05 年 1 月
货运代理	06 年 1 月
快递服务	06 年 1 月
物流服务	05 年 12 月
铁路货运	08 年 1 月

资料来源：Armstrong & Associates Inc

2014年6月11日，国务院印发《物流业发展中长期规划》，意在促进行业发展，降低物流企业的运营成本

## 中国物流产业的中长期发展规划

物流产业对中国经济的重要性正在日益凸显。我们认为，政府必须针对物流成本在GDP中的占比过高这一问题拿出解决方案。与此同时，我们相信电子商务行业的发展也迫切需要更多严格的法规。2013年上半年，在线购物的投诉达到4.1亿个。缺少公平、缺乏诚信、送达不及时、假货屡见不鲜等问题普遍存在。

2014年10月4日，国务院印发《物流业发展中长期规划》，意在促进行业发展、降低物流企业的运营成本。

《规划》涉及行业内的12个关键小类，包括农产品物流、制造业物流和供应链管理，以及可再生资源回收物流等。根据《规划》，到2020年基本建立现代物流服务体系，提升物流业标准化、信息化、智能化、集约化水平，提高经济整体运行效率和效益。

在李克强总理主持召开的国务院常务会议上，曾提出发展物流行业的三大当务之急，即：(1)降低物流企业运营成本；(2)促进大规模运营，改善产业链；及(3)改善物流网络。

会议要求降低运输成本、改善效率、促进地区间的商品流动。

会议还要求确保建设仓库和包裹分拣中心等物流服务设施所需要的土地供应，改善物流成本的统计信息数据收集系统，引入税收优惠政策。

根据“十二五规划”，2010-15年地方快递处理量将达到61亿个，年均复合增长率为21%。收入将在“十一五规划”期末的基础之上增长150%至1,430亿人民币，年均复合增长率达到20%。

交通部和浙江省政府联合发布了一个物流平台，提高了准确率、缩短了运营周期，有效改善了物流供应链的信息流动。与此同时，高速公路和铁路等交通运输网络的建设也亟待加快。

## 增值税改革 - 受到物流企业的欢迎

2012年，中央政府启动税改，商品销售和服务业之间的税率差距逐步消除。对国内物流行业的所有企业来说，营业税已被新的增值税所取代。

根据国家税务总局下发的通知，目前交通服务和物流及相关服务的增值税率分别为商业活动附加值的11%和6%，而不是先前总收入3%和5%的营业税。

营业税向增值税的过渡是一项广受欢迎的政策，因为：

- 1) 现在，制造设备和信息系统采购成本可以抵税，这将带动行业的信息化、标准化和自动化升级。
- 2) 投入增值税减免的规模进一步扩大，长期来看将减轻行业的税务负担。
- 3) 拥有相关牌照的国内运输企业在提供出口服务时，增值税可完全退还。

但是，我们了解到，由于刚刚推出且受到执行情况的影响，短期内税改的影响有好有坏。据媒体消息，部分物流企业税收负担不降反升，如果：(1)运输企业的可扣除成本占总收入比重不足55%，或仓储企业的可扣除成本占总收入比重不足73%；(2)小企业不能获得投入增值税抵扣；及(3)国内未获得相关牌照的物流公司和外资公司无法享受投入增值税退税。

## 在建的低碳运输系统

中国的物流行业占中国能源消耗总量的8%左右。中央政府已经在中长期发展规划中提出了强制性的排放目标，包括发展低碳的交通体系。因此，为了符合新的标准，地方陆路运输企业必须要升级交通工具。TNT 快递(TNTE NA)等公司已经开始采用电动车。我们认为较高的环保标准将加速行业整合的进程。

图表 48. 近期中央政府推出的与物流行业相关的政策细节

日期	政策出台部门	政策名称	要点
2001	商务部	WTO 协定	根据 WTO 协定,中国将向外商投资者开放物流市场,包括仓储、运输、快递、物流、货运代理等截至 2008 年末,外商投资者可以建立全资子公司,开展物流服务。
2012 年 2 月	财政部和国税总局	关于物流企业大宗商品仓库设施使用地城镇土地使用税政策的通知	从 2012 年 1 月 1 日-2014 年 12 月 31 日,物流大宗商品仓储设施用地(占地面积在 6,000 平方米以上)按 50%计征城镇土地使用税。
2012 年 2 月	商务部和国家邮政局	关于促进快递服务于网络零售协同发展的指导意见	围绕近年来快递服务与网络零售发展的实际,提出促进协同发展的指导思想。 支持协同发展,推出财政和税收优惠政策,加大土地和人力供应。 推动双方信息共享、标准对接。 推进快递企业与电子商务企业信用评价的互通、互联、互评、互认。 深化安全领域合作,积极推动邮政业安全监管信息系统与商品流通追溯机制的对接。进一步促进快递企业和电子商务企业应急预案对接,健全突发事件应对工作机制。

资料来源:交通部、财政部、国务院、工业和信息化部、商务部

图表 48. 近期中央政府推出的与物流行业相关的政策细节

日期	政策出台部门	政策名称	要点
2012 年 8 月	国务院	国务院关于深化流通体制改革加快流通产业发展的意见	目标是建立现代流通体系,降低 GDP 中的物流成本的占比,加强大型流通企业的竞争力,采用现代信息技术,改善市场环境。 主要任务: ◆ 加强现代流通体系建设,例如城际配送和农村配送。 ◆ 优化供应链网络设计。 ◆ 改善物流设施,例如大型物流配送中心、农产品冷链物流设施。 ◆ 全面提升流通信息化水平,推广互联网、云计算、GPS 和电子标签。
December 2012	商务部	促进仓储业转型升级的指导意见	加快推进传统仓储向现代物流转型升级,推动仓储业转型升级。 大力发展一站式仓储服务,包括库存管理、增值服务、分拣和包装。
2013 年 1 月	信息和工业化部	工业和信息化部关于推进物流资讯化工作的指导意见	加快物流信息化发展速度,改善物流管理和运营的效率。
2013 年 1 月	交通部	快递市场管理办法	公民的通信自由和通信秘密受法律保护。
2013 年 4 月	财政部和国税总局	关于在全国开展交通运输业和部分现代服务业营业税改增值税试点税收政策的通知	继 2012 年在上海和其他八个省的营业税改增值税试点后,此项试点计划从 2013 年 8 月起推广至全国。除了交通服务业和六个现代服务业以外,试点行业还包括广播影视节目的制作服务、发行服务和播映服务。

资料来源:交通部、财政部、国务院、信息和工业化部、商务部

图表 48. 近期中央政府推出的与物流行业相关的政策细节

日期	政策出台部门	政策名称	要点
2014年9月	商务部	关于促进商贸物流发展的实施意见	<p>促进电子商务物流发展:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 推进商贸物流和电子商务的协同发展及业务流程再造。</li> <li>◆ 支持商贸物流企业扩展服务功能,提升服务能力,在配送中心建设、网点开发、车辆保障等方面加大投资和改造力度</li> </ul> <p>鼓励一体化服务能力:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 依靠专业的第三方物流服务供应商,利用现代化物流园进行综合流通。</li> <li>◆ 支持大型零售供应链企业集中采购。</li> </ul> <p>鼓励物流企业通过参股、兼并、协作等方式做大做强。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 培育大型现代物流企业集团,提升行业整体质量和效率。</li> <li>◆ 鼓励传统物流企业向上下游延伸服务。</li> <li>◆ 鼓励中小企业加入物流信息共享平台。</li> </ul> <p>优惠税率和土地政策:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 减免行政事业性收费。</li> <li>◆ 抓紧落实现有的物流企业大宗商品仓储设施用地税收减半政策。</li> <li>◆ 积极争取将物流企业配送中心、连锁企业配送中心项目内用于建设仓储设施、堆场、货车通道、回转场地及停车场(库)等物流生产性设施用地列入工业、仓储用地范畴。</li> </ul>
2014年10月	国务院	物流业中长期规划	<p>支持快递业整合资源,与民航、铁路、公路等运输行业联动发展。</p> <p>提升物流企业质量和标准。通过合资公司、并购和合作等形式促进行业整合。</p> <p>确保建设物流服务设施的土地供应,例如仓库和包裹分拣中心,完善统计系统,降低物流成本,引入优惠的财政政策。</p>

资料来源:交通部、财政部、国务院、信息和工业化部、商务部

## 公司比较

**图表 49. 各公司主要催化剂**

公司	华南城	中国外运	深圳国际	嘉里物流
股票代码	1668 HK	598 HK	152 HK	636 HK
<b>催化剂</b>				
电子商务				
B2B	X	X	X	X
B2C	X	DHL-中外运	X	X
O2O	中小企业电子商务贸易中心		中小企业电子商务物流中心	
跨境电子商务	写字楼和仓储租金降低	DHL-中外运	与申通快递展开合作	国际货代业务, KART项目
跨地区经销增加		货运代理业务		实力雄厚的东南亚业务网
贸易活动复苏	X	X	受益于中国南方的物流园, 但是未来的物流园将着重服务于国内消费物流园/中心发展	X
物流相关物业的租金/价格上涨	贸易中心销售和出租比为 50%/50%			中国和香港的物流中心
物流成本降低	物流信息交换平台	开始提供第三方物流服务	开发信息共享系统	提供有效的第三方物流服务
第三方物流服务的需求在增长		提供合同物流服务	为物流园创造机会(目前租户包括中国外运、Panalpina 等第三方物流服务公司)	提供合同物流服务
城镇化	X		X	X
有力的政策环境	X	X	X	X
资产注入		X		
目标客户	主要为中小企业	细分市场是国企, 同时也包含跨国企业客户	主要是卡车、B2B 和 B2C 中小企业, 物流供应链上的所有企业	主要是跨国企业

资料来源: 中银国际研究

**图表 50. 主要财务数据比较**

(%)	华南城	中国外运	深圳国际	嘉里物流
收入年均复合增长率 (2013-16E)	26.2*	3.4	14.3	7.5
净利润年均复合增长率 (2013-16E)	30.7*	24.7	16.1	7.6
毛利率(2015E)	49.9**	6.6	49.1	14.4
净资产收益率 (2015E)	16.5**	10.3	11.5	7.1
目标价(港币)	5.00	7.10	15.00	15.80
上涨空间%	35.5	21.6	38.6	32.3
市盈率(2015E)(倍)	6.3**	15.2	8.0	17.9
市净率(2015E)(倍)	1.0**	1.5	0.9	1.2
股息率(%) (2015E)	5.3**	1.6	4.4	1.1

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

\*FY14-17E

\*\*FY14/15E

**图表 51. 计分表**

	华南城	中国外运	深圳国际	嘉里物流
电子商务				
B2B	1	1	1	1
B2C	1	1	1	1
O2O	1		1	0
跨境电子商务	1	2	1	2
地区内经销活动增多	0	1		1
贸易复苏	2	2	1	2
物流相关物业租金/价格上涨	1	0	1	1
物流成本降低	2	1	2	1
第三方物流服务需求增长	0	1	2	1
城镇化	2	0	2	1
有利的政策环境	1	1	1	1
资产注入	0	2	0	0
<b>总计</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>13</b>	<b>12</b>

资料来源：中银国际研究

### 深圳国际——首选买入

深圳国际拥有从运输基础设施运营商转型为全国性的综合化物流中心、提供高端物流服务运营商的明确计划，长期盈利增长可期，股价有望向上重估。我们预计 13-16 年，深圳国际的主营业务净利润年均复合增长率将达到 16.1%。有华通源重新分区规划的先例，深圳国际可凭借在中国南方地区的土地储备获得丰厚的土地升值收益，我们并未将这一点计入模型中。而且，深圳国际是恒生香港中小盘指数成分股，将受益于沪港通。目前其股价低于 A 股物流行业同业，因此股价有望上涨。当前股价对应 8.0 倍 2015 年预期市盈率，我们对该股首次评级为**买入**，目标价 15.00 港币，股价还有 39% 的上涨空间。

### 华南城

我们对华南城首次评级为**买入**，目标价 5.00 港币，较净资产值折让 40%。我们预计 14-17 财年华南城的净利润年均复合增长率将达到 31%，推动力包括：(1)拥有大量的已收购土地，足够未来 6-8 年的开发；及(2)14-17 年物流租金收入年均复合增长率有望达到 69%，3 年经常性收入目标为 15-20 亿人民币。随着我国城镇化的不断深入，预计对贸易中心和物流服务升级的需求将大幅增长，在我们看来，这将成为华南城的利基市场。近期，腾讯控股完成了增持，反映出其对华南城长期发展的信心。该股股价对应 6.3 倍 2016 财年预期市盈率，但是对应 2016 年预期股息率仅为 5.3%，股价被低估。

### 中国外运

我们对中国外运首次评级为**买入**，目标价 7.10 港币。中国外运是我国最大的货运代理（航运和海运），也是我国第二大船运代理。近期，该股股价从历史平均值 10.9 倍市盈率上涨至 15.2 倍 2015 年预期市盈率，依然低于全球同业平均市盈率 17.8 倍，股价已经体现了剥离航运业务和重新定位为综合性物流企业的正面影响。我们预计，货运代理仍将是 中国外运的第二大盈利贡献部门，在中国平稳的贸易增长中将保持低速且稳定的增长。

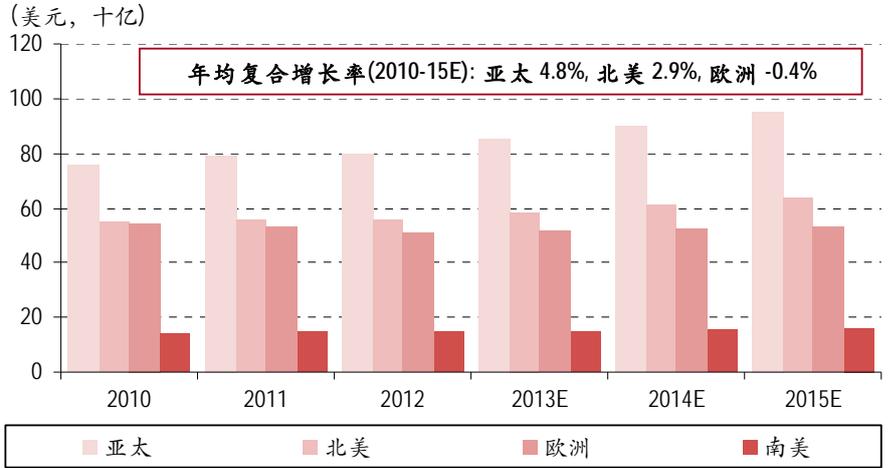
### 嘉里物流

我们依然对嘉里物流维持**买入**评级，目标价 15.80 港币，预计 2014 年下半年公司可能会进行并购交易，2015 年继续展开的并购交易也将提振股价。我们认为，美国、中东和印尼存在潜在的并购交易机会。公司拥有出色的资产负债表（截至 14 年上半年净负债率仅为 3%，平均融资成本仅为 2.8%）。此外，公司综合化的物流服务使其保持了相对较高的利润率。

附录

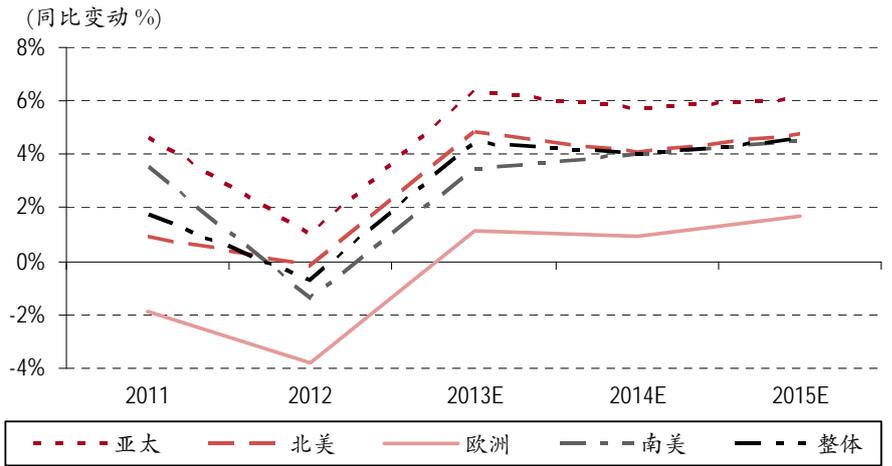
根据 Armstrong & Associates 的报告, 亚太地区仍将是全球 IFF 和 FF 增长最快的地区, 13-15 年均复合增长率将达到 6.1%, 欧洲增长最慢, 预计为 1.3%

图表 52. 主要地区的国际运输管理(ITM)和货运代理(FF)的收入 (2010-15E)



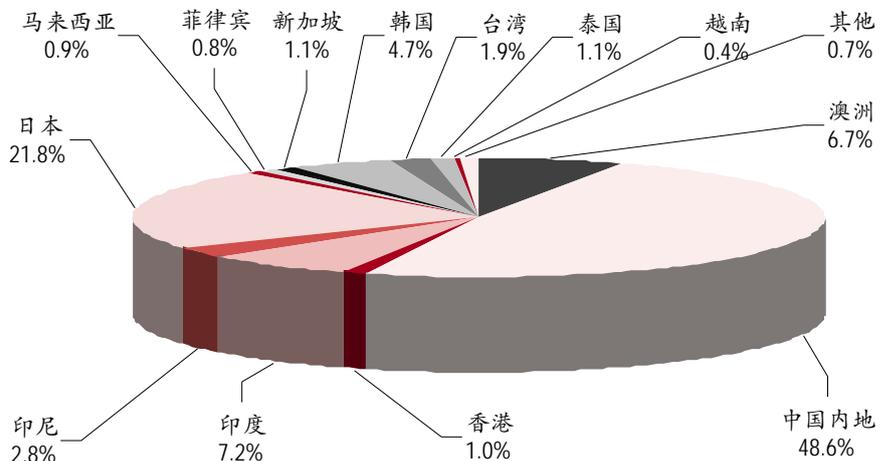
资料来源: Armstrong & Associates Inc

图表 53. 主要地区 ITM/FF 收入增速(2011-15E)



资料来源: Armstrong & Associates Inc

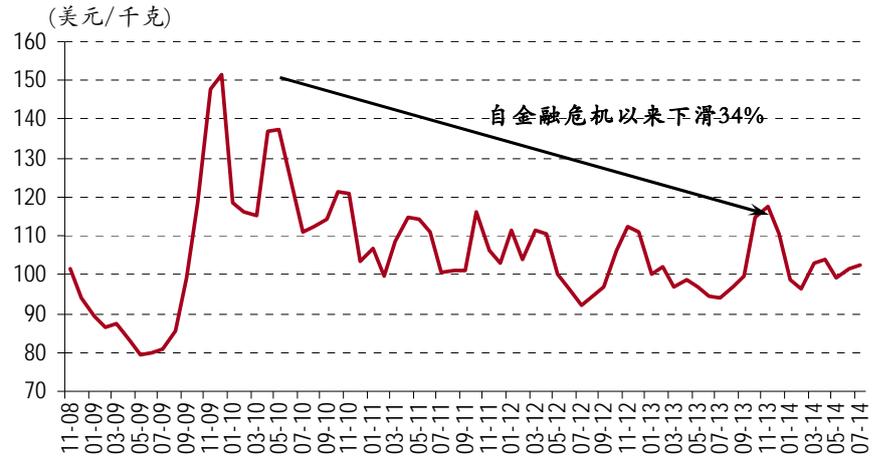
图表 54. 亚太地区第三方物流收入分析(2012)



资料来源: Armstrong & Associates Inc

图表 55. Drewry 东西航空货运价格指数

继金融危机期间大跌 34% 之后，今年航空费率保持稳定



资料来源：彭博

图表 56. 波罗的海干散货指数 (BDI)

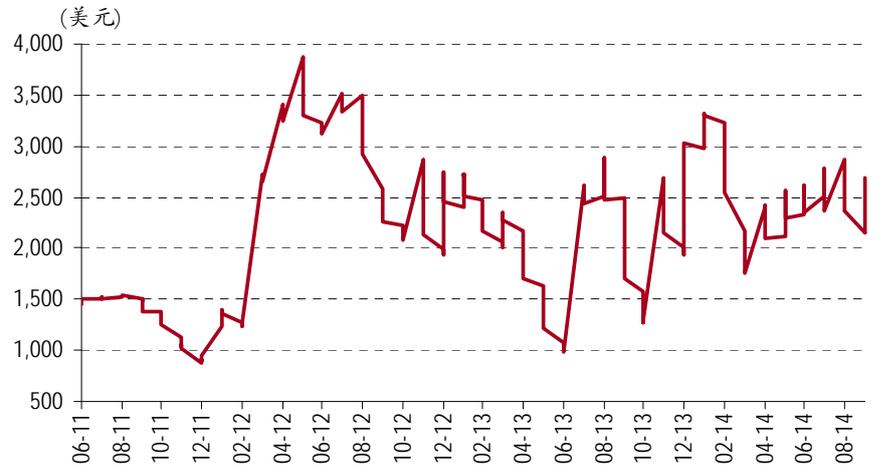
BDI 计算出了航运需求量和运输原材料的干散货运输企业的供应量



资料来源：彭博

图表 57. 上海到鹿特丹国际集装箱货运基准价 (40 英尺集装箱)

这反映出上海到欧洲的运费，目前运费比市场最高水平低 67%，比历史平均水平 (40 英尺集装箱为 2,125 美元) 低 40%

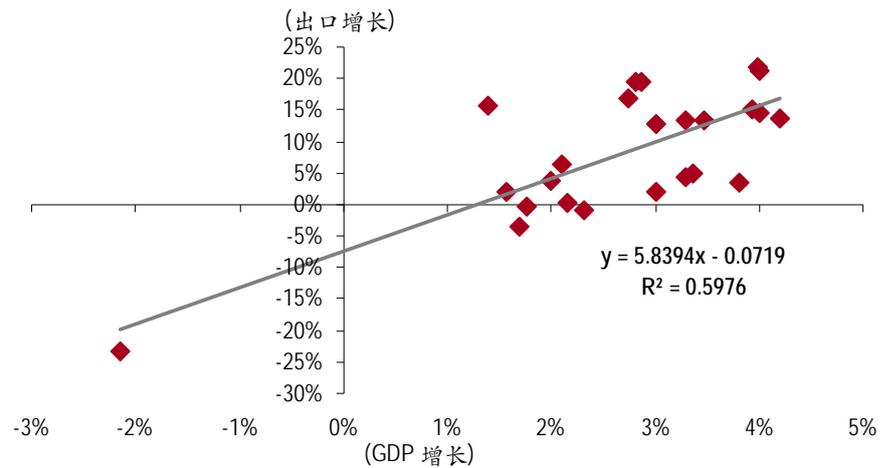


资料来源：彭博

## GDP 和全球贸易相关性分析

我们对 1990-2013 年的全球 GDP 和全球贸易增长之间的关系进行了还原分析。从下图中我们可以发现，全球 GDP 和贸易之间的关联度高达 0.6，同时上涨和下滑的步伐也基本一致。根据 WTO 预测，2012-15 年 GDP 增速将从 2010-12 年的 3.1% 降至 2.7%，表明全球贸易增长在放缓，货运代理业务发展也有回落的趋势。

图表 58. 全球 GDP 和贸易增长 (1990-2013)



资料来源: WTO、中银国际研究



**买入**

**39%↑**

目标价格: 人民币15.00

0152.CH

价格: 港币 10.82

目标价格基础: 分部加总

板块评级: 增持

# 深圳国际

## 估值有望因物流行业现代化带来的业务转型而重估

### 本报告要点

- 考虑到土地重新开发项目, 我们对资本支出的预测高于市场。
- 我们研究了华南物流园土地重新规划带来的潜在升值。

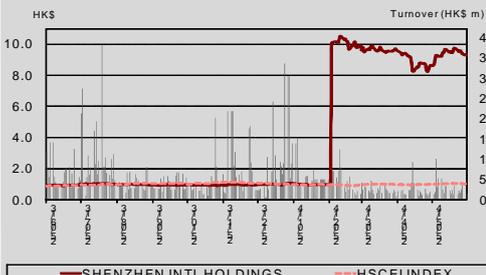
### 我们的观点有何不同?

- 深圳国际应因业务转型及扩张而获得估值重估, 我们预计13-16年深圳国际核心净利润的年均复合增长率达到16.1%。
- 我们计算了现有土地储备的潜在升值空间
- 我们对15年盈利敏感性分析显示, 收费公路和物流园收入每增长1%将带来盈利增长0.66%和0.15%。

### 主要催化剂/事件

- 前海及华南物流园重新规划细节落实。

### 股价表现



(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	11.3	8.8	(5.4)	952.8
相对恒生中国企业指数	10.95	7.6	(11.1)	938.1

发行股数(百万)	1,660
流通股(%)	51
流通股市值(人民币 百万)	17,963
3个月日均交易额(人民币 百万)	37
净负债比率(%) (2014E)	39
主要股东(%)	
深圳市投资控股有限公司	49

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以2014年10月6日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

### 物流

刘志成, CFA

(852) 3988 6418

lawrence.lau@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120019

\*梁颖璋为本报告重要贡献者

深圳国际目前正在实现从单纯的运输基础设施运营商向提供高端物流服务的全国综合性物流枢纽运营商的战略转移, 我们认为公司将获得长期的盈利增长以及估值重估。我们预计13-16年深圳国际核心净利润的年均复合增长率达到16.1%。以华通源物流中心重新规划为先例, 深圳国际在华南物流园的土地储备蕴含巨大升值潜力, 而这一点并未反映在股价当中。另外, 深圳国际作为恒生综合中型股指数成分股入选沪港通名单, 考虑到该股估值低于中国上市同业, 这成为其股价催化因素。目前股价为8.0倍15年市盈率, 我们对该股的首次评级为买入, 目标价格15.00港币, 有39%的上涨空间。

### 转型为物流股而获得估值重估

- 假设深圳国际的物流枢纽如期投运, 根据我们的预测, 公司的物流园运营面积应该由2014年水平增长两倍至17年的240万平方米。与申通快递签署的战略合作协议应有效增加公司的电子商务业务。

### 财务稳健, 利润率较高且稳定

- 我们预计13-16年深圳国际核心净利润的年均复合增长率达到16.1%。其经营利润率由2009年的29.6%提高到2013的42.6%, 14-16年仍有望高于40%, 这主要得益于收费公路业务利润率稳定以及物流园及枢纽租金收入上升。

### 潜在的土地升值带来巨大估值提升空间

- 基于目前市价以及总开发成本10,000元/平方米, 华南物流园及前海土地重新规划可能将分别带来117亿人民币和76亿人民币的净收益。随着深圳市政府继续重新开发龙华新区, 将工业用地转为商业/居住用途, 土地有望大幅升值。华通源就是个先例。

### 首次评级为买入, 目标价格15.00港币

- 基于分部加总法, 我们对深圳国际首次评级为买入, 目标价格15.00港币, 相当于11.1倍15年市盈率, 较现股价有39%的上涨空间。派息率在35%, 我们认为15年股息率将达到4.4%。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(港币 百万)	5,740	5,963	7,456	7,993	8,899
变动(%)	3	4	25	7	11
净利润(港币 百万)	1,878	1,641	2,526	2,234	2,600
全面摊薄每股收益(港币)	1.146	0.996	1.521	1.345	1.566
变动(%)	7.6	(13.1)	52.7	(11.6)	16.4
市场预期每股收益(港币)			1.260	1.202	1.358
核心每股收益(港币)	1.147	1.007	1.082	1.345	1.566
变动(%)	24.0	(12.2)	7.4	24.4	16.4
全面摊薄市盈率(倍)	9.4	10.9	7.1	8.0	6.9
核心市盈率(倍)	9.4	10.7	10.0	8.0	6.9
每股现金流量(港币)	1.18	1.42	2.53	2.50	2.87
价格/每股现金流量(倍)	9.2	7.6	4.3	4.3	3.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.6	8.2	4.4	5.6	4.3
每股股息(港币)	0.374	0.376	0.379	0.471	0.548
股息率(%)	3.5	3.5	3.5	4.4	5.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 投资摘要

过去十年中，深圳国际是一家纯粹的交通基础设施运营商，收费公路占到总收入的80%以上。深圳国际目前正在向综合性物流枢纽运营商转型，物流业务息税前利润贡献有望由14年预期的6.1%提升至16年的12.3%。得益于对6座总土地面积达130万平方米物流园的丰富运营经验以及高达95%以上的入住率，公司的战略目标是未来3-5年内在全国范围内（天津、沈阳、石家庄、无锡及武汉）增加10-12个综合性物流枢纽中心，土地总面积达180万平方米。根据我们的预测，华通源及华南物流园2期的土地销售（77,000平方米）可能为15年增加41亿港元的净利润，大幅高出我们目前的核心净利润预测22亿港元。尽管是一次性收益，但收益的现金将再投入深圳国际的核心物流业务及扩张。我们对该股首次评级为买入，目标价格15.00港币。

我们看好如下驱动因素：

- 1. 土地重新划分带来的升值潜力。**深圳市政府继续推进龙华新区土地用途由工业向商业用地的再开发，深圳国际应得益于华南物流园土地重新规划带来的大幅潜在升值。深圳国际土地成本基本在500-600元/平方米，而近期地价已经涨到16,000-18,000元/平方米。除了华通源物流园11.6万平方米的土地储备之外，深圳国际还在华南物流园拥有61.1万平方米土地，我们认为公司在支付政府约10,000元/平方米的费用（根据公司的预测）之后将更改土地用途，这将为它带来极大的升值空间。另外，深圳国际也计划将现有业务搬迁至向北9公里的新址。
- 2. 3年内将物流园营业面积提高两倍，以抓住电子商务及国内消费增长的良机。**假设深圳国际的物流枢纽如期投运，根据我们的预测，公司的物流园运营面积应该由2013年的67万平方米增长两倍至17年的210万平方米。另外，物流业务净利润13-16年的年均复合增长率应达到23%。综合物流枢纽旨在抓住电子商务和消费品行业发展的良机。与申通快递签署的战略合作协议也应有所帮助。
- 3. 财务稳健，高利润率稳定。**我们预计，在物流业务年均复合增长23%和收费公路业务年均复合增长20%的拉动下，13-16年深圳国际核心净利润的年均复合增长率达到16.1%。虽然2010-13年毛利率已经高达41-49%，我们预计15-16年毛利率仍将保持在49%的水平（14年应该是个例外，包括梅关高速免费路段剥离获得的19亿港元一次性收益，毛利率应达到77.9%）。净负债率应从13年的56.5%进一步下降至16.6%。
- 4. 前海土地资产价值进一步释放。**深圳国际因拥有前海38万平方米土地储备而在投资者中获得更高知名度。该土地已于2008年被部分开发为西部物流园——一座营业面积在11万平方米的保税仓储物流中心。虽然土地成本约为700元/平方米，大大低于我们预计的当前土地价值最低9,000元/平方米，但我们认为重新规划之后该土地升值空间更大。虽然重新规划政策细节尚未出台，但我们认为公司为了重新开发该土地支付的补地价应该能够打折。
- 5. 得益于政府支持政策。**2014年9月商务部出台的“意见”旨在促进商贸物流发展。“意见”强调了通过发展物流枢纽中心进行集中采购及配送的重要性。这有利于深圳国际的核心业务发展。另外，作为一家国企，公司也将得益于母公司的背景支持。

6. **率先开展国有企业改革。**公司在年报中宣布已实施股权激励，向公司管理层及核心员工授予了股票期权。截至 14 年上半年，平均行权价为 9.31 港币/股，总计 4,502 万股。其中 2.7% 为流通股。此外，深圳国际已经与中通快递等私人企业签署了合作协议，随着未来业务进一步扩张全国，合作也将越来越多。与地方私营企业构建的合作关系不仅有利于公司扎实脚步，同时也便于争取地方客户，解决资金问题。

## 估值

我们对深圳国际首次评级为**买入**，目标价定为 15.00 港币，对应 11.1 倍 2015 年预期市盈率，目前股价还有 39% 的上涨空间。深圳国际是恒生香港中小盘指数的成分股，当前估值明显低于国内上市的同业，因此沪港通启动之后将直接受益。考虑到公司多元化的经营，我们认为分部加总法是最合适的估值方法。

图表 1. 估值方法

业务	估值方法	净资产值(港币, 百万)	每股净资产值(港币)
物流业务	10x 2015E P/E	2,638.6	1.59
深圳航空	0.7x 2015E P/B	1,903.5	1.14
收费道路	现金流折现(加权平均资金成本率为 11.1%，永续增长率为 0%)	16,211.6	9.74
南玻 A(000012 CH)	最后一个交易日收盘价	1,211.3	0.73
			13.20
<b>土地资产</b>		<b>建筑面积(平方米)</b>	
位于前海的土地储备	假设每平方米 9,000 人民币	380,000	1.81
<b>目标价</b>			<b>15.00</b>
<b>土地储备剥离可能带来的收益</b>	<b>建筑面积(平方米)</b>	<b>可分配利润(港币, 百万)</b>	
华通源土地 (价值预计将在 15 年 2 季度释放)	486,000 (假设容积率为 5.1 倍)	2,231.0	NA
华南物流园的土地储备 <b>二期(价值预计将在 15 年下半年释放)</b>	308,000 (假设容积率为 4 倍)	1,863	
<b>剩余</b>	2,136,000 (假设容积率为 4 倍)	12,919	NA

资料来源：公司数据、中银国际研究预测

### 收费道路业务

我们在稳定的现金流基础上采用现金流折现法对收费道路业务估值。假设加权平均资金成本率为 11.1% (贝塔值 1.2 倍，永续增长率为 0)。

### 物流业务

根据 10 倍 2015 年预期市盈率，我们对其物流业务估值 (物流园+港口+物流服务)，与同业平均水平一致。

### 深圳航空和其他投资

由于盈利波动性强且以往有过亏损纪录，我们采用市净率方法对深圳航空估值。我们采用 0.7 倍市净率，符合中国航空业的平均估值水平。至于南玻 A，我们直接采用其市值。

### 前海的土地资产价值

我们对前海的土地估值时假设每平方米价格 9,000 人民币 (11,250 港币)，符合近期腾讯控股、弘毅投资、民生电子商务、民生银行(1988 HK)电子商务业务投标前海地块时的出价。深圳国际的每平方米土地成本仅为 700 人民币。我们在比较时并未考虑 Silverstein Properties 投标前海地块时给出的 28,100 人民币/平米投标价，因为其投标地块是为了兴建写字楼和零售业务。深圳国际在前海的地块建筑面积为 380,000 平方米，土地价值为 30 亿港元，每股价值 1.81 港币，较净资产值折让 30%。

### 土地用途变更带来的升值

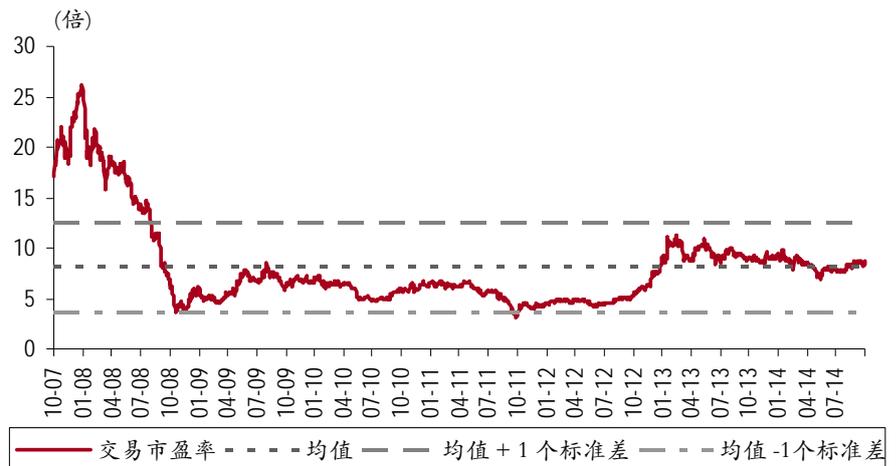
华通源物流中心 - 建筑面积 48.6 万平方米，假设市价为 18,000 人民币/平米，深圳国际的成本为 10,000 人民币/平米，那么该地块将带来升值收益 22 亿港元。

前海土地储备的价值取决于政府规划。也就是说，我们以每平米 9,000 人民币对其估值，与目前前海土地市场的平均招标价相等。

图表 2. 同业比较

代码	公司	价格 (当地货币)	市值 (百万美元)	市盈率 (倍)			市净率 (倍)			净资产收益率 (%)			股息率 (%)		
				2013	2014E	2015E	2013	2014E	2015E	2013	2014E	2015E	2013	2014E	2015E
152 HK	深圳国际	10.8	2,525	10.7	10.0	8.0	1.3	1.0	0.9	12.3	15.8	11.5	3.5	3.5	4.4
	<b>高速公路</b>														
1052 HK	越秀交通	4.8	1,035	10.8	9.3	8.2	0.8	0.7	0.7	7.1	8.2	8.8	6.1	6.8	7.6
737 HK	合和公路基建	3.8	1,522	17.1	15.5	14.2	1.3	1.4	1.5	7.5	9.1	10.2	5.9	6.3	7.0
177 HK	宁沪高速-H	8.2	5,095	12.7	11.9	11.2	1.8	1.6	1.6	14.0	14.0	14.3	5.9	6.0	6.4
576 HK	沪杭甬高速-H	7.9	4,412	13.3	13.0	12.3	1.7	1.6	1.5	13.1	12.9	13.0	4.9	5.4	5.6
548 HK	深高速-H	5.4	1,868	4.8	5.4	9.6	0.9	0.8	0.8	19.4	16.8	8.7	3.3	4.0	4.1
107 HK	成渝高速-H	3.1	1,555	6.9	7.1	6.6	0.7	0.7	0.6	10.0	9.1	8.9	2.6	3.4	3.6
995 HK	皖通高速-H	4.8	1,275	7.6	7.7	7.7	0.9	0.8	0.8	11.7	11.1	10.4	5.7	5.9	5.7
	<b>高速公路平均</b>		<b>2,395</b>	<b>10.4</b>	<b>10.0</b>	<b>10.0</b>	<b>1.1</b>	<b>1.1</b>	<b>1.1</b>	<b>11.8</b>	<b>11.6</b>	<b>10.6</b>	<b>4.9</b>	<b>5.4</b>	<b>5.7</b>
	<b>物流</b>														
598 HK	中国外运-H	5.8	3,658	23.3	17.9	15.2	1.8	1.6	1.5	7.9	9.9	10.3	1.1	1.4	1.6
636 HK	嘉里物流	11.9	2,594	17.6	20.8	17.9	1.2	1.3	1.2	8.1	6.8	7.1	0.9	1.0	1.1
1668 HK	华南城	3.7	3,819	9.8	7.7	6.3	1.2	1.1	1.0	19.5	16.4	16.5	4.2	4.3	5.3
1308 HK	海丰国际	4.1	1,350	11.5	10.4	8.3	1.8	1.6	1.5	16.1	16.1	18.3	3.8	4.0	5.4
	<b>H 股物流平均</b>		<b>2,855</b>	<b>15.5</b>	<b>14.2</b>	<b>11.9</b>	<b>1.5</b>	<b>1.4</b>	<b>1.3</b>	<b>12.9</b>	<b>12.3</b>	<b>13.0</b>	<b>2.5</b>	<b>2.7</b>	<b>3.3</b>
PWTN SW	Panalpina Welttransport	118.2	2,825	152.1	29.2	20.1	3.9	3.7	3.3	2.5	13.5	17.5	1.6	2.0	2.5
KNIN VX	Kuehne & Nagel Int'l	119.8	14,697	22.7	21.7	19.9	6.6	5.7	5.4	28.2	25.9	28.0	3.4	3.8	4.0
EXPD US	Expeditors Intl Wash Inc	40.4	7,683	22.6	21.3	19.0	4.1	4.2	4.1	17.5	19.2	22.0	1.5	1.6	1.9
CHRW US	C.H. Robinson Worldwide Inc	66.7	9,629	23.9	22.0	19.9	9.6	9.6	8.8	32.9	42.7	45.2	2.1	2.1	2.4
DSV DC	DSV A/S	163.6	4,830	19.9	15.8	13.9	4.5	4.3	3.7	24.1	26.0	28.9	0.9	1.1	1.3
CNW US	Con-Way Inc	46.0	2,548	24.0	18.7	15.0	2.1	2.1	1.8	10.3	11.9	14.1	0.9	1.1	1.3
ARMX UH	Aramex PJSC	n/a	1,232	15.3	13.9	12.8	2.2	2.0	1.9	14.6	14.7	15.1	3.9	4.2	4.9
	<b>国际物流平均</b>		<b>6,206</b>	<b>40.1</b>	<b>20.4</b>	<b>17.2</b>	<b>4.7</b>	<b>4.5</b>	<b>4.2</b>	<b>18.6</b>	<b>22.0</b>	<b>24.4</b>	<b>2.0</b>	<b>2.3</b>	<b>2.6</b>
300240 CH	飞力达	10.3	1,446	19.8	35.6	24.0	4.5	NA	NA	25.6	NA	NA	NA	NA	NA
600794 CH	保锐科技	15.1	400	47.2	33.4	26.9	2.6	2.5	2.3	5.6	6.8	8.3	1.5	0.9	0.9
002210 CH	飞马科技	12.3	1,083	31.7	29.1	22.3	5.6	3.9	3.5	18.6	14.1	16.2	0.8	1.0	1.2
002183 CH	怡亚通	16.9	1,097	49.0	47.0	42.3	8.8	8.3	7.2	19.9	17.5	16.8	NA	NA	NA
600057 CH	象屿股份	16.0	2,569	60.3	62.2	49.5	5.7	6.0	6.3	10.6	9.0	13.2	NA	2.4	2.9
	<b>A 股物流平均</b>		<b>1,319</b>	<b>41.6</b>	<b>41.5</b>	<b>33.0</b>	<b>5.4</b>	<b>5.2</b>	<b>4.8</b>	<b>16.1</b>	<b>11.9</b>	<b>13.6</b>	<b>1.1</b>	<b>1.4</b>	<b>1.6</b>
	<b>物流平均</b>		<b>3,841</b>	<b>34.4</b>	<b>25.4</b>	<b>20.8</b>	<b>4.1</b>	<b>3.9</b>	<b>3.6</b>	<b>16.4</b>	<b>16.7</b>	<b>18.5</b>	<b>2.0</b>	<b>2.2</b>	<b>2.6</b>
	<b>航空公司</b>														
1055 HK	南方航空-H	2.8	4,361	38.3	14.3	10.1	0.7	0.6	0.6	1.8	3.8	6.6	1.8	1.3	2.2
670 HK	东方航空-H	2.6	5,636	14.9	13.9	9.8	1.0	0.9	0.8	6.4	6.3	8.5	0.2	0.2	0.5
	<b>航空公司平均</b>		<b>4,999</b>	<b>26.6</b>	<b>14.1</b>	<b>9.9</b>	<b>0.8</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>4.1</b>	<b>5.1</b>	<b>7.6</b>	<b>1.0</b>	<b>0.7</b>	<b>1.3</b>

资料来源：彭博、中银国际研究预测

**图表 3. 历史市盈率**


资料来源：彭博、中银国际研究预测

## SWOT 分析

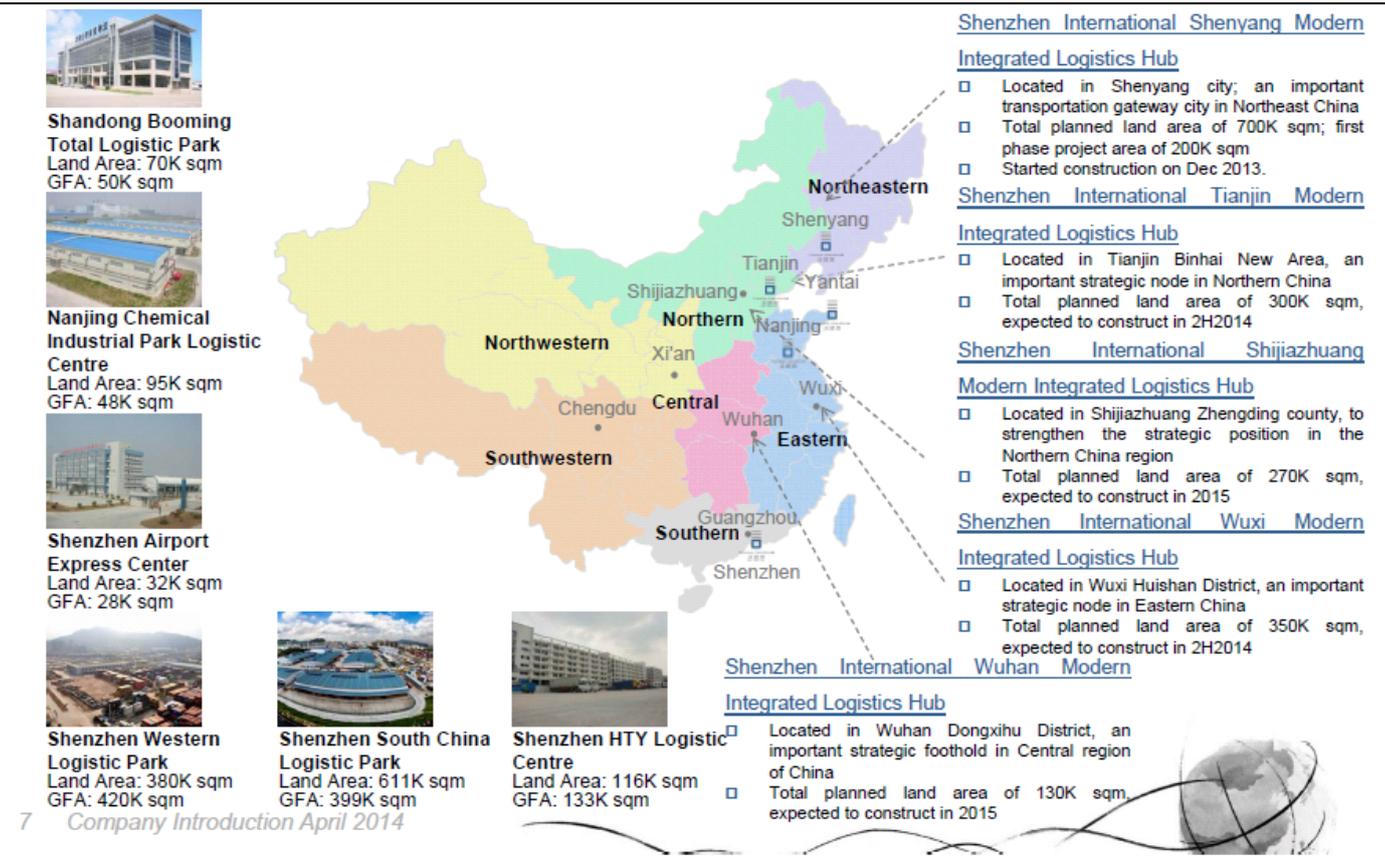
**图表 4. SWOT 分析**

优势	劣势
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 国企背景，深圳市国资委是大股东。</li> <li>■ 平台建设良好，拥有明确的物流业发展计划。</li> <li>■ 土地资产可能进一步升值。</li> <li>■ 收入稳定，传统的收费道路业务带来稳健现金流。</li> <li>■ 享受香港 4% 左右的融资利率。</li> <li>■ 得益于业务组合改善和分部盈利提升，预计 2013 年毛利率将从 2009 年的 35.4% 提高至 49.3%。</li> <li>■ 2009-13 年主营业务净利润年均复合增长率为 27.4%。</li> <li>■ 2011-13 年拍戏率为 33-38%。我们预计 14-16 年至少为 35%。</li> <li>■ 向管理层和核心员工发放股票期权。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 大部分债务来自于深高速，平均贷款利率为 5.9%。</li> <li>■ 第一个综合性物流港最早也要到 2016 年才能产生盈利。</li> <li>■ 深圳航空是公司旗下盈利最高、现金流最充裕的资产之一（2013 年息税前利润率为 16%），但是盈利波动性太大，可能会受到人民币贬值和燃料价格上涨的负面影响。</li> </ul>
机遇	挑战
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 从一家纯交通基础设施企业转型为综合性物流企业，长期增长前景广阔。</li> <li>■ 新业务发展将受益于电子商务和 O2O(线上到线下)的蓬勃发展。</li> <li>■ 2014 年 2 月与申通快递签署战略合作协议，将在电子商务领域共同探索新业务机遇。</li> <li>■ 可能会剥离深圳航空权益。</li> <li>■ 前海和华南地区的土地用途变更可能会带来收益。</li> <li>■ 南京西坝码头新增三个泊位。</li> <li>■ 在第一批沪港通上市公司名单中。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 物流港建设未能及时完工并投入使用可能会导致盈利下滑。</li> <li>■ 用于物流业发展的土地招标竞争更加激烈，将有更多企业参与投标。</li> <li>■ 电子商务、宏观经济或贸易活动增长放缓将对业务行业发展产生冲击。</li> <li>■ 华通源和华南物流园的搬迁可能导致盈利中断。</li> </ul>

资料来源：中银国际研究

### 业务转型带来重估

目前，深圳国际正在向一家综合性物流中心运营商转型，专注于提供高端物流服务，目标租户是电子商务和消费品领域内的企业。按照深圳国际目前的发展状况，我们相信未来的盈利前景喜人。目前，深圳国际已与国内第二大私人快递公司申通快递签署战略合作协议，前者无疑将从中受益。申通不断扩张的仓储网络将有利于深化深圳国际在电子商务领域的渗透。

**图表 5. 现有物流园位置**


资料来源：公司数据、中银国际研究

**图表 6. 现有物流园概况**

物流园 (千平方米)	城市	权益 (%)	土地面积	建筑面积	投入运营日期		使用率 (%)	
					(2013)	2012	2013	2013
华南物流园	深圳	100	611	399	322	96	96	
西部物流园(前湾)	深圳	100	380	420	111	95	95	
华通源物流中心	深圳	51	116	133	130	99	99	
南京化学工业园区	江苏	100	95	48	48	100	100	
山东北明全程物流园	山东	55.39	70	50	26	80	82	
深圳机场物流配送中心	深圳	50	32	28	28			
			1,304	1,078	665			

资料来源：公司数据、中银国际研究

### 在建设物流园方面拥有丰富经验

2002年，深圳国际在深圳建立第一个物流园——华南物流园，到目前为止，公司已在深圳、南京和烟台三地拥有6个物流园，总占地面积和经营面积分别为130万平方米和67万平方米。物流园需求十分旺盛，2013年占用率高达94%（如果不考虑山东北明全程物流的82%，占用率甚至达到了98%）。其中，华通源的平均占用率达到99%。我们预计2015-16年每年租金涨幅将达到5%。

物流园中设有保税仓库，并提供物流增值服务，满足了客户仓储、分销的各种需求

华南物流园是深圳国际旗下最大的物流园之一，园区内设有占地 25 万平米的保税仓库。保税仓库的优点是可以立即处理退税和收取外汇，这会改善出口企业的现金流和原材料周转。最长仓储期为一年。进口方面，进口商可以申请进口关税和增值税延期，直至货物从仓库发货并安排再出口。最长仓储期为两年。物流园也提供物流增值服务，例如货物检查、分拣和打包、合并打包、重新标记、收缩包装等，满足客户仓储、分销的需求。更重要的是，公司还通过绿道提供内陆门服务，将货物合并避免卡车空驶，有利于节省成本。

图表 7. 深圳国际物流园内的中国海关办公室



资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 8. 海关清关



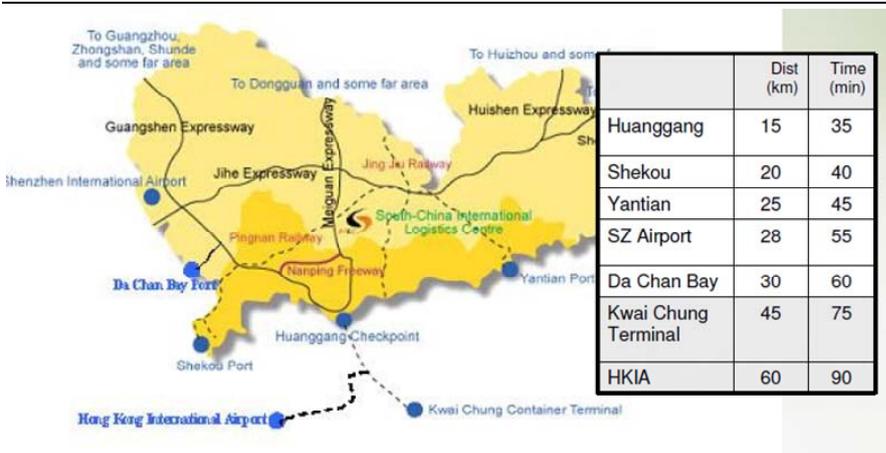
资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 9. 深圳国际的保税仓库



资料来源：公司数据、中银国际研究

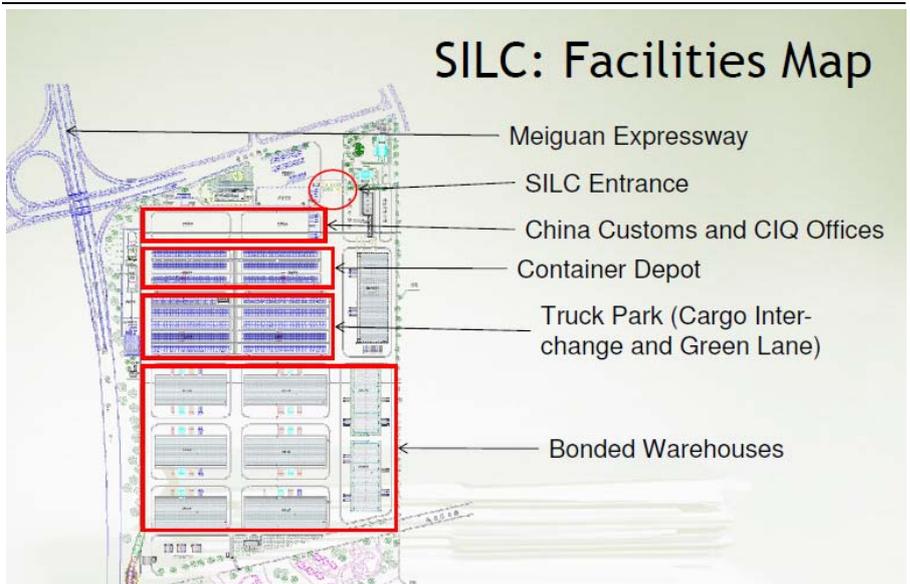
图表 10. 华南物流园的位置和交通网络



资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 11. 华南物流园的设施分布

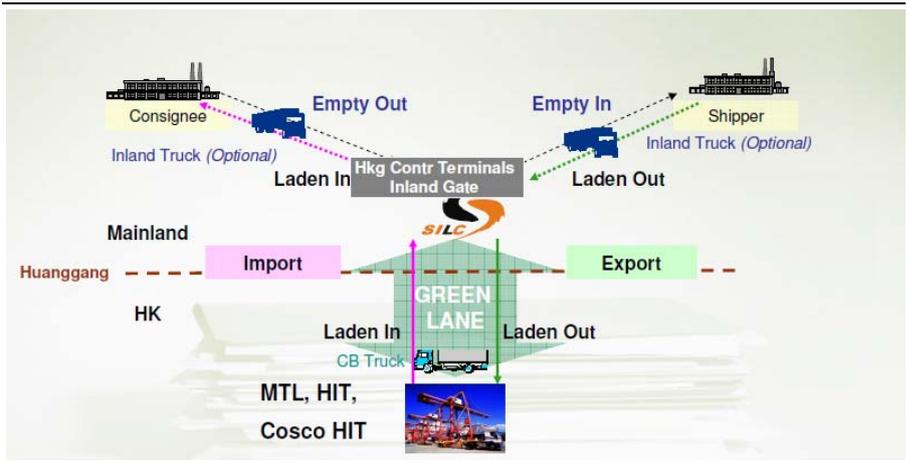
保税仓库面积：25 万平米，可同时容纳 500 辆卡车装、卸货



资料来源：公司数据、中银国际研究

**图表 12. 绿道模式的工作流程**

华南物流园是我国唯一内部设有海关办事处的物流园，在节省时间和成本方面具有极大的优势



资料来源：公司数据、中银国际研究

### 3年内物流园运营面积增长近两倍

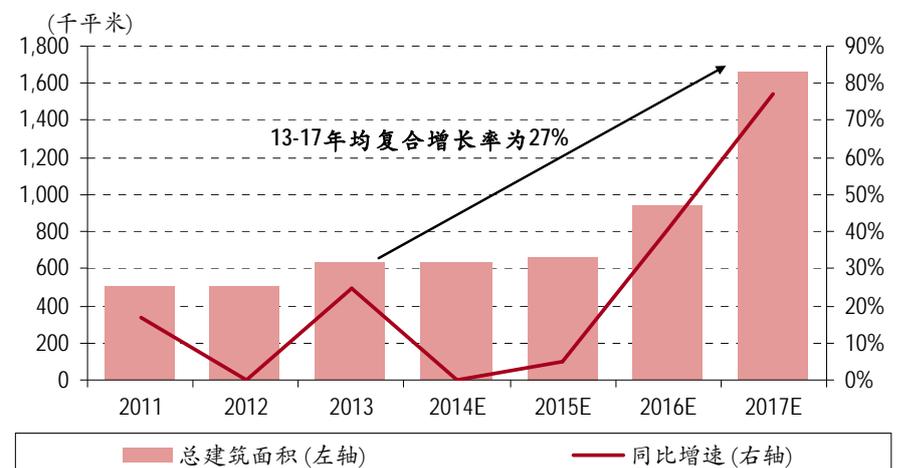
14年下半年，公司将于南昌、合肥、长沙和其他城市的政府部门签署投资协议

深圳国际在发展物流业务方面显示出了其出色的执行力，2013年签下沈阳、天津、无锡、石家庄和武汉的五个综合性物流中心项目。凭借母公司的背景、地方关系和先发优势，公司计划14年下半年签下至少1-2个新项目，未来每年签署至少两个新项目。通常每个项目的建设周期为三年。新项目的要求包括：(1)人口密度高（至少大于1,000万人）、面积广阔；(2)人均GDP增速高于全国平均水平；(3)本地消费水平较高；(4)净资产收益率不低于10%；(5)每个物流园占地面积至少要达到20-30万平米。

**图表 13. 综合性物流中心的工程进度安排**

	土地面积 (千平方米)	经营面积 (千平方米)	合同签署日期	开工日期	投产日
沈阳现代物流港	700	560	12年12月	14年下半年	15年底
天津现代物流港	300	240	13年10月	14年下半年	2016
无锡现代物流港	350	280	13年11月	14年下半年	2016
石家庄现代物流港	330	264	2013	2015	2016
武汉现代物流港	130	104	2013	2015	2016
<b>总计</b>	<b>1,810</b>	<b>1,448</b>			

资料来源：公司数据、中银国际研究

**图表 14. 深圳国际的物流园和物流港经营面积**


资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 15. 综合性物流港设计一览



资料来源：公司数据、中银国际研究

### 相比物流园，综合性物流港具有哪些优势？

与深圳国际现有物流园只提供传统的仓储租赁服务不同，综合性的物流港作为更加复杂的服务性平台，能够向租户提供一系列的物流设施，包括仓库、写字楼、物流信息和分销中心，甚至是财务和保险等方面的服务。这个平台能够将整个物流供应链上的企业都联系起来，从零售商、批发商、中小企业、交通服务供应商（例如快递公司）、信息技术基础设施企业，到金融和保险企业。物流港的目标是加强信息共享、加强客户之间的联系与合作，并向其提供有效的一站式服务。深圳国际将会进一步实现收入来源多样化，收入不仅来自于低端的仓储服务，同时也将来自于高端的增值服务。

目前，中国物流成本高企（占总 GDP 的 18%，美国和日本仅为 8.5%），提升物流服务质量迫在眉睫。也就是说高端物流服务增长潜力巨大。

沈阳综合物流港是深圳国际旗下首个此类项目。项目定于 14 年下半年开工，建设周期通常为一年至一年半，预计 15 年 4 季度将投入使用。该项目占地 70 万平米。我们保守预测 16 年使用率将达到 40%。

综上，截至 14 年 2 季度，深圳国际计划在 2016 年底前兴建的中国城市综合性物流港总占地面积已达 145 万平米，相比物流园 67 万平米的经营面积增长 118%。

### 与申通快递及其他私人企业签署战略合作协议

深圳国际与我国第二大私人快递公司申通快递签署战略合作协议，双方将加强电子商务和跨境业务领域的合作，通过设施共享实现资源、技术和运营的优化。深圳国际也能借此机会扩大其物流网络和客户基础，与申通快递共同承担未来物流中心发展所需要的资本性开支。另一方面，申通快递也能实现业务的多元化、提升经营效率、改善盈利质量。虽然交易量不断增长，但过去两年申通的收入同比增速平平，2013 年净利率更是从 2011 年的 15% 缩窄至 9%，这主要是因为市场竞争太过激烈。这是申通缘何要在跨境电子商务领域寻求机会的原因。

除了申通之外，公司也在继续寻找机会与其他快递公司合作，选择范围主要限于广州、南京、成都、重庆、西安等一、二线城市。我们认为这是公司未来发展的明智之选。

**图表 16. 申通快递的业务发展历程**

日期	详情
13年1月	成立海外业务分部，专注于海外扩张。
2013年	在香港、台湾和澳门建设网络，同时也将在亚洲其他国家寻求机会。
14年1月	与荷兰邮政建立合作关系，发展中国-欧洲快递业务。
14年2月	建立申通美国官方网站，专注于海外转运(海淘)。
14年2月	与深圳国际建立合作关系，扩张电子商务物流业务。
14年5月	与俄罗斯快递企业建立合作关系。

资料来源：公司数据、中银国际研究

### 未来土地可能升值

土地用途变更可能会带来丰厚的收益。深圳国际的华南物流园位于龙华新区，该区是《深圳市城市总体规划（2007-2020）》中提出的五个城市副中心之一，也是未来商业和居住发展的重点区域。作为土地所有者，深圳国际有权在土地升值后重新开发该地块，该项目建筑面积48万平方米，公司获得了约50亿人民币的搬迁补贴。每平米成本约为10,000人民币，市场价18,000人民币，净收益（税后）为23亿人民币，深圳国际持有75.9%的股份（深高速持有50.9%），可获得分配利润为18亿人民币。

与此同时，深圳国际将在龙华新区观澜街道黎光社区重建华通源物流中心（现址以北9公里），建筑面积16.8万平方米，临时停车场面积为58,000平米。新址到观澜高速交通便捷。该项目将在15年中动工，预计16年底/17年上半年投入使用。我们认为此项交易对深圳国际是个利好，项目建筑面积比原址大26.3%，还有58,000平米的停车场。

展望未来，深圳国际位于华南地区的61.1万平方米土地储备将变更用途，这将为公司带来丰厚的收益。公司表示目前已积极推动华南物流园二期项目77,000平米的项目建设。我们预测，如果华南园的61.1万平方米土地（假设容积率为4倍，土地市场价为18,000人民币）变更为商业/居住用地，预计公司将获得117亿人民币（148亿港元收益）。虽然土地用途变更的时间未知，但是我们相信这将为公司的盈利带来惊喜，从核心的物流业务发展中所获得现金将起支持作用。

**图表 17. 华通源案例分析**

(千平米)	先前	华通源搬迁后建筑面积	重新划分(梅林关城市更新项目)
土地面积	116	48	96.05
容积率	1.1	3.5	5.1
建筑面积	133	168	486
闲置土地		58	
	<b>港币</b>	<b>人民币</b>	
预计项目开发成本(人民币, 百万)	6,048	4,800	
预计每平米建设成本(人民币, 千)	12.44	10.00	
	<b>净收益(人民币, 百万)</b>	<b>可分配利润(人民币, 百万)</b>	<b>可分配利润(港币, 百万)</b>
华通源项目预计税后利润	2,332.80	1,770.60	2,230.95

资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 18. 华通源物流中心搬迁



资料来源：谷歌、中银国际研究

图表 19. 土地用途变更后可能获得的经济收益

华南物流园	原先	二期	余下
土地面积(千平方米)	611	77	534
容积率	0.65	4	4
建筑面积(千平方米)	399	308	2,136
预计税后收益(人民币, 百万)		1,478	10,253
预计税后收益(港币, 百万)		1,863	12,919

资料来源：公司数据、中银国际研究预测

图表 20. 深圳华南物流园周边



资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 21. 华南物流园的新物流中心

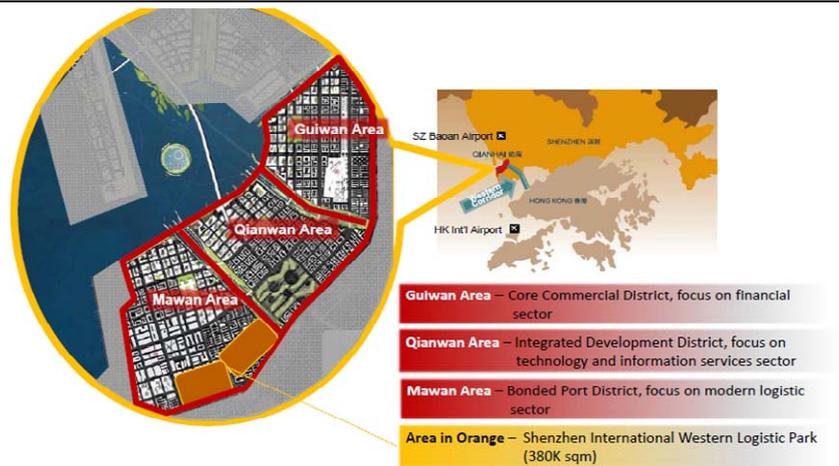


资料来源：公司数据、中银国际研究

### 前海地区的最新开发情况

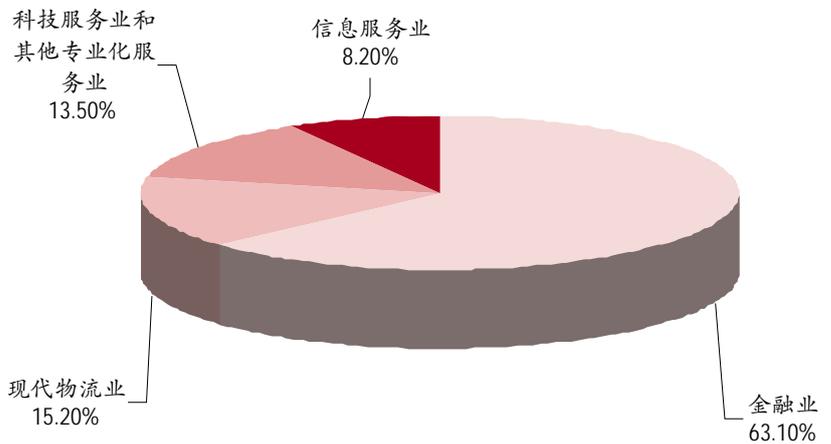
深圳市前海深港现代服务业合作区位于深圳南山半岛西部珠江口，占地面积 15 平方公里，距离深圳和香港机场 20 分钟车程，距离香港中环 30 分钟车程。合作区将划分为金融业、现代物流业、信息服务业、科技服务业和其他专业服务业四个区块。截至 13 年 12 月，共有 3,553 家国内和香港企业已在前海注册，包括腾讯控股旗下的六家公司。在美国上市的中国电子商务运营商阿里巴巴也计划在前海打造一张能支撑日均 300 亿人民币网络零售额智能骨干网络。

图表 22. 前海地区概况



资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 23. 截至 13 年 10 月在前海开发区注册的企业



资料来源：深圳市前海深港现代服务业合作区管理局、中银国际研究

截至 14 年 1 季度，前海已有约 300 家现代物流企业注册，其中一部分是香港上市公司。大部分公司希望利用前海合作区开放政策发展跨境物流业务，并享受 15% 的优惠税率。

前海合作区的政策向从事于海关清关、信息管理和相关增值服务、财务咨询、财务担保和结算的供应链管理企业倾斜。同时，政策还鼓励电子商务领域的综合性物流业和其他增值服务业的发展。

预计 2015 年在前海注册的公司数量将逐步增长，合作区发展有望加速。

预计未来土地有望升值。我们在图表 24 中列举了近期前海地区的土地交易情况。妈湾地区是现代物流业务的保税港，土地价格低于桂湾、前湾两大片区，未来该地区将着重发展金融业和科技、信息服务业。

**图表 24. 深圳前海经济区土地招标历史价格**

收购日期	土地面积 (平方米)	建筑面积 (平方米)	人民币 (千/平方米)	容积率 (倍)	收购方
14年1月底	51,416	477,000	28.09	9.28	来自纽约的兆华斯坦地产公司及中国合作方深圳前海国际能源金融中心共同建设写字楼及零售建筑
14年5月	24,948	190,000	8.16	7.62	腾讯
14年5月	15,063	95,000	6.80	6.31	联想控股(私人公司)股权投资子公司弘毅投资
14年5月	34,302	297,000	11.85	8.66	民生银行(1988 HK)电子商务子公司民生电商及中国科技公司深圳前海恒昌科技发展有限公司
平均(人民币 1,000/平方米)(因土地用途不同, 不包括兆华斯坦)			8.937		

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

### 公司在前海的机遇

公司在妈湾地区拥有一块土地, 总面积 380,000 平方米。2002 年, 公司通过成立深圳西部物流有限公司来收购该土地, 土地成本 700 人民币/平方米, 深国际原先持有该公司 20% 的股份, 之后分别于 2006 (40% 以上) 和 2008 年 (100%) 提高持股比例。公司将该土地部分开发成为西部物流园, 剩余空置面积用作仓储。

2013 年 8 月, 深国际和深圳控股(604 HK)在前海成立各持股 50% 的合资咨询公司, 开展与前海项目相关的筹备工作。2013 年 7 月, 深国际和渣打银行(2888 HK)签署了首个 10 年期 1 亿人民币的前海跨境双边人民币贷款协议, 以资助公司对妈湾区现代物流综合园区的开发计划。

深国际已为前海开发准备就绪, 正在等待政府对于土地用途变更和地价支付问题的最终决定。参考华通源的先例, 我们认为深国际可能会支付地价, 而地价应较市场拍卖价享有折让, 然后再将其转售给开发商。土地价值有待释放。

### 2013-16 年核心盈利预计年均复合增长 16.1%

我们预测深国际 2013-16 年销售收入年均复合增长 14%, 主要是受物流业务年均复合增长 24% 及收费公路业务年均复合增长 12% 的推动。我们预测 2013-16 年公司核心盈利年均复合增长 16.1%, 主要是受到营收增长和毛利率持续较高的支撑。

### 物流业务-主要长期增长引擎

在物流业务中, 物流园将成为主要的增长引擎, 假设现有园区每平方米收入同比增长 5%, 2013-16 年收入预计年均复合增长 28%。首个现代综合物流中枢沈阳现代综合物流园于 14 年下半年开工建设, 预计于 15 年 4 季度贡献盈利。根据现有规划, 其他四个物流园区将于 2016 年投入运营, 并于 2017 年实现更为可观的盈利。

物流园应采用直线折旧法。因此, 当物流园仍处于发展阶段, 折旧成本可能会超过其收入。我们预测运营的最初两年可实现经营层面的盈亏平衡。

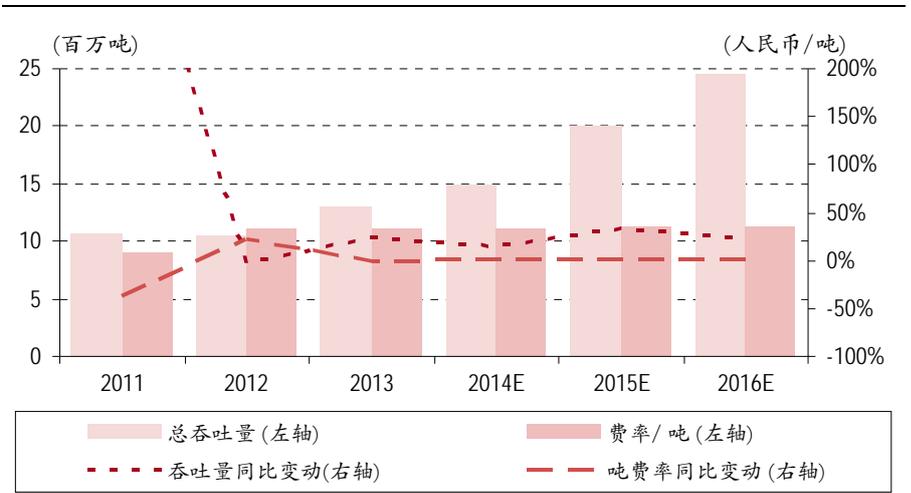
**图表 25. 现代物流综合园区收入构成**

现代综合物流园 (港币, 百万)	2015E	2016E
沈阳现代综合物流园	45.7	329.3
天津现代综合物流园	-	81.9
无锡现代综合物流园	-	95.6
石家庄现代综合物流园	-	16.6
武汉现代综合物流园	-	7.6
<b>合计</b>	<b>45.7</b>	<b>531.0</b>
在物流园总收入中的占比%	7	49
在总收入中的占比%	0.6	6

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

### 港口业务-2015 年运能增长一倍以上

公司在靠泊能力为 7 万吨的南京西坝港持股 70%。14 年上半年, 总吞吐量同比增长 23% 至 780 万吨, 主要是得益于煤炭、铁矿石和沙石的转运。2013 年, 港口销售收入同比增长 25% 至 1.46 亿港元, 净利润同比增长 73% 至 2200 万港币, 分别占到公司总销售收入和核心净利润的 2.4% 和 1.3%。大幅增长主要是得益于吞吐量回升以及国际航运高利润率服务的推出。至 2014 年底, 还有 3 个设计运能 5 万-7 万吨的港口完工。假设运营首年(2015)运能利用率为 20%, 西坝港总吞吐量将同比增长 33%, 推动 2015 年销售收入和净利润分别同比增长 34% 和 42% 至 2.229 亿和 3450 万港币, 占到公司总收入和核心净利润的 2.8% 和 1.5%。

**图表 26. 深圳国际控股港口经营数据和预测**


资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

### 收费公路业务-稳定的收入来源

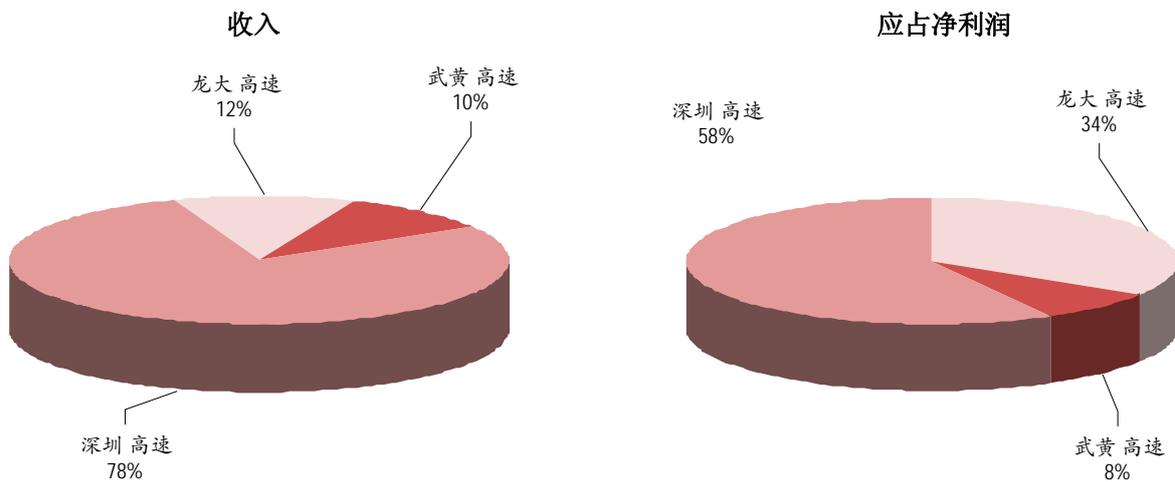
深国际是中国最大的收费公路运营商之一, 在 5 个省共拥有 17 条高速公路(经营长度超过 500 公里)。业务组合包括龙大高速、武黄高速以及公司持股 51% 的子公司深高速(548 HK/600548 CH)旗下另外 15 条收费公路。我们预测 2016 年收费公路业务在公司总收入中的占比将由 2013 年的 83% 下降至 78%。

图表 27.深圳国际控股旗下高速公路位置及长度



资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 28. 深圳国际控股旗下收费公路收入及应占净利润分析



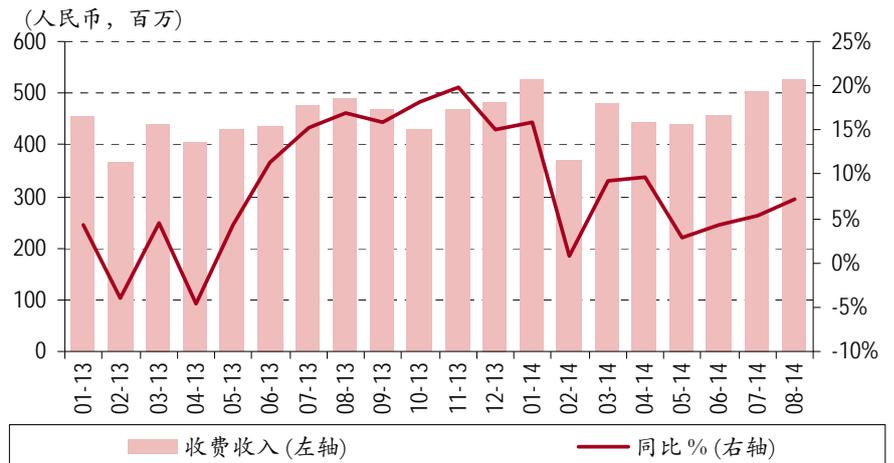
资料来源: 公司数据, 中银国际研究

2014年3月, 公司因处置梅观高速免费路段(13.8公里)从深圳市政府取得19.26亿人民币的一次性收益。假设免费路段持续运营至2027年3月, 公司2014-15年将因为免费路段的未来收益而获得每年8亿人民币的现金补偿, 剩余部分在2016年8月前获得。补偿款分别相当于14.3倍2013年预期市盈率和1.85倍2013年预期市净率, 较行业平均水平存在溢价。

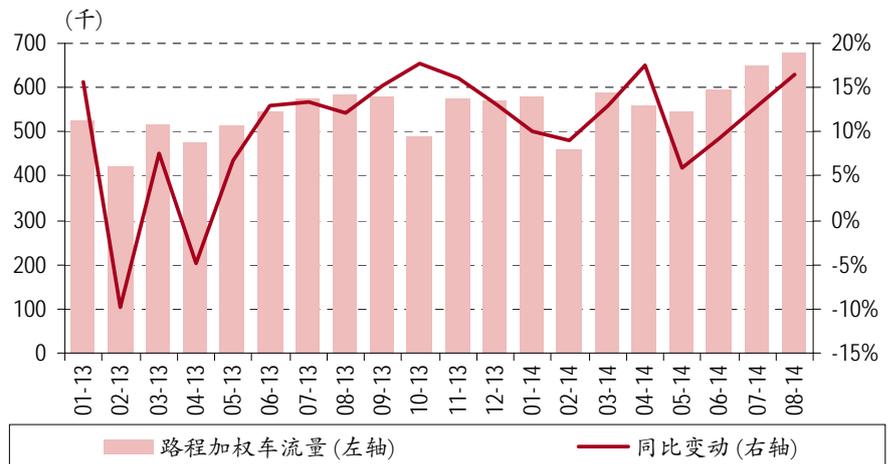
另一方面, 清连二级公路2013年有一笔8,880万港币的资产注销, 这是因为根据广东省政府交通运输厅的通知, 收费自2013年6月30日取消。

公司大部分运营高速属于国道或省道网络。它们连接着主要的港口、机场、海关检查站和工业园区, 完善了深圳的公路网络。根据深高速公告, 14年上半年日均车流量同比上升15%。收费未发生调整, 我们预测2014年收费公路收入同比增长10%至52亿人民币。

对深国际而言, 收费公路业务提供了稳定的现金流入和防御性的盈利, 但它并非增长引擎。2010-13年, 公司经营现金流稳定在18亿-23亿人民币。

**图表 29. 收费路段月度收入**


资料来源: 公司数据, 中银国际研究

**图表 30. 月度车流量 (车辆数)**


资料来源: 公司数据, 中银国际研究

## 财务数据

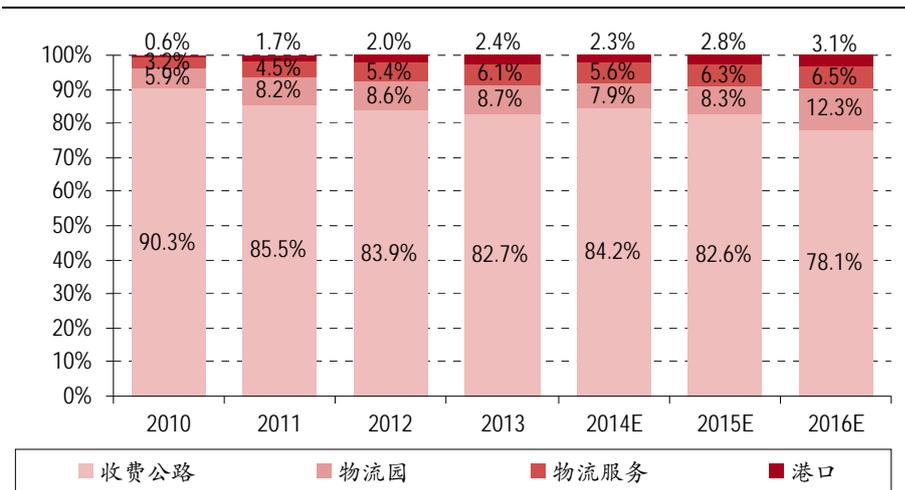
### 顺势把握物流行业机遇

2013年收费公路业务是深圳国际控股最大的收入来源(总收入的82.7%),其次是物流(17.3%)。2013-16年收费公路将继续为公司带来稳定的收入,年均复合增长预计为12.1%,我们预测期内总体净利润将录得16.1%的年均复合增长,主要是受到物流业务年均复合增长23%的推动。

我们预测2014年净利润同比温和增长,因为深圳航空净利润同比下滑68.7%,主要是由人民币贬值和产能过剩背景下国内收益下滑所致。包含深圳航空1.81亿人民币的兑汇亏损,14年上半年深国际应占联营公司(主要是深圳航空)息税前利润下降至139万港币的亏损(13年上半年盈利1.31亿港币)。2013年,深圳航空息税前利润同比下降52%至5.39亿人民币,占深国际总息税前利润的16%。

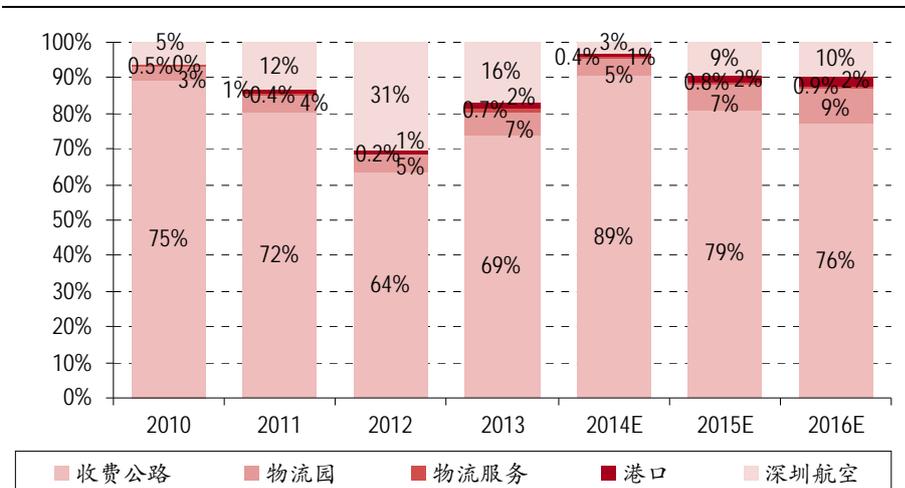
2011年5月，深圳国际对深圳航空的持股比例由24%增加至49%。公司以7.88亿人民币的作价从深圳市汇润投资有限公司手中购得股份，我们认为交易估值公允，分别相当于7.8倍2011年市盈率和0.88倍2011年市净率。尽管盈利有波动性，但深圳航空提供了稳定的现金流来源。然而，随着深圳国际未来物流园业务的扩张，航空业务将不再必要。我们认为，任何对股份的处置都将成为股价的正面催化剂。

图表 31. 分部收入占比



资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 32. 分部息税前利润占比



资料来源: 公司数据, 中银国际研究

### 现金流

得益于对梅观高速公路的处置，深国际 2014-15 年将获得 8 亿人民币，2016 年将获得 11 亿人民币。考虑到华南物流园和华通园物流园的搬迁，我们已计入高于市场预期的资本支出预算 30 亿人民币。我们的预测假设搬迁费用为 1 万人民币/平方米。由于收费公路业务和投资分红，公司将拥有健康的现金流。

### 资产负债表

至 14 年上半年末，深圳国际净负债率 47.6%，总负债 179 亿人民币。如剔除深高速 119 亿人民币的总借贷，净负债率仅为 16%。尽管我们考虑到园区搬迁已计入高于市场预期的资本支出预算，但受经营现金流和梅观高速处置补偿的支撑，公司资金充足。我们认为，至 2016 年底净负债率将下降至 16.6%。14 年上半年末公司拥有 67 亿港币的现金盈余。

### 盈利敏感性

我们对 2015 年收费公路收入增长和物流园收入增长进行了盈利敏感性测试。我们发现，收费公路收入仍是最为敏感的盈利推动力，每上升 1% 将推动每股盈利增长 0.66%。另一方面，物流园收入每上升 1% 仅能推动每股盈利增长 0.15%。

图表 33. 盈利敏感性测试(2015E)

		收费公路收费增长						
		-20%	-10%	-5%	0%	5%	10%	20%
物流园收入增长	-20%	1,868	2,016	2,090	2,165	2,239	2,313	2,461
	-0.1	1,903	2,051	2,125	2,199	2,273	2,347	2,495
	-5%	1,920	2,068	2,142	2,216	2,290	2,364	2,512
	0%	1,938	2,086	2,160	2,234	2,308	2,382	2,530
	5%	1,955	2,103	2,177	2,251	2,325	2,399	2,547
	10%	1,972	2,120	2,194	2,268	2,342	2,416	2,564
	20%	2,007	2,155	2,229	2,303	2,377	2,451	2,599

资料来源: 中银国际研究预测

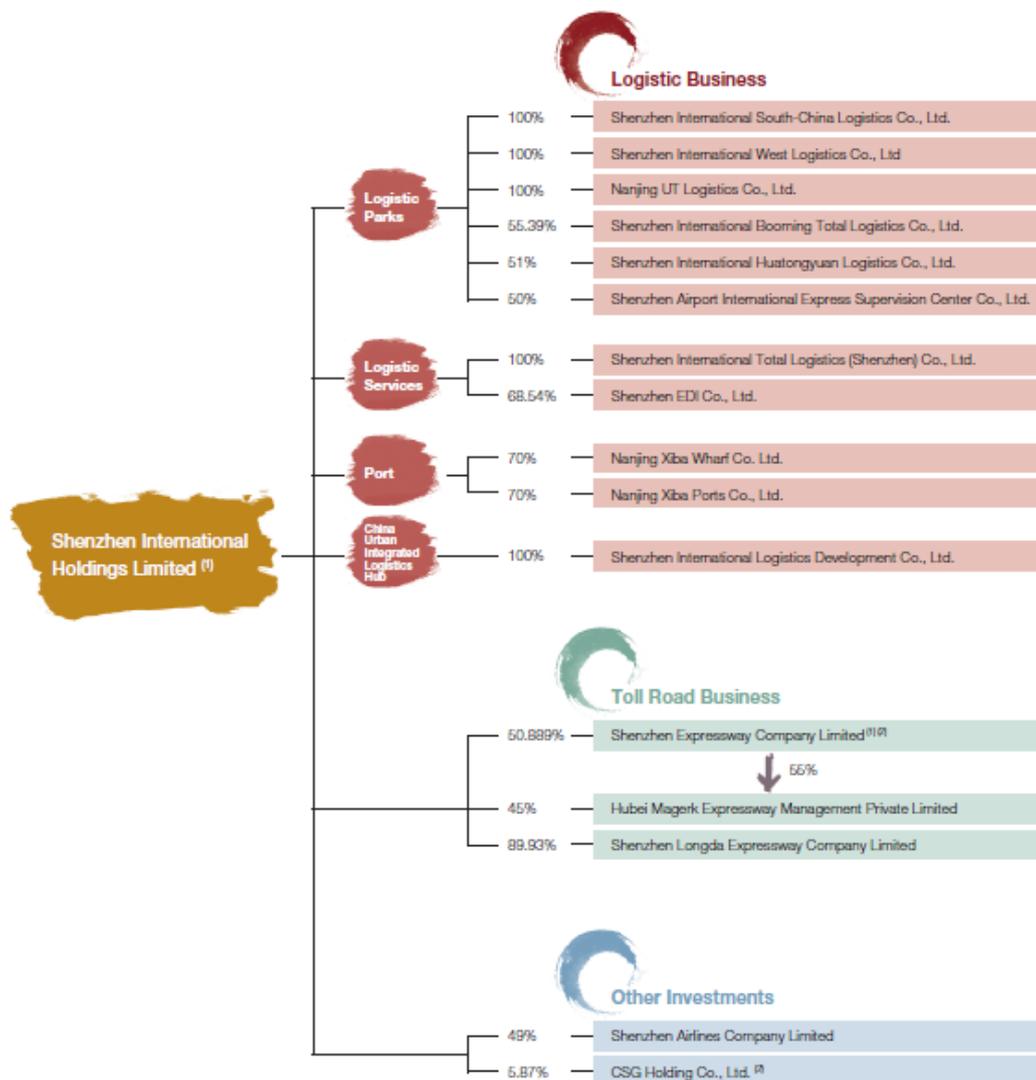
### 风险

- 深圳航空收入的波动性。**深圳航空是公司重要的盈利和现金流来源之一（占 2013 年总息税前利润的 16%）。深圳航空的盈利具有高波动性，容易受人民币对美元贬值和能源价格上升的负面影响。14 年上半年，深圳航空对息税前利润的贡献为 139 万人民币亏损，而 13 年上半年为 1.31 亿人民币的盈利。我们预测 2014 年全年深圳航空的利润贡献同比下降 68.7%。由于行业内部以及来自高铁等其他交通工具的竞争激烈，深圳航空的前景依然艰险。
- 随着更多国内外运营商的参与，在物流土地招标上的竞争可能更加激烈。**土地成本将相应上升。深圳国际物流园的平均土地成本仅为 500-600 人民币/平方米，因为公司收购土地是在多年以前。鉴于更多物流运营商的需求上升，我们预测未来公司收购土地的成本将有所上升。
- 电子商务、宏观经济或贸易流通的任何回落都可能对物流业务产生负面影响。**公司物流园和收费公路业务的下游需求来自制造业、贸易流通、电子商务等。但是，由于公司服务于多家大型物流公司如 DHL、马士基和申通快递，已建立好的业务关系将在一定程度上保护公司免受下行冲击。
- 土地和房地产价格大幅下滑可能降低公司现有土地储备的潜在收益。**在我们的估值方法中，我们根据 9,000 人民币/平方米的土地价格假设来确定前海土地价值。尽管该假设十分保守，但考虑到深圳 16,000-18,000 人民币/平方米的土地均价，土地和房地产价格的全面回落仍可能动摇我们的假设。假如土地价格下降 50% 至 4,500 人民币/平方米，我们的每股净资产预测将下降 6.0%。

5. **资本支出高于预期引发融资需求：**假如建设期延长，公司物流园的潜在搬迁可能会导致资本支出高于预期。综合物流园的典型建设周期需求1-2年，任何延期将导致资本支出超出预期。我们预测2014-16年公司将录得正的自由现金流，平均每年偿还25亿人民币的债务。如果资产支出超限，偿还额可能下降，从而影响我们的财务成本预测。
6. **假如新发展项目（物流园和港口）回报低于预期，深圳国际净资产收益率将出现恶化。**由于新物流园区的启动，我们预测2015年和16年物流园的息税前利润率分别收缩1.1个和4.7个百分点至。受新港口启动的影响，我们预测2014年港口业务息税前利润率收缩2.4个百分点。假如发展进程不顺，收缩幅度可能会更大。
7. **物流园建设和启动日期延迟可能导致盈利下滑。**2014-16年物流园区业务营收年均复合增长36%的预测是基于以下假设：(1)所有综合物流园按计划开业；(2)现有园区每平方米收入同比增长5%。根据我们的敏感性分析，假如延期导致2015年物流园平均收入增长下降10%，那么盈利将比我们的预测低1.5%。

### 公司结构

图表 34.深圳国际公司结构



资料来源: 公司数据, 中银国际研究

## 管理层资料

图表 35. 深圳国际公司管理层资料

姓名	职务	年龄	任命时间	背景及主要职责
高雷	董事长/总裁	54	2012年9月	<ul style="list-style-type: none"> <li>拥有西安交通大学货币银行学硕士学位，高级经济师。</li> <li>曾任中国银行深圳分行国际部和信贷管理部副科长</li> <li>曾任深圳市人民政府财金办干事（正科级）、深圳市政府办公厅秘书处秘书（副处级）</li> <li>曾任深圳发展银行行长助理兼宝安支行及广州分行行长</li> <li>曾任深圳市投资管理公司总裁助理及总经济师</li> <li>曾任深圳市人民政府国有资产监督管理委员会总经济师及副主任</li> </ul>
李景奇	总裁/执行董事	57	2006年8月	<ul style="list-style-type: none"> <li>负责集团总体日常运营、集团发展策略的执行以及股东会和董事会的各项决议</li> <li>毕业于上海外国语大学，获文学学士学位</li> <li>先后任职于中国银行安徽分行、中国银行港澳管理处、中国银行深圳分行，曾任深圳科技控股有限公司执行董事。</li> <li>现任中国南玻集团股份有限公司、深圳高速公路股份有限公司及 Ultrarich Int'l Ltd 董事</li> <li>拥有 20 多年的国际银行和企业管理经验</li> </ul>
李鲁宁	执行董事	54	Sep 2012年9月	<ul style="list-style-type: none"> <li>拥有南开大学法学学士学位，高级经济师</li> <li>先后担任深圳市委办公厅秘书处副处长、深圳市国家保密局副局长（正处级）、深圳市委办公厅会议处处长、深圳市大铲湾投资发展有限公司副总经理及深圳市地铁集团有限公司董事。自 2008 年 4 月至今为深圳市政协委员。</li> <li>现为深圳大学轨道交通学院客座教授</li> <li>现为深圳航空副总裁及 Ultrarich International Ltd. 董事</li> <li>拥有丰富的企业管理经验</li> </ul>
刘军	执行董事	50	2004年5月	<ul style="list-style-type: none"> <li>毕业于南京理工大学，获计算机软件专业学士学位及管理工程专业硕士学位</li> <li>曾任中国南玻集团股份有限公司及深圳高速公路股份有限公司董事，现任 Ultrarich International Ltd. 董事</li> <li>拥有 20 多年的企业发展、财务管理及外商投资管理经验</li> </ul>
杨海	执行董事	53	2007年8月	<ul style="list-style-type: none"> <li>拥有重庆建筑大学道桥系学士学位，高级工程师</li> <li>现为深圳高速公路股份有限公司董事长</li> <li>现任中国南玻集团股份有限公司监事会主席及中国交通部第二公路工程局队长、处长及局长助理。</li> <li>2004年6月至2006年7月曾任本公司副总裁，1997年8月至2000年3月任深圳高速公路股份有限公司副总经理。</li> <li>拥有丰富的公路工程建设管理及企业管理经验</li> </ul>
谢日康	财务总监	44	2000年6月	<ul style="list-style-type: none"> <li>负责本集团财务管理及规划，并统筹集团各主要交易</li> <li>毕业于澳大利亚 Monash 大学，获会计和电脑科学学士学位</li> <li>现为香港会计师公会资深会计师及澳洲会计师公会注册会计师。</li> <li>现为深圳高速公路股份有限公司非执行董事，以及 Casablanca Group Ltd 和中国汇融金融控股有限公司的独立非执行董事</li> <li>加入本公司前，曾在一家国际会计师事务所担任审计职务数年。在会计、财务及上市公司企业管治方面拥有丰富经验，对香港及内地的会计和财务法规有深入的认识。</li> </ul>

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

## 重要事件

图表 36. 深国际重要事件

2002	<ul style="list-style-type: none"> <li>收购深圳高速并购入深圳航空 10% 的权益</li> <li>联合投资成立深圳西部物流公司</li> <li>投资华南国际物流中心</li> </ul>
2007	<ul style="list-style-type: none"> <li>为进一步集中资源于核心物流业务，集团逐步减少对非核心业务的投资。由于南玻的玻璃生产业务及其子公司并非集团核心业务，因而处置掉所有南玻 B 股</li> </ul>
2009	<ul style="list-style-type: none"> <li>深圳西部物流园二期物流中心（总经营面积 150,000 平方米）开始建设。项目一期面积 73,000 平方米，预计于 2010 年底完工</li> </ul>
2010	<ul style="list-style-type: none"> <li>南京西坝港投入运营，两个 5 万吨级散货码头投运</li> </ul>
2010	<ul style="list-style-type: none"> <li>华南物流园两个新物流中心建设完工。总经营面积约上升至 20 万平方米。</li> </ul>
2012	<ul style="list-style-type: none"> <li>制定新的商业计划并调整前海西部物流园用地的开发</li> </ul>
2013	<ul style="list-style-type: none"> <li>签署“深国际武汉综合物流港”投资协议</li> <li>集团成功收购 24 万平方米土地用于“深国际沈阳综合物流港”一期的开发</li> <li>公司签署“深国际天津综合物流港”投资协议</li> </ul>
2014	<ul style="list-style-type: none"> <li>成立项目公司，获得梅林关城市更新项目的宝贵土地</li> </ul>
2015E	<ul style="list-style-type: none"> <li>沈阳现代综合物流港和西坝港三个新码头将投入运营</li> </ul>
2016E	<ul style="list-style-type: none"> <li>天津现代综合物流港和无锡现代综合物流港将投入运营</li> </ul>
2016E	<ul style="list-style-type: none"> <li>石家庄现代综合物流港和武汉现代综合物流港将开始运营</li> </ul>

资料来源: 公司数据, 中银国际研究。

## 公司背景

深国际主要从事物流基础设施的投资、建设和运营，并利用其基础设施和信息服务平台向客户提供各类增值物流服务。公司的发展战略以珠三角、长三角和渤海湾为战略重心。

公司是在百慕大成立的有限责任公司。截至 14 年上半年末，控股股东深圳投资控股有限公司持股 49%。深圳投资控股有限公司由深圳市人民政府国有资产监督管理委员会全资持有。

深国际有三大业务：收费公路、物流业务（物流园、港口和物流服务）和其他投资（深圳航空和中国南玻）。2013 年，收费道路和物流分别贡献总收入的 83% 和 17%。2013 年，来自收费公路、物流和其他投资的净利润分别占到总净利的 69%、9% 和 16%。

图表 37. 主要合作商及客户

Cargo owners	
Logistics firms	

资料来源: 公司数据

深国际的收费道路收入主要来自子公司。公司在上市公司深高速持股 50.9%。深国际还在湖北马鄂高速公路经营有限公司持股 45%，在深圳龙大高速公路有限公司持股 90%。

图表 38. 公司收费公路资产详情表

	集团持股比例 (%)	长度 (公里)	2013 年日均车流量 (千)	同比 (%)	收费收入 (人民币百万)	同比 (%)
龙大高速	89.9	28	88	7.3	625.245	8
武黄高速*	100.0	70.3	39	(2.5)	379.753	(17)
梅观高速	100.0	19.2	130	4.0	293.125	(9)
机荷东段	100.0	23.7	150	17.2	485.006	7
机荷西段	100.0	21.8	123	15.0	382.605	(3)
盐排高速	100.0	15.6	50	22.0	197.476	5
盐壩高速	100.0	29.1	31	6.9	162.038	14
南光高速	100.0	31	75	27.1	287.325	25
水官高速	40.0	20	155	12.3	473.659	7
水官延长段	40.0	6.3	39	34.5	64.258	13
清连高速*	76.4	216	28	21.7	710.963	32
阳茂高速*	25.0	79.8	31	14.8	536.23	187
广梧项目*	30.0	37.9	27	8.0	262.268	5
江中项目	25.0	39.6	89	(3.3)	337.415	(1)
广州西二环	25.0	40.2	42	20.0	301.044	15
长沙环路	51.0	34.7	14	7.7	52.396	20
南京三桥*	25.0	15.6	29	16.0	427.581	31

资料来源: 公司数据

### 物流业务

物流业务包含三个主要的分部: 物流园、港口和物流服务。

**物流园:** 公司目前在中国 5 个主要城市拥有 5 家物流园区, 包括深圳、南京和烟台, 总面积和经营面积约分别为 130 万和 67 万平方公里。

图表 39. 物流园收入和净利润构成

(港币, 百万)	13 年上半年	14 年上半年	同比 (%)
<b>销售收入</b>			
华南物流园	82.0	118.1	44.0
西部物流园	45.5	45.1	(1.0)
华通源物流中心	54.8	59.8	9.0
南京化工园物流中心	24.7	33.1	34.0
山东北明全程物流园	26.9	26.3	(2.0)
<b>利润</b>			
华南物流园	28.89	51.72	79.0
西部物流园	18.78	16.15	(14.0)
华通源物流中心	10.49	11.85	13.0
南京化工园物流中心	5.65	7.97	41.0
山东北明全程物流园	0.49	1.61	231.0
深圳机场高速中心	6.34	7.55	19.0

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

**中国城市综合物流港:** 为加强公司物流网络, 深国际 2012 年推出了名为“中国城市综合物流港”的全国计划。这是公司增强型的物流园业务模式。未来五年公司计划在华东、华南、华中、华北、东北、西南和西北地区建设物流港。

**图表 40. “中国城市综合物流港”项目详情**

项目名称	地点	计划建筑面积(平方米)
沈阳现代综合物流港	沈阳于洪区	700,000
天津现代综合物流港	天津滨海新区	300,000
无锡现代综合物流港	无锡惠山	350,000
石家庄现代综合物流港	石家庄正定县	130,000
武汉现代综合物流港	武汉东西湖区	330,000
<b>总计</b>		<b>1,810,000</b>

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

**港口:** 深国际在南京西坝码头有限公司持股 70%。南京西坝码头一期项目配有二个 7 万吨级的通用散货码头和一个建筑面积 40 万平方米的仓库。码头可提供船舶装卸、驳运、火车装载及汽车装载服务, 储存容量超过 100 万吨。

**物流服务业务:** 通过利用现有物流基础设施, 集团积极探索供应链管理、价值链整合和现代增值物流服务。

#### 其他投资

**深圳航空:** 2011 年深国际对深圳航空的持股比例提高至 49%, 总投资成本上升至 14 亿港币。深圳航空 2013 年为深国际贡献利润 4.8 亿港币, 占深国际总净利的 23%。深国际不参与深圳航空的经营, 负责运营的是持股 51% 的母公司中国国航(753 HK/601111 CH)。

2013 年深圳航空的旅客运输达到 317.72 亿人次-公里, 同比上升 10%。

2013 年底, 深圳航空共经营 132 架客机 (2012 年为 116 架)。目前, 深圳航空经营 155 条国际国内线路, 其中 143 条为国内线路, 6 条为国际线路, 另外 6 条服务于香港、澳门和台湾地区。

**南玻 A (000012 CH):** 截至 2013 年底深国际在南玻持股 5.87%, 即 1.2183 亿股。公司主要从事玻璃和陶瓷材料。2013 年深国际以每股 11.14 人民币 (14.1 港币) 的平均售价处置南玻 1134 万股股份, 获得 1.06 亿港币的税后收益。展望未来, 我们相信深国际将最终处置掉南玻的所有股份。2013 年, 南玻的销售收入和净利润分别同比增长 10.57% 和 459.04%。

**图表 41. 股权处置记录**

年份	(百万股)	净收益(港币, 百万)
2009	29.31	283
2010	28.7	2334
2011	14.62	263
2013	11.34	106
<b>总计</b>	<b>84</b>	<b>2,986</b>
<b>剩余股份</b>	<b>121.83</b>	

资料来源: 公司数据, 中银国际研究



**损益表(港币百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	5,740	5,963	7,456	7,993	8,899
销售成本	(3,102)	(3,025)	(1,651)	(4,068)	(4,569)
经营费用	778	981	999	1,119	1,551
息税折旧前利润	3,416	3,919	6,804	5,044	5,881
折旧及摊销	(1,157)	(1,376)	(1,493)	(1,648)	(2,140)
经营利润(息税前利润)	2,258	2,543	5,311	3,396	3,741
净利息收入/(费用)	(855)	(739)	(637)	(543)	(401)
其他收益/(损失)	1,371	834	541	777	890
税前利润	2,775	2,637	5,215	3,631	4,230
所得税	(479)	(531)	(1,191)	(767)	(896)
少数股东权益	(417)	(465)	(1,498)	(630)	(733)
净利润	1,878	1,641	2,526	2,234	2,600
核心净利润	1,880	1,660	1,796	2,234	2,600
每股收益(人民币)	1.146	0.996	1.521	1.345	1.566
核心每股收益(人民币)	1.147	1.007	1.082	1.345	1.566
每股股息(人民币)	0.374	0.376	0.379	0.471	0.548
收入增长(%)	3	4	25	7	11
息税前利润增长(%)	(5)	13	109	(36)	10
息税折旧前利润增长(%)	(1)	15	74	(26)	17
每股收益增长(%)	8	(13)	53	(12)	16
核心每股收益增长(%)	24	(12)	7	24	16

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表(港币百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	2,775	2,637	5,215	3,631	4,230
折旧与摊销	1,157	1,376	1,493	1,648	2,140
净利息费用	855	739	637	543	401
运营资本变动	182	(13)	(754)	439	203
税金	(642)	(493)	(1,191)	(767)	(896)
其他经营现金流	(2,398)	(1,911)	(1,207)	(1,344)	(1,306)
经营活动产生的现金流	1,929	2,336	4,192	4,149	4,772
购买固定资产净值	(1,318)	(1,319)	(2,537)	(3,055)	(3,055)
投资减少/增加	36	385	522	522	718
其他投资现金流	136	510	180	272	313
投资活动产生的现金流	(1,147)	(425)	(1,835)	(2,261)	(2,025)
净增权益	0	84	0	0	0
净增债务	3,853	3,450	(2,500)	(2,000)	(3,000)
支付股息	(782)	(776)	(629)	(782)	(910)
其他融资现金流	(2,712)	(4,586)	629	782	910
融资活动产生的现金流	360	(1,828)	(2,500)	(2,000)	(3,000)
现金变动	1,142	82	(143)	(112)	(253)
期初现金	3,724	4,866	4,950	4,808	4,696
公司自由现金流	782	1,911	2,357	1,888	2,747
权益自由现金流	1,739	682	(143)	(112)	(253)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表(港币百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	4,868	4,957	4,814	4,703	4,450
应收帐款	1,165	1,340	1,566	1,679	1,869
库存	1,647	1,271	1,271	1,271	1,271
其他流动资产	9	447	561	602	670
流动资产总计	7,689	8,014	8,212	8,254	8,260
固定资产	3,829	4,404	6,534	9,027	11,027
无形资产	24,189	23,618	22,550	21,483	20,415
其他长期资产	6,677	7,187	7,187	7,187	7,187
长期资产总计	34,694	35,209	36,272	37,697	38,630
总资产	42,383	43,223	44,484	45,951	46,889
应付帐款	2,082	1,918	1,505	2,097	2,559
短期债务	3,898	2,297	2,297	2,297	2,297
其他流动负债	516	340	500	381	417
流动负债总计	6,496	4,555	4,301	4,775	5,273
长期借款	14,072	15,025	12,525	10,525	7,525
其他长期负债	1,827	1,735	1,735	1,735	1,735
股本	4,952	5,100	5,100	5,100	5,100
储备	7,693	8,890	12,907	15,906	19,354
股东权益	12,645	13,990	18,007	21,006	24,454
少数股东权益	7,343	7,918	7,915	7,910	7,902
总负债及权益	42,383	43,223	44,484	45,951	46,889
每股帐面价值(人民币)	7.72	8.49	10.85	12.65	14.73
每股有形资产(人民币)	(7.05)	(5.84)	(2.74)	(0.29)	2.43
每股净负债/(现金)(人民币)	8.00	7.51	6.03	4.89	3.24

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	59.5	65.7	91.3	63.1	66.1
息税前利润率(%)	39.3	42.6	71.2	42.5	42.0
税前利润率(%)	48.3	44.2	69.9	45.4	47.5
净利率(%)	32.7	27.5	33.9	27.9	29.2
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.2	1.8	1.9	1.7	1.6
利息覆盖率(倍)	2.4	3.1	7.4	5.5	7.9
净权益负债率(%)	65.6	56.5	38.6	28.1	16.6
速动比率(倍)	0.9	1.5	1.6	1.5	1.3
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	9.4	10.9	7.1	8.0	6.9
核心业务市盈率(倍)	9.4	10.7	10.0	8.0	6.9
目标价对应核心业务市盈率(倍)	13.1	14.9	13.9	11.1	9.6
盈率(倍)					
市净率(倍)	1.4	1.3	1.0	0.9	0.7
价格/现金流(倍)	9.2	7.6	4.3	4.3	3.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.6	8.2	4.4	5.6	4.3
<b>周转率</b>					
存货周转天数	184.5	176.0	281.0	114.0	101.5
应收帐款周转天数	66.2	76.7	71.1	74.1	72.8
应付帐款周转天数	137.6	122.4	83.8	82.2	95.5
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	32.6	37.3	35.0	35.0	35.0
净资产收益率(%)	15.7	12.3	15.8	11.5	11.4
资产收益率(%)	4.5	4.7	9.3	5.9	6.4
已运用资本收益率(%)	6.4	6.8	13.5	8.4	9.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 研究报告中所提及的有关上市公司

雅居乐地产 (3383 HK/港币 4.77, 买入)  
Agility Public Warehousing (AGLTY UH/拉姆 13.3, 未有评级)  
中国国航 (753 HK/港币 5.05; 601111 CH/人民币 3.99, 未有评级)  
Amazon.com Inc (AMZN US/美元 322.2, 未有评级)  
皖通高速 (995 HK/港币 4.76, 未有评级)  
Aramex PLSC (ARMX UH/拉姆 3.11, 未有评级)  
Bayer AG (BAYA GR/欧元 106.8, 未有评级)  
CEVA Logistics (CEVA US/美元 12.91, 未有评级)  
中国远洋 (1919 HK/港币 3.34, 未有评级)  
东方航空 (670 HK/港币 2.67, 未有评级)  
民生银行 (1988 HK/港币 7.27; 600016 CH/人民币 6.24, 持有)  
中海发展 (688 HK/港币 21.2, 买入)  
华润置地 (1109 HK/港币 17.00, 买入)  
华南城 (1668 HK/港币 3.73, 买入)  
南玻 A (000012 CH/人民币 7.88, 未有评级)  
南方航空 (1055 HK/港币 2.80, 未有评级)  
万科 (2202 HK/港币 14.76, NR; 000002 CH/人民币 9.18, 买入)  
中储股份 (600787 CH/人民币 9.15, 谨慎买入)  
可口可乐 (KO US/美元 43.60, 未有评级)  
中粮地产 (207 HK/港币 1.57, 买入)  
Con-Way Inc (CNW US/美元 46, 未有评级)  
碧桂园 (2007 HK/港币 3.01, 持有)  
Deutsche Lufthansa (LHA GY/欧元 12.08, 未有评级)  
Deutsche Post AG (DPW GR/欧元 24.18, 未有评级)  
Dow Chemical (DOW US/美元 50.5, 未有评级)  
DSV A/S (DSV DC/克朗 162.5, 未有评级)  
E-Commerce China (DANG US/美元 11.12, 买入)  
El DuPont de Nemours & Co (DD US/美元 70.16, 未有评级)  
怡亚通 (002183 CH/人民币 15.99, 未有评级)  
恒大地产 (3333 HK/港币 3.06, 持有)  
Expedito International of Washington Inc (EXPD US/美元 40.38, 未有评级)  
FedEx Corporation (FDX US/美元 159.24, 未有评级)  
象屿股份 (600057 CH/人民币 10.32, 未有评级)

Global Logistics Properties (GLP SP/新元 2.72, 未有评级)  
金轮天地 (1232 HK/港币 0.85, 买入)  
国美电器 (493 HK/港币 1.32, 未有评级)  
Goodman Group (GMG AU/澳元 5.33, 未有评级)  
富力地产 (2777 HK/港币 8.38, 卖出)  
海尔电器 (1169 HK/港币 20.02, 未有评级)  
海宁皮城 (002344 CH/人民币 14.64, 未有评级)  
合和公路基建 (737 HK/港币 3.83, 未有评级)  
JB Hunt Transport Services (JBHT US/美元 74.69, 未有评级)  
JD.com (JD US/美元 25.96, 未有评级)  
宁沪高速 (177 HK/港币 8.21, 未有评级)  
飞力达 (300240 CH/人民币 15.14, 未有评级)  
嘉里物流 (636 HK/港币 12.22, 买入)  
Kimberly-Clark (KMB US/美元 106.83, 未有评级)  
大韩航空 (003490 KS/韩元 35,100, 未有评级)  
Kuehne & Nagel International AG (KNIN VX/法郎 119.00, 未有评级)  
联想集团 (992 HK/港币 12.04, 未有评级)  
龙光地产 (3380 HK/港币 2.4, 买入)  
龙湖地产 (960 HK/港币 9.13, 未有评级)  
Maersk (MAERSKB DC/克朗 13,780, 未有评级)  
Nippon Express Co (9062 JP/日元 448, 未有评级)  
Panalpina Welttransport Holding AG (PWTN SW/法郎 118.2, 未有评级)  
保利地产 (119 HK/港币 3.13, 持有)  
Procter & Gamble (PG US/美元 83.57, 未有评级)  
Prologis (PLD US/美元 37.73, 未有评级)  
Roadrunner Transportation Systems (RRTS US/美元 22.16, 未有评级)  
Ryder System Inc (R US/美元 88.8, 未有评级)  
Samsung (005930 KS/韩元 1,162,000, 未有评级)  
深高速 (548 HK/港币 5.36; 600548 CH/人民币 5.41, 未有评级)  
飞马国际 (002210 CH/人民币 16.92, 未有评级)  
深圳国际 (152 HK/港币 11.3, 买入)  
深圳控股 (604 HK/港币 2.26, 未有评级)  
瑞安房地产 (272 HK/港币 1.83, 未有评级)  
四川高速 (107 HK/港币 3.13, 未有评级)  
Singapore Post (SPOST SP/新元 1.835, 未有评级)

远洋地产 (3377 HK/港币 4.30, 买入)  
外运发展 (Sinoair, 600270 CH/人民币 15.98, 未有评级)  
中国外运 (598 HK/港币 6.00, 买入)  
海丰国际 (1308 HK/港币 4.16, 未有评级)  
渣打银行 (2888 HK/港币 142.50, 未有评级)  
融创中国 (1918 HK/港币 6.35, 买入)  
苏宁云商 (002024 CH/人民币 8.56, 持有)  
腾讯控股 (700 HK/港币 119.6, 未有评级)  
The Blackstone Group (BX US/美元 31.11, 未有评级)  
TNT Express NV (TNTE NA/欧元 4.972, 未有评级)  
TOLL Holdings (TOL AU/澳元 5.64, 未有评级)  
Unilever NV (UN US/美元 38.98, 未有评级)  
United Parcel Service Inc (UPS US/美元 98.56, 未有评级)  
UTi Worldwide Inc (UTIW US/美元 10.84, 未有评级)  
Vipshop Holdings (VIPS US/美元 194.2, 买入)  
五洲国际 (1369 HK/港币 1.93, 未有评级)  
XPO Logistics Inc (XPO US/美元 37.14, 未有评级)  
Yahoo! Inc (YHOO US/美元 41.52, 未有评级)  
越秀基建交通 (1052 HK/港币 4.78, 未有评级)  
Yusen Logistics (9370 JP/日元 1,118, 未有评级)  
禹洲地产 (1628 HK/港币 43.25, 买入)  
卓尔发展 (2098 HK/港币 2.66, 未有评级)  
保锐科技 (600794 CH/人民币 12.27, 未有评级)  
小商品城 (600415 CH/人民币 6.68, 未有评级)  
沪杭甬高速 (576 HK/港币 7.89, 未有评级)

以 2014 年 10 月 7 日当地货币收市价为标准  
本报告所有数字均四舍五入

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 7 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371