

中储股份（600787）：08 年洗尽铅华，09 年增长可期

增持（维持）

城市交通与仓储

2009 年 2 月 13 日

张勋

010-66045543

zhangx@txsec.com

事件描述：

近日，我们前往中储股份进行调研，与公司高管就市场关注的问题进行部分沟通。

沟通主要集中在市场较为关注的四方面内容：1）钢材期货推出，公司能否通过部分仓库成为期货交割库受益；2）公司仓单质押业务在经济危机下发展如何？3）公司商品业务近况如何？4）土地入账的会计处理。

评论：

1. 公司将部分受益钢材期货推出。

2008 年 12 月中旬，《国务院关于当前金融促进经济发展的若干意见》中第 12 条明确提出“尽快推出适应国民经济发展的钢材、稻谷等商品期货新品种”，市场预期 09 年 3 月份推出钢材期货，称可能先推出螺纹钢和线材期货品种。

中储股份资产脱胎于物资部，在钢材存储、调配等方面一直是其强项，具有将近 40 年的相关经验，其旗下仓库成为交易所首批、重点考察的钢材交割库标的，据了解其天津、上海的 5 家仓库被上海期货交易所重点考察，其中部分有望成为钢材期货交割库。

一般来说，从一般的仓库成为期货交割库，对于其经营者来说，能够带来如下益处：1）仓单进出库标准化，管理效率和水平提升；2）仓储和进出库价格将出现部分提升；3）风险降低，减少过去存在费用拖欠、实物盗窃毁损的可能性；4）仓库使用率进一步提升。一旦成为期货交割库，仓库的关联收入（租金+进出库费用）将增加“过户费”，即只要换单就能够实现部分收入。

目前，螺纹钢和线材产量和贸易量占到我国钢材量的三分之一，其总量远高于现有的其他期货品种，因此，相关业务交易量的规模将会很大。我们认为，期货交割库相对于一般仓库盈利能力的提升幅度更多取决于相关期货交易的活跃程度，因此，部分仓库被定为交割库后，对中储股份业绩的正面影响是确定无疑的，但具体金额目前尚难测算。

相较于仓库本身价值的提升，我们更看好其带来的附带效应。一旦钢材期货推出，钢材期货价格将成为钢材现货价格的先导，这样必然吸引更多的钢材贸易商选择期货交割库附近的仓库进行存储和交易，其对公司相关业务的带动集聚效应可能远远大于期货交割库本身的效益贡献。因此，我们尽管对期货交割库本身对公司业绩贡献持谨慎乐观态度，但对于其附带的效应没有不乐观的理由。此外，从另一角度来看，钢材期货交易的推出，也能够使得公司钢材贸易收益水平相对稳定，减少公司业绩波动的风险。

图表 1：中储股份期货交割库情况一览（万平米）

指定交割仓库	交割商品	仓库总面积	货场面积	库房面积	存放地址
上海吴淞分公司	铜、铝、锌	11	3.8	17.7	上海市宝山区铁山路495号
上海大场分公司	铜、铝	28.6	7	7.4	上海市宝山区南大路257号、310号
	橡胶				上海市宝山区南大路310号
	锌				上海市宝山区南大路137号
	线型低密度聚乙烯				上海市宝山区南大路257号
上海浦东分公司	线型低密度聚乙烯	11.5	1	7	上海市浦东新区仁庆路200号
无锡物流中心	铝	17.4	5.5	3.4	无锡市城南路32-1号
天津南仓分公司	橡胶	58	47	5.9	天津市北辰区顺义道
青州中储物流有限公司	线型低密度聚乙烯	15.3	1.7	4.9	山东省青州市玲珑山北路638号

资料来源：上海期货交易所

图表 2：一般仓库与期货交割库收费标准对比

	所在城市	仓储品种	仓储费
普通仓库			
上海乾通投资发展有限公司	上海市	型材、板材(以螺纹钢为主)	场地0.1元/吨·天, 库房0.2元/吨·天
上海益钢仓储有限公司	上海市	钢材	场地0.1元/吨·天, 库房0.2元/吨·天
江苏省常熟港钢材市场有限公司	苏州市	钢材、有色金属	场地0.1元/吨·天, 库房0.2元/吨·天
南京金帆物流发展有限公司	南京市	螺纹、线材、板材、型材、优钢	场地0.15元/吨·天, 库房0.3元/吨·天
广东鱼珠物流基地有限公司	广州市	钢材、杂货等	场地0.3元/吨·天, 库房0.5元/吨·天
上海开元储运有限公司	上海市	螺纹、热卷、冷卷等	0.2元/吨·天
上海德腾仓储有限公司	上海市	螺纹、线材、带钢等	0.1元/吨·天
上海宝联五金储运有限公司	上海市	钢卷、冷板	0.1-0.2元/吨·天
南京港华物流有限公司	南京市	建材、型材、冷热卷(板)	0.2元/吨·天
南京宁华物流有限公司	南京市	冷热板、卷材、建材、型材等	0.3元/吨·天
张家港高兴达物流有限公司	张家港市	卷板、宽厚板	0.1元/吨/天
中储发展股份有限公司天津南仓分公司南仓一库	天津北辰区南仓道	螺纹、线材、热卷板	0.1元/吨/天
中储天津公司塘沽分公司	天津塘沽区	螺纹、线材、热卷板	0.15元/吨/天
中国兵工物资天津公司	天津东丽区	热卷板	0.1元/吨/天
期货交割库			
有色金属指定仓库			场地0.25元/吨·天, 库房0.4元/吨·天

资料来源：天相投顾整理

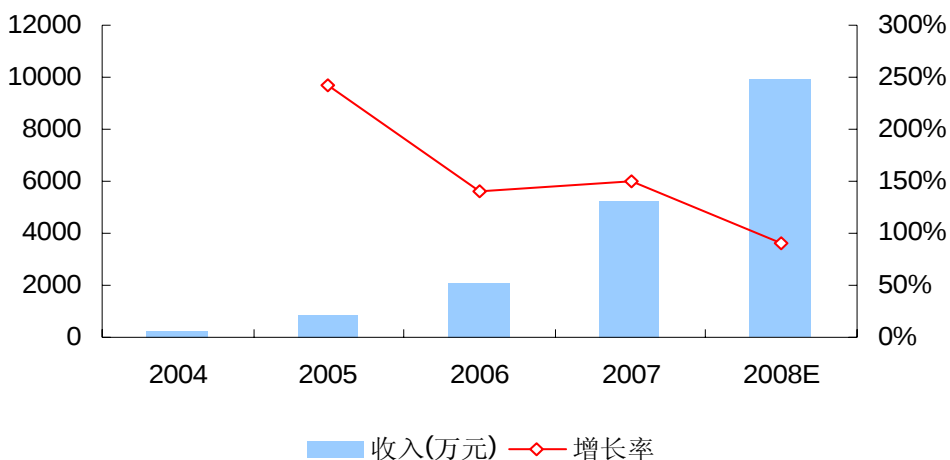
2. 质押监管业务仍将保持快速增长。

质押监管业务大体运作模式为：货主将其货物存放在中储的仓库，根据中储开出的仓库有关单据进行动产质押贷款，在这一过程中，对于货主来说，中储股份起到担保人的作用（担保贷款），对于银行来说，中储股份起到监管人的作用（帮助银行监管相关货物不出现量的流失和质的重大变化），中储股份根据货主动产抵押贷款金额收取一定费用（08 年年化费率大概为 0.7%-0.8%），其风险在于监管失职导致货物的遗失和毁损。由于这一模式能够盘活中小企业的资金流通，也能够降低银行的信贷风险，颇受双方青睐，是“物流金融”的重要实现方式。

自 2001 年总公司开展相关业务以来，持续处于快速增长期，业务收入规模持续翻番，已经成为公司新的盈

利增长点。

图表 3：质押监管业务状况



资料来源：公司公告

我们十分看好相关业务的前景：一、从需求来看，中小企业融资难问题一直未有找到合适的解决途径，通过该种途径缓解了相关问题，在当前经济危机下，相关业务需求更加旺盛；二、从业务的边界来看，问题在于公司是否能够有足够的仓库来从事相关业务？中储股份在仓储行业的品牌和背景实力，使得其相关业务在银行的认可度较高，而一般的仓储企业不具备这种优势，从而使得公司具有输出监管的能力（即用其他公司的仓库开展质押监管业务），因此，公司相关业务短期内不会达到仓库面积瓶颈问题；三、从该业务的盈利能力来看，由于仓储设施的成本已经在仓储业务方面摊销，质押监管业务是在基础物流业务上延伸出来的增值业务，其成本主要集中在监管设备、监管人员费用几个方面，毛利率一直在 70% 以上，远远超过其他业务盈利能力。

2008 年，受经济危机影响，质押监管业务面临部分货主经营困难风险，公司在四季度对质押监管业务进行限制，停止开拓新客户，使得该业务的增长受到一定的影响，但我们预计其 08 年收入增长仍然近 90%。09 年初，该部分业务已经恢复，预计未来几年成长性在 50% 以上的概率较大；同时，公司拟考虑通过保险方式加强相关风险控制。

3. 存货跌价准备或将拉低 08 年利润，但无碍 09 年利润增长。

2007 年公司收入和利润构成表揭示，贸易业务占公司收入和利润的权重分别 96.35%、56.53%，均相对较大，在市场关注经济低迷背景下，公司相关业务风险能否控制？资产减值损失会否持续对公司业绩产生负面影响？

历史来看，公司物资经销业务大致分为三块：一是货代模式，主要是铁矿石等的代理，其运作通过收取保证金、开具信用证的方式进行，客户群相对稳定，一般是收取保证金后再去采购，主要收取代理费，收费标准相应比较低，盈利能力不强，但是风险不大；二是工程承包物资供应，主要做的是重点工程，物资合同价基本上是敞口价，有一定波动的范围，能够部分规避物资价格波动风险；三是自营物资销售，主要是钢材，这一块业务风险相对较大，但是公司采用的策略是尽量控制价格波动风险，减少存货挤压和资金占用，因此，目前来看，盈利能力虽然不强，但风险处于可控范围内。

2008 年下半年，经济面因素对公司贸易业务产生影响，2008 年前 3 季度，公司计提资产减值损失约 3600 万元，同比增长 284%；其中，第 3 季度计提减值损失 2325 万元，比去年同期增加 2652 万元。市场普遍认为公司业绩将受到钢材价格大幅度跳水影响，将出现较大的风险。据了解，公司在钢材业务方面损失有限，而其资产减值损失将更多的来自于铁矿石代理进口业务：由于海运费和铁矿石价格的下跌，导致铁矿石到岸价格低于委托方交付的保证金，存在委托方弃货风险，尽管目前并没有明确收到委托方弃货合同，但部分积压铁矿石占用资金等问题还是存在的，因此，计提资产损失不可避免。我们预计，公司在 08 年 4 季度将进一步计提部分存货资产



损失，受此影响公司 4 季度将录得亏损，但全年业绩小幅增长概率依然较大。

2009 年，我们认为不必对公司贸易业务过于悲观：目前，国际大宗商品价格开始出现复苏迹象，在 2008 年四季度低点的基础上，预计相关商品的需求和交易将逐步回暖，处于风险考虑，公司在该业务方面或将有所控制，但整体上，我们认为相关业务规模萎缩的可能性不大，并不会像 2008 年那样面临巨额资产减值损失的局面。同时，从投资的角度来看，大宗商品市场的缓慢回暖，将使得公司钢材贸易等业务盈利能力和业务量环比逐步提升，在目前的大经济环境下，关注环比数据的逐步向好走势，对于企业投资价值的把握意义更大。

4. 土地处置收入或将增厚公司利润。

2008 年 12 月和 2009 年初，公司先后公布了四宗土地交易事项，合计交易金额约为 1.94 亿元。从这些交易原因来看，和我们前期观点基本相同：即中储股份部分土地资产受经济发展、城市扩建或其他因素影响，已经不适合作为仓储工业用地，面临被政府收储或者改变用途的局面，具有较大的交易价值。我们认为，最近几宗交易只是公司运营过程中冰山之一角。

从历史上来看，公司类似土地处置问题几乎都以资本公积的形式进入资产负债表，在当前的会计制度下，预计近期几宗土地交易将计入利润表，即使按照最保守的 50% 增值空间算，也能增加公司净利润 7000 万元以上，折合 EPS0.1 元。需要说明的是，相关利润的确认更多依赖于交易的完成，因此其业绩贡献何时在利润表上实现尚具有不确定性。

5. 公司的成长性来自于哪里？

历史数据显示，中储股份上市 10 年，先后持续 7 次通过资产收购方式实现规模的扩张，公司利润年均增长速度在 30% 以上，相对比较稳健。那么公司未来是否能够继续保持这样的利润增长速度呢？

我们认为，未来几年，公司成长性保持 30% 的年度增长依然不成问题，这些增长主要来自于：

1、内涵式增长仍将继续：1) 仓库收费标准伴随经济增长的缓步提升；2) 不断通过将堆场改造为库房、将低层或者平房式的仓库改造为楼库的方式增加仓储面积；3) 仓单质押业务最近几年翻番增长，预计未来几年年度增速依然有望保持在 50% 以上，将逐步成为利润贡献的主要组成部分。

2、外延式扩张：1) 诚通集团旗下物流资产整体上市预期，大股东将持续装入相关资产；2) 公司与天津农垦集团、永泰红勘在天津港区附近共同开发一个面积约为 1900 亩地的物流园区项目，公司股权占比大致在 34% 左右，将主要有公司运营，该项目至少能够保障公司开发 5 年的时间；3) 从公司最新规划来看，将借助国家大力发展物流业的契机，将进一步向全国二、三线城市拓展网点，计划由当前的 23 个城市扩充到 50-70 个城市。

综上所述，在成长性方面，我们从来不担心公司的稳健增长，但要实现业绩的爆发式增长，我们还是持谨慎态度的。

6. 估值与投资建议。

通过前述分析，我们认为，在 08 年 4 季度公司进一步计提存货减值后，其业绩将低于我们之前的预期，我们初步预计公司 2008 年、2009 年 EPS 分别为 0.21 元、0.3 元，对应的 PE 分别为 35 倍、23 倍。单从市盈率估值来看，传统弱势行业龙头公司 2009 年对应 23 倍的市盈率与农业等其他行业比较，相对合理。

但是，中储股份属于典型的重资产经营企业，且其所处行业的盈利能力相对较低，我们认为其公司价值更多的应该依赖于其所掌控的资源情况，即用市净率估值更为合理。

从 PB 估值的角度来看，2008 年底，公司每股净资产为 4.42 元，以当前对应收盘价 7 元/股计算，对应的 PB 为 1.58 倍，低于市场平均水平。

但是我们认为，在公司 PB 估值中要考虑几方面问题：1) 公司 08 年末净资产中包含了因持有太平洋证券股

权升值而确认的资本公积（12.87 元/股*5020 万股-5000 万元）59504 万元，折合每股净资产约 0.81 元，剔除持有太平洋证券股权导致的资本公积影响，则公司每股净资产价值约 3.61 元；2）公司土地资产不同于一般的生产制造型企业的土地资产，具备其实际价值的可实现性，主要原因在于公司目前众多仓储用地已经在新的城市规划中不再适合应用于工业用地，存在迁置的必要，其模式主要是通过获得一块面积相近的土地和部分政府地价补偿来实现仓储土地的搬迁，在这一过程中，公司的土地资产价值是被部分的甚至全部市场化重新在财务报表上表述的，而一般的生产制造型企业一般不具备这种土地资产价值的账面再表述条件。因此，在对中储股份估值的过程中，需要对其所拥有的土地资产价值进行重估。我们保守测算，该部分资产重估后，将增加每股净资产约 3.95 元。如此简单测算，其每股净资产大致为 7.56 元，明显高于目前的股价 7 元。

我们考虑到目前市场的市净率水平，保守给予业务账面资产 1.5 倍的市净率，则业务账面资产估值为 $3.61 \times 1.5 = 5.42$ 元，加上土地价值重估新增每股净资产 3.95 元，则对应的保守定价为 9.37 元（注：该定价未考虑因太平洋证券股权确认的资本公积，该部分目前折合每股净资产约 0.98 元/股），高出当前股价 34%；同时，在市场对 09 年业绩相对悲观预期下，公司可能实现利润的快速增长，亦属难能可贵，我们维持公司“增持”投资评级。



天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路鼎诚国际大厦2801室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜华园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014