

纪敏

0755-82960304

jimin@cmschina.com.cn

2009年3月9日

中储股份(600787.SH)/7.00元

土地价值丰厚，物流前景光明

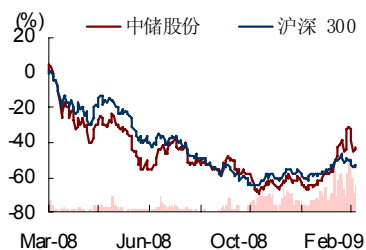
交通运输·物流
目标估值：7.6-8.0 元
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2193
总股本(万股)	73698
已上市流通股(万股)	39199
总市值(亿元)	52
流通市值(亿元)	27
每股净资产(MRQ)	4.5
ROE(TTM)	6.8
资产负债率	64.0%
主要股东	中国物资储运总公司
主要股东持股比例	46.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	35	20	-42
相对表现	33	25	13



相关报告

- 1、《日照港(600017)-09年盈利将大幅放缓,融资收购短期效应不明显》2009/2/17
- 2、《港口行业 2008 年 12 月散杂货业务数据点评-去库存化背景下的谷底徘徊》2009/2/3
- 3、《港口行业 2008 年 11 月快报简评-进出口增速断崖,港口业十年新低》2008/12/12
- 4、《港口行业 2009 年度投资策略-告别成长,择机关注股息收益和长期价值》2008/12/3
- 5、《港口行业基础设施投资建设专题研究-沿海投资进度结构分化,关注枢纽港价值》2008/11/19
- 6、《中国港口行业集装箱业务专题研究-外贸放缓、结构升级以及规划建设超前:港口集装箱业务景气下行》2008/10/21

公司是国内最大仓储物流企业,其土地资产增值潜力巨大,而创新类质押监管业务以及钢材期货推出对于仓储物流基本相关业务的积极推动作用值得期待。

- **中储股份(600787)是国内最大的仓储物流企业。**遍布全国的土地和基础仓储设施成为公司在物流资源上的核心竞争力。公司主营仓储物流和物资经销,两大业务对应的收入占比为 7%和 93%,而利润贡献分别占 46%和 54%。
- **物流仓储相关业务具有良好的发展前景。**与欧美发达国家相比,我国物流行业的发展前景、管理水平和运行效率均有很大提升空间。随着物流业振兴规划的推出,作为专业运营商的仓储物流基本业务未来将持续受益,预计 09-10 年将保持 25%以上的收入增速;同时,质押监管等盈利能力较强的创新类物流金融业务亦具备迅猛的发展势头,预计 09 年该项业务增速将达到 50-60%。
- **09 年物资经销业务将以稳定规模和控制风险并举。**公司依托遍布全国的物流中心和生产资料交易市场所形成的销售渠道,开展物资经销业务,主要涉及钢材、铁矿石等货种的代理。受进口铁矿石价格大幅下跌影响(跌幅达 60%),部分客户出现了弃单现象,公司于 08 年底足额计提了 2.1 亿的存货跌价损失。
- **钢材期货的推出对于仓储物流业务有积极意义。**预期公司有 2-4 个仓库有望成为期货交割库。此举将带来钢材货源的集聚效应,推动现货与期货业务的有机结合;而从最直观的角度来看,仓库的使用率和收费水平也会得到提升。根据我们测算,短期业绩增厚并不明显,但考虑到对现货市场以及仓储配送等高盈利能力相关业务的拉动作用,钢材期货的影响积极深远。
- **集团整体上市预期,公司旗下土地资产转让及重估增值潜力巨大。**公司现有使用权土地 240 万平米,保守估计土地资产重估增厚每股净资产 3.5 元。08 年-09 年公司土地出让已获益 1.9 亿元,08 年实行新会计准则后,土地出让收益将开始计入利润表。大股东中储总公司 70%左右的业务和资产已经进入上市公司,剩余业务在经过市场培育期后也有望逐步注入上市公司。
- **维持“审慎推荐”投资评级。**预计 08-10 年 EPS 分别为 0.21、0.29 和 0.37 元,年均复合增长 34%,每股净资产 4.0 元。对比同类重资产物流企业,给予 2 倍 PB,参照重估后每股净资产 7.6 元,则对应估值区间为 7.6-8.0 元。

财务数据与估值

会计年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万元)	7032	13057	16079	16405	17550
同比增长	35%	86%	23%	2%	7%
营业利润(百万元)	140	208	201	324	416
同比增长	80%	49%	-3%	61%	28%
净利润(百万元)	74	146	154	215	276
同比增长	28%	96%	5%	40%	28%
每股收益(元)	0.12	0.20	0.21	0.29	0.37
PE	59.2	35.9	34.0	24.3	19.0
PB	2.7	1.3	1.8	1.7	1.6

资料来源:招商证券

正文目录

一、中储股份(600787)是国内最大的仓储物流企业	3
二、公司物流仓储相关业务具有较好的发展前景	4
2.1 仓储物流基本业务将伴随中国物流业成长	4
2.2 质押监管业务具有广阔发展空间	4
2.3 2008-2010 年仓储物流业务仍有望实现较快增长	5
三、09 年物资经销业务将以稳定规模与控制风险并举	6
四、钢材期货的推出对于物流仓储业务发展有积极意义	7
五、公司旗下土地资产出让及重估增值潜力巨大	8
5.1 土地出让收益将有助于提升公司业绩	8
5.2 土地资产重估后增值潜力巨大	8
六、集团整体上市预期构筑公司外延扩张空间	9
七、盈利预测与估值分析	10
7.1 盈利预测：未来两年净利年均复合增长 34%	10
7.2 估值分析：维持“审慎推荐”评级	10

图表目录

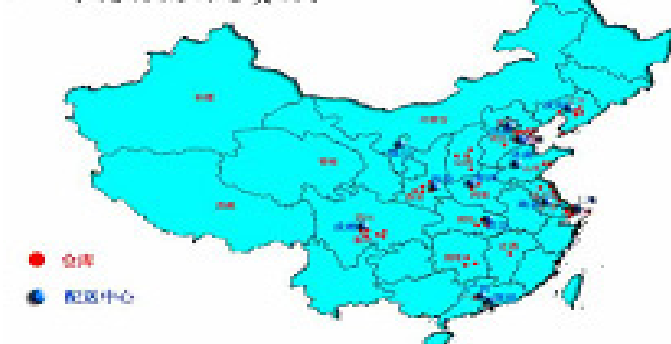
图 1、中储股份（600787）物流网络资源分布	3
图 3、物资经销是公司经营最主要的收入来源（2008H）	3
图 4、仓储物流由于具有相对较高的毛利率成为公司利润主要来源	3
图 5、公司主营仓储物流业务的细分业务收入构成（2008H）	4
图 6、中国社会物流成本占 GDP 比重相对发达国家偏高	4
图 7、近年中国社会物流总额稳定快速增长（万亿元）	4
图 8、中储股份（600787）仓单质押业务模式示意	5
图 9、公司质押监管业务近几年来保持了快速发展的趋势（万元）	5
图 10、2004-2009 年 2 月钢材价格综合指数	6
图 12、钢材期货的推出会对其他相关盈利能力较强的物流业务起到推动作用	7
图 13、中储股份（600787）股权结构示意图	9
图 12、中储股份（600787）与总公司资产对比（万平米）	9
图 13、中储股份（600787）与其他物流及重资产类公司 ROE 对比	11
图 14、中储股份（600787）股价走势与上证综指对比	11
图 15、中储股份历史 PE Band	11
图 16、中储股份历史 PB Band	11
表 1、2008-2010 年中储股份（600787）仓储物流业务收入预测	5
表 2、2008-2010 年中储股份（600787）物资经销业务收入预测	6
表 3、中储股份（600787）旗下潜在可适用于钢材期货交割库的仓库情况	7
表 4、钢材期货上市后对公司短期盈利的增厚并不明显（百万元）	7
表 5、2008 年以来中储股份（600787）出让土地及资产情况（万元）	8
表 6、中储股份（600787）土地价值重估测算（万元）	8
表 7、1998 年以来中储股份（600787）资产收购项目统计	9
表 8、盈利预测简表	10
表 9、A 股物流及供应链行业重点上市公司估值表	10
附：财务预测表	12

一、中储股份(600787)是国内最大的仓储物流企业

中储股份是我国最大的仓储物流企业，在环渤海和长三角有较大的市场份额。公司物流网络主要分布在华北和华东的天津、上海、南京、无锡等 20 多个省市，在全国拥有 20 多个生产资料现货交易市场，其中 8 个为国家级现货交易市场。遍布全国的土地和基础仓储设施成为公司在物流资源上的核心竞争力。

图1、中储股份(600787)物流网络资源分布

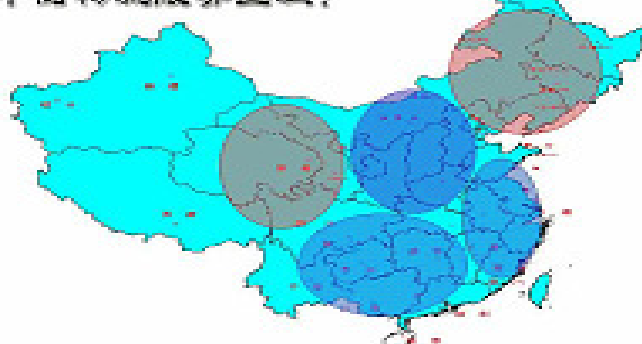
中储物流网络资源:



资料来源: 招商证券研发中心

图2、中储股份(600787)物流服务区域分布

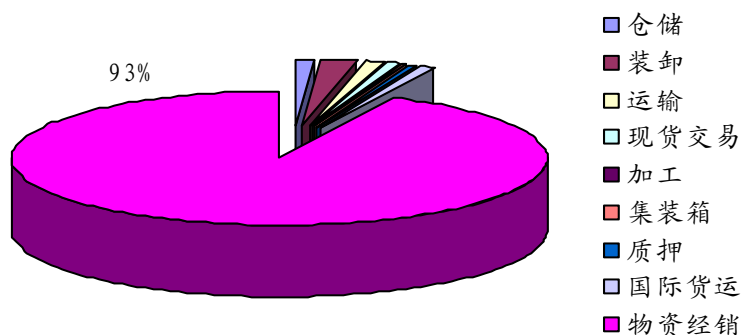
中储物流服务区域:



资料来源: 招商证券研发中心

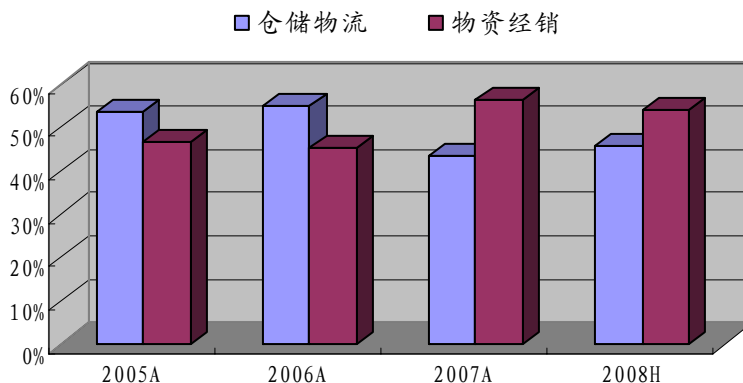
仓储物流和物资经销两大业务是公司最主要的收入和利润来源。

图3、物资经销是公司经营最主要的收入来源(2008H)



数据来源: 招商证券

图4、仓储物流由于具有相对较高的毛利率成为公司利润主要来源



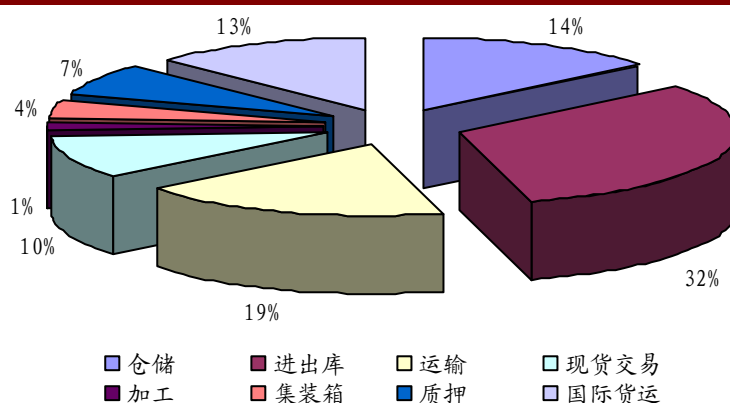
数据来源: 招商证券

二、公司物流仓储相关业务具有较好的发展前景

2.1 仓储物流基本业务将伴随中国物流业成长

以仓储为基础展开的商品储存、运输配送、国际货运代理、现货市场出租、仓单质押监管、集装箱多式联运等物流业务，是公司两大主营业务之一。仓储物流业务虽然只占主营业务收入的 7%，但具有相对较强的盈利能力，贡献了 46% 的毛利。

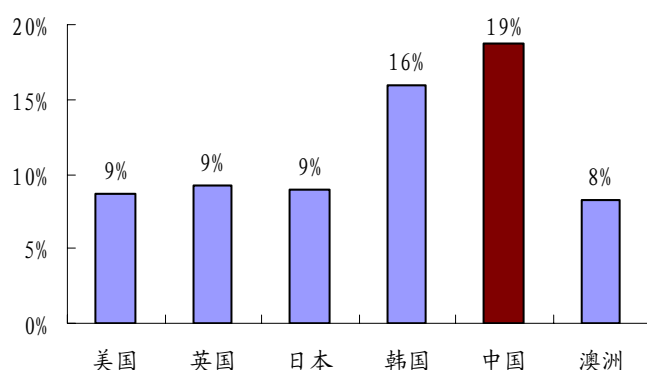
图5、公司主营仓储物流业务的细分业务收入构成（2008H）



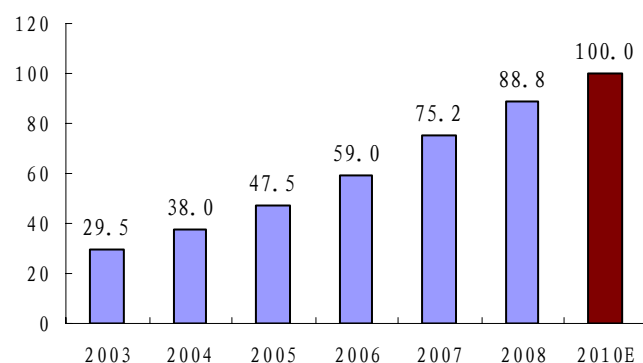
数据来源：招商证券

与欧美发达国家相比，我国物流总成本约相当于 GDP 的 19%。这说明，目前中国经济运行的物流成本远高于欧美发达国家，物流领域的管理水平和效率还比较低，国际经验表明，当物流成本相当于 GDP 的 15% 以上时，其下降潜力较大。而从物流业发展的社会需求来看，社会物流总额在过往 5 年保持了快速的发展，预计 2010 年社会物流总额将突破 100 万亿元，较 05 年翻一番。

图6、中国社会物流成本占GDP比重相对发达国家偏高 图7、近年中国社会物流总额稳定快速增长（万亿元）



资料来源：招商证券研发中心



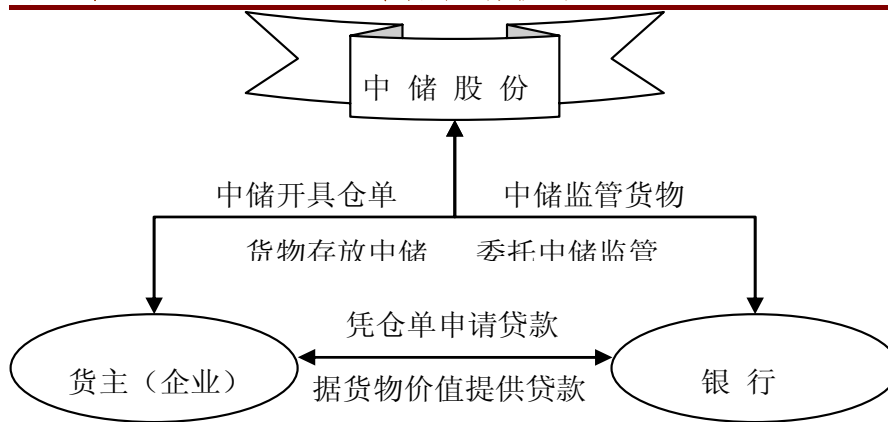
资料来源：招商证券研发中心

2.2 质押监管业务具有广阔发展空间

公司的质押监管业务模式主要包括：仓单质押、动产质押的逐笔和总量控制、保兑仓和开证监管业务等。仓单质押是最主要的业务模式，是指企业为了解决融资困难，利用企

业的存货以监管公司出具的仓单为质押物标的，向银行申请相应额度的贷款；而在质押期间，监管公司承担对仓单所标的的货物进行监管，并承担损坏和遗失的责任。

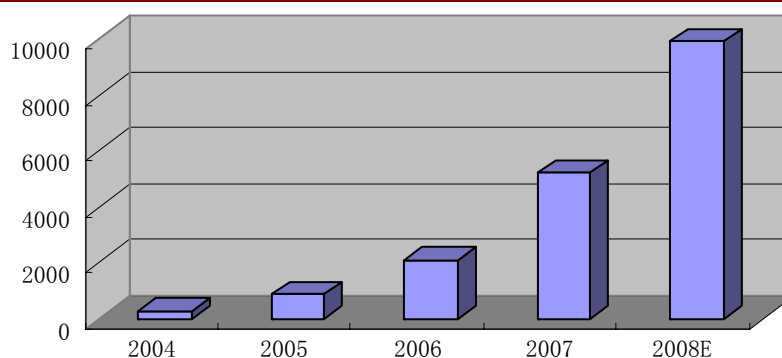
图8、中储股份（600787）仓单质押业务模式示意



数据来源：招商证券

仓单质押已经成为公司仓储物流业务中成长性较好和毛利率较高（70%左右）的衍生业务。自 2001 年以来，该项业务处于持续的快速成长期，成为公司新的盈利增长点。

图9、公司质押监管业务近几年来保持了快速发展的趋势（万元）



数据来源：招商证券

中储股份在业内具有明显的品牌优势和背景实力，对于银行而言具有较高的认可度；因此公司不仅可以利用自身的仓储条件开展质押监管业务，还可以进行输出监管（即用其他公司的仓库开展质押监管业务）。考虑到中小企业融资难的状况，该项业务前景广阔。

2.3 2008-2010 年仓储物流业务仍有望实现较快增长

基于对物流行业前景的乐观和考虑当前拉动内需对物流行业振兴的积极意义，我们认为公司仓储物流业务在 09-10 年仍将实现较快增长。

表 1、2008-2010 年中储股份（600787）仓储物流业务收入预测

单位：百万元	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
仓储物流	497	667	898	1302	1627	2034
%		34%	35%	45%	25%	25%
其中：质押监管	9	21	52	99	158	238
%		133%	148%	90%	60%	50%

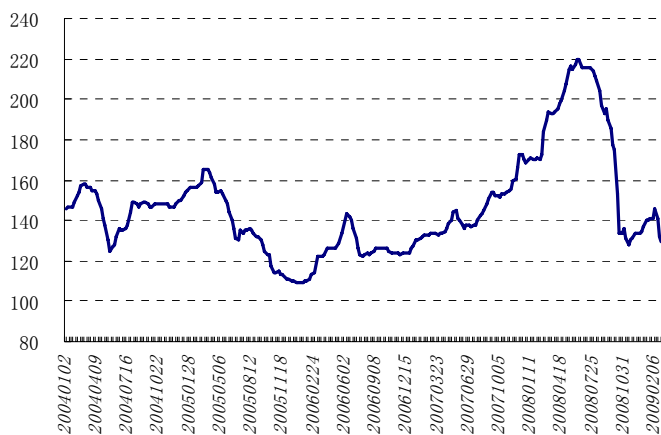
资料来源：招商证券

三、09 年物资经销业务将以稳定规模与控制风险并举

公司依托遍布全国的物流中心和生产资料交易场所形成的销售渠道,开展物资经销业务,涉及国内贸易与国际贸易两部分。其中,国内贸易主要以钢材贸易为主,而国际贸易主要经营铁矿石的进口代理。

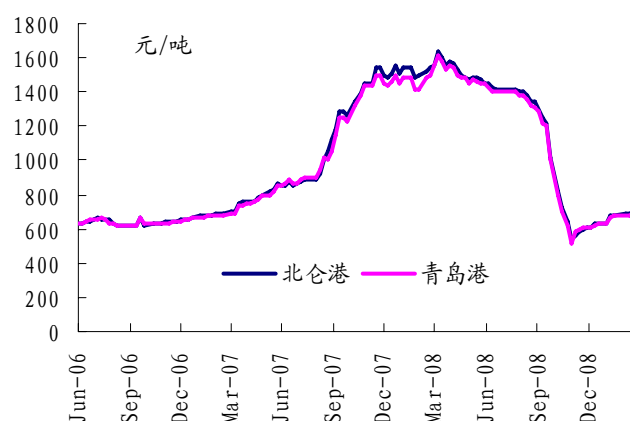
从业务模式来看,公司物资经销业务大致分为三类:一是货代模式,主要是铁矿石等的代理,其运作通过收取保证金、开具信用证的方式进行,客户群相对稳定,一般是收取保证金后再去采购,主要收取代理费,收费标准相应比较低,盈利能力不强;二是自营物资销售,主要是钢材,这一块业务风险相对较大,但是公司采用的策略是尽量控制价格波动风险,减少存货挤压和资金占用,因此,目前来看,盈利能力虽然不强,但风险处于可控范围内;三是工程承包物资供应,主要做的是重点工程,物资合同价基本上是敞口价,有一定波动的范围,能够部分规避物资价格波动风险。

图 10、2004-2009 年 2 月钢材价格综合指数



资料来源: 招商证券研发中心

图 11、2006-2009 年 2 月进口铁矿石价格统计



资料来源: 招商证券研发中心

铁矿石代理业务的客户主要是没有铁矿石进口权的中小型钢铁企业和贸易商。公司会根据客户资信情况收取 10%-30% 的保证金以防范矿石价格下跌风险。08 年下半年受进口铁矿石价格短期大幅下跌影响（跌幅达 60%），部分客户出现了弃单现象，公司于 08 年底足额计提了 2.1 亿的存货跌价损失。考虑到目前国际铁矿石价格已经触底，再次出现 30% 以上跌幅的可能性不大，09 年公司铁矿石贸易基本不再会出现计提存货跌价损失的现象。

表 2、2008-2010 年中储股份（600787）物资经销业务收入预测

单位: 百万元	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
物资经销	4718	6246	12147	14777	14777	15515
%		32%	94%	22%	0%	5%
其中: 钢材销售		4119	5628	7035	7035	7387
%			37%	25%	0%	5%

资料来源: 招商证券

目前该项业务的规模已达 130 亿元以上,考虑到国内的宏观经济形势,2009 年公司物资经销业务将以稳定规模和控制风险为主。

四、钢材期货的推出对于物流仓储业务发展有积极意义

中国证监会于 2 月 19 日批准上海期货交易所开展线材和螺纹钢期货交易，次日上海期货交易所发布就螺纹钢和线材期货合约及有关规则的征求意见稿。

表 3、中储股份（600787）旗下潜在可适用于钢材期货交割库的仓库情况

交割仓库	仓库面积	货场面积	库房面积	地址
上海吴淞分公司	12	3.8	17.7	上海市宝山区
上海大场分公司	28.6	7	7.4	上海市宝山区
无锡物流中心	30			无锡市城南路
天津南仓分公司	58	47	5.9	天津市北辰区

资料来源：招商证券

根据《上海期货交易所交割细则》修订案征求意见稿中的说明，交收地点为交易所指定交割仓库和厂库（由交易所指定并另行公告）。公司正在上报旗下仓库作为备选交割库，其中预期有 2-4 个仓库可能会获批为钢材期货的交割库。预期市场上首次批准的仓库交割的交割库不会超过十个。

我们认为，钢材期货的推出将对公司带来正面积积极的影响，其中最为关键的影响是能够带来钢材货源的集聚效应，推动现货与期货业务的有机结合；而从最直观的角度来看，仓库的使用率和收费水平也会得到提升。

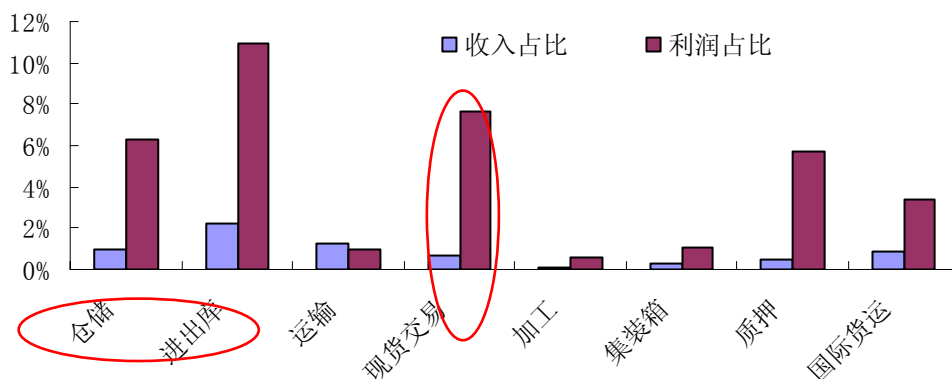
表 4、钢材期货上市后对公司短期盈利的增厚并不明显（百万元）

新增交割量	进出库	过户费	仓储、配送、现货市场	新增收入	增厚 EPS
400 万	100	12	96	208	0.04 元
200 万	50	6	50	106	0.018 元
100 万	25	3	20	48	0.01 元

资料来源：招商证券

根据招商证券钢铁行业分析师的判断，钢材期货推出后，年交割量预计在 1 千万吨左右。即便全部采用仓库交割，公司享有的上限交割量亦只有 400 万吨左右（其中可能还有相当部分已在公司仓储），如果按照 25 元/吨的进出库费率和 3 元/吨的过户费计算，将增加 1.12 亿元收入，同时考虑期货业务对于仓储、配送和现货市场业务的拉动作用，预计全年新增收入 2.08 亿元，增厚 EPS0.04 元，这应是上限，但即便如此，增厚亦不十分明显。因此，我们更加看重钢材期货推出对于公司物流业务开展的长期积极效应。

图 12、钢材期货的推出会对其他相关盈利能力较强的物流业务起到推动作用



数据来源：招商证券

五、公司旗下土地资产出让及重估增值潜力巨大

5.1 土地出让收益将有助于提升公司业绩

公司土地大多位于东部沿海城市的中心区，地理位置优越。2000 年以来受地方城市规划影响，公司先后有 8 块土地出让。由于当初取得成本非常低廉，经过近年来房地产市场的升温，公司所拥有土地的增值效应十分明显。

表 5、2008 年以来中储股份（600787）出让土地及资产情况（万元）

时间	转让地块	占地面积	转让单价	转让价格
2008.12	上海中山南二路	5597	1.0	5793
2008.12	上海中山南二路	1099	0.72	800
2008.12	中储大连分公司	部分固定资产		5143
2009.1	上海中山南二路	2837	2.5	7367

资料来源：招商证券

08 年以来，由于上海世博会建设配套项目的需要，公司在上海地区共有 3 块土地以 1.4 亿元的价格出让。同时公司租用的中储总公司大连仓库地块上的部分固定资产及存货因拆迁获得 0.51 亿元的补偿。

实行新会计准则后，公司土地转让收益在扣除账面价值和客户的补偿金后将开始进入利润表。我们预计上述交易有望给公司盈利带来至少 0.1 元左右的增厚；但由于相关利润的确认更多依赖于交易的完成，因此其业绩贡献如何在利润表上实现尚具有不确定性。

5.2 土地资产重估后增值潜力巨大

公司目前在全国拥有 620 万平米的物流基地，其中自有土地 240 万平方米左右。参照公司近年来出让土地价格和当地可比土地价格对土地资产进行较为保守的重估如下。

表 6、中储股份（600787）土地价值重估测算（万元）

地区	地理位置	面积(万平方米)	单价(元/平米)	评估价	账面价	增值
上海	杨浦区	2.2	5000	11000		
	徐汇区	1.5	7000	10500		
	普陀区	0.3	5000	1500		
	宝山、闵行	26.6	3000	79800		
天津	北辰区	74.9	2000	149800		
	河东区	6.9	2000	13800		
	塘沽区	15.4	1000	15400		
江苏	无锡、南京	36.2	2000	90500		
青岛	开发区	15.0	1000	15000		
青州		15.3	800	12240		
成都	金牛区	14.3	1000	14300		
咸阳	文汇路	14.2	800	11360		
合计		222.8		393650	128900	264750

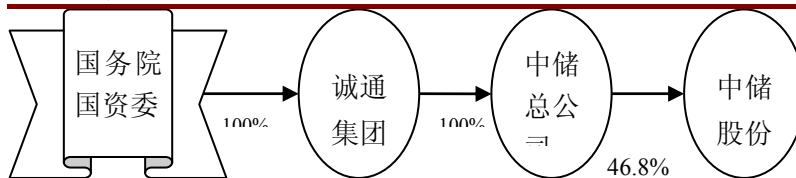
资料来源：招商证券

我们预计公司 08 年底每股净资产为 4.0 元，保守考虑土地资产重估增值，每股净资产约为 7.6 元。

六、集团整体上市预期构筑公司外延扩张空间

中储股份的直接控制人是中国物资储运总公司，实际控制人是国资委监管的中国诚通控股集团有限公司。国资委监管的中国诚通控股集团有限公司，前身为物资部，1992 年物资部撤销前，下属的大部分企业重组为中国诚通集团。

图13、中储股份（600787）股权结构示意图



数据来源：招商证券

1997 年上市以来，公司先后通过资本运作将中储总公司旗下分布在上海、南京、无锡、青州、胶州、西安、成都等地的物流企业收归所有。此外，从土地置换这种资产扩张方式来看，“早期低成本取得的土地”，随着城市化进程，从郊区发展为城区，然后在市政规划或基于其他考虑被陆续置换到郊区。在此过程中，原有土地换回超量的土地或土地和现金，这在稳定企业原有业务的同时，将有助企业实现低成本扩张。

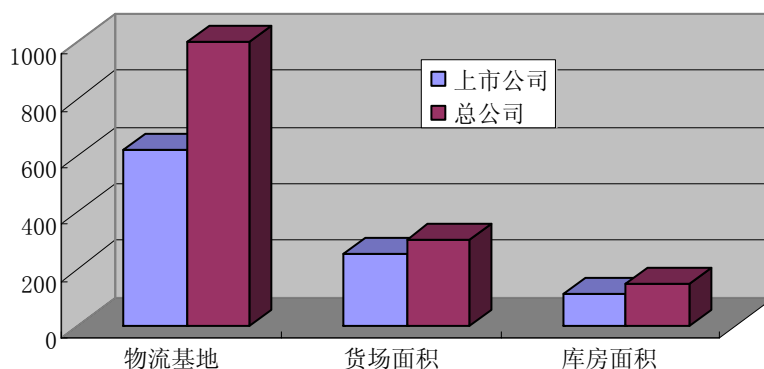
表 7、1998 年以来中储股份（600787）资产收购项目统计

时间	资 产 收 购
1998	上海沪南、沪西、江湾、大场分公司
2000	南京、无锡分公司
2001	青岛、青州分公司
2002	天津恒远物流有限公司部分股权
	天津恒远物流有限公司部分股权（后与大型超市置换）
2004	中储物流上海有限公司、中储上海沪闵公司、上海中储浦东物资公司
2005	中国物资储运天津、西安、郑州、洛阳、咸阳、成都、平顶山分公司
2006	中国物资储运天津有限责任公司剩余股权
2007	北京、郑州等 6 家仓储分公司（物流中心）和天津、成都等 8 块土地

资料来源：招商证券

目前，中储总公司 70%左右的业务和资产已经进入上市公司，剩余业务在经过市场培育期后也有望逐步注入上市公司。

图12、中储股份（600787）与总公司资产对比（万平米）



数据来源：招商证券

七、盈利预测与估值分析

7.1 盈利预测：未来两年净利年均复合增长 34%

关于物资经销和仓储物流相关业务的假设如前文中所述；得出盈利预测如下：

表 8、盈利预测简表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	7032	13057	16079	16405	17550
营业成本	6549	12338	15143	15486	16496
营业税金及附加	32	42	51	52	56
营业费用	101	176	154	213	228
管理费用	181	211	262	279	298
财务费用	33	43	58	50	56
资产减值损失	(2)	49	210	0	0
公允价值变动收益	1	1	0	0	0
投资收益	1	9	0	0	0
营业利润	140	208	201	324	416
营业外收入	4	32	35	0	0
营业外支出	4	7	5	0	0
利润总额	140	233	231	324	416
所得税	57	73	64	90	116
净利润	82	159	167	234	301
少数股东损益	8	14	13	19	25
归属于母公司净利润	74	146	154	215	276
EPS（元）	0.12	0.20	0.21	0.29	0.37

资料来源：招商证券

在不完全考虑土地转让收益和钢材期货积极效应的前提下，我们预计 2008-2010 年 EPS 分别为 0.21、0.29 和 0.37 元，年均复合增长 34%。

7.2 估值分析：维持“审慎推荐”评级

表 9、A 股物流及供应链行业重点上市公司估值表

公 司	代 码	股 价	EPS			PE			PB
			08E	09E	10E	08E	09E	10E	
怡 亚 通	002183	20.3	0.74	0.8	0.94	27.4	25.3	21.6	4.6
飞马国际	002210	10.7	0.36	0.46	0.55	29.8	23.3	19.5	3.3
中储股份	600787	7.49	0.2	0.29	0.36	37.5	25.8	20.8	1.9
铁龙物流	600125	6.76	0.31	0.36	0.39	21.8	18.8	17.3	3.0
外运发展	600270	7.50	0.6	0.37	0.47	12.5	20.3	16.0	1.7
平均值						25.8	22.7	19.0	3.9

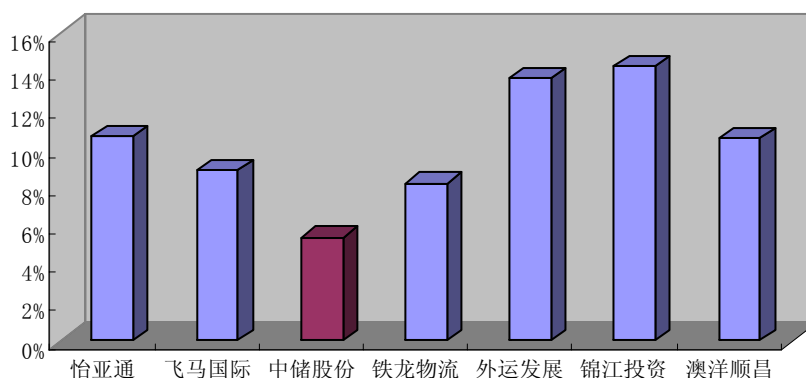
资料来源：Bloomberg、招商证券

对比 A 股物流及供应链公司，中储股份的 PE 估值属于中等水平，而 PB 估值则相对较低。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。

对比物流及重资产类公司，中储股份的 ROE 水平约为其他公司的 0.4-0.6 倍，预计 08 年每股净资产 4.0 元，考虑给予 2 倍 PB，并参照重估后每股净资产 7.6 元，得出**相应估值区间为 7.6-8.0 元**。同时，基于对物流行业发展前景的看好以及钢材期货推出后对公司所产生积极影响的考虑，给予**“审慎推荐-A”**评级。

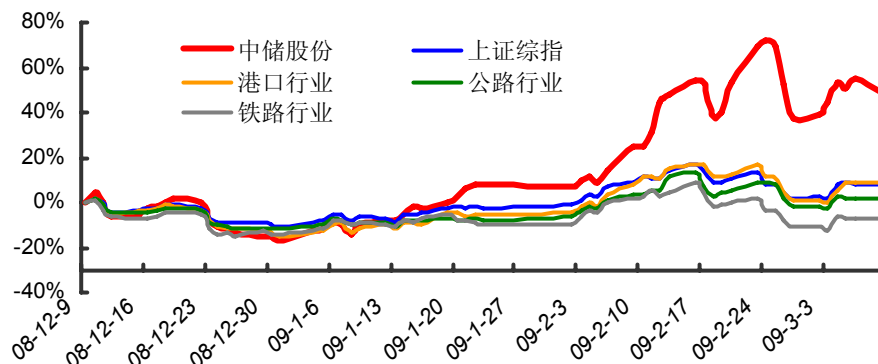
风险提示：由于假设前提的差异，钢材期货推出后的影响异于我们的判断；铁矿石价格的波动异于我们的预期

图13、中储股份（600787）与其他物流及重资产类公司ROE对比



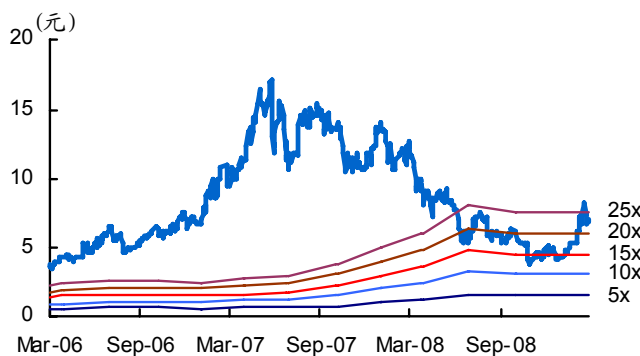
数据来源：招商证券

图14、中储股份（600787）股价走势与上证综指对比



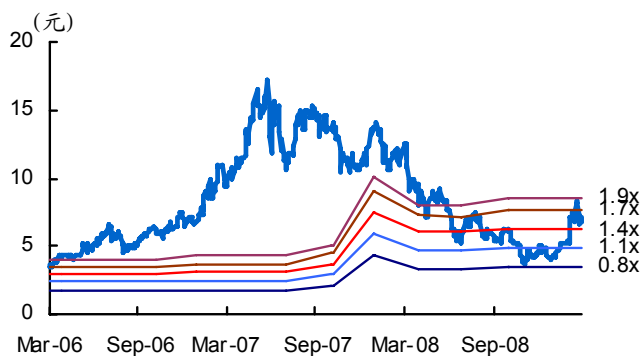
数据来源：招商证券

图15、中储股份历史PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图16、中储股份历史PB Band



资料来源：招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	3184	4840	5754	5759	6196
现金	848	1100	501	389	472
交易性投资	1	0	0	0	0
应收票据	58	76	48	49	53
应收款项	287	377	611	623	667
其它应收款	172	173	225	230	246
存货	640	1205	2249	2300	2450
其他	1179	1909	2120	2168	2309
非流动资产	1462	4199	3291	3531	3727
长期股权投资	193	144	144	144	144
固定资产	736	1095	1214	1514	1620
无形资产	232	552	541	530	520
其他	300	2408	1392	1343	1444
资产总计	4646	9039	9044	9289	9923
流动负债	2898	4547	5767	5821	6209
短期借款	887	820	1100	900	1000
应付账款	339	605	757	774	825
预收账款	332	775	954	976	1039
其他	1340	2347	2956	3171	3345
长期负债	80	520	270	270	270
长期借款	0	0	0	0	0
其他	80	520	270	270	270
负债合计	2978	5067	6037	6091	6479
股本	621	737	737	737	737
资本公积金	649	2725	1625	1625	1625
留存收益	347	462	585	757	978
少数股东权益	51	49	61	80	105
母公司所有者权益	1617	3923	2946	3119	3339
负债及权益合计	4646	9039	9044	9289	9923

现金流量表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	66	260	(373)	582	495
净利润			154	215	276
折旧摊销			153	179	202
财务费用			58	50	56
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(593)	136	(68)
其它			(144)	1	29
投资活动现金流	(307)	(183)	687	(401)	(401)
资本支出			(420)	(300)	(400)
其他投资			1107	(101)	(1)
筹资活动现金流	439	175	(914)	(293)	(11)
借款变动			280	(200)	100
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			(1100)	0	0
股利分配			(31)	(43)	(55)
其他			(63)	(50)	(56)
现金净增加额	198	253	(600)	(112)	83

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	7032	13057	16079	16405	17550
营业成本	6549	12338	15143	15486	16496
营业税金及附加	32	42	51	52	56
营业费用	101	176	154	213	228
管理费用	181	211	262	279	298
财务费用	33	43	58	50	56
资产减值损失	(2)	49	210	0	0
公允价值变动收益	1	1	0	0	0
投资收益	1	9	0	0	0
营业利润	140	208	201	324	416
营业外收入	4	32	35	0	0
营业外支出	4	7	5	0	0
利润总额	140	233	231	324	416
所得税	57	73	64	90	116
净利润	82	159	167	234	301
少数股东损益	8	14	13	19	25
母公司所有者净利润	74	146	154	215	276
EPS (元)	0.12	0.20	0.21	0.29	0.37

主要财务比率

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
年成长率					
营业收入	35%	86%	23%	2%	7%
营业利润	80%	49%	-3%	61%	28%
净利润	28%	96%	5%	40%	28%
获利能力					
毛利率	6.9%	5.5%	5.8%	5.6%	6.0%
净利率	1.1%	1.1%	1.0%	1.3%	1.6%
ROE	4.6%	3.7%	5.2%	6.9%	8.3%
ROIC	4.0%	3.6%	4.6%	6.6%	7.7%
偿债能力					
资产负债率	64.1%	56.1%	66.7%	65.6%	65.3%
净负债比率	19.1%	9.1%	12.2%	9.7%	10.1%
流动比率	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0
速动比率	0.9	0.8	0.6	0.6	0.6
营运能力					
资产周转率	1.5	1.4	1.8	1.8	1.8
存货周转率	13.4	13.4	8.8	6.8	6.9
应收帐款周转率	32.0	39.4	32.6	26.6	27.2
应付帐款周转率	24.6	26.1	22.2	20.2	20.6
每股资料(元)					
每股收益	0.12	0.20	0.21	0.29	0.37
每股经营现金	0.11	0.35	-0.51	0.79	0.67
每股净资产	2.61	5.32	4.00	4.23	4.53
每股股利	0.18	0.04	0.04	0.06	0.07
估值比率					
PE	62.5	37.9	35.9	25.6	20.0
PB	2.9	1.4	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	140.0	88.4	80.2	59.8	49.0

分析师简介

纪敏，男

1998-2005，复旦大学，计算机科学技术专业学士、硕士；2005年加盟招商证券研发中心，现为交通运输（港口、物流）行业分析师

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从2008年4月11日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。