

上市公司调研报告

物流

规模控制应对市场风险

2008 年四季度宏观经济快速下滑导致公司钢铁和矿石贸易增速回落，风险增大，计提巨额存货跌价损失导致公司全年盈利低于预期。09 年一季度市场环境有所恢复，不利影响逐步消除。目前公司营业收入 90% 和主营利润 50% 来自于贸易（国内+国际）业务，08 年下半年国内钢铁行业和矿石价格的快速下滑对公司贸易业务打击较大，部分矿石贸易商甩单导致矿石贸易亏损严重，计提 2.29 亿元跌价损失，公司 08 年增收不增利。09 年一季度国内钢材价格和进口铁矿石价格触底反弹，目前维持底部震荡，公司年末计提较为充分，存货跌价损失对 09 年业绩影响有限。

宏观经济下滑对公司仓储物流业务影响 2009 年上半年仍将持续，预计三季度随着制造业和商贸业的恢复，物流业务增速将逐步提升，公司预计全年物流业务收入增长下滑 12.73%。仓储物流业务是公司近年来发展的核心业务，占收入的 8.48% 和主营业务利润的 46.84%，08 年四季度以来进出口贸易的快速下滑导致相关货运业、货运代理和仓储业务量大幅度下降，整体仓储行业收入下滑明显。09 年 1-2 月进出口贸易同比下滑 27.2%，金融危机对进出口贸易影响仍在持续，公司物流仓储业务不可避免的受到一定程度影响。预计三季度之后随着国内制造业和商贸业的恢复，尤其是钢材煤炭贸易的恢复，公司物流业务增速逐步恢复。

土地储备是公司长期发展最为重要的战略资源，土地转让收益对提升公司盈利作用大，但短期对此期望值不宜过高。一方面为争取税收减免，公司转让收益进入损益表存在一定不确定性，同时仓储业务特性决定了公司土地资源的专有性和规模性，土地置换存在一定不确定性。

投资分析：受宏观经济下滑和市场风险提升影响，2009-2010 年公司业务增速将明显放缓，2006-2008 年的高增长期结束。在较长时间内贸易业务仍将占据公司主要收入来源，仓储物流业务受资本制约基本保持稳定。中长期投资关注公司内外部资源整合进展，短期关注国内钢材市场、进口铁矿石市场情况。

预测和比率

	2008A	2009F	2010F	2011F
主营收入（百万）	16,080	13520	14910	16460
主营收入增长率	23.16%	-15.7%	10.1%	10.4%
净利润（百万）	155	238	266	305
净利润增长率	6.74%	54.3%	22%	10%
ROE	5.24%	7.59%	7.93%	8.48%
EPS（元）	0.21	0.323	0.361	0.414
P/E	38.25	24.79	22.21	19.36
P/B	1.97	1.84	1.72	1.60

中储股份（600787）

首次评级

中性

李磊

lilei@csc.com.cn
010-85130956

当前股价：8.02 元

目标价格 6 个月：7.50 元

调研日期：2009 年 04 月 01 日

分析日期：2009 年 04 月 07 日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
7.7/-2.6	95.8/70.1	-3.4/29.4
12 月最高/最低价（元）		9.42/0
总股本（万股）		73,698
流通 A 股（万股）		39,199
总市值（亿元）		59.11
流通市值（亿元）		31.44
近 3 月日均成交量（万）		2,217
主要股东		
中国物资储运总公司		46.81%

股价表现



相关研究报告

调研目的

了解 2008 年四季度以来国内宏观经济下滑对公司各项业务影响，08 年年报披露计提铁矿石跌价减值准备 2.1 亿元，一季度国内钢材价格和进口铁矿石价格有较大波动，对公司存货影响。近期公司连续披露多起土地转让事项，对公司未来利润影响。公司部分仓库获得期货交易所指定交割仓库，钢材期货交易开展对公司影响等。

调研结论

铁矿石四季度计提损失充分，09 年一季度以来国内钢材和铁矿石价格波动对公司影响有限。

进入 2009 年国内钢材价格和进口铁矿石现货价格先涨后跌，总体在低位震荡，年初受钢铁企业去库存化结束和中间贸易商对节后市场乐观估计加大进货力度影响，国内钢材价格和进口矿石价格触底反弹，平均反弹幅度达到 20%，进入 2 月随着钢铁企业开工率迅速提升，而下游需求迟迟未能启动，钢价再次探底，进口铁矿石现货价格也随着国内钢价走低而走低，目前基本回落到前期低点。

我们认为由于目前国内铁矿石价格已跌破矿石开采成本，开工率已大幅度下滑，钢材价格受进口长协矿价格下跌，成本下降而有一定下跌空间，但跌幅有限，钢铁行业全行业亏损导致钢铁企业开工率再次下降。公司贸易业务主要是国内钢材贸易和进口铁矿石代理，基于公司几十年内贸业务经验和与钢铁企业良好的合作关系，钢材贸易风险相对有限，一季度钢价波动对公司影响有限。

矿石贸易代理对公司 2008 年业绩影响较大，2008 年下半年进口铁矿石价格暴跌，以天津港印度矿 63.5% 湿吨车板价为例，价格从年初的 1500 元/吨暴跌到十月末的 520 元/吨，最大跌幅达到 66.12%，目前维持在 550 元/吨一线。公司 2006-2007 年矿石贸易业务快速扩张，导致在客户关系管理和风险控制方面存在一定问题。2008 年下半年矿石价格高台跳水，部分贸易商甩货导致公司矿石代理业务被迫变成自营，矿石贸易出现巨额亏损，2008 年计提矿石跌价损失准备 2.1 亿元。公司 2009 年经营目标决定控制规模，以更好的应对市场风险，铁矿石计提减值比较充分，当前矿石价格波动对公司盈利影响有限。

宏观经济下滑，尤其是进出口贸易下滑对国内仓储物流业务有较大影响，预计 09 年三季度有望恢复。

2006-2008 年公司仓储物流业务随着业务规模扩大和定向增发募集资金发挥效益，业务增速发展迅速，2006-2008 年均增速高达 39%，但从 2008 年季度数据来看，进入下半年增速已明显放缓，宏观经济下滑尤其是进出口贸易的回落，导致与此相关的货运、货代、仓储业务量下滑，2009 年上半年国内进出口贸易下滑趋势不变，仓储物流行业需求仍出下滑状态，**预计 2009 年下半年随着制造业和商贸业复苏，公司物流业务量有望重新获得较快增长，但整体受国内钢材、煤炭、有色金属行业增速放缓影响，公司物流业务高增长期已过**，未来业务将基本保持稳定。同时仓储业务的高门槛性导致公司业务扩张速度也受制于资本实力制约。

土地转让收益是短期提升公司利润的重要来源，但期望值不应过于乐观。一方面土地是公司核心业务的重要战略资源，仓储业务的高门槛性和规模经济性决定了公司未来仍需保留大量的土地，同时为减少税赋，土地转让收益能否进入上市公司损益表仍存在较大不确定性，同时土地重置也存在较大偶然性和不确定性。**对于公司近期连续披露的多起土地转让事项，我们认为直接影响是增加公司现金流，降低公司财务费用，但在盈利预**

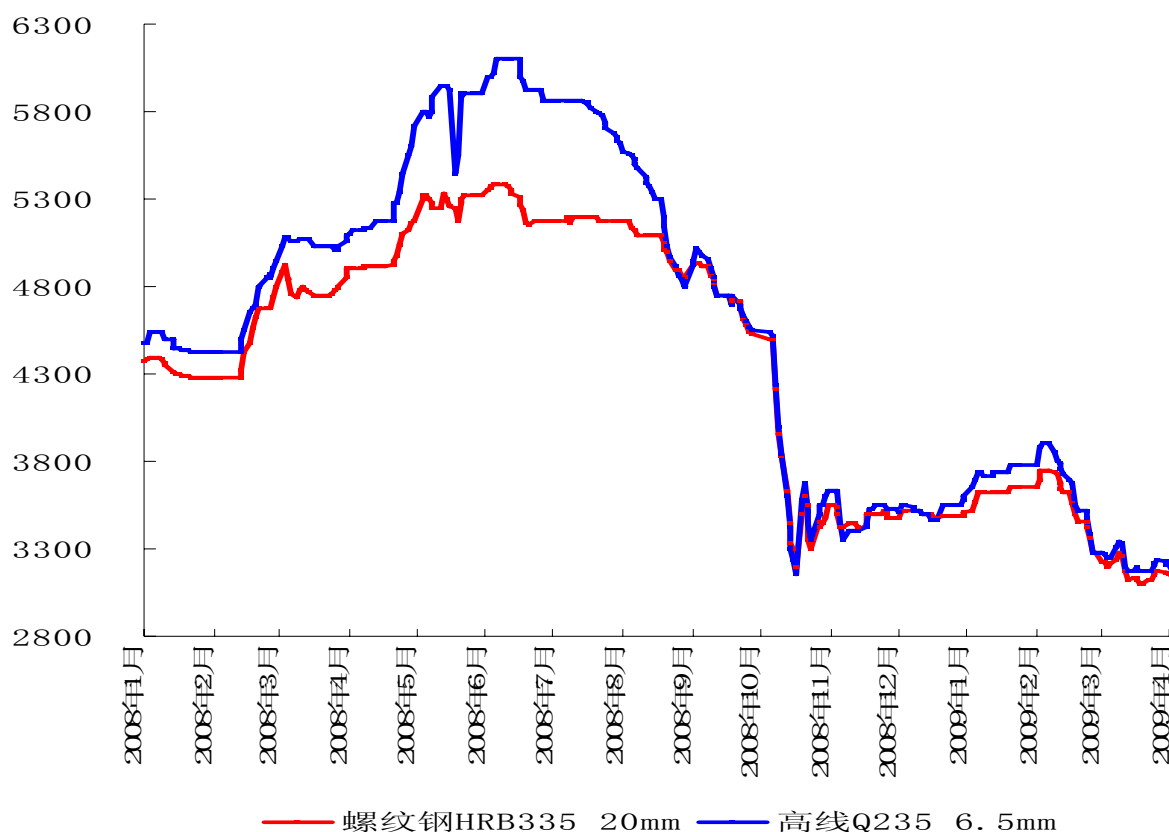
测中将此因素剔除。

钢材期货指定交割仓库结果已出，公司无锡和天津两家仓库获批，未来钢铁期货交割业务的增加将带来相关的仓储、运输、装卸等配套业务增长，但短期受业务规模限制对公司利润帮助有限。

当前公司收入和利润对贸易业务（包括国内钢铁和进口矿石代理）依赖较大，2006——2007 年本轮宏观经济景气周期带来了公司贸易业务规模和利润的快速提升，但快速发展的贸易业务也给公司带来较大的市场风险，导致公司 2008 年在铁矿石方面遭受重大损失，公司的基本策略是规模控制应对市场风险，2009 年度计划目标是贸易业务收入下降 16.7%，我们认识这是在宏观经济处于下降周期中，尤其是钢铁和矿石价格波动频繁的市场环境中较好选择，也是对 2006-2007 年贸易业务快速发展做必要的调整。

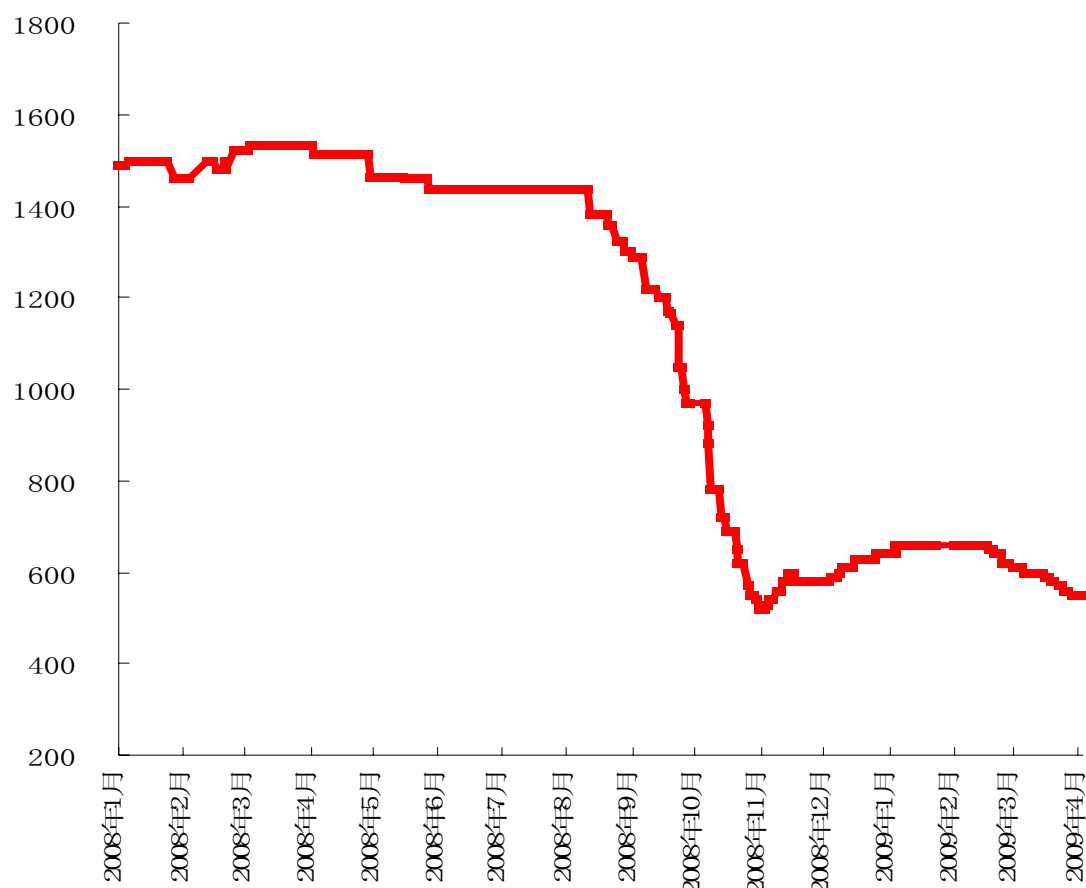
整体受宏观经济下滑和钢铁矿石市场风险加大影响，2009-2010 年公司业务量增速将有所放缓，2006-2008 年本轮宏观经济景气周期带给公司高成长期结束，公司贸易业务将长期存在，但增速明显放缓，仓储物流业务基本保持稳定，仓储行业的高门槛性确保了公司竞争优势的长期存在，但公司资本金实力也限制了公司业务网点和规模的快速扩张。

图 1：200801-200904 国内钢材价格走势（上海地区）



资料来源：中信建投研究所

图 2：200801-200904 天津港印度铁矿石 63.5%湿吨车板价走势图



资料来源：中信建投研究所

盈利预测

2009-2010 年公司处于对市场风险控制的考虑，公司业务增速将有所放缓，规模控制应对市场风险是公司既定战略。

2009 年公司盈利将摆脱矿石业务计提损失带来的不利影响，获得恢复性增长。国内宏观经济下滑带来的物流需求放缓，在上半年对公司业务量仍构成一定压力，国内钢材市场低迷和铁矿石进口波动对公司贸易业务带来一定影响，预测 2009 年三季度之后，随着制造业和商贸活动的恢复，公司业务增速逐步提高，整体 2009 年业务量和营业收入有所下滑。具体来看，仓储业务由于国内仓储资源相对不足仍能维持一定增长，而受宏观经济和进出口贸易影响较大的配送、货代、集装箱、现货市场业务有一定程度下滑，质押监管业务在资金融资压力背景下仍将保持较快增速。贸易业务处于控制风险考虑业务规模和营业收入将有所收缩，2009 年钢材市场低迷和进口铁矿石价格波动均增加公司的市场风险。整体受毛利润低的贸易业务收入比重下降，公司综合毛利润率小幅度提升。

预测 2009 年公司营业收入 135.47 亿元，同比下降 15.7%，不考虑土地转让等非经常性收益，实现净利润 2.534 亿元，同比增长 54.3%。

2010 年随着公司物流基地改造工程完工以及国内宏观经济复苏，公司物流业务和贸易业务增速将逐步提高，公司目前加大对上海、无锡、天津南仓、咸阳等新物流基地的资本投入，这些中长期项目的陆续投入运营将提升公司中期发展实力。

预测 2010 年公司营业收入 149.1 亿元，同比增长 10.1%，不考虑土地转让等非经常性收益，实现净利润 2.66 亿元，同比增长 11.6%。

公司中长期发展潜力依赖公司内外部资源整合

2007 年通过向大股东定向增发，公司收购了中储总公司 6 家仓储企业、一家股权和八宗土地，目前公司拥有土地 653 万平方米，其中物流货场面积 262 万平方米，库房面积 119 万平方米，分别占中储总公司的 78.6%、81.6% 和 88%，对于总公司剩余资产，考虑资产质量和盈利状况，短期注入上市公司的可能性不大。

公司未来资本开支将主要立足于现有物流基地的基础设施建设，2008 年 11 月公司股东大会通过发行分离交易可转债 8 亿元，募集资金项目主要有：

表 1：未来公司资本开支投向

单位：万元

债券募集资金项目：	投资额
无锡物流中心二期项目	31443
天津南仓分公司综合楼项目	7200
咸阳东风路装饰建材市场项目	4798.07
廊坊物流业务办公房项目	2862.19
天津物流中心配送中心项目	5000
合计	51303.26
权证募集资金项目：	
汉口分公司交易中心项目	7538.5
郑州物流中心交易中心项目	6046.43
沈阳综合物流基地项目	31950
南京滨江物流基地项目	25582
合计	71116.93

资料来源：上市公司股东大会决议

由于资本市场变化和再融资方式调整，公司实际项目进展预计将有所推迟，上市以来通过不断收购总公司旗下的物流企业和本部物流基地建设，公司逐渐从地处天津的区域性公司发展成为全国性的仓储物流企业，受市场竞争影响，传统的仓储业务利润率有限，增值服务依赖于公司现有营业网络的资源整合。

目前中储总公司为中国诚通集团全资所有，诚通集团作为国资委整合旗下央企的二个平台之一，拥有一定的物流资源，形成一定的资产注入预期，可长期关注。

投资评价和建议

2009-2010 年受整体宏观经济下滑和公司主动控制市场风险影响，公司业务增速将有所放缓，2006-2008 年的高增长期结束，未来发展中物流业务仍将是公司重点发展的核心业务，未来几年大量资本开支项目的陆续运营将确立公司中期发展优势，内贸钢材业务是公司传统的优势项目，未来相当长时期内是公司收入和利润的重要来源，近几年快速发展的铁矿石外贸业务受市场风险加大影响，未来规模将有所控制。

我们认为公司作为国内综合性仓储物流企业，行业内优势比较突出，在宏观经济下滑，物流需求放缓背景下，行业整合将加速，公司内外部资源的有限整合将提升公司整体盈利能力。

2009 年上半年受整体物流需求下滑影响，公司业务量有所下降，预计三季度随着制造业和商贸业状况好转，公司业务增速逐步恢复，公司所具有的土地资源是公司中长期发展重要的战略资源，土地重估提升公司账面价值，不考虑非经常性损益预测 2009-2010 年净利润增速分别为 54.3% 和 11.6%。

公司股价近期受益于大盘估值水平提升和《物流业振兴规划》刺激，短期估值已基本到位，评级中性，目标价位 7.50 元，23 倍 2009 年 PE 估值水平。中期国内物流需求的复苏和土地转让收益成为推动公司股价重要的驱动因素，可重点关注。

风险分析

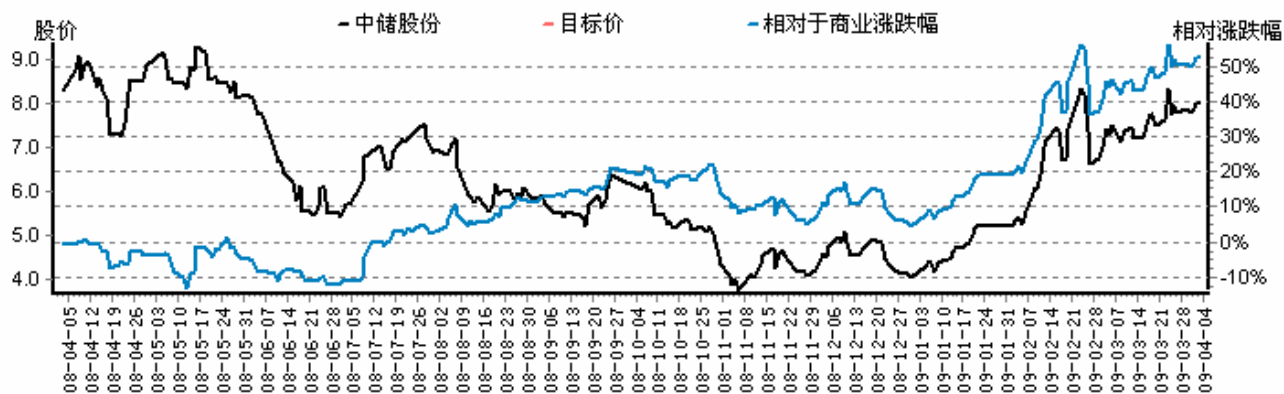
公司业务收入和利润来源对贸易业务依赖较大，且在相当长一段时期内长期存在，钢材市场和铁矿石贸易波动对公司利润影响大。

公司物流业务受制于现有仓储资源的有限性，未来几年物流基地建设对公司资本金实力提出较高要求，同时土地成本的高昂也限制了公司外延式扩张速度。

报表预测

	2007A	2008A	2009F	增长率	2010F	增长率	2011F	增长率
利润表（百万元）								
营业收入	13,057	16,080	13547	-15.7%	14910	10.1%	16460	10.4%
业务成本	12338	15118	12734	-15.77%	14015	10.06%	15456	10.28%
营业费用	176	181	162	-10.06%	171	5.47%	189	10.4%
管理费用	211	231	203	-12.22%	223	10.06%	246	10.4%
财务费用	43.38	61.72	50	-19%	60	20%	70	16.7%
投资收益	9.40	0.44	1	/	1	/	1	/
营业利润	198	200	294	46.43%	330	12.58%	383	15.77%
利润总额	232	230	338	46.60%	374	10.94%	427	13.92%
净利润	145	155	238	54.26%	266	11.63%	305	14.71%

附:



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15%以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15%以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

李磊 经济学硕士 交通运输行业研究员，曾就职于招商银行北京分行，2001 年加盟华夏证券研究所，中国民用航空杂志社定期撰稿人，从业 7 年。

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话: (8610) 8513-0588	电话: (8621) 6880-5588
传真: (8610) 6518-0322	传真: (8621) 6880-5010