

中储股份(600787)

中储股份：拥有核心竞争力的仓储物流龙头，上调目标价至 12.5 元

✍ 吴莉 孙利萍
 ☎ 010-59312710 010-59312823
 ✉ wuli@gtjas.com sunliping@gtjas.com

本报告导读：

- 仓单质押等创新业务前景良好，物流业务未来3年将呈快速增长；土地出让、太平洋证券解禁这些隐藏的资产将在未来2、3年内可能转化为巨额利润。上调目标价至12.5元，维持增持评级。

投资要点：

- 拥有核心竞争力的国内第一大仓储物流企业。拥有覆盖全国、重置成本高昂的物流网络及 40 年经营所形成的良好品牌，构成了中储股份在仓储物流行业的核心竞争力。
- 物流业务处于快速增长期。随着国内经济转暖，物流需求增速回升，预计未来三年公司物流业务增速将保持在 20% 左右。其中，仓单质押、现货市场租赁这两项创新业务由于市场前景良好，毛利率较高，将是驱动物流业务快速增长的重要驱动力量。
- 物资经销业务，受益于钢铁行业回暖。2 季度开始，随着国内钢价企稳回升，钢材自营业务盈利状况好转；在钢材需求回暖背景下，钢材贸易量也开始回升，对钢材代理采购和工程承包物资供应业务盈利回升形成利好。
- 大量隐藏的资产价值可能在未来 2、3 年内转化为利润。07 年至今公司尚有 1.9 亿元土地出让收益尚未入账；上海市中心附近还有 3 块零散土地可能被政府收储，粗略估算将带来 6.7 亿元的收入；5000 万股太平洋证券 2010 年底解禁后出售将带来 8-12 亿元的投资收益。这三部分收益未来 2-3 年内入账对每股收益的增厚幅度在 1.59 元-2.00 元。
- 上调目标价至 12.5 元，维持增持评级。不考虑各种隐藏的资产价值转化为利润，预计 09-11 年 EPS 分别为 0.30 元、0.45 元和 0.58 元。每股净资产账面价值 4.18 元，考虑土地资产重估，每股 10.42 元的重估价值构成公司价值底线。参考 A 股可比物流公司，给予公司 3 倍 PB，目标价 12.5 元。
- 未来股价驱动因素：1) 物流业振兴规划细则年内可能出台；2) 上海世博会建设配套项目，公司在上海市中心的零散土地将继续被政府收储；3) 土地出让收益确认、太平洋证券巨额投资收益入账，导致业绩超预期；4) 收购中储总公司剩余物流资产，实现整体上市。

财务摘要 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	13,057	16,080	13,792	15,949	18,466
(+/-)%	85.7%	23.2%	-14.2%	15.6%	15.8%
经营利润 (EBIT)	290	491	399	553	694
(+/-)%	71.4%	69.5%	-18.8%	38.8%	25.5%
净利润	146	155	224	333	431
(+/-)%	95.8%	6.0%	45.1%	48.6%	29.2%
每股净收益 (元)	0.20	0.21	0.30	0.45	0.58
每股股利 (元)	0.04	0.04	0.06	0.09	0.11

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率 (%)	2.2%	3.1%	2.9%	3.5%	3.8%
净资产收益率 (%)	3.7%	5.2%	7.2%	9.8%	11.5%
投入资本回报率 (%)	4.9%	20.9%	21.0%	22.0%	23.0%
EV/EBITDA	13.6	9.7	11.4	8.5	7.0
市盈率	40.4	38.1	26.3	17.7	13.7
股息率 (%)	0.5%	0.5%	0.7%	1.1%	1.4%

评级：增持
 上次评级：增持
 目标价格：¥12.50
 上次预测：¥10.00
 当前价格：¥8.00
 2009.06.10

交易数据

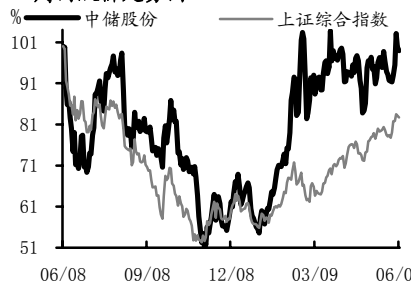
52 周内股价区间 (元)	3.52 ~ 8.95
总市值 (百万元)	5,918
总股本/流通 A 股 (百万股)	737/392
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	0.53
日均成交量 (百万股)	11.8
日均成交值 (百万元)	78.0

资产负债表摘要 (12/08)

股东权益 (百万元)	2,950.71
每股净资产	4.00
市净率	2.0
净负债率	-7.1%

EPS (元)	2008A	2009E
Q1	0.08	0.05
Q2	0.11	0.09
Q3	0.05	0.08
Q4	-0.03	0.08
全年	0.21	0.30

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	5.4	13.3	0.4
相对指数	-0.1	-17.3	17.3

相关报告

《中储股份：受益钢材期货，资产重估增值潜力大》2009.02.23
 《中储股份：业绩符合预期，受益于即将推出的钢材期货—08 年报点评》2009.03
 《中储股份：两个仓库入选首批钢材期货交割库》2009.03.24
 《中储股份：钢铁行业回暖的受益者——调研简报》2009.05.18

模型更新时间: 2009.06.10

股票研究

交通储运业

其他交通运输辅助业

中储股份(600787)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: ¥12.50

上次预测: ¥10.00

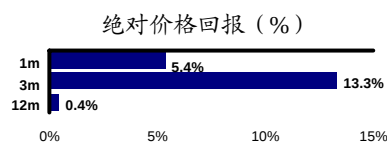
当前价格: ¥8.03

公司网址:

www.zcgf.com.cn

公司简介

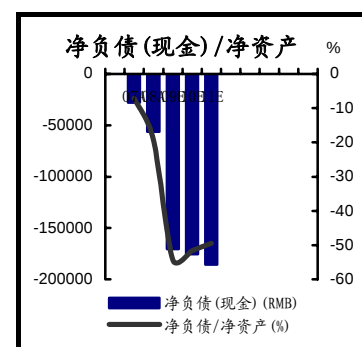
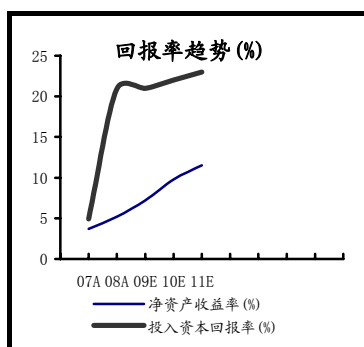
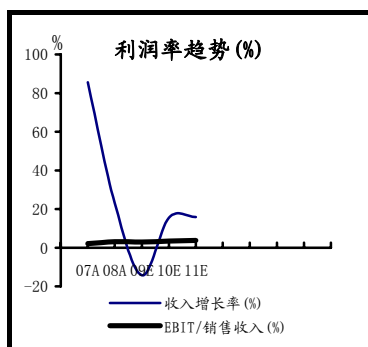
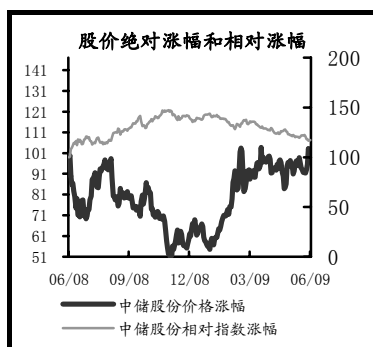
中储股份是国内最大的仓储型物流企业, 主营仓储物流和物资经销业务, 在环渤海和长三角物流市场拥有较大的市场份额。公司物流网络主要分布在天津、上海、南京、无锡等华北、华东地区 20 多个中心城市, 现有物流基地 620 万平米, 其中货场面积 255 万平米、库房面积 109 万平米。



52 周价格范围 3.52~8.95
市值 (百万) 5,918

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	13,057	16,080	13,792	15,949	18,466
营业成本	12,338	15,118	12,875	14,844	17,152
税金及附加	42	58	50	57	66
营业费用	176	181	214	223	259
管理费用	211	231	255	271	295
EBIT	290	491	399	553	694
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
投资收益	9	0	0	0	0
财务费用	43	62	70	70	70
营业利润	208	201	329	483	624
所得税	73	61	82	121	156
少数股东损益	14	15	22	29	37
净利润	146	155	224	333	431
资产负债表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金、交易性金融资产	1,100	1,227	1,703	1,754	1,856
其他流动资产	3,740	3,783	3,289	3,743	4,274
长期投资	2,340	881	791	791	791
固定资产合计	1,277	1,497	1,237	1,416	1,624
无形及其他资产	552	559	549	539	529
资产合计	9,039	8,026	7,569	8,243	9,075
流动负债	4,547	4,791	4,190	4,564	5,010
长期负债	0	0	0	0	0
股东权益	3,923	2,951	3,132	3,402	3,751
投入资本(IC)	3,543	1,731	886	1,134	1,418
现金流量表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
NOPLAT	175	362	298	414	520
折旧与摊销	167	95	100	110	120
流动资金增量	(345)	2,128	486	(79)	(85)
资本支出	(847)	(323)	260	(279)	(318)
自由现金流	(850)	2,262	1,144	166	236
经营现金流	260	610	902	463	573
投资现金流	(183)	2,368	351	(279)	(318)
融资现金流	175	(248)	(776)	(134)	(152)
现金流净增加额	253	2,731	476	51	102
财务指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
成长性					
收入增长率	85.7%	23.2%	-14.2%	15.6%	15.8%
EBIT 增长率	71.4%	69.5%	-18.8%	38.8%	25.5%
净利润增长率	95.8%	6.0%	45.1%	48.6%	29.2%
利润率					
毛利率	5.5%	6.0%	6.7%	6.9%	7.1%
EBIT 率	2.2%	3.1%	2.9%	3.5%	3.8%
净利润率	1.1%	1.0%	1.6%	2.1%	2.3%
收益率					
净资产收益率(ROE)	3.7%	5.2%	7.2%	9.8%	11.5%
总资产收益率(ROA)	1.6%	1.9%	3.0%	4.1%	4.8%
投入资本回报率(ROIC)	4.9%	20.9%	21.0%	22.0%	23.0%
运营能力					
存货周转天数	27	29	32	27	27
应收账款周转天数	14	14	16	14	14
总资产周转天数	191	194	206	181	171
净利润现金含量	1.79	3.95	4.02	1.39	1.33
资本支出/收入	6%	2%	-2%	2%	2%
偿债能力					
资产负债率	56.1%	62.2%	56.6%	56.5%	56.3%
净负债率	-7.1%	-19.1%	-54.4%	-51.6%	-49.5%
估值比率					
PE	40.4	38.1	26.3	17.7	13.7
PB	1.5	2.0	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA	13.6	9.7	11.4	8.5	7.0
P/S	0.45	0.37	0.43	0.37	0.32
股息率	0.5%	0.5%	0.7%	1.1%	1.4%



正文目录

1. 公司概况.....	5
1.1. 历史沿革.....	5
1.2. 拥有核心竞争力的国内第一大仓储物流企业.....	5
2. 集团资产将持续注入，公司长期增长的外在支持.....	6
2.1. 诚通集团物流资产整体上市的平台.....	6
2.2. 集团物流资产还将持续注入.....	7
3. 主营业务.....	7
3.1. 物流业务处于快速增长期.....	8
3.1.1. 传统仓储和进出库业务，受益于宏观经济回暖.....	9
3.1.2. 质押监管业务前景广阔.....	10
3.1.3. 现货市场租赁：低风险、高毛利率、高增长.....	11
3.1.4. 募集资金项目 2010 上半年投产，增厚 EPS 0.10 元.....	12
3.1.5. 等待物流业振兴规划细则出台，两税税率有望下调.....	12
3.2. 物资经销业务，受益于钢铁行业回暖.....	13
4. 土地资源丰富，增值空间巨大.....	15
4.1. 土地重估增厚每股净资产 6.24 元.....	15
4.2. 1.9 亿元土地出让金入账后，将增厚 EPS 0.20 元.....	16
4.3. 世博会配套项目建设，将加速公司上海土地出让进程.....	17
5. 太平洋证券 2010 年底解禁，将带来巨额投资收益.....	18
6. 维持增持评级，上调目标价至 12 元.....	18
6.1. 业绩预测.....	18
6.2. 估值.....	20

图表目录

图 1: 97 年上市以来, 中储股份总资产增长 32 倍、净资产增长 19 倍 (单位: 亿元)	5
图 2: 中储股份全国物流基地分布	6
图 3: 中储股份股权关系	6
图 4: 2004-2008 年公司收入年均增长 54%, 净利润年均增长 40%	8
图 5: 中国社会物流总额处于高速增长期	9
图 6: 公司物流业务保持快速增长	9
图 7: 公司近四年仓储收入	9
图 8: 公司近四年进出库收入	9
图 9: 仓单质押监管业务经营模式	10
图 10: 公司仓单质押监管收入每年以翻番的速度增长 (单位: 万元)	11
图 11: 现货租赁市场高毛利率、高增长 (单位: 万元)	11
图 12: 2004-2008 年公司物资经销业务收入年均增长 56%、毛利年均增长 42%	14
图 13: 公司贸易收入构成	14
图 14: 2 季度以来国内钢价企稳回升	15
表 1: 中储股份资产收购历程	7
表 2: 集团和上市公司物流资产比较	7
表 3: 综合物流与物资经销业务各贡献 50%左右毛利	8
表 4: 公司此次非公开发行募集资金项目	12
表 5: 政府可能出台的扶持物流行业发展的税收优惠政策	13
表 6: 公司土地使用权价值重估	16
表 7: 公司历年土地转让情况	17
表 8: 公司在上海市中心区近期可能继续被政府收储的土地	18
表 9: 公司持有的金融资产	18
表 10: 公司业绩预测 (EPS 暂按目前 7.37 亿股的总股本计算)	19

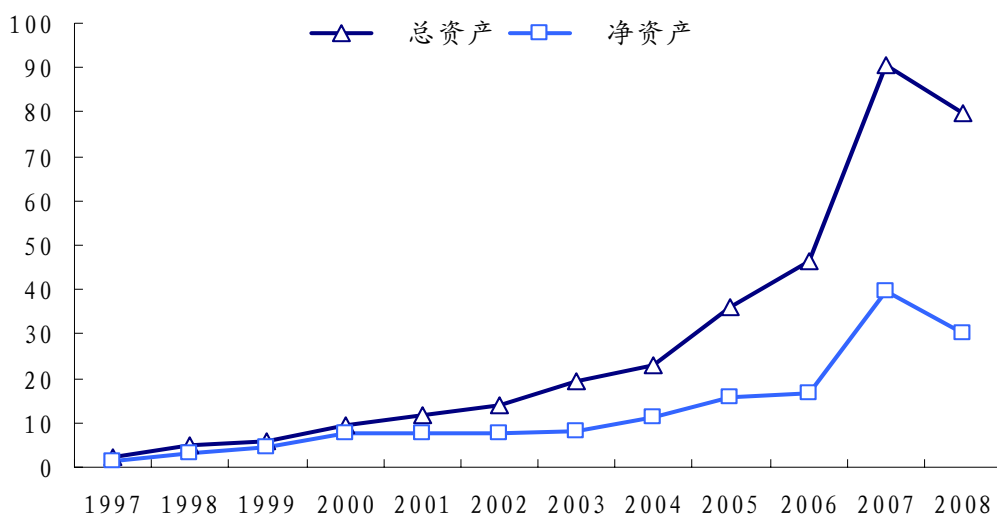
1. 公司概况

1.1. 历史沿革

公司前身为天津中储商贸股份有限公司,1996 年经证监会批准,由天津中储南仓一库、天津中储南仓二库、天津中储南仓三库、天津中储西站二库、天津中储新港物资公司和天津中储新港货运代理公司等六家企业共同发起,采用社会募集方式募集设立,并于 1997 年 1 月 21 日在上交所上市,1998 年 11 月更名为中储发展股份有限公司。

经过近 15 年的发展,中储股份由一家偏居天津的区域性物流公司,逐步发展成为物流网络遍布全国 20 多个中心城市的国内大型仓储型物流企业,形成了以钢材、有色金属等生产资料为核心的综合物流与物资经销相结合的独特经营模式。

图 1: 97 年上市以来,中储股份总资产增长 32 倍、净资产增长 19 倍(单位:亿元)



资料来源: WIND 资讯

1.2. 拥有核心竞争力的国内第一大仓储物流企业

作为国内第一大仓储型物流企业,覆盖全国、重置成本高昂的物流网络和物流资产及 40 年经营所形成的良好品牌,构成了中储股份在仓储物流行业的核心竞争力:

- 覆盖全国的物流网络优势。公司在天津、上海、南京、无锡、青岛、武汉、成都、西安、大连、洛阳、沈阳、郑州等 20 多个中心城市形成了一批服务功能齐全、装备水平先进的物流基地,构筑了遍布东部沿海、长江和黄河沿线中心城市的物流网络,是国内唯一一家拥有全国性物流网络的仓储型物流公司。
- 重置成本高昂的资产资源优势。公司现有物流基地总面积 653 万平米,其中物流货场面积 262 万平方米,库房面积 119 万平方米,在天津、无锡等地还拥有 20 多个生产资料现货交易市场,以及多年服务所培育的庞大客户群。这些资产、资源重置成本很高,普通仓储物流企业很难企及。
- 品牌优势。公司是国内最早从事物流业务的企业之一,在行业内具有很高知名度,40 多年物流行业经营经验,在行业内树立了“服务在中储、满意在中储”的良好声誉。

图 2: 中储股份全国物流基地分布



资料来源: 公司网站

2. 集团资产将持续注入, 公司长期增长的外在支持

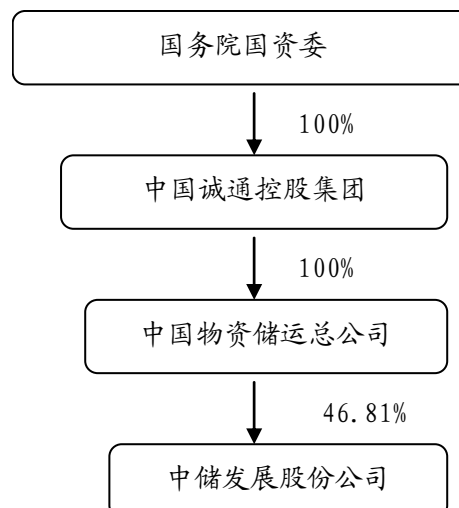
2.1. 诚通集团物流资产整体上市的平台

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下属的中国诚通控股集团有限公司。

中国诚通集团是国务院国有资产监督管理委员会监管的大型企业集团, 2008 年位列中国物流、仓储、运输、配送服务业第 3 名。诚通集团拥有全国最大、分布最广的集仓储、配送、信息一体化的物流配送、集装箱运输和金属分销网络, 仓储占地总面积 1300 万平方米, 铁路专用线 129 条, 总长度 114 公里。

诚通集团作为国资委选定的资产经营公司首批试点公司, 是国资委下属唯一一家仓储类物流企业, 同时诚通还被国资委指定为运作央企主辅分离业务的资产管理公司, 会不断接受国资委划拨重组的中央企业资产, 其中与物流相关的资产由诚通集团划拨中储总公司。这些仓储物流资产经过培育, 具备一定盈利能力之后, 逐渐进入中储股份。

图 3: 中储股份股权关系



资料来源: 公司 08 年年报

2.2. 集团物流资产还将持续注入

自 1997 年上市以来，中储股份通过 1 次增发、2 次配股、10 次收购先后将中储总公司分布在上海、南京、无锡、青州、胶州、衡阳、成都、西安等地的 25 家物流企业并入公司，形成了遍布全国的仓储物流网络。

截至目前，中国诚通集团 50%左右的仓储物流资产和业务已进入上市公司，剩余 50%左右的业务在培育成熟后未来也将逐步注入上市公司。随着中储股份不断吸收大股东和中央企业剥离的物流业务，中储股份将实现诚通集团下属物流资产的整体上市。虽然这个确切的时间我们无法准确预测，但从大的方向看，这是一个必然的过程。

依托大股东背景，能够持续以低廉的价格获得土地、铁路专用线等稀缺物流网络资源，是中储股份长期增长的重要驱动力量。

表 1：中储股份资产收购历程

时间	收购中储总公司下属资产
1997 年	郑州电子秤厂
1998 年	上海沪西公司、沪南公司、江湾公司、大场公司
2000 年	南京公司、无锡公司
2001 年	天津南三分公司；青州、胶州公司 35%股权
2002 年	天津恒远物流有限责任公司 45.1%股权
2003 年	青州公司 65%股权
2004 年	天津恒远物流公司 44.87% 股权；上海物流公司 80% 股权；上海沪闵公司、上海国贸金属材料检验公司、上海中储浦东物资公司
2005 年	天津公司 90%股权、汉口公司、西安公司、平顶山仓库、天回镇第一、第二仓库、西安东兴物贸公司、衡阳公司、洛阳物流中心、咸阳物流中心
2006 年	天津公司 10% 股权 上海公司 10%股权、北京中储国际物流科技公司 90%股权、沈阳物流中心、
2007 年	沈阳虎石台三库、沈阳铁西一库、大连仓库、郑州物流中心、郑州南阳寨仓库；天津、咸阳、成都等地 8 块土地

资料来源：公司公告、国泰君安证券

表 2：集团和上市公司物流资产比较

	中国诚通集团	中储总公司	中储股份
货场、库房面积	1300 万平方米	831 万平方米	653 万平方米
现货交易市场	20 家	20 家	20 家
铁路专用线	129 条	78 条	44 条
铁路线长度	114 公里	75 公里	41 公里

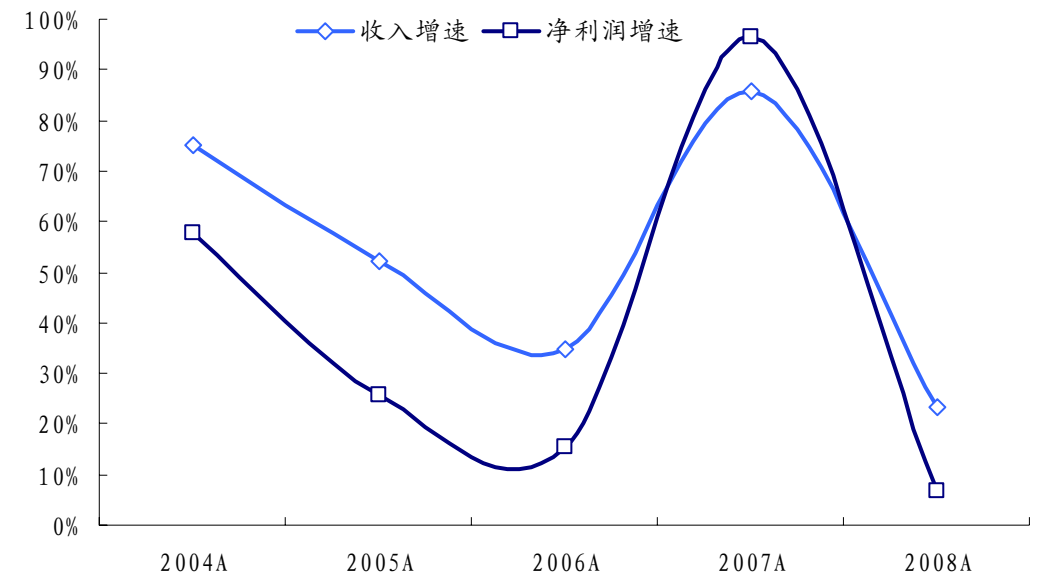
资料来源：国泰君安证券

3. 主营业务

公司主营业务包括：以仓储为基础展开的进出库、仓单质押监管、现货市场出租、运输配送、国际货运代理等物流业务；以内贸钢铁和外贸铁矿石为主的物资经销业务。其中，仓储物流业务虽然只占主营业务收入的 7%，但由于毛利率高达 32.7%，贡献了 46%的毛利；物资经销收入占比高达 93%，但由于毛利率仅有 3.2%，贡献了 54%的毛利。

近五年来，公司营业收入年均增长 54%，净利润年均增长 40%。

图 4: 2004-2008 年公司收入年均增长 54%，净利润年均增长 40%



资料来源：公司年报

表 3: 综合物流与物资经销业务各贡献 50%左右毛利

	主营业收入 (百万元)	占比	同比增长	毛利 (百万元)	占比	同比增长
仓储物流	1,363.44	8.48%	52%	472.83	49.58%	
仓储	189.84	1.18%	27%	75.94	7.96%	
进出库	427.47	2.66%	38%	128.24	13.45%	
现货交易市场	119.60	0.74%	41%	89.70	9.41%	
质押监管	102.80	0.64%	96%	71.96	7.55%	
国际货运代理	178.92	1.11%	17%	44.73	4.69%	
配送	215.18	1.34%	181%	10.76	1.13%	
集装箱	54.92	0.34%	23%	13.73	1.44%	
其他	74.71	0.46%	168%	37.77	3.96%	
物资经销	14,707.94	91.52%	21%	480.76	50.42%	
钢材	9,924.93	61.76%	52%	347.37	36.43%	
铁矿石等其他货种	4,783.07	29.76%	-15%	133.38	13.99%	
合计	16,071.38	100.00%	23%	953.59	100.00%	34%

资料来源：公司年报、国泰君安证券

3.1. 物流业务处于快速增长期

全球制造业向中国集聚推动了中国物流服务行业的快速发展，近年来中国社会物流总额每年以两-三倍于 GDP 增速的速度增长。中国物流统计信息中心的统计数据显示，“十五”时期全社会物流总额达到 158.7 万亿元，年复合增速 23%；根据国物流与采购联合会预测，假设“十一五”期间 GDP 年均增长 8.5%，社会物流总额年均增长将达到 16.7%，到 2010 年社会物流总额将达到 110 万亿元，比 2005 年翻一番。中国物流需求高速增长期还将持续 10-15 年的时间。

在中国物流行业快速发展的大背景下，近五年来随着公司资产规模与物流网络不断扩大，以及仓单质押、现货市场租赁等创新业务的增加和服务链条的拓展，物流业务表

现出良好的成长性。04-08 年公司物流业务收入年均增长 37.3%，毛利年均增长 36.7%。

随着国内经济转暖，社会物流需求增速回升，我们判断未来三年公司物流业务增速将保持在 20%左右。其中，仓单质押、现货市场租赁这两项创新业务由于市场前景良好，毛利率较高，将是驱动公司物流业务快速增长的重要驱动力量。

图 5：中国社会物流总额处于高速增长期

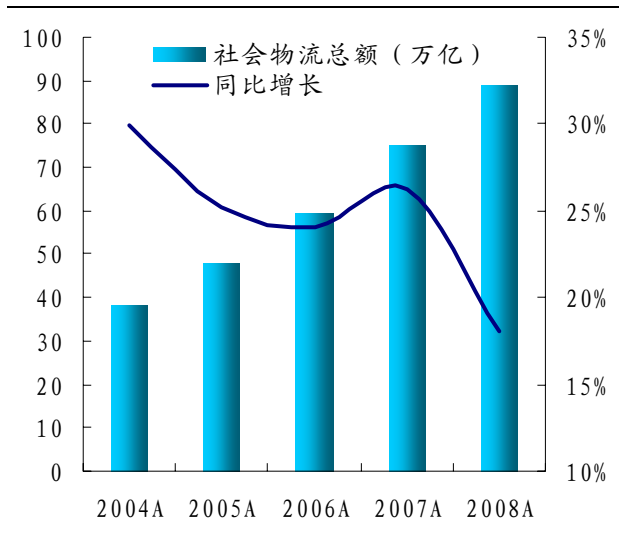
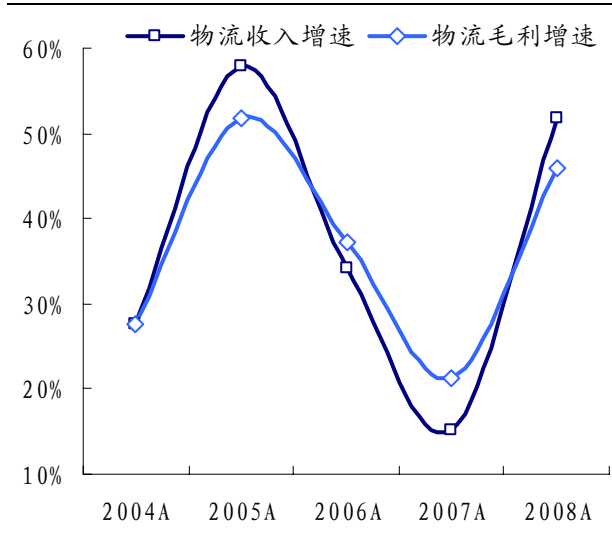


图 6：公司物流业务保持快速增长



资料来源：中国物流与采购联合会、公司年报

3.1.1. 传统仓储和进出库业务，受益于宏观经济回暖

货物仓储和进出库业务是公司物流业务的基础，分别贡献了物流业务收入的 15%和 32%。进出库货物以生产资料为主，其中煤炭、钢材和有色金属分别占总吞吐量的 38%、33%和 10%左右，其余 20%为化工、家电等产品。

1 季度受国内经济减速，全社会货物流动速度放缓影响，公司货物进出库周转速度下降。但受益于 08 下半年提高了仓储费率，1 季度仓储和进出库收入同比仍增长了 10%左右。二季度在房地产、钢铁等行业需求回暖背景下，公司钢铁、煤炭等货物周转速度呈回升态势。

在国内经济持续转暖，社会物流需求增速回升的大背景下，预期公司仓储和进出库收入内生增长速度将恢复至 15%-20%左右。

图 7：公司近四年仓储收入

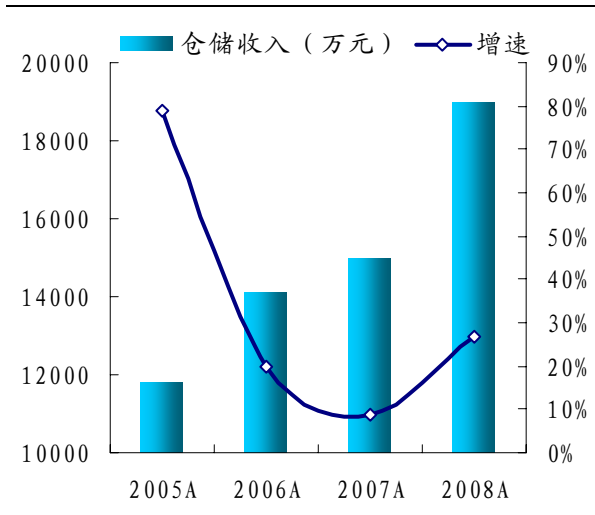
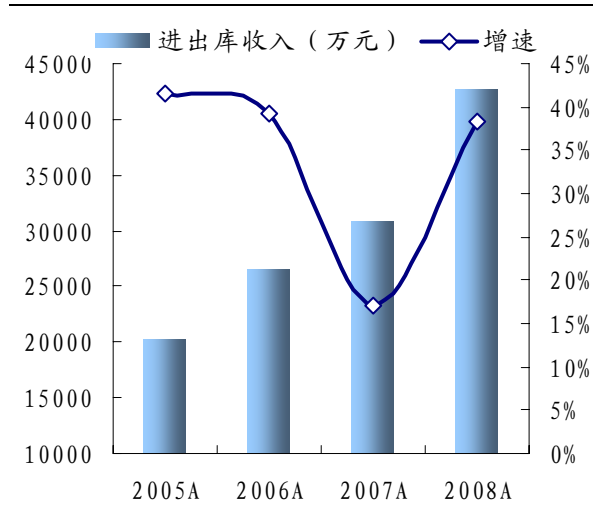


图 8：公司近四年进出库收入



资料来源：公司年报

3.1.2. 质押监管业务前景广阔

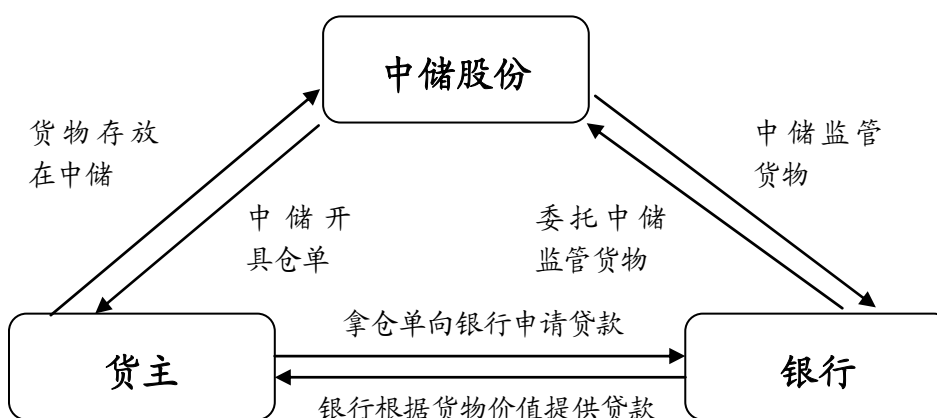
仓单质押监管 20 世纪初在美国已经出现。目前世界上最大的船运公司马士基、最大的快递公司 UPS，最大的利润来源就是包括仓单在内的物流金融服务。

为适应中国中小企业融资难的问题，中储股份从 99 年开始率先从国外引入仓单质押业务。具体讲是客户把货物存储在中储有效监控的仓库中，然后凭仓库开具的货物仓储凭证——仓单向银行申请贷款，银行根据货物的价值向货主企业提供一定比例的贷款，同时由中储代理监管货物。在这一过程中，中储收取货物质押监管及进出库、仓储等物流服务费收入。

一般来说，银行认可的抵押物主要是房屋等不动产，质押物主要是银行存单、国债等 有价证券，而银行由于难以直接对企业存货进行有效监管，一般不愿意接受存货质押 贷款。但仓单质押贷款业务通过引入信誉良好的仓储公司作为第三方监管抵押物，使 得拥有存货的企业能够利用货物仓单进行融资，有效解决了中小企业缺乏抵押资产、 融资难的问题。仓单质押贷款在中国出现的时间虽然不长，但由于受到企业和银行两 方面的青睐，市场需求广阔，发展迅速。

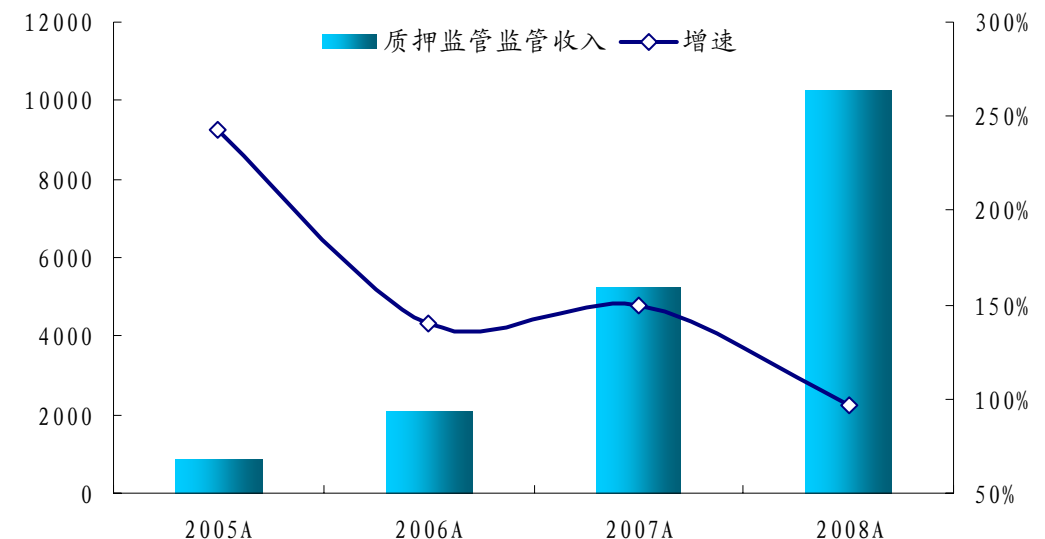
仓单质押监管业务毛利率高达 70%左右，目前是公司成长性最好的一块物流业务，08 年虽然受到金融危机得影响也仍然保持 96%的增长速度。由于仓单质押监管不受公司 自有仓库面积限制，可通过外租仓库开展，理论规模无上限，继续拓展的空间广阔。 预计未来三年该项业务将继续保持每年 50%-100%的增长速度。

图 9：仓单质押监管业务经营模式



资料来源：国泰君安证券

图 10：公司仓单质押监管收入每年以翻番的速度增长（单位：万元）



资料来源：公司年报

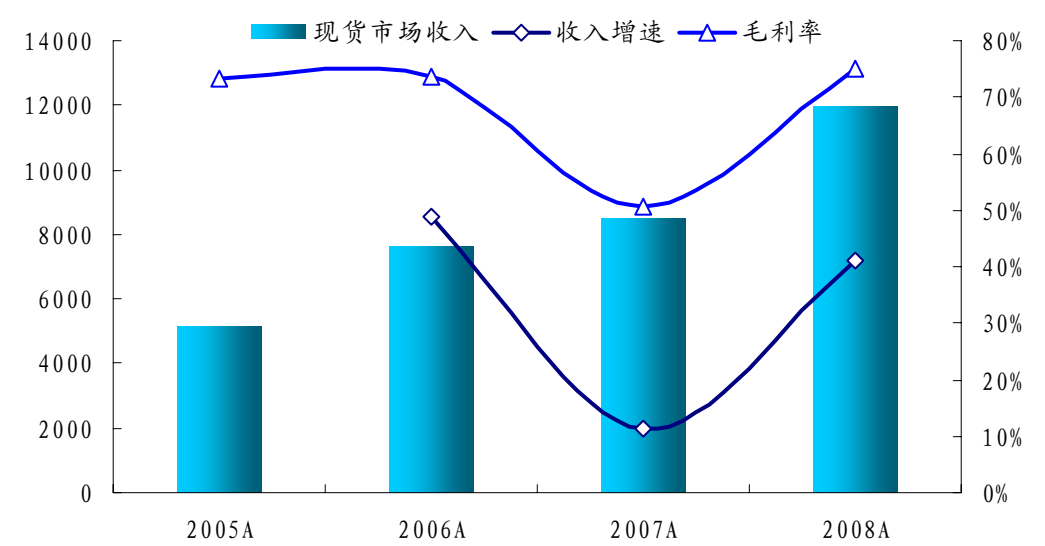
3.1.3. 现货市场租赁：低风险、高毛利率、高增长

公司利用遍布全国主要中心城市的物流网络，以仓储业务为依托，创新前店后库式经营模式，在全国建立了以钢材为主，包括汽车、建材、机电产品、轻工产品等各类商品现货交易市场 20 多家。其中，天津中储宝钢材现货市场、无锡中储装饰材料城、南京生产资料中心批发市场、武汉丹水池生产资料市场、西安物资城市场、江苏无锡金属材料现货市场、大连钢材现货交易市场、中储咸阳生产资料市场已经成为国家级现货交易市场和当地主要的商品集散中心。天津、南京、无锡、武汉的 4 个钢材交易市场还是当地最大的钢材交易市场，年交易额均在 100 亿元以上。

公司现货市场租赁业务毛利率高达 75% 以上，经营风险小，由于市场需求旺盛，近三年公司现货市场租赁收入年均增长 33%。目前，公司 20 家现货市场席位出租率均接近 100%，部分市场还出现一铺难求的现象。

公司此次非公开发行募集资金项目，主要是在无锡、天津、咸阳、廊坊新建四个大型的现货交易市场，满足快速增长的客户需求，解决产能瓶颈问题。

图 11：现货租赁市场高毛利率、高增长（单位：万元）



资料来源：公司年报、国泰君安证券

3.1.4. 募集资金项目 2010 上半年投产，增厚 EPS 0.10 元

公司此次非公开发行计划募集资金 8.13 亿元，除了 3 亿元用于补充流动资金外，其他 5.13 亿元用于建设无锡物流中心二期项目、天津南仓分公司业务综合楼项目、天津物流中心配送中心项目、咸阳东风路装饰建材市场项目和廊坊物流业务办公用房项目。除了天津物流中心配送中心项目用于购置辆、扩充公司自用配送车队运力外，其他募集资金项目主要是在无锡、天津、咸阳和廊坊建设各类现货交易市场用于出租，收益稳定，投资回报率高。

粗略测算，这些建设项目投产后年投资利润率高达 18.32%。其中大部分项目目前已经开工建设，预计 08 年底、09 年上半年基本全部可以投入使用，年利润总额将达到 9,401 万元，对公司每股收益的增厚幅度达到 0.10 元左右。

表 4：公司此次非公开发行募集资金项目

项目	项目内容	投资额 (万元)	建设周期	完工时间	年收入 (万元)	年利润总 额(万元)	增厚 EPS(元)
无锡物流中 心二期项目	以不锈钢和有色金属厂家和 经销商、钢厂、制造业厂家等 为服务对象，建设包括现货交 易市场、加工、储存、运输配 送等多功能配套的现代物流 基地	31,443	12 个月	09 上半年	10,104	4,644	0.047
天津南仓分 公司业务综 合楼项目	综合楼项目旨在满足储宝钢 材现货市场客户租用高档次 经营用房的需求。	7,200	24 个月	09 上半年	2,015	1,297	0.013
天津物流中 心配送中心 项目	购买运输车辆 90 台，叉车 9 台，创建营运网点 9 个，改 善公司自有运力不足状况。	5,000	12 个月	09 上半年	9,754	1,893	0.019
咸阳东风路 装饰建材市 场项目	建设 3 栋为一层建材超市及 商铺共 8,987.8 平方米，1 栋 面积为 16,570.6 平方米的二 层建材超市，用于装饰建材市 场商铺的租赁业务。	4,798	5 个月	09 上半年	1,265	948	0.010
廊坊物流业 务办公用房 项目	项目定位是通过“前店后库” 的经营模式，建设大宗物资现 货交易市场。	2,862	16 个月	09 上半年	885	619	0.006
补充公司流 动资金		30,000					
合计		81,303			24,023	9,401	0.096

资料来源：公司公告（注：测算各项目对公司 EPS 的影响按照公司目前股本计算）

3.1.5. 等待物流业振兴规划细则出台，两税税率有望下调

国务院于 3 月 10 日公布了物流行业调整振兴规划，对 2009-2011 年行业的发展方向进行了规划，但尚未涉及具体的优惠扶持政策。预期在钢铁、汽车等行业振兴规划细则陆续出台后，年内政府可能出台扶持物流行业发展的具体政策，而仓储业土地使用税和营业税率的下调将给公司带来实质性利好。

06 年底，国务院公布了《关于修改〈中华人民共和国城镇土地使用税暂行条例〉的决定》，对 1988 年发布施行的《中华人民共和国城镇土地使用税暂行条例》做出修改。2007 年 1 月 1 日起，实施新政策后仓储企业税负普遍增加了 1-3 倍。预期在未来出台的扶持政策中，仓储企业土地使用税征收标准有望恢复至 06 年的水平。

除了土地使用税外，对仓储类企业影响较大的还有营业税。目前仓储企业执行 5% 的营业税率，高于运输行业 3% 的营业税率。在此次物流行业振兴规划征求意见过程中，仓储企业普遍呼吁将营业税率从 5% 下调至 3%。

根据我们测算，如果仓储业土地使用税征收标准下调至 06 年水平、营业税率降至 3%，公司每年税收负担将减少 3000 万元左右，对每股收益的增厚幅度在 0.03 元左右。

表 5：政府可能出台的扶持物流行业发展的税收优惠政策

政策	对公司的影响
仓储企业土地使用税征收标准恢复至 06 年水平	减少土地使用税 1500 万元左右
仓储企业营业税率从 5% 下降至 3%	较少营业税 1500 万元左右。
允许仓储业务环节费用纳入增值税抵扣项目	引导企业将仓储业务交给外部的仓储企业经营，有利于仓储行业的长期发展。

资料来源：国泰君安证券

3.2. 物资经销业务，受益于钢铁行业回暖

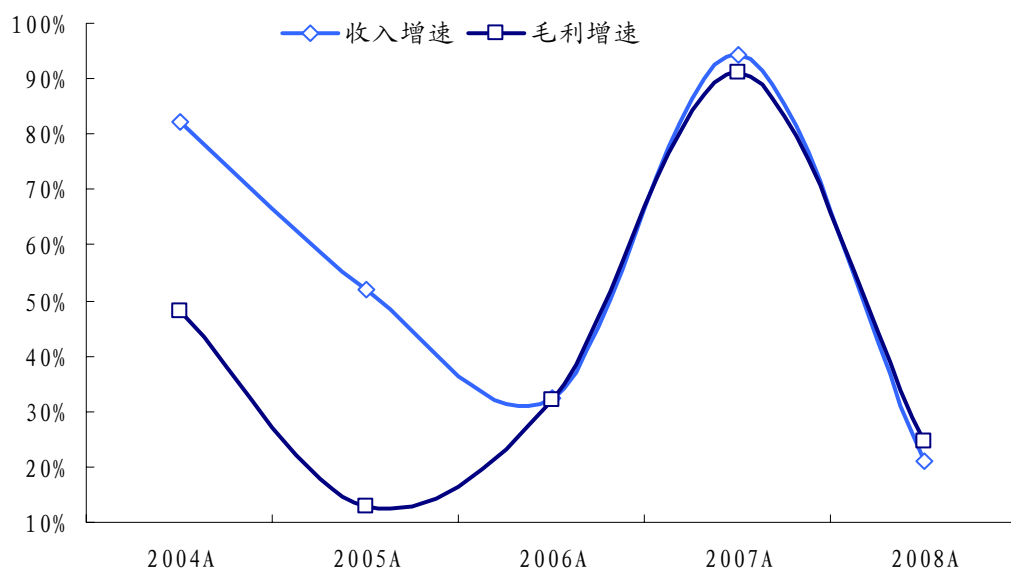
公司依托遍布全国的物流中心和生产资料交易场所形成的销售渠道，开展物资经销业务，涉及国内贸易与国际贸易两大块。物资经销业务贡献了公司 50% 左右的毛利。2004-2008 年公司物资经销收入年均增长 56%，毛利年均增长 42%。

国内贸易以钢材贸易为主，采取代理采购、工程承包物资供应和自营三种模式，各占钢材贸易 1/3 左右的比重；国际贸易主要经营进口铁矿石的代理采购。钢材代理采购和工程承包物资供应业务是按照钢材交易量每吨收取 20-30 元左右的手续费，交易量是决定盈利的关键因素；钢材自营业务主要是赚取买卖价差，钢材价格上下波动是影响盈利的关键因素；进口铁矿石代理业务是按照代理进口铁矿石金额的一定比例收取手续费，盈利受贸易量和价格两方面因素的影响。

1 季度一方面由于国内钢材价格持续下行，公司钢材自营业务没能盈利；另一方面为了控制风险，公司收缩了铁矿石业务的规模，从而使得贸易业务盈利同比出现一定幅度下滑；此外，由于 08 年剩余的高价铁矿石堆存时间较长，导致营业费用同比增加 2600 万元，但目前这部分高价铁矿石已经基本全部出售。

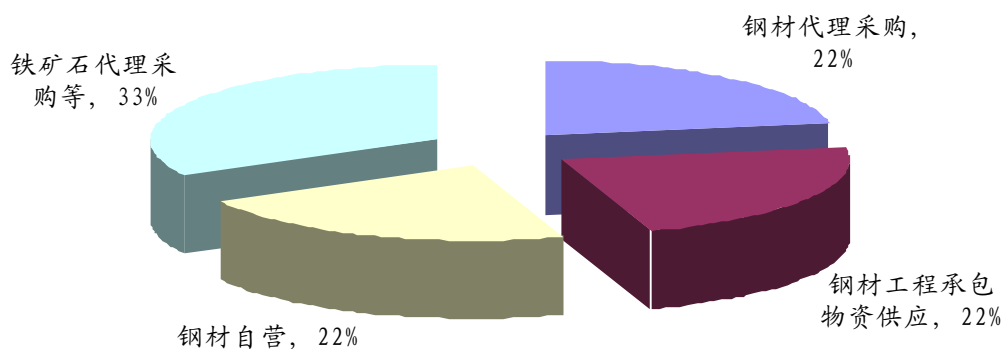
2 季度开始，随着国内钢材价格企稳回升，公司钢材自营业务的盈利状况好转；同时在钢材需求回暖背景下，钢材贸易量也出现了一定程度的回升，对钢材代理采购和工程承包物资供应业务的盈利回升也形成利好。

图 12: 2004-2008 年公司物资经销业务收入年均增长 56%、毛利年均增长 42%



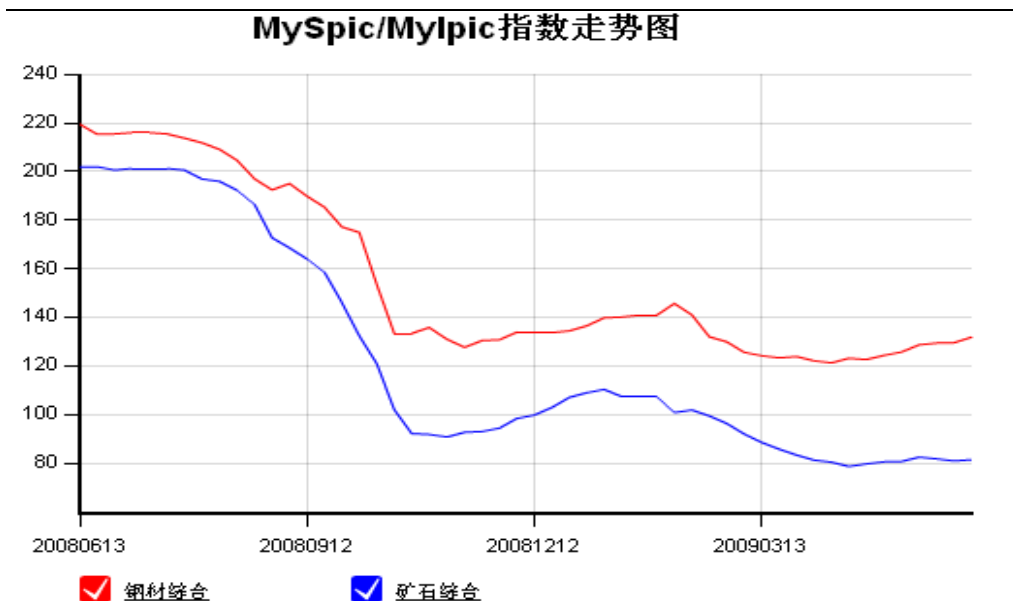
资料来源: 公司年报

图 13: 公司贸易收入构成



资料来源: 国泰君安证券

图 14: 2 季度以来国内钢价企稳回升



资料来源: www.mysteel.com

4. 土地资源丰富，增值空间巨大

4.1. 土地重估增厚每股净资产 6.24 元

截至 08 年底公司在全国拥有 620 万平米的物流基地，其中大约有 244 万平米为自有土地，主要分布在上海、天津、南京、无锡、青岛等大中城市，地理位置优越。

公司当初取得土地时候，历史成本非常低，甚至部分土地是零成本获得的。随着城市化进程的推进，城市规模的扩大，原来位于城市边缘的土地如今都处于城市中心地带，公司拥有的土地已经大幅升值，实际价值远远高于历史成本。以上海市中心土地为例，账面价格一般在每平米 100-200 元左右，但 08-09 年政府收储价格达到每平米 10,000-26,000 元。

我们前期对公司土地价值的估算过于保守，例如上海市中心区土地按照 5000-7000 元/平米的价格计算，远低于每平米 10,000-26,000 元的政府收储价格。我们参照公司近两年向政府出让土地的价格及当地可比土地交易价格对公司拥有土地使用权的 244 万平米土地价值重新重估，粗略估算土地重估增值 43 亿元，增厚每股净资产 6.24 元。

截止 09 年 1Q，公司每股净资产 4.18 元，考虑土地资产重估增值，公司每股净资产为 10.42 元。每股 10.42 元的重估价值构成公司价值的底线。

表 6: 公司土地使用权价值重估

地区	地理位置	面积 (万 平米)	单价 (元/平米)	评估价值 (万元)	土地使用权 账面价值 (万元)	评估增值 (万元)
上海	杨浦区东北部	2.21	10,000	22,143		
	徐汇区中山南二路	1.33	25,000	33,202		
	普陀区曹杨路	0.28	10,000	1,500		
	闵行区剑川路	4.60	8,000	36,800		
	宝山区南大路	22.00	5,000	110,000		
天津	北辰区南仓道	74.90	2,000	149,800		
	河东区	6.90	2,000	13,800		
	津塘沽区河头镇	15.38	1,000	15,385		
	天津港	21.50	500	10,750		
南京	南京长江大桥南端	17.70	2,000	35,400		
无锡	北塘区锡沪路	18.50	2,000	37,000		
青岛	黄岛开发区	15.00	800	12,000		
青州		15.30	800	12,240		
成都	金牛区天回镇	14.30	800	11,440		
咸阳	文汇东路	14.20	1,000	14,200		
合计		244.11		515,660	55,784	459,876
土地资产重估增值部分折合每股净资产(元)						6.24
每股净资产(元)						4.18
合计每股净资产(元)						10.42

资料来源: 国泰君安证券

4.2.1.9 亿元土地出让金入账后, 将增厚 EPS 0.20 元

2000 年以来受地方城市规划影响, 公司先后有 6 块土地被当地政府收储、2 块土地转让给房地产开发商。2000 年以来陆续取得的数十亿元土地出让金成为近年来公司加大物流基础设施建设投入、滚动发展的主要资金来源。公司先后投资在天津、上海、江苏、山东等地建设、改造了多个现代化的物流中心。

2006 年以前在旧会计准则下, 公司土地出让收益直接计入资本公积、未体现在利润表中。07 年实施新会计准则后, 土地出让收益开始直接计入利润表。07 年至今公司土地出让总收入 2.44 亿元, 其中仅 08 年大连仓库拆迁补偿 5144 万元入账, 其余 1.92 亿元尚未入账。这部分收益的确认将取决于政府付款进程和公司上海事业部争取税收减免情况, 我们判断在未来一两年内入账的可能性较大, 对每股收益的增厚幅度在 0.20 元左右。

表 7: 公司历年土地转让情况

时间	转让地块	占地面积 (平方米)	转让收入 (万元)	转让单价 (元/平方米)	受让方	入账情况
1999 年 6 月	天津红桥区团结路 东侧地块	370,078	19,429	525	天津乐康置业 有限公司	计入资本公积
2004 年 6 月	上海中山南二路和 船厂路地块	38,086	15,425	4,050	上海绿地(集 团)有限公司	计入资本公积
	上海杨浦区翔殷路 1059 弄 5 号地块	37,114	16,701	4,500	上海市杨浦区 土地发展中心	计入资本公积
2004 年 9 月	上海曹杨路 2021 号 地块	96,833	29,050	3,000	上海绿地(集 团)有限公司	计入资本公积
2005 年 4 月	上海市杨浦区政民 路 195 号地块	40,743	22,333	5,481	上海市杨浦区 土地发展中心	计入资本公积
2007 年 10 月	上海原沪西分公司 曹杨路以东铁路专 用线地块	10,350	5,279	5,100	上海市普陀区 土地发展中心	暂未入账
2008 年 12 月	上海沪南分公司中 山南二路 717 号部 分土地	5,597	5,793	10,350	上海徐房住宅 安置有限公司	暂未入账
2008 年 12 月	徐汇区中山南二路 743 号的房屋	1,099	800	7,279	上海光启动拆 迁安置公司	暂未入账
2008 年 12 月	租用中储总公司大 连仓库固定资产及 存货拆迁补偿		5,144		大连发电有限 责任公司	计入 08 年利润 表
2009 年 1 月	上海中山南二路 717 号部分地块	2,837	7,367	25,967	上海市徐汇区 土地发展中心	暂未入账
合计			127,321			

资料来源: 公司公告

4.3. 世博会配套项目建设, 将加速公司上海土地出让进程

受上海世博会配套项目建设需要, 2008 年以来公司在上海市中心附近土地的土地出让进程有所加快。08 年 12 月-09 年 1 月, 公司在上海市中心区的 3 块土地先后被政府收储。

目前公司在上海市中心还有三块零散的土地——沪西分公司(杨浦区)还有 2.2 万平方米的土地、徐汇区出租给易初莲花超市的 1.3 万平方米土地、普陀区曹杨路附近 0.3 万平方米土地。由于这些土地地处市中心、面积小且非常分散, 继续用作仓储物流的价值已经不大, 我们判断在上海市政府加快世博会配套项目建设的背景下, 这些土地很可能继续被政府收储。

参照公司 08 年以来可比土地出让价格, 粗略估算这三块土地一旦出让将给公司带来 6.7 亿元的收入, 对每股收益的增厚幅度在 0.58 元左右。

表 8: 公司在上海市中心区近期可能继续被政府收储的土地

地理位置	面积 (万平方米)	单价 (元/平米)	评估价值 (万元)
杨浦区东北部	2.2	10,000	22,143
徐汇区中山南二路	1.3	25,000	33,202
普陀区曹杨路附近	0.3	10,000	1,500
合计			56,845

资料来源: 国泰君安证券

5. 太平洋证券 2010 年底解禁, 将带来巨额投资收益

公司目前持有太平洋证券(601099) 5000 万股, 解禁时间是 2010 年 12 月 31 日, 作为可供出售的金融资产入账。由于可供出售金融资产在限售期内, 公允价值变动暂时计入资本公积, 因此目前太平洋证券股价变动暂不影响公司损益。

由于公司持有太平洋证券是作为财务性投资, 因此 2010 年底解禁后全部出售的可能性非常大, 并且在解禁期满对外出售时, 出售价格在扣除每股 1 元的投资成本后, 增值部分将全部作为投资收益计入当期损益。

假设按照每股 17-25 元的价格计算, 2010 以后 5,000 万股太平洋证券全部出售后将给公司带来 8-12 亿元左右的投资收益, 对每股收益的增厚幅度在 0.81 元-1.22 元。

表 9: 公司持有的金融资产

股票	代码	持股数 (万股)	初始投资 成本(万元)	目前股价 (元/股)	市值 (万元)	会计核算科目	解禁时间
太平洋	601099	5,000	5,000	17.25	86,250	可供出售金融资产	2010 年
天地源	600665	38	38	5.60	213	可供出售金融资产	已解禁
城投控股	600649	34	34	13.18	443	可供出售金融资产	已解禁
上电股份	600627	9	9	28.73	268	可供出售金融资产	已解禁
合计		5,081	5,081		87,174		

资料来源: 公司 08 年报

6. 维持增持评级, 上调目标价至 12.5 元

6.1. 业绩预测

业绩预测主要假设:

➤ 收入假设

单位: 万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
仓储业务收入	14,951	18,984	21,832	26,198	31,438
增速	8.7%	27.0%	15.0%	20.0%	20.0%
进出库收入	30,899	42,747	49,159	58,990	70,788
增速	17.0%	38.3%	15.0%	20.0%	20.0%
配送业务收入	7,667	21,518	24,745	29,694	35,633

增速	17.0%	180.7%	15.0%	20.0%	20.0%
国际货运代理收入	15,285	17,892	14,314	15,745	17,319
增速	-2.0%	17.1%	-20.0%	10.0%	10.0%
质押监管监管收入	5,232	10,280	15,420	23,131	34,696
增速	149.4%	96.5%	50.0%	50.0%	50.0%
集装箱业务收入	4,464	5,492	4,394	4,833	5,316
增速	58.6%	23.0%	-20.0%	10.0%	10.0%
现货市场收入	8,481	11,960	13,754	16,505	19,806
增速	11.5%	41.0%	15.0%	20.0%	20.0%
其他业务收入	2,807	7,471	7,471	7,471	7,471
增速			0.0%	0.0%	0.0%
物流收入合计	89,786	136,344	151,089	182,568	222,469
增速	15.1%	51.9%	10.8%	20.8%	21.9%
销售收入合计	1,214,722	1,470,794	1,228,113	1,412,330	1,624,179
	95.0%	21.1%	-16.5%	15.0%	15.0%
营业收入合计	1,304,508	1,607,138	1,379,202	1,594,898	1,846,648
	85.7%	23.2%	-14.2%	15.6%	15.8%

➤ 毛利率假设

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
交通运输	36.1%	34.7%	34.7%	35.0%	35.0%
商品流通	3.2%	3.3%	3.2%	3.3%	3.3%
整体毛利率	5.4%	5.9%	6.7%	6.9%	7.1%

➤ 不考虑土地转让收益确认、土地使用税和营业税可能下调的影响、及 2011 年太平洋证券解禁带来的巨额投资收益。

考虑 2010 年上半年募集资金项目投产对公司业绩的提升, 将 2010-2011 年每股收益预测分别上调 0.09 元和 0.14 元, 调整后公司 2009-2011 年每股收益预测分别为 0.30 元、0.45 元和 0.58 元。

如果考虑到公司目前尚有 1.9 亿元的土地出让收益尚未入账、上海市中心三块土地出让可能带来 6.7 亿元的营业外收入、2010 年底太平洋证券解禁后将带来 8-12 亿元的投资收益, 而这三部分收益一旦入账对每股收益的增厚幅度在 1.59 元-2.00 元左右。我们判断这三部分收益在 2009-2011 年陆续入账的可能性很大, 因此公司未来三年实际业绩很可能大幅超过我们目前的预测。

表 10: 公司业绩预测 (EPS 暂按目前 7.37 亿股的总股本计算)

单位: 万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,305,658	1,607,989	1,379,202	1,594,898	1,846,648
营业成本	1,233,841	1,511,828	1,287,474	1,484,392	1,715,186
营业税金及附加	4,186	5,832	4,965	5,742	6,648
销售费用	17,570	18,075	21,378	22,329	25,853
管理费用	21,085	23,149	25,515	27,113	29,546
财务费用	4,338	6,172	7,000	7,000	7,000
资产减值损失	4,886	22,907	0	0	0
公允价值变动收益	98	0	0	0	0
投资净收益	940	44	0	0	0

营业利润	20,692	20,069	32,869	48,322	62,415
增速	48.64%	-3.01%	63.78%	47.01%	29.16%
加：营业外收入	3,173	3,563	0	0	0
减：营业外支出	665	584	0	0	0
利润总额	23,200	23,047	32,869	48,322	62,415
增速	67.03%	-0.66%	42.62%	47.01%	29.16%
减：所得税	7,348	6,051	8,217	12,081	15,604
净利润	15,852	16,996	24,652	36,242	46,811
减：少数股东损益	1,373	1,541	2,219	2,899	3,745
归属于母公司所有者的净利润	14,479	15,455	22,433	33,342	43,066
增速	96.26%	6.74%	45.15%	48.63%	29.16%
每股收益（元）	0.22	0.21	0.30	0.45	0.58

资料来源：国泰君安证券

6.2. 估值

- 我们参照公司近两年向政府出让土地的价格及当地可比土地交易价格对公司拥有土地使用权的 244 万平米土地价值重新重估，粗略估算土地重估增值 43 亿元，增厚每股净资产 6.24 元。（具体测算参见前文表 6）

截止 09 年 1Q，公司每股净资产 4.18 元，考虑土地资产重估增厚每股净资产 6.24 元，每股 10.42 元的重估价值构成公司价值的底线。

- PB 估值法。1Q 末公司每股净资产账面价值 4.18 元，对应 PB 仅为 1.9 倍，远低于四家可比物流公司平均 4.1 倍的 PB 水平。**给予公司 3 倍 PB，目标价 12.5 元，维持增持评级。**

未来股价驱动因素：1）物流业振兴规划细则年内可能出台；2）上海世博会建设配套项目，公司在上海市中心的零散土地将继续被政府收储；3）土地出让收益确认、太平洋证券巨额投资收益入账，导致业绩超预期；4）收购中储总公司剩余物流资产，实现整体上市。

表 11：可比物流公司估值水平

公司	代码	股价（元）	08 年底每股净资产（元）	PB	ROE
锦江投资	600650	13.21	3.25	4.1	18.1%
怡亚通	002183	13.90	3.27	4.3	12.4%
飞马国际	002210	8.77	2.11	4.2	8.2%
澳洋顺昌	002245	24.94	6.20	4.0	5.7%
平均				4.1	11.1%

资料来源：WIND 资讯

免责声明

本报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;
谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;
中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;
减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;
中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;
减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com