

物流 III



王爽 裴力军

交通运输行业研究员

021-38565912

wangsh@xyzq.com.cn

中储股份 (600787)

老国企 新机遇

推荐 (维持)

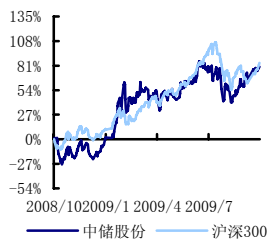
市场数据

报告日期	2009-10-22
收盘价(元)	9.03
52周最高/最低(元)	9.52/3.73
总股本(百万股)	736.98
流通股本(百万股)	391.99
总市值(百万元)	6654.91
流通市值(百万元)	3539.69
每股净资产(元)	4.33

主要财务指标

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	2009 中报
营业收入(百万元)	16080	13602	17809	23186	5944
同比增长(%)	23.2%	-15.4%	30.9%	30.2%	-31.5%
净利润(百万元)	155	229	380	539	94
同比增长(%)	6.7%	48.3%	65.8%	41.7%	-33%
毛利率(%)	6.0%	6.8%	6.9%	7.0%	7.1%
净利率(%)	1.0%	1.7%	2.1%	2.3%	1.7%
每股收益(元)	0.21	0.31	0.52	0.73	0.13
每股经营现金流(元)	0.83	0.44	0.66	0.78	0.98

股价走势



投资要点

- 公司隶属于诚通集团,当前仓储面积 650 万平方米,形成了以华北、东北为中心,覆盖陕西、长三角、湖北等重要物流枢纽的布局模式。主要业务分为仓储物流和钢材、铁矿石经销。
- 城市化进程中,持续的土地转让使公司定价可以参考重估价值。据测算,公司土地的重估价值 38 亿,股权投资价值 8 亿,加上其他固定资产 9 亿,资产总计 55.4 亿,折合每股 7.52 元。
- 资产是公司的优势。物流行业欣欣向荣,业态演进提升资产盈利能力,公司雄厚的资金、资产实力以及国企背景,将为公司进一步的业务扩张和模式提升带来优势。
- 维持推荐评级。募投项目、物流振兴规划带来的税费减免以及资产注入将增厚明年业绩,乐观预计 09-11 年 EPS 为 0.31, 0.52, 0.73 元。同时公司还有 1.9 亿尚未入账的土地转让金以及 5000 万股太平洋证券股票,有较强的释放业绩能力。其全国布局的优势和丰厚的土地资源将在未来的竞争中彰显优势。
- 公司重估价值 7.52 元,相对估值 8.99 元,若公司增发 1.1 亿股,每股 6.7 元,则公司摊薄后的合理估值区间在 7.33-8.61 元,考虑锁定一年的影响,公司九折的估值区间在 6.60-7.75 元。
- 风险提示:宏观经济的波动和公司的管理能力影响公司经销业务的利润;随着民营企业的崛起和外资的进入,增值业务可能面临较强的竞争。

相关报告

《以仓储为中心的物流服务商》2009-8-3

《国内综合物流仓储的龙头》2009-2-17

目 录

仓储经销，利润各半	- 4 -
资产重估价值是公司估值底线	- 5 -
土地重估价值为每股 5.15 元	- 5 -
股权投资价值为每股 1.12 元	- 6 -
其他固定资产价值每股 1.25 元	- 7 -
新机遇在哪里?	- 7 -
物流行业方兴未艾	- 7 -
业态演进提升资产盈利能力	- 8 -
黄沙吹尽始现金	- 9 -
资产注入强化竞争优势	- 11 -
公司可能成为诚通集团物流业务的整合平台	- 12 -
资产注入持续上演	- 12 -
仓储物流业务：致力于全程物流服务	- 13 -
物资经销业务：延展仓储价值	- 14 -
大型国有流通企业具有天然优势	- 14 -
严控风险才是长久之计	- 15 -
增发项目主要为现货市场	- 16 -
盈利预测与估值	- 17 -
盈利预测	- 17 -
估值区间为 7.52~8.99 元	- 18 -
投资建议和风险提示	- 18 -
推荐评级	- 18 -
风险提示	- 19 -

图 1、	公司主营业务收入和毛利构成	- 4 -
图 2、	公司近 5 年收入和利润增长情况	- 4 -
图 3、	公司仓储物流网络分布图（蓝点表示未注入的物流资产）	- 5 -
图 4、	保管费用占比逐年上升，仓储业固定资产投资增长迅猛.....	- 7 -
图 5、	国内企业 05-08 年 ROE 变化情况	- 9 -
图 6、	各物流企业成长路径	- 10 -
图 7、	中储系统的股权结构	- 11 -
图 8、	仓储物流业务历年的收入和利润构成（万元）	- 13 -
图 9、	生产资料销售总额和消费品零售总额.....	- 14 -
图 10、	物资经销业务历年收入	- 15 -
图 11、	钢铁价格走势、进口铁矿石价格走势和经销业务毛利率变化.....	- 16 -

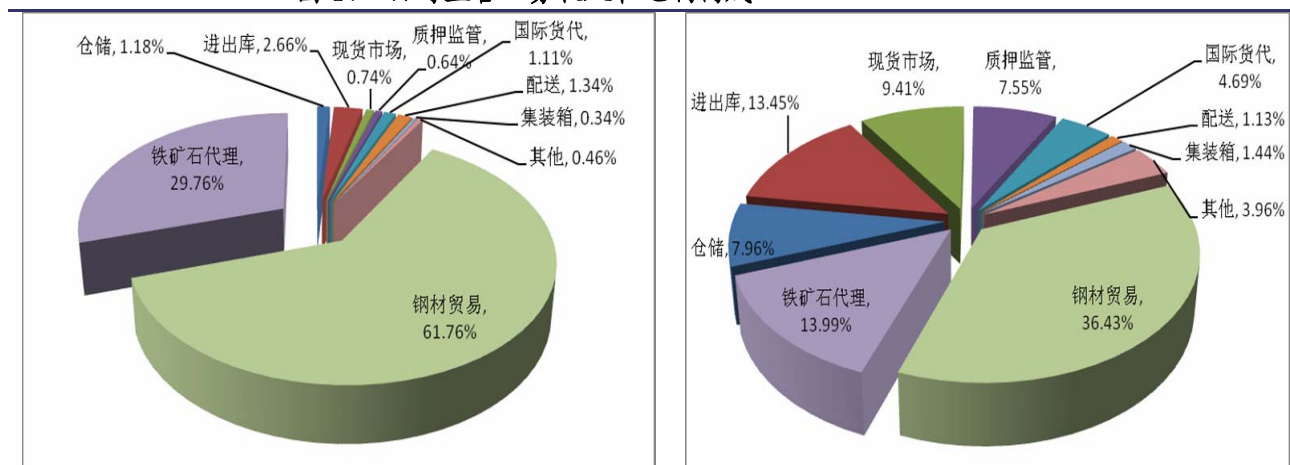
表 1、	公司历年土地转让情况	- 6 -
表 2、	公司土地重估价值	- 6 -
表 3、	公司的股权投资	- 6 -
表 4、	不同类型仓库价格差异	- 8 -
表 5、	中储系统期货交割库情况	- 8 -
表 6、	不同业态物流公司比较	- 9 -
表 7、	国外快递四大巨头的发展历程	- 10 -
表 8、	国内各物流企业评析	- 11 -
表 9、	诚通集团、母公司和上市公司物流资产比较.....	- 12 -
表 10、	中国诚通控股旗下其他物流类子公司	- 12 -
表 11、	公司历年资产注入进程.....	- 13 -
表 12、	国内钢材贸易商和铁矿石贸易商排名	- 15 -
表 13、	物资经销业务构成	- 15 -
表 14、	募集资金项目情况	- 16 -
表 15、	公司盈利预测假设（未摊薄）	- 17 -
表 16、	公司盈利预测结果	- 18 -
附表		- 20 -

仓储经销，利润各半

公司是我国仓储的龙头企业，1997 年上交所挂牌交易，经过 12 年的发展已经形成了以华北、东北为双中心，遍及 10 省 17 市的全国性仓储运输网络。

公司主营业务主要分为仓储物流和物资经销，其中仓储物流业务主要包括仓储、进出库、运输配送、国际货运代理、质押监管、集装箱运输和现货市场出租等；物资经销业务为钢材贸易和进口铁矿石贸易代理采购。收入方面，仓储物流占 10%，经销业务占 90%，由于经销业务只是收取 1-3% 的手续费，收入核算包含了货物价值，因此仓储物流和经销业务毛利基本相当。

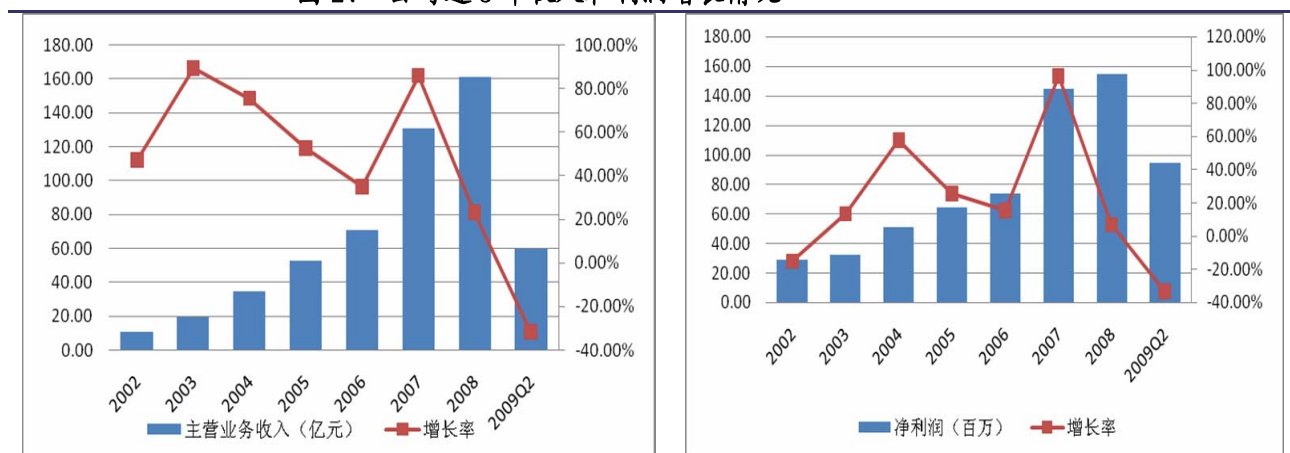
图 1、公司主营业务收入和毛利构成



资料来源：年报，兴业证券研发中心

得益于行业自然增长和资产注入，公司近五年营业收入年复合增长 47.3%，净利润年复合增长 32%，如果剔除 08 年计提的 2.1 亿跌价损失，年复合增长近 60%。

图 2、公司近 5 年收入和利润增长情况



资料来源：年报，兴业证券研发中心

资产重估价值是公司估值底线

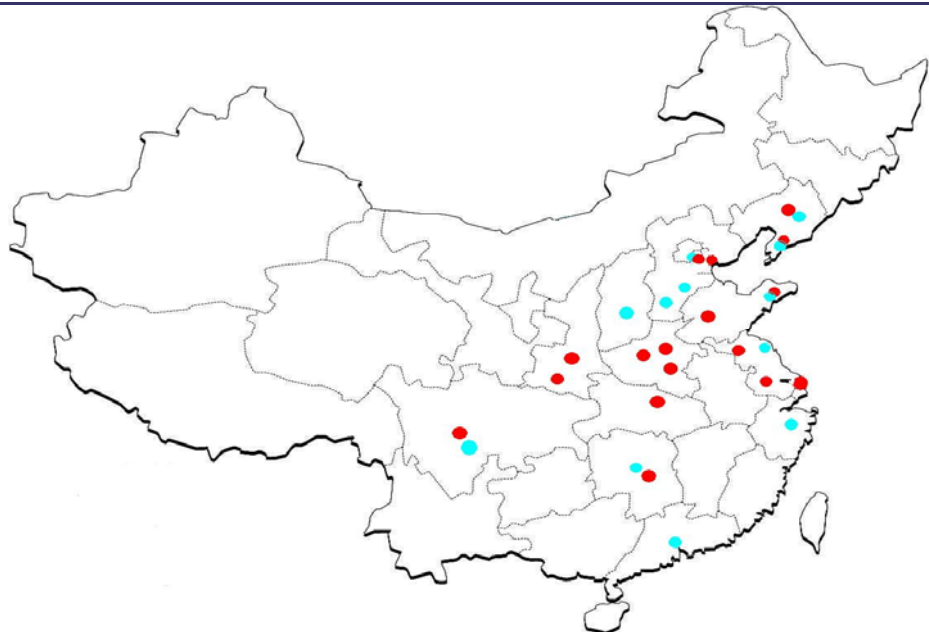
作为老国企，公司算是颇有些家底，我们认为可以用重估价值作为公司估值底线的原因在于以下几点：

- 1) 公司是重资产型公司，固定资产主要为土地、仓库、专用铁路线等；
- 2) 仓储价格是市场化定价，租金水平和业务模式的提升将体现资产的重估价值，虽然当前水平较低，但长期趋势是不断提高的；
- 3) 城市化进程使得城市中心区不断扩展，公司拥有的土地价值不断提升，被政府收储或者征用就实现了价值的重估，此种情况将由东到西、据市中心由近而远不断上演；
- 4) 公司作为发起人之一，持有 5000 万股的太平洋证券，重估价值才是合理定价。

土地重估价值为每股 5.15 元

公司在 17 个物流枢纽城市逐步建造形成了一批服务功能齐全、装备水平完善的物流基地，共占地 653 万平方米（大约有 293 万平方米为自有土地，主要分布在天津、上海、南京、无锡等大中城市），其中物流货场面积 262 万平方米，库房面积 119 万平方米（新型高标准仓库已达 20 万平方米），铁路专用线 44 条 39.32 千米，拥有各类物流设备近 800 台套，在天津、南京、无锡等地还拥有 20 多个现货交易市场和 6 个期货交割库。

图 3、公司仓储物流网络分布图（蓝点表示未注入的物流资产）



资料来源：兴业证券研发中心整理

至今，公司已累计转让土地 23 万平方米，转让收入 10.8 亿，溢价几十倍，其中未入账收入为 1.93 亿元。

表 1、公司历年土地转让情况

时间	转让地块	面积 (平方米)	单价 (元/平米)	转让价 (万元)
2004 年 6 月	上海市杨浦区翔殷路 1059	37114	4500	16701
2004 年 8 月	上海中山南二路 717 号与船厂路 183 号地块	38086	4050	15425
2004 年 9 月	上海市曹杨路 2021 号地块	96833	3000	29050
2005 年 4 月	上海杨浦区政民路 195 号	40743	5481	22333
2007 年 10 月	上海曹杨路以东铁路专用线地块	10350	5100	5279
2008 年 12 月	上海中山南二路 717 号部分土地	5597	10350	5793
2008 年 12 月	上海徐汇区中山南二路 743 号的房屋	1099	7279	800
2008 年 12 月	大连仓库固定资产及存货拆迁补偿			5144
2009 年 1 月	上海中山南二路 717 号部分地块	2837	25967	7367
合计		232659		107892

资料来源：公司公告，兴业证券研发中心

公司其他自有土地按照当地可比土地转让价格保守估计，土地重估价值在 36 亿元，加上已转让土地的未入账价值，公司土地总价值为 37.96 亿元。

表 2、公司土地重估价值

	具有土地使用权面积 (万平米)	单价 (元/平米)	评估价值 (亿元)
天津	118.7	1000	11.87
上海	30.6	3000	9.18
南京	17.7	1500	2.66
咸阳	14.2	500	0.71
青州	15.3	500	0.77
无锡	30	1500	4.5
成都	14.3	800	1.14
青岛	15	1000	1.5
西安	37	1000	3.7
合计	292.8		36.03

资料来源：兴业证券研发中心整理

股权投资价值为每股 1.12 元

公司作为发起人持有太平洋证券 5000 万股，价值 8.18 亿，此外，公司还有天地源和城投控股的小部分股权，三者总价值在 8.25 亿，折合每股 1.12 元。

表 3、公司的股权投资

股票	持股数(万股)	10.21 股价	市值(万元)	会计核算科目	解禁时间
太平洋	5000	16.35	81750	可供出售金融资产	2010 年 12 月
天地源	38	6.75	257	可供出售金融资产	已解禁
城投控股	34	13.01	442	可供出售金融资产	已解禁
合计			82449		

资料来源：年报，兴业证券研发中心

其他固定资产价值每股 1.25 元

公司 09 中报固定资产账面价值 14.73 亿元，除去土地使用权 5.52 亿元，其他固定资产价值 9.21 亿元，折合每股 1.25 元。

综上，公司土地，股权投资和其他固定资产价值为 55.4 亿，折合每股 7.52 元。

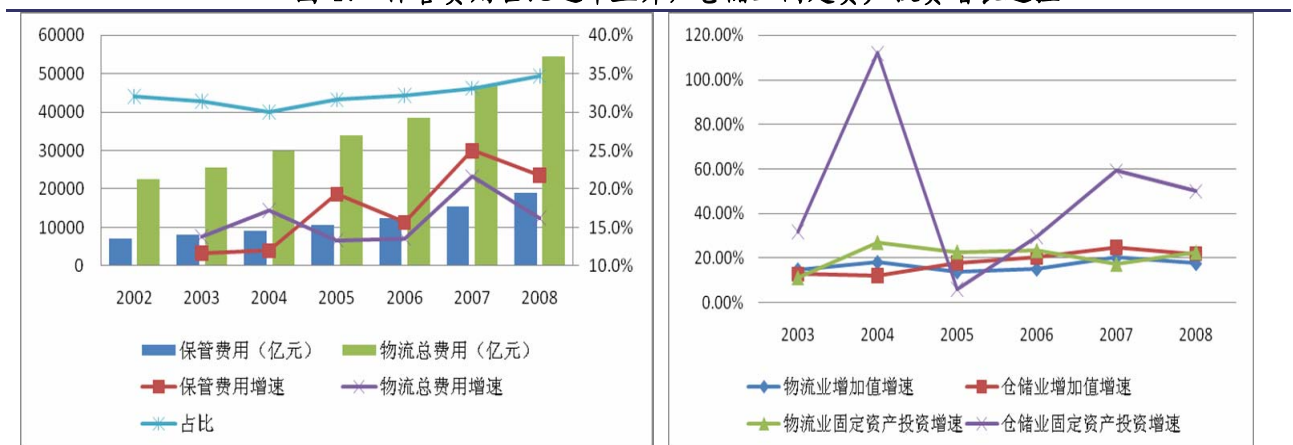
新机遇在哪里？

物流行业方兴未艾

工业化进程以及“世界工厂”的现状是我国物流量持续快速增长的推动力。近五年，我国物流总费用年均增长 16.9%，保管费用占物流总费用的三分之一左右，且呈逐年上升之势，以配送、包装、加工为主的增值物流业务占保管费用的比重也增长较快。

随着制造零售业竞争的加剧，削减物流成本乃大势所趋，第三方物流的生长土壤逐步改善。欧美等发达地区的第三方物流所占比重达 70%以上，而我国这一比例在生产和商业企业中仅为 21%和 13%，随着企业物流习惯的改变，存在较大的提升空间。据测算，近年我国第三方物流市场增长率超过 20%，沿海省市超过 30%。

图 4、 保管费用占比逐年上升，仓储业固定资产投资增长迅猛



数据来源：2008 中国物流统计年鉴

注：国家整治物流园区开发导致 05 仓储业固投增速异动

物流行业有较强的区域网络规模优势，而当前我国仓储物流行业较为散乱，盈利能力低下，龙头企业有较大扩张空间。据“2004 中国仓储业大会”报道，我国公共仓储企业总数已达 10177 家，仓储企业资产总额达 2578 亿元，就业人员 40 余万人，企业平均占有资产只有 2533 万元，企业员工平均只有 39.2 人，毛利率平均只有 2.6%，资产利润率平均仅为 0.92%。全国仓储总面积 3.5 亿平方米左右，而国内最大的仓储企业中国诚通控股集团(中储的实际控制人)仓储面 1400 万平方米，仅占 4%。

业态演进提升资产盈利能力

社会物流需求的提高推动了物流业态的演进，增值服务的增加提升了物流企业资产的盈利能力。就公司自身而言，实现了从传统的仓储运输——钢材铁矿石经销——仓单质押等业务的拓展，增加了公司的收入和利润。

从仓库的演进来看，经历了一般仓库——保税仓库、期货交割库——供应商库存管理（VMI）仓库、地区分拨中心（DC）等模式，仓库更深度的嵌入生产环节，在整个供应链中的价值不断提高。

表 4、 不同类型仓库价格差异

类型	一般仓库	保税库	交割库	VMI 库	DC
定价模式	市场定价	市场定价	交易所协商	市场定价	市场定价
租金差异		一般仓库 +100%	一般仓库 +40%~100%	效益比同类 +50%	租金相同，收 入高
原因	租金低，区域 不均衡	进入壁垒，出 口直接退税	交易所指定， 周转量较大	即时供货，建 少企业库存	周转量大

数据来源：兴业证券研发中心整理

公司有交割库 124.4 万平方米，占 19.1%，随着金属期货的进一步推进，公司也有可能更多的仓库被指定为保税库，公司天津等地的仓库也是地区较大的一个分拨中心（DC）。此外，中储的国企背景和资金实力，对参与保税库也有较大的优势，但对于从事 VMI 等有些难度的管理可能还存在一定差距。

表 5、 中储系统期货交割库情况

名称	占地面积 (万平米)	库 房 面 积 (万平米)	专 用 线 (千米)	交割品种
天津南仓分公司	58	5.9	3.9	螺纹钢、线材、橡胶
无锡中储物流有限公司	17.4+30(在建)	3.4	2.45	螺纹钢、线材、铝
上海大场分公司	28.6	7.4	2	铜、铝、锌、橡胶、线 型低密度聚乙烯
上海吴淞分公司	11	17.7	0.3	铜、铝、锌
上海浦东分公司	11.5	7		聚氯乙烯、线型低密度 聚乙烯
青州中储物流有限公司	15.3	4.9	1.2	线型低密度聚乙烯
中国物资储运广州公司 (未注入)				聚氯乙烯、线型低密度 聚乙烯
合计	124.4	46.3	9.85	
占总资产比重	19.1%	38.9%	25.1%	

资料来源：公司网站、期货交易所网站

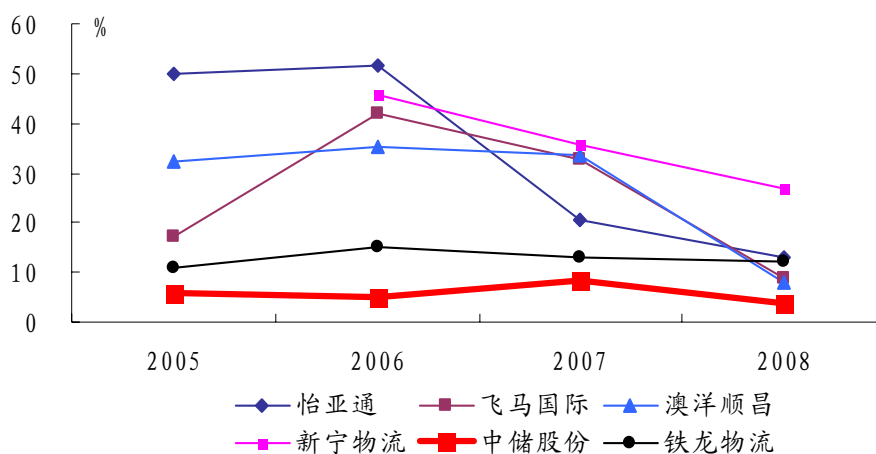
从行业演进的趋势看，是从传统的第三方物流——虚拟生产——供应链金融，不同模式的企业有不同的资产特点和盈利水平，中储的 ROE 仅相当于 UPS 的 10%。

表 6、不同业态物流公司比较

公司名称	ROE (加权)	固定资产占比	业务模式	业态
中储股份	3.86%	16.73%	以仓储运输为主的全程物流、仓单质押	中端
铁龙物流	12.02%	53.46%	特种箱运输、临港铁路运输仓储以及运	中低端
新宁物流	30.66%	29.54%	贸一体化业务	
怡亚通	12.98%	1.05%	VMI (供应商库存管理)、DC (分拨中心)	中高端
UPS	31.69%	57.3%	供应链管理服务、供应链融资	中高端
			全程物流、供应链管理服务、物流金融	高端

数据来源：兴业证券研发中心整理

图 5、国内企业 05-08 年 ROE 变化情况



数据来源：年报，兴业证券研发中心

黄沙吹尽始现金

一个完整的物流流程需要仓储、运输、贸易、货代、供应链金融等各方的参与，已达成供应链解决方案。发挥自身的优势，加重关键资产，加强对整个链条的控制是物流企业由小变大，由大做强的合理路径。

我们熟悉的国际四大快递巨头就是在发展历程中，不断加大对核心资产，如分拨转运中心、飞机等的投入或并购，不断延展价值链，收购银行以及供应链管理等轻资产类型公司，最终成为强大的供应链全程服务商。

国外还有很多运输货代类的企业走上了供应链金融发展的道路，其早期的业务模式也能和我们国内的上市公司找到一定的对应关系：

UTI worldwide——航空货代——外运发展；

C. H. Robison——陆路运输、货代——飞马国际；

UPS Capital、Ingram micro——供应链、电子分销——怡亚通。

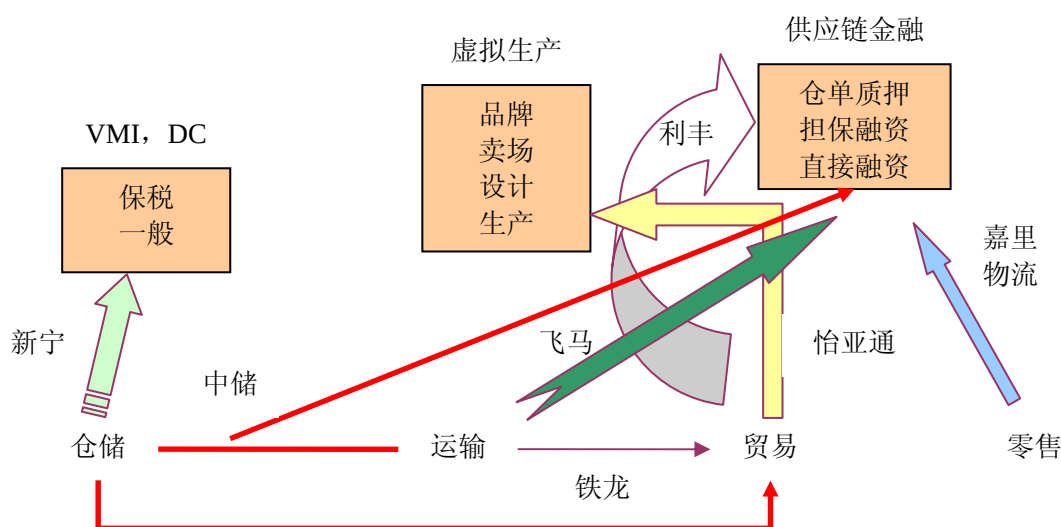
表 7、 国外快递四大巨头的发展历程

UPS	FedEx Express	DHL	TNT
1995年—— 成立UPS物流公司，提供物流解决方案和咨询服务 1998年—— 并购20家供应链相关公司，成立UPS capital 2000年—— 收购两家美国汽车货运公司 2001年—— 收购以清关著称的飞驰公司（Fritz Companies）；并购瑞士物流公司；并购美国第一国际银行；并购德国Unida公司 2002年—— 在亚洲和拉美建立和收购60多个物流中心 2005年—— 收购美国运输公司Overnite 2005年—— 1亿美金收购外运发展代理的快递业务 2008年—— 在中国上海、广州等地设立转运中心	1971年—— 成立，用风险投资购置33架飞机，2年后正式营业，运输包裹为主 1989年—— 收购美国飞虎航空公司（Flying tiger） 1998年—— 收购Roadway包裹公司 2001年—— 收购美国货运公司 2003年—— 收购Kinko's图文处理公司 2006年—— 收购大田快递 2009年—— 在中国广州、武汉等地设立转运中心	1969年—— 旧金山成立，递送文件 1983年——至今 陆续在各地建立分拨转运中心 2000年—— 德邮收购瑞士丹莎航空公司 2001年—— 并购美国国际航空快递公司 2002年—— 德邮全资控股DHL 2005年—— 55亿欧元收购英国公司Exel（运输和供应链解决方案） 1986年—— 与中外运合资成立中外运敦豪 2009年—— 在中国上海、武汉、广州等地设立转运中心	1964年—— 成立，递送文件包裹 1997-1998年—— 荷兰邮政先后收购天地快运和法国JET公司 1999年—— 收购意大利Tecnologica物流公司 2000年—— TNT收购法国Barlatier物流公司 2004年—— 收购瑞典Wilson物流集团 2009年—— 近1000个转运中心及站点，拥有超过20,000部车辆及43架飞机 2005年—— 收购华宇物流 2009年—— 在中国武汉设立转运中心并计划在东莞或广州建立第二个分拨中心

数据来源：兴业证券研发中心整理

但我们国家物流企业真正起步才十年左右，各企业都未“定型”，从成长路径看待不同模式的企业或许更为合理。

图 6、 各物流企业成长路径



资料来源：兴业证券研发中心整理

表 8、国内各物流企业评析

公司	发展机遇	公司背景	优势行业	业绩驱动	成长限制	亮点	风险
中储股份	基础建设对建材等大宗物资的大量需求	诚通集团	钢材、矿石、有色金属	需求量和钢铁价格波动幅度	管理层创新动力	资金资产优势，国企背景	钢铁价格的趋势判断
铁龙物流	铁路硬件改善，集装箱化率提高	中铁集运	特种箱、营口港疏港	特种箱量、营口港吞吐量	铁路建设进程	独家经营	铁路系统效率
新宁物流	长三角是重要的电子产品保税生产基地	建仓库到管仓库	电子、汽车	量的增长	取信各地海关	模式清晰，管理水平	扩张的进程
飞马国际	中石油稳定的采购业务，供应链兴起	老板的中石油和银行从业经历	化工	供应链业务的开展程度	化工行业，各地布点	稳定收益+供应链利润	对供应链的把握
怡亚通	电子生产国际分工，深圳借助香港的出口便利，小企业贷款的艰难	高管多来自海关和银行	电子	电子行业和利率波动	资金规模	模式的领先者，介入虚拟生产	风控能力

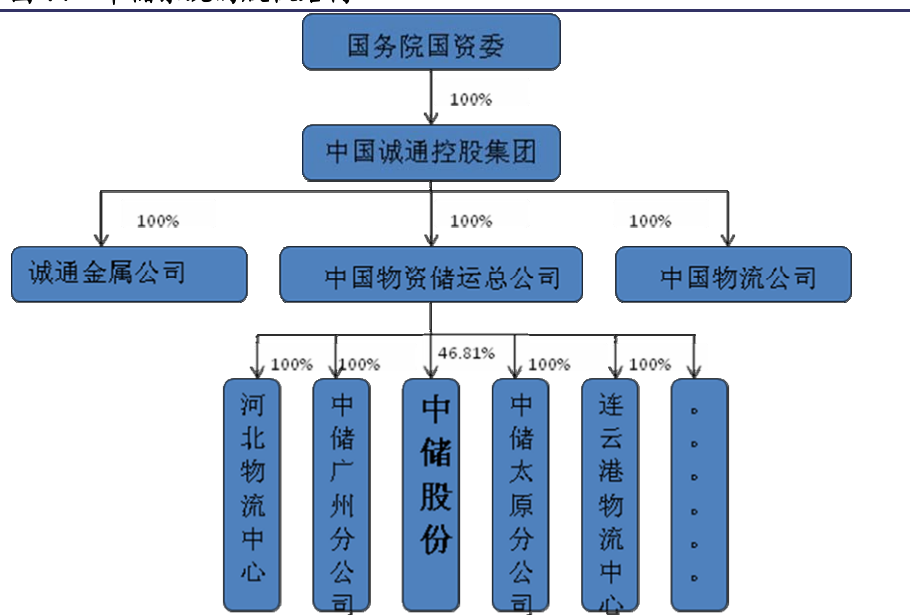
资料来源：兴业证券研发中心整理

物流是一个富含金矿的行业，但黄金深埋于黄沙之下。不同模式的企业可谓是站在同一起跑线上，扬长补短才能获得更多的发展机遇。中储发挥资产、资源和国企背景优势，积极经营，拓展价值链方面还大有可为。

资产注入强化竞争优势

公司的优势在于全国性的仓储运输网络，相对庞大的资产规模，雄厚的资金实力，股东背景，以及作为老国企可能得到的银行以及地方政府的“优待”。

图 7、中储系统的股权结构



数据来源：公司网站，兴业证券研发中心

公司当前资产规模是中国物资储运总公司的 70%，是诚通集团的 50%，自上市以来共进行了 9 次资产注入，累计注入规模为 8.3 亿元。我们预计公司资产注入的连续剧还将不断上演，公司在资源方面的优势将得到强化。

表 9、 诚通集团、母公司和上市公司物流资产比较

	中国诚通控股	中储总公司	中储股份
仓储基地	1300 万平方米	831 万平方米	653 万平方米
现货市场	26 家	24 家	20 家
铁路专用线	129 条	78 条	44 条

数据来源：公司网站，兴业证券研发中心

公司可能成为诚通集团物流业务的整合平台

中国诚通控股集团是 1992 年由原物资部直属物资流通企业合并组建的，是国资委直属大型企业集团。2008 年末，总资产近 227.6 亿，营业收入 314.06，利润 4.41 亿，列 2008 中国企业 500 强第 197 名，2008 年服务业企业 500 强 64 名。

诚通集团主营业务为资产经营管理、现代物流、综合贸易和包装纸业，旗下三家上市公司中储股份（600787）、佛山华新包装股份有限公司（200986）和中国诚通发展集团有限公司（0217.HK）将是其整合旗下业务的三大平台。

表 10、 中国诚通控股旗下其他物流类子公司

公司名称	主营业务	08 年营业额
中国诚通金属（集团）公司	黑色金属、有色金属、建筑材料贸易，加工配送、金属现货交易服务、进出口贸易、国际工程投标、电子商务和信息咨询服务	89 亿
中国物流公司	铁路集装箱运输、国际货代和海铁联运、综合物流服务及供应链管理、公路运输	40 亿左右

数据来源：公司网站，兴业证券研发中心整理

09 年中国诚通对旗下纸业板块进行了整合，收购红塔仁恒纸业，染指冠豪高新，使人引发对物流板块整合的猜想。

资产注入持续上演

当前，母公司还有 30%左右的仓储基地、50%左右的土地使用权，近 20 家的地方物流公司和 4 家现货市场没注入上市公司。从历史的经验看，我们认为明年还会有资产注入的动作，太原分公司和广州分公司注入的可能性比较大，估计可以增厚每股 EPS 0.02 元。

大环境方面，物流振兴规划将推动行业的整合，细则有可能年底前出台，龙头公司在收购资产和税收等方面将会有所斩获。

表 11、 公司历年资产注入进程

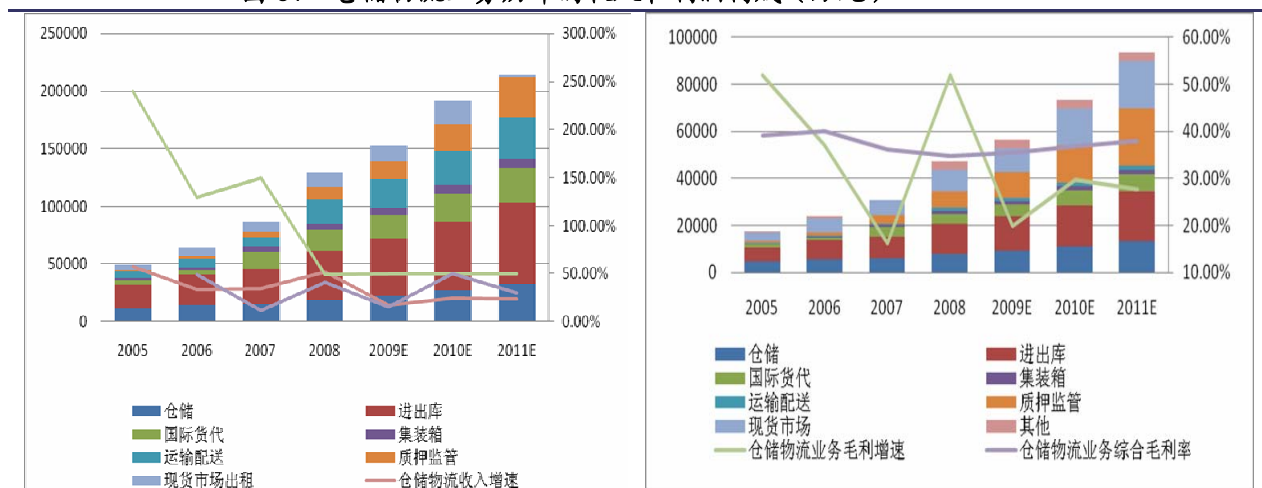
时间	历年收购的母公司资产
1998	上海沪南、沪西、江湾、大场分公司
2000	南京、无锡分公司
2001	青州、青岛胶州分公司 35%的股权，天津南三分公司
2002	天津恒远物流 45.1%股权
2003	青州分公司 65%的股权
2004	天津恒远物流 44.87%股权，上海物流 80%股权，上海沪闵分公司、国贸金属材料检测公司、浦东物资公司
2005	天津分公司 90%股权，汉口分公司、西安物流中心、郑州平顶山仓库、天回镇第一仓库、天回镇第二仓库、西安东兴物贸公司、衡阳分公司、洛阳物流中心、咸阳物流中心
2006	天津分公司 10%股权， 上海物流 10%股权，北京国际物流科技 90%股权，郑州物流中心、郑州南阳寨仓库、大连仓库、沈阳物流中心、沈阳虎石台三库、沈阳铁西一库，成都、天津、咸阳等 8 块土地
2007	

资料来源：公司公告，兴业证券研发中心

仓储物流业务：致力于全程物流服务

公司致力于全程物流服务，在传统仓储、进出库、运输等业务的基础上，开展了现货市场、货代、仓单质押等增值业务。仓储、运输等业务较为平稳；现货市场、仓单质押是增长亮点；国际货代、配送和集装箱业务受经济危机影响增速下滑，下半年略有回升，明后年将进入稳定增长期。

图 8、 仓储物流业务历年的收入和利润构成（万元）



数据来源：年报，兴业证券研发中心

现货市场出租收入明年将会有近 50% 的增长。该业务租金固化所带来的稳定性具有明显的抗周期性，而且明年初无锡、天津、咸阳和廊坊四地现货市场项目将投入使用，预计 10 年出租收入将会有近 50% 的增长。

前店后库式的现货市场是公司重点推行的业务模式，不仅有很强的业务连带作用，而且随着各地市场成熟度和垄断力的不断提升，租金上调将成为更长远的业绩推动力。

质押监管是公司的明星业务，延续高毛利率、高增长态势。08 年公司的年均贷款余额为 86 亿元左右，自有业务资源每年可开展 500 亿元规模的业务，而通过对社会仓库资源整合开展租赁经营和管理输出（公司现在外租库比例达到 7 成），规模将超过 1000 亿元。此外考虑到公司现货市场年交易额已近 2000 亿元，给公司仓单质押业务提供了丰富的客户资源。

质押监管业务下游需求旺盛，公司处于优势地位，出于风控考虑，今年该业务增速将被控制在 50% 左右，预计未来两年仍将保持每年 50% 左右的增长速度。

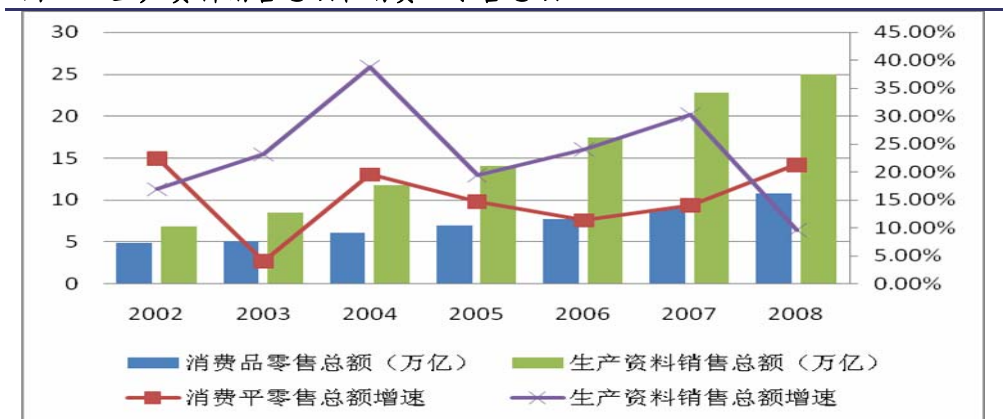
宏观经济复苏，社会物流需求回暖，货物周转率提升，将推动公司仓储物流业务收入重新进入快速增长的轨道。预计仓储物流收入 09/10/11 年分别增长 18%、24%、24%。由于高毛利率的现货市场出租和质押监管业务增长更加迅速，所以仓储物流综合毛利率将出现长期上升的趋势。

物资经销业务：延展仓储价值

大型国有流通企业具有天然优势

在我国工业化的过程中，生产资料的流通量快速增长，08 年已经突破 25 万亿，比 02 年增长 4 倍。

图 9、生产资料销售总额和消费品零售总额



数据来源：兴业证券研发中心整理

在建材等大宗物料领域，大型国有生产资料流通企业有天然的优势。经过几十年的经营，国有企业在品牌、资金、信用、渠道、规模和人才等方面都形成了一定的积淀，将业务主要集中于：

- 区域和全球经济发展生产资料大进大出的中转基地；
- 重点工程、重点项目、重点生产一揽子服务流通；
- 区域内中小企业原材料供应的后方保障。

在公司参与的钢材和铁矿石业务方面，中钢集团都位居榜首，总交易量在 6000 万吨左右。公司 08 年钢材交易量 300 万吨，铁矿石 600 万吨，位居第五。

表 12、国内钢材贸易商和铁矿石贸易商排名

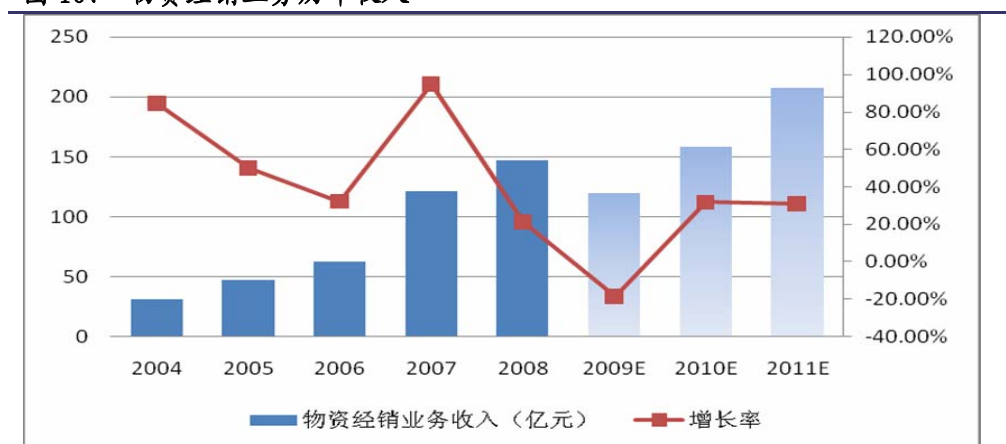
2008 年国内钢材贸易排名			2008 年国内铁矿石贸易排名		
排名	企业名称	贸易量 (万吨)	排名	企业名称	贸易量 (万吨)
1	中钢集团	3000	1	中钢集团	3000
2	五矿发展	1200	2	瑞刚联	1400
3	天津物资集团	795	3	五矿发展	1000
4	中铁物资	758	4	中建材	850
5	华冶钢铁集团	700	5	中储股份	600
	中储股份	300 左右			

数据来源：兴业证券研发中心整理

严控风险才是长久之计

依托遍布全国的销售终端和多年的渠道积累，物资经销业务经历了持续多年的高速增长。但代理业务仅收取手续费，若价格大幅波动，公司对客户保证金的要求不够，则会产生较大风险；自营业务也更需要公司审时度势的能力。

图 10、物资经销业务历年收入



数据来源：兴业证券研发中心整理

表 13、物资经销业务构成

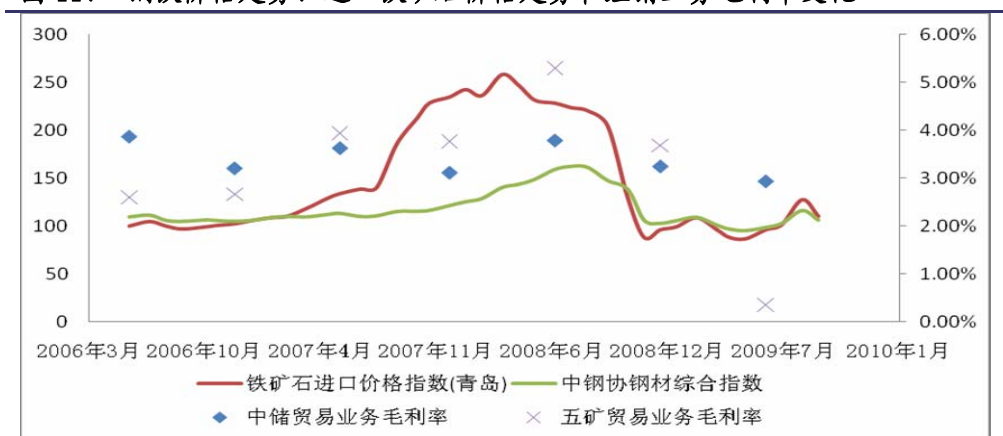
业务	08 年金额	盈利模式	风险
钢材自营	34 亿左右	赚取买卖差价	大
进口铁矿石代理采购	48 亿左右	按代理总金额一定比例收取手续费	较大
钢材代理采购	33 亿左右	按吨收费，类似运输费	小
工程物资供应	32 亿左右	按吨收费，类似运输费	小

数据来源：兴业证券研发中心整理

08 年下半年，进口铁矿石价格跳水导致客户弃货，公司被动自营部分铁矿石，因此计提了 2.1 亿的跌价损失。

09 年公司注重业务风险的控制，压缩了铁矿石的经销规模，增加了风险拨备，上半年铁矿石销售估计不到 5 亿，全年做到 10 个亿已经差不多，而上半年整体物资经销业务收入同比下降近 35%。

图 11、 钢铁价格走势、进口铁矿石价格走势和经销业务毛利率变化



数据来源：兴业证券研发中心整理

公司年初制定了 122 亿元（去年 142.3 亿）的贸易额度，预计可以按计划完成，上半年实现贸易总额 52.2 亿，在全年铁矿石代理量 10 亿的前提下，钢铁贸易会达到 110 亿左右。未来随着钢铁行业的逐渐复苏，物资经销业务收入增长将进入正常轨道，而毛利率也会逐步恢复到正常水平。

增发项目主要为现货市场

2009 年 6 月 26 日，公司通过非公开增发议案，计划募集资金 8.13 亿元，其中 5.13 亿元用于物流项目建设，其他 3 亿元用于补充流动资金。建设项目除了天津物流配送中心外，都是现货市场。

表 14、 募集资金项目情况

项目	项目内容	投资 (万元)	投产年收入 (万元)	利润 (万元)
无锡物流中心二期项目	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	31443	10104	4644
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。	7200	2015	1297
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，改善自有运力不足状况。	5000	9754	1893
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。	4798	1265	948
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。	2862	885	619
补充公司流动资金		30000		
合计		81303	24023	9401

资料来源：公告，兴业证券研发中心

公司当前有以钢材、汽车、建材、机电产品、轻工产品等生产资料为主的现货交易市场 20 余家（其中 8 家是国家级现货交易市场），交易场所面积 25 万平米，市场交易额 2000 亿左右，相当于单位平米 80 万。

前店后库是重点培育的业务模式，08 年，公司现货市场的收入交易额比只有 0.06%，交易场地平均租金 1.38 元/平米/日，最高租金为 2-3 元/平米/日，毛利率一般在 70%以上。

粗略估计募投项目投资利回报率能达到 15%以上，预计 09 年底可以完工，当前已有较高的招租比例，10 年初投入运营，届时利润总额可达 9400 万，按照增发 11000 股计算，增厚每股 EPS0.08 元。

盈利预测与估值

盈利预测

依照前面的分析，不考虑明年资产注入和税收变动可能带来的影响，不考虑增发带来的每股摊薄，公司盈利预测见下表。

表 15、公司盈利预测假设（未摊薄）

年份		2008	2009E	2010E	2011E
仓储	主营业务收入（万元）	189.84	227.81	273.37	328.04
	同比增长率 %	26.97%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率 %	40%	40%	40%	40%
质押监管	主营业务收入（万元）	102.80	154.20	231.30	346.95
	同比增长率 %	96.48%	50.00%	50.00%	50.00%
	毛利率 %	70%	70%	70%	70%
现货市场	主营业务收入（万元）	54.91	63.15	72.62	83.51
	同比增长率 %	23.01%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率 %	75%	75%	75%	75%
钢材经销	主营业务收入（万元）	9924.93	10917.42	14192.65	18450.44
	同比增长率 %	52.22%	10.00%	30.00%	30.00%
	毛利率 %	3.50%	3.02%	3.20%	3.30%
铁矿石经销	主营业务收入（万元）	4783.07	1082.58	1623.87	2273.41
	同比增长率 %	-15.00%	-77.37%	50.00%	40.00%
	毛利率 %	2.79%	2.79%	2.79%	2.79%
营业费用 /主营业务收入 %		1.12%	1.80%	1.43%	1.42%
管理费用 /主营业务收入 %		1.44%	1.80%	1.86%	1.68%
财务费用 /主营业务收入 %		0.38%	0.08%	0.06%	0.01%
实际税率 %		26.25%	25.00%	25.00%	25.00%

数据来源：兴业证券研发中心整理

表 16、公司盈利预测结果

项目	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	16080	13602	17809	23186
增长率 %	23.2%	-15.4%	30.9%	30.2%
营业利润（百万元）	201	306	526	758
增长率 %	-3.0%	52.5%	72.0%	44.0%
净利润（百万元）	155	229	380	539
增长率 %	6.7%	48.3%	65.8%	41.7%
最新摊薄每股收益（元）	0.21	0.31	0.52	0.73
每股净资产（元）	4.00	4.27	4.73	5.36
动态市盈率（倍）	40.34	27.20	16.40	11.57
市净率（倍）	2.11	1.98	1.79	1.58

数据来源：兴业证券研发中心整理

注：以 2009 年 10 月 21 日收盘价为基准

估值区间为 7.52~8.99 元

依照前文，中储股份的重估价值为 7.52 元。参照沪深 300PE（TTM）29 倍，我们认为中储的相对估值为 $0.31 \times 29 = 8.99$ 元。

证券代码	证券简称	PE (TTM)	PB (最新)	PS (TTM)	固定资产 周转率	ROE (08)
002183.SZ	怡亚通	52.85	4.99	2.05	53.79	12.96
002210.SZ	飞马国际	60.82	4.39	0.81	262.10	12.03
600676.SH	交运股份	35.68	3.03	1.65	2.71	9.49
600787.SH	中储股份	62.00	2.08	0.50	13.25	4.50
600794.SH	保税科技	44.09	6.15	11.55	0.58	15.64
	行业平均	51.09	4.13	3.31	66.49	10.92
	A 股	35.17	3.50	2.34	2.92	16.00
	沪深 300	28.74	3.31	2.40	2.99	13.68

数据来源：WIND、兴业证券研发中心整理

投资建议和风险提示

推荐评级

尚未体现为利润的收益较多。公司转让土地获得的土地补偿款有 1.9 亿左右尚未完成结算进入利润。同时，公司拥有太平洋证券原始法人股 5000 万股（07 年 12 月 28 日-10 年 12 月 28 日，锁定期 36 个月），当前股价为 16.35 元，价值 8 亿。公司当前股本 7.37 亿，公司未来两年有较大的调节利润的能力，按当前土地转让情况和股价计算，相当于每股可能的调节幅度为 1.1 元。

税费可能减免。《物流产业振兴规划（细则）》可能涉及仓储收入营业税率从 5% 降到 3%，并下调土地税，综合估计，可节省税费 2400 万，增厚每股 EPS 0.03 元。

资产再次注入。明年太原分公司和广州分公司注入的可能性比较大，估计可以增厚每股 EPS 0.02 元。

乐观预计 09-11 年 EPS 为 0.31, 0.52, 0.73 元，经济不景气时期，公司延续了扩张政策，其全国布局的优势和丰厚的土地资源将在未来的竞争中彰显优势，维持推荐评级。

若公司增发 1.1 亿股，每股 6.7 元，则公司的合理估值区间在 7.33-8.61 元，考虑锁定一年的影响，公司九折的估值区间在 6.60-7.75 元。

风险提示

宏观经济的波动和公司的管理能力影响公司经销业务的利润；随着民营企业的崛起和外资的进入，增值业务可能面临较强的竞争。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	5011	4499	5776	7574
货币资金	1227	1096	1423	1865
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	493	408	538	699
其他应收款	168	158	199	262
存货	1211	1088	1390	1824
非流动资产	2945	3334	3293	3257
可供出售金融资产	648	648	648	648
长期股权投资	143	143	143	143
投资性房地产	90	89	90	89
固定资产	1331	1652	1798	1773
在建工程	95	164	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	559	546	533	520
资产总计	7955	7834	9070	10831
流动负债	4791	4449	5313	6559
短期借款	664	753	754	803
应付票据	2127	1771	2321	3019
应付账款	324	388	457	616
其他	1677	1536	1782	2119
非流动负债	157	156	156	156
长期借款	0	0	0	0
其他	157	156	156	156
负债合计	4948	4605	5469	6715
股本	737	737	737	737
资本公积	1627	1627	1627	1627
未分配利润	333	476	722	1058
少数股东权益	57	78	115	166
股东权益合计	3008	3229	3600	4117
负债及权益合计	7955	7834	9070	10831

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	155	229	380	539
折旧和摊销	98	125	136	143
资产减值准备	209	-97	86	77
无形资产摊销	13	13	13	13
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	62	11	11	1
投资损失	-0	-0	-0	-0
少数股东损益	15	22	36	51
营运资金的变动	-147	-50	172	237
经营活动产生现金流量	273	325	487	572
投资活动产生现金流量	1291	-505	-105	-105
融资活动产生现金流量	-1346	49	-55	-25
现金净变动	219	-131	328	442
现金的期初余额	1100	1227	1096	1423
现金的期末余额	1319	1096	1423	1865

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	16080	13602	17809	23186
营业成本	15118	12676	16574	21574
营业税金及附加	58	49	63	83
销售费用	181	245	254	330
管理费用	231	245	331	389
财务费用	62	11	11	1
资产减值损失	229	70	50	50
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	201	306	526	758
营业外收入	36	34	35	35
营业外支出	6	6	6	6
利润总额	230	334	555	787
所得税	61	84	139	197
净利润	170	251	416	590
少数股东损益	15	22	36	51
归属母公司净利润	155	229	380	539
EPS (元)	0.21	0.31	0.52	0.73

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	23.2%	-15.4%	30.9%	30.2%
营业利润增长率	-3.0%	52.5%	72.0%	44.0%
净利润增长率	6.7%	48.3%	65.8%	41.7%
盈利能力(%)				
毛利率	6.0%	6.8%	6.9%	7.0%
净利率	1.0%	1.7%	2.1%	2.3%
ROE	5.2%	7.3%	10.9%	13.6%
偿债能力(%)				
资产负债率	62.2%	58.8%	60.3%	62.0%
流动比率	1.05	1.01	1.09	1.15
速动比率	0.75	0.74	0.79	0.84
营运能力(次)				
资产周转率	1.89	1.72	2.11	2.33
应收帐款周转率	34.92	28.55	35.54	35.40
每股资料 (元)				
每股收益	0.21	0.31	0.52	0.73
每股经营现金	0.83	0.44	0.66	0.78
每股净资产	4.00	4.27	4.73	5.36
估值比率 (倍)				
PE	40.34	27.20	16.40	11.57
PB	2.11	1.98	1.79	1.58

- 21 -