

中储股份（600787）

强烈推荐（上调）

电子交易平台提升资产运营价值

市场数据

报告日期	2011-2-21
收盘价(元)	8.62
总股本(百万股)	840.10
流通股本(百万股)	464.18
总市值(百万元)	7241.69
流通市值(百万元)	4001.23
净资产(百万元)	3973.40
总资产(百万元)	9084.57
每股净资产	4.73

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	14004	15701	18041	20644
同比增长(%)	-12.9%	12.1%	14.9%	14.4%
净利润(百万元)	183	273	368	460
同比增长(%)	18.1%	49.4%	34.8%	25.1%
毛利率(%)	6.2%	6.1%	6.3%	6.6%
净利率(%)	1.3%	1.7%	2.0%	2.2%
净资产收益率(%)	4.4%	6.3%	7.9%	9.1%
每股收益(元)	0.22	0.32	0.44	0.55
每股经营现金流(元)	0.26	0.57	0.55	0.73

相关报告

《主业快速增长，资产减值损失拖累业绩》2010-8-20

调研报告：《老国企 新机遇》2009-10-23

《以仓储为中心的物流服务商》2009-8-3

投资要点

- 中储最大的价值在于资产，资产的价值可以从两个维度来评估：转让和运营。其中，转让的价值来源于公司现有仓储用地的转让，运营的价值来源于业务的延展和模式的升级。
- 物流企业在产业链中的价值在于加速流转，模式升级带来的价值在于以更低的综合成本实现流转。具体而言，体现在三个方面：1）价格发现；2）交易模式；3）交易实现的成本。
- 公司成立电子商务有限公司，将开展电子交易平台业务。其价值在撮合交易带来的价格发现和成本降低，盈利近期在对原有业务的促进，长远在金融服务。金融盈利主要体现在：1）现货、期货保证金沉淀和电子支付货款账期带来的资金收益；2）贸易融资（质押监管）获得的监管收入和利差收入；3）期货交易的佣金收入。
- 电子交易平台，对公司业务拉动显著体现在钢材贸易、采购和质押，以及客户采用电子交易沉淀资金的利息收入，如果开展期货业务佣金收入也较为可观。可能未来3年实现业绩翻番。
- 预计公司10-13年EPS为0.32、0.44、0.55、0.64元，考虑未入账的1.3亿土地转让收入，10年EPS有望达到0.47元。PE估值，公司对应的股价是9.6-16元；PB估值，为9-13元；资产重估，为7.61元。综合来看，9-13元是公司合理的估值区间，当前股价8.62元，有较大的上行空间，上调评级至强烈推荐。
- 风险提示：电子交易平台的推行进程可能不达预期。

分析师 王爽

021-38565912

wangsh@xyzq.com.cn

SAC:S0190210030003

分析师 纪云涛

021-38565573

jiyt@xyzq.com.cn

SAC:S101010208080147

联系人：兰杰

021-3856 5960

lanj@xyzq.com.cn

钢铁行业高级研究员

目 录

1、资产价值=转让&运营	- 3 -
1.1 转让价值来源于土地	- 3 -
1.2 运营价值来源于模式升级	- 4 -
2、钢材电子交易平台提升资产运营价值	- 5 -
2.1 价值在撮合交易，盈利在金融服务	- 5 -
2.2 提升公司资产协同效应	- 8 -
3、盈利预测与估值	- 10 -
附录 1、调研报告《老国企 新机遇》摘要 2009-10-23	- 12 -
附录 2、公司 09 年 12 月 8 日定增股东名单	- 12 -
图 1、质押监管业务流程	- 7 -
图 2、安信宝作用和应用流程	- 8 -
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）	- 9 -
表 1、公司历年土地转让情况	- 3 -
表 2、公司土地重估价值价值 36 亿	- 4 -
表 3、公司仓储资产账面价值 16 亿	- 4 -
表 4、仓储盈利能力较低	- 4 -
表 5、传统业务占仓储物流收入 61%	- 5 -
表 6、相关公司在钢材产业链上的业务分布	- 6 -
表 7、国内主要钢材电子交易平台概况	- 6 -
表 8、电子交易平台价值和盈利模式	- 7 -
表 9、贸易采购业务收入、毛利率提高毛利变化幅度	- 9 -
表 10、质押监管业务毛利敏感性	- 9 -
表 11、线上交易沉淀资金收入和期货佣金收入	- 10 -
表 12、公司盈利预测假设	- 10 -
表 13、公司盈利预测结果	- 10 -
表 14、物流行业估值比较	- 11 -
表 15、公司的股权投资	- 11 -
表 16、定增股东名单	- 12 -
附表	- 13 -

1、资产价值=转让&运营

我们认为中储最大的价值在于资产，资产的价值可以从两个维度来评估：转让和运营。

1.1 转让价值来源于土地

转让的价值实质就是土地的价值。城市化进程使得城市中心区不断扩展，公司位于原来城市周边的仓储用地价值不断提升，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，支持了公司土地价值的重估，因而公司土地的实际价值高于账面价值的部分就成为了公司的隐性资产。

公司仓储共占地 653 万平方米（大约有 293 万平米为自有土地，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）。

至今，公司已累计转让土地 23 万平方米，转让收入 10.8 亿，其中尚未入账收入为 1.3 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，兴业证券研究所

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 1.3 亿，公司土地总价值为 37.3 亿元。相当于每股 4.44 元，溢价 21.61 亿元，是公司土地和建筑物账面价值的 2.37 倍。

表 2、公司土地重估价值价值 36 亿

	具有土地使用权面积 (万平方米)	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：兴业证券研究所

表 3、公司仓储资产账面价值 16 亿

单位：百万	2009	占总资产比例	2010-3Q
固定资产净额	1522	18.06%	1503
其中：房屋及建筑物	1024	12.15%	
无形资产	553	6.56%	540
其中：土地使用权	548	6.50%	
资产总计	8427	100.00%	9085

资料来源：兴业证券研究所

1.2 运营价值来源于模式升级

就我国整体而言，仓储业务盈利能力较差，一方面是由于仓库供应方面比较散乱，另一方面是因为仓储提供的服务比较基础，附加值不高。

公司收入主要由仓储物流和贸易构成，贸易可以看做是对仓储价值的延展，即便如此，公司 ROE 约 5%，ROA 约 2%，均低于物流行业平均水平，而且 ROE 仅相当于沪深 300 的 1/3。

表 4、仓储盈利能力较低

	2008	2009	2010-3Q
营业收入 (百万)	16080	14004	13002
归属母公司净利润 (百万)	155	183	173
扣除非经常性损益的母公司股东净利润 (百万)	354	215	281
资产总计 (百万)	7955	8427	9085
股东权益合计 (百万)	3008	4170	4314
ROA	1.94%	2.17%	1.91%
ROE	5.14%	4.38%	4.02%
修正 ROA	4.45%	2.56%	3.09%
修正 ROE	11.76%	5.17%	6.51%
物流行业平均 ROA	2.80%	2.65%	2.19%
物流行业平均 ROE	7.36%	6.55%	6.24%
沪深 300 平均 ROA	1.83%	1.82%	1.56%
沪深 300 平均 ROE	16.13%	15.56%	13.65%

资料来源：兴业证券研究所

公司仓储物流盈利约占 1/3~1/2，其中传统的仓储、进出库和配送业务约占仓储物流收入的 61%，因此，传统仓储业务的 ROA 仅为 0.9%~3.8%，加上货代，质押监管、现货市场等高附加值业务，ROA 提升到 1.5%~6.2%。因此，从我国的现状来看，提升仓库的盈利能力主要靠模式的升级。

表 5、传统业务占仓储物流收入 61%

	收入或资产（百万）		各业务占比或 ROA、ROE	
	2008	2009	2008	2009
仓储物流业务	1363	1567		
毛利	473	447		
毛利率	34.7%	28.5%		
净利润（估算）	116	90		
净利率	8.5%	5.7%		
仓储	190	244	13.9%	15.6%
进出库	427	486	31.4%	31.0%
配送	215	218	15.8%	13.9%
国际货代	179	257	13.1%	16.4%
质押监管	103	101	7.5%	6.4%
集装箱	55	60	4.0%	3.8%
现货市场	120	146	8.8%	9.3%
其他	75	55	5.5%	3.5%
资产总计	7955	8427	1.5%	1.1%
仓储核心资产	1890	2075	6.2%	4.3%
股东权益	3008	4170	3.9%	2.2%

资料来源：兴业证券研究所

2、钢材电子交易平台提升资产运营价值

公司 10 年 8 月公告了成立中储电子商务有限公司，注册资本 3000 万，权益比例 100%，10 月公告了以 7622 万元在天津空港经济区购买物流综合服务楼，作为中储电子商务有限公司等分子公司的办公处所。

对于公司开展一项新的业务，我们重在探讨盈利模式的探讨，以及公司开展这项新业务的优势和风险所在。公司仓储、贸易以钢材为主，开始新业务自然会从钢材开始，因此，我们以钢材为例，在整个钢铁产业链上探讨电子交易平台的商业价值，并结合公司现有业务分析电子交易为公司带来的协同价值。

2.1 价值在撮合交易，盈利在金融服务

在钢材的生产和贸易产业链上，物流企业的传统业务主要集中在仓储和配送，延展一步的业务在于采购代理、现货市场和质押监管，以及扩展到贸易商的贸易业

务。近年来，随着电子商务的发展，一些钢铁企业和贸易商建立了电子信息或者交易平台，将物流业务延展至信息发布和分析、结算以及期货交易。

表 6 展示了相关企业的业务分布范围，深色表示对应公司的核心业务，浅色表示配套业务或者新开拓的业务，其中中储电子商务的业务范围为我们认为其可以开展的业务。

表 6、相关公司在钢材产业链上的业务分布

公司	矿石	生产	仓储	现货市场	信息	贸易	采购	质押	期货	加工	配送	结算
毛利率估计		5%	30%	75%	86%	2-3%	3%	70%	85%	10%	3%	80%
钢铁企业												
澳洋顺昌												
中储股份												
中储电子商务有限公司												
西本新干线												
钢之家												
东方钢铁网												
我的钢铁												
上海大宗钢铁电子交易中心												

资料来源：兴业证券研究所

与中储电子交易平台相关度较高的公司是西本新干线、东方钢铁网以及上海大宗钢铁电子交易中心。三者均来源于股东对自身业务的拓展，盈利来自于对原有业务的促进和金融服务。

表 7、国内主要钢材电子交易平台概况

	股东背景	会员	盈利模式	业务规模
西本新干线	民营，钢材贸易商	免费申请 以后可能考虑收费	通过集成信息拉动原有业务，若定制信息，短信 300 元/年，传真 200 元/年	不详
东方钢铁网	宝钢	免费申请	主要营销宝钢产品，联合银行、仓库，全程服务 非监管现货交易吸引客户 监管交易引入履约保证金，竞价交易发现价格 贸易融资（质押监管为主）	300 多家会员
上海大宗钢铁电子交易中心	浙江物产金属集团、马钢、江西萍钢、中储物流在线	免费申请	营销股东产品，提供类似证券的交易软件 现货交易，竞价模式，可全程物流服务 贸易融资（质押监管） 期货交易，20%保证金，每月有一个指定交割日，每手合约 10t~2.5wt，交易佣金 1 元/t	10000 多家会员，估计现货交易 1000-2000 万吨，期货交易量超过 1 亿吨，国内最大

资料来源：兴业证券研究所

我们认为物流企业在产业链中的价值在于加速流转，模式升级带来的价值在于以更低的综合成本实现流转。具体而言，体现在三个方面：1）价格发现；2）交易模式；3）交易实现的成本。

具体到电子商务而言，其价值在撮合交易带来的价格发现和成本降低，盈利近期在对原有业务的促进，长远来看，主要体现在金融服务。

表 8、电子交易平台价值和盈利模式

价值	交易模式	盈利模式
发现价格	在线非监管交易	维护客户，吸引交易量
	竞价交易	吸引客户，扩大保证金来源
	期货	交易佣金
降低交易成本	现货履约保证金	增加交易资金安全，获得利息收入
	期货保证金	
	电子支付	
	贸易融资	监管费用，利差
	联合采购	规模优势，赚钱更多买卖价差
	仓储、配送优化	提升传统业务盈利

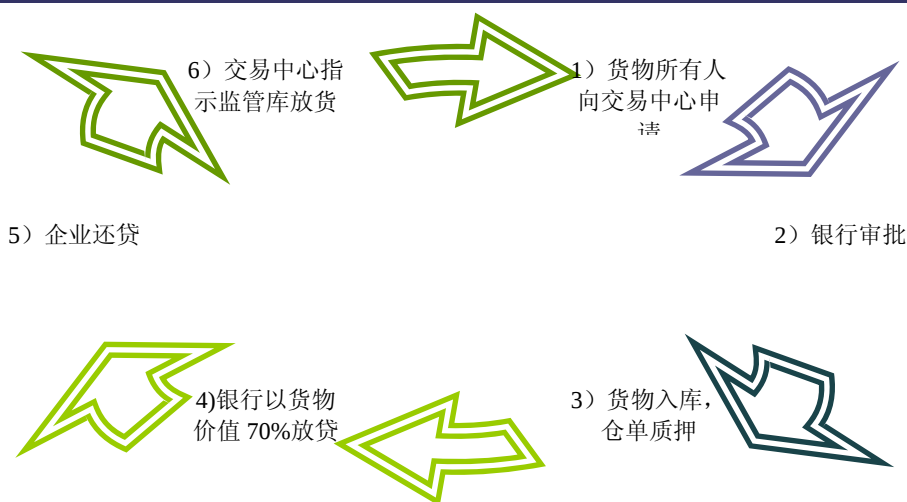
资料来源：兴业证券研究所

金融盈利主要体现在：

- 1) 现货、期货保证金沉淀和电子支付货款账期带来的资金收益；
- 2) 贸易融资（质押监管）获得的监管收入和利差收入；
- 3) 期货交易的佣金收入。此处期货指的是一级半市场，只有法人有参与资格，多为钢材生产、购买企业套期保值，价格发现功能较强，金融投机属性相对较弱，同时可提供增值税发票。

其中，仓单质押的参与主体贸易商居多，由于钢材单吨价格较高，贸易商自己贷款难，资金压力较大，仓单质押相当于开拓了贸易商的融资渠道，加速了其自身资金的周转。若不考虑可能的质押品监管风险，中储的质押业务毛利高于 70%。

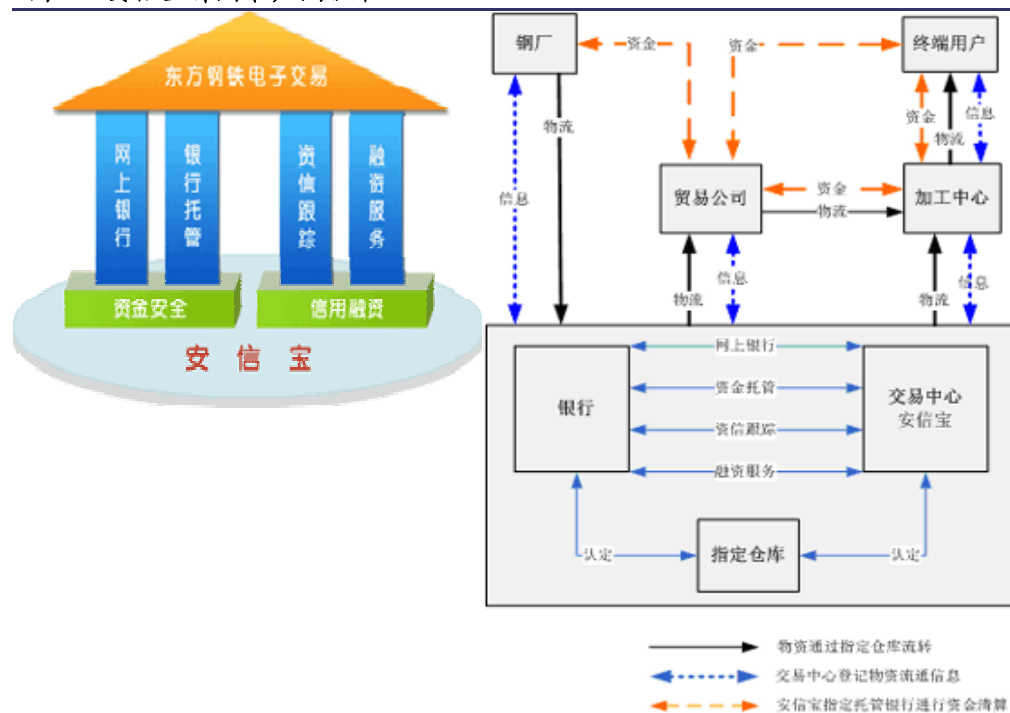
图 1、质押监管业务流程



资料来源：兴业证券研究所

电子支付模式与支付宝类似，东方钢铁网的安信宝运营已较成熟，其已成为部分会员与电子交易平台的联系媒介，通过银行监管和资信跟踪加强了资金安全，通过贸易融资促进了资金的流转。

图 2、安信宝作用和应用流程



资料来源：兴业证券研究所

对于电子交易市场，我们认为拓展业务的关键在于如何吸引更多的客户，形成交易规模，并通过增值服务提高电子交易在现货交易中的比例。

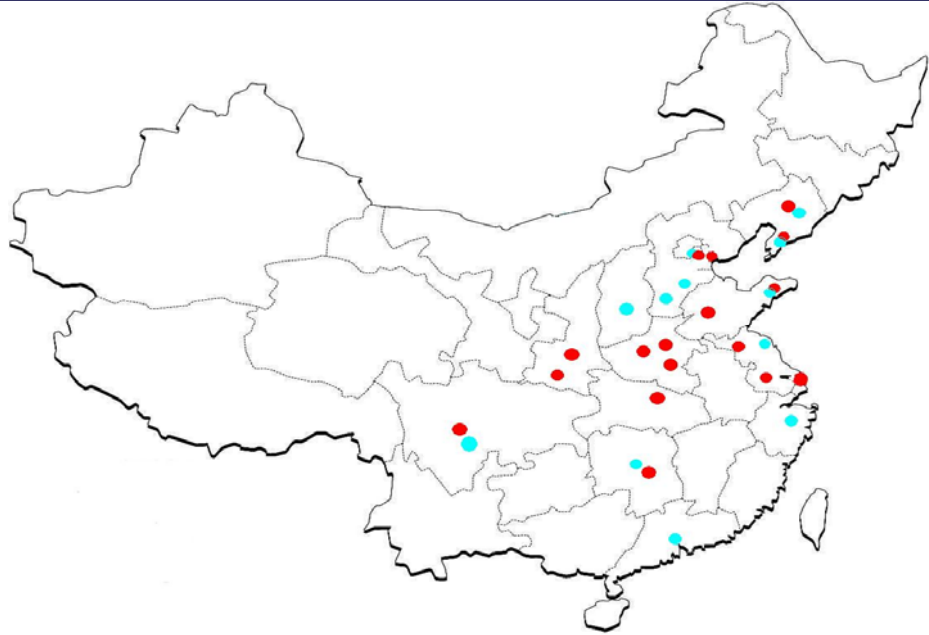
我国 10 年钢铁产量 6.82 亿吨，贸易量应该在产量的 2-3 倍，在 13-20 亿吨。电子平台场内监管交易量估计在 5% 以下，仓单质押可能在 1 亿吨以内，期货交割量 1 亿多吨，都处在较低的比例。因此，随着行业的发展未来有较高的提升空间。

2.2 提升公司资产协同效应

电子交易平台对中储的影响主要在于使公司网络的价值能够显现，并进而形成公司的竞争优势。近期表现在对现有业务的促进，远期是金融服务的增值。

公司当前现货市场交易量预计在 1500-2000 万吨，自营的钢材贸易量在 100 亿左右，大约 200 多万吨，是我国前 5 大钢材贸易商之一。如果公司能将现有客户转移至网上交易，并通过大钢铁企业或者贸易商的做市活跃交易，那么电子平台的钢材价格将具有较强的代表性。而且，公司在全国主要钢材交易中心都拥有现货市场和仓库，不同地区的价格能够形成参照，进而强化对钢材的定价权。

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：兴业证券研究所

电子交易平台，对公司业务拉动显著体现在钢材贸易、采购和质押，以及客户采用电子交易沉淀资金的利息收入。如果开展期货业务佣金收入也较为可观。

09 年，公司归属股东净利润仅为 1.8 亿，如果公司提高定价能力，钢材贸易、采购毛利率提高 1%就意味着多 1.1 亿的毛利，质押业务增长 50%，也可以多 1.1 亿毛利，二者获得的净利分别相当于公司净利的 40%。

如果公司现货都实现线上交易，利息收入会有 600 万，相当于公司净利的 3%，如果开展期货，且能做到上海上海大宗钢铁电子交易中心 1 亿吨的规模，公司可获得利息收入 2367 万，佣金收入 1 亿元。贡献的净利相当于公司当前的 30%。

表 9、贸易采购业务收入、毛利率提高毛利变化幅度

	2008	2009	收入+10%	规模采购，毛利+0.5%
钢材贸易、采购收入（百万）	9925	10917	1092	10917
毛利（百万）	347	305	30	109
毛利率	3.50%	2.79%	2.79%	3.79%

资料来源：兴业证券研究所

表 10、质押监管业务毛利敏感性

	2008	2009	质押量+10%	质押量+50%	质押量+100%
质押监管业务（百万）	103	101	15	73	147
总质押量	1170	2443	244	1222	2443
毛利（百万）	72	60	75	113	161
毛利率	70.00%	59.38%	65.00%	65.00%	65.00%

资料来源：兴业证券研究所

表 11、线上交易沉淀资金收入和期货佣金收入

敏感性分析	A	B
现货交易量（万吨）	1500	2000
交易金额（百万）	72000	96000
线上交易 30%保证金沉淀 3 天，年华利率 3%所得利息收入（百万）	5.33	7.10
期货交易量（万吨）	2000	10000
交易金额（百万）	96000	480000
线上交易 20%保证金沉淀 3 天，年华利率 3%所得利息收入（百万）	4.73	23.67
1 元/t 的佣金收入（百万）	20	100

资料来源：兴业证券研究所

3、盈利预测与估值

公司分业务的盈利预测如下，未来 3 年公司业绩有望实现 100%增长。

表 12、公司盈利预测假设

年份		2009	2010E	2011E	2012E	2013E
物流业务	业务收入（百万元）	1566.6	2029.4	2401.3	2750.1	3158.6
	同比增长率 %	14.9%	29.5%	18.3%	14.5%	14.9%
	毛利率 %	32.4%	28.0%	28.0%	30.0%	30.0%
钢材贸易	业务收入（百万元）	10917.4	12009.2	13810.5	15882.1	18264.4
	同比增长率 %	10.0%	10.0%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率 %	2.8%	3.2%	3.5%	3.7%	3.8%
铁矿石贸易	业务收入（百万元）	1511.6	1662.7	1829.0	2011.9	2213.1
	同比增长率 %	-68.4%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率 %	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
营业费用 /主营业务收入 %		1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
管理费用 /主营业务收入 %		1.8%	1.8%	1.7%	1.7%	1.6%
财务费用 /主营业务收入 %		0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
实际税率 %		25.8%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%

数据来源：兴业证券研究所

表 13、公司盈利预测结果

项目	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	14003.7	15701.3	18040.9	20644.1	23636.2
增长率 %	-12.9%	12.1%	14.9%	14.4%	14.5%
营业利润（百万元）	199.1	334.6	468.2	600.9	716.8
增长率 %	-0.8%	68.1%	39.9%	28.4%	19.3%
净利润（百万元）	198.0	292.3	395.5	494.1	581.3
增长率 %	15.7%	46.1%	35.3%	24.9%	17.7%
最新摊薄每股收益（元）	0.22	0.32	0.44	0.55	0.64
每股净资产（元）	4.96	5.27	5.68	6.19	6.78
动态市盈率（倍）	39.67	13.14	0.00	0.00	0.00
市净率（倍）	1.76	1.29	0.00	0.00	0.00

数据来源：兴业证券研究所

我们可以从 PE 和 PB 两个角度来对公司进行估值, 考虑公司未来 3 年 30% 的复合增长率以及物流行业的平均估值水平, 我们认为公司的合理 PE 在 30-50 倍, 依照 10 年 0.32 元的 EPS, 对应的股价是 9.6-16 元。

表 14、物流行业估值比较

证券简称	PE (TTM)	PB (最新)	证券简称	PE (TTM)	PB (最新)
怡亚通	55.11	4.83	*ST 百科	-50.31	4.81
飞马国际	111.57	6.61	长江投资	219.29	4.39
澳洋顺昌	44.33	7.69	交运股份	28.00	2.94
恒基达鑫	47.05	3.21	中储股份	41.55	1.82
新宁物流	47.26	4.13	保税科技	37.97	7.75
SW 物流 III	49.31	3.66			
沪深 300	16.04	2.54			
SW 交通运输	19.76	2.66			

数据来源: 兴业证券研究所

公司每股净资产 4.96 元, PB 为 1.8, 相当于物流行业平均值 3.66 的一半, 差距主要来自于运营模式不同形成的不同的净资产周转率。如果公司能通过电子交易平台延展业务模式, 提升资产盈利能力, 其 PB 将获得提升。参照交通运输行业的平均 PB, 公司的股价区间为 9-13 元。

另外, 从资产重估的角度看, 公司土地每股溢价 2.57 元, 证券投资 3 季报账面价值为 5.33 亿, 当前价值 5.98 亿, 溢价 0.65 亿, 相当于每股 0.08 元。因此, 公司每股实际净资产为 $4.96+2.57+0.08=7.61$ 元。

表 15、公司的股权投资

股票	持股数(万股)	2.18 收盘价	市值(万元)	会计核算科目	解禁时间
太平洋	5000	11.82	59100	可供出售金融资产	已解禁
天地源	38	4.85	184	可供出售金融资产	已解禁
城投控股	34	8.32	283	可供出售金融资产	已解禁
上电股份	9.33	28.73	268	可供出售金融资产	
合计			59835		

资料来源: 年报, 兴业证券研究所

预计公司 10-13 年 EPS 为 0.32、0.44、0.55、0.64 元, 此外, 公司尚有 1.3 亿的土地转让收入尚未入账, 相当于每股 0.15 元, 若 10 年全部入账, 公司 EPS 有望达到 0.47 元。综合来看, 9-13 元是公司合理的估值区间, 当前股价 8.62 元, 有较大的上行空间, 上调评级至强烈推荐。

公司业务的风险在于电子交易平台的推行进程可能不达预期, 钢材铁矿石贸易要承受价格波动的风险, 仓单质押如果管理不力可能出现质押物的丢失损毁等。

附录 1、调研报告《老国企 新机遇》摘要 2009-10-23

- 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。

附录 2、公司 09 年 12 月 8 日定增股东名单

公司定增大股东锁定 3 年，其他股东锁定期一年，10 年 12 月 8 日解禁，发行数量 1.03 亿股，8 元/股。

表 16、定增股东名单

发行对象名称	认购数量（万股）
1 中国物资储运总公司	3093.75
2 天津信托有限责任公司	1100
3 中信证券股份有限公司	1100
4 浙江中大集团股份有限公司	1200
5 东吴证券有限责任公司	1500
6 丁坚	1000
7 国联证券股份有限公司	1000
8 南方基金管理有限公司	318.75

数据来源：公告、兴业证券研究所

- 附三张报表

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	5038	5914	6805	7870
货币资金	1474	1993	2270	2710
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	546	574	677	766
其他应收款	214	223	266	298
存货	852	1043	1164	1341
非流动资产	3389	3382	3297	3220
可供出售金融资产	917	917	917	917
长期股权投资	142	142	142	142
投资性房地产	88	88	88	88
固定资产	1522	1568	1572	1506
在建工程	119	66	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	553	539	525	512
资产总计	8427	9296	10102	11090
流动负债	4034	4644	5106	5667
短期借款	290	503	459	445
应付票据	2339	2439	2867	3245
应付账款	145	213	225	264
其他	1260	1488	1554	1713
非流动负债	223	223	223	223
长期借款	0	0	0	0
其他	223	223	223	223
负债合计	4257	4867	5329	5891
股本	840	840	840	840
资本公积	2541	2541	2541	2541
未分配利润	427	589	796	1053
少数股东权益	49	68	96	130
股东权益合计	4170	4429	4773	5199
负债及权益合计	8427	9296	10102	11090

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	183	273	368	460
折旧和摊销	125	141	146	149
资产减值准备	-127	29	20	41
无形资产摊销	14	14	14	14
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	46	19	23	22
投资损失	-1	-1	-1	-1
少数股东损益	15	19	28	34
营运资金的变动	36	-13	129	91
经营活动产生现金流量	302	478	463	612
投资活动产生现金流量	-486	-120	-68	-69
融资活动产生现金流量	567	160	-119	-103
现金净变动	382	519	277	440
现金的期初余额	1227	1474	1993	2270
现金的期末余额	1610	1993	2270	2710

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	14004	15701	18041	20644
营业成本	13142	14737	16899	19282
营业税金及附加	68	65	78	90
销售费用	200	204	234	266
管理费用	250	283	299	345
财务费用	46	19	23	22
资产减值损失	100	60	40	40
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	1	1	1	1
营业利润	199	335	468	601
营业外收入	82	66	71	70
营业外支出	14	11	12	12
利润总额	267	390	527	659
所得税	69	97	132	165
净利润	198	292	396	494
少数股东损益	15	19	28	34
归属母公司净利润	183	273	368	460
EPS (元)	0.22	0.32	0.44	0.55

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	-12.9%	12.1%	14.9%	14.4%
营业利润增长率	-0.8%	68.1%	39.9%	28.4%
净利润增长率	18.1%	49.4%	34.8%	25.1%
盈利能力(%)				
毛利率	6.2%	6.1%	6.3%	6.6%
净利率	1.3%	1.7%	2.0%	2.2%
ROE	4.4%	6.3%	7.9%	9.1%
偿债能力(%)				
资产负债率	50.5%	52.4%	52.7%	53.1%
流动比率	1.25	1.27	1.33	1.39
速动比率	1.03	1.03	1.09	1.14
营运能力(次)				
资产周转率	1.71	1.77	1.86	1.95
应收帐款周转率	24.90	25.62	26.60	26.32
每股资料(元)				
每股收益	0.22	0.32	0.44	0.55
每股经营现金	0.26	0.57	0.55	0.73
每股净资产	4.91	5.19	5.57	6.03
估值比率(倍)				
PE	39.67	26.55	19.69	15.74
PB	1.76	1.66	1.55	1.43

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。