

物流III

署名人: 李凡

S0960209060268

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 欧阳俊

S0960110110021

0755-82026721

ouyangjun@cjis.cn

6-12个月目标价: 12.00元

当前股价: 10.22元

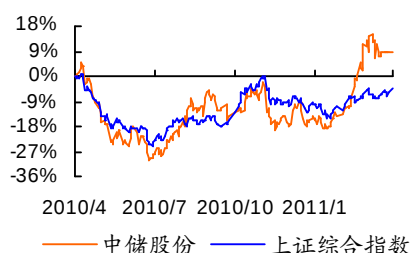
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	3001.36
总股本(百万)	840
流通股本(百万)	464
流通市值(亿)	47
EPS (TTM)	0.33
每股净资产(元)	4.90
资产负债率	56.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中储股份	-2.20	29.70	0.00
上证综合指数	2.01	6.27	0.00



相关报告

中储股份

600787

推荐

业绩稳定增长可期，未来盈利能力提升是关键

公司3月31日公布2010年报: 营业收入183.47亿, 同比增长31.02%; 归属上市公司的净利润2.78亿, 同比增长52.11%。基本每股收益0.331元, 符合市场预期。分红方案: 拟每股派发现金0.04元(含税)。

公司今日公布定向增发方案: 拟向中储总公司发行不超过9000万股购买总公司预评估价值为8.55亿的16宗土地。

投资要点:

- **国际货运代理业务和铁矿砂贸易业务是公司收入增长的主要来源。**物流业务和经销业务是公司的两大核心业务: ①占比公司收入12%和毛利56%的物流业务收入同比增长38.9%, 其中国际货运代理业务实现收入6.91亿, 同比增长169.1%。②占比公司收入88%和毛利43%的贸易业务收入同比增长30.1%, 主要得益于铁矿石贸易业务的增长。
- **营业费用和财务费用大幅减少导致利润增速远超收入增速。**虽然公司新增赔偿及违约支出约3600万, 但: ①营业费用由于外贸业务港口费用下降导致减少4700万, 同比减少23.7%; ②由于控制得力, 财务费用减少2700万, 同比减少59.2%; 导致净利润同比增长45.4%, 大于收入增速31.0%。
- **毛利率较低, 盈利能力亟待提高。**①由于毛利率较低的国际货运代理业务占物流业务收入比重提高导致物流业务毛利率由09年的32.4%下降为24.5%, 公司整体毛利率较上年下降一个百分点。②公司拥有以往低成本获得的国内最大的仓储物流网络, 竞争优势明显, 但公司5%左右的毛利率远低于行业平均20-30%的水平, 盈利能力还有较大的提升空间。
- **收购优质土地, 长期受益土地增值。**公司此次收购母公司土地资产主要是为了解决房地分离的历史遗留问题, 增强资产的完整性。同时, 城市的发展使得城市中心区不断外扩, 这些原来位于城市周边的土地价值将不断提升; 由于城市发展的需要, 未来这些土地很有可能被政府收储或者征用, 公司将受益于未来土地增值后的重估。但值得注意的是, 土地资产注入短期内会稀释公司ROE。
- **首次给予公司“推荐”的投资评级。**我们预测公司2011-2013年每股收益分别为0.43、0.54和0.66元。目前股价对应2011年23.92倍市盈率, 估值基本合理, 首次给予“推荐”的投资评级。

风险提示: 宏观经济波动、钢材等价格波动、诉讼纠纷

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	18347	21831	25107	28883
同比(%)	31%	19%	15%	15%
归属母公司净利润(百万元)	278	359	450	554
同比(%)	52%	29%	25%	23%
毛利率(%)	5.1%	5.0%	5.1%	5.2%
ROE(%)	6.8%	8.2%	9.4%	10.6%
每股收益(元)	0.33	0.43	0.54	0.66
P/E	30.91	23.92	19.08	15.50
P/B	2.11	1.95	1.80	1.64
EV/EBITDA	14	10	9	8

资料来源: 中投证券研究所

一、合并利润表比较

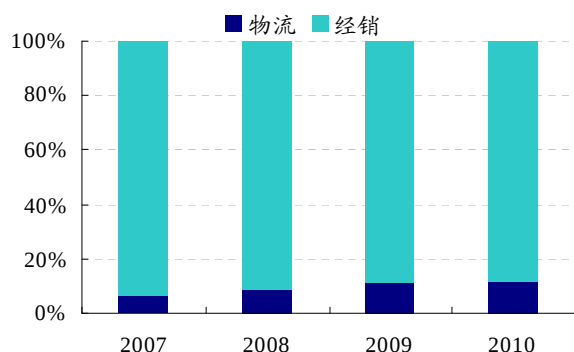
表 1: 2009 年和 2010 年合并利润表各科目变动情况

项目 (百万)	2009 年	2010 年	同比变动	重要项目大幅变动原因
一、营业总收入	14,003.70	18,347.23	31.02%	
其中: 营业收入	14,003.70	18,347.23	31.02%	物流、经销业务收入分别增长 38.9%和 37.4%
二、营业总成本	13806.11	17990.52	30.31%	
其中: 营业成本	13,142.28	17,402.63	32.42%	物流、经销业务成本分别增长 55.2%和 30.4%
营业税金及附加	67.97	71.90	5.79%	--
营业费用	199.64	152.24	-23.74%	外贸业务港口费用下降
管理费用	249.85	248.29	-0.63%	--
财务费用	45.90	18.75	-59.15%	平均应付票据增长而平均短期借款下降
资产减值损失	100.47	96.71	-3.75%	--
加: 公允价值变动净收益	0.00	0.44	--	非套期远期商品合同公允价值变动
投资收益	1.48	3.64	145.37%	天津宝钢储菱物资配送公司等投资收益增加
三、营业利润	199.07	360.80	81.24%	
加: 营业外收入	81.59	80.43	-1.42%	--
减: 营业外支出	13.95	52.49	276.17%	赔偿及违约支出增加约 3600 万
四、利润总额	266.71	388.74	45.75%	
减: 所得税	68.72	100.89	46.81%	--
五、净利润	197.99	287.85	45.38%	
少数股东损益	15.41	10.12	-34.30%	--
归属于母公司所有者净利润	182.58	277.73	52.11%	--
六、每股收益 (元)	0.248	0.331	33.47%	

资料来源: 公司资料、中投证券研究所

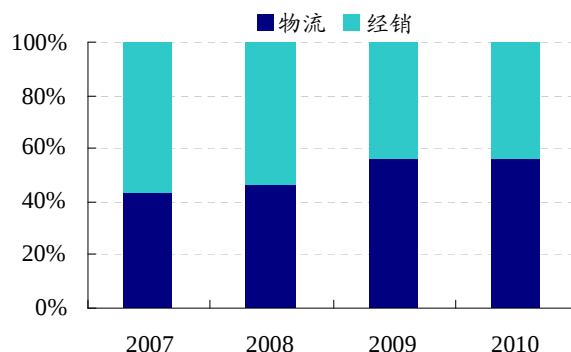
二、公司各业务变化情况

图 1: 2007-2010 年公司收入构成



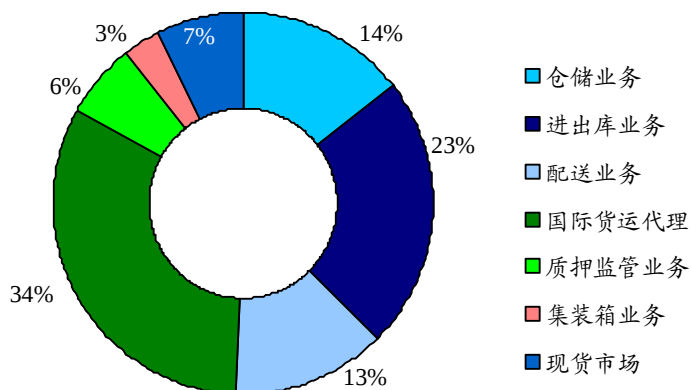
资料来源: 公司资料, 中投证券研究所

图 2: 2007-2010 年公司毛利构成



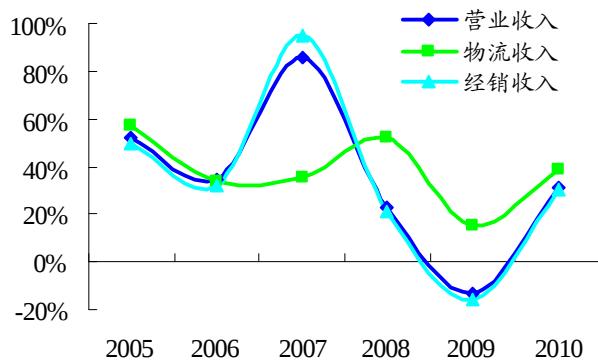
资料来源: 公司资料, 中投证券研究所

图 3：2010 年公司物流业务收入构成



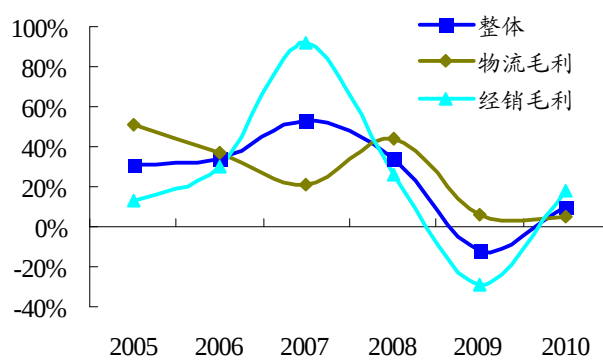
资料来源：公司资料，中投证券研究所

图 4：公司整体和分业务收入同比增速



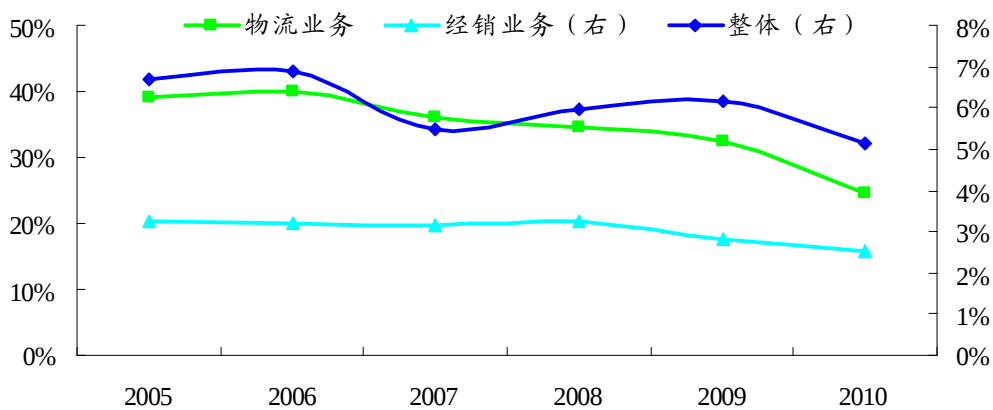
资料来源：公司资料，中投证券研究所

图 5：公司整体和分业务毛利同比增速



资料来源：公司资料，中投证券研究所

图 6：公司整体和分业务毛利率情况



资料来源：公司资料，中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	6080	6847	8021	9402	营业收入	18347	21831	25107	28883
现金	1474	1563	1948	2424	营业成本	17403	20744	23836	27381
应收账款	574	655	753	866	营业税金及附加	72	85	98	113
其他应收款	234	262	301	347	营业费用	152	181	208	240
预付账款	2199	2489	2860	3286	管理费用	248	295	326	375
存货	1396	1659	1907	2191	财务费用	19	30	21	16
其他流动资产	202	218	251	289	资产减值损失	97	0	0	0
非流动资产	3280	3226	3120	3030	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	268	286	286	286	投资净收益	4	4	5	6
固定资产	1604	1655	1519	1382	营业利润	361	501	622	764
无形资产	538	522	505	486	营业外收入	80	0	0	0
其他非流动资产	870	762	811	876	营业外支出	52	0	0	0
资产总计	9360	10072	11141	12432	利润总额	389	501	622	764
流动负债	4772	5196	5873	6685	所得税	101	130	159	195
短期借款	464	0	0	0	净利润	288	371	463	569
应付账款	86	207	238	274	少数股东损益	10	12	13	15
其他流动负债	4221	4988	5634	6411	归属母公司净利润	278	359	450	554
非流动负债	469	420	420	420	EBITDA	511	676	796	935
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.33	0.43	0.54	0.66
其他非流动负债	469	420	420	420	主要财务比率				
负债合计	5240	5616	6293	7105	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	48	59	73	88	成长能力				
股本	840	840	840	840	营业收入	31.0%	19.0%	15.0%	15.0%
资本公积	2248	2248	2248	2248	营业利润	81.2%	38.8%	24.2%	22.9%
留存收益	984	1309	1687	2151	归属于母公司净利润	52.1%	29.2%	25.4%	23.1%
归属母公司股东权益	4072	4398	4776	5240	获利能力				
负债和股东权益	9360	10072	11141	12432	毛利率(%)	5.1%	5.0%	5.1%	5.2%
现金流量表					净利率(%)	1.5%	1.6%	1.8%	1.9%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE(%)	6.8%	8.2%	9.4%	10.6%
经营活动现金流	158	665	530	639	ROIC(%)	10.9%	17.2%	21.3%	26.6%
净利润	288	371	463	569	偿债能力				
折旧摊销	131	145	154	155	资产负债率(%)	56.0%	55.8%	56.5%	57.1%
财务费用	19	30	21	16	净负债比率(%)	8.86%	0.00%	0.00%	0.00%
投资损失	-4	-4	-5	-6	流动比率	1.27	1.32	1.37	1.41
营运资金变动	-345	183	-112	-94	速动比率	0.98	1.00	1.04	1.08
其他经营现金流	69	-59	10	-2	营运能力				
投资活动现金流	-559	-49	-53	-58	总资产周转率	2.06	2.25	2.37	2.45
资本支出	404	-0	0	0	应收账款周转率	31	36	36	36
长期投资	-163	53	58	64	应付账款周转率	150.69	141.32	106.94	106.92
其他投资现金流	-318	5	5	6	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	391	-528	-92	-105	每股收益(最新摊薄)	0.33	0.43	0.54	0.66
短期借款	174	-464	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.19	0.79	0.63	0.76
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.85	5.23	5.68	6.24
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-293	0	0	0	P/E	30.91	23.92	19.08	15.50
其他筹资现金流	511	-64	-92	-105	P/B	2.11	1.95	1.80	1.64
现金净增加额	-9	89	385	476	EV/EBITDA	14	10	9	8

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李凡, 中投证券研究所首席行业分析师。

欧阳俊, 中投证券研究所交通运输行业分析师。中山大学智能交通研究中心硕士, 2010 年加入中投证券研究所。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434