

中储股份：物流龙头，站在新一轮增长的起点

——深度分析报告

评级：
买入-A

上次评级：

目标价格：
14.00 元

期限： 12 个月 上次预测：

现价（2011 年 05 月 11 日）： 9.57 元

报告日期：
2011-05-12
报告关键点：

- 综合物流业务升级服务，创新业务模式，预计2013年利润将较2010年翻一番。
- 依托丰富的土地储备，工业物流地产将成为新的利润增长点。

报告摘要：

- 拥有核心竞争力的国内第一大仓储物流企业。公司是国内最大的仓储物流企业，拥有完善的物流资源和现代化的物流网络，物流基地占地总面积650万平方米。覆盖全国、历史成本低廉、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，构成了中储股份在物流行业的核心竞争力。
- 综合物流业务升级服务，创新业务模式，预计2013年利润将较2010年翻一番。在中国物流行业快速发展的大背景下，近五年来公司物流网络不断扩大，通过发展仓单质押、现货市场租赁等创新业务，2006-2010年物流业务收入年复合增速达35%。我们预计公司2013年综合物流业务利润将在2010年基础上翻一番，2010-2013年物流业务年复合增速达到30%左右，驱动力将主要来自扩大规模、提升收费、优化结构、创新业务模式等。
传统仓储业务，预计2015年物流基地总面积将达到1200万平方米左右，比2010年底增加1倍左右，费率也将呈现持续提升态势；仓单质押监管业务以建立小额贷款公司为突破，开拓全程金融物流服务，延长收费链条；现货交易市场业务，在无锡、天津、咸阳、廊坊等地新建项目2011年开始将进入利润释放期。
- 依托丰富的土地储备，工业物流地产将成为新的利润增长点。过去公司主要是通过溢价向政府转让土地、发展现货市场等毛利率较高的业务来提高土地的回报。由于简单被动的转让土地的盈利模式不可持续，公司计划十二五期间依托丰富的土地储备，发展工业物流地产，努力使其成为新的利润增长点。
- 考虑土地资产重估，公司每股重估价值15元。由于采用历史成本计价，公司土地目前账面价值仅5.5亿元，其真实价值在资产负债表上未体现。而2004年以来在天津和上海等城市总计有24万平方米的土地被当地政府收储，每平方米收储价格在3000元-26000元。保守估计公司现有土地重估增值98亿元，重估增值部分增厚每股净资产10.50元。公司目前每股账面净资产4.48元，考虑土地重估增值部分，公司每股重估价值15元。
- 给予买入-A评级，目标价14元。不考虑出售持有的5000万股太平洋证券、及剩余的1.5亿元土地出让收益入账，预计2011-2013年全面摊薄EPS分别为0.43元、0.57元和0.74元。预计年内部分减持太平洋证券的概率较大，公司实际业绩可能超出我们预期。5000万股太平洋证券（成本价1元/股）如全部出售可贡献净利润3.75亿元，增厚每股收益0.40元，但对当期利润的影响取决于公司实际减持进程。A股物流板块2012年平均PE为22倍，考虑到公司未来三年主业利润增速在30%左右，给予公司2012年25倍PE，目标价14元，给予“买入-A”评级。
- 风险提示：宏观经济大幅回落风险。

总市值(百万元)	8,022.98
流通市值(百万元)	4,432.91
总股本(百万股)	840.10
流通股本(百万股)	464.18
12个月最低/最高	6.31/11.00 元
十大流通股东(%)	23.81%
股东户数	57,276

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	5.73	14.17	11.06
绝对收益	0.32	15.20	23.64

 吴莉
 010-66581623
 执业证书编号

 高级行业分析师
 wuli@essence.com.cn
 S1450511020019

前期研究成果
财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	14,003.7	18,347.2	21,381.5	24,962.1	29,192.5
Growth(%)	-12.9%	31.0%	16.5%	16.7%	16.9%
净利润	182.6	277.7	396.4	525.5	692.5
Growth(%)	18.1%	52.1%	42.7%	32.6%	31.8%
毛利率(%)	6.2%	5.1%	5.4%	5.7%	6.0%
净利润率(%)	1.3%	1.5%	1.9%	2.1%	2.4%
每股收益(元)	0.22	0.33	0.43	0.57	0.74
每股净资产(元)	4.96	4.90	4.31	4.78	5.38
市盈率	43.9	28.9	22.4	16.9	12.8
市净率	1.9	1.9	2.2	2.0	1.8

正文目录

1. 公司价值分析与投资建议.....	4
1.1. 考虑土地资产重估, 公司每股价值 14.80 元。.....	4
1.2. 投资建议: 买入-A 评级, 目标价 14 元.....	6
2. 公司概况.....	7
2.1. 拥有核心竞争力的国内第一大仓储物流企业.....	7
2.2. 诚通集团整合央企物流资产的平台.....	8
3. 物流业务: 升级服务, 创新业务模式, 未来三年利润增速 30%.....	10
3.1. 传统仓储业务: 增加土地储备, 提升费率.....	11
3.2. 仓单质押监管业务: 开拓全程金融物流服务, 延长收费链条.....	12
3.3. 现货交易市场业务: 在建项目 2011 年开始进入利润释放期.....	13
3.4. 建立电子交易平台: 升级现有物流业务, 开拓增值服务.....	15
4. 依托丰富的土地储备, 工业物流地产有望成为新的利润增长点.....	16
5. 公司业绩预测.....	16

图表目录

表 1: 2004 年以来公司土地被政府收储情况.....	4
表 2: 公司现有 650 万平方米土地价值重估.....	5
表 3: A 股市场物流公司估值水平.....	6
表 4: 公司物流网络遍布全国.....	7
表 5: 2010 年公司收入及毛利构成.....	8
表 6: 中储总公司目前直接经营的 195 万平米仓储物流资产.....	9
表 7: 诚通集团拥有的仓储物流土地.....	9
表 8: 中储股份现货交易市场汇总.....	14
表 9: 投资建设的无锡、天津、廊坊、咸阳现货交易市场 2011 年进入利润释放期.....	14
表 10: 收入预测假设.....	16
表 11: 毛利率假设.....	17
表 12: 业绩预测结果（按 2011 年完成 9000 万股增发对 2011-2013 年业绩进行摊薄）.....	17
图 1: 公司股权结构.....	9
图 2: 2006-2010 年全社会物流总额年复合增长 21%.....	10
图 3: 2006-2010 年公司物流业务收入年复合增长 35%.....	10
图 4: 近年来公司仓储费率呈上升趋势.....	11
图 5: 公司仓储及进出库收入预测.....	12
图 6: 公司质押监管收入预测（不含未来开展小额贷款公司的利息收入）.....	13
图 7: 公司现货交易市场业务业绩预测.....	15
图 8: 现有的钢铁电子商务平台盈利模式.....	15

1. 公司价值分析与投资建议

1.1. 考虑土地资产重估，公司每股价值 15 元。

中储股份是目前国内第一大仓储物流企业，拥有国内最大的仓储物流网络，覆盖全国 20 多个省、自治区和直辖市，占地面积 650 万平方米。由于公司大部分土地是在上世纪六七十年代取得，成本极为低廉，近年来在城市规模迅速膨胀的背景下，公司在天津、南京、武汉、西安、青岛等大中城市的 400-500 万平方米左右仓库已经位于城市核心区域，地理位置优越，土地重估增值空间广阔：如天津市河东区 6.4 万平米仓库、南京市中央门立交桥北侧 20 万平米仓库，西安未央区（二环）38 万平米仓库、武汉市汉口解放大道 36.5 万平米仓库、郑州城东南路 37.8 万平米仓库、洛阳市道南路 9.3 万平米仓库，等等。

由于采用历史成本原则计价，中储股份土地资产目前账面价值仅 5.5 亿元左右，土地资源的真实价值在资产负债表上并没有体现出来。目前 650 万平米土地中，公司拥有土地使用权面积为 350 万平米计算，平均每平米账面价值仅 157 元。而 2004 年以来公司在天津和上海城市核心区域总计有 24 万平米的土地被当地政府收储开发商业或住宅，收储价格区间在 3000 元-26000 元/平米。

现有仓库占地面积 650 万平米，其中 350 万平米为自有土地，其他 300 万平米租赁大股东中储总公司，公司已公告定向增发收购其中 150 万平米租赁土地，我们预计剩余 150 万平米租赁土地未来继续注入的概率较大，这部分土地使用权目前虽不归属于公司，但实质上土地增值收益由公司享有的概率较大。参照公司近年来向政府出让土地价格和当地可比土地价格对公司土地进行价值重估，保守估计重估增值 98 亿元，土地重估增值部分增厚公司每股净资产 10.50 元。截止 2011 年 1 季度末，公司每股净资产 4.48 元，考虑土地资产重估增值，公司每股重估价值 15 元。

表 1：2004 年以来公司土地被政府收储情况

时间	转让地块	占地面积 (平米)	转让收入 (万元)	转让单价 (元/平米)	受让方
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)公司
2004 年 6 月	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
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)公司
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
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
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
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有限公司
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
2009 年 8 月	上海宝山区大场镇南大路 179 号地块	7,330	2,160	2,947	上海宝山区土地储备中心、大华集团公司
2010 年 1 月	天津解放南路办公楼	3,724	3,201	8,595	挂牌转让
合计		243,714	108,109	4,436	

资料来源：公司公告、安信证券研究中心搜集整理

表 2：公司现有 650 万平米土地价值重估

仓库名称	面积(万平米)	位置	评估单价 (元/平米)	评估价值 (亿元)	账面价值 (亿元)	评估增值 (亿元)
天津物流中心	7.3	天津市北辰区顺义道钢材市场	3000	2.19		
天津南仓分公司	58.0	天津市北辰区顺义道	3000	17.40		
天津唐家口分公司	6.4	天津市河东区东兴立交桥下	5000	3.20		
天津塘沽分公司	17.0	天津塘沽区胡家园街	3000	5.10		
天津新港分公司	30.6	天津市塘沽区新港四号路	600	1.84		
廊坊分公司	29.5	河北省廊坊市光明东道 25 号	1000	2.95		
上海沪闵分公司	4.6	上海市闵行区剑川路 2280 号	3000	1.38		
上海大场分公司	28.6	上海市宝山区南大路 257 号	3000	8.58		
上海吴淞分公司	11.0	上海市宝山区铁山路 495 号	3000	3.30		
上海浦东分公司	5.4	上海市浦东新区仁庆路 200 号	3000	1.62		
无锡中储物流有限公司	17.4	无锡市锡沪路 183 号	3000	5.22		
无锡物流中心	35.0	无锡新区周泾巷火车站周边	600	2.10		
沈阳铁西一库	6.5	沈阳市铁西区北一西路 44 号	2000	1.30		
沈阳沈北分公司	14.0	沈阳市沈北新区虎石台镇	600	0.84		
沈阳物流中心	44.7	沈阳市浑南新区营盘路 108 号	1000	4.47		
沈阳物流中心	36.0	沈阳市浑南新区富民南街 11 号	1000	3.60		
大连仓库	58.3	大连市甘井子区西北路 867 号	1000	5.83		
大连公司	7.0	大连市甘井子区西北路 867 号	1000	0.70		
青岛分公司	11.2	青岛经济技术开发区江山北路	1000	1.12		
青州中储物流公司	17.0	山东省青州市玲珑山北路	600	1.02		
咸阳物流中心	18.0	咸阳市文汇东路 15 号	1000	1.80		
西安分公司	40.0	西安市未央区东元路 7 号	3000	12.00		
西安东兴分公司	4.3	西安市新城区兴工东路 85 号	5000	2.15		
成都天一分公司	7.0	成都市外北天回镇明月路 59 号	1000	0.70		
成都天二分公司	8.5	成都市金牛区天回路 167 号	2000	1.70		
郑州物流中心	37.8	郑州市城东南路 13 号	2000	7.56		
郑州南阳寨分公司	22.0	郑州市兴隆铺路 9 号	1000	2.20		
平顶山分公司	32.0	平顶山市平宝路 3 号院	600	1.92		
洛阳分公司	9.3	洛阳市道南路 41 号	2000	1.86		
汉口分公司	36.5	武汉市汉口解放大道 2020 号	2000	7.30		
衡阳分公司	25.0	湖南省衡南县三塘镇环城南路	600	1.50		
南京分公司	17.7	南京市中央北路河路道 1 号	2000	3.54		
合计	614.9		1,919	117.99	20.50	97.49
土地评估增值部分增厚每股净资产 10.50 元（按增发 9000 万股摊薄）						
每股净资产账面价值为 4.48 元（按增发 9000 万股摊薄）						
考虑土地重估增值，公司每股价值 15 元						

资料来源：各地国土资源局（参照各地近期土地交易价格保守测算，公司土地账面价值的测算方法为——拥有使用权的 350 万平米土地 10 年底账面价值为 5.5 亿元，租赁集团 300 万平米土地预期注入均价在 500 元/平米左右，两者合计账面价值在 20.5

亿元左右)

1.2. 投资建议：买入-A 评级，目标价 14 元

预计公司 2013 年物流业务利润将较 2010 年翻一番，未来三年主业利润年复合增速在 30%以上。此外，十二五期间公司将依托丰富的土地储备发展工业物流地产，努力使其成为新的利润增长点。一旦公司在工业物流地产业务方面取得突破，实际利润增速将超过市场预期。

不考虑持有的 5000 万股太平洋证券（601099.SH）出售收益、及剩余的 1.5 亿元左右的土地出让收益入账的影响，预计公司 2011-2013 年公司全面摊薄的 EPS 分别为 0.43 元、0.57 元和 0.74 元。考虑到太平洋证券主要是作为财务投资，年内部分减持变现的概率较大，公司实际业绩可能超出我们预期。5000 万股太平洋证券作为可供出售的金融资产入账（2010 年底已经解禁，成本价 1 元/股，目前市价 11 元/股），如全部出售可贡献净利润 3.75 亿元，增厚每股收益 0.40 元，但对公司当期利润的影响取决于实际减持进程。

目前 A 股市场物流板块 2012 年平均 PE 为 22 倍，考虑到公司未来几年主业利润增速在 30%以上，给予公司 2012 年 25 倍 PE，目标价 14 元，给予“买入-A”评级。

表 3：A 股市场物流公司估值水平

公司	当前 股价	EPS			PE		
		2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
保税科技	14.91	0.43	0.70	0.80	35	21	19
恒基达鑫	17.55	0.42	0.60	0.75	42	29	23
怡亚通	11.44	0.24	0.32	0.40	48	36	29
澳洋顺昌	17.71	0.45	0.60	0.76	39	30	23
铁龙物流	12.15	0.36	0.42	0.54	34	29	23
中储股份	9.55	0.33	0.43	0.57	29	22	18
平均					38	28	22

资料来源：安信证券研究中心、WIND 资讯

2. 公司概况

2.1. 拥有核心竞争力的国内第一大仓储物流企业

公司是目前国内最大的仓储物流企业，拥有完善的物流资源和现代化的物流网络，形成覆盖全国，包括华北、华东、东北、西南、中原、西北等地区的功能齐全、装备水平先进的物流基地，占地总面积 650 万平米。作为国内最大的仓储型物流企业，拥有覆盖全国、历史成本低廉、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，构成了中储股份在物流行业的核心竞争力。

公司业务既涉及传统的仓储配送，还包括先进的仓单质押监管、现货交易市场等综合物流业务，并且传统的仓储业务也正向高附加值的消费品、冷链和期货交割库等业务品种延伸。公司形成了以钢材、有色金属等生产资料为主的综合物流业务，及以内贸钢铁和外贸铁矿石为主的物资经销业务相结合的经营模式。综合物流业务和物资经销业务分别贡献了公司 54%和 46%左右的毛利。

表 4：公司物流网络遍布全国



资料来源：公司资料

表 5：2010 年公司收入及毛利构成

	收入(亿元)	收入占比	毛利率	毛利(亿元)	毛利占比
仓储业务	3.05	1.7%	29.0%	0.88	10.2%
进出库业务	4.90	2.7%	31.9%	1.56	18.0%
质押监管业务	1.36	0.7%	56.0%	0.76	8.8%
现货市场业务	1.57	0.9%	57.8%	0.91	10.4%
配送业务	2.71	1.5%	11.4%	0.31	3.6%
国际货运代理业务	6.92	3.8%	6.4%	0.44	5.1%
集装箱业务	0.63	0.3%	18.1%	0.12	1.3%
物流业务合计	21.76	11.9%	21.5%	4.68	53.8%
物资经销业务合计	161.67	88.1%	2.5%	4.01	46.1%
主营业务合计	183.43	100.0%	4.7%	8.69	100.0%

资料来源：安信证券研究中心

资料来源：公司资料（注：仓储物流业务虽然只占主营业务收入的 11.9%，但由于毛利率高达 21.5%，贡献了 53.8% 的毛利；物资经销收入占比高达 88.1%，但由于毛利率仅有 2.5%，毛利占比在 46.1%。）

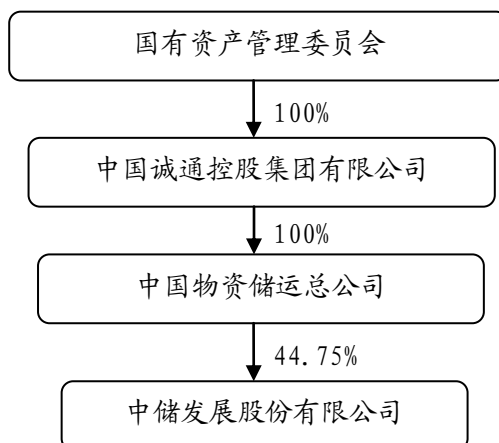
2.2. 诚通集团整合央企物流资产的平台

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直接下属的中国诚通集团。

- 实现整体上市是公司直接大股东中储总公司长期以来的战略目标。自公司 1997 年上市以来，中储总公司不断通过注入优质仓储物流资产扶持中储股份做大做强。截至目前，除了租赁给公司的 300 万平米仓库外，中储总公司还直接经营 195 万平米左右的仓储物流资产。此次除了将直接租赁给上市公司的 150 万平米土地使用权注入外，预计剩余的 345 万平米土地（150 万平米租赁土地+195 万平米直接经营土地）未来 1-2 年择机注入的概率也较大。
- 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，同时诚通集团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将由诚通集团划拨中储总公司。诚通集团目前在各地还有 400 多万平米的仓储物流土地尚未划拨至中储总公司。预期这些仓储物流资产培育成熟之后，未来都有望逐步注入中储股份。

由于中储总公司和诚通集团所拥有的仓储物流土地绝大部分位于各省中心城市周边，升值潜力大。丰富的低成本土地储备的持续注入，将使得公司的物流资源和物流网络进一步得到扩充和改善。

图 1：公司股权结构



资料来源：公司 2010 年年报

表 6：中储总公司目前直接经营的 195 万平米仓储物流资产

仓库名称	面积 (万平米)	位置
青岛中储物流有限公司	47.0	青岛市胶州北关物流工业园
山西寿阳公司	43.0	山西省寿阳县北大街西 400 号
河北中储物流中心	42.4	石家庄市中华北大街 203 号
石家庄东三教仓库	6.2	石家庄胜利南大街通仓路 26 号
连云港中储物流中心	36.4	江苏省连云港市新浦海连东路 147 号
中国物资储运榆次公司		山西省晋中市北山路
武汉江北公司	7.0	武汉市江岸区二七路 224 号
成都物流中心	6.0	四川成都高新区火车南站加工贸易区
沈阳东站仓库	5.3	沈阳市大东区东北大马路 190 号
太原平阳仓库	1.9	山西省太原市平阳路 108 号
合计	195.1	

资料来源：公司资料、安信证券研究中心搜集整理

表 7：诚通集团拥有的仓储物流土地

下属公司	仓储物流土地面积 (万平米)
中储总公司 (含中储股份)	845
中国物流公司	79
中国诚通金属集团公司	50
中国纸业投资总公司	56
中商企业集团公司	41
其他企业	203
诚通集团总计	1,274

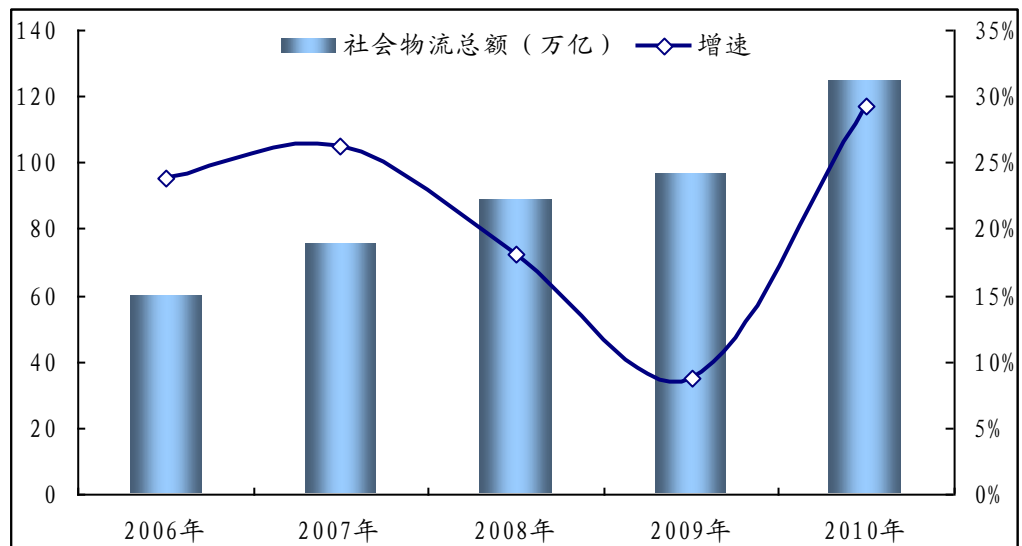
资料来源：安信证券研究中心搜集整理

3. 物流业务：升级服务，创新业务模式，未来三年利润增速 30%

随着全球制造业持续向中国转移、国家产业政策对现代物流业扶持力度不断增强，物流业已成为国内发展最快的领域之一。2006 年-2010 年全社会物流总额年复合增速达 21%，以 2-3 倍于 GDP 的增速增长；2010 年全社会物流总额达 125 亿元，比 2009 年增加 29%。

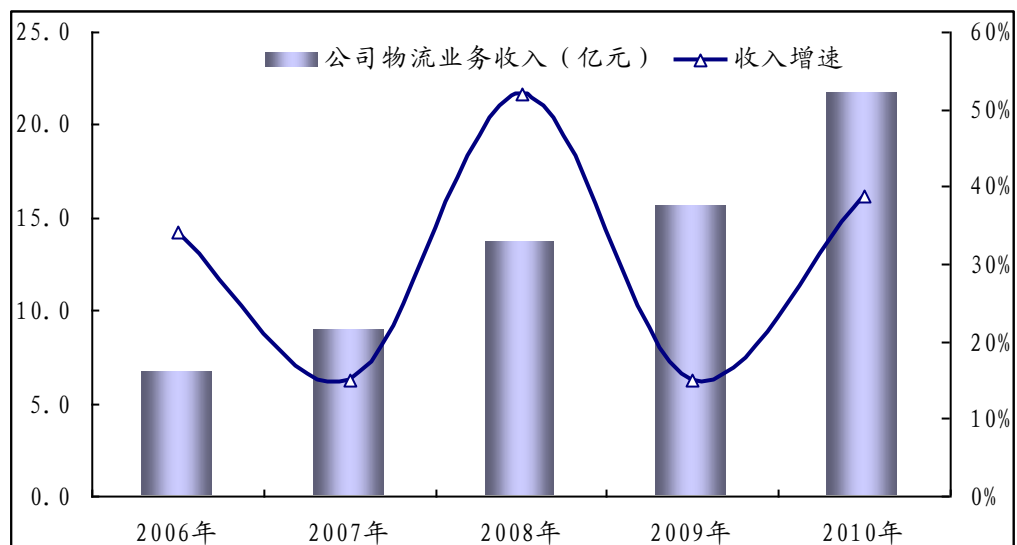
在中国物流行业快速发展的大背景下，随着公司物流网络不断扩大，开拓发展仓单质押监管、现货市场租赁等创新业务，物流业务表现出良好的成长性，2006-2010 年物流业务收入年复合增速达到 35%。预计 2013 年公司综合物流业务利润在 2010 年基础上翻一番，2010-2013 年物流业务年复合增速达到 30%左右，驱动力量将主要来自扩大规模、提升收费、优化结构、创新业务模式。

图 2：2006-2010 年全社会物流总额年复合增长 21%



资料来源：物流与采购联合会

图 3：2006-2010 年公司物流业务收入年复合增长 35%



资料来源：公司年报

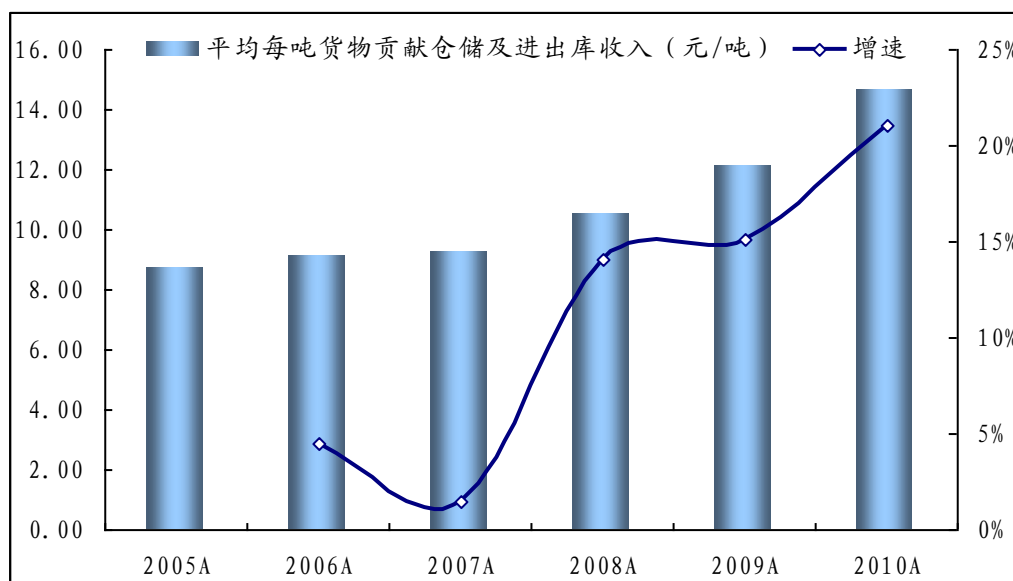
3.1. 传统仓储业务：增加土地储备，提升费率

2010 年传统的仓储及进出库业务贡献 2.45 亿元毛利，占比 28%左右。公司在全国主要中心城市和交通枢纽地区建设了 30 多个现代物流中心，仓储品种遍及黑色、有色、煤炭、塑化、橡胶、汽车、家电、日用百货等。公司还积极开拓收费较高的交割库业务，是上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所、全国棉花交易市场的指定交割仓库。

截至 2010 年底公司物流基地占地总面积 650 万平米。目前分别在天津和沈阳规划建设占地 100 万平方米、130 万平方米的物流园区，还拟在上海、南京等地进行物流基地扩张。考虑公司自有土地储备的增加及大股东中储总公司自营仓库的注入，预计 2015 年公司物流基地总面积将达到 1200 万平方米左右，比 2010 年底增加 1 倍左右。由于物流业是工业发展必不可少的配套产业，得到各地政府的重点支持，而公司作为国字头的央企，在各地拿地所享受的优惠政策也更多，成本也更为低廉。

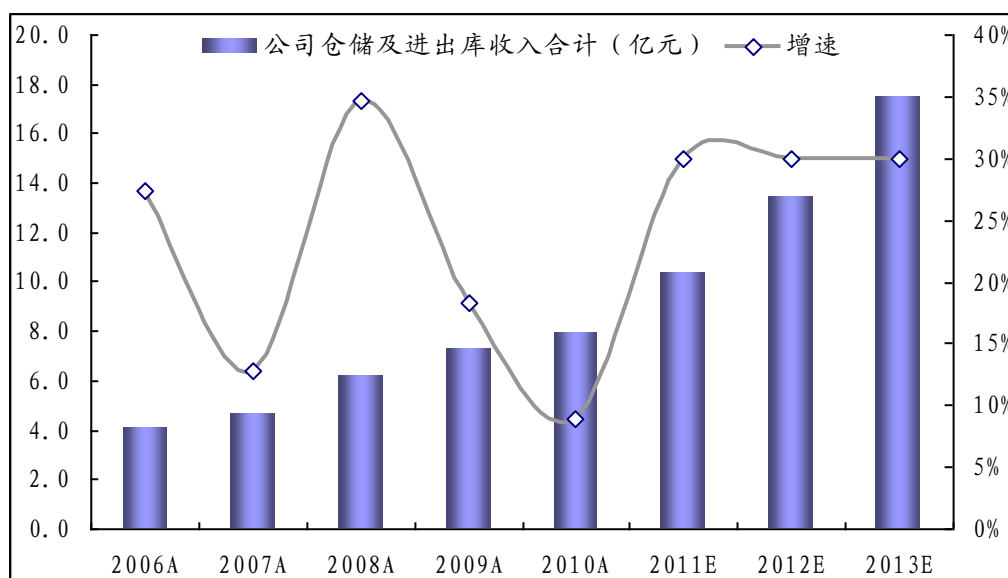
此外，从仓储费率角度看，近年来由于进入门槛不断抬高，仓储市场竞争趋于缓和，同时由于工业用地价格上涨，仓储费率近年也呈持续上升趋势：2010 年公司平均每吨货物仓储及进出库收入 14.68 元/吨，2008 年-2010 年仓储费率年均提升 16%左右。在物流基地面积及收费费率双重提升的驱动下，预期未来几年公司仓储及进出库收入年增速将达到 30%左右。

图 4：近年来公司仓储费率呈上升趋势



资料来源：公司年报、安信证券研究中心

图 5：公司仓储及进出库收入预测



资料来源：安信证券研究中心

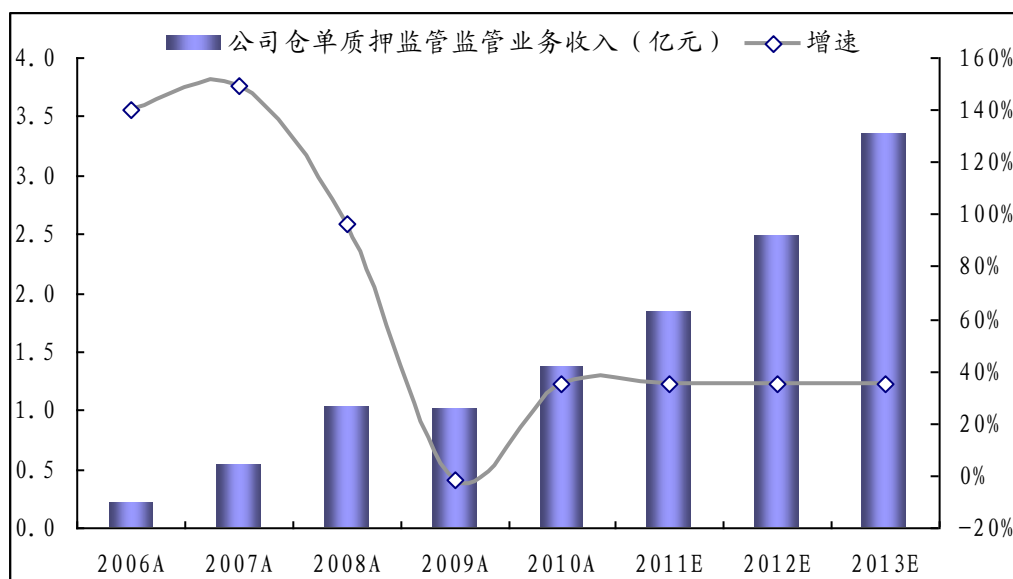
3.2. 仓单质押监管业务：开拓全程金融物流服务，延长收费链条

2010 年仓单质押监管业务贡献毛利 0.76 亿元，占比 9% 左右。公司是最早将仓单质押监管业务引入中国的物流企业，协助银行提供货物的质押融资监管服务，客户凭公司开具的货物仓单向银行申请质押贷款。中储是目前国内规模最大的仓单质押监管企业，与包括四大国有商业银行在内的十几家金融机构建立了合作关系，监管地点覆盖 20 多个省（直辖市）。

仓单质押贷款通过引入信誉良好的仓储公司作为第三方监管抵押物，使得企业可以利用自有存货进行融资，极大的拓展了企业的融资方式。仓单质押贷款在中国出现的时间虽不长，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。除了 2009 年受金融危机影响较大外，2008 年之前公司质押监管业务每年以近乎 100% 以上的速度增长。2010 年公司实现质押监管业务收入 1.36 亿元，较 2009 年增长 35%，质押融资额达到 500 多亿元，预计 2015 年质押融资额达到 2000 亿元左右，预计未来 5 年公司质押监管收入增速在 35% 左右。

此外，公司计划提供整个供应链的全程质押物流服务，对自己仓库内监管的货物，将试点由公司直接提供融资服务，延长服务链条和收费链条。公司计划前期先在天津筹建一家小额贷款公司，注册资金 1 亿元，贷款规模可到 1.5 亿元左右，未来最大增资可到 3 亿元，贷款规模可到 4.5 亿，利率可达 20% 左右。

图 6：公司质押监管收入预测（不含未来开展小额贷款公司的利息收入）



资料来源：安信证券研究中心

3.3. 现货交易市场业务：在建项目 2011 年开始进入利润释放期

2010 年现货交易市场业务贡献 0.91 亿元的毛利，占比 10% 左右。公司利用遍布全国主要城市的物流网络，以仓储业务为依托，创新前店后库式经营模式，在全国建立了包括钢材、汽车、建材、副食品等各类商品现货市场场十几家，年交易规模达到上千亿元。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。

公司现货市场的盈利模式类似小商品城，收入来自于市场内的店面出租租金，每天每平米租金在几块钱左右，是仓库租金的几十倍，接近当地普通写字楼租金水平。同时由于是在自有土地上建设，建造成本非常低廉，公司现货交易市场业务毛利率高达 60% 左右。重点发展低风险、高毛利率的现货交易市场是公司提高土地资产回报率重要手段。

公司投资建设的咸阳东风路装饰建材市场项目、天津南仓分公司综合楼项目（钢材交易市场）、廊坊物流业务办公用房项目（廊坊钢材市场）、无锡物流中心二期项目 2010 年下半年陆续建成交付使用，2011 年开始将进入利润释放期，预计全部达产后年净利润贡献在 5630 万元左右。

表 8：中储股份现货交易市场汇总

交易市场	面积 (平米)	地址
天津储宝钢材现货交易市场	10,000	天津市北辰区顺义道
中储物资城钢材市场	27,120	陕西省西安市未央区东元路7号
中储物资城钢材市场(西安)	27,120	中储发展股份有限公司西安分公司
中储钢材建材市场	5,393	陕西省咸阳市文汇东路15号
咸阳东风路装饰建材市场	25,557	陕西省咸阳市东风路和文汇路交界处
武汉丹水池生产资料市场	33,900	湖北省武汉市解放大道2020号
南京生产资料中心批发市场	13,259	江苏省南京市中央北路河路道一号
大连钢材现货交易市场	4,500	中国物资储运总公司大连仓库
沈阳中储孤家子金属材料市场	11,536	中储股份沈阳物流中心
无锡金属材料交易市场	60,000	中储股份无锡物流中心
郑州中储木材模板市场	220,000	中储股份郑州南阳寨分公司
中储闲置设备调剂市场	26,000	中储股份郑州南阳寨分公司
郑州市摩托车配件批发市场	46,000	中储股份郑州物流中心
河南中储中原钢材城	15,000	中储股份郑州物流中心
中储洛阳钢材现货市场	3,351	河南省洛阳市道南路41号
合计	528,736	

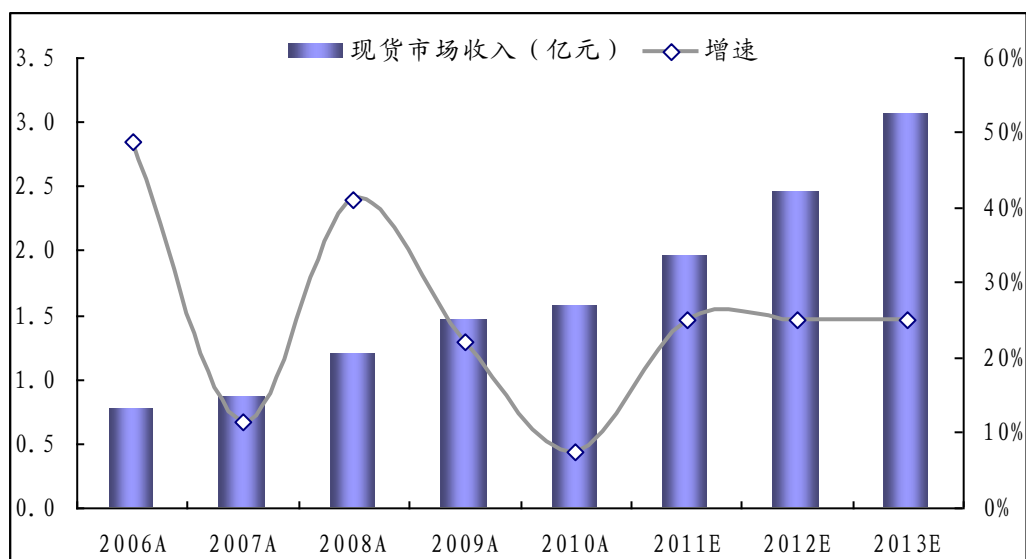
资料来源：公司资料、安信证券研究中心搜集整理

表 9：投资建设的无锡、天津、廊坊、咸阳现货交易市场 2011 年进入利润释放期

现货市场项目	预计全部达产净 利润(万元)	2010 年净利润 情况(万元)	建设进展
无锡物流中心二期项目	3,483	1,126	2010 年 5 月全部竣工，投产初期
天津南仓分公司业务综合楼项目	973	尚未产生	2011 年上半年全部竣工
咸阳东风路装饰建材市场项目	711	127	2010 年 4 月份投产
廊坊物流业务办公用房项目	464	尚未产生	2010 年 12 月份竣工
合计	5,631	1,253	

资料来源：公司公告

图 7：公司现货交易市场业务业绩预测



资料来源：安信证券研究中心

3.4. 建立电子交易平台：升级现有物流业务，开拓增值服务

公司在天津投资设立的中储电子商务有限公司（占股 100%）计划 2010 年 6 月开始运营，打造钢材销售领域的电子交易平台。该平台初期以钢材现货交易为主，将钢材的现货交易、仓储、配送、质押、交割等集中都在网上平台上进行，使传统的业务模式更新换代。在交易量达到一定规模后，可以按照交易金额收取佣金费用，未来还可以规划增加钢材中远期合约交易等金融服务。电子交易平台对公司的影响近期表现在对现有的仓储、配送、质押监管等业务的促进和升级，远期则可以获取交易佣金等增值服务收费。

相比其他钢材电子商务网站而言，中储的竞争优势在于，拥有分布全国主要城市的实体仓储网络和配送体系、年交易额超过 1000 亿元的钢材现货交易市场、几十年积累的钢材交易经验及良好的信誉。目前天津及河北地区的钢材年交易量在 3-4 亿吨左右，按照每吨收取 1 元左右的交易佣金计算，如果未来天津及河北地区 1% 的钢材通过公司电子交易平台实现交易，每年贡献的佣金收入在 300-400 万元左右；未来如果可以实现钢材的中远期合约交易，盈利前景将更为可观。

图 8：现有的钢铁电子商务平台盈利模式

钢铁电子商务网站	盈利模式	
西本新干线、我的钢铁网等	会员费	向缴纳会员费的企业提供信息查询、发布供求信息、在线洽谈、在线交易等会员服务。
	广告费	帮助客户在公司网站上发布广告。
上海大宗钢铁电子交易中心等	交易佣金	按照吨数收取交易佣金，如每吨 1 元等；或是按照成交金额一定比率收取佣金，如千分之五等。

资料来源：安信证券研究中心（中储电子交易平台网址 www.zcesteel.com）

4. 依托丰富的土地储备，工业物流地产有望成为新的增长点

过去公司实现主要是通过溢价向政府转让土地、及发展现货交易市场等毛利率较高的业务来提高土地的收益。由于简单被动的转让土地的盈利模式不可持续，公司计划十二五期间依托丰富的土地储备，重点发展工业物流地产，努力使其成为新的利润增长点。

公司在天津、南京、武汉、西安、青岛等大中城市的 400-500 万平方米左右仓库已经位于城市核心区域，十二五期间将涉及到公司在全国十几处的中心城区仓库的迁建问题，为公司发展工业物流地产业务提供了丰富的土地资源（如公司在南京的现货交易市场已经升级建设成了超市，位于南京新的商业中心）。

在物流园区中进行工业物流地产开发，也将成为公司未来发展的方向。在新建物流园区中，政府允许可以将 10% 左右的区域建成综合配套服务区。如目前公司在建的天津滨海中储综合物流加工园（公司持股 34%），分为物流功能区和综合服务区，占地面积分别为 96 万和 9 万平方米，建筑面积分别为 53 万和 9 万平方米。

5. 公司业绩预测

业绩预测主要假设：

1) 表 10：收入预测假设

单位：百万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
仓储业务收入	244	305	397	516	671
增速	28.7%	25.0%	30.0%	30.0%	30.0%
进出库收入	486	490	637	829	1,077
增速	13.7%	0.9%	30.0%	30.0%	30.0%
质押监管监管收入	101	136	184	248	335
增速	-1.7%	34.8%	35.0%	35.0%	35.0%
现货市场收入	146	157	196	246	307
增速	22.2%	7.5%	25.0%	25.0%	25.0%
配送业务收入	218	271	338	423	529
增速	1.2%	24.4%	25.0%	25.0%	25.0%
国际货运代理收入	257	692	899	1,169	1,520
增速	43.7%	169.0%	30.0%	30.0%	30.0%
集装箱业务收入	60	63	70	77	84
增速	8.4%	6.5%	10.0%	10.0%	10.0%
物流业务收入合计	1,567	2,176	2,790	3,582	4,605
增速	14.9%	38.9%	28.2%	28.4%	28.6%
物资经销收入合计	12,429	16,167	18,592	21,381	24,588
增速	-15.5%	30.1%	15.0%	15.0%	15.0%
营业收入合计	13,996	18,343	21,381	24,962	29,192
增速	-12.9%	31.1%	16.6%	16.7%	16.9%

2) 表 11: 毛利率假设

百万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
物流业务毛利	508	533	683	877	1,128
毛利率	32.4%	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%
毛利增速	7.3%	5.0%	28.2%	28.4%	28.6%
物资经销毛利	347	408	470	540	621
毛利率	2.8%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
毛利增速	-27.8%	17.7%	15.0%	15.0%	15.0%

3) 暂不考虑计划设立的小额贷款公司收益、持有的 5000 万股太平洋证券(601099.SH) 出售收益(成本价 1 元/股)、以及剩余的 1.5 亿元左右的土地出让收益入账的影响, 预计公司 2011-2013 年全面摊薄的 EPS 分别为 0.43 元、0.57 元和 0.74 元。考虑到公司投资太平洋证券主要作为财务投资, 预计年内部分减持变现的概率较大, 公司实际业绩可能超出我们预期。

5000 万股太平洋证券是作为可供出售的金融资产入账(2010 年底已经解禁, 目前市价 11 元/股), 如全部出售可贡献净利润 3.75 亿元, 增厚每股收益 0.40 元, 但对当期利润的影响取决于公司实际减持进程。

表 12: 业绩预测结果(按 2011 年完成 9000 万股增发对 2011-2013 年业绩进行摊薄)

单位: 百万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	14,004	18,347	21,381	24,962	29,192
增速	-12.9%	31.1%	16.6%	16.7%	16.9%
营业成本	13,141	17,402	20,229	23,545	27,444
增速	-13.1%	32.4%	16.2%	16.4%	16.6%
营业利润	198	362	542	714	937
增速	-1.1%	82.2%	49.9%	31.8%	31.2%
利润总额	266	390	542	714	937
增速	15.4%	46.4%	39.2%	31.8%	31.2%
归属母公司所有者净利润	182	278	396	526	693
增速	17.7%	53.1%	42.3%	32.6%	31.8%
每股收益(元)	0.22	0.33	0.43	0.57	0.74

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间		2011-5-10		
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
利润表						成长性						
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	营业收入增长率	-12.9%	31.0%	16.5%	16.7%	16.9%	
减: 营业成本	14,003.7	18,347.2	21,381.5	24,962.1	29,192.5	营业利润增长率	-0.8%	81.3%	50.2%	31.8%	31.2%	
营业税费	13,142.3	17,402.6	20,228.8	23,545.1	27,443.9	净利润增长率	18.1%	52.1%	42.7%	32.6%	31.8%	
销售费用	68.0	71.9	83.8	97.8	114.4	EBITDA 增长率	2.8%	39.1%	60.9%	21.3%	22.8%	
管理费用	199.6	152.2	177.5	207.2	242.3	EBIT 增长率	-6.7%	54.9%	58.6%	28.6%	28.8%	
财务费用	249.9	248.3	289.3	337.8	395.1	NOPLAT 增长率	5.3%	25.7%	47.3%	28.6%	28.8%	
资产减值损失	45.9	18.7	60.0	60.0	60.0	投资资本增长率	16.1%	40.9%	-490.1%	79.0%	50.8%	
加: 公允价值变动收益	100.5	96.7	-	-	-	净资产增长率	38.7%	-1.2%	-2.6%	10.7%	12.7%	
投资和汇兑收益	-	0.4	-	-	-							
营业利润	1.5	3.6	-	-	-							
加: 营业外净收支	199.1	360.8	542.1	714.2	936.8	利润率						
利润总额	67.6	27.9	-	-	-	毛利率	6.2%	5.1%	5.4%	5.7%	6.0%	
减: 所得税	266.7	388.7	542.1	714.2	936.8	营业利润率	1.4%	2.0%	2.5%	2.9%	3.2%	
净利润	68.7	100.9	135.5	178.6	234.2	净利润率	1.3%	1.5%	1.9%	2.1%	2.4%	
资产负債表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBITDA/营业收入	2.5%	2.7%	3.7%	3.9%	4.1%	
货币资金	1,474.5	1,473.7	14,897.2	23,924.3	34,394.8	EBIT/营业收入	1.7%	2.1%	2.8%	3.1%	3.4%	
交易性金融资产	-	0.4	-	-	-	运营效率						
应收账款	759.8	808.9	942.6	1,100.5	1,287.0	固定资产周转天数	37	31	27	22	17	
应收票据	219.7	201.6	235.0	274.3	320.8	流动营业资本周转天数	-7	1	4	-1	-5	
预付帐款	1,732.8	2,199.2	2,741.3	3,372.3	4,107.8	流动资产周转天数	129	109	223	368	450	
存货	851.7	1,396.4	1,635.8	1,904.0	2,219.2	应收帐款周转天数	14	11	10	10	10	
其他流动资产	-0.0	-0.0	0.0	-0.0	0.0	存货周转天数	30	22	26	26	25	
可供出售金融资产	917.0	526.1	-	-	-	总资产周转天数	211	175	269	397	472	
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	47	47	-68	-219	-301	
长期股权投资	141.9	268.3	-	-	-	投资回报率						
投资性房地产	87.5	92.6	-	-	-	ROE	4.7%	7.0%	10.1%	12.1%	14.0%	
固定资产	1,522.3	1,604.3	1,624.2	1,463.5	1,302.9	ROA	2.3%	3.1%	1.8%	1.6%	1.6%	
在建工程	119.2	174.2	-	-	-	ROIC	14.3%	15.5%	16.2%	-5.3%	-3.8%	
无形资产	552.6	537.7	501.9	468.4	437.2	费用率						
其他非流动资产	48.1	76.8	-0.0	-0.0	-0.0	销售费用率	1.4%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	
资产总额	8,427.3	9,360.2	22,577.9	32,507.3	44,069.7	管理费用率	1.8%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	
短期债务	290.2	464.2	-	-	-	财务费用率	0.3%	0.1%	0.3%	0.2%	0.2%	
应付帐款	665.3	501.7	583.1	678.7	791.1	三费/营业收入	3.5%	2.3%	2.5%	2.4%	2.4%	
应付票据	2,338.6	2,338.1	2,717.8	3,163.3	3,687.1	偿债能力						
其他流动负债	731.1	1,449.0	2,111.0	2,987.4	4,012.4	资产负债率	50.5%	56.0%	57.7%	60.8%	63.1%	
长期借款	-	-	-	-	-	负债权益比	102.1%	127.2%	136.6%	155.3%	171.0%	
其他非流动负债	223.2	468.6	49.8	49.8	49.8	流动比率	1.25	1.27	3.77	4.46	4.97	
负债总额	4,257.3	5,240.2	5,480.3	6,897.9	8,559.1	速动比率	1.03	0.98	3.46	4.19	4.71	
少数股东权益	48.9	47.6	57.7	67.9	78.0	利息保障倍数	5.34	20.24	10.03	12.90	16.61	
股本	840.1	840.1	930.1	930.1	930.1	分红指标						
留存收益	3,281.0	3,232.3	3,023.3	3,443.7	3,997.7	DPS(元)	0.04	0.04	0.09	0.11	0.15	
股东权益	4,170.0	4,120.0	4,011.1	4,441.7	5,005.8	分红比率	16.1%	12.1%	20.0%	20.0%	20.0%	
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	股息收益率	0.4%	0.4%	0.9%	1.2%	1.6%	
净利润	198.0	287.8	396.4	525.5	692.5	业绩和估值指标						
加: 折旧和摊销	125.4	131.1	196.5	194.1	191.9	EPS(元)	0.22	0.33	0.43	0.57	0.74	
资产减值准备	-127.6	76.2	-	-	-	BVPS(元)	4.96	4.90	4.31	4.78	5.38	
公允价值变动损失	-	-0.4	-	-	-	PE(X)	43.9	28.9	22.4	16.9	12.8	
财务费用	71.9	46.2	47.9	60.0	60.0	PB(X)	1.9	1.9	2.2	2.0	1.8	
投资收益	-1.5	-3.6	-	-	-	P/FCF	-17.2	-138.4	39.9	8.5	7.0	
少数股东损益	15.4	10.1	10.1	10.1	10.1	P/S	0.6	0.4	0.4	0.4	0.3	
营运资金的变动	40.5	-320.0	143.3	321.2	377.4	EV/EBITDA	16.5	13.6	-7.5	-15.5	-21.4	
经营活动产生现金流量	216.3	158.1	806.3	1,111.0	1,331.9	CAGR(%)	39.3%	34.6%				
投资活动产生现金流量	-323.1	-558.6	812.4	-	-	PEG	1.1	0.8	0.3	-0.2	-0.1	
融资活动产生现金流量	354.3	391.5	-1,339.6	-165.1	-198.5	ROIC/WACC						
						REP						

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

吴莉：5 年证券行业研究经验。2006 年-2007 年，天相投资顾问公司从事航运港口铁路行业研究；2008 年加入国泰君安证券研究所从事航空机场物流行业研究；2009 年获新财富交通运输行业最佳分析师第四名（团队）；2010 年加入安信证券研究中心。

分析师声明

吴莉声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

凌洁	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
张勤	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034