



金元证券股份有限公司
GOLDSTATE SECURITIES CO., LTD.

物流

2011 年 6 月 30 日

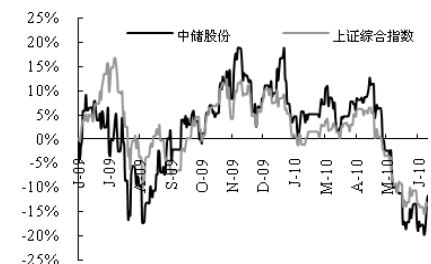
中储股份 (600787)

——依托资源禀赋，寻求业务创新

评级：买入

市场数据	2011 年 6 月 29 日
当前价格 (元)	6.8
52 周价格区间 (元)	6.79 -10.76
总市值 (百万)	5712.70
流通市值 (百万)	2665.55
总股本 (万股)	84010
流通股 (万股)	39199
日均成交额 (百万)	54
近一月换手 (%)	24.55
Beta (2 年)	1.13
第一大股东	中国物资储运总公司
公司网址	www.zcgg.com.cn

一年期收益率比较



表现%	1m	3m	12m
中储股份	-9.9	-26.4	-22.0
上证综指	-8.6	-21.9	-18.4

李娜春

+86 755 21515593

liyc@jyzq.cn

执业证书编号

李娜春: S0370108110546

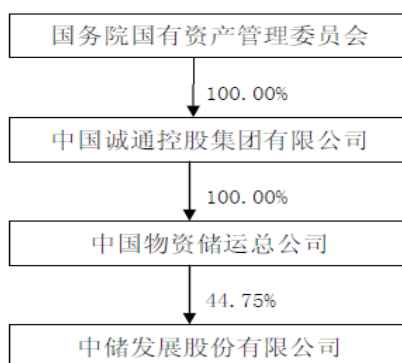
- **具有央企背景的重资产型综合物流企业。**公司是目前国内 A 股市场上最大的综合型物流企业，拥有完善的物流资源和物流网络，形成覆盖全国，包括华北、华东、东北、西南、中原、西北等地区的物流基地，共占地 641 万平方米，其中物流货场面积 245 万平方米，库房面积 118 万平方米，年吞吐量能力近 6000 万吨。拥有各类物流设备近 1000 台套，铁路专用线 70 多公里，具有公、铁、海多式联运的优势，可以为客户提供全程、全方位、多功能物流服务。央企背景和重资产是公司区别于 A 股其他物流企业的重要特征。
- **资源禀赋和品牌优势是公司的核心竞争力。**公司是目前 A 股物流行业上市公司中唯一一家具有央企背景的企业，因此也被赋予了其他公司无法比拟的资源禀赋和品牌优势。
- **未来业绩增长点：**从历史数据来看，2005 年以来，除了 2008 年和 2009 年受金融危机及铁矿粉价格下跌影响，收入和利润增速有所下滑之外，其他年份均保持较好的增长态势。公司未来在现有业务稳定增长的前提下，将通过外延性资源扩张和内部盈利模式创新两个方面，创造新的业绩增长点。
- **中储总公司整体上市的平台。**公司自设立以来，即本着消除同业竞争、优势资源向上市公司集中，做大做强上市公司的发展战略，控股股东中储总公司不断将旗下物流经营资产注入上市公司。公司于 2011 年 4 月公布了非公开增发预案，计划继续置入中储总公司持有的西安 4 宗地、衡阳 5 宗地、武汉 1 宗地、洛阳 4 宗地、平顶山 2 宗地，共 16 宗地，150 万平米。发行价格为 10.14 元/股。此次定增完成后，中储总公司仍有约 1/4 的物流资产和 150 万平米左右的土地资产尚未进入中储股份，未来将逐步置入。
- **投资建议：**根据公司“十二五”规划，到 2015 年公司将实现营业收入 400 多亿元，实现利润近 9 亿元，其中包括中储总公司资产注入。规划显示了公司管理层进一步巩固公司作为 A 股仓储物流板块最大公司和全国领先的综合物流服务商地位的的决心。不考虑土地出让获得的营业外收入，以及未来出售所持有的 5000 多万股太平洋 (601099) 证券的股权收益，按照增发后股本计算，预计公司 11-12 年 EPS 分别为 0.42 元和 0.6 元，对应 23 倍和 16 倍 PE，估值较低，给予“买入”评级。此外，物流行业“十二五”规划细则的出台，预计将在税收方面（主要是土地税和营业税）给予一定的优惠政策，或将成为公司股价上涨的催化剂。
- **风险提示：**大宗商品原材料价格波动影响经销业务收入；质押监管业务风险；坏账增加。

具有央企背景的重资产型综合物流企业

公司是目前国内 A 股市场上最大的综合型物流企业,拥有完善的物流资源和物流网络,形成覆盖全国,包括华北、华东、东北、西南、中原、西北等地区的物流基地,共占地 641 万平方米,其中物流货场面积 245 万平方米,库房面积 118 万平方米,年吞吐量能力近 6000 万吨。拥有各类物流设备近 1000 台套,铁路专用线 70 多公里,具有公、铁、海多式联运的优势,可以为客户提供全程、全方位、多功能物流服务。

央企背景和重资产是公司区别于 A 股其他物流企业的重要特征。公司实际控制人中国诚通控股集团有限公司是国务院国有资产监督管理委员会监管的大型企业集团,因此公司具有央企背景。截止 2011 年一季度,公司总资产规模达到 111.13 亿元,净资产达到 42.15 亿元,是典型的重资产物流企业。

图表 1 公司实际控制人持股情况



资料来源:公司公告

图表 2 行业内主要上市公司 2011 年一季度资产和净资产情况

单位:亿元

	资产	净资产
怡亚通	131.72	15.23
飞马国际	53.56	5.05
澳洋顺昌	14.09	7.08
恒基达鑫	10.82	7.87
新宁物流	4.01	3.42
ST 百科	3.47	2.94
长江投资	14.69	7.03
交运股份	49.90	25.65
中储股份	111.13	42.15
保税科技	12.56	4.36

资料来源: WIND

公司收入来源主要分为两大业务：一是物流业务，即以物流为主导的仓储、进出库、配送业务、国际货运代理、质押监管、集装箱；二是贸易业务，主要包括钢材、铁矿石代理和自营业务。2010 年，物流业务和经销业务分别占公司收入的 11.86%和 88.11%，占公司利润的比重分别为 53.58%和 46.03%。

图表 3 公司收入构成

单位: 万元

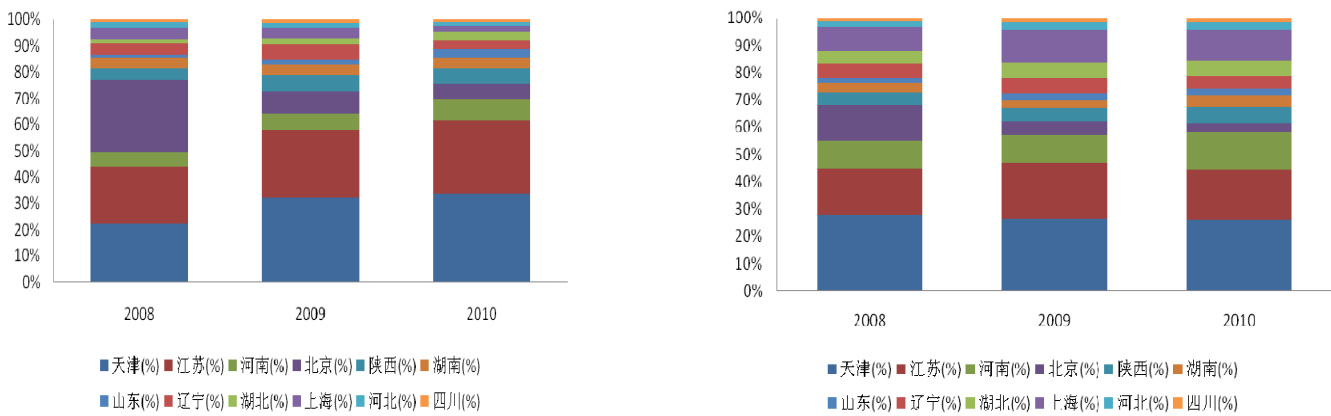
	2008	2009	2010
仓储	18984.24	24442.16	30,546.66
增长率 (%)	26.98%	28.75%	24.98%
进出货	42746.60	48586.6	49,024.90
增长率 (%)	38.34%	13.66%	0.90%
配送	21517.69	21766.59	27,072.90
增长率 (%)	180.65%	1.16%	24.38%
国际货运代理	17892.49	25709.13	69,170.20
增长率 (%)	17.06%	43.69%	169.05%
物流业务 质押监管	10280.32	10104.67	13,621.72
增长率 (%)	96.49%	-1.71%	34.80%
集装箱	5491.92	5955.73	6,342.56
增长率 (%)	23.03%	8.45%	6.50%
现货市场	11960.11	14619.79	15,712.72
增长率 (%)	41.03%	22.24%	7.48%
物流业务合计	136344.20	156662.20	217,628.43
增长率 (%)	51.90%	14.90%	38.92%
营业利润率 (%)	30.77%	28.50%	21.49%
销售收入	1470793.85	1242929.00	1,616,681.77
经销业务 增长率 (%)	21.08%	-15.49%	30.07%
营业利润率 (%)	3.24%	2.74%	2.48%

资料来源: 公司公告、金元证券研究所

从收入和利润的区域结构来看，天津和江苏地区是公司收入和利润的主要贡献区域，2010 年分别占公司收入的 35.58%和 29.29%，利润的 25.98%和 18.64%。此外，河南地区近年来占公司利润的比重呈逐年上升趋势，从 2008 年的 10.23%上升至 2010 年的 13.47%。

图表 4 公司收入的区域构成

图表 5 公司利润的区域构成



资料来源：公司公告、金元证券研究所

物流行业呈快速发展趋势

随着全球制造业继续向中国转移、国内消费水平不断提升以及产业政策对现代物流业扶持力度不断增强，物流行业已成为国内发展最快的领域之一，整体规模不断扩大。2010 年全国社会物流总额 125.4 万亿元，按可比价格计算，同比增长 15%，增幅比上年提高 3.7 个百分点；物流业增加值为 2.7 万亿元，按可比价格计算，同比增长 13.1%，增幅比上年提高 2.5 个百分点；物流业增加值占 GDP 的比重为 6.9%，占服务业增加值的比重为 16%，均与上年基本持平。

图表 6 2008-2010 年中国物流运行数据 单位: 万亿

	2008	2009	2010
物流总额	89.8953	96.65	125.413
同比增长	20%	7.40%	15%
物流总费用	5.4542	6.08	7.0984
同比增长	16.20%	7.20%	16.70%
占 GDP 的比重	18.10%	18.10%	17.80%
物流业增加值	1.9965	2.31	2.731
同比增长	15.40%	7.30%	13.10%
占服务业增加值的比重	16.50%	16.10%	16.00%
物流用固定资产投资	1.7508	2.5693	3.0675
同比增长	22.60%	47.60%	19.40%

资料来源：中国物流与采购联合会

物流业固定资产投资也呈高速增长态势，物流基础设施条件在逐步

完善。根据中国物流与采购联合会数据显示，2008-2010 年物流用固定资产投资额复合增长率为 32.37%，高于同期全国城镇固定资产投资复合增长率 27.4%，表明国家正逐步扩大物流相关产业基础建设投资，对于加快物流产业的振兴与发展，具有良好的促进作用。

物流总费用方面，近年来占 GDP 的比重呈逐步下降趋势，表明物流业总体运行效率和现代化程度在不断提高，但与发达国家普遍不到 10%的水平相比，还有很大差距。

政策方面，2009 年，为了应对金融危机的冲击，国家出台了十大产业振兴规划，包括《物流业调整和振兴规划》，物流业被赋予了危机时期经济增长引擎的重要使命。2011 年以来，CPI 持续高位运行，以蔬菜为主的食物价格是物价指数居高不下的主要原因之一，而蔬菜价格的高企，则主要由于中间环节的层层加价所致，在这个复杂的产业链中，物流费用占据了很大比重，成为蔬菜价格高企的重要推手。

为了缓解通胀压力，物流业再次得到广泛关注，国务院于 2011 年 6 月出台了八项措施多方面扶持物流业的发展，其中包括减轻物流企业的税收负担，加大对物流业的土地政策扶持力度等。

此外，在“十二五”规划纲要中明确提出了“营造环境，推动服务业大发展”，要“大力发展现代物流业：加快建立社会化、专业化、信息化的现代物流服务体系，大力发展第三方物流，优先整合和利用现有物流资源，加强物流基础设施的建设和衔接，提高物流效率，降低物流成本。推动农产品、大宗矿产品、重要工业品等重点领域物流发展。优化物流业发展的区域布局，支持物流园区等物流功能集聚区有序发展。推广现代物流管理，提高物流智能化和标准化水平”。

从物流行业发展趋势来看，基础物流服务商在注重原有业务拓展的同时更倾向于提供更多增值服务，延伸服务链，扭转毛利率逐步下降局势，其核心竞争力体现为多年业务运营所形成的规模效应，发展趋势为从传统货代企业、储运企业或贸易商向综合物流服务商转化；现代物流服务商的核心竞争力则体现为服务模式变革和创新以及对现代物流服务中仓储服务运营平台、物流信息系统等关键节点投资和运营能力。

资源禀赋和品牌优势是公司的核心竞争力

公司是目前 A 股物流行业上市公司中唯一一家具有央企背景的企业，因此也被赋予了其他公司无法比拟的资源禀赋和品牌优势。

■ 资源禀赋

公司拥有完善的物流资源和物流网络，形成覆盖全国，包括华北、华东、东北、西南、中原、西北等地区的物流基地，共占地 641 万平方米，其中物流货场面积 245 万平方米，库房面积 118 万平方米，年吞吐量能力近 6000 万吨。拥有各类物流设备近 1000 台套，铁路专用线 70 多公里，具有公、铁、海多式联运的优势，可以为客户提供全程、全方位、多功能物流服务。

图表 7 公司主要仓库情况

仓库名称	地址	仓库总面积 (万平方米)	备注
咸阳物流中心	陕西省咸阳市文汇东路 15 号	18	
西安分公司	陕西省西安市未央区东元路 7 号	37	
西安东兴分公司	陕西省西安市新城区兴工东路 85 号	4.3	
无锡中储物流有限公司	江苏省无锡市锡沪路 183 号	17.4	
天津新港分公司	天津市塘沽区新港四号路	30.6	
天津物流中心	天津市北辰区顺义道钢材市场 H 区	7	
天津南仓分公司	天津市北辰区顺义道	58	上海金属期货交易所指定商品交割库
唐家口分公司	天津市河东区东兴立交桥下西侧	8.6	
塘沽分公司	天津市塘沽区胡家园街张家园村	17	
上海吴淞分公司	上海市宝山区铁山路 495 号	11	上海金属期货交易所指定商品交割库
上海浦东分公司	上海市仁庆路 200 号	11.5	
上海沪闵分公司	上海市闵行区剑川路 2280 号	4.6	
上海大场分公司	上海市宝山区南大路 257 号	28.6	上海金属期货交易所指定商品交割仓库
青州中储物流有限公司	山东省青州市玲珑山北路 638 号	15.3	
青岛分公司	山东省青岛市青岛经济技术开发区江山北路 97 号	11	
平顶山分公司	河南省平顶山市平宝路 3 号	44	
南京分公司	江苏省南京市中央北路河路道一号	17.7	
洛阳分公司	河南省洛阳市道南路 41 号	9.3	
廊坊分公司	河北省廊坊市光明东道 25 号	29.5	
衡阳分公司	湖南省衡南县三塘镇环城南路 34 号	25	
汉口分公司	湖北省武汉市解放大道 2020 号	36.5	
大连分公司	辽宁省大连市甘井子区西北路 867 号	7	
成都天一分公司	四川省成都市外北天回镇明月路 59 号	7	
成都天二分公司	四川省成都市金牛区天回路 167 号	8.5	
合计		464.4	

资料来源：公司网站，金元证券研究所

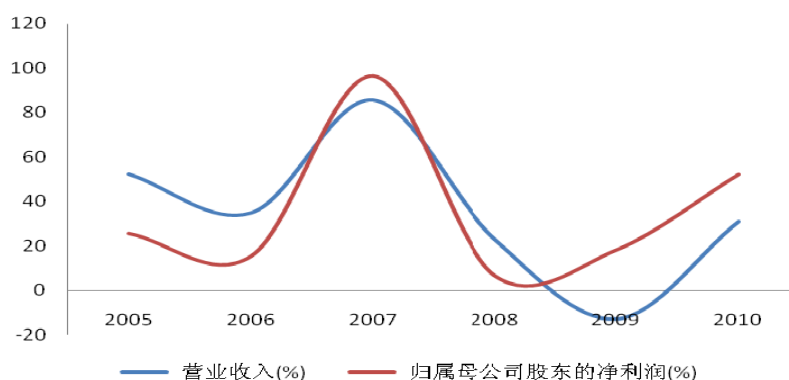
■ 品牌优势

公司良好的服务和管理水平使公司拥有了较高的品牌知名度，而央企背景赋予公司的品牌信任度也是其他很多物流公司难以比拟的。公司目前已与多家国际知名企业和大型连锁超市建立了长期配送合作关系，并与国内许多银行建立了集物流融资于一体的质押监管业务。其中，质押监管业务对于企业的诚信度要求很高，目前国内开展此项业务的物流企业主要是中国外运集团、中远集团以及中储总公司（包括中储股份）。

未来业绩增长点

从历史数据来看，2005 年以来，除了 2008 年和 2009 年受金融危机及铁矿粉价格下跌影响，收入和利润增速有所下滑之外，其他年份均保持较好的增长态势。

图表 8 公司 2005-2010 年收入和净利润同比增速



资料来源：WIND

公司未来在现有业务稳定增长的前提下，将通过外延性资源扩张和内部盈利模式创新两个方面，创造新的业绩增长点。

■ 现有业务稳定增长

公司现有业务包括物流和经销两大业务，从营业利润的角度来看，2010 年，物流和经销业务利润贡献率分别为 53.58%和 46.03%。

1、物流业务。

公司物流业务中，按照毛利率的差别可以分为三类：高毛利率的现货市场业务、质押监管业务；中等毛利率的仓储与进出货业务；低毛利率的配送业务、国际货运代理业务以及集装箱业务。

(1) 现货市场业务

公司 10 年现货市场收入 1.57 亿元，毛利率预计为 60%，贡献毛利 9400 万左右，约占公司毛利的 10%。

目前在我国主要经济发展地区和城市，公司已建成大型现货商品交易市场 20 多家，前厅后库经营模式，集商流、物流、信息流和资金流于一体，提供工商、税务、银行、结算一条龙服务，成为各类商家经销交易的理想场所和商品集散地，积极促进了区域经济的发展。

公司目前拥有的国家级现货交易市场包括：天津中储宝钢材现货交易市场、江苏无锡金属材料现货市场、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、大连钢材现货交易市场、中储咸阳生产资料市场。交易品种包括金属材料、汽车、建筑材料、机电产品、轻工产品、农副产品、日用百货等。

图表 9 公司主要现货市场情况

	面积（平方米）	席位数（个）	年交易额（亿元）
中储物资城钢材市场	27120	641	70
中储天津物流中心	1460	32	10.4
中储洛阳钢材现货市场	3351	156	18
中储钢材建材市场	5393	129	1
武汉丹水池生产资料市场	33900	602	100
无锡中储装饰材料城	65000	380	3
无锡金属材料市场	30000	660	200
南京生产资料中心批发市场	13259	417	125
储宝钢材现货交易市场	20000	673	402

资料来源：公司网站，金元证券研究所

现货市场的盈利模式目前主要是收取租金，由于公司土地成本较低，因此毛利率预计在 60%左右，每年提租 10%左右。

公司 09 年定增募投的现货市场项目包括无锡物流中心二期项目、天津南仓分公司业务综合楼项目、咸阳东风路装饰建材市场项目以及廊坊物流业务办公用房项目均已竣工，预计 2011 年开始逐渐进入业绩释放期，全部达产后预计将带来 5600 万左右的收益。

(2) 质押监管业务

公司 10 年质押监管业务收入 1.36 亿元，毛利率预计为 60%，毛利额 8100 万左右，占公司毛利的 9%。

质押监管业务是银行与物流企业合作向客户提供的一种物流和融资服务。客户把货物质押给银行，由物流企业来监管，物流企业在提供仓储、运输、货代等服务的同时，向银行提供监管服务，在货物质押监管期间，银行向客户提供贷款或其他融资服务。

由于质押监管业务的相对安全和实用性，受到金融界和企业界的广泛青睐，近年来业务量每年均保持 15% 的增速。由于对物流企业诚信度要求较高，目前开展此业务的物流企业主要有中国外运集团、中远集团以及中储总公司（包括中储股份）。

公司 08-10 年质押监管业务收入平均增速为 43.19%，预计未来 3 年年均增速在 35% 左右。

（3）仓储与进出货业务

公司 10 年仓储与进出货业务收入合计为 7.96 亿元，预计毛利率为 30%，毛利额 2.39 亿元，占公司毛利的 27% 左右，是公司收入和利润的重要组成部分。

该项业务是公司的传统业务，主要依托物流中心、设备和信息系统资源，向客户提供仓储及进出货服务。公司目前的仓储物资品种包括钢材、有色金属、煤炭、家电类、橡胶及其制品、塑化产品、纸张类、食品饮料类、服装纺织类、日用品类。此外，在上海、江苏、山东、陕西等地拥有期货商品指定交割仓库，交割品种包括有色金属、橡胶、铝锭、棉花等。

该项业务增长主要依靠物流基地的增加、进出货频率的提高以及仓储单位费率的上升。公司目前储备建设的物流基地包括上海临港物流园区奉贤分区物流基地项目、南京滨江物流中心、天津、沈阳等项目，根据公司规划，到 2015 年物流基地面积将扩大一倍；在进出货频率方面，公司近年来也在加大快速消费品占比，从而提高进出货频率；从仓储单位费率来看，近年来也呈稳定增长态势，预计每年提升 15% 左右。

（4）其他低毛利率业务

包括配送业务、国际货运代理业务以及集装箱业务，2010 年三项业务收入合计为 10.26 亿元，贡献毛利约 5300 万元，占公司毛利的比重为 11%。其中国际货运代理业务 09 年和 10 年收入增速较高，分别为 43.69% 和 169.05%，但由于毛利率较低，预计在 6% 左右，所以总体来看对公司利润贡献较小。

2、经销业务。

公司经销业务主要是钢材等大宗商品和原材料的代理和少部分的自营。对于该项业务，公司以提升经销业务模式、提高经销业务质量、规避经销业务风险为前提，按照“规范化、规模化、专业化”的发展思路，积极构建中储贸易业务管理体系，搭建期货套期保值统一操作平台，加强对业务和资金的管控，有效地控制了风险。

2010 年经销业务收入为 161.67 亿元，同比增长 30%，主要得益于大宗商品和原材料价格的上升，销售量同比下降了 9.33%。该项业务利润率仅为 2.48%，因此占公司利润的比重为 46.21%。

总体来看，公司现有的物流和经销业务均将保持稳定增长态势。

■ 外延性资源扩张

公司目前在外延性资源扩张方面的思路主要有三个：

1、利用现有物流基地土地处置的机遇，在当地或周边辐射地区扩大产业规模。公司目前在天津、沈阳、南京等地的物流仓储基地已处于城市中心地带，土地已大幅升值。按照以往公司的做法，相关土地处置所得资金都会继续投入仓储主业，进行重新选址、规划和建设。未来公司也可考虑不进行简单的土地转让，而引入其他机构合作或自行开发符合城市规划的物流商业地产等项目，这将为公司带来新的业绩增长点。

2、参与或主导部分二线城市的物流园区开发建设。二线城市的物流园区将成为新的投资方向，公司已对徐州、长春、唐山、芜湖等十几个二线城市进行考察，当地政府合作的意向强烈。物流园区开发项目一方面能够加快公司的基地建设，另一方面，物流园区根据政策可以配置 10%左右的物流商业地产，将给公司带来新的收入来源。

3、沿长江水道积极布点，打造沿江物流联运网络。公司计划从四川宜宾“长江第一港”开始，沿江在湖南、湖北、安徽、江苏等地相继建设物流仓储基地，形成联运网络，以抓住“黄金水道”的产业发展良机。

■ 内部盈利模式创新

公司内部盈利模式创新主要包括：

1、推进电子商务，实现旗下现货市场上线，由此实现电子交易、异地交割，打造全国联网的生产资料电子交易平台。目前该平台在积极推进中。在平台建立初期，主要是以钢材的撮合交易为主，未来计划按

照交易量收取佣金，预计 1 元/吨，并逐步增加钢材中远期合约交易等服务。该平台有望成为公司未来新的业绩增长点，但是需要一定时间的培育，短期内难以贡献业绩。

2、进一步延长质押监管业务的链条。公司目前质押监管业务中很多是仅派监管员，从而获得质押监管收入。未来将逐步在物流的整个供应链中提供该项服务，从而使该项业务中的单位价值量达到最大。此外，公司还决定作为主发起人投资 1 亿元成立小额贷款公司，持股比例为 30%，其他发起人为公司的 6 家全资控股子公司各持股 10%以及无锡中储物流有限公司（公司持股 95%的控股子公司）持股 10%，直接提供融资服务，获得利息收入。预计营业收入为 2025 万元/年，净利润 1132.5 万元/年。

3、对新的物流细分产业的开发。公司将积极介入超市配送、冷链物流、铁路和空运代理、快速消费品外包业务招投标等。公司还将立足增加前端物流外包业务，提升揽货和物流方案设计能力，延长服务链。

中储总公司整体上市的平台

公司自设立以来，即本着消除同业竞争、优势资源向上市公司集中，做大做强上市公司的发展战略，控股股东中储总公司不断将旗下物流经营资产注入上市公司。

图表 10 公司设立以来重大资产变动情况

时间	事件	影响
1998 年	配股收购中储总公司所属位于上海地区的中国物资储运上海沪西公司、沪南公司、江湾公司、大场公司四家全资附属企业	使公司物流业务网点在原有天津地区基础上扩大到上海地区
2000 年	配股置入中储总公司所属南京公司、无锡中储物资总公司	使公司物流业务网点进一步扩大到南京、无锡地区
2004 年	公司按评估值向控股股东中储总公司购买其持有的中储上海物流有限公司 80% 股权，以及中国物资储运上海沪闵公司、上海国贸金属材料检验公司、上海中储浦东物资公司三家公司的全部权益	进一步增强了公司在上海地区物流市场的占有率，完善了公司的物流市场服务功能
2005 年	公司按评估值向控股股东中储总公司购买中国物资储运天津有限责任公司 90% 股权及中国物资储运汉口公司、西安中储物流中心、郑州中储平顶山仓库、中国物资储运总公司天回镇第一仓库、天回镇二仓库、西安中储东兴物贸公司、中国物资储运衡阳公司、洛阳中储物流中心、中国物资储运咸阳物流中心九家企业全部权益	进一步优化了公司物流网点布局，在加强原有天津物流网点营运能力基础上，物流网络进一步拓展到汉口、西安、郑州、洛阳、衡阳、成都、咸阳等中西部重要地区

2007 年	非公开发行股票置入中储总公司所持沈阳中储物流中心、中国物资储运总公司沈阳虎石台三库、中国物资储运总公司沈阳铁西一库、中国物资储运总公司大连仓库、郑州中储物资流通中心、郑州中储南阳寨仓库等 6 家全资仓储物流企业权益，所持北京中物储国际物流科技有限公司 51% 股权，所持位于天津、成都、咸阳三地的 8 宗土地使用权	公司物流网点进一步拓展至沈阳、大连、郑州等重要物流节点城市，同时增强了公司的土地储备及国际货代业务
--------	---	---

资料来源：公司公告、金元证券研究所

公司于 2011 年 4 月公布了非公开增发预案，计划继续置入中储总公司持有的西安 4 宗地、衡阳 5 宗地、武汉 1 宗地、洛阳 4 宗地、平顶山 2 宗地，共 16 宗地，150 万平米。发行价格为 10.14 元/股。此次定增完成后，中储总公司仍有约 1/4 的物流资产和 150 万平米左右的土地资产尚未进入中储股份，未来将逐步置入。

投资建议

根据公司“十二五”规划，到 2015 年公司将实现营业收入 400 多亿元，实现利润近 9 亿元，其中包括中储总公司资产注入。规划显示了公司管理层进一步巩固公司作为 A 股仓储物流板块最大公司和全国领先的综合物流服务商地位的決心。不考虑土地出让获得的营业外收入，以及未来出售所持有的 5000 多万股太平洋(601099)证券的股权收益，按照增发后股本计算，预计公司 11-12 年 EPS 分别为 0.42 元和 0.6 元，对应 23 倍和 16 倍 PE，估值较低，给予“买入”评级。此外，物流行业“十二五”规划细则的出台，预计将在税收方面（主要是土地税和营业税）给予一定的优惠政策，或将成为公司股价上涨的催化剂。

图表 11 收入和毛利假设

		收入			毛利		
		2010	2011E	2012E	2011E	2012E	
物流业务	仓储	30,546.66	38183.33	49638.32	仓储	11455.00	14891.50
	增长率 (%)	24.98%	25%	30%	毛利率 (%)	30%	30%
	进出货	49,024.90	56378.64	67654.36	进出货	16913.59	20296.31
	增长率 (%)	0.90%	15%	20%	毛利率 (%)	30%	30%
	配送	27,072.90	33841.13	42301.41	配送	3384.11	4230.14
	增长率 (%)	24.38%	25%	25%	毛利率 (%)	10%	10%
	国际货运代理	69,170.20	96838.28	135573.59	国际货运代理	6778.68	9490.15
	增长率 (%)	169.05%	40%	40%	毛利率 (%)	7%	7%
	质押监管	13,621.72	17708.24	23020.71	质押监管	10624.94	13812.42
	增长率 (%)	34.80%	30%	30%	毛利率 (%)	60%	60%
	集装箱	6,342.56	6976.82	7674.50	集装箱	1255.83	1381.41
	增长率 (%)	6.50%	10%	10%	毛利率 (%)	18%	18%
	现货市场	15,712.72	19640.90	23569.08	现货市场	11784.54	14141.45

	增长率 (%)	7.48%	25%	20%	毛利率 (%)	60%	60%
	物流业务合计	217,628.43	269567.32	349431.97	物流业务合计	62196.69	78243.38
	增长率 (%)	38.92%	23.87%	29.63%			
经销业务	销售收入	1,616,681.77	2020852.21	2526065.27	毛利	50521.31	63151.63
	增长率 (%)	30.07%	25%	25%	毛利率 (%)	2.50%	2.50%

数据来源: 金元证券研究所

图表 12 利润表预测

	2010	2011E	2012E
营业收入(万元)	1834723.01	2290419.53	2875497.23
增长率(%)	31.02%	24.84%	25.54%
减: 营业成本 (万元)	1740262.86	2177701.54	2734102.22
销售毛利率 (%)	5.15%	4.92%	4.92%
营业税金及附加 (万元)	7190.43	9161.68	11501.99
销售费用 (万元)	15224.07	15985.2735	16784.53718
管理费用 (万元)	24828.78	26070.219	27373.72995
财务费用 (万元)	1874.82	3000	3500
资产减值损失 (万元)	9670.61	5000	5000
加: 投资收益 (万元)	364		
公允价值变动损益 (万元)	44.29		
其他经营损益 (万元)	0		
营业利润 (万元)	36079.75	53500.82	77234.75
加: 其他非经营损益 (万元)	2794.31		
利润总额 (万元)	38874.06	53500.82	77234.75
减: 所得税 (万元)	10089.2	13375.21	19308.69
净利润 (万元)	28784.86	40125.62	57926.07
减: 少数股东损益 (万元)	1012.18	1605.02	2317.04
归属母公司股东净利润 (万元)	27772.68	38520.59	55609.02
增长率(%)	52.13%	38.70%	44.36%
EPS (元)	0.30	0.42	0.60

数据来源: 金元证券研究所

图表 13 行业内上市公司 PE、PB 比较

	PE			PB
	2010	2011E	2012E	2011Q1
怡亚通	43.17	28.03	21.28	3.94
飞马国际	51.53	32.56	25.44	5.37
澳洋顺昌	35.84	26.54	20.74	5.71
恒基达鑫	39.03	29.56	21.72	2.64
新宁物流	61.92	30.69	29.98	3.30
保税科技	36.06	19.64	18.37	6.54
中储股份	29.34	23.00	16.00	1.96
平均	42.41	27.15	21.93	4.21

数据来源：金元证券研究所

注：按照 2011 年 6 月 29 日收盘价计算

风险提示

大宗商品原材料价格波动影响经销业务收入；质押监管业务风险；坏账增加。

金元证券行业投资评级标准：

增持：行业股票指数在未来 6 个月内超越大盘；

中性：行业股票指数在未来 6 个月内基本与大盘持平；

减持：行业股票指数在未来 6 个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准：

买入：股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上；

增持：股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5% ~ 15%；

中性：股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ +5%；

减持：股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ -15%；。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2011. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.