

主业增长加速，物流地产启航

——中储股份（600787）调研报告

分析师：齐艳莉

SAC NO: S1150511010015

2011 年 9 月 15 日

交通运输---物流

联系人

齐艳莉

022-28451625

qyl_tj@126.com

评级： 强烈推荐

上次评级： 推荐

目标价格： 14.0

最新收盘价： 9.78

最近半年股价相对走势



相关研究报告

调研情况：

9 月 8 日我们对公司进行了拜访，就公司经营情况与董秘薛先生进行了深入的探讨。

投资要点：

● 现有业务展现新活力

公司现有物流业务盈利模式稳定，未来公司将加快扩张，随着沈阳、天津、南京、上海等地物流园的建设，以及大股东的资产注入，预计到 2015 年公司仓储点地面积将超过 1000 平米，带动各项业务快速增长。

● 电子商务+物流地产助力二次腾飞

公司欲打造钢材电子销售平台，该平台建成后可以将分散的市场联接起来，形成全国性的生产资料交易和物流平台，并且可以为供应链融资等创新交易模式提供基础，对现有业务有极大的促进作用。

此外，按照目前的政策，公司新建物流园中不超过 15% 的面积可用于商业开发，升值潜力更大。而公司原有土地已逐步进入市中心，也面临继续开发的问题。

● 土地增值与未确认收入带来惊喜

公司目前拥有产权的土地面积约 460 万平，目前绝大部分土地已进入城市中心区，升值明显。我们大概估算公司土地市价约为 136 亿，折合每股 16.25 元。此外还有未确认的土地出让款 1.5 亿元左右，可供出售的金融资产 4.5 亿元，或将给公司业绩带来惊喜。

● 给予强烈推荐的投资评级

我们预测公司 11-13 年每股收益分别为 0.45、0.52 和 0.65 元，目前公司动态估值为 20.31 倍，低于行业平均的估值水平。考虑到公司的重估土地价值、未确认收入，我们认为公司合理股价区间为 12-14 元，给予强烈推荐的投资评级。

财务摘要（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	14,004	18,347	21,270	24,763	28,885
(+/-)%	-13%	31%	16%	16%	17%
经营利润（EBIT）	344	472	701	914	1085
(+/-)%	-30%	37%	48%	30%	19%
净利润	183	278	380	442	565
(+/-)%	18%	52%	37%	16%	28%
每股收益（元）	0.22	0.33	0.45	0.53	0.67

资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	1474	1474	7021	8070	9350	营业收入	14004	18347	21270	24763	28885
应收票据	220	202	0	0	0	营业成本	13142	17403	20046	23305	27138
应收账款	546	574	666	775	904	营业税金及附加	68	72	83	97	113
预付款项	1733	2199	2203	2208	2213	销售费用	200	152	152	149	202
其他应收款	214	234	272	316	369	管理费用	250	248	288	297	347
存货	852	1396	1609	1870	2178	财务费用	46	19	140	261	257
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	100	97	97	97	97
长期股权投资	142	268	268	268	268	投资收益	1	4	4	4	4
固定资产	1522	1604	1635	1656	1612	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	119	174	197	199	139	营业利润	199	361	468	560	735
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	68	28	56	50	45
无形资产	553	538	502	466	430	税前利润	267	389	524	611	780
长期待摊费用	0	0	0	0	0	减：所得税	69	101	131	153	195
资产总计	8427	9360	15084	16559	18216	净利润	198	288	393	458	585
短期借款	290	464	0	0	0	归属于母公司的净利润	183	278	380	442	565
应付票据	2339	2338	2693	3131	3646	少数股东损益	15	10	14	16	20
应付账款	145	86	185	269	248	基本每股收益	0.22	0.33	0.45	0.53	0.67
预收款项	716	1360	1786	2281	2859	稀释每股收益	0.22	0.33	0.45	0.53	0.67
应付职工薪酬	63	69	69	69	69	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
应交税费	-48	20	-14	-14	-14	成长性					
其他应付款	521	416	416	416	416	营收增长率	-12.9%	31.0%	15.9%	16.4%	16.6%
其他流动负债	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	-30.0%	37.3%	48.5%	30.4%	18.7%
长期借款	0	0	5000	5000	5000	净利润增长率	18.1%	52.1%	36.7%	16.4%	27.8%
负债合计	4257	5240	10613	11629	12701	盈利性					
股东权益合计	4170	4120	4471	4929	5514	销售毛利率	6.2%	5.1%	5.8%	5.9%	6.0%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	销售净利率	1.3%	1.5%	1.8%	1.8%	2.0%
净利润	198	288	393	458	585	ROE	4.4%	6.7%	8.5%	9.0%	10.2%
折旧与摊销	125	131	203	213	220	ROIC	5.46%	6.99%	5.32%	6.63%	7.44%
经营活动现金流	216	158	1410	1506	1613	估值倍数					
投资活动现金流	-323	-559	-216	-196	-76	PE	45.0	29.6	21.6	18.6	14.5
融资活动现金流	354	391	4354	-261	-257	P/S	0.6	0.4	0.4	0.3	0.3
现金净变动	247	-9	5548	1049	1280	P/B	1.97	1.99	1.84	1.67	1.49
期初现金余额	1227	1474	1474	7021	8070	股息收益率	0.5%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	1474	1465	7021	8070	9350	EV/EBITDA	15.1	12.5	7.3	4.9	3.3

目 录

1. 公司概况.....	4
1.1. 国内仓储物流业龙头	4
1.2. 诚通集团是实际控制人.....	5
2. 主营业务.....	6
2.1. 仓储：仓储面积扩大，费率不断提升	6
2.2. 现货市场：新项目进入利润释放期	7
2.3. 质押监管：快速增长势头不减	9
2.4. 电子商务：模式创新带来新活力.....	11
2.5. 物流地产：土地增值的出口	12
3. 土地增值与未确认收入	13
3.1. 公司土地增值明显	13
3.2. 持有可出售金融资产	14
4. 大股东资产不断注入.....	14
5. 盈利预测与估值	15

图 表 目 录

图表 1：中储股份网点布局	4
图表 2：主营业务收入构成.....	4
图表 3：主营业务利润构成.....	4
图表 4：物流收入构成	5
图表 5：公司股权关系图	5
图表 6：历年仓储和进出库收入.....	6
图表 7：经济危机导致公司吞吐量增速放缓	7
图表 8：吨货物贡献收入近年不断提高.....	7
图表 9：中储主要现货市场概况.....	8
图表 10：现货市场业务历年增速.....	8
图表 11：新建现货市场项目进入利润释放期.....	8
图表 12：仓单质押业务流程.....	9
图表 13：动产质押业务流程	10
图表 14：买方信贷（保兑仓）业务流程.....	10
图表 15：质押监管业务发展情况.....	11
图表 17：公司土地增值明显	13
图表 18：公司持有可出售金融资产情况.....	14
图表 19：公司上市以来不断收购大股东资产	14
图表 20：中储与中储总公司对比.....	15
图表 21：盈利预测	16
图表 22：行业估值比较	16

1. 公司概况

1.1. 国内仓储物流业龙头

中储股份原名“天津中储商贸股份有限公司”，由中储总公司下属中国物资储运天津公司所属六家独立法人单位——天津中储南仓一库、天津中储南仓二库、天津中储南仓三库、天津中储西站二库、天津中储新港物资公司和天津中储新港货运代理公司共同作为发起人，以其经评估的全部经营性净资产入股，以社会募集方式募集设立的股份有限公司。

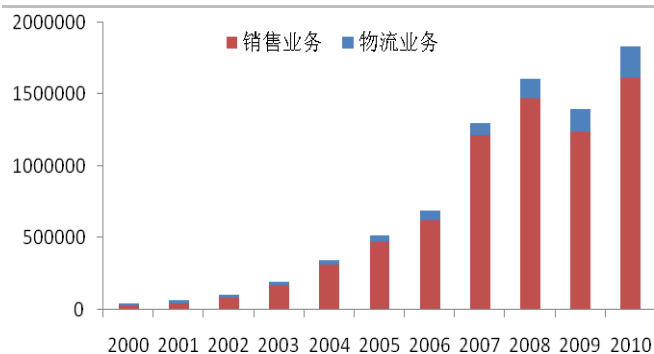
中储股份是我国仓储物流行业的龙头企业，拥有完善的物流资源和物流网络，形成覆盖天津、河北、上海、辽宁、山东、陕西、四川、河南、湖北、湖南、江苏等地的物流基地，并可在各物流节点提供集仓储、运输配送、国内国际外贸易、国际货运代理、质押监管融资、现货交易市场等综合物流服务。

图表 1：中储股份网点布局



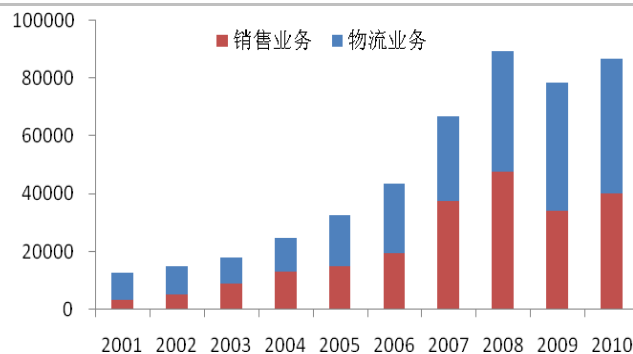
资料来源：公司资料

图表 2：主营业务收入构成



资料来源：公司公告，渤海证券

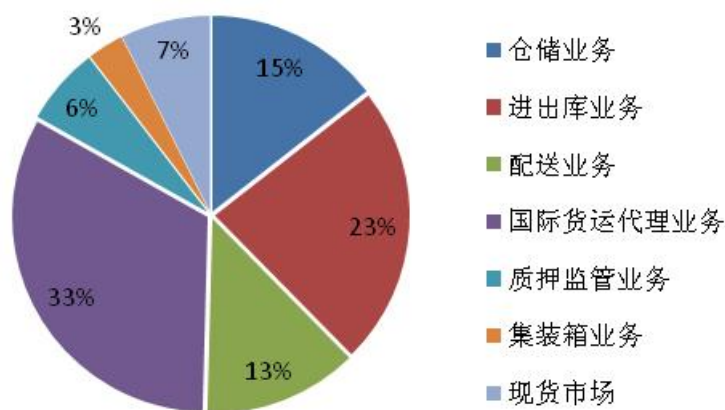
图表 3：主营业务利润构成



资料来源：公司公告，渤海证券

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；二是销售业务，主要包括钢材、铁矿石代理和自营业务。

图表 4：物流收入构成

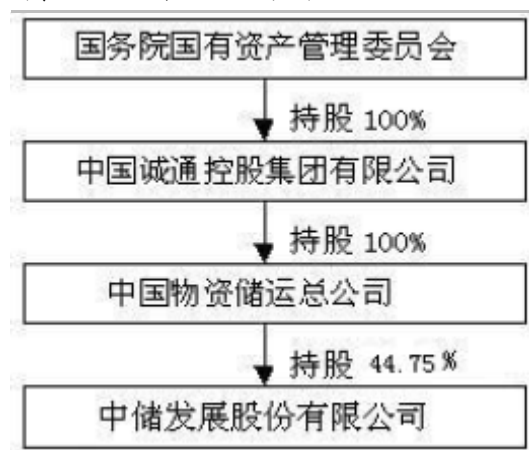


资料来源：公司公告

1.2. 诚通集团是实际控制人

公司大股东是中国物资储运总公司，持有公司 44.75%的股权，实际控制人是中国诚通控股集团有限公司。目前公司公布了非公开发行的预案，发行成功后，大股东中储总公司的持股比例将上升为 49.79%。

图表 5：公司股权关系图



资料来源：公司公告

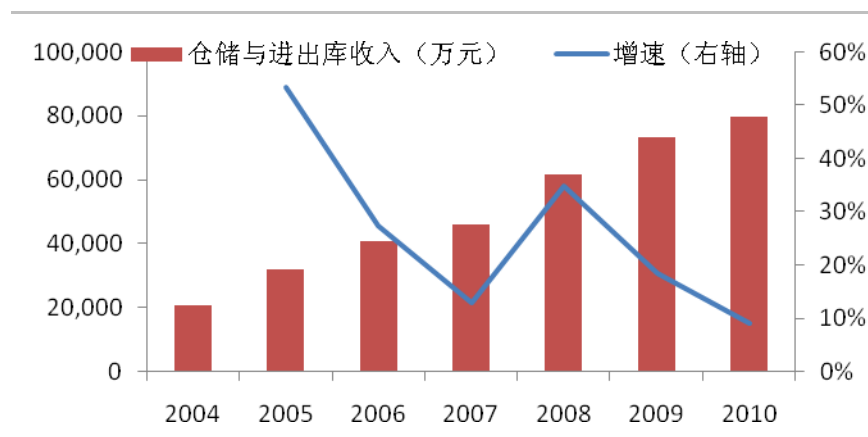
2. 主营业务

2.1. 仓储：仓储面积扩大，费率不断提升

仓储是公司物流业务的基石，目前公司有 25 个分公司可提供仓储业务，公司所属物流中心占地面积达 666.2 万平方米，库房 119.8 万平方米，货场 251.1 万平方米，铁路专用线 60 条 52362 米，起重运输设备 1093 余台。

公司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。公司还积极开拓收费水平较高的期货交割库，目前公司在上海、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、钢材等。公司仓储业务近年来保持了 20% 以上的快速增长。进出库业务也保持了 20% 左右的增长，但经济危机以来受到的影响较大，进出库业务收入增速放缓，09 和 10 年增速分别为 13.66% 和 0.90%。

图表 6：历年仓储和进出库收入

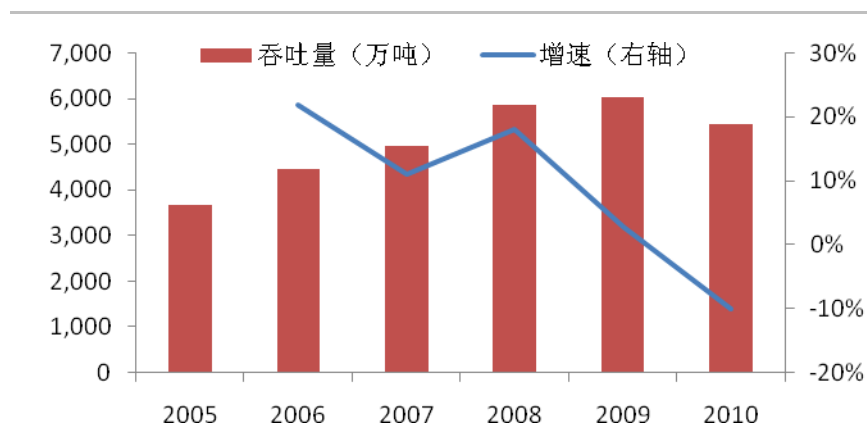


资料来源：公司公告

公司仓储与进出库业务收入的增长主要来自三方面：仓储面积的扩大、货物周转量的增加和费率水平的提高。公司的货物周转量受经济危机的影响较大，但是如果剔除 10 年受神华煤炭业务影响的 1000 万吨的量，公司 10 年吞吐量实际上增长了 8% 左右，显示在经济复苏的过程中，公司的业务量也在缓慢恢复，11 年经济增速保持了温和回落的态势，我们预计业务量的增速基本与 10 年持平。

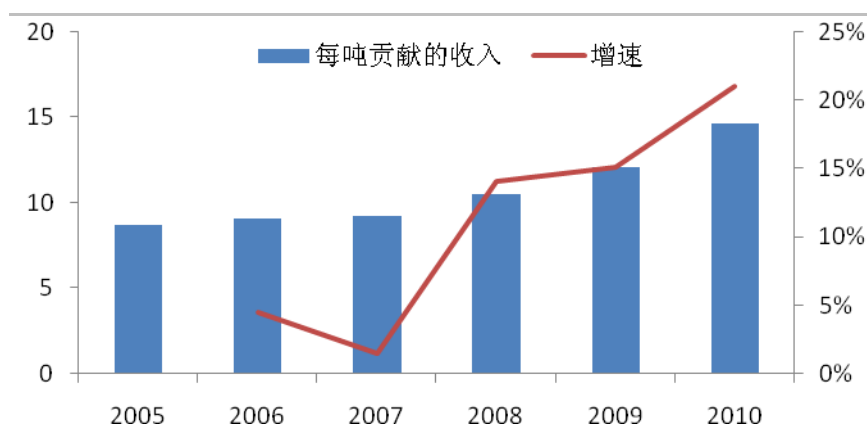
费率方面，近几年随着公司货种的变化、仓储设施的日趋完善、仓库所在地逐渐进入中心城区，公司仓储收费逐年提高，尤其是近几年保持了 15% 以上的增速，我们预计未来仍然可保持年均 15% 的提价幅度。

图表 7: 经济危机导致公司吞吐量增速放缓



资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

图表 8: 吨货物贡献收入近年不断提高



资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

目前公司正在沈阳和天津建设占地 1700 多亩和 1500 多亩的物流园区, 此外公司在南京的滨江物流配送中心项目、上海的吴淞物流基地二期也在进行之中, 公司考虑到公司在土地置换过程中面积的扩大以及大股东不断的资产注入, 预计到 2015 年公司仓储占地面积近 1200 万平方米, 复合增长率达 16%, 带动仓储业务的快速增长。

2.2. 现货市场: 新项目进入利润释放期

中储股份在我国主要经济发展地区和城市, 建成在全国建立了以钢材为主, 包括汽车、建材、机电产品、轻工产品等各类商品现货交易市场 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。

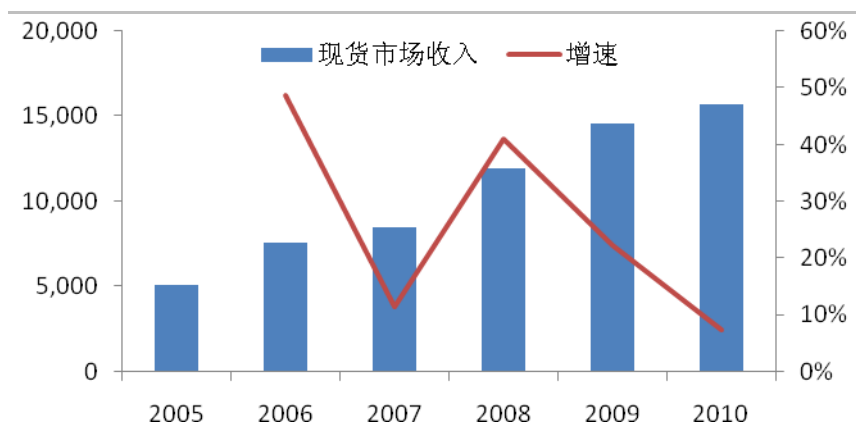
国家级现货交易市场包括天津中储宝钢材现货交易市场、江苏无锡金属材料现货市场、无锡中储装饰材料城、南京生产资料中心批发市场、武汉丹水池生产资料市场、西安物资城市场、大连钢材现货交易市场、中储咸阳生产资料市场。

图表 9: 中储主要现货市场概况

	面积(平方米)	席位数	年交易额	位置
中储物资城钢材市场	27120	641	70 亿	西安
中储洛阳钢材现货市场	3351	156	18 亿	洛阳
武汉丹水池生产资料市场	33900	602	100 亿	汉口
无锡金属材料市场	30000	660	200 亿	无锡
储宝钢材现货交易市场	20000	673	402 亿	天津
中储天津物流中心	1460	32	10.4 亿	天津
中储钢材建材市场	5393	129	1 亿	咸阳
无锡中储装饰材料城	65000	380	3 亿	无锡
南京生产资料中心批发市场	13259	417	125 亿	南京

资料来源: 公司资料

图表 10: 现货市场业务历年增速



资料来源: 公司公告

公司的现货市场业务主要以钢材等生产资料为主, 公司现有的现货市场均已较为成熟, 是当地重要的生产资料交易市场, 有较强的市场凝聚力和品牌优势, 目前出租率在 95% 以上, 因此该业务的增长主要来自于成熟市场租金的提升和新市场的投产。公司 09 年募集资金建设的无锡物流中心二期、天津南仓分公司业务综合楼、咸阳东风路装饰建材市场以及廊坊物流业务办公用房四个项目 10 年底基本竣工, 11 年将逐步进入收获期, 预计 12 年将可为公司贡献利润 4000 余万元。

图表 11: 新建现货市场项目进入利润释放期

	预计收益	10 年收益	10 年底工程进度
无锡物流中心二期项目	3483.24	1125.75	竣工
天津南仓分公司业务综合楼项目	972.92	尚未产生	90%

咸阳东风路装饰建材市场	711.17	127.09	竣工
廊坊物流业务办公用房	463.93	尚未产生	竣工

资料来源：公司公告

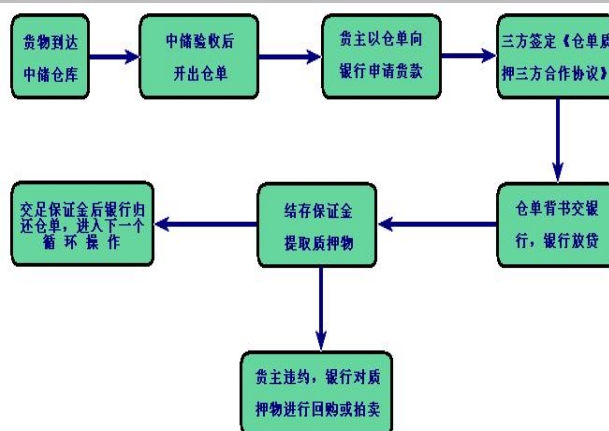
2.3. 质押监管：快速增长势头不减

质押监管业务是指出质人（货主）以合法占用的货物向质权人出质，作为质权人向出质人授信融资的担保，监管（保管）人接受质权人的委托，在质押期间按质权人指令对质物进行监管的业务模式。

中储是我国最早提出最早倡导、推广质押监管业务的企业之一，1992 就开始了对“物资银行”的探索，1999 年，在无锡完成第一单质押监管业务，到目前年质押贷款规模超过 100 亿元，与包括四大商业在内的十余家金融机构的分支机构开展合作。

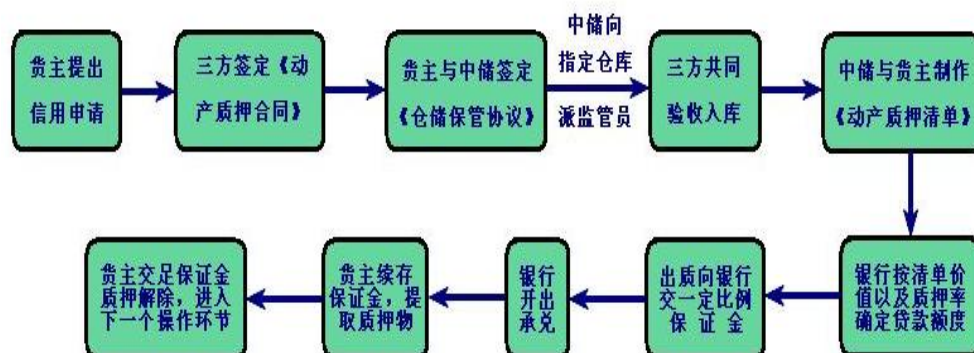
质押监管业务模式已由传统的静态质押监管向动态质押监管发展，且动态质押监管业务已成为主要监管模式。监管方式正向库外和多库监管发展，库内库外两头并进，并与现有业务结合发展，提高了其他业务的市场吸引力。结合的方式主要有：一是与国内贸易的结合：买方信贷即保兑仓业务。由仓库中储为银行监管货物，银行为客户提供专项用于向卖方支付货款的融资授信方式。二是与加工制造业供应链管理的结合：融通仓业务。仓库通过输出管理，派人员对制造企业的原料或成品实施质押监管，银行为制造企业贷款。三是与国际货运代理业务的结合：在进口业务中，代理开证监管，代理监管货物，提单分拆；在出口业务中，代理集港、代理监管、信用证打包等。

图表 12：仓单质押业务流程



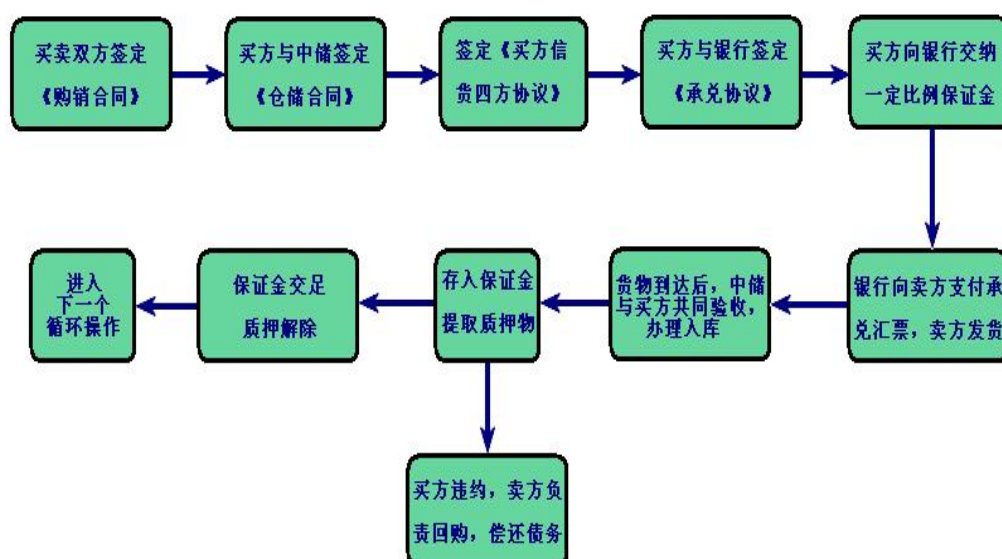
资料来源：公司资料

图表 13: 动产质押业务流程



资料来源: 公司资料

图表 14: 买方信贷(保兑仓)业务流程



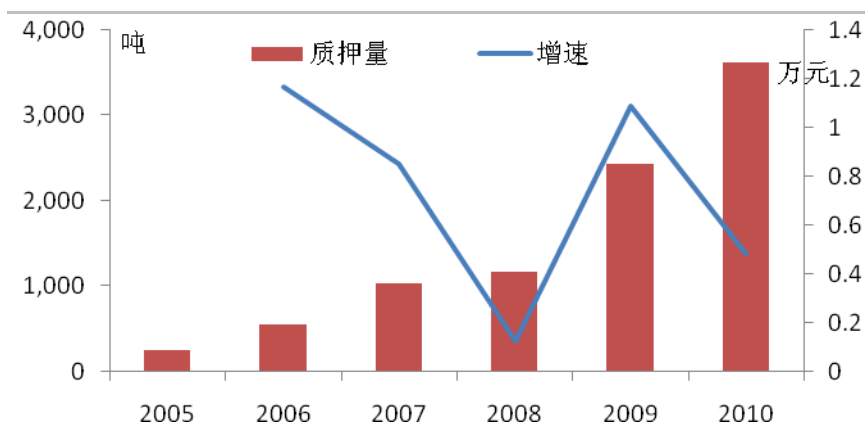
资料来源: 公司资料

自公司推出质押监管业务以来, 该业务均保持了 100%以上的增长, 近几年受经济危机影响, 增速有所放缓, 10 年完成质押监管量 3624 万吨, 同比增长 48.34%。由于该业务不受公司现有库房面积的约束, 且随着经济的恢复, 以及紧缩的货币政策, 中小企业获得贷款的难度日益增加, 因此我们预计质押监管业务量将继续保持 50%左右的高速增长。但该业务的收费是按照货值的一定比例来收取, 因此出质物价格也是影响业务利润的重要原因, 11 年大宗原材料价格居高不下, 有利于业务利润的提高。

此外公司目前正积极探索将物流和质押结合起来, 实现供应链质押或金融物流, 也就是从客户的货一进口岸, 公司就帮他做通关、货代、运输等, 加速客户的资金周转; 通过增值服务, 从中又可增加服务环节。同时公司也计划筹建一家小额

贷款公司，直接提供融资服务，增加收益率。

图表 15: 质押监管业务发展情况



资料来源：公司公告

2.4. 电子商务：模式创新带来新活力

2010 年 8 月，公司投资 3000 万在天津设立中储电子商务有限公司（公司占股 100%），欲借此打造钢材电子销售平台。该平台初期以钢材现货交易为主，具体业务包括信息发布、资金支付、在线融资、代理采购等。我们认为该平台短期内对公司的业务带动不大，但我们看好该平台未来的发展前景。

- ✓ 短期主要体现在对现有的仓储、配送、质押监管、现货市场等业务的带动和促进。
- ✓ 电子平台的利用，方便引入融资、担保等要素，为供应链融资等创新交易模式提供基础，从而可以解决大宗交易过程中由于现货现款导致的流动资金暂短缺的问题。对中储而言，意味着质押监管业务的升级，服务环节和费率都将上升。
- ✓ 电子商务平台把现有现货市场上线，这样就容易将分散的市场联接起来，形成全国性的生产资料交易和物流平台。
- ✓ 交易规模达到一定的量后，可按交易金额收取佣金费。目前仅天津储宝钢材现货市场年交易额达到 400 亿元，假设其中 10% 通过该平台交易，每年可贡献 400 万左右的利润，未来如果实现钢材的中远期合约交易，盈利前景更加可观。

3. 物流地产：土地增值的出口

随着城市的不断扩张，公司现在有物流基地和土地资产大多都进入城市中心区，如沈阳、天津、西安、南京等地，未来这些土地都将面临迁建的问题。公司以往是通过卖掉市中心的地，在郊区再购置更大面积土地这种置换的方式来完成，土地增值的收益无法体现。从公司 10 年以来签约的天津滨海项目和南京中央门项目的情况来看，公司对土地的处置方式发生了变化，按照目前的新政策，在物流园区用地中，允许用不超过 15% 的面积搞物流商业配套开发。

3.1. 天津滨海项目

天津滨海中储物流园由天津农垦集团总公司、中储发展股份有限公司与天津源泰投资控股有限公司三方共同投资建设，三方出资比例分别为 40%: 34%: 26%。物流园原为天津市塘沽农场，位于滨海新区的中心地带——天津经济技术开发区、开发区西区、滨海高新区、海洋高新技术产业园区以及塘沽城区的结合部，距港口约 15 公里，滨海国际机场 18 公里，周边有京津塘高速、唐津高速、杨北公路、京津塘高速二线和京山铁路等通过，地理位置优越。

项目总占地 105.3 万平方米，分为六大功能区：配载区、物流加工区、国际物流区、市场区、综合服务区、堆场及货场区。该园区定位于中国北方最大的多种生产资料交易市场，将逐步发展成为包括石油化工产品在内的综合物流中心。

按照政策，其中不超过 15% 即约 16 万平米土地可用于商业开发，公司可获得更多的利润，土地升值也更多，但新建的物流园毕竟需要时间培育，短期很难成为利润的增长点。

3.2. 南京中央门项目

2011 年 1 月份，中储股份南京分公司与南京下关区国资办签订了中央门商贸区建设战略合作框架协议，将在五年内打造一个全新的钢铁 EBD，建设集商贸、物流、金融、信息于一体的综合交易平台，占地 17 万平方米，总投资约为 40 亿。

新建成的钢铁商务区位于和燕路西侧，紧邻中储南京分公司，因此预计该项目全部为商业性质，不需要大面积建设仓库，因此全部可以用作商业用途，我们以容积率 3 来测算，该项目建筑面积为 54 万平米。按照公司现有的商业模式来看，主要是以出租为主，以南京现货市场最低的租金水平——每平米 1100 元、60% 出

租率来测算，项目可为公司贡献 4.8 亿的净利润，折合每股 0.57 元。但该项目地理位置优越，市场价值较高，目前该地区周边房价在 1.6 万元/平，我们保守按 1.2 万元/平米左右的房价来算，该项目价值在 65 亿元左右。

4. 土地增值与未确认收入

4.1. 公司土地增值明显

目前公司物流基地占地约 666.2 万平米，其中公司拥有产权的土地大约 460 万平（包括此次定向增发收购的土地），目前绝大部分土地已进入城市中心区，升值明显。由于该部分土地取得较早等原因，账面价值仅不到 6 亿元，若以现在的仓储用地来估算，则土地市价约为 14.9 亿元，增值 9.4 亿元（增加每股 1.8 元），若以商业用地来测算，我们大概估算公司土地市价约为 136 亿（折合每股 15.47 元）。

除隐形的土地增值外，公司近几年有部分地块已出售或被国家收储，但尚未确认收入，这部分收入规模在 1.5 亿元左右。

图表 16：公司土地增值明显

公司	面积 (万平米)	地址	地价 (万/平米)	评估价值 (万)
天津新港分公司	30.6	天津市塘沽区新港四号路	3488	106733
天津物流中心	7.0	天津市北辰区顺义道钢材市场 H 区	4665	32656
天津南仓分公司	58	天津市北辰区顺义道	4665	270576
唐家口分公司	8.6	天津市河东区东兴立交桥下西侧	5000	43000
天津塘沽分公司	17	天津市塘沽区胡家园街张家圈村	3000	51000
廊坊分公司	29.5	河北省廊坊市光明东道 25 号	3750	110625
上海吴淞分公司	11	上海市宝山区铁山路 495 号	5041	55453
上海大场分公司	28.6	上海市宝山区南大路 257 号	5041	144179
上海浦东分公司	11.5	上海市浦东新区仁庆路 200 号	5488	63112
上海沪闵分公司	4.6	上海市闵行区剑川路 2280 号	5041	23189
大连分公司	7	辽宁省大连市甘井子区西北路 867 号	3850	26950
青州中储	15.3	山东省青州市玲珑山北路 638 号	800	12240
青岛分公司	11	山东省青岛市青岛经济技术开发区江山北路 97 号	1054	11594
咸阳物流中心	18	陕西省咸阳市文汇东路 15 号	900	16200
西安分公司	37	陕西省西安市未央区东元路 7 号	3059	113183

西安东兴分公司	4.3	陕西省西安市新城区兴工东路 85 号	4626	19892
成都天一分公司	7	四川省成都市外北天回镇明月路 59 号	2000	14000
成都天二分公司	8.5	四川省成都市金牛区天回路 167 号	2000	17000
平顶山分公司	44	河南省平顶山市平宝路 3 号	500	22000
洛阳分公司	9.3	河南省洛阳市道南路 41 号	1800	16740
汉口分公司	36.5	湖北省武汉市解放大道 2020 号	2000	73000
衡阳分公司	25	湖南省衡南县三塘镇环城南路 34 号	1000	25000
无锡中储	17.4	江苏省无锡市锡沪路 183 号	2390	41586
南京分公司	17.7	江苏省南京市中央北路河路道一号	3112	55082
合计	464.4		2939	1364990

资料来源：公司资料，渤海证券研究所

4.2. 持有可出售金融资产

公司持有太平洋、天地源、上电股份、城投控股四家上市的原始股，按目前的价格合计 4.5 亿元，较初始投资增值了近 4 亿元。

图表 17：公司持有可出售金融资产情况

证券代码	证券简称	最初投资成本	股本(万)	现价	期末账面价值
601099	太平洋	5000	5011.85	8.900	44605
600665	天地源	38.11	18	4.950	90
600627	上电股份	9.33	8	28.730	215
600649	城投控股	33.6	16	7.770	124

资料来源：公司公告，渤海证券研究所

5. 大股东资产不断注入

上市时公司的经营局限于天津，随后通过不断收购大股东资产的方式，先后扩张至上海、南京、沈阳、河南、湖南等地，实现规模和利润的迅速扩张：总股本从上市之初的 5000 万股扩张到 8.4 亿股，增长 14 倍；净资产从 1.2 亿元增长到 41.2 亿元，增长 26.6 倍；总资产从 1.7 亿元扩展为 93.6 亿元，增长 37.3 倍。

图表 18：公司上市以来不断收购大股东资产

时间	融资方式	涉及金额 (万)	交易标的
1998	配股	7746.27	上海沪西公司、沪南公司、江湾公司、大场公司

2000	配股	4232.67	无锡中储物资总公司、中国物资储运南京公司
2004	收购	10539.2	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
2005	收购	18128.54	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、天回镇第二仓库、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等九家企业全部权益
2007	非公开发行	22554.61	沈阳物流中心、沈阳虎石台三库、沈阳铁西一库、大连仓库、郑州物流中心、郑州南阳寨仓库等六家仓储物流企业全部权益,所持北京中物储国际物流科技有限公司 51%股权，及位于天津、成都、咸阳等地的八宗土地使用权
2011	非公开发行		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

资料来源：公司公告

目前中储股份总资产 41.2 亿元，占地面积 666.2 万平米，其中约 460 万平拥有产权（另外约 200 万平产权在中储总公司）。按照诚通集团将中储打造为“央企仓储物流平台”的规划，公司未来将会不断收购中储总公司的土地和资产，通过增发等形式，分批装入中储股份。

图表 19：中储与中储总公司对比

	中储总公司	中储股份
总资产	125 亿元	41.2 亿元
净利润	11.56 亿	2.88 亿
占地面积	831 万平米	666.2 万平米
货场面积	321 万平米	251.1 万平米
库房面积	135 万平米	119.8 万平米

资料来源：公司资料

6. 盈利预测与估值

公司传统物流业务仍然保持了较快的增长速度，在建的几个现货市场未来也逐步进入收获期，11 年将可为公司贡献利润 4000 余万元。我们预测公司 11-13 年每股收益分别为 0.45、0.53 和 0.67 元，目前公司动态估值为 20.31 倍，低于行业

平均的估值水平。

中储股份是仓储物流行业的龙头企业，主营业务仍然保持了较快的增长，未来 3 年的复合增长率超过 25%，我们认为公司合理的市盈率水平为 25 倍，公司合理价值为 11.5 元。从 PB 的角度来看，公司目前每股净资产为 5.35 元/股，考虑到 1.8 元的土地增值，目前行业平均的 PB 值为 3.05 倍，考虑到公司是重资产的物流企业，我们以交运行业 2 倍的 PB 估，则公司合理股价为 14.3 元。综合考虑，我们认为公司合理股价区间为 12-14 元。

图表 20: 盈利预测

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
物流业务收入（万）	156662	217628	259716	319506	397454
	14.90%	38.92%	19.34%	23.02%	24.40%
仓储业务	24442	30547	37939	47414	59256
	28.75%	24.98%	24.20%	24.98%	24.98%
进出库业务	48587	49025	56124	67225	84085
	13.66%	0.90%	14.48%	19.78%	25.08%
配送业务	21767	27073	33002	39850	48119
	1.16%	24.38%	21.90%	20.75%	20.75%
国际货运代理业务	25709	69170	84318	101815	122941
	43.69%	169.05%	21.90%	20.75%	20.75%
质押监管业务	10105	13622	20433	30649	45973
	-1.71%	34.81%	50.00%	50.00%	50.00%
集装箱业务	556	6343	8245	10719	13935
	-89.88%	1041.30%	30%	30%	30%
现货市场	14620	15713	19655	21835	23145
	22.24%	7.48%	25.09%	11.09%	6.00%
销售业务	1242929	1616729	1867322	2156757	2491054
	-15.49%	30.07%	15.50%	15.50%	15.50%

资料来源：渤海证券研究所

图表 21: 行业估值比较

代码	简称	最新价格 (元)	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	每股收益		市盈率 PE	
					11E	12E	11E	12E
行业均值（整体法）			32.38	26.32	0.30	0.41	27.27	20.87

行业中值		8.60	25.72	24.81	0.30	0.39	27.89	20.68
600794	保税科技	12.35	26.42	26.42	0.61	0.67	20.10	18.37
600787	中储股份	9.14	76.79	42.43	0.45	0.53	20.31	17.58
002245	澳洋顺昌	7.78	28.38	25.97	0.30	0.39	25.81	19.88
002492	恒基达鑫	15.35	18.42	4.61	0.55	0.75	27.89	20.49
002183	怡亚通	6.66	55.55	55.55	0.24	0.32	27.49	20.88
002210	飞马国际	8.18	25.03	23.65	0.26	0.34	30.90	24.15
300013	新宁物流	11.25	10.13	3.99	0.38	0.39	29.61	28.93

资料来源：Wind，渤海证券研究所

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	强烈推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 50%
	推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 30%
	持有	未来 6 个月内绝对收益率 > 10%
	回避	未来 6 个月内绝对收益率 < 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告PDF版本由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队**朱艳君**

渤海证券研究所机构销售部经理

华南区销售经理

座机: 86-22-28451995

手机: 13502040941

邮箱: zhuyanjun@bhzq.com

吴慧

渤海证券研究所机构销售部

华东区销售经理

座机: 86-10-68784269

手机: 13811199719

邮箱: wuhuihui09@gmail.com

刘啸

渤海证券研究所机构销售部

华北区销售经理

座机: 86-10-68784275

手机: 13810427284

邮箱: helen.newday@gmail.com

渤海证券研究所**天津**

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn