

分析师： 吴云英 (8621)68751781 wuyy@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120001

联系人： 张明洪 (8621)68751781 zhangmq@cjsc.com.cn

龙头地位凸显业绩稳定性，全年高增长无忧

事件描述

中储股份今日公布 2011 年三季度报告，主要内容如下：

报告期内，公司实现营业收入 169.78 亿元，同比增长 30.58%（调整前），调整后公司营业收入同比增长 25.25%；营业成本 161.10 亿元，同比增加 31.15%（调整前），调整后同比增长 25.70%；1-9 月综合毛利率为 5.12%，较去年同期下降 0.41%（调整前），调整后公司今年 1-9 月毛利率水平较去年同期下降 0.34%；1-9 月公司实现归属于母公司净利润 2.65 亿元，同比增长 53.02%（调整前），调整后同比增长为 48.07%；实现 EPS 0.3155 元。

分季度而言，第 3 季度公司实现营业收入 58.28 亿元，同比增长 27.69%，环比下降 12.41%；单季度营业成本 55.52 亿元，同比增长 27.21%，环比减少 12.07%；第三季度公司综合毛利较 2 季度环比下降 0.37%，处于 4.74%水平，高于去年同期 4.38%的水平；第 3 季度公司实现归属母公司净利润 8714.45 万元，同比增长 58.93%；实现 EPS0.1037 元。（同比数据均是调整前）

我们认为：

- 1) 合并范围改变，收入范围扩大，未对公司业绩形成较大影响；
- 2) 受宏观影响，货代业务受打击最大，营业收入同比增速下滑，环比下降；
- 3) 毛利率微降，但期间费用小幅下滑和营业外支出继续低于去年同期致净利增速高于；

处于土地扩张黄金期，龙头地位带来业绩稳定性，维持“推荐”

我们认为，公司今年正处于土地扩张的黄金期，产能的扩张、仓储业务本身的多元化以及公司仓储业务的社会性（并不局限于某一个特定的行业）将使公司在近两年的业绩增速保持高于行业的表现。不考虑土地出让收益入账或计入当期损益和出售太平洋证券股权增厚业绩，我们维持公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.45 元、0.55 元和 0.64 元，对应 PE 分别为 21 倍、18 倍和 15 倍。公司物流业务提供稳定利润增长来源，而经销业务提供跟随钢材价格波动提供业绩弹性；加上产能尚未完全达产，业绩弹性更佳；而土地转让收入和太平洋证券股权的出售都可为公司业绩带来提升，维持“推荐”评级。

第一，合并范围改变，收入范围扩大，未对公司业绩形成较大影响

中储股份合并报表的合并范围在本报告期由于旗下企业合并、增持投资和控制权转变而出现更改，我们认为变动对于公司的业绩影响在接受范围内。需要调整的具体项目及影响变动如下：

表 1: 中储股份合并报表调整项

项目	调整前	调整后	变动	追溯调整原因
资产总额（期初）	936,022.10	947,668.19	1.24%	1、本报告期因同一控制下企业合并，新增加了北京中储物流有限责任公司和广州中储国际贸易有限公司等子公司，根据《企业会计准则第 33 号——合并财务报表》相关要求，追溯调整合并比较会计报表的期初数。
所有者权益（期初）	412,000.07	414,314.51	0.56%	
营业总收入（上年同期）	1,300,160.08	1,355,520.78	4.26%	
营业总成本（上年同期）	1,272,794.82	1,327,314.72	4.28%	2、因增加对上海期晟储运管理有限公司的投资，根据《企业会计准则第 2 号——长期股权投资》的相关要求，追溯调整合并比较会计报表的期初数。
利润总额（上年同期）	24,123.19	24,991.91	3.60%	
净利润（上年同期）	17,930.72	18,630.19	3.90%	3、因公司控股 34% 的天津滨海中储物流有限公司不能满足合并报表的要求，故将其在上年同期合并报表中的数据剔除。
归属于母公司的净利润（上年同期）	17,319.43	17,898.24	3.34%	

资料来源：Wind，长江证券研究部

表 2: 调整后，公司同比增速虽有所下滑，但依然处于行业高水平

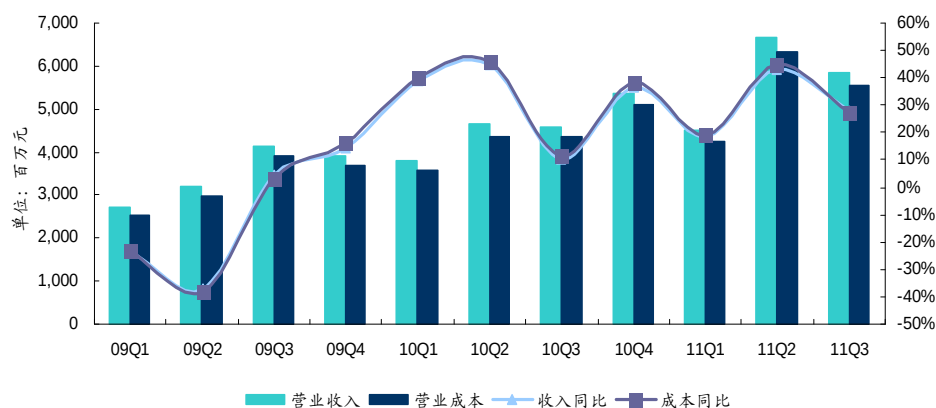
调整前	10 年前三季度	11 年前三季度	同比增长
营业收入	13,001,600,750.16	16,978,137,941.17	30.58%
营业成本	12,282,952,570.64	16,109,672,428.03	31.15%
毛利率	5.53%	5.12%	-0.41%
归属母公司净利润	173,194,259.25	265,014,232.59	53.02%
股本	840102782	840102782	
每股收益	0.2062	0.3155	53.02%
调整后	10 年前三季度	11 年前三季度	同比增长
营业收入	13,555,207,817.44	16,978,137,941.17	25.25%
营业成本	12,816,269,245.44	16,109,672,428.03	25.70%
毛利率	5.45%	5.12%	-0.34%
归属母公司净利润	178,982,444.63	265,014,232.59	48.07%
股本	840102782	840102782	
每股收益	0.2130	0.3155	48.07%

资料来源：Wind，长江证券研究部

第二，受宏观影响，货代业务受打击最大，营业收入同比增速下滑，环比下降

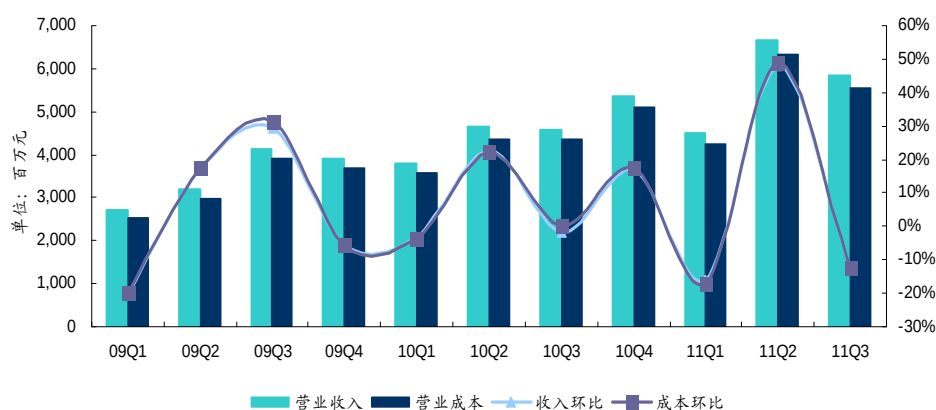
受 3 季度经济下滑影响，中储股份 3 季度收入增速有所下滑。符合我们的预期，也是中报披露以来，大部分物流上市公司所经历的现象。我们认为中储股份目前营业收入增速短期不断波动主要是公司 2010 年国际货代业务迅速发展，形成了该项业务技术较高。而国际货代业务正是受经济波动影响最大的物流业务之一。

图 1: 中储股份营收同比增速下降



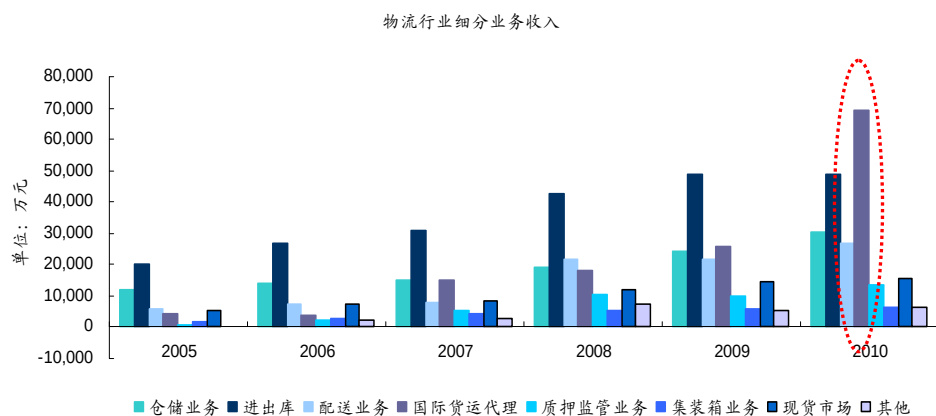
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 2: 中储股份营收环比下降



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 3: 公司 2010 年国际货代业务量超预期增长



资料来源：Wind，长江证券研究部

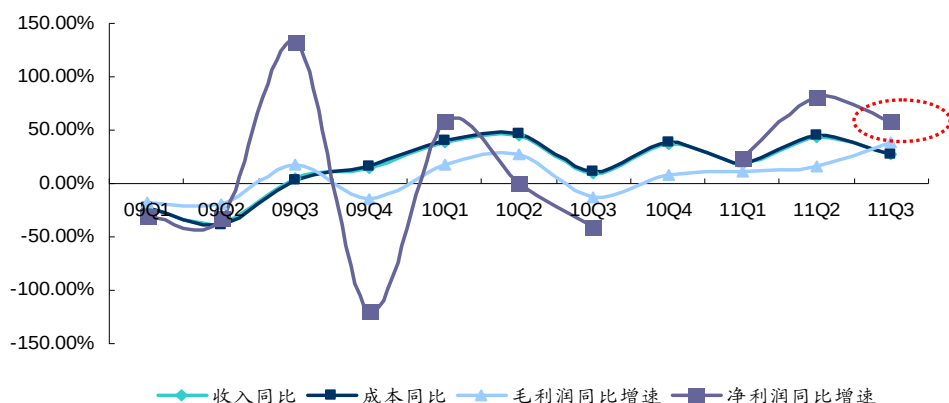
表 3：中储股份利润简表

	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3
营业收入	3,791.29	4,645.98	4,564.33	5,345.63	4,496.34	6,653.64	5,828.16
营业成本	3,563.34	4,355.15	4,364.46	5,119.68	4,243.99	6,313.83	5,551.86
毛利率	6.01%	6.26%	4.38%	4.23%	5.61%	5.11%	4.74%
三项费用率	3.20%	2.42%	1.93%	1.83%	2.71%	2.35%	2.03%
销售费用	48.71	40.36	32.53	30.64	38.97	56.99	40.84
管理费用	65.29	71.13	58.29	53.58	63.53	80.22	62.09
财务费用	7.28	0.78	-2.87	13.55	19.50	19.41	15.27
期间费用	121.28	112.27	87.96	97.77	122.00	156.62	118.20
营业税金及附加	15.12	18.40	17.38	21.01	19.47	22.40	22.06
资产减值损失	6.04	48.26	18.29	24.11	12.72	25.36	40.89
营业利润	86.29	112.92	76.84	84.75	108.39	134.52	111.41
利润总额	87.51	76.05	77.67	147.51	107.52	139.44	113.34
所得税费用	22.21	18.65	21.06	38.97	26.81	36.19	23.83
净利润	65.29	57.40	56.61	108.54	80.72	103.25	89.50
归属于母公司净利润	65.46	52.90	54.83	104.53	77.99	99.88	87.14
每股收益（元）	0.0779	0.0630	0.0653	0.1244	0.0928	0.1189	0.1037

资料来源：Wind，长江证券研究部

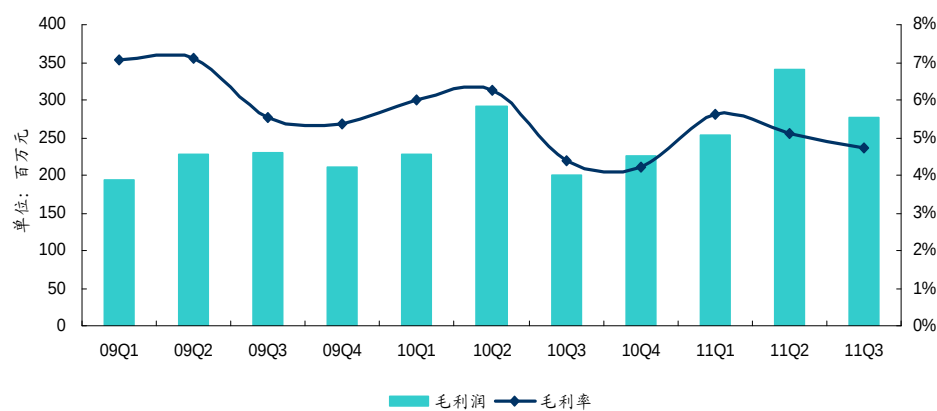
第三，毛利率微降，但期间费用小幅下滑和营业外支出继续低于去年同期致净利增速高于

公司前 3 季度净利润同比增长 48.07%（调整后），高于营业收入增速约 22.82 个百分点，主要原因在于本年度营业外支出大幅下降（第 3 季度延续这一趋势）。本年营业外支出 489.74 万元，较去年同期下降 88.74%，原因在于去年公司在开展仓单质押业务中发生诉讼纠纷并一审败诉，计提了 3800 万元的诉讼损失，从而造成去年营业外收入基数较高并拖累业绩。此外，公司销售及管理费用率也有微幅下滑，间接导致净利润增速快于营收增速。

图 4：公司净利润增速继续高于毛利润增速和营收增速


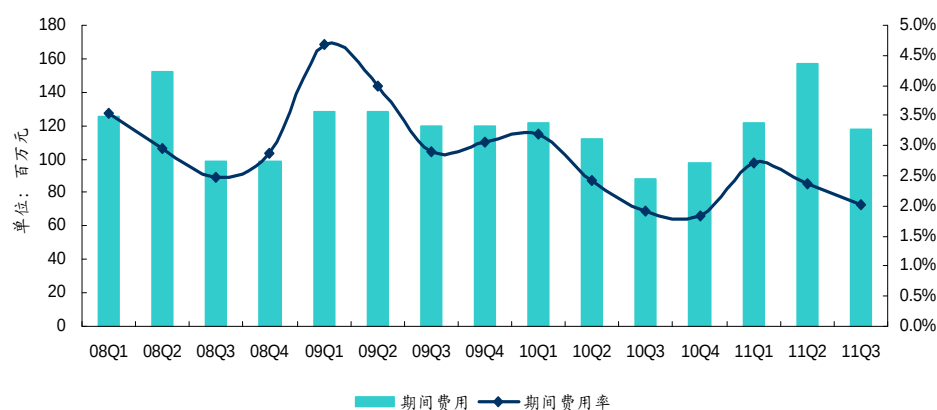
资料来源：Wind，长江证券研究部

图 5: 毛利率在 3 季度微降



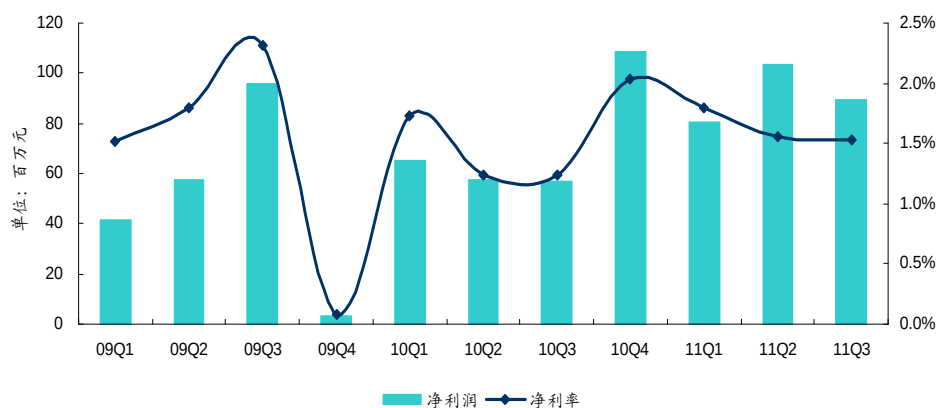
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 6: 中储股份期间费用率在 3 季度进一步下降



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 7：中储股份净利率在 3 季度得到保持



资料来源：Wind，长江证券研究部

表 4：中储股份期间费用率一览

	销售费用率	管理费用率	财务费用率	期间费用率
08Q1	1.14%	1.85%	0.54%	3.53%
08Q2	0.88%	1.77%	0.32%	2.96%
08Q3	0.90%	1.26%	0.32%	2.48%
08Q4	1.74%	0.74%	0.40%	2.87%
09Q1	2.45%	1.78%	0.45%	4.68%
09Q2	1.71%	1.83%	0.45%	3.99%
09Q3	1.12%	1.47%	0.30%	2.89%
09Q4	0.80%	2.08%	0.17%	3.05%
10Q1	1.28%	1.72%	0.19%	3.20%
10Q2	0.87%	1.53%	0.02%	2.42%
10Q3	0.71%	1.28%	-0.06%	1.93%
10Q4	0.57%	1.00%	0.25%	1.83%
11Q1	0.87%	1.41%	0.43%	2.71%
11Q2	0.86%	1.21%	0.29%	2.35%
11Q3	0.70%	1.07%	0.26%	2.03%

第四，处于土地扩张黄金期，龙头地位带来业绩稳定性，维持“推荐”

我们认为，公司今年正处于土地扩张的黄金期，产能的扩张、仓储业务本身的多元化以及公司仓储业务的社会性（并不局限于某一个特定的行业）将使公司在近两年的业绩增速保持高于行业的表现。不考虑土地出让收益入账或计入当期损益和出售太平洋证券股权增厚业绩，我们维持公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.45 元、0.55 元和 0.64 元，对应 PE 分别为 21 倍、18 倍和 15 倍。公司物流业务提供稳定利润增长来源，而经销业务提供跟随钢材价格波动提供业绩弹性；加上产能尚未完全达产，业绩弹性更佳；而土地转让收入和太平洋证券股权的出售都可为公司业绩带来提升，维持“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	18347	19976	22236	24785	货币资金	1474	1998	2224	2478
营业成本	17403	18851	20890	23229	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	945	1125	1345	1556	应收账款	809	862	959	1069
% 营业收入	5.1%	5.6%	6.1%	6.3%	存货	1396	1491	1653	1838
营业税金及附加	72	78	87	97	预付账款	2199	2384	2642	2938
% 营业收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	152	200	222	248	流动资产合计	6080	6955	7723	8596
% 营业收入	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%	可供出售金融资产	526	526	526	526
管理费用	248	310	345	384	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	1.4%	1.6%	1.6%	1.6%	长期股权投资	268	268	268	268
财务费用	19	16	58	86	投资性房地产	93	93	93	93
% 营业收入	0.1%	0.1%	0.3%	0.3%	固定资产合计	1785	7271	11086	13744
资产减值损失	76	0	0	0	无形资产	538	511	485	461
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	4	0	0	0	递延所得税资产	76	0	0	0
营业利润	381	522	633	741	其他非流动资产	-6	-6	-6	-6
% 营业收入	2.1%	2.6%	2.8%	3.0%	资产总计	9360	15618	20175	23683
营业外收支	28	0	0	0	短期贷款	464	6121	9725	12134
利润总额	389	522	633	741	应付款项	2424	2627	2911	3237
% 营业收入	2.1%	2.6%	2.8%	3.0%	预收账款	1360	1478	1645	1834
所得税费用	101	130	158	185	应付职工薪酬	69	75	83	93
净利润	288	391	475	556	应交税费	20	24	28	33
归属于母公司所有者的净利润	277.7	377.7	458.3	536.4	其他流动负债	434	463	513	570
少数股东损益	10	14	16	19	流动负债合计	4772	10788	14906	17901
EPS (元/股)	0.33	0.45	0.55	0.64	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	递延所得税负债	119	0	0	0
经营活动现金流净额	158	613	939	1222	其他非流动负债	350	350	350	350
取得投资收益收回现金	2	0	0	0	负债合计	5240	11137	15256	18251
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	4072	4420	4842	5335
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	48	61	78	97
固定资产投资	-397	-5700	-4222	-3248	股东权益	4120	4481	4919	5432
其他	-161	0	0	0	负债及股东权益	9360	15618	20175	23683
投资活动现金流净额	-559	-5700	-4222	-3248	基本指标				
债券融资	300	0	0	0	EPS	0.331	0.450	0.546	0.638
股权融资	0	0	0	0	BVPS	4.85	5.26	5.76	6.35
银行贷款增加 (减少)	174	5656	3604	2409	PE	28.98	21.31	17.56	15.00
筹资成本	83	-46	-95	-129	PEG	1.18	0.87	0.72	0.61
其他	-166	0	0	0	PB	1.98	1.82	1.66	1.51
筹资活动现金流净额	391	5611	3510	2281	EV/EBITDA	13.26	15.66	13.82	12.29
现金净流量	-9	524	226	255	ROE	6.8%	8.5%	9.5%	10.1%

分析师介绍

吴云英，南开大学数学学士，经济学硕士，长江证券研究部首席分析师，研究领域为航运和港口。

张明洪，英国阿斯顿商学院管理会计学士、投资分析硕士，研究公路、铁路及物流行业。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。