

规模及估值优势阶段性延续

报告摘要:

公司拥有国内最大的仓储物流网络: 物流货场面积达 230 多万平方米, 库房面积 150 多万平方米。业务地域分布广, 在全国 30 多个中心城市和港口城市设有 70 余家物流配送中心和经营实体。

仓储物流与贸易业务并驾齐驱: 2011 年贸易、物流业务的收入占比分别为 88.86%、11.14%, 毛利占比分别为 43.23%、56.77%。公司物流业务收入近几年保持两位数增长, 贸易业务在波动中增长。物流业务毛利率明显高于贸易业务, 随着物流业务收入的增长, 物流业务毛利贡献度呈现上升趋势。

资本平台作用仍具想像空间: 大股东中储总公司多次资产注入上市公司。实际控制人中国诚通集团为国资委旗下最大的仓储物流企业, 拥有全国性仓储设施和运输网络及装备, 中储股份作为诚通集团旗下唯一的物流仓储上市公司, 未来资本运作仍具想象空间。

低成本土地资源是业绩助推器: 公司拥有较多的土地资源, 其中部分以较低的成本获得。这一方面使公司物流仓储业务的成本相对较低, 另一方面, 随着部分物流仓储用地面临搬迁和改变用途, 可能获得一次性土地转让收益。

估值处于行业低端: 我们预期公司 2012-2014 年归属母公司所有者净利润分别增长 20.40%、18.27%、20.25%, 每股收益分别为 0.57 元、0.68 元、0.81 元。对应市盈率分别为 15.26 倍、12.79 倍、10.74 倍, 目前公司估值在同行业中处于低端水平。

首次给予谨慎推荐的投资评级。

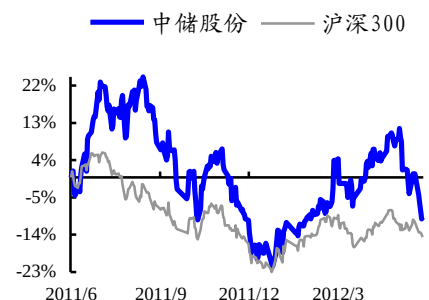
风险提示: 国有经营机制相对落后市场的风险; 质押监管业务管理风险; 贸易业务经营产品价格波动风险等。

股票数据

2012-6-8

收盘价(元)	8.56
12个月股价区间(元)	7.13 ~ 12.26
总市值(百万元)	7,191
总股本(百万股)	840
A股(百万股)	840
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	6

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	-18%	-7%	-11%
相对收益	-11%	-3%	5%

相关报告

证券分析师: 许祥

执业证书编号: S0550511010006
(021)20361160 xux@nesc.cn

财务摘要(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	18347	23413	28999	34619	40714
(+/-)%	31.02%	27.61%	23.86%	19.38%	17.60%
净利润	288	409	497	588	707
(+/-)%	52.13%	43.58%	20.40%	18.27%	20.25%
每股收益(元)	0.33	0.47	0.57	0.68	0.81
市盈率	26	18	15	13	11
市净率	2	2	2	1	1
净资产收益率(%)	6.82%	9.42%	10.38%	11.11%	11.96%
股息收益率(%)	0.51%	1.24%	1.15%	1.15%	1.15%
总股本(百万股)	840	840	840	840	840

目 录

1. 公司是全国大型物流贸易企业.....	4
1.1. 公司由来.....	4
1.2. 资产规模快速扩张.....	4
1.3. 业务地域分布广.....	5
1.4. 分、子公司数量多.....	6
2. 仓储物流与贸易业务并驾齐驱.....	8
2.1. 物流业务.....	9
2.1.1 仓储及进出库业务:	10
2.1.2. 质押监管业务.....	10
2.1.3. 现货市场业务.....	11
2.1.4. 配送业务.....	12
2.1.5. 国际货代业务.....	12
2.2 贸易业务.....	13
3. 作为中储总公司及诚通集团资本运作平台，未来仍具想象空间.....	15
3.1. 持续不断的资产注入.....	15
3.2. 大股东及实际控制人仍拥有相关物流资产.....	16
4. 低成本土地资产是业绩助推器.....	17
5. 业绩预测与估值分析.....	17

图表目录

图 1: 公司股权结构图.....	4
图 2: 公司总资产及净资产统计.....	5
图 3: 公司资产增长率统计.....	5
图 4: 公司业务网点示意图.....	5
图 5: 公司收入分地区构成.....	6
图 6: 主要分公司统计.....	6
图 7: 主要分公司统计.....	6
图 8: 物流、贸易业务收入统计.....	9
图 9: 物流、贸易业务毛利占比统计.....	9
图 10: 物流、贸易业务毛利率统计.....	9
图 11: 物流业务收入构成.....	10
图 12: 仓储、进出库业务收入增长率统计.....	10
图 13: 仓储、进出库业务收入占物流业务比重.....	10
图 14: 质押监管业务收入及增长率.....	11
图 15: 现货市场业务收入及增长率.....	12
图 16: 现货市场业务收入及增长率.....	12
图 17: 贸易业务收入及增长率统计.....	13
图 18: 贸易业务毛利及增长率统计.....	13
图 19: 2011 年以来钢材价格走势图.....	14
图 20: 2011 年以来铁矿石价格走势图.....	14
图 21: 2011 年以来中国铁矿石进口量统计.....	14
图 22: 2011 年以来全国粗钢月产量统计.....	14
图 23: 贸易业务毛利率统计.....	15
1. 天津地区分子公司情况列表.....	7
2. 主要子公司统计表:.....	8
3. 中储股份设立以来重大资产变动情况表.....	15
4. 中储总公司旗下资产情况统计表.....	16
5. 估值分析表.....	17

1. 公司是全国大型物流贸易企业

1.1. 公司由来

公司原为天津中储商贸有限公司，是中国物资储运总公司控股的区域性物资储运企业，2007 年在上交所上市。上市后，公司经营方式由单一的仓储业务向多元化业务转变，由区域性企业向全国性物流公司转变。

大股东中储总公司逐步把优质资产注入上市公司，使公司的经营规模、盈利能力快速提升。通过收购、置换等资本运作手段，中储总公司 90%以上经营性资产进入上市公司。

经过快速发展，公司的资产结构和服务功能日益完善，已成为全国最大的以仓储为基础的综合物流提供商。

公司控制人是隶属于国务院国资委的大型中央企业中国诚通控股集团有限公司。

股权结构如下：

图 1：公司股权结构图



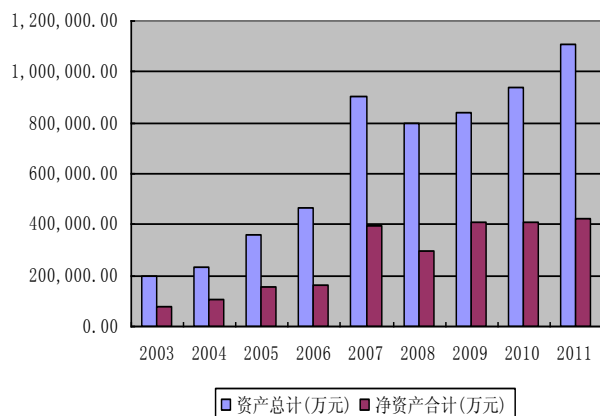
数据来源：公司公告 东北证券

1.2. 资产规模快速扩张

目前公司拥有国内最大的仓储物流网络，网络覆盖全国 20 多个省、自治区和直辖市，物流货场面积达 230 多万平方米，库房面积达 150 多万平方米，公司拥有各类物流设备 1000 多台套，可以为客户提供全程、全方位、多功能的物流服务；公司拥有铁路专用线 70 多公里，具有公、铁、海多式联运的优势。

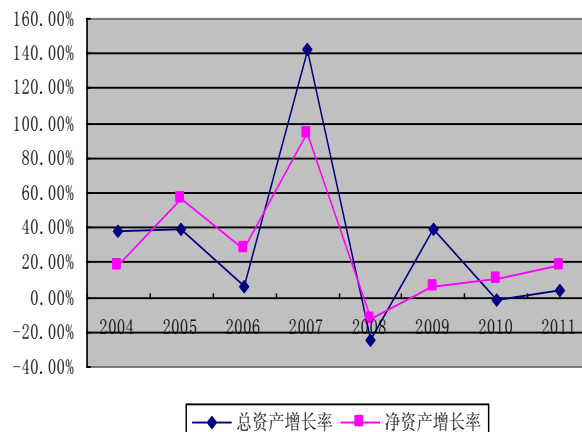
近十年来，公司资产规模增长较快，至 2011 年底公司总资产达到 110 亿元，归属于母公司的净资产 43 亿元，而 2003 年底公司总资产及净资产分别为 19.5 亿、7.9 亿元，8 年增长 4 倍。

图 2: 公司总资产及净资产统计



数据来源: 东北证券 公司公告

图 3: 公司资产增长率统计

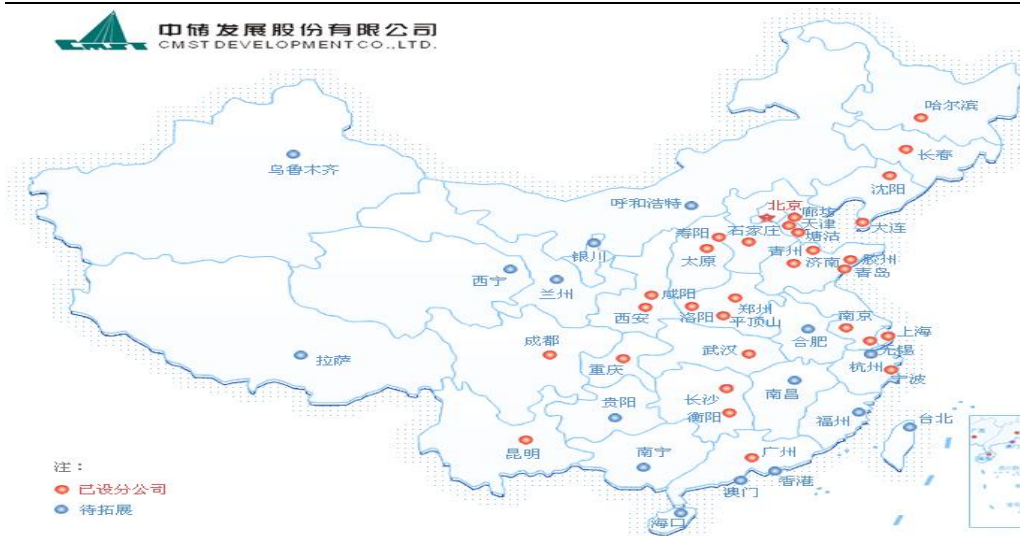


数据来源: 东北证券 公司公告

1.3. 业务地域分布广

公司业务的地域分布较广, 中国储运在北京、上海、天津、江苏、浙江、山东、湖北、湖南、广东、四川、云南、河北、河南、陕西、辽宁、吉林、黑龙江等全国 30 多个中心城市和港口城市设有 70 余家物流配送中心和经营实体。

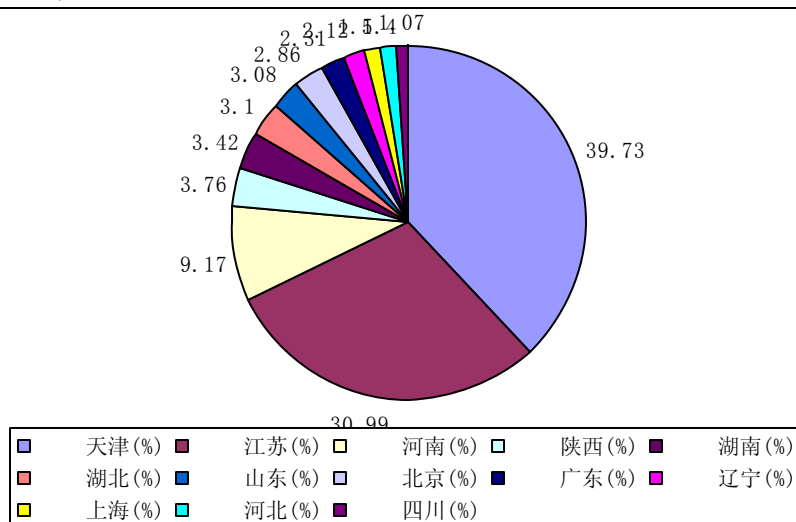
图 4: 公司业务网点示意图



数据来源: 公司网站 东北证券

从营收角度看, 各区域营收贡献差别较大, 天津、江苏地区的营收贡献最大, 2011 年营收比重分别为 39.73%、30.99%, 其次为河南、陕西、湖南, 营收占比分别为 9.17%、3.76%、3.42%, 合计营收占比为 87.07%。

图 5: 公司收入分地区构成



数据来源：东北证券 公司公告

1.4. 分、子公司数量多

由于公司业务分布区域较大，公司的组织架构主要以地域来划分。即以各地域分公司的形式具体开展业务运作，而在业务较为集中的地区，设立事业部制统筹业务管理。公司设有天津事业部、上海地区事业部、辽宁事业部、河南事业部、陕西事业部，其余的地区直设分公司。目前公司属下包括各事业部属下的各个分公司共计 30 多家。

图 6: 主要分公司统计



数据来源：东北证券 公司网站

图 7: 主要分公司统计



数据来源：东北证券 公司网站

公司在天津地区的业务占比最大，营收贡献近四成，而天津地区有 6 家主要分公司，另有子公司。我们列举天津分子公司的主要仓储物流设施及经营业务，来进一步了解中储的运营情况。

天津各分公司的主要资产及硬件设施包括各类仓储库房、现货市场交易用房、

露天货场、铁路专用线、各类吊装、装卸设备、运输设备等，天津南仓分公司为上交所螺纹、线材、橡胶和铅4个品种的指定交割库，以及大商所聚乙烯(PE)交割库。天津新港分公司为天津海关监管仓库及海关出口货物指定验放点。

天津分、子公司根据各自的设施条件开展仓储、装卸、运输配送、质押融资、国际货代、多式联运等业务，以及现场市场经营业务及贸易业务等。

1. 天津地区分子公司情况列表

天津地区 公司名称	地理位置	主要设施	经营业务
天津新港分公司	天津港港区内	占地面积21.5万平方米，有水泥货场、道路近20万平方米。库房27523平方米，拥有铁路专用线2条，有效长度1.84公里，配有现代化的吊装设备龙门吊一台、正面吊五台、码箱机三台、叉车二十九台、集装箱拖车三十辆、装载机四台。	为天津海关监管仓库及海关出口货物指定验放点，业务包括集装箱多式联运、散货仓储运输、国际贸易、仓单质押、货运代理等。
天津南仓分公司	北辰区钢铁物流园区内，距全国五大铁路编组站之一的南仓站仅1.5公里，距天津港47公里。	总占地面积66万平方米，货场面积38万平方米，库房36栋，面积7万平方米。铁路专用线7条，全长3850米。拥有起重设备42台、叉车13台。库存容量60万吨，年吞吐能力1000万吨；现货市场普通交易用房1094间，3.1万平方米，市场综合大楼建筑面积达24000平方米，地上12层、地下1层，480个交易间。	上交所螺纹、线材、橡胶和铅4个品种的指定交割库、大商所聚乙烯(PE)交割库。业务包括仓储、内外贸易、运输配送、现货市场、动产质押融资、剪切加工、电子交易、期货交割等。
天津物流中心	天津市北辰区顺义道，距京津塘高速宜兴埠出口7公里，紧邻京津快速及环城快速。	总占地面积7.2万m ² ，拥有3.3万m ² 现代化轻钢结构高站台库房，在北京首都机场附近代管2.2万m ² 轻钢结构高站台库房。以自有车辆为基础，具有较强的物流配送及分拨能力。	提供仓储、装卸、运输配送、质押融资、国际货代、多式联运等全过程物流设计与服务。
天津唐口分公司	天津市河东区东兴立交桥下西侧，位于中环线交通枢纽位置。	大型库房10栋，建筑面积15000多平方米，用于自主经营中储装饰城，小型库房49栋，建筑面积3000多平方米，用于出租业务。	现以自主经营中储装饰城为主，另有库房出租和房屋租赁业务，同时有少量质押监管业务。
天津塘沽分公司	天津滨海新区一塘沽区。距天津港18公里、距天津经济开发区6公里，距天津港保税区10公里。	自营铁路专用线2条，有效长度855米，库房面积3.2万平方米，货场面积5.5万平方米，拥有全封闭钢结构4000平方米高站台流转库，拥有各类起重、运输设备15台。	物资仓储、加工包装、货物配送、专用线代发、代运、集装箱中转、拼装、装卸、货运代理、仓单质押。
天津廊坊分公司	廊坊市区东南部，南临京山铁路，北距京津塘高速公路8公里	拥有20万平方米露天货场、13栋(5万平方米)大型库房，三条(共1400延米)铁路专用线，各种起重、运输设备30余台(辆)。	提供各种生产资料及其接运、储存、中转、汽运、火运、剪切加工、进出库装卸、动产质押融资监管等专业物流服务和物流延伸服务。
天津中储国际货运代理有限公司	天津港港区	拥有专业的集装箱运输车队，可为客户提供进口散货矿、钢材、煤炭、设备、超大超重件等全方位的运输服务。	揽货、国际海运租船、订舱、集装箱海运代理、陆运代理、多式联运、报关、商检、保险、接运、集装箱拼装、拆箱、仓储中转、分拨、物流咨询等。

数据来源：东北证券 公司网站

除了为数众多的区域分公司，公司还有为数不少的控股子公司，包括设立、投资或合并取得的子公司。

2. 主要子公司统计表（2011 年度）：

单位：万元

子公司名称	公司合计 享有的表 决权比例	资产总额	负债总额	营业收入	净利润	对公司净 利润的贡 献(归属母 公司)
无锡中储物流有限公司	95.00%	16,135.69	9,746.56	76,963.35	1,205.92	1,145.63
郑州恒科实业有限公司	71.60%	9,542.38	3,504.04	4,841.47	943.56	653.49
中储上海物流有限公司	100.00%	12,476.02	3,161.74	5,122.79	777.68	712.07
上海中储物流配送有限公司	100.00%	8,652.46	666.05	3,829.79	1,196.27	1,196.27
中国物资储运天津有限责任公司	100.00%	19,284.10	3,656.80	15,828.71	-585.36	-585.36
青州中储物流有限公司	100.00%	13,316.96	7,749.71	51,144.98	878.43	878.43
北京中储国际物流科技有限公司	63.17%	18,178.84	14,163.49	34,034.44	740.90	456.39
天津中储国际货运代理有限公司	83.50%	11,795.11	8,798.42	36,870.41	1,040.67	837.75
上海临港物流有限公司	100.00%	9,999.63	25.52	1,079.82	115.51	115.51
南京生产资料中心批发市场	75.00%	514.37	372.79	753.92	116.26	101.26
天津中储通达物流配送有限责任公司	100.00%	2,804.40	2,069.87	10,026.22	352.67	352.67
中储电子商务(天津)有限公司	100.00%	3,179.59	208.59	0.00	-23.74	-23.74
中储发展(沈阳)物流有限公司	100.00%	15,490.93	10,492.02	0.00	-16.92	-16.92
北京中储世纪物流有限责任公司	60.00%	543.99	34.89	962.62	259.28	155.57
沈阳中储孤家子金属材料市场服务有限公司	85.00%	298.83	166.73	-22.00	-16.50	-14.03
无锡中储不锈钢有色金属交易管理有限公司	100.00%	213.14	3.85	426.42	105.52	105.52
山东中储国际物流有限公司	100.00%	499.15		0.00	-1.66	-1.66
北京中储物流有限责任公司	100.00%	7,681.80	4,694.77	14,751.11	1,391.87	1,391.87
广州中储国际贸易有限公司	89.00%	13,520.67	12,788.58	54,174.47	112.80	100.39
天津中储创世物流有限公司	100.00%	552.65	53.41	0.00	-0.76	-0.76
天津滨海中储物流有限公司	34.00%	54,108.83	9,206.73	0.00	-96.11	-32.68
天津宝钢储菱物资配送有限公司	35.00%	18,108.73	5,327.10	29,723.74	335.10	108.37
上海期晟储运管理有限公司	36.95%	3,527.77	228.10	1,106.11	211.93	74.20
天津博通文化传播有限公司	41.67%	46.33	4.41	27.20	9.55	3.98
辽宁中储房地产开发有限公司	30.00%	1,854.43	222.21	52.00	-35.35	-10.62

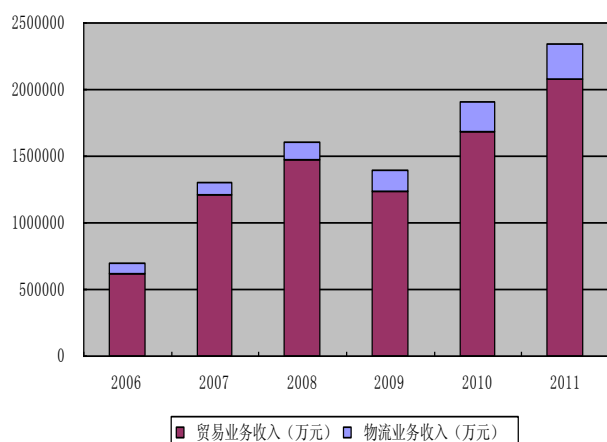
数据来源：东北证券 公司公告

2. 仓储物流与贸易业务并驾齐驱

公司业务涉及面很广，从大的业务类别上可分为贸易业务、物流业务。2011 年

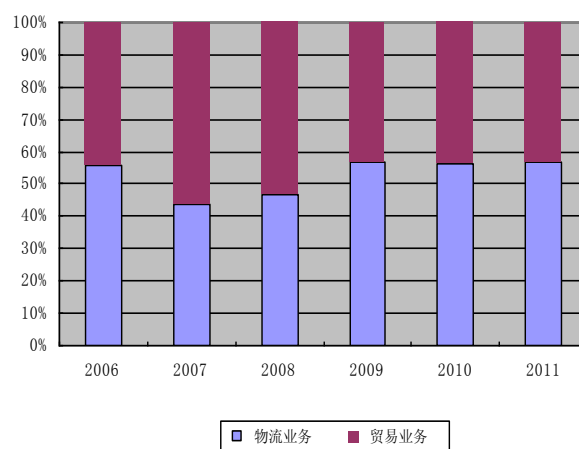
两项业务的收入分别为 207.99 亿元、26.08 亿元，收入占比分别为 88.86%、11.14%，毛利占比分别为 43.23%、56.77%。

图 8: 物流、贸易业务收入统计



数据来源：东北证券 公司公告

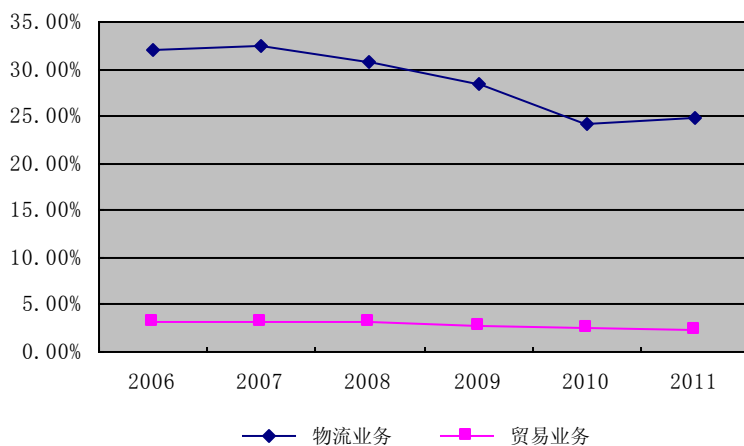
图 9: 物流、贸易业务毛利占比统计



数据来源：东北证券 公司公告

2008 年以来，公司物流业务收入保持两位数增长，而贸易业务在波动中增长，2011 年物流、贸易业务毛利率分别为 24.78%、2.37%，贸易业务收入规模大，但毛利率很低，物流业务毛利率明显高贸易业务，随着物流业务收入的增长，物流业务毛利贡献度呈现上升趋势。

图 10: 物流、贸易业务毛利率统计

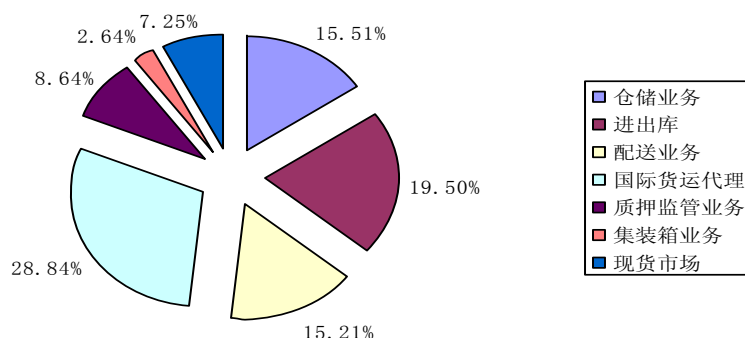


数据来源：东北证券 公司公告

2.1. 物流业务

公司的物流业务大致可分为仓储及进出库业务、配送业务、国际货运代理业务、质押监管业务、集装箱业务、现货市场业务等，2011 年，各项业务收入构成如下：

图 11: 物流业务收入构成



数据来源：东北证券 公司公告

2.1.1 仓储及进出库业务:

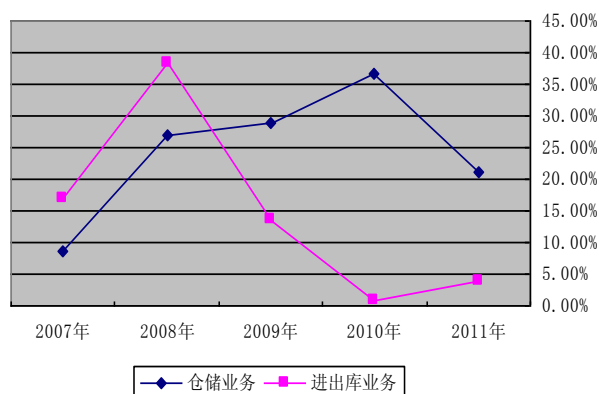
公司在北京、天津、沈阳、大连、石家庄、太原、青岛、青州、天津、廊坊、郑州、洛阳、平顶山、西安、咸阳、成都、武汉、衡阳、广州、上海、南京、无锡、连云港等地拥有各类库房、货场、铁路专用线等物流设施，目前货场面积达 230 多万平方米，库房面积达 150 多万平方米，拥有龙门吊、汽车吊、叉车、正面吊等装卸搬运设备，提供货物的储存保管服务。

公司的仓储品种包括黑色金属、有色金属、煤炭、塑化、橡胶、汽车、家电、纸张、服装纺织品、日用百货等。公司旗下的仓库是上海期货交易所、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。

2011 年公司仓储收入 4.04 亿元，占物流业务总收入的比重为 15.5%，仓储收入 2009-2011 年分别增长 28.75%、36.53%、21.25%。2011 年进出库收入为 5.08 亿元，占物流业务总收入的比重为 19.5%，仓储收入与进出库收入合计占物流业务总收入的比重为 35%，2009-2011 年两项收入合计分别增长 18%、13%、11%。

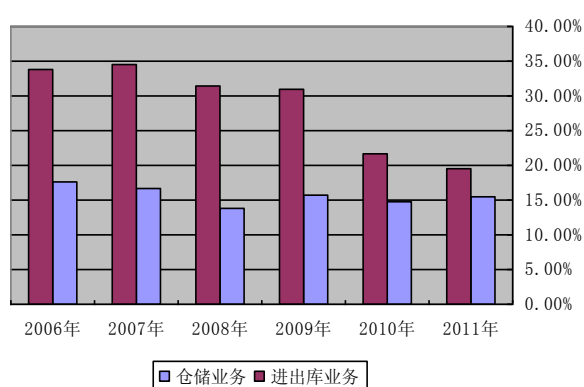
公司仓储及进出库收入增长水平与区域经济贸易增长形势有一定的关联性，也与公司库房及货场的地理位置的优劣与市场竞争情况相关。

图 12: 仓储、进出库业务收入增长率统计



数据来源：东北证券 公司公告

图 13: 仓储、进出库业务收入占物流业务比重



数据来源：东北证券 公司公告

2.1.2. 质押监管业务

质押监管是指出质人（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。

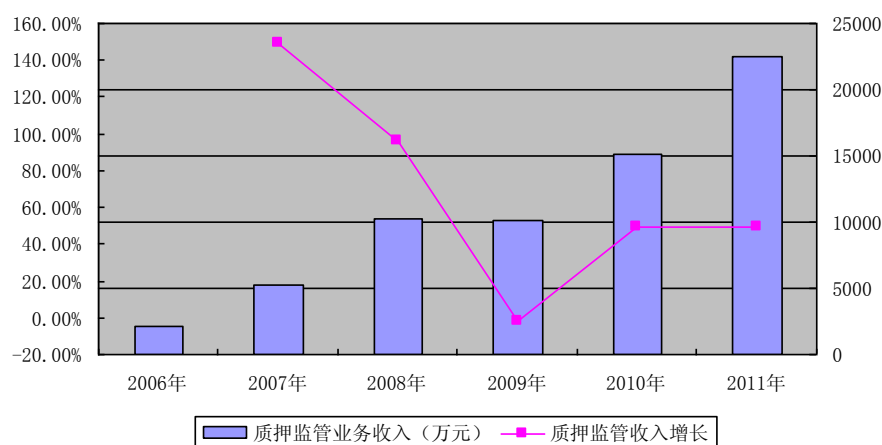
通俗而言，就是贷款人把质押物寄存在物流企业的仓库中，然后凭借物流企业开具的仓单就可以向金融机构申请贷款融资，物流企业作为公正的第三方对客户的货物进行监管；当客户需要提货时，只需要出具金融机构的放行条就可以获准放行。

公司质押监管业务的推出较早，1999 年，中储无锡公司在国内率先开展了仓单质押监管业务，该项业务被中国物流与采购联合会评为“2004 年十大创新物流业务模式”之首。截止 2010 年，中储质押业务已推广至全国 27 个省份，年质押监管规模超过 600 亿元。

公司质押监管业务每年的收入增速较大，除 2009 年收入微幅下滑外，2007 年以来每年的收入增幅均超过 40%，其中 2010-2011 年，收入分别增长 49.05%、49.67%。2011 年公司质押监管业务收入 2.25 亿元，占物流业务总收入的比重为 8.64%，毛利率接近 50%。

近些年由于质押监管业务市场竞争趋于激烈，经营成本投入加大，因此毛利率趋向于下降。质押监管业务的开展对于管理水平、人员寻查要求、检验验证技术方面的要求日益提高，而公司在开展质押监管业务过程中，不断发现业务中的一些风险点，并出现一些违规事件，公司对严重违规的单位启动业务退出机制，并控制业务发展规模，主动退出高风险业务。风险控制已经成为未来质押监管业务发展的重要着眼点。

图 14：质押监管业务收入及增长率



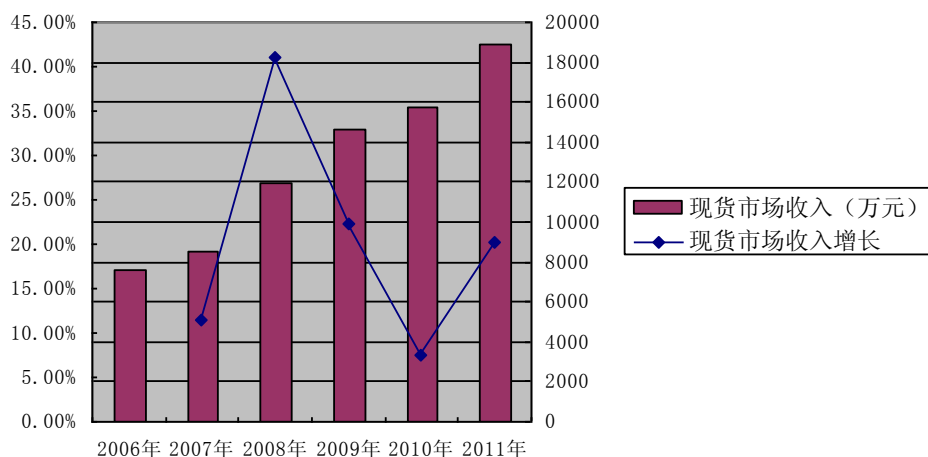
数据来源：东北证券 公司公告

2.1.3. 现货市场业务

该业务主要采用前厅后库的经营模式，依托中储仓储配送优势，提供工商、税务、银行、结算等一条龙服务，提供各类商家交易的场所和物资集散地。中储目前已建成金属材料、建材、机电、木材、日用百货等各类现货交易市场近 20 个，年交易额达千亿。

2011 年公司现货市场收入 1.89 亿元，占物流业务总收入的比重为 15.5%，2009-2011 年，现货市场收入分别增长 22.24%、7.48%、20.30%。增长相对稳定，而一些地理位置较优越的现货交易市场，业务经营比较成熟，租金收入及相关业务稳定性较强。公司现货市场业务毛利率较高，2011 年约 50% 左右。

图 15: 现货市场业务收入及增长率



数据来源: 东北证券 公司公告

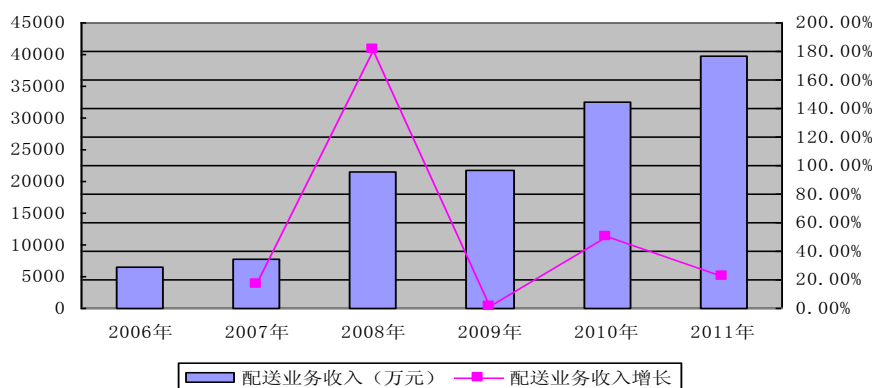
2.1.4. 配送业务

公司拥有大件运输、冷藏运输、集装箱运输、普通货运等各类运输车辆，主要从事超市配送、区域配送、干线运输、大件运输，拥有大型物件运输最高资质。另外还拥有数十条、总长约 70 多公里的铁路专用线，可以提供钢材、化工等物资的中转发运业务。

目前公司以京津为中心，初步形成了华北、华东、华中、东北及华南五大区域的干线运输网络体系，并在全国设有十余个办事机构，形成干线及区域配送网络体系，配送范围已达到二、三级城市。

2011 年公司配送业务收入 3.96 亿元，占物流业务总收入的比重为 15.21%，2009-2011 年，配送业务收入分别增长 1.16%、49.57%、21.86%。配送业务市场竞争激烈，毛利率较低。

图 16: 现货市场业务收入及增长率



数据来源: 东北证券 公司公告

2.1.5. 国际货代业务

公司国际货代业务主要是提供报关、报检、保险、租船订舱、港口中转、监装监卸、拼装拆箱等多环节服务和“门到门”服务，提供陆运、海运、空运及多式联运服务。公司曾先后完成了广西来宾 B 电厂、首都机场扩建工程、黄河小浪底水利枢纽工程、中宁电厂、杭州锅炉厂等几十个国家重点工程的进出口和国内货物的运输

代理任务。

2011 年公司国际货代业务收入 7.52 亿元，同比增长 8.74%，占物流业务总收入的比重为 28.84%。

2.2 贸易业务

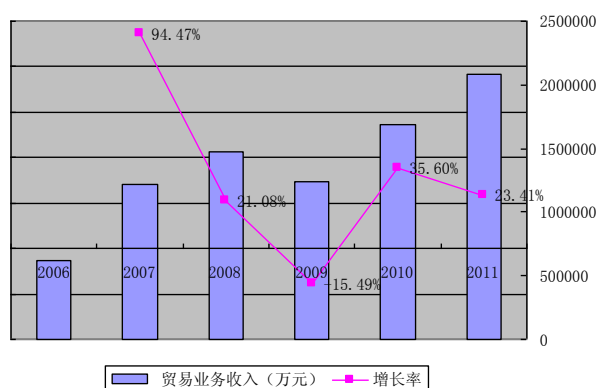
公司的贸易业务定位较清晰，即充分依托中储覆盖全国的仓储、物流实体网络优势，结合中储仓储、配送、加工、动产监管、货运代理、现货市场等物流功能，开展相关产品的自营经销及代理经销业务。

国内贸易业务主要经营货种包括钢材、有色金属、化工等，销售网络覆盖北京、天津、东北、河北、河南、江苏、陕西、四川、广东、湖南等地区；与多家钢厂和企业建立了长期合作伙伴关系和战略合作关系，取得马钢、长钢、承钢、通钢、南钢、莱钢、包钢等多家钢厂的代理权；成为多个国家重点工程和市政重点工程的指定供应商。

国际贸易业务主营铁矿石、煤炭、镍矿、锰矿、铬矿等炉料商品的进口业务。

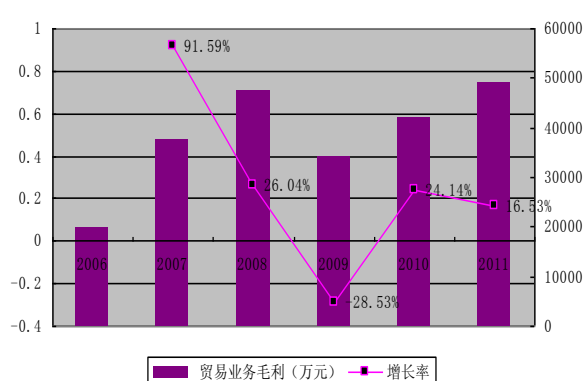
公司贸易业务规模扩张速度也较快，营业收入从 2006 年的 62 亿扩张至 2011 年的 208 亿，年复合增长率为 27%；毛利从 2006 年的 1.9 亿增长至 2011 年的 4.9 亿，年复合增长率为 20%。2011 年贸易业务毛利占公司主营业务毛利的比重为 43%，贡献近半，因此贸易业务是公司除物流业务之外的另一项核心业务。

图 17: 贸易业务收入及增长率统计



数据来源：东北证券 公司公告

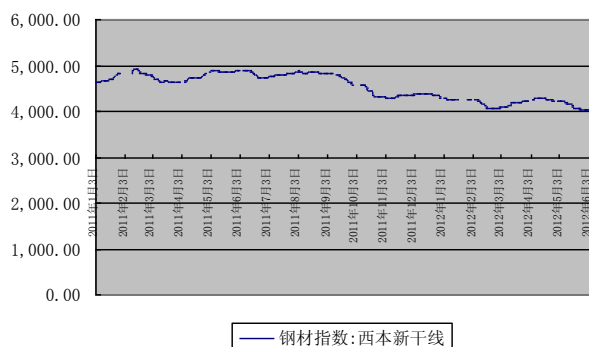
图 18: 贸易业务毛利及增长率统计



数据来源：东北证券 公司公告

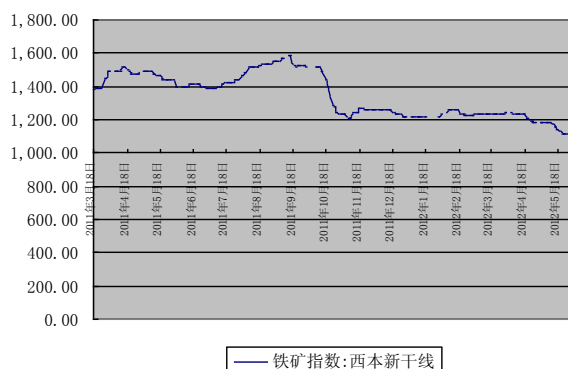
与物流业务相比，贸易业务波动性较大，更易受到经济特别是钢铁行业等相关行业景气度及产品价格波动的影响。公司贸易业务中有部分是开展自营经销业务，因此，钢材等经销产品的价格波动，必然会影响到相关业务的盈利状况。如 2009 年，公司贸易业务收入及毛利均出现明显下滑，主要原因就是当年钢材和原材料市场整体呈现震荡走低态势，公司部分经销业务品种受市场行情下跌的影响较大。2012 年以来，钢材价格走势相对比较平稳，铁矿石价格 1-4 月都比较稳定，5 月中旬有一波小幅下跌。

图 19: 2011 年以来钢材价格走势



数据来源: 东北证券 WIND

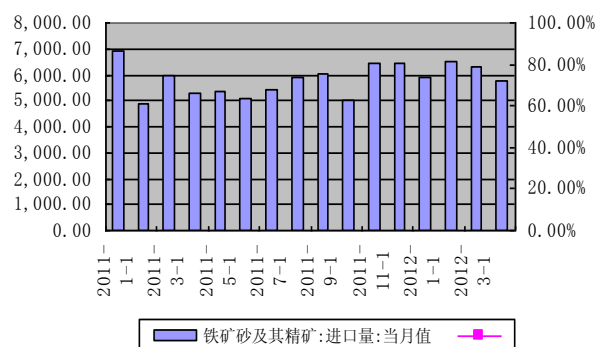
图 20: 2011 年以来铁矿石价格走势



数据来源: 东北证券 WIND

图 21: 2011 年以来中国铁矿石进口量统计

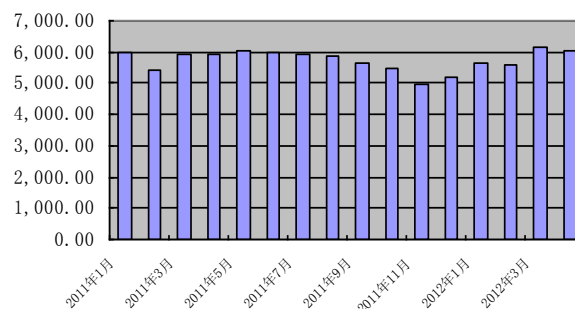
中国铁矿石月度进口量 (万吨)



数据来源: 东北证券 WIND

图 22: 2011 年以来全国粗钢月产量统计

全国粗钢月产量 (万吨)



数据来源: 东北证券 WIND

公司一季度贸易业务收入继续有明显提升, 使得公司一季度的营业收入增长达到了 21%。

作为贸易商, 相比钢铁及矿商, 在竞争中处于相对弱势地位, 而且市场竞争激烈, 贸易商的盈利空间趋于缩小, 公司贸易业务平均的毛利率水平也呈现了逐步走低趋势。

未来公司将继续完善贸易业务管理体系, 加大决策透明度, 构建贸易准入及退出机制, 加强业务审批及监控, 提升市场研究和分析能力, 有效控制风险。

图 23: 贸易业务毛利率统计



数据来源: 东北证券 公司公告

3. 作为中储总公司及诚通集团资本运作平台，未来仍具想象空间

3.1. 持续不断的资产注入

公司的大股东为中国物资储运总公司，实际控制人为中国诚通控股集团有限公司，是直属国资委的大型央企。

公司上市以来，大股东中国物流储运总公司多次资产注入上市公司，使得中储发展由设立时仅限于天津市场的单点布局逐步发展成为分布上海、天津、江苏、山东、河南、陕西等多个省市的较为完善的物流网络布局。在早期的资产注入中，由于相关的物流仓储资产价格低，使公司获得了大量低成本的营运资产和土地资源。

3. 中储股份设立以来重大资产变动情况表

重大资产变动	中储总公司置入资产	意义
1998 年配股置入资产	中国物资储运上海沪西公司、沪南公司、江湾公司、大场公司	业务网点由天津地区扩大到上海
2000 年配股置入资产	南京公司、无锡中储物资总公司	业务网点扩大到南京、无锡地区
2004 年收购资产	中储上海物流有限公司 80% 股权，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全部权益，	增强上海地区物流市场的占有率
2005 年收购资产	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	物流网络拓展到汉口、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 置入资产	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，北京中物储国际物流科技有限公司 51% 股权，位于天津、成都、咸阳三地的 8 宗土地使用权	物流网点拓展至沈阳、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。
-----------------------	---	---

数据来源：东北证券 公司公告

3.2. 大股东及实际控制人仍拥有相关物流资产

至此，中国物流储运总公司大部分资产已进入上市公司，目前中储总公司旗下尚有十余家物流及贸易公司，具体情况如下

4. 中储总公司旗下资产情况统计表

公司名称	注册地	主营业务	注册资本 (万元)	持股比例
中国物资储运总公司沈阳 阳东仓库	沈阳东大区东北 大马路 190 号	仓储运输	640.53	100%
中国物资储运武汉江北 公司	武汉市二七路 224 号	仓储	705.52	100%
中国物资储运总公司成 都物流中心	四川省成都市高 新区火车南站加工 贸易区	仓储	308.00	100%
中国物资储运总公司石 家庄东三教仓库	胜利南大街通仓 路 26 号	仓储运输	318.17	100%
中国物资储运总公司太 原平阳仓库	太原市平阳路 368 号	仓储运输	201.96	100%
中国物资储运寿阳公司	山西省寿阳县 朝 阳镇闫家坪村	仓储运输	3,561.01	100%
连云港中储物流中心	江苏省连云港 市 新浦海连东路 147 汪号	仓储运输	2,304.95	100%
中国物资储运榆次公司	山西省晋中市	仓储运输	613.00	100%
青岛中储物流有限公司	胶州市北关后大 王戈村西	仓储运输	1,000.00	65%
中国物资储运广州公司	广州市永福路 36 号	货运代理、物 资经销	824.53	100%
河北中储物流中心	石家庄市中华北 大街 203 号	仓储运输、物 资经销	1,644.51	100%

数据来源：东北证券 公司公告

另外实际控制人中国诚通控股集团为国资委旗下最大的仓储物流企业，拥有全国性仓储设施和运输网络及装备，在网络规模和操作规范上自成体系，现拥有货场、库房 1300 多万平方米，储运配送网点遍及全国各大城市和交通枢纽，并形成铁路、公路、水路、航空多式联运为一体的运输配送网络。

中国诚通集团在全国各地拥有百余家子企业，拥有中储股份、粤华包 B、中国诚通（香港主板）、冠豪高新、岳阳林纸等五家上市公司。中储股份作为诚通集团旗下唯一的物流仓储企业，未来作为资本运作平台的前景具有一定的想象空间。

4. 低成本土地资产是业绩助推器

公司在多个中心城市和港口城市设有 70 余家物流配送中心和经营实体，占地面积 600 多万平方米，其中露天货场 230 万平方米，库房 150 万平方米，公司拥有大量的土地资源，其中部分是以较低的成本获得的。例如，中储总公司向公司多次注入资产，注入时间越早的，资产价格越低。这些低成本的经营资产一方面使得公司物流仓储业务的成本相对较低，另一方面，随着当地城市发展，一部分物流仓储用地面临搬迁和改变用途，公司将获得一次性土地转让收益。

公司已成立专门的物流地产部，专门规划经营用地搬迁、原有土地转让或开发建设事宜。

公司还有部分的经营用地没有获得土地使用权，公司拟非公开增发不超过 9000 万股，购买中储总公司拥有的 16 宗地的国有出让土地使用权，这些均为公司经营用地。标的资产交易价格为 89,811.41 万元。这次的非公开增发收购土地使用权，解决了公司房地分离的历史遗留问题。中储股份现拥有土地使用权 352.09 万平方米，若新增这 16 宗土地使用权，面积合计 145.77 万平方米，土地储备将增长 41.40%。

5. 业绩预测与估值分析

我们对公司的业绩预测基于以下前提和假设：

物流仓储业务：2012-2014 年收入分别增长 15%、14%、14%；毛利率分别为 24.4%、24%、24%

贸易业务：2012-2014 年收入分别增长 25%、20%、18%；毛利率分别为 2.35%、2.28%、2.26%

合计营业收入分别增长 23.9%、19.4%、17.6%；毛利率分别为 4.52%、4.28%、4.35%

未考虑非公开增发预案实施对财务状况的影响

未考虑未来土地转让收益对业绩的影响

基于上述预测前提和假设，我们预期公司 2012-2014 年归属母公司所有者净利润分别增长 20.40%、18.27%、20.25%，每股收益分别为 0.57 元、0.68 元、0.81 元。对应市盈率分别为 15.26 倍、12.79 倍、10.74 倍。通过相对估值分析，目前公司估值水平在同行业中处于低端水平。

5. 估值分析表

简称	最新收盘价	每股收益	市盈率 PE	市净率 PB
----	-------	------	--------	--------

	(元)	11	12E	13E	11	12E	13E	(LF)
外运发展	7.71	0.50	0.49	0.58	15.44	15.73	13.29	1.42
怡亚通	6.16	0.16	0.20	0.24	38.50	30.80	25.67	3.57
保税科技	12.22	0.68	0.68	0.76	17.97	17.97	16.08	4.91
澳洋顺昌	7.09	0.27	0.32	0.40	25.87	22.16	17.73	4.35
飞马国际	5.59	0.25	0.28	0.32	22.29	20.23	17.47	4.13
长江投资	6.49	0.06	0.08	0.09	108.17	76.71	70.77	2.79
飞力达	9.73	0.88	0.42	0.50	12.64	23.17	19.46	1.95
行业均值	7.86	0.40	0.35	0.41	34.41	29.54	25.78	3.30
中储股份	8.70	0.47	0.57	0.68	18.33	15.26	12.79	1.72

数据来源：东北证券 WIND

我们认为，基于相对偏低的估值水平、公司目前已经构建的仓储物流贸易业务网络及规模优势，在低成本土地资源对业绩的助推预期下，公司估值水平存在波动向上的可能。

首次给予谨慎推荐的投资评级。

风险提示：国有经营机制相对落后市场的风险；质押监管业务管理风险；贸易业务经营产品价格波动风险等。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	1408	2141	2141	1396
应收款项	849	1084	1248	1486
存货	2122	2442	2556	2785
其他流动资产	0	84	89	96
流动资产合计	7749	9875	10949	11557
可供出售金融资产	241	201	151	91
长期投资净额	552	522	483	436
固定资产	1721	1821	1921	2021
无形资产	643	724	802	879
商誉	0	0	0	0
非流动资产合计	3336	3389	3374	3313
资产总计	11085	13264	14323	14870
短期借款	1952	1509	1412	1423
应付款项	145	157	183	217
预收款项	1587	1966	2347	2760
一年内到期的非流动负债	0	750	350	500
流动负债合计	6377	8137	8694	8615
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	35	75	75	75
长期负债合计	426	432	430	433
负债合计	6803	8569	9124	9048
归属于母公司股东权益合计	4231	4627	5111	5709
少数股东权益	51	68	88	112
负债和股东权益总计	11085	13264	14323	14870

利润表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	23413	28999	34619	40714
营业成本	22271	27686	33135	38940
营业税金及附加	89	110	132	155
资产减值损失	106	70	28	62
销售费用	179	188	208	228
管理费用	297	304	325	346
财务费用	72	75	76	82
公允价值变动净收益	-2	0	0	0
投资净收益	116	55	35	35
营业利润	512	619	750	936
营业外收支净额	41	53	45	20
利润总额	553	672	795	956
所得税	144	175	207	249
净利润	409	497	588	707
归属于母公司净利润	399	480	568	683
少数股东损益	10	17	20	24

现金流量表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
净利润	409	497	588	707
资产减值准备	106	70	28	62
折旧及摊销	148	156	167	176
公允价值变动损失	2	0	0	0
投资损失	-116	-55	-35	-35
运营资本变动	-1649	-3	-28	-182
其他	28	185	5	13
经营活动净现金流量	-1017	731	769	761
投资活动净现金流量	-396	-191	-101	-118
融资活动净现金流量	1343	193	-668	-1388
企业自由现金流	-1591	284	578	588

财务与估值指标	2011A	2012E	2013E	2014E
每股指标				
每股收益 (元)	0.47	0.57	0.68	0.81
每股净资产 (元)	5.04	5.51	6.08	6.80
每股经营性现金流量 (元)	-1.21	0.87	0.92	0.91
成长性指标				
营业收入增长率	27.61%	23.86%	19.38%	17.60%
净利润增长率	43.58%	20.40%	18.27%	20.25%
盈利能力指标				
毛利率	4.88%	4.53%	4.29%	4.36%
净利润率	1.70%	1.66%	1.64%	1.68%
运营效率指标				
应收账款周转率 (次)	11.58	13.00	12.53	12.68
存货周转率 (次)	28.89	32.00	28.00	26.00
偿债能力指标				
资产负债率	61.37%	64.60%	63.70%	60.85%
流动比率	1.22	1.21	1.26	1.34
速动比率	0.44	0.48	0.48	0.45
费用率指标				
销售费用率	0.77%	0.65%	0.60%	0.56%
管理费用率	1.27%	1.05%	0.94%	0.85%
财务费用率	0.31%	0.26%	0.22%	0.20%
分红指标				
分红比例				
股息收益率	1.24%	1.15%	1.15%	1.15%
估值指标				
P/E (倍)	18	15	13	11
P/B (倍)	2	2	1	1
P/S (倍)	0	0	0	0
净资产收益率	9.42%	10.38%	11.11%	11.96%

资料来源：东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中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。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中所涉及的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760