

交通运输

2017年03月10日

# 中储股份 (600787)

## ——土地循环开发增厚利润，混改先锋转型现代物流

报告原因：强调原有的投资评级

### 增持 (维持)

市场数据：2017年03月09日

收盘价(元)	9.36
一年内最高/最低(元)	9.94/7.05
市净率	2.3
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	17408
上证指数/深证成指	3212.76/10451.01

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016年09月30日

每股净资产(元)	4.1
资产负债率%	51.24
总股本/流通A股(百万)	2200/1860
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《动态组合双融版 170310》 2017/03/09  
《动态组合双融版 170309》 2017/03/08

证券分析师

陆达 A0230516070002  
luda@swsresearch.com

研究支持

罗江南 A0230115090002  
luojn@swsresearch.com

联系人

王昊哲  
(8621)23297818×7480  
wanghz@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **国内仓储行业龙头，土地价值构筑安全边际。**公司主营综合物流、物流贸易、金融物流和物流地产等业务，土地是公司的核心资源，目前在全国 100 多座城市设立了分支机构，拥有 40 余家仓库，土地储备面积达 850 万平米。由于大部分土地取得时间早，且为国家划拨土地，账面价值被严重低估。目前公司土地使用权账面价值仅 21.91 亿，我们保守估计目前土地价值在 111.88 亿至 181.58 亿之间，土地构筑良好的安全边际。
- **物流地王仓储转型，土地资产盘活保证业绩稳定。**目前公司主业存在三个内生变化：其一，公司原有仓库主营大宗仓储，产品以钢材为主，粗放式经营导致整体盈利能力不强。近年来，随着快递快运、电商物流、冷链物流等生活消费性物流快速增长，公司开始对部分合适的仓库进行改造升级，大力推进冷链物流、商超配送、快销品物流等业务，16H1 仓储业务增长 68.21%，配送业务增长 47.03%；其二，公司主动寻求土地资产变现，2015 年和 2016 年实现了郑州、天津两地的土地拆迁，预计增加 2016 年净利润 8 亿，土地变现的同时通过募资在郊区继续拿地，保证循环开发；其三，地产业务逐步贡献业绩，我们预计 2017 地产业务有望实现收入 12 亿。
- **国企混改先锋，诚通物流板块唯一上市平台。**诚通集团 16 年 2 月成为第二批央企改革试点，资产经营管理经验丰富，我们认为，在成立规模 3500 亿的国有企业结构调整基金后，中储作为诚通集团物流业务在 A 股的唯一上市平台，集团有望将更多优质的物流相关资源向公司集中。同时，公司早在 15 年成功引入新加坡物流地产巨头普洛斯成为公司第二大股东，提前踏出了央企混改的第一步。普洛斯的入股以及两公司的战略合作，可以让中储股份学习普洛斯先进的管理经验，此外普洛斯的毛利率显著优于中储，通过学习普洛斯的经验，有利于中储股份改善管理效率，提高毛利率，逐步转型成一家现代物流设施提供商。
- **收购 LME 交割企业开拓新增长点，成立车货匹配平台盘活仓储资源。**2016 年 1 月，公司以 3.49 亿收购 HB 公司 51% 的股权，拥有了伦敦金属交易所 (LME) 资质认证，成为国内首家具有国内国际期货交割库全牌照的企业，未来将享受政策红利。同时公司于 2015 年 4 月上线中储智运平台，试水“无车承运人”。目前平台发展迅猛，16 年单日最高交易单数超过 1000 单，单日交易额超过 1600 万。我们认为，中储智运平台一方面能够为公司拓展新增长点，另一方面的核心优势在于盘活传统仓储资产；参照“无车承运”鼻祖罗宾逊公司的发展思路，叠加资源禀赋优势，智运平台成长空间巨大。
- **维持盈利预测，维持“增持”评级。**我们预测公司 16-18 年归母净利润分别为 6.83 亿、7.76 亿、8.55 亿，对应 EPS 分别为 0.31 元、0.35 元、0.39 元，现股价对应 PE 分别 30、27、24 倍。考虑到公司在与普洛斯合作后可能还会有超预期的土地开发项目，同时国企改革可能带来的主题催化，维持“增持”评级。
- **核心假设风险：**普洛斯合作项目及国企改革低于预期。

财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	17,737	9,689	13,840	12,872	12,135
同比增长率(%)	-17.33	-23.47	-21.97	-6.99	-5.73
净利润(百万元)	666	430	683	776	855
同比增长率(%)	21.94	5.98	2.51	13.62	10.18
每股收益(元/股)	0.30	0.20	0.31	0.35	0.39
毛利率(%)	3.5	5.6	4.8	7.2	9.2
ROE(%)	7.7	4.8	7.3	7.7	7.8
市盈率	31		30	27	24

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预测得到公司 16-18 年归母净利润分别为 6.83 亿、7.76 亿、8.55 亿，对应 EPS 分别为 0.31 元、0.35 元、0.39 元，现在的股价分别对应 PE 为 30 倍、27 倍、24 倍。考虑到公司在与普洛斯合作后可能还会有超预期的土地开发项目，同时国企改革可能带来的主题催化，我们维持“增持”评级。

### 关键假设点

**土地拆迁加地产开发：土地循环开发持续贡献利润。**目前土地拆迁补偿是公司的主要来源，我们假设在未来 3 年都有土地拆迁，产生稳定的补偿收入；南京中储国际广场二期项目预计在 2017 年 3 月完工，或将在 17 年贡献房地产收入利润；以及之后天津的地产项目开发进度。我们假设 2017 年地产开发收入有 12 亿，2018 年为 19.40 亿，毛利率 25%。

**传统的贸易业务和物流业务：业务转型升级，物流业务毛利提升。**1、考虑到公司物流业务的扩张，我们假设 2016-2018 年物流业务的增速分别为 -1.69%、4.00% 和 6.00%；2、考虑到普洛斯入股对公司管理效率的改善，我们假设 2016-2018 年物流业务的毛利率分别为 18.00%、18.00% 和 19.00%。3、考虑到公司逐步压缩贸易业务规模，我们假设 2016-2018 年，贸易业务的增速分别为 -24.08%、-20.00% 和 -18.00%，毛利率在 1.7% 左右。

### 有别于大众的认识

市场认为：物流传统业务下滑，业绩均来自非经常性土地结算，具有不确定性。

我们认为：首先，根据公司目前已有的项目，土地结算业务将持续贡献业绩，考虑到其他拟被政府征用的土地，未来能够保证 5 年的业绩稳定，将非经常性受益经常化；公司的核心优势在于在全部拥有 850 万平米土地资源，引入新加坡战略投资者普洛斯后，有望借助其物流土地经营模式，加快现有土地资源周转。

### 股价表现的催化剂

普洛斯合作后续项目开发；国企改革带来机制改善以及母公司资产注入

### 核心假设风险

普洛斯合作项目及国企改革低于预期

## 目录

---

1. 国内仓储行业龙头，仓储占地 850 余万平米 .....	6
2. 物流地产发力，土地循环开发持续贡献利润 .....	8
2.1 物流地产已逐渐成为稀缺资源 .....	8
2.2 物流地王转型，卡位优势明显 .....	10
2.3 土地循环开发持续贡献利润 .....	13
3. 纯正的国企混改标的 .....	17
3.1 中国诚通物流业务 A 股唯一上市平台 .....	17
3.2 携手普洛斯，推进物流地产业务转型升级 .....	20
3.3 收购 HB 集团 51% 股权，打开国际期货交割业务大门 .....	25
3.4 中储智运发展迅猛，构建车货匹配生态圈 .....	26
4. 盈利预测与估值 .....	31
4.1 预计 2016 年实现净利润 6.83 亿 .....	31
4.2 估值合理，维持“增持”评级 .....	32

## 图表目录

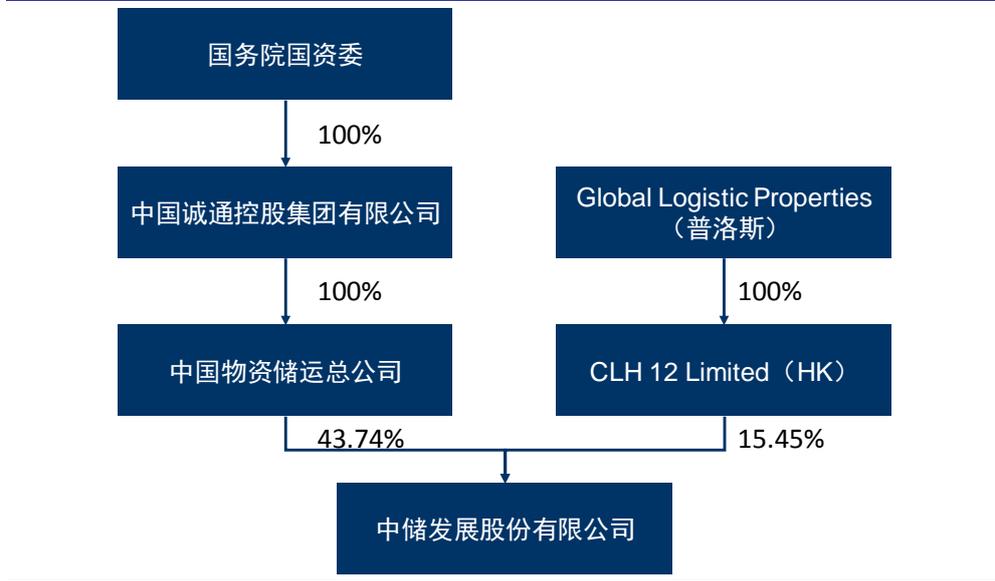
图 1: 公司股权结构.....	6
图 2: 物流业务在公司毛利中的占比持续增大.....	7
图 3: 仓储和配送业务成为物流业务收入的主要来源.....	7
图 4: 公司营业收入及增速.....	7
图 5: 归属于公司股东的净利润及增速.....	7
图 6: 人均高标物流设施面积仅 0.015 平, 不到美国 2%.....	9
图 7: 高标物流设施面积仅占仓储面积总量的 2%.....	9
图 8: 国有建设用地供应从 2013 年以来持续下降.....	9
图 9: 物流地产商在中国的市场份额.....	9
图 10: 国内快递业务发展迅猛.....	10
图 11: 物流仓储租金不断上涨 (单位: 元/平方米).....	10
图 12: 公司土地循环开发模式.....	14
图 13: 公司历年拆迁补偿收入 (不考虑新增拆迁的情况下).....	15
图 14: 中国诚通的业务平台和骨干企业.....	18
图 15: 普洛斯的营业收入.....	21
图 16: 普洛斯的净利润.....	21
图 17: 普洛斯的物流基金模式.....	21
图 18: 普洛斯模式的日本市川市案例.....	22
图 19: 中储股份物流业务的毛利率只有普洛斯的 1/3.....	24
图 20: 公路货物周转量占货物周转总量 1/3.....	27
图 21: 中国运输物流费用达 5.8 万亿元.....	27
图 22: 中国的物流总费用占 GDP 比重是美国的两倍.....	27
图 23: 中国货车的有效日行驶里程只有美国的 1/5.....	27
图 24: 中国公路物流“小、散、乱、差”的现状.....	28
图 25: 中储智运电子商务平台运营模式.....	28
图 26: 罗宾逊成功的关键在于海量的货源吸引了小车队供应商.....	29
图 27: 历史市盈率走势.....	33

表 1: 公司从事的主要业务及经营模式 .....	6
表 2: 高端物流设施与一般物流设施对比 .....	8
表 3: 阿里、顺丰、万科、平安等巨头纷纷布局物流地产 .....	10
表 4: 土地估值和政府收储价格之间的折价倍数 .....	11
表 5: 公司土地明细及估值 .....	11
表 6: 子公司土地明细及估值 .....	13
表 7: 中储总公司土地使用权置入上市公司的过程 .....	13
表 8: 公司竞拍土地明细 .....	15
表 9: 公司在建地产项目明细及估值 .....	15
表 10: 公司土地拆迁收入预测 (单位: 亿元) .....	16
表 11: 公司地产项目收入预测 (单位: 亿元) .....	16
表 12: 中国诚通拥有 6 家上市公司 .....	18
表 13: 国企结构调整基金的股东及出资额 .....	19
表 14: 国企结构调整基金的投资领域和投资策略 .....	19
表 15: 普洛斯在中国的物流基金 .....	22
表 16: 普洛斯中国前十大客户 (2016 年年报) .....	23
表 17: 募集资金承诺项目情况 (截至 2016 年 6 月) .....	23
表 18: 第一批资产运营公司投资管理的物流基地项目清单 .....	24
表 19: 公司贸易业务和物流业务的收入预测 (单位: 亿元) .....	25
表 20: 公司期货交割库明细 .....	25
表 21: 期货交割库的收费比普通仓库高 .....	26
表 22: 3.49 亿元控股 Henry Bath & Son Limited .....	26
表 23: 罗宾逊公司的两大信息平台 .....	29
表 24: 中储智运 VS 传化智联 VS 卡行天下 .....	30
表 25: 中储智运平台发展迅猛 .....	30
表 26: 公司土地拆迁收入预测 (单位: 亿元) .....	31
表 27: 公司地产项目收入预测 (单位: 亿元) .....	32
表 28: 公司贸易业务和物流业务的收入预测 (单位: 亿元) .....	32
表 29: 仓储物流企业估值情况一览 (剔除 PE 超过 100 的企业) .....	33
表 30: 公司综合盈利预测表 (单位: 亿元、元) .....	34

## 1. 国内仓储行业龙头，仓储占地 850 余万平米

**诚通集团旗下物流仓储上市平台。**公司于 1997 年 1 月 21 日，由中储总公司控股的天津中储商贸有限公司在上海证券交易所挂牌上市。之后通过收购、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。公司的控股股东中储总公司始建于 1962 年，原为国家经委仓库管理局。作为国家分配物资的集散地，适应了当时“少品种、大批量、少批次、长周期”的货物储存和运输的特性，在计划经济时期，发挥着国民经济社会流通的主渠道作用。1992 年与原国家物资部直属物资流通企业合并组建中国诚通。2016 年 2 月，中国诚通被确定为中央企业国有资本运营公司试点。

图 1：公司股权结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

**坐拥 850 万平米仓储，全国最大的以仓储为基础的综合物流提供商。**公司现主营综合物流、物流贸易、金融物流以及物流地产等业务，同时兼具物流技术、电子商务、融资贷款等服务功能。公司在全国 100 多座城市设立了分支机构，拥有 40 余家仓库；拥有仓储客户 9000 余家，现货客户 5000 余家；拥有专用线 60 条，累计长度 53 公里，拥有货运码头。

表 1：公司从事的主要业务及经营模式

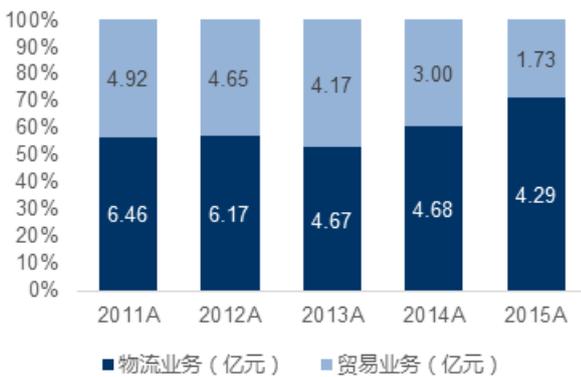
业务		经营模式和内容
综合物流	仓储业务	独有的专用线资源，拥有冷库、危险品库、平库、站台库等多种库型，服务领域包括黑色、有色、化工、轻工、机电、食品、农产品等。
	运输配送	在全国中心城市拥有 40 多个物流中心，主要业务包括：钢材、集装箱及生活资料运输、船板配送、超市配送等。
	现货市场	为大型原材料生产商、经销商、零售商等提供迅速进入市场的交易平台，前厅后库经营模式。
	期货交割业务	公司是上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所指定的期货交割库。
	国际货代业务	拥有覆盖全国，辐射海外的国际货运代理网络，为客户提供报关报验、租船订仓等服务。

加工制造业务	拥有剪切加工线 15 条，可为客户提供个性化加工服务，包括卷板开平、剪切、电缆分割等。
物流贸易	主要经营：钢厂代理、分拨分销、工程配送、代理采购、套期保值、进出口代理等。
金融物流	开展质押监管业务，监管物品涉及黑色、有色、建材、家电、汽车、纸张、煤炭、化工产品等
物流地产	一部分仓库因城市规划调整，需要进行迁建、升级改造或整体开发。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

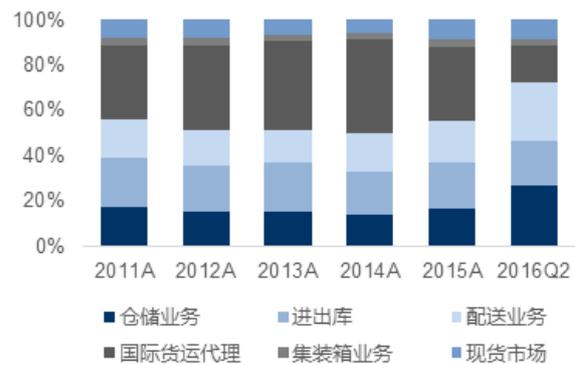
顺应行业的变化，着力发展高毛利综合物流业务。随着我国消费市场的发展，特别是电商的兴起，物流行业的需求转变为“多品种、小批量、多批次、短周期”。公司也积极调整，大力推进冷链物流、商超配送、快销品物流等业务。同时也将部分仓库改造升级成为现代化仓库，如天津物流中心、天津塘沽分公司、南京滨江物流中心、青岛分公司。同时从 2013 年开始，公司开始压缩毛利率较低的质押监管业务和贸易业务的规模，由于前期贸易业务占比较高，因此公司营业收入在 2013 年-2015 年经历了从 278.39 亿到 177.37 亿的下滑。但是贸易业务的毛利率只有 1.5% 左右，业务减少后对整体毛利影响相对较小。

图 2：物流业务在公司毛利中的占比持续增大



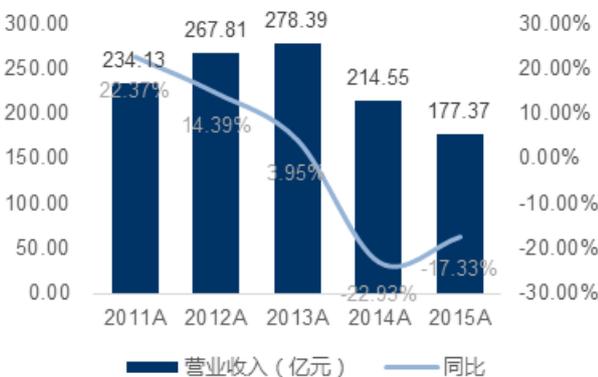
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 3：仓储和配送业务成为物流业务收入的主要来源



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 4：公司营业收入及增速



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 5：归属于公司股东的净利润及增速



资料来源：Wind，申万宏源研究

## 2. 物流地产发力，土地循环开发持续贡献利润

### 2.1 物流地产已逐渐成为稀缺资源

物流地产以信息化为基，提供成套现代物流服务。随着我国消费市场的需求转变为多品种、小批量、多批次、短周期，特别是电商的兴起，传统的物流企业所提供的简单储存、运输、包装等服务已经无法满足需要，逐渐被系统化、集成化、信息化、网络化和增值化的现代物流服务所取代，物流地产行业也应运而生。现代化的物流地产除了拥有传统仓储所不具备的先进设施，还能给入园企业提供整体解决方案。物流地产的不动产包括物流园区、仓库、配送中心、分拨中心等等。其物流设施拥有宽敞的空间和柱距，充足的层高，便利的装卸货平台，以及完备的园区安全管理等各种高附加值的特性。而这些特点传统仓储设施都是不具备的。

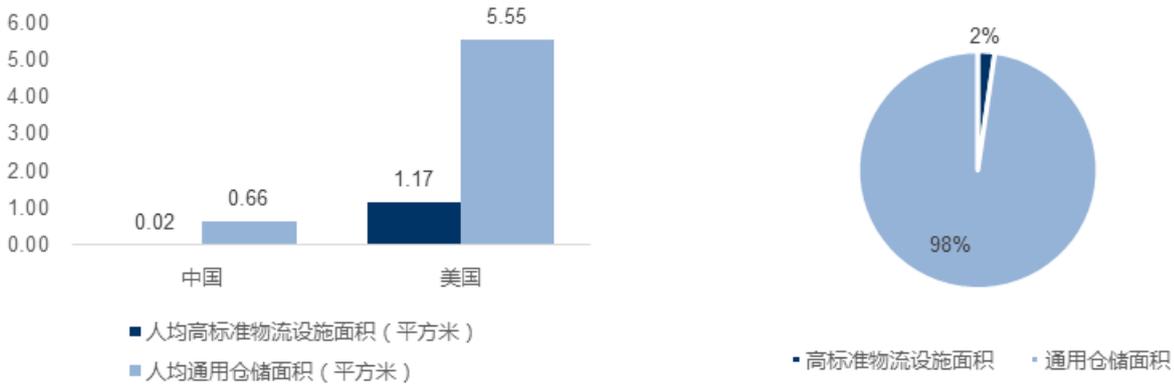
表 2：高端物流设施与一般物流设施对比

	高端物流设施	一般物流设施
单层结构	高品质钢结构	非标准混凝土/钢结构
多层结构	混凝土/钢结构，附带通道电梯	无通道
总建筑面积	大于 8000 平方米	小于 4000 平方米
屋顶净高	大于 8 米	4 米至 7 米
承载力	1 楼大于 3 吨/平方米，2 楼大于 2 吨/平方米	1 楼小于 3 吨/平方米，其他楼层小于 2 吨/平方米
立柱间距	大于 8 米	5 米至 7 米
消防	消防栓、灭火器、火灾报警装路	消防栓
地面漆	耐磨性环氧树脂/混凝土地面涂装工程	非标准，如水泥地面或填土
监控系统	24 小时安保及集中监控服务	公共警卫室或尚无
采光顶	装备条形照明灯的天花板	非标准

资料来源：公司公告，知网，申万宏源研究

目前我国人均通用仓储面积不足美国的 1/8，人均高标准物流设施面积不足美国的 2%。截至 15Q3，我国人均通用仓储面积仅为 0.66 平方米，仅为美国的八分之一。而高标准物流设施仅 2000 万平方米，折合人均面积不到 0.015 平方米。相比之下，美国高标准物流设施总存量约为 3.7 亿平方米，折合人均面积达 1.17 平方米。我国人均高标准物流设施面积不足美国的 2%。因此我国的现在物流基础设施还有很大的发展空间。

图 6: 人均高标物流设施面积仅 0.015 平, 不到美国 2% 图 7: 高标物流设施面积仅占仓储面积总量的 2%



资料来源: 世邦魏理仕, 申万宏源研究

资料来源: 世邦魏理仕, 申万宏源研究

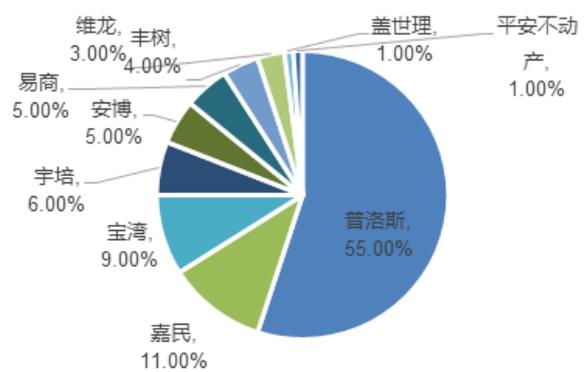
国有建设用地紧张, 特别是工矿仓储用地紧张, 制约了物流地产的发展。从 2013 年开始, 我国国有建设用地供应就一直下降。而这其中的工矿仓储用地占比更是从 2009 年开始就一直呈下降趋势, 占比从 2009 年的 39.13% 下降到 2015 年的 23.41%。而且目前国内的物流地产主要以普洛斯为代表的外资企业主导。普洛斯在中国 38 个主要城市拥有 237 个物流园区, 土地面积约 1200 万平方米, 市场占比 55%, 是物流地产行业的龙头。虽然以宝湾物流、宇培、易商和平安不动产为代表的中资物流地产商也渐渐兴起, 但是规模都还有限, 就算是这其中排名最高的宝湾物流也只有 209 万平方米。

图 8: 国有建设用地供应从 2013 年以来持续下降



资料来源: 国土资源部, 申万宏源研究

图 9: 物流地产商在中国的市场份额



资料来源: 戴德梁行, 申万宏源研究

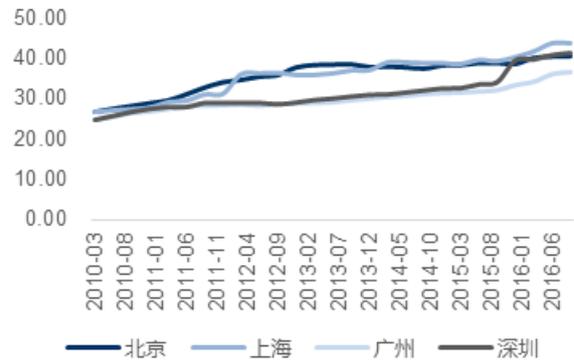
电商的兴起, 消费市场的发展, 使得市场对仓储物流的需求不断增加。近 10 年来, 电商的兴起, 使得我国的快递业务量激增。从 2010 年的 23.39 亿件增加到 2016 年的 312.80 亿件, 复合增长率高达 54.07%。而土地供应的减少, 使得自营物流的进入壁垒越来越高, 这令大多数电子商务企业, 特别是中小型电商对第三方物流的依存度不断提升, 从而不断提高公共型物流仓储的租金。

图 10: 国内快递业务发展迅猛



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 11: 物流仓储租金不断上涨 (单位: 元/平方米)



资料来源: 世邦魏理仕, 申万宏源研究

阿里、顺丰、万科、平安等巨头纷纷布局物流地产。阿里巴巴成立菜鸟网络, 计划打造菜鸟网络中国智能骨干网, 从而实现快递 24 小时内送达。计划首期投资人民币 1000 亿, 现在已经投入 200 亿, 在杭州、金华、海宁、广州、武汉、天津 14 个城市拿地。顺丰和“三通一达”等第三方物流公司也自建物流体系。比如顺丰仅 2016 年一年就投资了 3 个物流地产项目, 总投资近 20 亿。万科和平安也看中了物流地产的稳定回报, 纷纷跑步进场。

表 3: 阿里、顺丰、万科、平安等巨头纷纷布局物流地产

企业	项目进展	未来计划
菜鸟网络	建设菜鸟网络中国智能骨干网, 目前已经投入 200 亿, 在杭州、金华、海宁、广州、武汉、天津 14 个城市拿地	计划首期投资人民币 1000 亿, 建立一张能支撑日均 300 亿(年度约 10 万亿)网络零售额的智能骨干物流网络
顺丰	2016 年一年就在广东佛山、山东威海、安徽芜湖建设了 3 个物流地产项目, 总投资近 20 亿	
万科	2015 年, 万科与黑石合资成立了万科物流地产发展有限公司。截至 2015 年底, 万科已进驻、拟进驻 22 个城市, 已获取、拟获取项目 29 个, 锁定总建筑面积达 300 万平方米。	未来 10 年将构建全国范围的物流仓储网络体系
平安不动产	2014 年 4 月进军物流地产, 截至 2016 年一季度, 旗下物流园区项目已经达 20 个, 总投资规模超过 70 亿	还将在武汉、长沙、贵阳、柳州、石家庄、重庆、镇江等地启动 10 个左右新项目, 利用三到五年时间在全国建立一个相对完善的物流网络

资料来源: 各公司公告, 申万宏源研究

## 2.2 物流地王转型, 卡位优势明显

坐拥 850 万平米仓储用地, 业务升级逐步推进。相比起新进者, 公司的转型具有业务功能上的继承性。而且公司拥有其他公司稀缺的土地, 因此门槛较低, 优势明显。公司也顺应物流行业的发展, 加大了各业务板块向生活资料的倾斜, 大力推进冷链物流、商超配送、快销品物流等业务。同时也将部分仓库改造升级成为现代化仓库, 如天津物流中心、天津塘沽分公司、南京滨江物流中心、青岛分公司。目前公司的转型已经出现成效, 2016H1

仓储业务增长 68.21%，配送业务增长 47.03%。此外公司引进全球物流地产巨头普洛斯成为公司第二大股东，持股 15.45%。普洛斯的入股将更有利于公司朝物流地产转型。

公司共拥有 664.98 万平米，市场价值在 104.54 亿至 174.24 亿之间。目前公司天津、上海、辽宁、河南、陕西、武汉、南京 7 个事业部，以及四川、无锡、山东地区的分公司共有土地 664.98 万平米（该数据已经扣除了 2015 年和 2016 年收储的天津南仓分公司、天津唐家口分公司、郑州物流中心的土地）。因为这些仓库建设时间很早，现在很多都处于城市中心，政府会收储后规划为商业用地或住宅用地。一般政府收储这类土地用于重新出售，其收储价格跟住宅用地挂牌价相比会有折价。比如根据我们测算，天津南仓分公司和天津唐家口分公司土地收储的价格分别约为当时附近住宅用地挂牌价的 1/5.52 和 1/3.34。因此参考各宗地块所在区域附近的住宅用地挂牌价起始价，按照 3 倍和 5 倍折价，可以算出目前公司土地收储价值在 104.54 亿至 174.24 亿。

表 4：土地估值和政府收储价格之间的折价倍数

分公司名称	所属事业部	地址	土地面积 (万平方米)	单价参考 (元/平方米) (住宅用地地价)	土地估值 (亿)	政府收储价格 (亿)	折价倍数
天津南仓分公司	天津事业部	现代物流发展规划中的北辰区钢铁物流园区内，位于中环线 with 外环线之间	69.92	12000	83.90	15.21	5.52
天津唐家口分公司	天津事业部	地处天津市河东区津滨大道中心地段，位于中环线交通枢纽位置	6.23	25000	15.58	4.66	3.34
郑州物流中心	河南事业部	郑州市管城回族区城东南路 13 号	20.00	12000	24.00	6.37	3.77

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 5：公司土地明细及估值

分公司名称	仓库分类	所属事业部	地址	土地面积 (万平方米)	单价参考 (元/平方米) (住宅地价)	土地估值 (亿)
天津新港分公司			天津港港区内新港 4 号路与国贸路交汇处	18.3	13000	23.79
天津物流中心	现代化仓库	天津事业部	天津市北辰区顺义道 65 号	7.2	10000	7.20
天津塘沽分公司	现代化仓库		天津市滨海新区塘沽于庄子路 2579 号	8.7	13000	11.31
廊坊分公司			廊坊市广阳区光明东道 25 号	25	4700	11.75
上海大场分公司	期货交割库	上海地区事业部	上海市宝山区南大路 257 号	28	24000	67.20
上海吴淞分公司	期货交割库		上海市宝山区宝杨路 2069 号	12.54	24000	30.10
上海临港分公司	期货交割库		上海市奉贤区平宇路 585 号	27.1	13000	35.23
沈阳物流中心		辽宁事业部	沈阳市浑南新区富民南街 11 号	36	5000	18.00
沈北分公司	危险化学品		沈阳市沈北新区虎石台镇文六街 26	14	2800	3.92

铁西分公司			沈阳市铁西区北一西路 46 号	6	4300	2.58	
大连分公司			辽宁省大连市甘井子区西北路 867 号	58.3	8300	48.39	
郑州南阳寨分公司	期货交割库		郑州市兴隆铺路 9 号	20	9000	18.00	
平顶山分公司		河南事业部	河南省平顶山市湛河区平宝路 3 号院	42.8	1900	8.13	
洛阳分公司			洛阳市西工区道南路 41 号	53.33	1500	8.00	
西安分公司			西安市未央区东元路 7 号	34	5000	17.00	
西安东兴分公司		陕西事业部	西安市新城区兴工东路 85 号	4.3	7000	3.01	
咸阳物流中心			陕西省咸阳市渭城区文汇东路 15 号	14	200	0.28	
汉口分公司		武汉事业部	湖北省武汉市江岸区解放大道 2020 号	36	20000	72.00	
衡阳分公司			湖南省衡南县三塘镇环城南路 34 号	25	500	1.25	
南京滨江物流中心	现代化仓库	南京事业部	南京市江宁区滨江经济开发区丽水大街 1186 号	26.67	18500	49.34	
成都天一分公司本部			成都市金牛区天回镇明月路 59 号	8	8200	6.56	
中储天一分公司汇津基地			成都新津物流园区的普兴镇	26	1200	3.12	
中储天一分公司青白江基地		四川地区	成都市青白江	77.07	1700	13.10	
中储天一分公司绵阳华青基地			绵阳市涪城区	4.67	2200	1.03	
成都天二分公司			成都市金牛区兴川路 97 号	10	8200	8.20	
无锡物流中心	期货交割库	无锡地区	无锡市新城区城南路 32-1 号	31	16000	49.60	
青岛分公司	现代化仓库	山东地区	青岛经济技术开发区江山北路 97 号	11	4200	4.62	
合计				664.98		522.71	
					折价倍数	3	174.24
						5	104.54

资料来源：公司官网，申万宏源研究

子公司拥有仓储用地 180.93 万平，土地价值为 7.34 亿。公司的天津中储陆港现代物流配送中心项目、中储恒科物联网系统有限公司称重物联网产业园项目、中储辽宁物流产业园项目、中储西北总部物流基地项目等正在建设或已经竣工项目共占地 180.93 万平米。因为这些项目比较新，位置更为偏远，土地取得时间也比较近，预计短期内不会被政府收储，因此土地价值用工业用地价格估计。

表 6: 子公司土地明细及估值

子公司名称	占比 (%)	项目名称	土地面积 (万平方米)	单价 (元/m <sup>2</sup> )	估值 (亿)
天津中储陆港物流有限公司	100	天津中储陆港现代物流配送中心项目	13.68	650	0.89
天津中储陆通物流有限公司	100		24.42	450	1.10
中储郑州物流有限公司	100	中储恒科物联网系统有限公司称重物联网产业园项目	15.95	200	0.31
中储恒科物联网系统有限公司	100	中储恒科物联网系统有限公司称重物联网产业园项目	8.77	200	0.18
无锡中储物流有限公司	95		18.00	480	0.86
中储发展(沈阳)物流有限公司	100	中储辽宁物流产业园项目	49.33	480	2.37
中储(西安)物流总部基地有限公司	100	中储西北总部物流基地项目	24.57	450	1.11
青州中储物流有限公司	100		17.00	200	0.34
成都中储发展物流有限责任公司	100		9.22	200	0.18
合计			180.93		7.34

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

根据我们的测算, 公司整体土地价值约 111.88 亿-181.58 亿, 构筑良好的安全边际。这些土地一方面为公司转型现代物流设施供应商奠定了基础。另一方面随着城市化进程的加快, 中储原处城市边缘的大部分仓库目前已处在城市中心或副中心, 土地被政府收储获得的补偿又增厚了公司利润。

### 2.3 土地循环开发持续贡献利润

土地账面价值仅 21.91 亿, 严重低估。公司自 1997 年上市以来, 分别于 2005、2007、2012 年又通过收购、置换等资本运作手段, 已将中储总公司 29 宗土地使用权置入公司。目前还剩下 10 宗土地以租赁方式占用。可以看到, 公司大部分的土地取得时间都很早, 且为国家划拨土地, 入账的价值都是当年的评估价, 跟现在的市场价格比起来, 账面价值被严重低估。随着城市化进程的加快, 中储原处城市边缘的大部分仓库目前已处在城市中心或副中心, 其地块功能需要调整为商业或商住性质。根据仓库与市区之间的距离, 我们预计今后十年内, 公司有近 20 家仓库将因城市规划调整, 需要进行迁建、升级改造或整体开发。

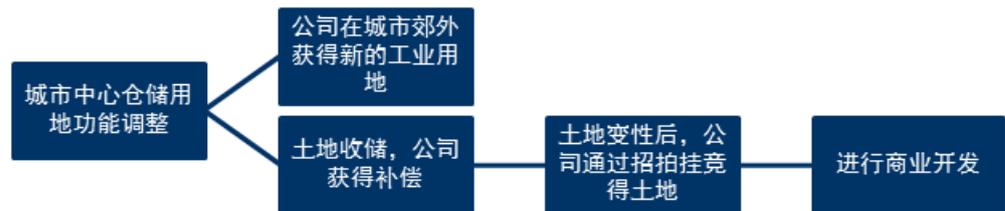
表 7: 中储总公司土地使用权置入上市公司的过程

时间	事件	当时的状况
1997 年	首发上市	根据国家土地管理局国土批【1996】91 号文, 5 宗土地以租赁的方式占用, 造成房地分离。1998 年, 通过与天津国土资源局签订《相关土地的平移协议》, 将 5 宗土地置入上市公司, 使得房地合一。
2005 年	现金收购中储总公司十家子公司资产及负债	为了保持置入资产经营完整性和稳定性, 土地以租赁的方式占用, 造成房地分离 (24 宗土地)。
2007 年	非公开发行	置入了 8 宗土地使用权, 解决了 2005 年 4 家公司房地分离的问题; 同时新置入另外 6 家公司资产及负债 (不包括 10 宗土地使用权)。
2012 年	非公开发行	置入了 16 宗土地使用权, 解决了之前 6 家公司房地分离的问题。

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

**土地循环模式盘活存量土地，并保证土地总量稳定。**在土地资产的循环开发方面，公司可谓一石二鸟。一方面，已经在城市中心的仓储用地功能调整，土地被政府收储，公司获得补偿；另一方面，公司会要求政府在新的市郊补偿或购买一块面积大小类似的土地，以保证土地资源总量的稳定。紧接着公司再通过招拍挂竞得土地，进行商业开发，实现土地资产的再次增值。

图 12：公司土地循环开发模式



资料来源：公司公告，申万宏源研究

**郊区新建物流园方面，公司已经在西安、沈阳等地的郊区建设了近 10 个新的物流园区。**比如在西安，公司原有的位于西安市未央区东元路 7 号的西安物资城市场（占地面积 40 万平方米），已经处于城市的中心，而正在建设的中储西北总部物流基地项目（24 万平方米）和中储西部国际钢铁物流基地（44 万平方米）则都在西安的郊区。再比如在沈阳，公司原有的位于沈阳市浑南新区富民南街 11 号的中储股份沈阳物流中心（占地面积 36 万平方米）已经处于城市的中心，而正在建设中的中储辽宁物流产业园（49 万平方米）则位于城市的郊区。

**土地拆迁补偿方面，2015 年土地拆迁补偿达 9.53 亿，成为公司利润的主要来源。**

- 2016 年 12 月，公司郑州物流中心土地及地上资产拆迁，获得补偿 6.37 亿，其中 2016 年、2017 年分别确认 3.87 亿和 2.49 亿，增加营业外收入 2.8 亿、1.9 亿。
- 2015 年 12 月 31 日，公司天津市河东区东兴立交桥西侧拆迁，获得补偿 4.66 亿，2016 年全部确认，增加公司营业外收入 2.6 亿。
- 2015 年 4 月，公司天津市北辰区南仓道的部分土地拆迁，获得补偿 15.21 亿，2015 年、2016 年、2018 年分别确认 8.26 亿、5.67 亿、1.47 亿，增加营业外收入 7 亿、3 亿、1 亿。

据此可以得出，公司 2016 年的营业外收入将达 8.4 亿，在不考虑新增拆迁补偿的情况下，17、18 年分别将实现补偿款 1.9 亿、1.0 亿。

图 13: 公司历年拆迁补偿收入 (不考虑新增拆迁的情况下)



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

商业开发方面, 公司已经在天津和南京投资 48.16 亿竞购了 31.21 万平方米土地进行地产开发。2016 年 6 月, 公司以 19.43 亿竞得天津河东区 45511.3 平方米土地; 2016 年 3 月, 全资子公司中储房地产开发有限公司以 8.63 亿竞得天津北辰区 74254.6 平方米土地; 2015 年 11 月, 公司以 11 亿竞得天津北辰区 107118.3 平方米土地; 2012 年 12 月, 公司以 9.1 亿竞得南京下关区 85241 平方米土地。

表 8: 公司竞购土地明细

时间	地块位置	用地性质	面积 (平方米)	价格 (亿)
2016 年 6 月	天津市河东区东兴路与新阔路交口	城镇住宅、商服	45511.30	19.43
2016 年 3 月	天津市北辰区顺义道北侧	城镇住宅、商服、科教用地	74254.60	8.63
2015 年 11 月	天津市北辰区顺义道北侧	城镇住宅、商服、公园与绿地	107118.30	11.00
2012 年 12 月	南京市下关区中央北路河路道 1 号	商业混合	85241.00	9.10

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

南京市中储国际广场项目将在 17 年产生收益, 项目估值 35 亿元。公司目前正在建的地产项目有两个, 分别是南京市中储国际广场二期项目 (一期项目已于 2013 年 11 月转让) 和北辰区顺义道北中储 A2 地块住宅发展项目。其中国际广场项目预计 2017 年 3 月竣工, A2 地块住宅项目预计 2018 年 8 月竣工。经过我们测算, 国际广场二期项目估值为 72 亿元, 公司占比 49%, 拥有权益 35.28 亿元。北辰区顺义道北中储 A2 地块住宅发展项目估值 22.20 亿元。

表 9: 公司在建地产项目明细及估值

地产项目	建筑面积 (万平方米)	参考单价 (万/平米)	估值 (亿元)	建设周期	中储股份权益比例
南京市中储国际广场二期项目	36.00	2.00	72.00	2015 年 03 月-2017 年 03 月	49.00%
北辰区顺义道北中储 A2 地块住宅发展项目	14.80	1.50	22.20	2017 年 04 月-2018 年 08 月	100.00%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

公司的土地循环开发模式，一方面释放了原有土地被低估的账面价值，拆迁补偿增厚了公司的净利润。虽然拆迁补偿计入营业外收入，属于非经常性损益。但是因为公司的特殊情况，未来 10 年内，有近 20 家仓库将因城市规划调整，需要进行迁建、升级改造或整体开发，因此会产生稳定的拆迁收入。另一方面，公司通过招拍挂竞得土地，从而获得了在中心城区开展房地产业务的机会，进一步获得收益。此外，公司在郊区建设的新的物流园区，不仅能更好的开展综合物流业务，而且随着地价的上涨，这些土地也成为了公司未来的潜在收入。此外，由于拆迁前仓储土地无法进行运营，导致其无法产生收入而成本折旧依旧，这也部分导致了公司主业的亏损。

预计 17 年实现 8 亿拆迁收入，12 亿地产收入。土地拆迁方面，我们估计位于西安市未央区东元路 7 号的西安分公司（收储估值 3.4 亿元-5.7 亿元）、位于沈阳市浑南新区富民南街 11 号的沈阳物流中心（收储估值 3.6 亿元-6.0 亿元）、位于无锡市新区城南路 32-1 号的无锡物流中心（收储估值 9.9 亿元-16.5 亿元）将在未来几年被拆迁。预计土地拆迁补偿净收入 2016 年-2018 年分别为 8.4 亿、8 亿和 7.5 亿。地产开发方面，考虑到南京中储国际广场项目预计在 2017 年 3 月完工，以及之后天津的地产项目开发进度。参考 A 股申万房地产开发 III 级分类中的标的，2015 年销售毛利率的中位数为 29%，销售净利润的中位数为 8%。假设每个地产项目分 3 年出售，销售毛利率为 25%，销售净利率为 8%，则 2016 年-2018 年分别确认收入 0 亿元、12 亿和 19.4 亿。

表 10：公司土地拆迁收入预测（单位：亿元）

土地收储项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
郑州物流中心土地			2.80	1.90	
天津市河东区土地			2.60		
天津市北辰区南仓道土地		7.00	3.00		1.00
西安市未央区土地（预计）				3.00	2.00
沈阳市浑南新区土地（预计）				3.00	2.50
无锡市新区土地（预计）					2.00
土地拆迁净收入	1.51	9.53	8.40	8.00	7.50
同比		531.13%	-11.86%	-4.76%	-6.25%

资料来源：公司官网，公司公告，申万宏源研究

表 11：公司地产项目收入预测（单位：亿元）

地产项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
南京市中储国际广场二期项目				12.00	12.00
北辰区顺义道北中储 A2 地块住宅发展项目					7.40
地产开发收入	0.00	0.00	0.00	12.00	19.40
销售毛利率				25.00%	25.00%
地产开发毛利			0.00	3.00	4.85
销售净利率				8.00%	8.00%
地产开发净利润			0.00	0.96	1.55

资料来源：公司公告，申万宏源研究

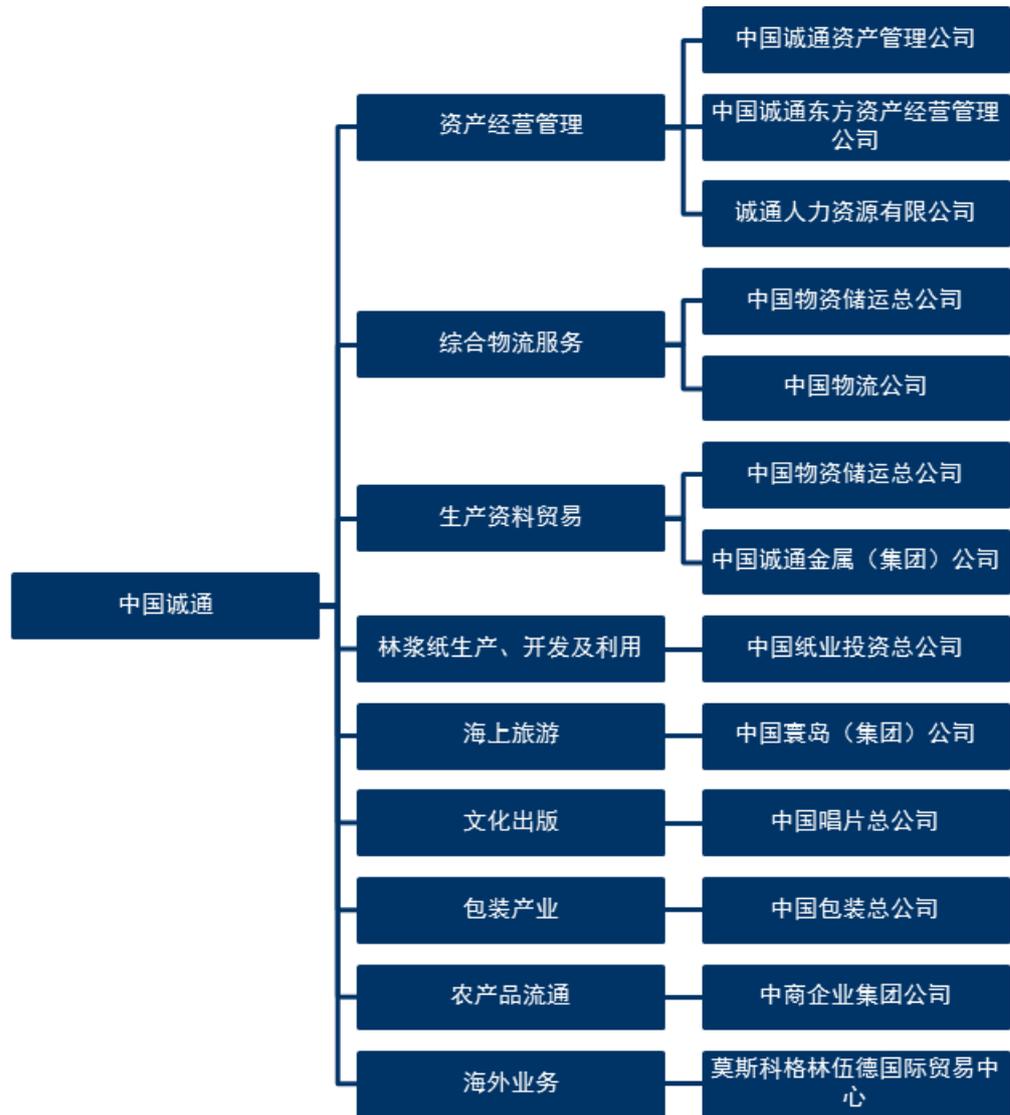
### 3. 纯正的国企混改标的

#### 3.1 中国诚通物流业务 A 股唯一上市平台

中国诚通是国有资本运营公司试点之一，牵头发起规模 3500 亿的国企结构调整基金。中国诚通是国资委的全资公司，成立于 1992 年，2005 年成为国资委首批 7 家中央企业董事会试点企业之一，2006 年成为首家国有资产经营公司试点企业。2016 年 2 月，中国诚通被确定为中央企业国有资本运营公司试点。国有资本投资、运营公司试点是中国国有企业“十项改革试点”之一。其中国有资本投资公司通过开展投资融资、产业培育和资本整合等，投资和发展国民经济的重要行业、关键领域、战略性新兴产业和优势支柱性产业；国有资本运营公司通过股权运作、价值管理、有序进退等方式，投资、持有和运营国有股权。这项改革是《中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见》中提出的完善国有资产管理体制的重要举措，即以管资本为主推进国有资产管理体制改革。目前国有资本投资公司有 8 家，国家开发投资公司、中粮集团、神华集团、宝武集团、中国五矿、招商局集团、中交集团、保利集团；国有资本运营公司有 2 家，中国诚通、中国国新。

中储股份是集团物流服务板块 A 股唯一上市平台。中国诚通目前有资产经营管理、综合物流服务、生产资料贸易、林浆纸生产开发及利用、海上旅游、文化出版、包装产业、农产品流通、海外业务这 9 大业务板块，下属 13 家一级子公司。此外中国诚通拥有中储股份(600787.SH)、诚通发展(000217.HK)、粤华包 B(200986.SZ)、冠豪高新(600433.SH)、岳阳林纸(600963.SH)、美利云(000815.SZ) 6 家上市公司。其中中储股份是集团综合物流服务业务板块在 A 股的唯一上市平台。

图 14: 中国诚通的业务平台和骨干企业



资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

表 12: 中国诚通拥有 6 家上市公司

上市公司	主营业务
中储股份 (600787.SH)	综合物流
诚通发展 (000217.HK)	工业和物流土地资源开发、房地产开发、煤炭贸易和融资租赁
粤华包 B (200986.SZ)	涂布白板纸、涂布白卡纸、液体食品软包装盒、彩色印刷包装
冠豪高新 (600433.SH)	无碳复写纸、热敏纸、不干胶标签材料等系列产品
岳阳林纸 (600963.SH)	新闻纸、文化用纸的生产、销售
美利云 (000815.SZ)	互联网数据中心 (IDC) 业务和中高档文化用纸及特种纸

资料来源: 公司官网, 公司公告, 申万宏源研究

中国诚通拥有丰富的资产经营管理经验。成立至今, 中国诚通已经完成了 6 户中央一级企业、14 户中央企业所属二级企业、11 户军工企业和 1 户地方国有企业以及系统内 182

户企业的重组整合，对 1 户央企财务公司实施了破产清算，资产经营共涉及企业 656 户，资产负债 800 亿，职工 8.8 万人。2016 年 5 月至 8 月，中国诚通托管了中国铁路物资(集团)总公司，化解了 48 亿的债券兑付危机，并使企业逐步走出困境，结束了连续 47 个月的亏损并实现经营性净现金流持续为正。2016 年 9 月，中国诚通牵头发起成立中国国有企业结构调整基金股份有限公司，基金总规模 3500 亿，采用股份有限公司的组织形式。中国诚通作为主发起人出资 300 亿。

**表 13：国企结构调整基金的股东及出资额**

股东	出资额 (亿)
中国诚通控股集团有限公司	300
中国邮政储蓄银行股份有限公司	500
招商局集团有限公司	200
中国兵器工业集团公司	50
中国石油化工集团公司	50
神华集团有限责任公司	50
中国移动通信集团公司	50
中国交通建设集团有限公司	50
中国中车集团公司	10
北京金融街投资(集团)有限公司	50

资料来源：公司官网，申万宏源研究

**国企结构调整基金的设立对国企改革具有强大的推动力。**它有四大投资领域：战略投资领域、转型升级领域、并购重组领域、资产经营领域。基金将支持国有重点项目投资、央企兼并收购和海外投资、核心产业发展与结构升级，参与央企整体上市、上市公司非公开发行股票、增持股票等。对控股的上市公司通过剥离不良资产、注入有效资产、调整业务、引入战略投资者等，开展市值管理。助力产能过剩行业去产能以及“僵尸企业”清理。2017 年 1 月 20 日，基金参与了中国中冶的非公开发行，认购了其中的 2476 万股，认购金额 9558 万元，完成了在 A 股市场的首秀。

**表 14：国企结构调整基金的投资领域和投资策略**

投资领域	投资重点	投资策略
战略投资领域	重点投资于国防军工、战略物资储备、石油天然气主干管网、电网、通信基础设施、战略性矿产资源开发利用等涉及国家安全、关系国民经济命脉的重要行业和关键领域的重大项目、行业基础科研或国家重大专项任务等。	基金将支持中央企业实施上述领域的投资项目，重点针对项目主导方的投资需求，以灵活多样的方式提供融资支持，并获取相对稳定的投资回报。如可考虑以优先股、债权形式获取稳定的股息、债息收入，并预备一个相对较长的投资持有期限。其中，对有利于国家利益的重大战略性投资项目，不排除长期战略性持有的投资策略。
转型升级领域	通过并购重组实现传统产业与战略新兴产业、消费升级领域、养老与健康产业的优质资产与技术等的对接，推动中央企业转型升级；促进优势产业集团与科研院所的重组整合，加大新技术、新产品、新市场联合开发力度；搭建支持企业转型升级的金融平台和国际产能合作平台；利用国际经济周期的波动，进行全球资源及优势产	对于具有较强技术、商业模式创新能力和优势资源条件的境内外标的企业，基金可考虑单独或联合相关中央企业实施股权收购，通过业务优化、并购重组、管理层激励等投后管理实现核心业务增值后，整合进入中央企业或其持股上市平台，在实现基金退出收益的同时，服务于中央企业的转型升级。

	能的投资并购,提升中央企业参与国际市场竞争的能力。	
并购重组领域	重点助力装备制造、建筑工程、电力、钢铁、有色金属、航运、建材、旅游和航空服务等领域中央企业间的强强联合;推动煤炭、电力、冶金等领域优势中央企业实施产业链整合,打造全产业链竞争优势;促进通信、电力、汽车、油气管道、海工装备、航空货运等领域中央企业间的专业化重组整合;重点支持优势中央企业为获取关键技术、战略资源、知名品牌、市场渠道等方面开展的境内外并购,培养一批具有创新能力和国际竞争力的世界一流跨国公司。	基金将联合上述领域的龙头中央企业共同实施并购重组项目,其中基金主要进行财务投资,重在为行业整合者提供资金、专业咨询和网络资源支持,旨在提高行业集中度,将资源向优势龙头企业集中,形成资源合力,提升资源配置效率。
资产经营领域	重点助力钢铁、煤炭、电解铝、水泥等产能过剩行业的“去产能”,僵尸企业、低效无效资产的清理,以及与中央企业主业无互补性、协同性的低效业务和资产的退出,建立退出机制和通道。	致力于加快资产变现效率,推动国有资本有序进退,引导将退出资本集中投向更需集中的领域和行业,实现国有资本形态转换和资产、业务布局结构的调整优化。

资料来源:网络资料整理,申万宏源研究

我们认为中储股份作为中国诚通物流业务板块在 A 股的唯一上市平台,中国诚通肯定会通过它整合物流产业,将优质资产注入上市平台。参考 2014 年第一批入选国有资本投资公司的中粮集团。自 2014 年入选以来,中粮集团已将职能部门从 13 个压缩到 7 个,人员从 610 人调整至 240 人之内。2016 年共完成 36 户“僵尸”和特困企业的处置任务,同时为旗下 4 家专业化公司引入外部资本,推动股权多元。目前中粮下属 18 家专业化公司中已经有 12 家通过混改实现股权多元化。到 2018 年,争取 18 家专业化公司全部混改,实现上市发展。因此作为国有资本运营公司的中国诚通,也会通过中储股份这一上市平台来实现行业整合,优化资源配置。伴随国企改革,中储股份有望适时进一步深化混改,并增强员工激励;同时 3500 亿的国企结构调整基金的设立也为公司收购优质资产,进行外延式发展打开了想象空间。

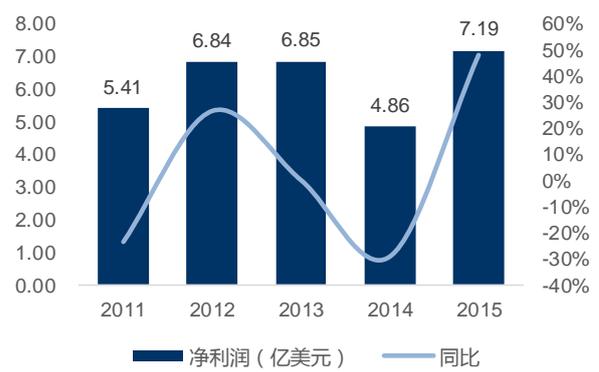
### 3.2 携手普洛斯,推进物流地产业务转型升级

混改第一单引入普洛斯,目前持股 15.45%。普洛斯是一家在新加坡上市的全球领先的现代物流设施提供商,在全球拥有 5300 万平方米的物流基础设施,遍及中国、日本、巴西和美国。它在中国 38 个主要城市拥有 237 个物流园区,物业总建筑面积约 2,740 万平方米(完工物业约 1580 万平方米,计划开发约 1160 万平方米),土地面积约 1200 万平方米。最近 5 年,普洛斯的营业收入从 5.70 亿美元上升到 7.80 亿美元,年均复合增长率为 8.16%,净利润从 5.41 亿美元上升到 7.19 亿美元,年均复合增长率为 7.37%。

图 15: 普洛斯的营业收入



图 16: 普洛斯的净利润

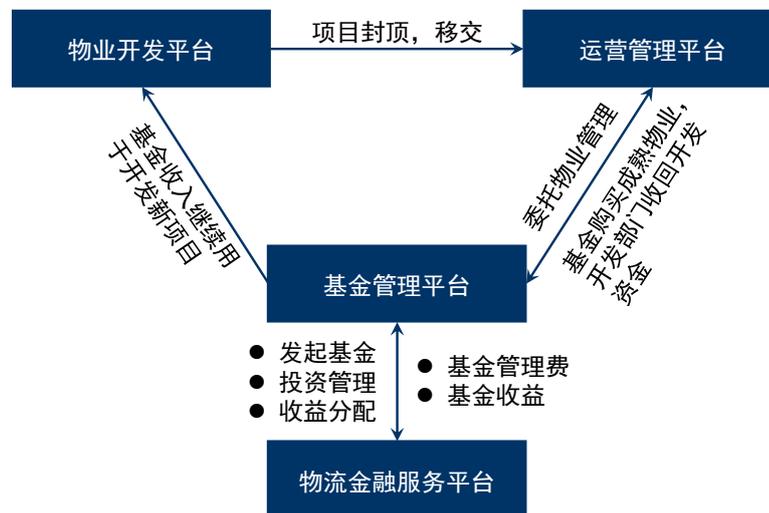


资料来源: Wind, 申万宏源研究

资料来源: Wind, 申万宏源研究

**物流基金模式实现资产证券化，助力普洛斯快速发展。**通过设立物流基金购买自己公司成熟物业，相当于放大了杠杆，不仅能大大缩短投资回收期，还能募集到更多资金。具体来说，就是物业开发部门开发新的物业，项目封顶后移交运营管理部门运营。等项目成熟后，再出售给物流基金。相比于传统的只通过租金收回投资成本的模式，这样就相当于提前兑现了物业销售收入和开发利润，将投资回收期从 10 年以上，缩短到 2-3 年。快速回笼的资金又可以投入新项目开发，成熟后再出售给物流基金。基金管理部门将购入的项目委托给运营管理部门管理。从而形成了物业开发、运营管理、基金管理部门之间的闭循环。

图 17: 普洛斯的物流基金模式



资料来源: 普洛斯官网, 公司公告, 申万宏源研究

通过物流基金，一方面普洛斯放大了杠杆，获得了更多的开发机会，同时还能从基金的管理中获取提成和管理费。普洛斯作为物流基金的发起人和管理者，持有较大的投资份额，并以视同自有资产的方式管理基金所持有资产。物流基金的设立，扩大了普洛斯的融资渠道，降低了融资成本。目前普洛斯在中国设立了中国物流基金 I 和中国物流基金 II，规模分别为 30 亿美元和 70 亿美元。



**表 16: 普洛斯中国前十大客户 (2016 年年报)**

排名	客户名称	所属行业	租赁比例
1	百世物流	第三方物流	4.7%
2	京东	零售	3.7%
3	德邦物流	第三方物流	2.7%
4	唯品会	零售	2.2%
5	中国外运	第三方物流	1.6%
6	顺丰速运	第三方物流	1.4%
7	Nice Talent	第三方物流	1.3%
8	ALOG	第三方物流	1.2%
9	Amazon	零售	1.2%
10	三只松鼠	零售	1.1%
	合计		21.1%

资料来源: 公司公告, 普洛斯官网, 申万宏源研究

**入股中储实现强强联合。**除了自建物业, 普洛斯也通过入股其他物流公司拓展自己的布局。2015 年 12 月 9 日, 普洛斯的全资子公司 CLH 12 (HK) Limited 以现金 19.92 亿入股中储股份, 持股 15.45%, 成为公司第二大股东。我们认为, 本次合并将把中储的土地优势和普洛斯的管理优势进行强强联合, 根据公司公告, 募集的资金将投入 3 个物流基地、1 个物联网产业园、1 个信息化项目以及补充流动资金及偿还银行贷款。项目的建设周期在 2~3 年。截至 2016 年 6 月, 都在稳步推进中。

**表 17: 募集资金承诺项目情况 (截至 2016 年 6 月)**

序号	募投项目名称	项目投资总额 (亿)	使用募集资金金额 (亿)	项目进度
1	中储辽宁物流产业园项目 (一期二阶段)	3.91	3.88	15.00%
2	中储股份上海临港物流园区奉贤分区物流基地二期 (A0402) 项目	2.54	1.53	65.00%
3	中储恒科物联网系统有限公司称重物联网产业园项目	2.18	2.18	20.00%
4	中储西部国际钢铁物流基地项目	6.34	6.34	33.00%
5	中储电子商务及物流信息化建设项目	0.6	0.6	0.00%
6	补充流动资金及偿还银行贷款	5.39	5.39	100.00%
	募集资金总额		19.92	

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

**入股后普洛斯携手中储合作开发 10 余土地项目。**此外, 中储股份与普洛斯还合作成立资产运营公司投资与管理新的物流基地项目, 中储股份占股 51%, 普洛斯占股 49%, 普洛斯对中储股份在合资公司中的 1% 股权拥有回购权。首批项目清单有 10 个项目, 土地面积合计达 355.20 万平方米。根据我们的草根调研, 合作的 10 个项目土地均来自中储股份。根据合同, 合资公司在取得土地使用权后应当向中储股份或者中储股份指定的其他主体支付合理的咨询服务费。同时对于中储股份物流运营所需的仓储面积, 合资公司将优先租赁给中储股份, 并对租金进行适当优惠。合资公司的董事会成员由中储股份占多数席位, 董事长

由中储股份委派，总理由普洛斯委派。也就是说合资公司由中储股份控制，但是业务的运营管理由普洛斯负责，通过普洛斯的先进管理体系，提升合资公司的业务盈利能力。

**与普洛斯试点拓展委托管理模式。**此外，中储股份计划将在未来适当的时点与普洛斯开展物流资产与物流运营分离的试点改造。也就是说中储股份拥有物流资产所有权，但是委托普洛斯管理。通过这种方式来推动中储股份的管理效率。而此次成立的合资公司，就是为今后开展试点积累经验。另外，普洛斯将通过中储股份的董事会，协助中储股份优化管理绩效考核机制。我们认为通过这种引入外脑的合作方式，公司能学习到普洛斯先进的管理经验，加快公司的转型升级。

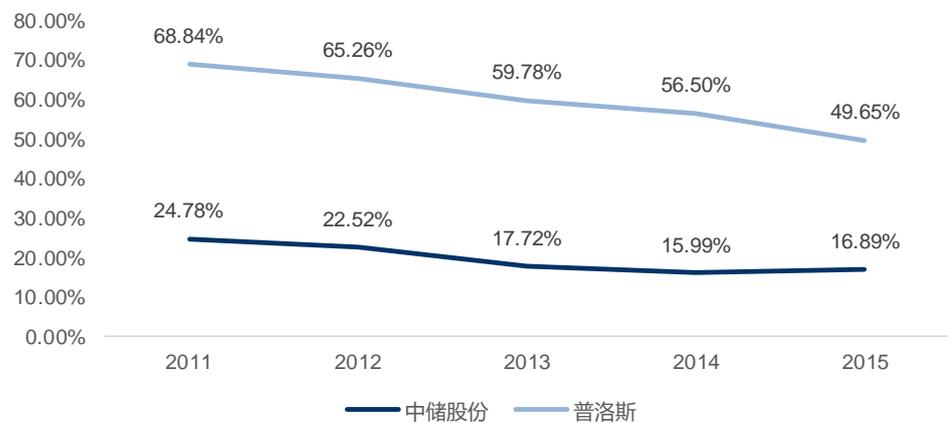
表 18：第一批资产运营公司投资管理的物流基地项目清单

序号	项目名称	城市	土地面积（万平方米）
1	郑州南阳寨-恒科物联网配套物流园区	郑州	21.87
2	中储西北总部物流基地项目	西安	13.33
3	洛阳综合物流产业园项目	洛阳	53.33
4	石家庄物流产业园项目	石家庄	33.33
5	沧州物流产业园项目	沧州	53.33
6	扬州物流产业园项目	扬州	26.67
7	武汉阳逻项目	武汉	80.00
8	山西中储综合物流园	晋中	20.00
9	成都青白江物流项目	成都	33.33
10	嘉兴王店项目	嘉兴	20.00
合计			355.20

资料来源：公司公告，申万宏源研究

**普洛斯项目合作有望提升中储整体毛利水平。**单看物流业务毛利率，相比起来，中储股份的物流业务的毛利率只有 16% 左右，而普洛斯的毛利率有 50%。因此通过学习普洛斯的经验，有利于中储股份提高毛利率。

图 19：中储股份物流业务的毛利率只有普洛斯的 1/3



资料来源：Wind，申万宏源研究

17 年物流有望实现毛利 4.68 亿，同比增长 4.0%。考虑公司仓储业务和配送业务的增速提升，以及普洛斯的入股对毛利率的提升，预计 2016-2018 年物流业务的增速分别为 -1.69%、4%和 6%，毛利率分别为 18%、18%和 19%。考虑到公司逐步压缩贸易业务规模，2016-2018 年贸易业务的增速分别为 -24.08%、-20%和 -18%。依据以上假设，我们预计 2016-2018 年贸易毛利分别为 2.21 亿、1.62 亿、1.12 亿；物流毛利分别为 4.50 亿、4.68 亿、5.24 亿。

表 19：公司贸易业务和物流业务的收入预测（单位：亿元）

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
贸易业务收入	183.97	149.36	113.40	90.72	74.39
增速	-26.98%	-18.81%	-24.08%	-20.00%	-18.00%
毛利	3.00	1.73	2.21	1.62	1.12
毛利率	1.63%	1.16%	1.95%	1.79%	1.50%
物流业务	29.25	25.43	25.00	26.00	27.56
增速	10.92%	-13.06%	-1.69%	4.00%	6.00%
毛利	4.68	4.29	4.50	4.68	5.24
毛利率	16.00%	16.87%	18.00%	18.00%	19.00%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 3.3 收购 HB 集团 51%股权，打开国际期货交割业务大门

中储拥有国内多家期货交易所交割仓资质。中储股份是上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所指定的期货交割库。交易品种有铜、铝、锌、铅、白银、镍、橡胶、PVC、PE，螺纹、线材、白糖等，核定库容达 200 万吨。

表 20：公司期货交割库明细

分公司名称	仓库分类	所属事业部	地址	土地面积 (万平方米)
上海大场分公司	期货交割库		上海市宝山区南大路 257 号	28
上海吴淞分公司	期货交割库	上海地区事业部	上海市宝山区宝杨路 2069 号	12.54
上海临港分公司	期货交割库		上海市奉贤区平宇路 585 号	27.1
郑州南阳寨分公司	期货交割库	河南事业部	郑州市兴隆铺路 9 号	20
无锡物流中心	期货交割库	无锡地区	无锡市新区城南路 32-1 号	31

资料来源：公司官网，公司公告，申万宏源研究

期货交割库毛利率显著优于普通生产资料仓库。期货交割业务包括三个阶段：进库、保管和出库，相应的期货交易方需要向期货交割仓库缴纳相应的进库费、仓储租金、出库费，其他还有打包费、过户费、质检费等。相关费用的收取标准一般会高于现货标准。而且由于实际期货交易中，交易者更多的是通过仓单完成交割，库存商品并没有发生实际的位移，并且只是通过仓单进行登记结算，因此毛利比传统仓储业务要高。

**表 21：期货交割库的收费比普通仓库高**

	普通仓库	期货交割库
仓储费	0.4 元/吨/天	0.4 元/吨/天
进出库费	20 元/吨	50 元/吨
打包费	20 元/吨	20 元/吨
过户费	-	2 元/吨

资料来源：公司公告，申万宏源研究

**控股 HB 公司获取境外交割仓资质。**2016 年 1 月 1 日，公司以 3.49 亿收购了 Henry Bath & Son Limited 51% 的股权，拥有了伦敦金属交易所（LME）资质认证，成为第一家具有国内国际期货交割库全牌照的企业。Henry Bath & Son Limited 创立于 1794 年，拥有 200 多年的金属仓库管理经验，是伦敦金属交易所的创始成员。目前，HB 集团的仓储业务主要通过英国母公司及 3 家分别位于荷兰、美国、新加坡的全资子公司开展，主要经营品种包括有色金属、农产品等，主要经营业务包括现货仓储、期货交割等。HB 公司原先的债务成本较高，2015H1 负债总额达 3017.5 万美元，导致财务费用较高，但是 HB 公司本身的运营良好。收购后，中储股份部分偿还 HB 原有债务，降低了财务费用。2016H1HB 公司已经扭亏为盈，为上市公司贡献了 1907.64 万元的净利润。

**表 22：3.49 亿元控股 Henry Bath & Son Limited**

交易对方	被收购资产	收购日	收购价格	支付方式	16H1 净利润
摩科瑞资本合作有限公司	Henry Bath & Son Limited 51% 股权	2016 年 1 月 1 日	3.49 亿元	现金	1907.64 万元

资料来源：公司公告，申万宏源研究

**国内唯一获得全球期货仓储资质企业。**目前境外期货交易所及境外其他机构不能在境内设立商品期货交割仓库。但是 2015 年 4 月，证监会表示正在抓紧推动期货市场对外开放，在条件具备、时机成熟时，证监会将研究境外交易所在境内设立交割仓库的问题。公司控股 HB 集团，成为第一家具有国内国际期货交割库全牌照的企业。一旦政策开放，公司将迅速占领市场，获得先发优势。

### 3.4 中储智运发展迅猛，构建车货匹配生态圈

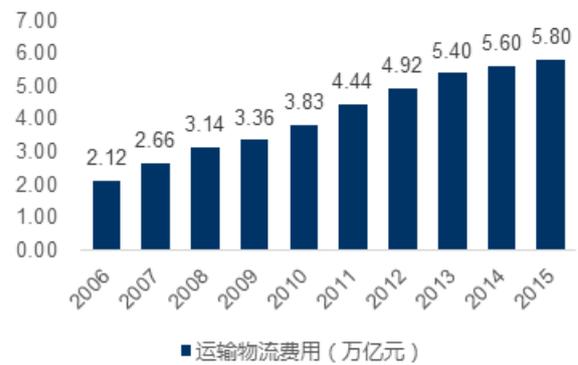
**公路运输占全国货物周转量的 1/3，市场规模估计达 3 万亿元。**从 2007 年开始，公路货物周转量在货物周转总量中的占比不断攀升，近几年稳定在 32% 左右。2015 年，全国公路货物周转量达 5.80 万亿吨公里，按照 0.5 元/吨\*公里的运价，估算出市场规模为 2.9 万亿元。2015 年全社会运输物流费用为 5.8 万亿元，因此公路运输费用占比达 50%。

图 20: 公路货物周转量占货物周转总量 1/3



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 21: 中国运输物流费用达 5.8 万亿元



资料来源: Wind, 申万宏源研究

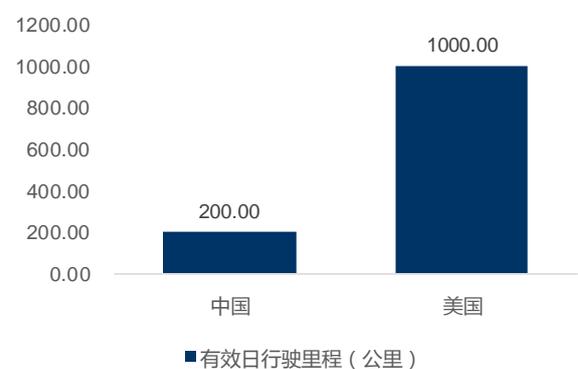
我国物流总费用占 GDP 比重是美国的两倍，物流效率整体偏低。尽管我国物流成本占 GDP 比重近年来出现了下降，但仍然远高于美国等发达国家。2015 年我国的物流总费用占 GDP 比重是 16.00%，而美国只有 7.8%，仅相当于我国的一半。作为我国物流最主要方式的公路运输，更是面临着运输效率低下的问题。我国货车的有效日行驶里程只有 200 公里，而美国可达到 1000 公里。我国车辆停配货的间隔时间平均长达 72 小时，因此大部分时间都浪费在等货、配货环节。如果等不到货，就只能返程空驶。目前我国空载率达 40% 以上。

图 22: 中国的物流总费用占 GDP 比重是美国的两倍



资料来源: Wind, 申万宏源研究

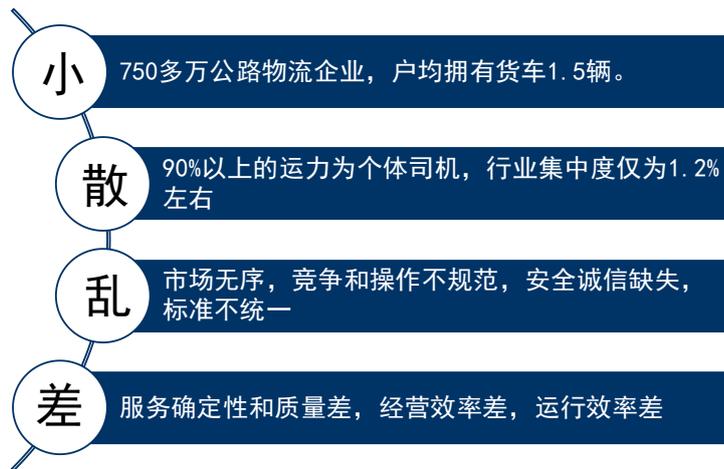
图 23: 中国货车的有效日行驶里程只有美国的 1/5



资料来源: 满易行, 申万宏源研究

公路运输效率低下，主要有两方面原因。第一、公路物流行业市场空间极大，但集约化程度低，呈现“小、散、乱、差”的特点，结果整体市场无序竞争，缺乏诚信。第二、货运信息严重不对称，导致“货找不着车，车找不着货”，返程空驶的情况经常出现，导致整体运营效率大幅下降。

图 24：中国公路物流“小、散、乱、差”的现状



资料来源：网络资料整理，申万宏源研究

智运平台致力于打造“无车承运人”模式。“无车承运人”模式不同于货运代理人，它具有双重身份。对于实际的托运人来说，它就是承运人，而对于实际的承运人来说，它就是托运人。通过个体货车司机或承运商在平台上发布车源信息，货主在平台上发布货源信息，使得承运人和货主能够双向选择。同时平台作为运输主体承担运输责任与风险，以多种手段确保运力交易安全，并为客户提供在途监控、语音呼叫、开票与结算等线上服务。目前平台上的车源信息已经有 5000 多条，货源信息 7 万多条。

智能配对解决空驶空载。平台还具备智慧物流分析技术和智慧物流预测技术。智慧物流分析技术是通过分析货主的历史发货情况，把握货主的发货规律和用车需求，从而向货主发送空车信息；通过分析承运人的历史发车情况，把握承运人的承运偏好和规律，从而向承运人推荐常驶路线附近的货源。智慧物流预测技术则预测各条线路的下期运力需求，提前做好运力通知与运力准备。

图 25：中储智运电子商务平台运营模式



资料来源：公司官网，申万宏源研究

“无车承运人”鼻祖看美国罗宾逊全球物流。它成立于1905年，是美国最大的第三方物流服务提供商，主要从事道路运输，提供物流解决方案。它通过信息系统高度整合运输服务资源。它一方面向货主提供运输服务，一方面向承运人支付运费，从中赚取运费差价。这样，公路运输市场常见的“货找车，车找货”这一信息不对称问题被一键解决。通过两个信息平台这两条“高速路”，罗宾逊就能把物流供应和需求两个环节加以规范和压缩，使暗箱操作环节变得透明。货主企业在罗宾逊的信息平台上，能清晰地了解自己的货物所处的位置、运输的环节和时间段。2015年罗宾逊公司共完成1690万个订单，服务于11万个活跃客户，拥有68000个运输服务承运人，合计拥有100万辆卡车。

表 23：罗宾逊公司的两大信息平台

平台	功能
TMS 信息平台	TMS 根据客户对服务价格、时间等需要，提出各种可供选择的优化物流解决方案
Navisphere 信息平台	货主企业在 Navisphere 信息平台的导航球上注册账号，填写货运信息及目的地等，导航球把信息传递给 TMS 信息平台。

资料来源：公司网站，申万宏源研究

罗宾逊成功的关键在于海量的货源吸引了小车队供应商。罗宾逊以大客户的合同物流为核心，海量货源的规模效应吸引了小车队供应商。凝聚起来的海量的承运人形成一张广阔的运输网络。这一庞大的承运人体系也给他带来了规模经济效应，吸引了众多的客户。从而形成了良性的循环。

图 26：罗宾逊成功的关键在于海量的货源吸引了小车队供应商



资料来源：罗宾逊官网，申万宏源研究

依托中储股份的仓储体系，优势在仓在货。中储股份遍布全国的仓库，本身就提供了海量的货源。长期以来合作的钢铁公司，中国诚通旗下的纸业公司都为智运平台提供了数量庞大的货物。以大客户的物流为核心主体，这一点和罗宾逊非常相似。因此在吸引小车

队供应商上非常具有优势。这一点从平台上线后的高速发展可以看出，短短一年多的时间，平台上的车源信息就已经有 5000 多条，货源信息 7 万多条。而凝聚起来的小车队供应商，又能构建起智运平台的运输网络，形成良性循环。

**对比传化、卡行，由传统仓储实力形成的货物资源是核心优势。**目前国内比较突出的无车承运人有传化智联和卡行天下。目前，无车承运人运作模式主要分二种：其一，类似罗宾逊、中储智运，以货源为切入口，通过聚集海量货源来吸引小车队供应商。其二，以下游车源为切入口，先整合运力，提供标准化的运输服务产品来吸引货主，比如卡行天下、传化智联。目前传化智联已经有 8 个公路港投入运营，落地的项目有 80 个，分布在全国 17 个省市，未来计划建成 10 个枢纽 160 个基地。卡行天下不具有仓储体系优势，但其通过先整合众多小微专线物流公司，实施标准化管控，编织覆盖全国的公路运输网络，为物流需求者提供标准化、可视化、高性价比的运输服务产品。卡行天下与加盟物流企业共享服务品牌，统一服务流程、服务标准、结算方式，统一门店装修、员工制服、汽车涂装，从而对外提供标准化、产品化的运输服务。目前而言，两种模式均有一定可取性，面对万亿货运市场，未来各家均有较强的发展空间。

表 24：中储智运 VS 传化智联 VS 卡行天下

	成立时间	模式特点
中储智运	2015 年	以货源为切入口，依托中储股份的仓储体系，具有货源优势
传化智联	2000 年	以车源为切入口，实体公路港为吸引了大量个体车主和中小物流公司
卡行天下	2010 年	以车源为切入口，组建物流企业大联盟，提供标准化运输服务产品

资料来源：各公司官网，申万宏源研究

**目前智运平台发展迅猛，单日成交突破 1000 单。**从 2015 年 7 月正式运营开始，10 个月累计运费交易额就突破 1 亿。2016 年 6 月，单月交易金额突破 1.5 亿。2016 年 10 月 24 日，单日成交运单数突破 1000 单，交易额超过 1600 万。目前平台业务已经覆盖全国 31 省市，服务了钢铁、煤炭、造纸、塑化、食品等众多行业的知名企业。

表 25：中储智运平台发展迅猛

时间	事件
2015 年 7 月	中储智运平台正式运营
2016 年 4 月	平台累计运费交易额突破 1 亿，注册会员数已超过 5 万
2016 年 6 月	当月成交运单数近 4500 单，运费交易金额超过 1.5 亿
2016 年 10 月 24 日	当日成交运单数首次突破 1000 单，运输车次超过 2000 辆，总成交运费金额超过 1600 万

资料来源：公司公告，申万宏源研究

考虑目前目前中储智运平台仍处于快速发展期，假设到 2017 年日均交易额都有 1000 万元，预计全年将达到 35 亿，假设平台转化率 10%，并赚取 1%的差价，就有近 6000 万的收入，达到 2015 年归属于公司股东净利润的 10%。参照罗宾逊公司的发展，再考虑平台交易额的高速增长，我们认为平台将成为公司未来的增长点。

## 4. 盈利预测与估值

### 4.1 预计 2016 年实现净利润 6.83 亿

目前公司的业务可以拆成三块来分析。

第一块：土地拆迁收益，包括已拆项目收入的逾期确认，以及未来被政府收储的项目；

第二块：地产收入，该部分收益预计将从 2017 年开始产生；

第三块：传统的贸易业务和物流业务。

#### 土地拆迁加地产开发：土地循环开发持续贡献利润

核心假设：

1. 目前公司净利润的主要来源是土地拆迁补偿。我们假设在未来 3 年内都有土地拆迁，产生稳定的补偿收入。
2. 考虑到南京中储国际广场项目预计在 2017 年 3 月完工，以及之后天津的地产项目开发进度。我们假设 2017 年地产开发收入有 12 亿，2018 年为 19.40 亿，毛利率 25%。

#### 传统的贸易业务和物流业务：业务转型升级，物流业务毛利提升。

核心假设：

1. 考虑到公司物流业务的扩张，我们假设 2016-2018 年物流业务的增速分别为 -1.69%、4.00% 和 6.00%。
2. 考虑到普洛斯入股对公司管理效率的改善，我们假设 2016-2018 年物流业务的毛利率分别为 18.00%、18.00% 和 19.00%。
3. 考虑到公司逐步压缩贸易业务规模，我们假设 2016-2018 年，贸易业务的增速分别为 -24.08%、-20.00% 和 -18.00%，毛利率在 1.7% 左右。

根据以上假设，我们预计公司 16-18 年归母净利润分别为 6.83 亿、7.76 亿、8.55 亿。

表 26：公司土地拆迁收入预测（单位：亿元）

土地收储项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
郑州物流中心土地			2.80	1.90	
天津市河东区土地			2.60		
天津市北辰区南仓道土地		7.00	3.00		1.00
西安市未央区土地（预计）				3.00	2.00
沈阳市浑南新区土地（预计）				3.00	2.50
无锡市新区土地（预计）					2.00
土地拆迁净收入	1.51	9.53	8.40	8.00	7.50

资料来源：公司公告，申万宏源研究

**表 27：公司地产项目收入预测（单位：亿元）**

地产项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
南京市中储国际广场二期项目				12.00	12.00
北辰区顺义道北中储 A2 地块住宅发展项目					7.40
地产开发收入	0.00	0.00	0.00	12.00	19.40
销售毛利率				25.00%	25.00%
地产开发毛利			0.00	3.00	4.85
销售净利率				8.00%	8.00%
地产开发净利润			0.00	0.96	1.55

资料来源：公司官网，公司公告，申万宏源研究

**表 28：公司贸易业务和物流业务的收入预测（单位：亿元）**

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
贸易业务收入	183.97	149.36	113.40	90.72	74.39
增速	-26.98%	-18.81%	-24.08%	-20.00%	-18.00%
毛利	3.00	1.73	2.21	1.62	1.12
毛利率	1.63%	1.16%	1.95%	1.79%	1.50%
物流业务	29.25	25.43	25.00	26.00	27.56
增速	10.92%	-13.06%	-1.69%	4.00%	6.00%
毛利	4.68	4.29	4.50	4.68	5.24
毛利率	16.00%	16.87%	18.00%	18.00%	19.00%

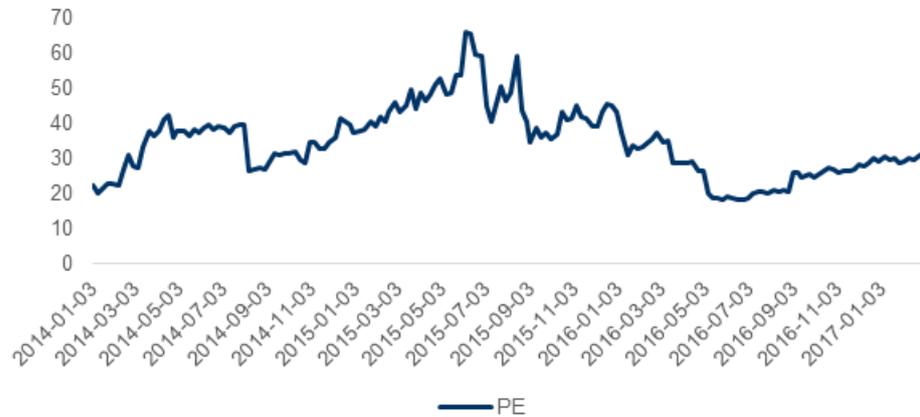
资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 4.2 估值合理，维持“增持”评级

**还原公司土地的真实价值，对应 PB 只有 0.82-1.14。**公司的土地价值被严重低估，2016H1 中合并财务报表中土地使用权（分别包含在投资性房地产、无形资产中）账面价值只有 21.91 亿，远低于前文估算的土地收储价值（111.88 亿-181.58 亿）。而我们计算的收储价值还是在现在地价的基础上，做了 3 倍和 5 倍折价。因此我们对于土地价值的估值已经非常谨慎保守了。根据 111.88 亿-181.58 亿的估值和 21.91 亿的账面价值，算出真实净资产增加 89.97 亿-159.67 亿。现在的净资产为 90.18 亿，我们还还原土地价值后净资产为 180.15 亿-249.85 亿。对应 PB 为 0.82-1.14。

**从市盈率角度：16 年利润对应新股价 PE 仅 30 倍，估值相对合理。**我们预测 2016 年净利润可达 6.83 亿，对应 PE 为 30 倍。从历史估值来看，自 2014 年以来，公司 PE 平均为 34 倍，从行业角度看，仓储物流企业平均 PE 为 37 倍，因此公司现在的估值相对合理。

图 27：历史市盈率走势



资料来源：Wind，申万宏源研究

从市净率角度：账面 PB 为 2.28 倍，土地现价 PB 为 0.82-1.14 倍，估值较低。若按账面价值测算 PB 为 2.28 倍，仓储物流企业平均 PB 为 3.92 倍，公司估值相对较低；另外我们通过还原公司土地价值算得 PB 为 0.82-1.14 倍，趋近于公司上市以来的最低值，从此角度来说股价亦处于低估水平。考虑到公司在与普洛斯合作后可能还会有超预期的土地开发项目，同时国企改革可能带来的主题催化，维持“增持”评级。

表 29：仓储物流企业估值情况一览（基于 2017/03/10 股价，剔除 PE 超过 100 的企业）

证券代码	证券简称	PE (TTM)	PB (LF)	总市值 (亿元)
600153.SH	建发股份	13	1.53	305.92
600575.SH	皖江物流	54	2.80	223.15
002210.SZ	飞马国际	13	5.33	201.65
600270.SH	外运发展	15	2.13	156.01
600180.SH	瑞茂通	28	3.18	139.26
600057.SH	象屿股份	26	2.04	131.60
002245.SZ	澳洋顺昌	49	5.56	101.23
603128.SH	华贸物流	37	2.67	93.92
002769.SZ	普路通	42	6.73	79.88
603117.SH	万林股份	83	3.35	73.97
300350.SZ	华鹏飞	56	3.72	68.42
600119.SH	长江投资	46	6.45	60.22
603066.SH	音飞储存	63	6.98	54.69
300240.SZ	飞力达	66	3.89	40.43
300013.SZ	新宁物流	60	3.19	40.41
002492.SZ	恒基达鑫	79	2.96	34.18
<b>600787.SH</b>	<b>中储股份</b>	<b>30</b>	<b>2.28</b>	<b>205.90</b>
	加权平均	37	3.92	

资料来源：Wind，申万宏源研究

**表 30：公司综合盈利预测表（单位：亿元、元）**

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>一、营业收入</b>	<b>214.77</b>	<b>177.54</b>	<b>138.40</b>	<b>128.72</b>	<b>121.35</b>
<b>YOY</b>		<b>-17.33%</b>	<b>-22.05%</b>	<b>-6.99%</b>	<b>-5.73%</b>
二、营业总成本	212.89	178.36	137.36	126.00	117.04
其中：营业成本	206.29	171.13	131.69	119.42	110.15
营业税金及附加	0.32	0.26	0.20	0.19	0.18
销售费用	1.31	1.29	1.25	1.54	1.82
管理费用	3.24	3.76	3.46	3.73	3.76
财务费用	1.07	1.13	1.10	1.12	1.13
资产减值损失	0.65	0.79	-0.34	0.00	0.00
加：公允价值变动收益	0.00	0.02	0.00	0.00	0.00
投资收益	4.08	0.08	0.00	0.00	0.00
<b>三、营业利润</b>	<b>5.96</b>	<b>-0.71</b>	<b>1.04</b>	<b>2.72</b>	<b>4.31</b>
加：营业外收入	2.05	10.00	8.40	8.00	7.50
减：营业外支出	0.64	0.19	0.00	0.00	0.00
<b>四、利润总额</b>	<b>7.37</b>	<b>9.10</b>	<b>9.44</b>	<b>10.72</b>	<b>11.81</b>
减：所得税	1.79	2.49	2.61	2.97	3.27
<b>五、净利润</b>	<b>5.58</b>	<b>6.61</b>	<b>6.83</b>	<b>7.76</b>	<b>8.55</b>
<b>YOY</b>		<b>18.50%</b>	<b>3.35%</b>	<b>13.59%</b>	<b>10.16%</b>
少数股东损益	0.11	-0.05	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	5.46	6.66	6.83	7.76	8.55
<b>YOY</b>		<b>21.96%</b>	<b>2.50%</b>	<b>13.59%</b>	<b>10.16%</b>
<b>六、基本每股收益</b>	<b>0.29</b>	<b>0.36</b>	<b>0.31</b>	<b>0.35</b>	<b>0.39</b>
全面摊薄每股收益	0.25	0.30	0.31	0.35	0.39

资料来源：Wind，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
海外	张思然	021-23297213	13636343555	<a href="mailto:zhangsr@swsresearch.com">zhangsr@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。