



2009年3月19日

物流行业

业绩回顾

陶薇

分析师

taovivian@cicc.com.cn

中性

铁龙物流(600125.CH)

08年业绩符合预期

主要财务信息

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	1,580	1,523	1,424	1,676
(+/-)	93%	-4%	-6%	18%
主营业务利润	498	471	460	546
(+/-)	52%	-5%	-2%	19%
净利润	281	295	295	341
(+/-)	59%	5%	0%	16%
摊薄每股盈利(元)	0.34	0.29	0.29	0.34
市盈率	20.9	24.0	23.9	20.7
市净率	2.73	2.88	2.63	2.38
EV/EBITDA	8.95	11.84	12.97	10.85
净资产收益率	16.8%	12.8%	11.5%	12.1%
ROCE	15.2%	12.6%	11.4%	12.0%
现金分红收益率	0.0%	0.9%	0.9%	0.9%
每股经营现金流(元)	0.5	0.3	0.5	0.5
股价/经营现金	13.1	26.2	15.2	13.1

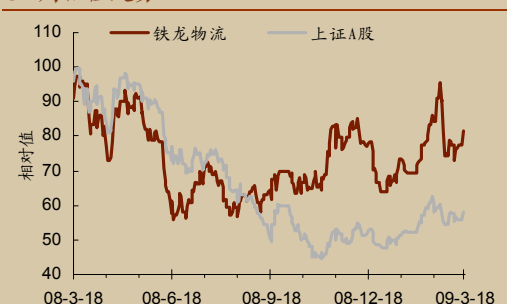
股票信息

	A股
当前股价	人民币7.04
股票代码	600125 CH Equity
日成交量(百万股)	26.0
52周最高价/最低价(人民币)	8.88/4.73
总市值(人民币百万元)	7,070
发行股数(百万股)	1004
其中:流通股(百万股)	703
主要股东(持股比例)	中铁集装箱运输有限公司(15.90%)

最近估值走势

	近1周	1个月	3个月	年初至今
[600125.CH]	+5.39	-6.63	+3.38	+25.94
[上证A股]	+3.96	-6.95	+9.41	+22.09
[中金交通运输指数]	+3.55	-10.61	+9.10	+23.00

52周估值走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

08年业绩符合预期:

铁龙物流 2008 年实现销售收入 15.2 亿元, 同比下滑 3.6%, 但如不考虑房地产业务下滑的影响, 公司铁路相关主营业务实现收入 11.6 亿元, 同比增长 33.2%; 公司最终录得净利润 2.95 亿元, 同比增加了 4.7%, 每股收益 0.29 元, 符合我们的预期, 比市场平均预计的 0.31 元低 6%。公司拟每 10 股派发现金红利 0.6 元 (含税)。

正面:

- 铁路货运及临港物流业务增长强劲。公司充分利用了沙鲛线扩能改造, 运能逐步提高的优势, 铁路临港物流延伸服务业务规模大幅扩大。沙鲛线全年货运量增长 18.9%, 而收入增长则高达 61.4%。不过, 由于物流延伸服务的利润率相对较低, 该块业务的毛利率水平也相应的下降了 7.8 个百分点至 36.8%。

负面:

- 受到自然灾害、关税政策、及金融危机等多方不利因素的影响, 公司 08 年特箱发送量仅为 39 万 TEU, 同比下滑了 -1.23%, 低于我们的预期。
- 受宏观经济下滑的影响, 公司房屋销售速度减缓, 该块业务收入同比大幅下降了 48.4% 至 3.6 亿元。

发展趋势:

2009~10 年铁路货运和临港物流业务将继续拉动公司主业收入的增长; 2011~12 年之后, 随着铁路建设的推进和运力瓶颈的打开, 特种集装箱将会成为公司高速增长的主要动力。鉴于宏观环境的不确定性, 我们预期公司房地产业务在未来两年将面临较大的销售压力。

盈利预测调整:

我们将公司 2009 年和 2010 年的业绩分别下调了 30% 和 37% 至 2.95 亿元和 3.41 亿元, 对应于每股盈利 0.29 元和 0.34 元。大幅调整的主要原因是我们将 2009 年和 2010 年的房地产业务收入从之前的 3.6 亿元和 4.8 亿元调整至零。如果不考虑房地产业务的影响, 我们盈利预测下调的幅度为 15% 和 16%, 主要体现了特箱业务的低于预期的增长。

估值与建议:

公司目前股价对应 09、10 年市盈率分别为 23.9 倍和 20.7 倍, 估值基本合理, 维持中性的投资评级。考虑到铁路行业相对的防御性, 我们建议投资者在股价低于 5.88 元时可适当配置。

图表 1: 08 年业绩分析

(百万元)	季度数据						年度数据			中金评论
	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	YoY	2007	2008	YoY	
主营业务收入	635	221	290	342	670	5.4%	1,580	1,523	-3.6%	房地产业务收入大幅下降3.45亿元
主营业务成本	437	119	161	224	492	12.6%	1,010	995	-1.5%	
主营业务税金及附加	35	8	9	9	30	-12.4%	72	57	-20.7%	房地产业务收入减少导致相应税费减少
主营业务利润	164	94	120	109	148	-10.0%	498	471	-5.5%	
营业费用	11	6	7	7	8	-26.5%	37	29	-20.7%	为楼盘销售支付的业务宣传费、销售代理费等相应减少
管理费用	16	10	10	11	16	-4.7%	43	47	8.2%	
财务费用	4	4	2	2	0	-95.0%	15	8	-44.8%	
资产减值损失	-2	3	1	2	-5	148.1%	-1	1	n.m.	
营业利润	135	70	100	87	131	-2.8%	405	389	-3.9%	
利润总额	137	71	100	88	131	-3.9%	406	390	-3.8%	
所得税	47	18	25	22	30	-37.0%	124	95	-23.2%	部分业务的所得税税率由33%下降为25%
少数股东权益	0	0	0	0	0	-49.8%	1	1	-4.2%	
净利润	89	52	75	66	102	13.6%	281	295	4.7%	
每股收益	0.09	0.05	0.07	0.07	0.10	13.6%	0.28	0.29	4.7%	
毛利率	31.3%	46.3%	44.5%	34.6%	26.6%	-4.7ppt	36.1%	34.7%	-1.4ppt	
营业费用率	1.7%	2.9%	2.5%	2.2%	1.2%	-0.5ppt	2.3%	1.9%	-0.4ppt	
管理费用率	2.6%	4.5%	3.5%	3.3%	2.3%	-0.2ppt	2.7%	3.1%	0.3ppt	
营业利润率	21.3%	31.9%	34.6%	25.4%	19.6%	-1.6ppt	25.6%	25.6%	-0.1ppt	
所得税率	34.4%	25.8%	24.8%	25.3%	22.5%	-11.9ppt	30.5%	24.3%	-6.2ppt	部分业务的所得税税率由33%下降为25%
净利率	14.1%	23.7%	26.0%	19.1%	15.2%	1.1ppt	17.8%	19.3%	1.5ppt	

资料来源：公司数据，中金公司研究部

2008 年业绩回顾

铁龙物流 2008 年实现销售收入 15.2 亿元，同比下滑 3.6%，主营业务成本 9.95 亿元，同比下降 1.5%。实现营业利润 3.9 亿元，同比下滑 3.9%。最终实现净利润 2.95 亿元，同比增加了 4.7%，合每股收益 0.29 元，符合我们的预期，比市场平均预计的 0.31 元低 6%。

房地产收入大幅下降导致收入下滑 公司 2007 年实现房地产业务收入 7.1 亿元，占总收入的 45.1%。2008 年受金融危机影响，房屋销售速度减缓，房地产业务的营业收入较上年减少了 3.43 亿元，同比减少 48.44%，营业利润同比下降 45.10%。但同时为楼盘销售支付的业务宣传费、销售代理费等相应减少，使得 08 年公司销售费用下降 20.7%。

铁路货运及临港物流业务增长强劲 不计房地产业务，公司的主营业务收入增加了 33.2%，毛利率则下降 5.3 个百分点至 35.4%，收入的大幅提升主要得益于铁路货运及临港物流业务的强劲增长。2008 年由于沙鲛铁路扩能改造，运能逐步提高，公司全年完成货物到发量 3780 万吨，比上年同期增加了 600 万吨，同比增长了 18.9%。同时公司进一步扩大铁路临港物流延伸服务业务的规模，延伸服务收入大幅度提高。综合起来，08 年铁路货运及临港物流业务收入增长了 1.75 亿元，增幅为 61.4%，但相应成本同比大增 84.0%，导致毛利率下降 7.8%。

特种集装箱费率上升帮助收入提升 虽然 2008 年公司特种箱业务受自然灾害、化肥出口关税政策变化、金融危机等多方面不利因素的影响，全年完成特种箱发送量 39 万 TEU，较 2007 年同期 39.5 万 TEU（扣除一季度汽车箱的同口径发送量）同比下降-1.2%。但由于铁道部 08

年 8 月 20 日起，将集装箱使用费费率上调 30%，加上部分使用费率较高的箱型本年发送量较上年提高等原因，报告期公司铁路特种集装箱业务的营业收入同比增长 11.66%，营业利润同比增长 51.46%，营业利润率增加了 5.52 个百分点。

商贸业务收入大幅增加 公司的其它主营收入主要包括酒店业、出租车、商贸业务等。08 年酒店业收入小幅下滑，租车收入基本持平，而借助铁路运输资源，商贸业务收入大幅提高，于是，其它收入由 07 年的 2500 万元增长到 08 年的 8300 万元。

所得税税率下降 2008 年公司部分业务的所得税税率由 33%下降为 25%。帮助 2008 年所得税费用同比下降 23.2%。

2009 年展望

铁路货运及临港物流业务：在公司较好的协调和积极开展物流增值服务等措施下，该块业务 2008 年的增长高于我们的预期。随着沙鲛线的完工，我们预期该块业务 2009 年将会保持较好的增长。虽然近期铁路运输量开始下滑，加之鞍钢新增产能投产的推迟使得沙鲛线运输量受到一定的影响，但我们认为随着运能的释放，沙鲛线在营口港的疏港比重有望回升至之前的 40%的水平。因此，我们对于沙鲛线货物吞吐量的增长保持乐观。此外，我们认为公司的线下延伸业务依然有进一步拓展的空间。综合来看，我们认为铁路货运及临港物流业务在 2009~10 年仍将是拉动公司增长的主要源动力。

铁路特种集装箱业务：在目前的宏观形势下，我们预期该块业务在今明两年将面临一定的压力。08 年由于化肥

关税政策的调整，公司的干散货箱对流业务中断，使得该部分箱子的利用率明显降低。我们预期09年这种其情形并不会明显好转。此外，在整体经济下行的大环境下，铁龙物流的许多大客户的发货量也受到一定的影响。虽然目前国内铁路特箱运输的比例依然很低，但由于特箱的特殊性使得不同种类箱子之间无法相互替代，铁龙物流很难在短期内去寻找新的替代客户，这将使得铁龙的特箱利用率在今明两年会受到一定的压力。另一方面，铁路运力瓶颈依然是制约该块业务高速发展的瓶颈。发改委和铁道部最近也指出，铁路运力紧张的局面要到2012年方得以缓解。因此，我们预期特种集装箱近期将会平稳发展，而其高速增长时代的到来应在2011~2012年。

房地产业务：我们认为该块业务2009年仍将面临较大压力。虽然根据我们的了解，大连的房地产价格相对较为稳定，但未来的不确定性依然使得许多购房者持币观望，房屋交易量的萎缩不可避免。铁龙该块业务的收入在2009年不容乐观。

而其他各块业务将会相对稳定，对于公司整体的收入和盈利影响不大。

盈利预测

我们将公司2009年和2010年的业绩分别下调了30%和37%至2.95亿元和3.41亿元，对应于每股盈利0.29元和0.34元。大幅调整的主要原因是我们将2009年和2010年的房地产业务收入从之前的3.6亿元和4.8亿元调整至零。如果不考虑房地产业务的影响，我们盈利预测下调的幅度为15%和16%，主要体现了特箱业务的低于预期的增长。

投资建议

公司目前股价对应09、10年市盈率分别为23.9倍和20.7倍，估值基本合理，维持中性的投资评级。考虑到铁路行业相对的防御性，我们建议投资者在股价低于5.88元时可适当配置。

图表2：盈利预测调整

		综合盈利预测调整			房地产业务以外的调整	
		2008A	2009E	2010E	2009E	2010E
主营业务收入 (人民币 百万)	调整前	1,446	1,818	2,277	1,458	1,797
	调整后	1,523	1,424	1,676	1,424	1,676
	(+/-%)	5	-22	-26	-2	-7
主营业务成本 (人民币 百万)	调整前	860	1,031	1,274	822	995
	调整后	995	911	1,067	911	1,067
	(+/-%)	16	-12	-16	11	7
净利润 (人民币 百万)	调整前	289	424	543	347	407
	调整后	295	295	341	295	341
	(+/-%)	2	-30	-37	-15	-16
每股盈利 (人民币)	调整前	0.29	0.42	0.54	0.35	0.41
	调整后	0.29	0.29	0.34	0.29	0.34
	(+/-%)	2	-30	-37	-15	-16

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表3：盈利预测的主要假设

	2007	2008	2009 E		2010 E	
			调整前	调整后	调整前	调整后
主营业务收入(百万元)	1,580	1,523	1,818	1,424	2,277	1,676
-铁路货运及临港物流业务收入(沙鲛货运)(百万元)	284	459	532	606	614	732
货运总量('000 吨)	31,800	37,800	51,475	45,360	56,623	52,164
平均每吨运费(元/吨)	5	5	6	6	6	6
-铁路客运业务收入(百万元)	137	137	137	137	137	137
-混凝土生产收入(百万元)	109	128	138	141	152	155
-房地产业务收入(百万元)	712	367	360	-	480	-
-特种集装箱收入(百万元)	312	348	620	436	861	522
使用费收入(百万元)	180	223	353	289	501	344
物流收入(百万元)	98	81	225	103	322	134
汽车箱租赁收入(百万元)	35	45	41	45	37	45
-其他收入(百万元)	25	84	30	105	34	131

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4：历史及预测财务数据

(人民币百万元)	2007 A	2008 A	2009 E	2010 E
损益表				
主营业务收入	1,580	1,523	1,424	1,676
主营业务成本	1,010	995	911	1,067
主营业务税金及附加	72	57	53	63
主营业务利润	498	471	460	546
其他业务利润	-	-	-	-
营业费用	37	29	31	32
管理费用	43	47	46	54
财务费用	15	8	3	9
营业利润	403	386	381	452
投资收益	1	4	4	4
补贴收入	-	-	-	-
营业外收入	3	4	-	-
减：营业外收支	2	4	-	-
税前利润总额	406	390	384	455
所得税	124	95	88	114
少数股东损益	1	0	1	0
净利润	281	295	295	341
现金流量表				
经营活动产生的现金流量净额	451	270	449	539
投资活动现金流量净额	-180	-311	-888	-478
筹资活动现金流量净额	129	-321	87	-69
现金及现金等价物净增加额	400	-363	-352	-8
资产负债表				
流动资产合计	1,532	1,092	748	767
总资产	2,882	2,650	3,032	3,337
流动负债合计	661	183	330	354
长期负债合计	61	14	14	14
少数股东权益	2	1	2	2
股东权益合计	2,159	2,451	2,686	2,967
负债及股东权益	2,882	2,650	3,032	3,337
财务指标				
主营业务利润率	31.5%	30.9%	32.3%	32.6%
息税前利润率	26.5%	25.9%	26.9%	27.5%
净利润率	17.8%	19.4%	20.7%	20.3%
净资产收益率	16.8%	12.8%	11.5%	12.1%
总资产收益率	10.3%	10.7%	10.4%	10.7%
总资产负债率	25.0%	7.4%	11.4%	11.0%
净资产负债率	-26.6%	-20.3%	0.1%	0.4%
流动比率	2.3	6.0	2.3	2.2
速动比率	1.6	3.8	1.1	1.0
应收帐款周转期	14.2	31.5	26.0	26.0
存货周转期	182.5	145.0	-	-
分红比例	0.0%	20.4%	20.4%	17.7%

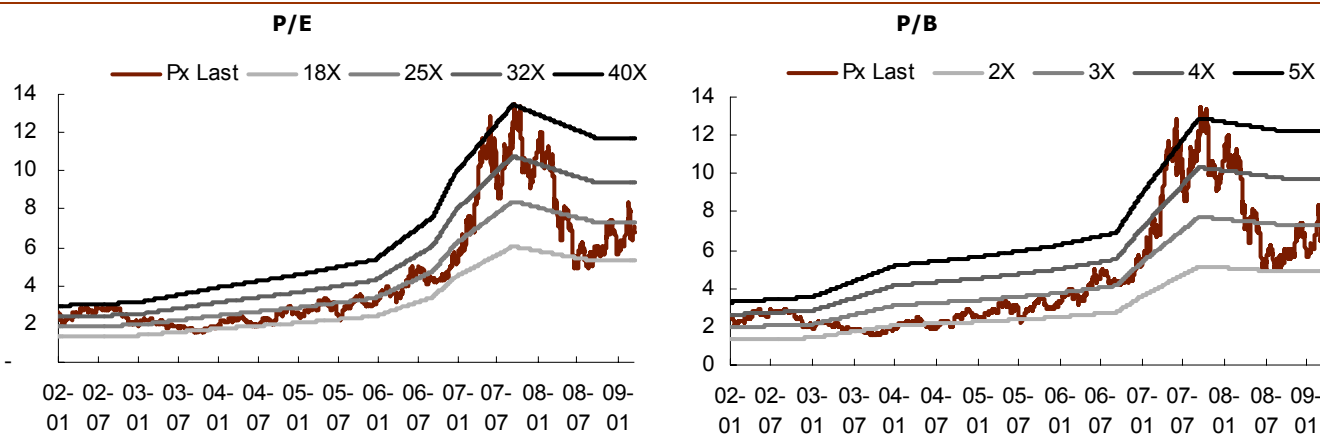
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 5: 可比公司估值

	股票代码	币种	股价 09-3-18	07A	市盈率			EV/EBITDA				市净率			
					08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E
国外铁路公司															
BURLINGTON NORTHERN SANTA FE	BNI US	USD	57.92	9.4	10.5	9.0	8.1	5.4	5.6	5.1	3.7	1.8	1.6	1.6	1.5
UNION PACIFIC CORP	UNP US	USD	40.10	8.8	9.5	8.3	7.4	5.1	5.3	4.8	4.5	1.3	1.2	1.1	1.1
NORFOLK SOUTHERN CORP	NSC US	USD	31.50	6.8	7.9	7.0	6.5	4.5	4.9	4.6	4.6	1.2	1.2	1.1	1.1
CSX CORP	CSX US	USD	25.08	7.4	8.3	7.4	6.7	4.6	5.1	4.7	4.7	1.2	1.1	1.1	1.0
EAST JAPAN RAILWAY CO	9020 JP	JPY	4970	10.5	10.5	11.0	9.9	0.0	0.0	0.0	0.0	1.2	1.1	1.1	1.0
NATIONAL EXPRESS GROUP PLC	NEX LN	GBp	174.75	224.3	233.9	267.6	258.9	4.2	4.6	4.8	4.8	0.5	0.5	0.5	0.4
FNM SPA	FNM IM	EUR	0.43	10.2	n.a.	n.a.	n.a.	2.7	n.a.	n.a.	n.a.	0.5	n.a.	n.a.	n.a.
CANADIAN NATL RAILWAY CO	CNR CN	CAD	44.18	11.1	11.7	10.7	10.0	7.8	7.4	6.9	7.1	0.0	0.0	0.0	0.0
CANADIAN PACIFIC RAILWAY LTD	CP CN	CAD	38.58	9.6	10.3	9.0	8.3	7.3	6.4	6.0	5.9	1.0	0.9	0.9	0.8
CONTAINER CORP OF INDIA LTD	CCRI IN	INR	665.00	11.8	9.9	10.1	10.2	8.2	6.8	0.1	6.2	2.7	2.3	2.0	1.7
小计平均值				31.0	34.7	37.8	36.2	5.0	5.1	4.1	4.6	1.1	1.1	1.0	1.0
小计中值				9.9	10.3	9.0	8.3	4.9	5.3	4.8	4.7	1.2	1.1	1.1	1.0
国内铁路公司															
铁龙物流	600125 CH	CNY	7.04	20.9	24.0	23.9	20.7	8.9	11.8	13.0	10.8	2.7	2.9	2.6	2.4
大秦铁路	601006 CH	CNY	8.47	18.0	15.7	14.5	12.6	9.3	8.2	7.3	6.6	2.9	2.7	2.5	2.3
广深铁路 - A股	601333 CH	CNY	3.98	19.7	19.2	18.6	19.7	10.5	9.2	8.4	8.6	1.3	1.2	1.2	1.2
广深铁路 - H股	525 HK	HKD	2.39	11.0	9.8	9.7	10.5	1.3	1.1	1.0	1.1	0.7	0.7	0.6	0.6
小计平均值				17.4	17.2	16.7	15.9	7.5	7.6	7.4	6.8	1.9	1.9	1.8	1.6
小计中值				18.8	17.5	16.6	16.1	9.1	8.7	7.9	7.6	2.0	2.0	1.9	1.8
第三方物流公司															
Expeditors Intl	EXPD US	USD	28.70	20.4	20.3	18.1	15.9	10.4	10.5	9.3	8.2	4.5	4.2	4.0	2.9
Ryder System	R US	USD	25.61	6.0	7.2	9.2	7.1	3.1	3.0	3.4	3.1	0.8	1.1	n.a.	0.7
小计平均值				13.2	13.7	13.7	11.5	6.8	6.7	6.3	5.6	2.6	2.6	4.0	1.8
小计中值				13.2	13.7	13.7	11.5	6.8	6.7	6.3	5.6	2.6	2.6	4.0	1.8
全部平均值				25.4	27.3	29.0	27.5	5.8	6.0	5.3	5.3	1.5	1.5	1.4	1.3
全部中值				10.7	10.5	10.1	10.0	5.2	5.6	4.8	4.8	1.2	1.2	1.1	1.1

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 6: 历史市盈率、市净率走势



资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



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及完整性不作任何保证。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征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。