

盈利结构向铁路核心业务转化

——铁龙物流（600125）年报简评

2009.3.20

主要结论

- ◆沙鲛铁路产能扩张效应显现，临港物流延伸服务收入快速增长
- ◆多方面不利因素致使08年特种箱业务量增长低于预期，长期看，特种箱业务仍将是公司未来业绩增长的重要看点
- ◆地产业务逐渐淡出业务体系是公司短期业绩增长的干扰因素
- ◆预计公司 2009-2011 年每股收益为 0.32 元、0.36 元和 0.41 元，维持“增持”评级

东兴证券研究所分析师 周宁

电话：010-66555239

邮箱：zhouning@dxzq.net.cn

北京西城区金融大街 5 号新盛大厦

B 座 12 层

邮编：100140

事件：公司于3月19日公布了2008年度报告，公司2008年实现营业收入15.22亿元，同比下降3.62%；实现营业利润3.89亿元，同比下降3.88%，实现净利润2.95亿元，同比增长4.66%。公司拟每10股派发现金红利0.6元。

评论：

1、08 年业务收入总体好于预期

公司去年实现营业收入 15.22 亿元，好于此前我们预期的 13.75 亿元水平，实现收入超我们预期的主要原因是铁路货运及临港物流业务收入增长大幅超预期。自然灾害、金融危机和国内宏观调控的影响导致铁路特种集装箱业务增长略低于我们预期，地产业务进入收尾阶段是拖累公司业务收入同比增长的最主要原因。

表1 公司2008年业务收入总体好于预期

(单位：万元)	2007A	2008E	预期增长	2008A	实际增长
铁路货运及临港物流业务	28438.68	36401.51	28.00%	45897.57	61.39%
房地产业务	71234.27	35617.14	-50.00%	36728.92	-48.44%
铁路特种集装箱业务	31166.07	36152.64	16.00%	34800.10	11.66%
铁路客运业务	13721.00	13995.42	2.00%	13671.00	-0.36%
混凝土生产	10904.04	11885.40	9.00%	12803.47	17.42%
其他	2518.35	3525.69	40.00%	8360.45	231.98%
合 计	157982.41	137577.80	-12.92%	152261.51	-3.62%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

沙鲛铁路产能扩张效应显现，临港物流延伸服务收入快速增长

公司拥有的营口港唯一疏港铁路线——沙鲛铁路直线，扩建二线、复线点化挂网改造项目于三季度末完工，此次扩能改造后，沙鲛铁路线设计运输能力由2400万吨提高至4500万吨。全线2008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%。除货物发送量增长外，公司积极开展物流增值服务，使得铁路货运及临港物流业务收入取得同比61.39%的增长，大大高于同期货物发送量同比增长率。从产能来看，公司临港铁路货运量仍有约20%的增长空间，公司表示以沙鲛铁路扩能为契机，将沙

鲅铁路打造成为具备物流信息处理、货物集结、运输、仓储、装卸搬运、包装、流通加工等多项功能的区域物流中心。

多方面不利因素致使特种箱业务量增长低于预期

因受自然灾害、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，特种箱业务2008年全年完成发送量39万TEU，较上年同期39.5万TEU（扣除一季度汽车箱的同口径发送量）同比下降-1.23%。但由于报告期内公司特种箱使用费率提高以及部分使用费率较高的箱型在报告期内的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。

地产业务成为公司业务增长的干扰项

报告期内公司开发的“动力院景”三期商品房项目销售了部分房屋，确认了3.67亿元收入，较上年同比减少48.44%，地产业务收入下降是公司业务收入同比下降的最主要因素。目前地产项目有约7万平米房产待售，除此之外，公司目前无项目土地储备，也无开发新项目的计划，预计09年公司地产业务收入同比仍将大幅下降，地产业务也将逐渐从公司主营业务中退出。

其他业务方面，公司铁路客运、出租车业务保持了平稳发展势头，混凝土生产销售业务实现了较好的增长。公司借助铁路运输优势资源积极开展运贸一体化业务，相关的商贸业务营业收入大幅度增加。

2、盈利结构向铁路核心业务转化，毛利率水平略有下滑

随着公司地产业务收缩及铁路相关业务的增长，公司业务结构逐渐发生变化，铁路业务（铁路货运与临港物流、铁路特种集装箱与铁路客运）占比公司业务收入比重由07年的46.4%增长到08年的61.98%，营业利润贡献占比由07年的56.21%增长到72.70%，盈利逐渐向铁路核心业务转化。

08年由于铁路货运及临港物流业务中毛利相对较低的增值服务收入增长较快，拖累了公司该业务的毛利率同比下降7.78个百分点。受益于08年8月20日开始对特种箱使用费率提高30%，特箱业务毛利率较上年同期增长了2.99个百分点。加之其他业务的毛利率变化综合影响，公司08年整体毛利率水平较07年下滑1.41个百分点至34.65%。我们预计随着公司业务结构逐渐趋稳，公司毛利率也将逐渐趋于稳定。

报告期由于公司房地产业务报告期销售收入减少，为楼盘销售支付的业务宣传费、销售代理费等相应减少，公司销售费用同比减少了20.73%。受益于公司银行存款利息收入增加，公司财务费用同比下降44.83%。

图1：08年公司各业务收入构成

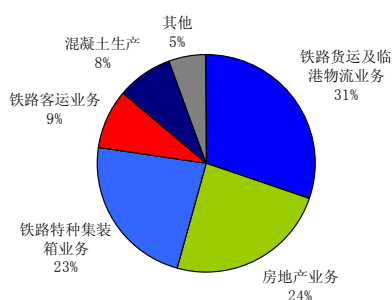
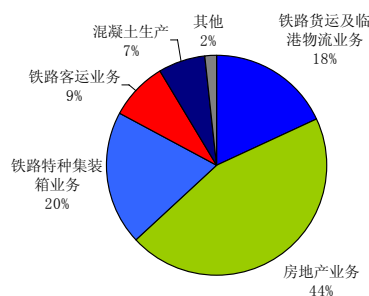


图2：07年公司各业务收入构成



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表2 公司近3年各业务毛利率变化情况

毛利率水平	2006 年度	2007 年度	2008 年度
铁路货运及临港物流业务	46.28%	44.54%	36.76%
房地产业务	58.24%	30.41%	32.42%
铁路特种集装箱业务	38.26%	28.44%	31.43%
铁路客运业务	76.97%	76.52%	77.17%
混凝土生产	9.50%	10.39%	4.63%
其 他	39.90%	85.31%	22.78%
平 均	43.13%	36.06%	34.65%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3、特箱业务仍将是公司未来业绩增长的重要看点

目前我国特种集装箱铁路运输受运力及运输网络等限制，与发达国家还有较大差距，随着我国不断加大对铁路建设的投资力度，制约集装箱发展的瓶颈将逐渐得到解决，伴随着经济的发展，对特种箱专业运输的需求也在不断增加，特种集装箱未来发展潜力巨大。

公司拥有中国铁路特种集装箱业务的独家经营权,目前拥有各类特种集装箱2.4万个，为中国铁路最大的特种集装箱保有量，业务范围覆盖全国。公司根据市场需求变化，变更了原来购置12000 只干散货箱的计划，在购置5000 只干散货箱后，购置框架式罐式集装箱、散装水泥罐式集装箱等市场急缺箱型。截止报告期末已购置了500只水泥罐式集装箱和350只框架式罐式集装箱并已陆续上线运营，另有1000只水泥罐式集装箱和650只框架式罐式集装箱已在报告期内完成招标并将在2009年度陆续上线运营。这将进一步提升公司的特箱的运能。

公司表示，将充分利用在国内铁路特种箱资产及业务唯一性优势，扩大业务规模，建立全国的特种集装箱业务体系；另一方面，本公司还将进一步积极为客户提供运输协调服务，强化铁路运输两端的物流业务，向终端客户提供铁路特种箱全程物流解决方案。

2009年3月12日，铁龙物流与中石化中原油田普光公司签订了普光气田硫磺运输合作协议。普光气田开发项目是国家“十一·五”重点工程，公司成为该项目的全程物流服务商，将投入2500只干散货箱，采取五定班列循环运输的方式运输。近期国务院刚刚出台的物流产业振兴规划，将发展多式联运作为物流业发展的九大重点工程之一，而集装箱运输是多式联运的重要组成部分。此项目的签署既是对振兴规划的积极响应，也是公司“打造以特种箱铁路运输为主体的专业化物流公司”战略的具体体现。

后续的类似项目有望在相当长的时期内陆续出现，铁路特种箱业务的巨大发展潜力将是公司长期增长的重要看点。

4、盈利预测与评级

综合对各业务的分析，我们预测公司2009至2011年收入分别为15.56亿元、17.68亿元和19.74亿元，实现净利润分别为3.26亿元、3.60亿元和4.10亿元，合每股收益为0.32元、0.36元和0.41元，目前股价对应市盈率分别为22倍、20倍和17倍，估值基本合理。

考虑到公司在铁路特种箱运输市场的特殊地位和行业良好的发展前景，我们看好公司的长期投资前景，维持公司“增持”评级。

表3 公司主要指标预测

	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E
主营收入（百万元）	1,579.82	1,522.62	1,556.80	1,768.07	1,974.28
主营收入增长率	92.73%	-3.62%	2.25%	13.57%	11.66%
EBITDA（百万元）	562.71	557.85	616.50	688.62	764.39
EBITDA 增长率	50.27%	-0.86%	10.51%	11.70%	11.00%
净利润（百万元）	281.40	294.59	326.39	360.42	410.83
净利润增长率	55.23%	4.69%	10.79%	10.43%	13.98%
ROE	13.04%	12.02%	12.03%	12.01%	12.34%
EPS（元）	0.362	0.293	0.325	0.359	0.409
P/E	19.89	24.57	22.15	20.06	17.60
P/B	2.79	2.95	2.67	2.41	2.17
EV/EBITDA	9.69	12.04	10.68	9.39	8.17

资料来源：公司资料，东兴证券研究所

表4 公司相对估值指标

价值比率	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E
P / E	19.89	24.57	22.15	20.06	17.60
EV / 收入	3.45	4.41	4.23	3.66	3.16
EV / EBITDA	9.69	12.04	10.68	9.39	8.17
EV / EBIT	12.98	16.90	15.49	13.80	11.69
EV / NOPLAT	18.67	22.34	20.65	18.40	15.58
EV / IC	3.44	3.46	3.19	2.89	2.66
P / B	2.79	2.95	2.67	2.41	2.17
Dividend Yield (%)	0.72%	0.26%	0.90%	1.00%	1.14%

资料来源：公司资料，东兴证券研究所

表5 公司利润表测算结果

利润表（百万元）	2007A	2008A	2009E	增长率%	2010E	增长率%	2011E	增长率%
营业收入	1,579.82	1,522.62	1,556.80	2.25%	1,768.07	13.57%	1,974.28	11.66%
营业成本	1,010.07	995.00	993.96	-0.10%	1,149.03	15.60%	1,272.73	10.77%
营业费用	36.72	29.10	28.02	-3.72%	26.52	-5.36%	29.61	11.66%
管理费用	43.43	46.99	46.70	-0.61%	53.04	13.57%	59.23	11.66%
财务费用	15.14	8.35	(4.41)	N/A	(6.27)	N/A	(7.98)	N/A
投资收益	1.44	3.52	0.08	-97.73%	0.08	0.00%	0.08	0.00%
营业利润	404.76	389.07	429.44	10.38%	474.78	10.56%	542.02	14.16%
利润总额	406.00	390.38	435.44	11.54%	480.78	10.41%	548.02	13.98%
所得税	123.76	94.99	108.86	14.60%	120.20	10.41%	137.00	13.98%
净利润	282.24	295.39	326.58	10.56%	360.59	10.41%	411.01	13.98%
归属母公司所有者的净利润	281.40	294.59	326.39	10.79%	360.42	10.43%	410.83	13.98%
NOPLAT	291.90	300.72	318.78	6.01%	351.38	10.23%	400.53	13.99%

资料来源：公司资料，东兴证券研究所

表6 公司资产负债表测算结果

资产负债表(百万元)	2007A	2008A	2009E	增长率%	2010E	增长率%	2011E	增长率%
货币资金	915.21	552.62	645.41	16.79%	741.32	14.86%	972.26	31.15%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	49.83	122.05	86.95	-28.76%	120.24	38.29%	122.26	1.68%
预付款项	49.92	13.26	9.94	-25.05%	11.49	15.60%	12.73	10.77%
存货	505.16	395.15	445.93	12.85%	485.91	8.97%	554.61	14.14%
流动资产合计	1,531.70	1,092.45	1,195.71	9.45%	1,368.27	14.43%	1,671.80	22.18%
非流动资产	1,350.06	1,557.26	1,677.56	7.73%	1,805.31	7.62%	1,834.09	1.59%
资产总计	2,881.75	2,649.71	2,873.27	8.44%	3,173.59	10.45%	3,505.89	10.47%
短期借款	280.00	40.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应付帐款	48.42	48.67	47.48	-2.46%	55.16	16.18%	60.95	10.49%
预收款项	266.98	12.11	12.11	0.00%	12.11	0.00%	12.11	0.00%
流动负债合计	660.65	183.35	133.13	-27.39%	145.10	8.99%	148.74	2.51%
非流动负债	60.88	14.02	26.54	89.32%	26.54	0.00%	26.54	0.00%
少数股东权益	1.62	1.46	1.65	13.31%	1.81	9.96%	2.00	10.26%
母公司股东权益	2,158.60	2,450.89	2,711.95	10.65%	3,000.14	10.63%	3,328.61	10.95%
净营运资本	871.04	909.10	1,062.58	16.88%	1,223.18	15.11%	1,523.06	24.52%
投入资本IC	1,585.01	1,939.72	2,081.19	7.29%	2,273.63	9.25%	2,371.35	4.30%

资料来源：公司资料，东兴证券研究所

表7 公司主要财务比率

财务比率	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
盈利能力					
毛利率	36.06%	34.65%	36.15%	35.01%	35.53%
营业利润率	25.62%	25.55%	27.58%	26.84%	27.44%
净利率	17.81%	19.35%	20.96%	20.37%	20.80%
净资产收益率	13.04%	12.02%	12.03%	12.01%	12.34%
偿债能力					
流动比率	2.32	5.96	8.98	9.43	11.24
速动比率	1.55	3.80	5.63	6.08	7.51
资产负债率	25.04%	7.45%	5.56%	5.41%	5.00%
成长能力					
营业收入增长率	92.73%	-3.62%	2.25%	13.57%	11.66%
营业利润增长率	70.02%	-3.88%	10.36%	10.52%	14.15%
净利润增长率	55.23%	4.69%	10.78%	10.39%	13.98%
净资产增长率	77.95%	13.54%	10.65%	10.63%	10.95%
营运能力					
应收帐款周转率	28.19	17.72	14.90	17.07	16.28
存货周转率	1.72	2.21	2.36	2.47	2.45
总资产周转率	0.58	0.55	0.56	0.58	0.59

资料来源：公司资料，东兴证券研究所

研究员简介:

周宁，交通运输行业研究员，管理学硕士，已通过CFA（特许金融分析师）三级考试，2008年7月加盟东兴证券研究所。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究部所有，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。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

行业及公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。