

短期增长倚重沙鲛线

- 受到了宏观经济以及化肥出口关税政策的影响，公司特箱发送量从 08 年下半年起出现下滑，四季度特箱发送量同比下滑预计在 30%—40% 间，去年上半年的同比大幅增长和去年 8 月份使用费 30% 的提价才维持了去年特箱业务收入没有产生大的波动。今年一季度特箱业务的发送量同比下滑仍然在 20% 以上，进入二季度开始有所恢复。
- 特箱业务中木材箱约占特箱业务收入和利润的半壁江山，由于俄罗斯对于木材出口的限制（09 年 1 月 1 日，俄罗斯的出口木材关税由 20% 上调到 80%，09 年 1 季度俄未加工木材出口同比下降 54.2%，已加工木材出口下降 17.6%）以及东北对于林木砍伐保护的加强，公司的木材箱业务受到一定影响。
- 公司特箱的投放计划上，今年还有 1000 只水泥罐式集装箱和 650 只框架式罐式集装箱，其他计划将根据市场安排。
- 铁路货运和临港物流方面，沙鲛线保持较好的增长趋势，这也是公司近两年的主要增长来源，目前 4600 万吨的运能在 08 年全年 3780 万吨实际运量的基础上，我们认为很快就能达到饱和，判断的依据来自于营口港 1—5 月份货物吞吐量 7264 万吨，同比增长 11.8%，而沙鲛线在营口港货物疏导中限于运力仅占有 20% 左右的份额，随着扩能完成这一比重将会有所提升。支持我们判断的另一个依据来自于鞍钢鲛鱼圈项目的投产，我们认为 500 万吨的产能很快会释放，鲛鱼圈鞍钢项目由于靠近原料和市场，我们认为即使在钢铁行业不景气的市场，鞍钢也会通过消减其他产能来释放鲛鱼圈项目的产能，以矿石和钢铁 1.6:1 的提炼比例，500 万吨产能将需求 1300 万吨的运能，这一运能将会被水路和陆路分担。
- 房地产方面，我们预计公司三期地产项目的总收入将在 15 亿左右，前年确认了 7 亿，去年确认了 3.7 亿，剩余 4 亿左右，预计今年将确认 1 亿左右，在目前的市场环境下公司在后续项目上还没有新的想法。
- 集装箱物流中心站除了已建成的上海和昆明外，今年将再建成重庆、成都、西安、郑州、武汉、大连和青岛 7 个站点，占了全部建设计划的一半，集装箱运输的网络化和规模化还需要一定的培育时间，而这却是公司长期成长最大的想象空间。
- 我们估算公司 09、10 年业绩分别为每股 0.30 元和 0.32 元，按照目前市场收盘价，动态市盈率 08 年 26.18X 和 24.16X，近两年公司的增长将倚重于沙鲛线，集装箱中心建设打开了公司未来成长的想象空间，短期股价已经处于合理区间，维持公司“中性”评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

徐捷

交通运输行业资深分析师
8621-63325888 × 6065
xujie@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 **中性** 减持 (维持)

股价 (2009 年 6 月 17 日) 7.37 元

目标价格 (6 个月) 7.37 元

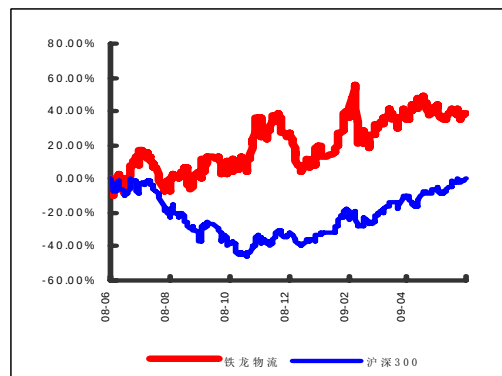
总股本/A 股 (万股) 100425/70290

国家/地区 中国

行业 铁路物流

报告日期 2009 年 6 月 18 日

股价表现



财务预测

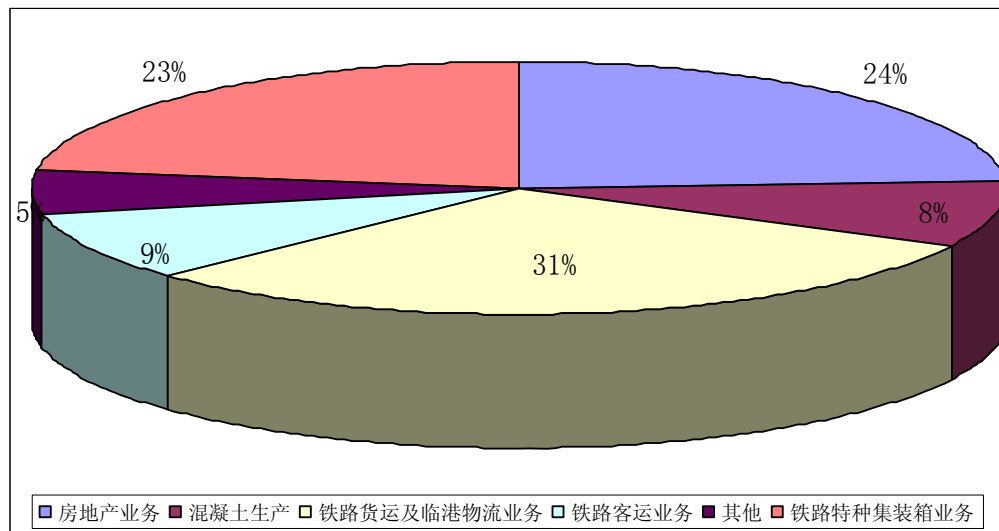
	2008A	2009E	2010E
主营业务收入 (百万)	1523	1439	1464
主营业务利润 (百万)	389	396	429
净利润 (百万)	295	297	322
EBITDA (百万)	558	522	572
每股收益 (元)	0.29	0.30	0.32
每股经营现金流 (元)	0.27	0.74	0.30
市盈率(X)	26.35	26.18	24.16
净资产收益率%	12%	11%	11%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

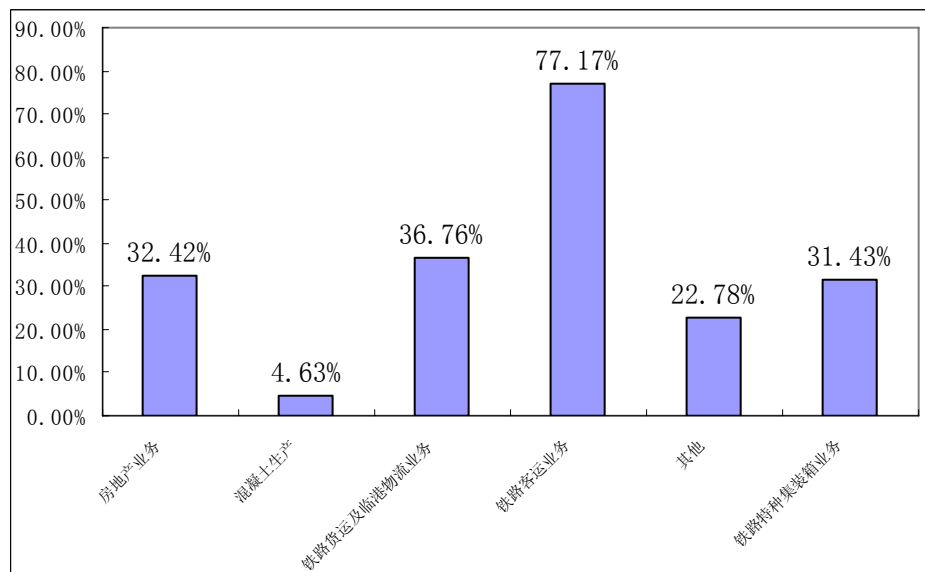
- 《正面因素集中释放，具有较大想象空间》 2008.11.24
- 《分享铁路运能扩张后集装箱运输方式发展》 2007.7.18

图 1：08 年公司收入结构



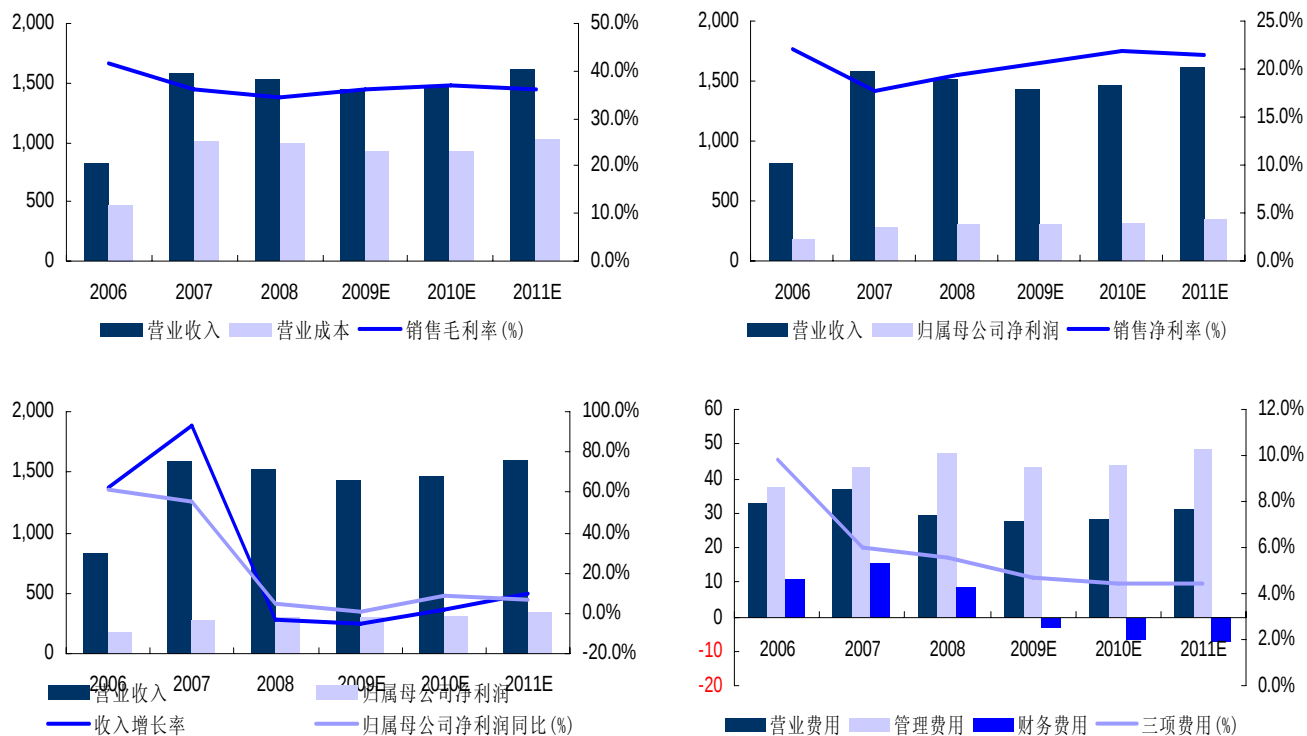
资料来源：东方证券研究所

图 2：08 年公司各项收入毛利率水平



资料来源：东方证券研究所

图 3：公司财务指标变化趋势



资料来源：东方证券研究所

表 1：铁龙物流盈利预测和财务指标

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1092	1473	1454	1874	营业收入	1523	1439	1464	1610
现金	553	886	893	1270	营业成本	995	921	921	1025
应收账款	122	147	131	134	营业税金及附加	57	54	49	54
其它应收款	4	36	30	29	营业费用	29	27	28	31
预付账款	13	33	30	28	管理费用	47	43	44	48
存货	395	366	366	407	财务费用	8	-3	-7	-7
其他	6	6	5	6	资产减值损失	1	2	0	0
非流动资产	1557	1685	1836	1771	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	60	51	53	55	投资净收益	4	2	0	0
固定资产	1416	1524	1663	1636	营业利润	389	396	429	460
无形资产	56	54	51	49	营业外收入	4	0	0	0
其他	25	56	69	31	营业外支出	3	1	0	0
资产总计	2650	3158	3291	3645	利润总额	390	396	429	460
流动负债	183	465	329	338	所得税	95	99	107	114
短期借款	40	0	0	0	净利润	295	297	322	345
应付账款	49	40	43	48	少数股东损益	1	1	1	1
其他	95	425	286	291	归属于母公司净利润	295	297	321	344
非流动负债	14	4	-50	-50	EBITDA	558	522	572	619
长期借款	0	-50	-50	-50	EPS (元)	0.29	0.30	0.32	0.34
其他	14	54	-0	-0	主要财务比率				
负债合计	197	469	279	288	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	1	2	3	4	成长能力				
股本	1004	1004	1004	1004	营业收入	-3.6%	-5.5%	1.7%	10.0%
资本公积	459	459	459	459	营业利润	-3.9%	1.9%	8.2%	7.2%
留存收益	988	1224	1545	1889	归属于母公司净利润	4.7%	0.7%	8.3%	7.2%
归属母公司股东权益合计	2451	2687	3008	3353	获利能力				
负债和股东权益	2650	3158	3291	3645	毛利率	34.7%	36.0%	37.1%	36.3%
现金流量表					净利率	29.3%	19.3%	20.6%	21.9%
单位:百万元					ROE	12.0%	11.0%	10.7%	10.3%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	偿债能力				
经营活动现金流	270	741	303	472	资产负债率	7.4%	14.8%	8.5%	7.9%
净利润	295	297	322	345	净负债比率	20.27%	-10.67%	-17.92%	-17.35%
折旧摊销	161	129	150	167	流动比率	5.96	3.17	4.42	5.54
财务费用	8	-3	-7	-7	速动比率	3.80	2.38	3.31	4.34
投资损失	-4	-2	0	0	营运能力				
营运资金变动	-200	315	-108	-32	总资产周转率	0.55	0.50	0.45	0.46
其它	9	5	-54	0	应收账款周转率	14	10	11	12
投资活动现金流	-311	-260	-302	-102	应付账款周转率	20.49	20.78	22.18	22.64
资本支出	313	269	300	100	每股指标 (元)				
长期投资	-10	-9	2	2	每股收益	0.29	0.30	0.32	0.34
其他	-8	0	-1	-1	每股经营现金流	0.27	0.74	0.30	0.47
筹资活动现金流	-321	-148	7	7	每股净资产	2.44	2.68	3.00	3.34
短期借款	-240	-40	0	0	估值比率				
长期借款	-60	-50	0	0	P/E	26.35	26.18	24.16	22.55
普通股增加	167	0	0	0	P/B	3.17	2.89	2.58	2.32
资本公积增加	-170	0	0	0	EV/EBITDA	13	14	13	12
其他	-19	-58	7	7					
现金净增加额	-363	333	7	377					

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

徐捷：交通运输行业资深分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 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。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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。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。

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。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn