

特箱和铁路货运提升估值空间

铁龙物流(600125.SH) 调研报告

报告关键点：

- 随着需求回暖，预计四季度开始木材箱和干散箱的发送量持续增长
- 下半年沙鲑铁路运量有望有30%以上增长，长期受到运能限制
- 考虑到特箱业务和沙鲑铁路产能释放，首次给予“增持-A”评级

报告摘要：

- 未来的6到12个月，盈利增长主要来自于特箱业务和沙鲑铁路。公司业务主要包含特种集装箱业务、铁路货运及临港业务、铁路客运业务和房地产业务。公司目前没有新开发的项目，房地产业务主要是前期开发的“动力院景”，现有房地产业务的占比较低。客运业务历年的收入和盈利稳定。预计未来的6到12个月，公司盈利的增长主要来自于特种集装箱业务和铁路货运及临港业务。
- 特箱业务：木材箱和干散箱的产能利用率将持续提升。**上半年公司集装箱发送量同比下降23.6%，主要是木材箱的发送量减少。我们判断，俄罗斯限制原木出口，一定程度上影响了木材的运输量，但是主要是需求的疲弱降低了木材箱的使用率。预计四季度开始，木材的下游行业如造纸、家具、地板的需求将逐渐恢复，木材箱的发送量也将逐渐恢复。
- 受到化肥出口关税和需求疲弱影响，公司拥有的8800只干散箱的产能没有完全释放。年初，干散箱的利用率只有50%。为调整出口产品结构，自2009年7月取消了部分化肥的特别出口关税，化肥出口量在2009年7月迅速增长。随着需求的恢复和特别出口关税的取消，预计化肥的出口量继续快速增长，干散箱产能利用率将逐渐提高。
- 铁路货运：下半年运量有望有30%以上增长，长期将受运能限制。**沙鲑铁路是营口港唯一的疏港铁路，其货源主要来自于鲅鱼圈和东北经济圈。因鞍钢新产投产和沙鲑铁路扩能改造完工，上半年，沙鲑铁路货运量同比增长31.7%。鞍钢新厂2009年的产量有望达到500万吨的产能，随着经济的恢复，东北经济圈的货运需求回升。预计下半年，沙鲑铁路货运量高于上半年，下半年货运量增长率可能在30%以上。预计未来几年，沙鲑铁路运量可能超过4600万吨的运能，但长期可能受到运能限制。
- 首次给予“增持-A”评级。**假定其他业务维持现在的收入和盈利水平，考虑到集装箱发送量的持续增长和沙鲑铁路运能的释放，预计2009年到2011年的每股收益分别为0.34元、0.38元、0.42元，给予2009年25倍市盈率，6个月目标价为8.5元，首次给予“增持-A”评级。

评级：
增持-A

上次评级：

目标价格：
8.50 元

期限：

6个月 上次预测：

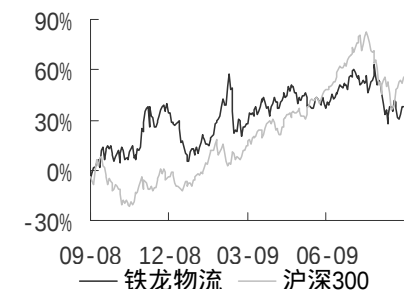
现价： 7.48 元

报告日期：
2009-09-21

市场数据

总市值(百万元)	7,280.80
流通市值(百万元)	5,096.05
总股本(百万股)	1,004.25
流通股本(百万股)	702.90
12个月最高/最低	5.06/8.80 元
十大流通股股东(%)	9.38%
股东户数	149,830

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	4.52	(6.98)	(3.07)
绝对收益	(11.48)	(2.29)	37.86

研究员

邓红梅

021-68765993

首席行业分析师

denghm@essence.com.cn

彭倩

021-68765110

助理行业分析师

pengqian@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,579.8	1,522.6	1,327.0	1,494.5	1,660.8
Growth(%)	92.7%	-3.6%	-12.8%	12.6%	11.1%
净利润	281.4	294.6	337.2	383.2	425.5
Growth(%)	55.2%	4.7%	14.5%	13.7%	11.0%
毛利率(%)	36.1%	34.7%	40.8%	41.3%	40.7%
净利润率(%)	17.8%	19.3%	25.4%	25.6%	25.6%
每股收益(元)	0.28	0.29	0.34	0.38	0.42
每股净资产(元)	2.15	2.44	2.69	2.97	3.29
市盈率	26.7	25.5	22.3	19.6	17.7
市净率	3.5	3.1	2.8	2.5	2.3
净资产收益率(%)	13.1%	12.0%	12.5%	12.9%	12.9%
ROIC(%)	19.2%	19.2%	17.0%	21.7%	21.8%
EV/EBITDA	10.1	12.6	10.7	9.7	8.4
股息收益率	0.3%	0.0%	0.9%	1.0%	1.1%

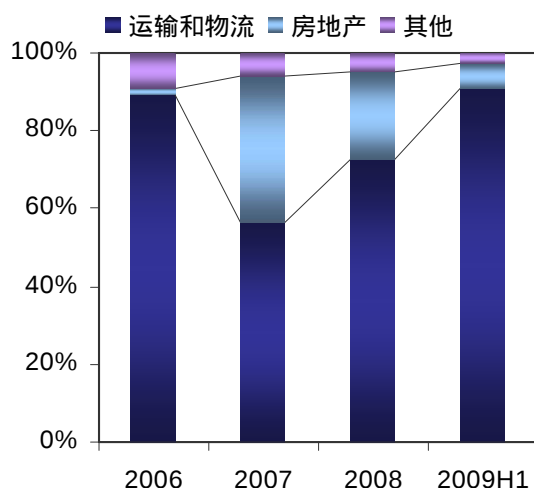
1. 投资建议

1.1. 未来几个月，盈利增长来自于特箱业务和铁路货运

铁龙物流的业务有特种集装箱业务、铁路货运和临港业务、铁路客运业务、房地产业务，另外还从事少量商品混凝土、酒店、客运汽车出租、写字楼出租、汽车运输等业务。从图 1 可以看出，公司的毛利主要来自于运输和物流方面（包含特种集装箱、铁路货运和客运），有一部分来自于房地产。从图 3 可以看出，2006 年到 2008 年公司毛利的增长主要来自于特种集装箱、铁路货运、房地产，铁路客运没有增长，其他业务毛利有所下降。在 2007 年、2008 年，房地产业务贡献了公司 30% 左右的业绩，但是目前公司没有新开工的房地产项目，房地产业务主要来自于前期开发的“动力院景”，房地产业务的占比明显减少，2009 年上半年的毛利占比仅为 6%。

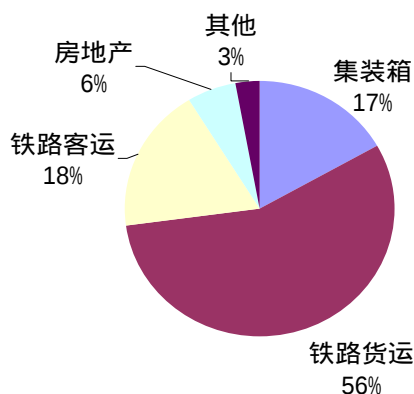
近期对公司进行了调研，根据调研的信息，我们认为未来 6 到 12 个月，公司盈利的增长主要来自于特种集装箱业务和铁路货运业务。长期来看，集装箱业务可能成为公司未来发展的亮点。

图 1 历年各业务毛利占比



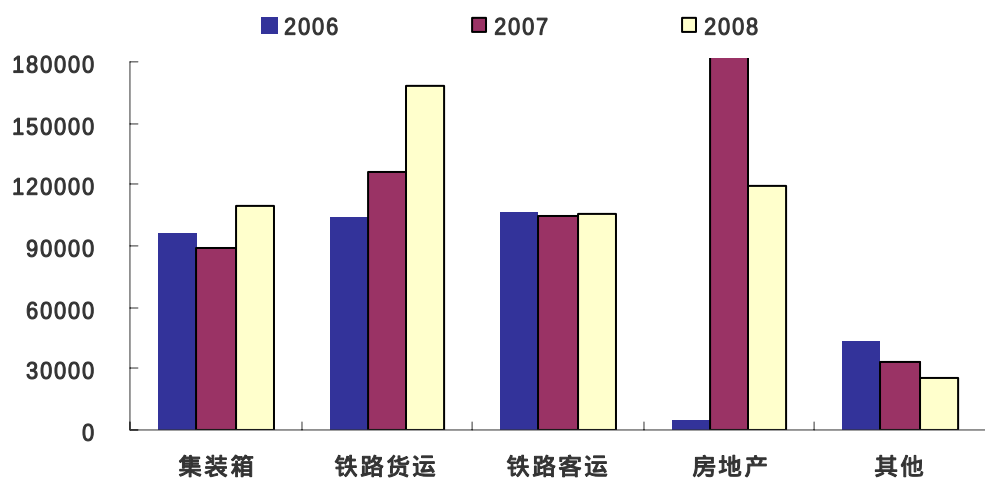
数据来源：公司数据 安信证券研究中心

图 2 2009 中期各业务毛利占比



数据来源：公司数据 安信证券研究中心

图 3 历年各业务毛利



数据来源：公司数据 安信证券研究中心

以下是各项业务的调研信息和我们的判断：

- 1) 上半年集装箱发送量下滑 23.6%，主要是折叠式集装箱（木材箱）发送量下滑。上半年木材箱的闲置率接近 50%。我们认为，主要是需求疲弱导致木材箱发送量下滑。随着木材下游行业需求的恢复，预计四季度到明年一季度，木材箱的发送量将持续增长。
- 2) 受到化肥出口关税和需求疲弱的影响，2009 年上半年公司拥有的 8800 只干散箱的产能利用率可能只有 50% 左右。我们预计，随着需求的恢复和化肥出口量的增加，干散箱的产能利用率将逐步提高。
- 3) 沙鲛铁路扩能完工后，铁路货运量明显回升。下半年仍然有望保持 30% 的增长。
- 4) 公司的房地产项目主要是以前开发的“动力院景”，目前没有新开发的楼盘，预计房地产业务不会有大幅增长。
- 5) 公司的混凝土厂正在搬迁，混凝土业务可能会萎缩。但是该业务利润占比在 2% 左右，对公司影响有限。

公司特种集装箱和铁路货运业务的详细介绍见后面的二、三部分。

1.2. 首次给予“增持 - A”评级

根据我们调研的信息，对各项业务进行如下假设：

- 1) 特种集装箱业务：2009 下半年集装箱发送量较上半年环比增长 15%，2010 年、2011 年集装箱发送量同比增长 20%、18%；
- 2) 铁路货运及临港业务：2009 年铁路货运量同比增长 30%，全年运量为 4945 万吨，2010 年、2011 年，铁路货运量同比增长 12%、10%；
- 3) 铁路客运业务保持现在的收入和盈利水平；
- 4) 初略估算，2009 上半年房地产业务贡献的 EPS 为 0.01 元。谨慎起见，假定房地产销售维持现在水平，2009 到 2011 年对公司贡献的 EPS 为 0.02 元。

根据以上假设，预计 2009 年到 2011 年的每股收益为 0.34 元、0.38 元、0.42 元，对应的动态市盈率分别为 22 倍、20 倍、18 倍。预计四季度到明年一季度，特箱发送量将持续回升，沙鲛铁路产能继续释放，公司业绩有望持续好转，给予 2009 年 25 倍动态市盈率，6 个月目标价为 8.5 元，首次给予“增持 - A”评级。

表 1 盈利预测

		(千元)				
		2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入		1,579,824	1,522,615	1,327,042	1,494,471	1,660,760
yoy%			-3.6%	-12.8%	12.6%	11.1%
其中：	特种集装箱	311,661	348,001	349,758	415,112	489,832
	yoy%		11.7%	0.5%	18.7%	18.0%
	铁路货运及临港	284,387	458,976	684,951	775,329	852,862
	yoy%		61.4%	49.2%	13.2%	10.0%
	铁路客运	137,210	136,710	142,086	142,086	142,086
	yoy%		-0.4%	3.9%	0.0%	0.0%
	房地产	712,343	367,289	91,766	91,766	91,766
	yoy%		-48.4%	-75.0%	0.0%	0.0%
营业成本		1,010,067	995,000	786,188	877,983	985,546
yoy%			-1.5%	-21.0%	11.7%	12.3%
其中：	特种集装箱	223,020	238,614	244,797	286,427	337,984
	yoy%		7.0%	2.6%	17.0%	18.0%
	铁路货运及临港	157,734	290,275	398,673	438,541	482,395
	yoy%		84.0%	37.3%	10.0%	10.0%

铁路客运	32,218	31,213	29,159	29,159	29,159
yoy%		-3.1%	-6.6%	0.0%	0.0%
房地产	495,686	248,229	56,347	56,347	56,347
yoy%		-49.9%	-77.3%	0.0%	0.0%
营业利润	404,762	389,068	450,743	512,263	568,793
yoy%		-3.9%	15.9%	13.6%	11.0%
净利润	281,403	294,587	337,172	383,223	425,524
yoy%		4.7%	14.5%	13.7%	11.0%
全部业务 EPS (元/股)	0.28	0.29	0.34	0.38	0.42
yoy%		4.7%	14.5%	13.7%	11.0%
扣除房地产后 EPS (元/股)	0.16	0.23	0.32	0.36	0.40
yoy%		45.1%	38.6%	14.5%	11.6%

数据来源：安信证券研究中心

2. 特箱业务：短期内盈利增长来自于木材箱和干散箱

公司的特种集装箱业务有三种营业模式：1) 公司拥有的特种集装箱由中铁集装箱公司承运，公司收取 80% 的集装箱使用费，集装箱使用费率由铁道部制定，该部分业务称为线上业务；2) 子公司承担集装箱的线下物流运输业务，价格采取市场定价，该部分业务为线下业务；3) 将公司拥有的汽车箱租赁给中铁特货运输公司经营，收取租金。由此可见，特种集装箱是公司的核心资产，公司的盈利取决于集装箱的发送量。

根据近期调研的情况，截至 2009 年中期，公司大约拥有 25000 只集装箱，其中折叠式集装箱和干散货集装箱的占比约为 74%，集装箱业务的利润主要来自于折叠箱和干散箱。

预计 2009 年内，将有 178 只灌式箱、480 只水泥箱、300 只化工箱、250 只冷藏箱陆续上线，公司特箱业务将进一步扩大。

表 2 公司各类型集装箱数量和占比

	2009 中期		2009E		运输品种
	数量(只)	占比	数量(只)	占比	
折叠式集装箱	9,800	39.3%	9,800	37.4%	木材
干散货集装箱	8,800	35.3%	8,800	33.6%	化肥
灌式集装箱	1,900	7.6%	2,078	7.9%	液态化工产品
水泥集装箱	1,500	6.0%	1,980	7.6%	水泥
汽车集装箱	2,961	11.9%	2,961	11.3%	汽车
化工集装箱	-	-	300	1.1%	腐蚀性化工产品
冷藏集装箱	-	-	250	1.0%	冷鲜果蔬
合计	24,961	100.0%	26,169	100.0%	

数据来源：公司数据 安信证券研究中心

2.1. 下游需求逐渐恢复，木材箱发送量有望实现增长

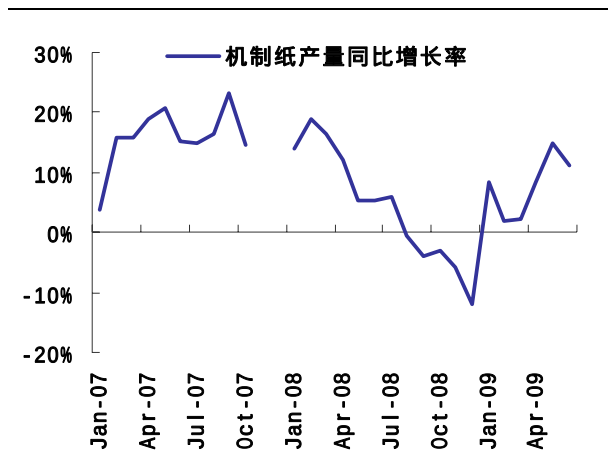
上半年公司集装箱发送量为 16.8 万 TEU，同比下降 23.5%。据公司反映，上半年主要是折叠式集装箱（木材箱）的发送量出现减少，其余箱型的发送量比较稳定。木材箱主要用于运输黑龙江、俄罗斯等地的木材，把这些木材运往南方一些加工企业，用于地板、家具、造纸等行业。

俄罗斯在 2007 年 7 月上调了木材的出口关税，并在 2008 年 4 月，再次上调木材出口关税至 25% 且不低于每立方米 15 欧元。因关税提高，中国原木进口量开始减少，可能影响木材的运输量。

据公司反映，木材箱发送量的减少，自 2008 年 7、8 月份开始。2008 年下半年，集装箱发送量同比下降了 18.3%。同时，我们也观察到，木材的下游行业如机制纸自 2008 年 9 月份开始减产。我们认为俄罗斯限制木材出口，可能会减少木材的运输量，但是目前，木材箱发送量的减少，主要是木材下游行业需求疲弱所致。

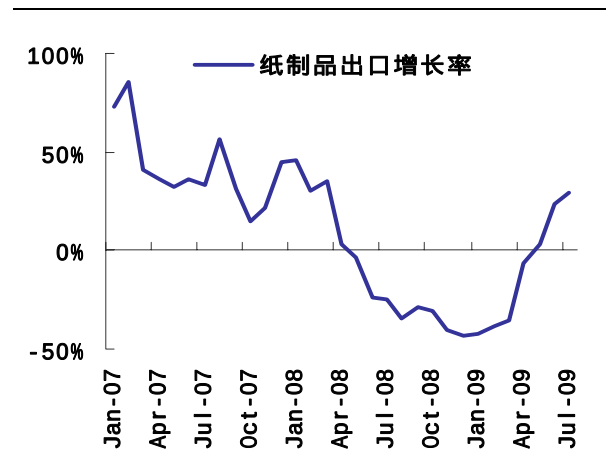
据公司反映，上半年木材箱的闲置率接近 50%，目前木材箱的发送量并没有明显回升。根据安信造纸行业研究员的观点，纸制品行业的全面复苏可能始于今年的四季度。另一方面，随着房地产开工率的回升，预计地板、家具等行业的需求也将逐渐回升。安信宏观小组认为，外需的恢复不会晚于四季度。因此，我们判断在四季度到明年一季度，木材箱的发送量将持续恢复，闲置率将逐渐降低。

图 4 机制纸产量增长率



数据来源：CEIC 安信证券研究中心

图 5 纸制品出口增长率



数据来源：CEIC 安信证券研究中心

2.2. 预计干散箱的产能利用率逐渐提高

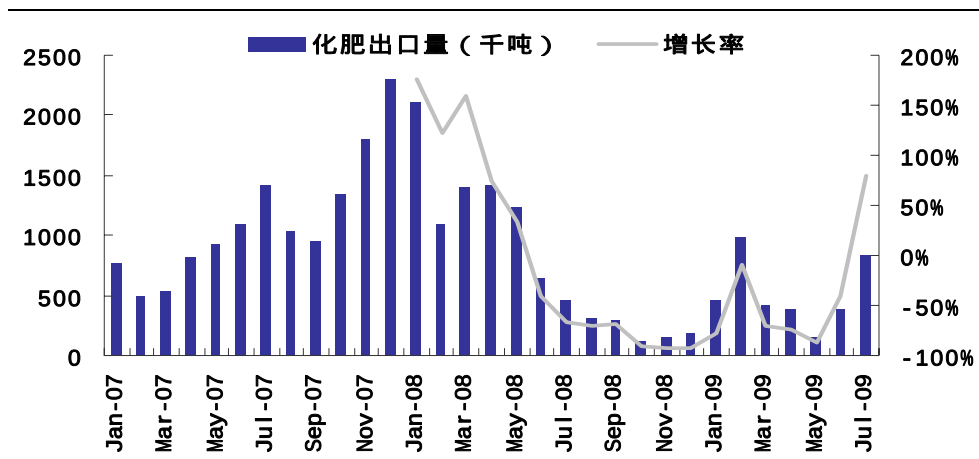
干散货集装箱主要把化肥从生产商处运往沿海地区出口。公司在 2008 年引进了 5000 只干散箱，目前一共拥有约 8800 只干散箱。但是由于 2008 年 4 月，对一些出口化肥开始加征 100% 的特别出口关税，导致化肥出口量急剧减少。干散箱的产能没有完全释放。

为了稳定外需，调整出口结构，促进化肥行业平稳运行，在 2009 年 7 月，国家取消了部分产品的特别出口关税。如图 6 所示，取消部分化肥产品的特别出口关税后，7 月份化肥的出口量明显回升。从公司了解到，目前干散箱的利用率已经明显提高，年初干散箱的利用率只有 50%，现在干散箱的利用率已经接近 80%。

我们判断，随着外需的恢复和化肥特别关税的取消，化肥的出口量将进一步增长，干散箱的利用率可能继续提高，新引进的 5000 只干散箱的产能利用率逐步提高。

在所有箱型中，因木材箱、干散箱线上业务的占比较高，这两种箱型的盈利能力要强于其他箱型。随着木材箱、干散箱发送量的恢复，预计特箱业务的盈利也将逐渐好转。

图 6 化肥出口量及增长率



数据来源：CEIC 安信证券研究中心

2.3. 其他箱型利用率接近 100%

公司现在约有 1900 只灌式箱和 1500 水泥箱，其中灌式箱主要用于运输液态化学品，水泥箱主要用于运输水泥。因这些箱型量少，目前处于供不应求的状态，上半年，这些箱型的利用率接近 100%。2009 年内，陆续有 178 只灌式箱、490 只水泥箱、300 只化工箱陆续上线。预计这些箱型仍将处于供不应求的状态。

公司大约投资 7000 万元用于建造 250 只冷藏箱，预计 2009 年底到 2010 年投入使用。冷藏箱设有制冷系统，并能够全程跟踪，单价大约为 28 万/只，远高于目前干散箱 3 万/只的单价。因冷藏箱固定成本较高，变动成本则通过线下的物流业务转移给终端用户，因此我们推测冷藏箱的利润主要来自于线下的物流业务。

冷鲜货物的运输量大约为 10 亿吨/年，铁路的运量为 500 万吨，铁路的市场份额很小。因冷藏箱的数量较少，成本高，预计在运营初期，主要用于运输附加值比较高的产品。可为公司带来一定的利润空间。

2.4. 集装箱业务的前景可观

近年来，虽然铁路货运量在稳步上升，但是铁路集装箱的市场份额非常低，铁路集装箱运量不到整个铁路运量的 3%。制约铁路集装箱运输的瓶颈有两方面：1) 缺乏集装箱中心站，装卸效率低；2) 铁路运力不足。

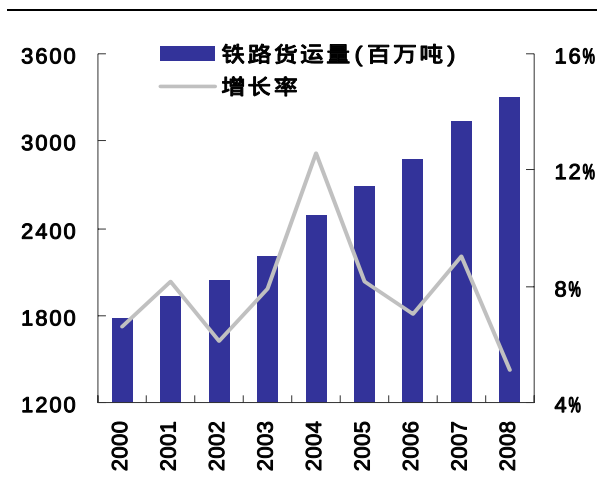
铁路适合中长距离的批量运输，其最大的优点在于，单位成本低。目前，因缺乏大的集装箱中心站，集装箱的中转在普通铁路站进行。因资源有限，缺乏专业的中转工具，效率较低，不能满足铁路批量运输的特点，无法节约成本。

铁路运输的货种主要是煤炭、矿石。这些货种与铁路集装箱运输相比，装卸方便，操作简单，不易损耗。因此，在铁路运力不足的情况下，集装箱货运的市场份额占比非常小。

根据调整后的铁路“十五”建设规划，要加快建设客运专线、加快完善路网结构、加快既有线扩能改造、加快 18 个集装箱中心站的建设。事实上，目前我们已经观察到，铁路建设的进度在加快。目前，已经运营的集装箱中心站有 2 个，2009 年将有 7 个集装箱中心站建成，剩余的 9 个集装箱中心站在规划建设中。集装箱中心站建成后，形成了完整的铁路集装箱运输体系，可能会开行集装箱运输班列，有利于集装箱的周转。

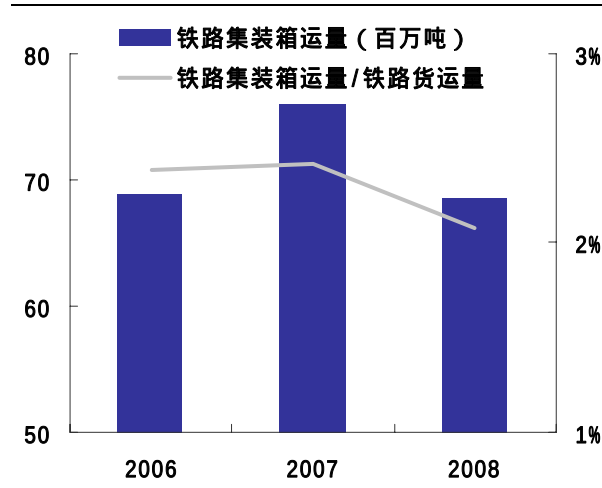
目前，公司没有负债，现金流充裕，有大量闲置资金用于购买集装箱。公司表示，未来几年的发展业务主要是集装箱。长期看，集装箱业务将成为公司重点发展的业务，有较大的想象空间。

图 7 铁路货运量及增长率



数据来源：CEIC 安信证券研究中心

图 8 集装箱运量及占比



数据来源：铁道部 安信证券研究中心

3. 铁路货运及临港：下半年货运量有望增长 30% 以上

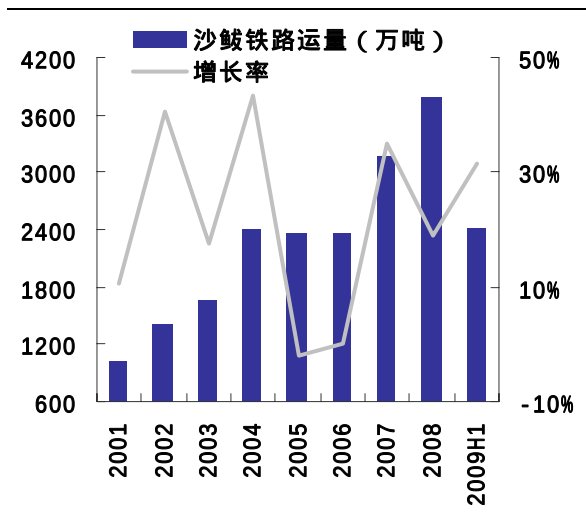
3.1. 下半年货运量有望实现 30% 以上增长

沙鲅铁路全长 14.17km，起于沙岗站，与哈大铁路连接，终于鲅鱼圈站，直接通往营口港，是营口港的唯一疏港铁路。因铁路主要用于中长距离的运输，而历年来沙鲅铁路的货物到达量要高于与发送量，表明沙鲅铁路的货源一部分来自于鲅鱼圈的需求（货物到达量），另一部分来自于东北经济圈（含有货物达到、发送）。

2009 年上半年，沙鲅铁路完成货运量 2419 万吨，同比增长 31.7%。货运量的增长，主要有两方面的原因。一方面鞍钢营口新厂于 2008 年 9 月投产。鞍钢所需的铁矿石一部分来自于内部的矿山，一部分直接由营口港上岸进入厂区。因此沙鲅铁路有部分增量来自于鞍钢的内部矿石和煤炭。另一方面，沙鲅铁路在 2008 年 8 月扩能改造完后，运能由之前的 2400 万吨/年提高到现在的 4600 万吨/年。运能提高，转移了水路公路的运量到沙鲅铁路上。

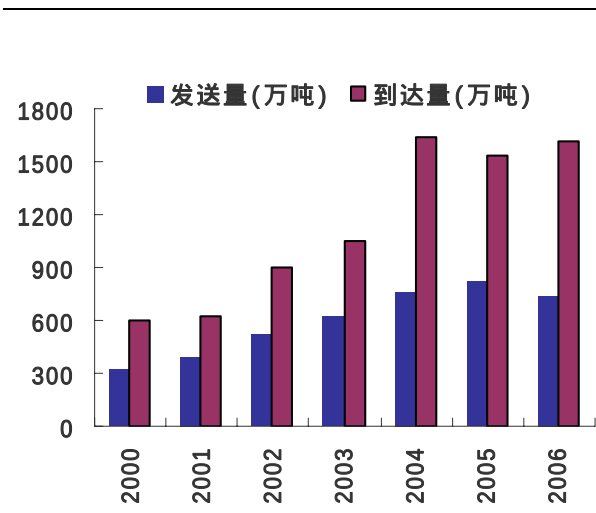
鞍钢新厂 2009 年的产量有望达到 500 万吨的产能，随着经济的恢复，东北经济圈的货运需求回升。预计下半年，沙鲅铁路货运量高于上半年，下半年货运量增长率可能在 30% 以上，全年的运量可能超过现在的产能。

图 9 沙鲅铁路运量及增长率



数据来源：公司数据 安信证券研究中心

图 10 沙鲅铁路发送量和到达量



数据来源：公司数据 安信证券研究中心

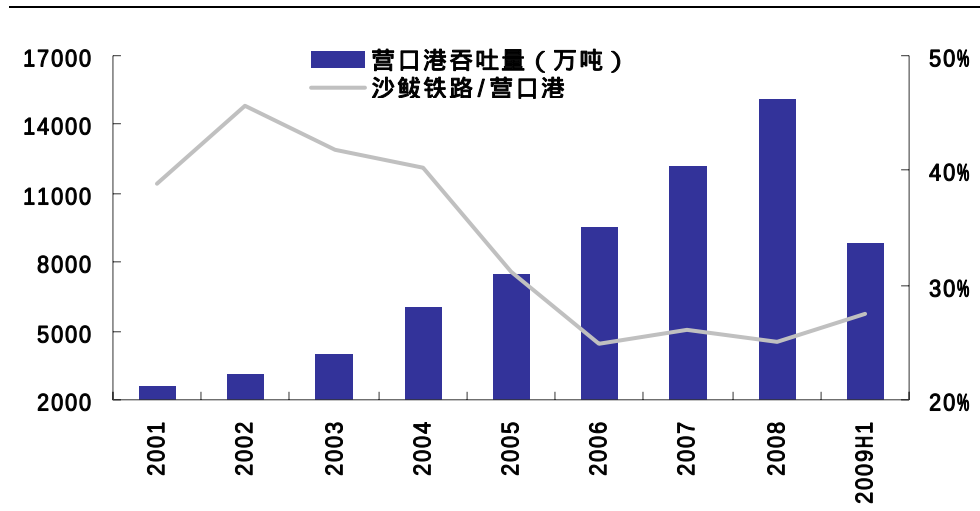
3.2. 未来几年运量可能超过运能

2001 年到 2003 年，沙鲛铁路的运量增长稳定。在 2004 年到 2006 年间，因受到运能的限制，沙鲛铁路 3 年的运量均维持在 2400 万吨左右的水平。另一方面，营口港的吞吐量不断增长，沙鲛铁路的货运量占营口港的比重由之前的 40% 下降到 20%。

2008 年年 8 月，沙鲛铁路扩能完工，全年运能为 4600 万吨，改造后的沙鲛铁路机车牵引能力达到 5000 吨。根据沙鲛铁路上半年的运量情况，2009 年沙鲛铁路的货运量可能超过 4600 万吨的运能，预计 2009 年全年运量为 4945 万吨。之后，随着东北经济圈的发展和华能营口电厂三期（预计 2010 年建成）的投产，预计未来的几年，沙鲛铁路的货运量将继续超过现在的产能。

长期看，随着沙鲛铁路货运量的不断增长，可能如 2004 年到 2006 年一样，沙鲛铁路运量维持某一水平不变

图 11 沙鲛铁路运量占营口港吞吐量比例



数据来源：公司数据 CEIC 安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2009-9-16		
利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,579.8	1,522.6	1,327.0	1,494.5	1,660.8	成长性					
减: 营业成本	1,010.1	995.0	786.2	878.0	985.5	营业收入增长率	92.7%	-3.6%	-12.8%	12.6%	11.1%
营业税费	71.7	56.9	46.4	52.3	58.1	营业利润增长率	70.0%	-3.9%	15.9%	13.6%	11.0%
销售费用	36.7	29.1	23.9	26.9	29.9	净利润增长率	55.2%	4.7%	14.5%	13.7%	11.0%
管理费用	43.4	47.0	37.2	41.8	46.5	EBITDA 增长率	50.3%	-0.9%	9.3%	9.4%	7.9%
财务费用	15.1	8.4	-12.4	-17.4	-21.4	EBIT 增长率	68.9%	-5.4%	10.3%	12.9%	10.6%
资产减值损失	-0.6	0.7	-0.0	5.6	-1.7	NOPLAT 增长率	54.8%	2.1%	8.2%	12.9%	10.6%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	2.1%	22.4%	-11.8%	10.2%	-4.6%
投资和汇兑收益	1.4	3.5	5.0	5.0	5.0	净资产增长率	77.9%	13.5%	10.2%	10.5%	10.6%
营业利润	404.8	389.1	450.7	512.3	568.8	利润率					
加: 营业外净收支	1.2	1.3	-	-	-	毛利率	36.1%	34.7%	40.8%	41.3%	40.7%
利润总额	406.0	390.4	450.7	512.3	568.8	营业利润率	25.6%	25.6%	34.0%	34.3%	34.2%
减: 所得税	123.8	95.0	112.7	128.1	142.2	净利润率	17.8%	19.3%	25.4%	25.6%	25.6%
净利润	281.4	294.6	337.2	383.2	425.5	EBITDA/营业收入	35.5%	36.5%	45.8%	44.5%	43.2%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	26.6%	26.1%	33.0%	33.1%	33.0%
货币资金	915.2	552.6	1,097.9	1,220.7	1,636.5	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	276	313	363	283	218
应收帐款	57.9	125.9	29.8	340.7	378.6	流动营业资本周转天数	53	75	101	127	161
应收票据	2.2	4.9	8.7	9.8	10.9	流动资产周转天数	321	310	342	401	465
预付帐款	49.9	13.3	14.0	14.9	15.9	应收帐款周转天数	16	20	19	42	75
存货	505.2	395.2	280.0	312.7	351.0	存货周转天数	134	106	92	71	72
其他流动资产	1.3	0.6	0.6	0.6	0.7	总资产周转天数	625	654	740	711	707
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	357	416	495	433	399
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	47.2	60.1	52.4	52.4	52.4	ROE	13.1%	12.0%	12.5%	12.9%	12.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	9.8%	11.1%	12.1%	12.4%	12.5%
固定资产	1,231.1	1,416.5	1,259.9	1,087.1	921.6	ROIC	19.2%	19.2%	17.0%	21.7%	21.8%
在建工程	9.4	1.5	-	-	-	费用率					
无形资产	46.2	55.7	53.5	51.2	48.9	销售费用率	2.3%	1.9%	1.8%	1.8%	1.8%
其他非流动资产	16.2	23.5	7.3	7.1	6.9	管理费用率	2.7%	3.1%	2.8%	2.8%	2.8%
资产总额	2,881.8	2,649.7	2,804.1	3,097.3	3,423.3	财务费用率	1.0%	0.5%	-0.9%	-1.2%	-1.3%
短期债务	280.0	40.0	-	-	-	三费/营业收入	6.0%	5.5%	3.7%	3.4%	3.3%
应付帐款	74.4	107.7	75.4	84.2	94.5	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	25.0%	7.4%	3.6%	3.6%	3.5%
其他流动负债	306.0	35.2	45.1	45.1	45.1	负债权益比	33.4%	8.0%	3.8%	3.7%	3.7%
长期借款	60.0	-	-	-	-	流动比率	2.32	5.96	16.27	19.63	22.35
其他非流动负债	0.9	14.0	13.5	13.5	13.5	速动比率	1.55	3.80	13.09	16.40	19.08
负债总额	721.5	197.4	101.5	110.3	120.6	利息保障倍数	27.73	47.58	-35.41	-28.46	-25.54
少数股东权益	1.6	1.5	2.2	3.0	3.9	分红指标					
股本	836.9	1,004.2	1,004.2	1,004.2	1,004.2	DPS(元)	0.02	-	0.07	0.08	0.08
留存收益	1,321.7	1,446.6	1,696.1	1,979.7	2,294.6	分红比率	7.2%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	2,160.2	2,452.3	2,702.6	2,987.0	3,302.7	股息收益率	0.3%	0.0%	0.9%	1.0%	1.1%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	282.2	295.4	337.2	383.2	425.5	EPS(元)	0.28	0.29	0.34	0.38	0.42
加: 折旧和摊销	143.2	160.6	169.0	169.4	169.4	BVPS(元)	2.15	2.44	2.69	2.97	3.29
资产减值准备	-0.6	0.7	-0.0	5.6	-1.7	PE(X)	26.7	25.5	22.3	19.6	17.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.5	3.1	2.8	2.5	2.3
财务费用	10.1	18.4	8.4	-12.4	-17.4	P/FCF	-28.3	-20.8	14.3	36.1	14.7
投资收益	-1.4	-3.5	-5.0	-5.0	-5.0	P/S	4.8	4.9	5.7	5.0	4.5
少数股东损益	0.8	0.8	0.9	1.0	1.1	EV/EBITDA	10.1	12.6	10.7	9.7	8.4
营运资金的变动	8.6	-179.5	186.3	-336.5	-67.8	CAGR(%)	10.8%	13.0%	11.4%		
经营活动产生现金流量	450.8	270.1	676.0	200.3	500.2	PEG	2.5	2.0	2.0	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-180.1	-311.4	4.0	4.9	4.9	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	128.9	-321.3	-95.1	-59.3	-63.7	REP					

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

邓红梅, 经济学硕士, 交通运输业首席分析师, 负责机场、航空和铁路行业研究。获“新财富”最佳分析师 2006 年港口公路水运业第四名, 2007 年航空机场业第三名。2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。
彭倩, 助理行业分析师, 华中科技大学财务管理学士, 金融工程硕士。2007 年 7 月加盟安信证券。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。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。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易, 并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有, 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, 需注明出处为安信证券研究中心, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤 021-67865293	上海联系人 zhuxian@essence.com.cn	凌洁 021-68765237	上海联系人 lingjie@essence.com.cn
梁涛 021-68766067	上海联系人 liangtao@essences.com.cn	李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essence.com.cn
南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essence.com.cn	张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essence.com.cn
周蓉 010-66581676	北京联系人 zhourong@essence.com.cn	马正南 010-66581668	北京联系人 mazn@essence.com.cn
李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essence.com.cn	潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essence.com.cn
张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@essence.com.cn	王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@essence.com.cn
李瑾 0755-82558084	深圳联系人 lijin@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳
深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海
上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京
北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034