

地产结算加快，费用控制良好

——铁龙物流（600125）三季度财报点评

2009年10月26日

强烈推荐/维持

铁龙物流

财报点评

周宁

交通运输行业分析师

hejx@dxzq.net.cn 010-66555220

事件：

公司10月26日公布了2009年度三季度报告，前三季度公司实现营业收入116,115.79万元，同比增长36%，实现净利润29,523.43万元，同比增长52.78%。其中，三季度实现收入50769.77万元，同比增长48.29%，环比增长32.14%，三季度实现净利润11364.46万元，同比增长73.41%，环比增长2.61%。

公司分季度财务指标

指标	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3
营业收入（百万元）	220.87	289.73	342.37	669.64	269.25	384.21	507.70
增长率（%）	-65.24%	31.18%	18.17%	95.59%	-59.79%	42.69%	32.14%
毛利率（%）	46.27%	44.48%	34.61%	26.59%	44.24%	45.40%	35.73%
期间费用率（%）	9.31%	6.52%	6.13%	3.58%	5.63%	4.08%	2.92%
营业利润率（%）	31.92%	34.86%	25.40%	19.51%	35.32%	38.15%	29.51%
净利润（百万元）	52.28	75.43	65.53	101.34	70.84	110.75	113.64
增长率（%）	-41.52%	44.28%	-13.12%	54.64%	-30.10%	56.34%	2.61%
每股盈利（季度，元）	0.06	0.08	0.07	0.10	0.07	0.11	0.11
资产负债率（%）	25.23%	24.09%	19.09%	7.45%	6.63%	6.54%	8.02%
存货周转率（次）	0.23	0.53	0.94	2.21	0.37	0.94	1.98
应收账款周转率（次）	3.05	6.72	8.87	17.72	2.03	4.64	8.17

评论：

积极因素：

- **沙鲅铁路产能扩张效应继续显现，临港物流延伸服务收入增长良好。**沙鲅铁路自去年四季度扩能改造投产以来，有力地推动了公司近一年来收入与业绩增长，预计全年沙鲅铁路线货物运输量有望达4800万吨，较2008年增长1000万吨。除货物发送量增长外，公司积极利用公司在地区的渠道、资源优势，开展运贸一体化物流增值服务，物流延伸服务收入取得较高的增长。
- **房地产业务销售结算明显加快。**受益于房地产市场景气大幅回升，公司房地产业务结算明显加快，公司旗下地产公司开发的动力院景系列住宅受大连1号沿线地铁开工推动，销售价格及形势均较为乐观，公司三季度末存货较二季度末下降超7500万元，地产收入的增加是公司三季度收入环比增长的另一重要原因。我们预计，公司房地产销售结算有可能较市场预计有所加快。

- **经营费用继续得到较好控制。**公司期间费用继续得到较好控制，三季度期间费用率为2.92%，较上半年4.72%有大幅下降，费用率水平保持进一步下降的势头。

消极因素：

- 公司整体毛利水平有所下滑，三季度公司毛利率为35%，较上半年45%的水平有一定的下滑。我们认为，公司毛利水平下降主要原因是公司毛利率较低的贸易业务和地产业务占比较上半年有所增加所致。

业务展望：

- **铁路集装箱业务运输条件日趋完善，公司特箱业务有望进入加速发展期。**一直以来，我国特种集装箱铁路运输受运力及运输网络等限制，国内发展铁路集装箱运输的基本条件不具备致使我国铁路集装箱运输发展缓慢，与发达国家差距较大。随着我国不断加大对铁路建设的投资力度，铁路运营里程不断增长，全国铁路集装箱18个网点建设的不断推进，制约集装箱发展的瓶颈将逐渐得到解决，铁路特种箱运输增长空间将被打开。同时，随着宏观经济复苏愈加明朗，化工、水泥等运输需求将逐渐好转，对铁路特种箱专业运输的需求也在不断增加。公司近年来不断加大铁路特种箱业务布局、新箱型开发与投资、客户资源开拓，我们认为公司铁路集装箱业务有望进入加速发展阶段。
- **受益于地产景气度回升，公司地产业务结算速度有望加速。**截至三季度末公司住宅存货约2.9亿元，根据历年地产结算毛利测算，公司该部分存货未来结算收入有望达3.7亿元。我们预计公司待售住宅产品明年内将有望全部售出，加之今年前三季度已售住宅，公司2009年至2010年地产结算收入有望达5亿元，合计贡献今明两年每股收益约0.10元。公司目前在进一步评估新的地产项目，围绕公司物流主业的物流园区开发与建设可能成为公司未来地产业务的发展方向。

盈利预测

由于地产结算加快，我们对公司业绩预测进行了略微调整。预计公司2009至2011年实现收入分别为15.68亿元、17.67亿元和17.39亿元，每股收益为0.39元、0.44元和0.45元，目前股价7.60元对应市盈率分别为19.5倍、17.4倍和16.9倍。

投资建议：

基于各类业务成长性，分别保守给予铁路货运及临港物流业务2010年25倍市盈率、铁路特种集装箱业务2010年30倍市盈率、房地产业务2010年1倍市盈率、其他业务2010年20倍市盈率，加权计算公司合理价值为9.76元，对应2010年目标市盈率为25倍。公司现金流较为稳定，负债率较低，我们测算的公司每股自由现金流折现价值约为9元。综合分析，我们维持对公司“强烈推荐”评级。

百万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,579.82	1,522.62	1,568.06	1,767.58	1,739.50
(+/-)%	92.73%	-3.62%	2.98%	12.72%	-1.59%
经营利润（EBIT）	562.71	557.85	711.33	801.01	815.59
(+/-)%	50.27%	-0.86%	27.51%	12.61%	1.82%
净利润	419.90	397.42	518.97	580.86	593.55

(+/-)%	68.94%	-5.35%	30.58%	11.93%	2.18%
每股净收益（元）	0.36	0.29	0.39	0.44	0.45
P/E	20.99	25.94	19.47	17.38	16.96
P/B	2.95	3.11	2.93	2.74	2.58

资料来源：东兴证券研究所

附：公司三大报表测算结果

利润表（百万元）	2007A	2008A	2009E	Yoy	2010E	Yoy	2011E	Yoy
营业收入	1,579.82	1,522.62	1,531.33	0.57%	1,633.52	6.67%	1,739.50	6.49%
营业成本	1,010.07	995.00	891.46	-10.41%	951.41	6.73%	1,002.77	5.40%
营业费用	36.72	29.10	27.56	-5.29%	24.50	-11.11%	26.09	6.49%
管理费用	43.43	46.99	45.94	-2.24%	49.01	6.67%	52.19	6.49%
财务费用	15.14	8.35	(4.33)	N/A	(5.93)	N/A	(7.35)	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	513.57	32.00%	553.60	7.79%	600.90	8.54%
利润总额	406.00	390.38	513.57	31.56%	553.60	7.79%	600.90	8.54%
所得税	123.76	94.99	128.39	35.16%	138.40	7.79%	150.22	8.54%
净利润	282.24	295.39	385.18	30.40%	415.20	7.79%	450.67	8.54%
归属母公司所有者的净利润	281.40	294.59	384.95	30.67%	415.00	7.80%	450.44	8.54%
NOPLAT	291.90	300.72	381.94	27.01%	410.75	7.54%	445.16	8.38%

资料来源：东兴证券研究所

资产负债表（百万元）	2007A	2008A	2009E	Yoy	2010E	Yoy	2011E	Yoy
货币资金	915.21	552.62	643.75	16.49%	724.71	12.58%	926.88	27.90%
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	125.86	3.12%	132.60	5.35%	142.09	7.15%
预付款项	49.92	13.26	22.18	67.22%	31.69	42.90%	41.72	31.64%
存货	505.16	395.15	305.29	-22.74%	351.83	15.24%	357.12	1.50%
流动资产合计	1,531.70	1,092.45	1,107.22	1.35%	1,250.92	12.98%	1,478.93	18.23%
非流动资产	1,350.06	1,557.26	1,654.11	6.22%	1,683.98	1.81%	1,636.58	-2.81%
资产总计	2,881.75	2,649.71	2,761.33	4.21%	2,934.90	6.29%	3,115.51	6.15%
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	42.58	-12.52%	45.68	7.26%	48.02	5.13%
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	128.24	-30.06%	135.61	5.75%	135.81	0.15%
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	1.68	15.71%	1.88	11.95%	2.11	12.19%
母公司股东权益	2,158.60	2,450.89	2,604.87	6.28%	2,770.87	6.37%	2,951.04	6.50%
净营运资本	871.04	909.10	978.98	7.69%	1,115.31	13.93%	1,343.12	20.43%
投入资本 IC	1,585.01	1,939.72	1,975.80	1.86%	2,061.04	4.31%	2,039.28	-1.06%

资料来源：东兴证券研究所

现金流量表（百万元）	2007A	2008A	2009E	Yoy	2010E	Yoy	2011E	Yoy
净利润	282.24	295.39	385.18	30.40%	415.20	7.79%	450.67	8.54%
折旧摊销	142.80	160.43	0.00	N/A	209.51	N/A	216.19	3.19%
净营运资金增加	709.25	38.06	69.88	83.58%	136.33	95.10%	227.81	67.10%
经营活动产生现金流	450.81	270.13	650.28	140.73%	563.33	-13.37%	633.79	12.51%
投资活动产生现金流	(180.10)	(311.37)	(305.04)	N/A	(239.30)	N/A	(168.71)	N/A
融资活动产生现金流	128.94	(321.34)	(254.11)	N/A	(243.07)	N/A	(262.92)	N/A
现金净增（减）	399.64	(362.59)	91.13	N/A	80.96	-11.16%	202.17	149.71%

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

周 宁

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，从事交通运输行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

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所所有，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所，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

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。