

中性（首次）

新箱型业务快速发展尚需时日

——铁龙物流（600125）调研报告——

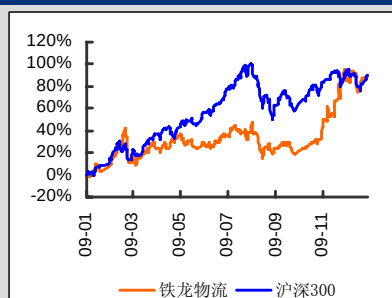
研究员

李慧

电话：010-88092288-3309

邮箱：lih@swsc.com.cn

市场表现



主要观点：

- 铁龙物流是我国首家铁路系统 A 股上市公司，业务运营充分依托于我国铁路网络系统，公司已经形成了“以铁路特种集装箱物流业务、铁路货运及临港物流业务、铁路客运业务为主，以房地产开发等业务为补充”的主辅多元化经营格局。
- 公司独家拥有中国铁路特种集装箱业务的经营权，且拥有中国铁路最大的特种集装箱保有量。我国每年适合运输的冷冻和鲜活产品产量约为 10 亿吨，而运输率仅为 10% 左右，远低于美国 30-40% 的运输率，冷链产品运输市场潜力巨大。铁路冷藏箱运输将有助于提高地方特色产品的附加值，降低冷链产品的消费价格，使买卖双方达到双赢。根据公司前期市场调研，第一批计划造 250 只，现在陆续有 30 只下线，从 11 月中旬到 12 月上旬，共发送 40 只，市场反馈良好。尽管今年木材箱发送量有所减少，但是干散货箱和罐箱对总发送量增长形成支撑作用，预计今年全年特种箱发送量将达到 35 万 TEU，同比下跌 10.3%。
- 沙鲅铁路是营口港唯一的疏港铁路，主要运输货种为煤炭以及炼钢所需的焦炭、石灰石等添加剂等。沙鲅铁路扩能改造于 08 年三季度末完工，由原来单线非电气化改为双线电气化，运输能力由 24 对/天大幅提高到 120 对/天，扩大 4 倍，运输瓶颈解除。预计 09 年沙鲅铁路线到发量将达到 5000 万吨，同比增长 32.3%，10 年和 11 年营口港煤炭及制成品、钢铁吞吐量分别为 2444 万吨和 2522 万吨，沙鲅铁路到发量分别为 6159 万吨和 6355 万吨，同比增速分别为 23.2% 和 3.2%。
- 房地产项目“动力院景”第三期在 09 年上半年有部分房屋确认销售收入及成本，对公司利润贡献为 4.9%，出现较明显的下降。预计今年四季度公司销售 80 套，收入将达到 2.41 亿元，贡献营业利润 4820 万元。截至目前为止，还剩余 100 多套大户型未售，若全部房产于 10 年全部售罄，预计将给公司带来 1.13 亿元的销售收入，贡献营业利润 2262 万元。公司暂无后续开发项目，预计房地产业务未来几年不会大幅增长，这将对公司 2011 年后的业绩增长带来不利影响。
- 尽管我国铁路冷藏箱业务市场前景广阔，但因为尚处于起步阶段，还未形成稳定、规模以上的客户资源，目前缺乏相关数据支撑我们对公司未来冷藏箱业绩的预测，因此暂时不考虑冷藏箱的收益，我们估算 09 年、10 年和 11 年每股收益分别为 0.36 元、0.39 元和 0.40 元，根据 2010 年 1 月 4 日收盘价 11.18 元，对应 09 年、10 年和 11 年动态市盈率为 31 倍、29 倍和 28 倍，给予铁龙物流“中性”评级。我们会密切关注公司冷藏箱业务发展情况，如果盈利状况明显超出我们预期，我们将及时上调评级。

正文目录

1. 以铁路货运和临港物流业务为主的多元化经营格局	1
2. 积极开发新型特种箱业务	2
2.1 冷藏箱业务尚处于起步阶段	2
2.2 化工品箱业务安全高效	3
3. 沙鲛铁路运输能力提高四倍	4
4. 房地产业务暂无后续开发项目	5
5. 盈利预测与价值评估	6

插图目录

图 1 各业务收入贡献占比	1
图 2 各业务盈利贡献占比	1
图 3 铁路特种箱业务收入情况	3
图 4 铁路特种箱业务盈利情况	3
图 5 铁路特种箱历年发送量及同比增速	4
图 6 铁路特种箱发送量及环比增速	4
图 7 铁路货运与临港物流业务收入情况	5
图 8 铁路货运与临港物流业务盈利情况	5
图 9 沙鲛铁路历年到发量及同比增速	5
图 10 沙鲛铁路到发量及环比增速	5
图 11 房地产业务收入情况	6
图 12 房地产业务盈利情况	6

表格目录

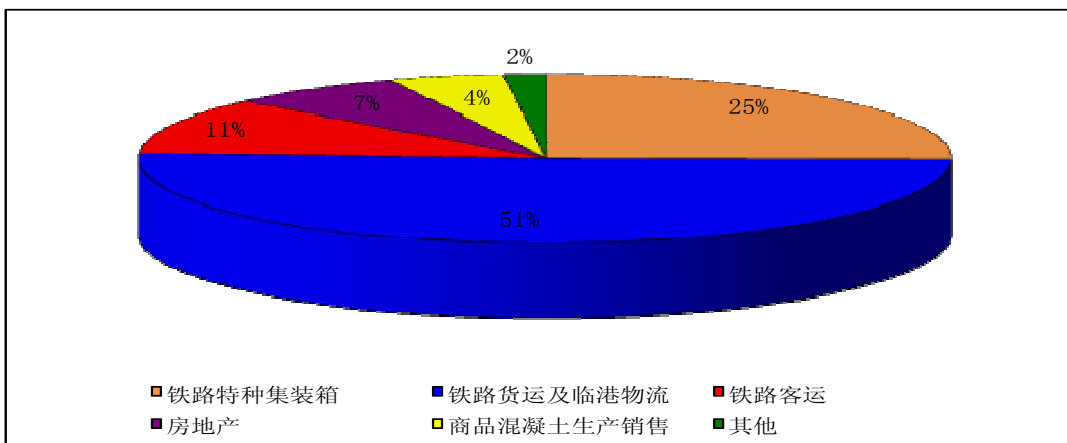
表 1 公司特种箱种类、数量（只）	2
表 2 铁龙物流盈利预测	6

1. 以铁路货运和临港物流业务为主的多元化经营格局

中铁铁龙集装箱物流股份有限公司（简称“铁龙物流”）是我国首家铁路系统 A 股上市公司，业务运营充分依托于我国铁路网络系统。中铁集装箱运输有限公司和大连铁路经济技术开发区总公司分别为公司的第一、第二大股东，二者分别持股 15.9%和 14.11%，公司实际控制人为铁道部，作为铁路运输行业资本市场试点单位，公司享有政策优惠，在业务上具备一定的垄断优势。

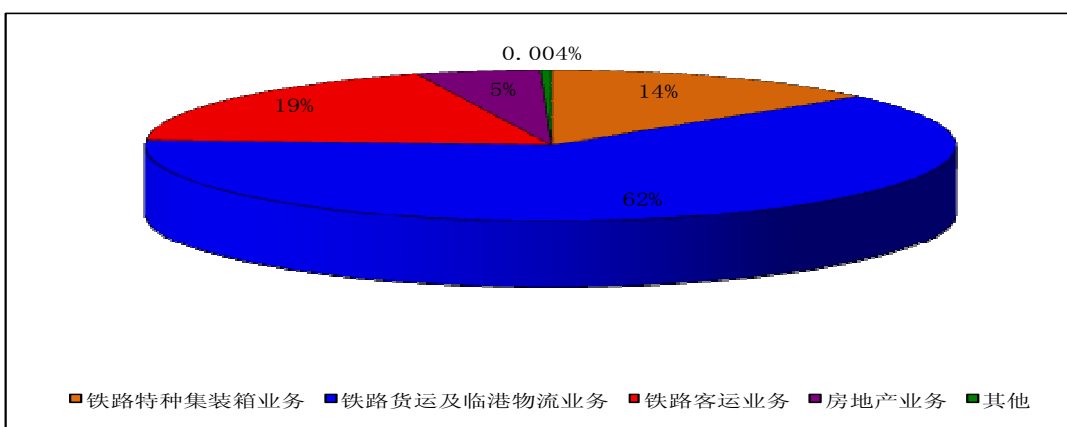
公司已经形成了“以铁路特种集装箱物流业务、铁路货运及临港物流业务、铁路客运业务为主，以房地产开发等业务为补充”的主辅多元化经营格局，以今年上半年业绩为例，公司主要收入来源于铁路货运和临港物流业务，占比达到 51%，其次是铁路集装箱业务和铁路客运业务，分别占比 25%和 11%。公司盈利贡献中，铁路货运和临港物流业务贡献利润占比最高，达到 62%，其次是铁路客运业务和铁路特种集装箱业务，分别贡献 18%和 14%的利润。

图 1 各业务收入贡献占比



数据来源：公司公告，西南证券研发中心

图 2 各业务盈利贡献占比



数据来源：公司公告，西南证券研发中心

2. 积极开发新型特种箱业务

公司独家拥有中国铁路特种集装箱业务的经营权,且拥有中国铁路最大的特种集装箱保有量。主要箱型为木材箱、干散货箱、油罐箱、水泥罐箱、水煤浆罐箱、汽车箱,另外,化工品箱和冷藏箱最近也由铁道部特批,进入运营范围。

同普通集装箱相比,特种集装箱具有许多独特的产品优势,比如无包装运输、专货专箱、专箱专用等特点,大幅降低了客户的成本,并可以根据不同的客户需求、不同的货源特点,进行有针对性的物流方案设计和产品开发,为客户提供差异化的服务。

表1 公司特种箱种类、数量(只)

类别	数量(截至2009年底)	主要运输品种
折叠式台架箱	9850	木材运输
干散货箱	9150	矿砂、焦炭、硫磺、氧化铝、粮食等
油罐箱	2950	润滑油、食用植物油等
水泥罐箱	1700	散装水泥
水煤浆罐箱	100	水煤浆
汽车箱	3000	轿车、微型汽车、轻型货车、农用车
化工品箱	200	化工用品
冷藏箱	30	冷冻和鲜活产品
合计	26980	

资料来源: 公司数据, 西南证券研发中心

2.1 冷藏箱业务尚处于起步阶段

今年11月中旬,公司自主研发的铁路45英尺冷藏集装箱进行了试运行并取得成功,填补了我国铁路冷藏箱运输的空白,标志着铁路新型冷藏集装箱的技术研发及运营模式取得重大成果,铁路冷藏运输将实现高效率、低成本的综合冷链运输服务模式。

我国铁路目前运输冷冻和鲜活产品的车辆主要有加冰冷藏车和机械制冷保温车(简称“机保车”)。加冰冷藏车主要采用纯物理性,停靠站供给冰块的方法制冷,机保车比加冰车先进,冷却效果快,操作自动化程度高。但机保车仍有较大缺陷,一是冷藏货物要求门到门运输,尽量减少货物的周转装卸次数,机保车只能实现站到站的运输;二是机保车编组比较大,凑不满货运车厢不能发送,时效性受到制约,否则将提高运输成本。近年来,铁路冷链运输的市场竞争力在减弱,发送量逐年下降,由5年前的每年2000万吨缩减至目前的500万吨。

铁路新型冷藏集装箱的出现克服了以上加冰冷藏车和机保车的不足,提供“门到门”全程物流服务,漏热率低、制冷能力强,损耗力仅为1%-2%,远低于目前机保车和加冰车20%的损耗力,且箱子装卸方便,安全性高,全程GPS导航,实现双向通讯等智能化远程控制,能够迅速查找其方位和进行温度检测,运输灵活高效,为国际上的主流箱,将掀起以铁路冷藏运输为主导的新一轮冷链物流体系革命。

我国每年适合运输的冷冻和鲜活产品产量约为10亿吨,而运输率仅为10%左右,远低于美国30-40%的运输率,冷鲜产品运输市场潜力巨大。目前铁路冷鲜品主要为冻肉产品,其余

份额和品种均由公路输送,铁路冷藏箱运输将扩展到海鲜、蔬果、鲜花等新品种,开发以往就地消化的鲜活产品市场,使新疆哈密瓜、台湾香芋、云南鲜花等运往全国各地,有助于提高地方特色产品的附加值,由于在 500 公里运距以上,铁路较公路和航空运输具有明显的成本优势,届时将降低冷鲜产品的消费价格,使买卖双方达到双赢。

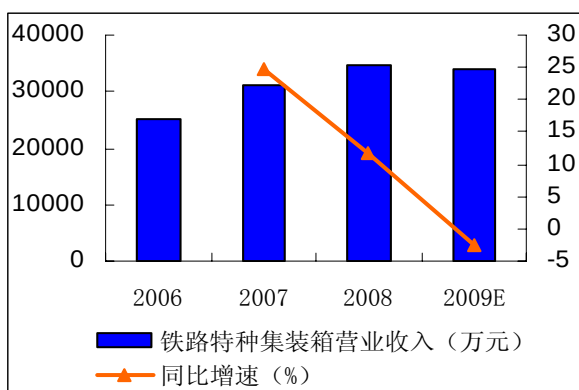
短期内铁路冷藏箱将与机保车形成竞争关系,长期来看,随着机保车投入的逐步减少,冷藏箱将代替机保车,成为铁路冷冻冷藏品运输的主流方式。冷藏箱造箱成本高,一只为 32 万,是普通集装箱造价 20 倍左右,公司将根据未来市场的开发力度决定造箱的数量。根据公司前期市场调研,第一批计划造 250 只,现在陆续有 30 只下线,从 11 月中旬到 12 月上旬,共发送 40 只,市场反馈良好。公司冷藏箱业务处于起步阶段,诸多合作意向尚在洽谈之中,还未形成稳定、规模以上的客户资源,因此,目前还缺乏相关数据判断未来冷藏箱业务的保有量、周转量、运价等指标。

2.2 化工品箱业务安全高效

公司在结合国际上已广泛应用、技术先进、性能可靠、安全性高的成熟箱型基础上,设计确定了符合国内铁路运输特点、满足多式联运需要的 33 立、26 立、23 立三大系列十几个箱型的框架罐式集装箱型,主要适箱货物为酒精、乳胶等低危化工产品。化工箱不锈钢工艺性稳定,耐腐蚀,使用寿命长,相比“罐车”具有安全高效的特点,免去了分装分卸过程,货品可以从化工车间直接运送到用户,降低损耗率。

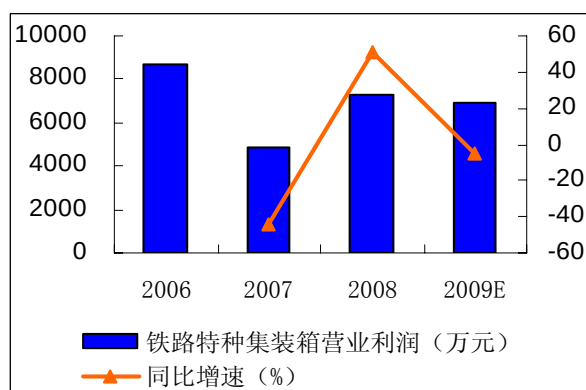
9 月底新开发的 20 英尺不锈钢框架罐式集装箱首次试运成功。公司第一批计划造 300 只化工品箱,目前已下线 200 只左右。在营销方式上公司正积极开拓,与上海铁洋多式联运有限公司联手,共同开发上海地区的化工全程物流业务,实现经营模式升级。

图 3 铁路特种箱业务收入情况



资料来源：公司数据，西南证券研发中心

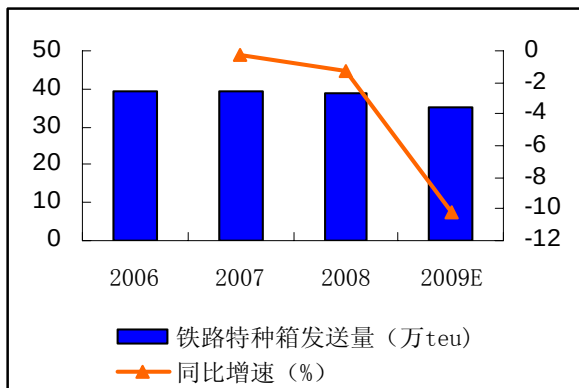
图 4 铁路特种箱业务盈利情况



资料来源：公司数据，西南证券研发中心

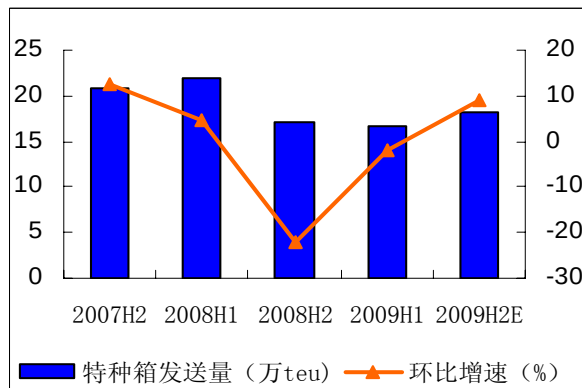
不考虑汽车发送量,06 年,07 年,08 年公司特种集装箱发送量分别为 39.6 万 TEU, 39.5 万 TEU, 39 万 TEU, 07 年同比下降 0.25%, 08 年同比下降 1.27%。09 年上半年完成特箱发送量 16.76 万 TEU(不含汽车箱发送量),同比减少 23.5%,尽管今年木材箱发送量有所减少,但是干散货箱和罐箱对总发送量增长形成支撑作用,预计今年全年特种箱发送量将达到 35 万 TEU,同比下跌 10.3%。

图 5 铁路特种箱历年发送量及同比增速



资料来源：公司数据，西南证券研发中心

图 6 铁路特种箱发送量及环比增速



资料来源：公司数据，西南证券研发中心

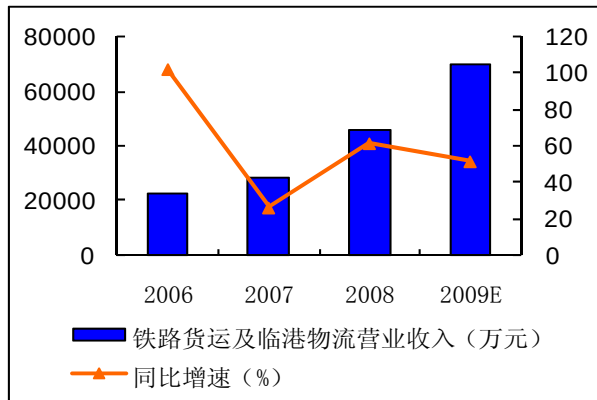
3. 沙鲅铁路运输能力提高四倍

铁路及临港物流业务主要是指与沙鲅铁路支线相关的铁路运输及物流延伸服务业务,2007年上半年将汽车运输业务划入此业务板块。沙鲅铁路是营口港唯一的疏港铁路,与哈大铁路干线相连,西临营口新港,背靠沈大高速公路和 202 国道,是辽南环渤海经济区的交通枢纽和东北腹地物资疏运的最近出海口岸站,主要运输货种为煤炭以及炼钢所需的焦炭、石灰石等添加剂等。

营口港位于辽东湾东北部,是东北及内蒙古东部地区最近的出海港。港区处于沈阳与大连之间,腹地主要包括辽宁省、吉林省、黑龙江省和内蒙古东部,港区直接腹地包括沈阳、鞍山、抚顺、本溪、辽阳、铁岭、盘锦及营口市 8 个辽宁省的重要工业城市,主要吞吐货种为金属矿石、钢材、油品、粮食、化肥等,由于腹地经济区内有鞍钢、本钢等大型钢铁集团,铁矿石和钢材为公司的支柱货种。尽管受金融危机影响,近 4 年营口港货物吞吐量仍然实现了正增长,预计 09 年将达到 1 亿吨,平均复合增长率为 26.4%。

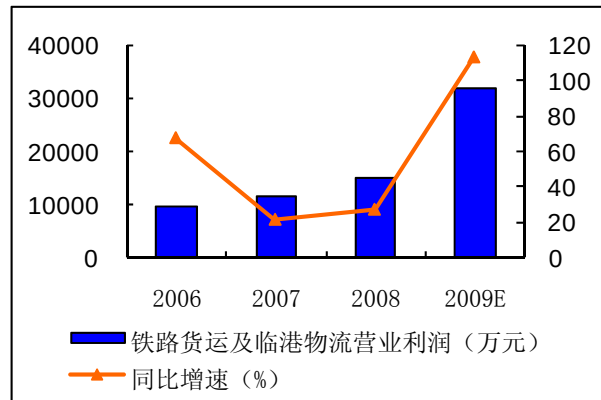
沙鲅铁路扩能改造于 08 年三季度末完工,历时 1 年,14 公里线路取直,由原来单线非电气化改为双线电气化,运输时间由原来半小时一趟大幅缩小至 6-8 分钟,运输能力由 24 对/天大幅提高到 120 对/天,扩大 4 倍,运输瓶颈解除,理论通过能力与哈大干线一致。预计 09 年沙鲅铁路到发量将达到 5000 万吨,同比增长 32.3%,营口港煤炭及制成品、钢铁吞吐量共计 1981 万吨,二者比例为 2.52 倍。今年鞍钢鲅鱼圈一期项目粗钢产量约为 400 万吨,乐观估计,假设明年二期项目产量同样为 400 万吨,10 年与 09 年鞍钢新厂对于沙鲅铁路贡献的变化量相似。另外,由于沙鲅线经过扩能改造于 08 年三季度末完工,10 年和 09 年一样,产能制约因素已经消失,因此,我们预测明后两年沙鲅铁路到发量采取和 09 年一致的比例关系 2.52 倍。根据以上条件计算,我们认为,10 年和 11 年营口港煤炭及制成品、钢铁吞吐量为 2444 万吨和 2522 万吨,沙鲅铁路到发量分别为 6159 万吨和 6355 万吨,同比增速分别为 23.2%和 3.2%。

图 7 铁路货运与临港物流业务收入情况



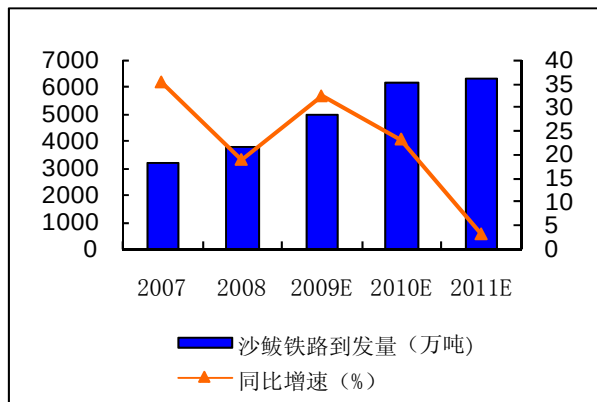
资料来源：公司数据，西南证券研发中心

图 8 铁路货运与临港物流业务盈利情况



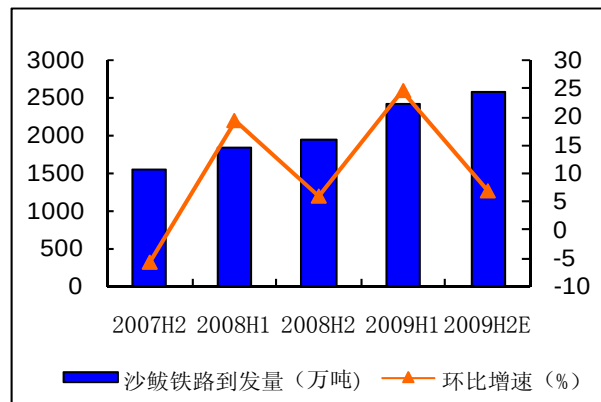
资料来源：公司数据，西南证券研发中心

图 9 沙鲮铁路历年到发量及同比增速



资料来源：公司数据，西南证券研发中心

图 10 沙鲮铁路到发量及环比增速



资料来源：公司数据，西南证券研发中心

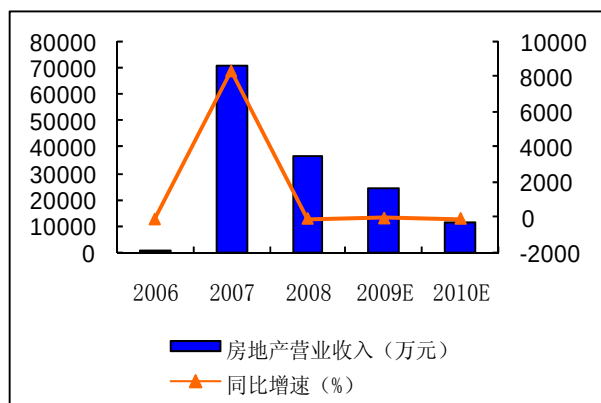
4. 房地产业务暂无后续开发项目

房地产业务 07 年和 08 年对公司利润贡献较大，分别为 38.7%和 22.1%。目前公司房地产业务为“动力院景”项目，总面积 28.8 万平米，“动力院景”项目共分为三期，一期和二期均已于 2007 年销售完毕，第三期项目在 09 年上半年有部分房屋确认销售收入及成本，对公司利润贡献为 4.9%，出现较明显的下降。

预计今年四季度公司销售 80 套，按房屋每平米均价 6500 元计算，全年房地产收入将达到 2.41 亿元，贡献营业利润 4820 万元。截至目前为止，还剩余 100 多套大户型未售，面积为 142 平和 145 平米，若全部房产于 10 年全部售罄，预计将给公司带来 1.13 亿元的销售收入，贡献营业利润 2262 万元。

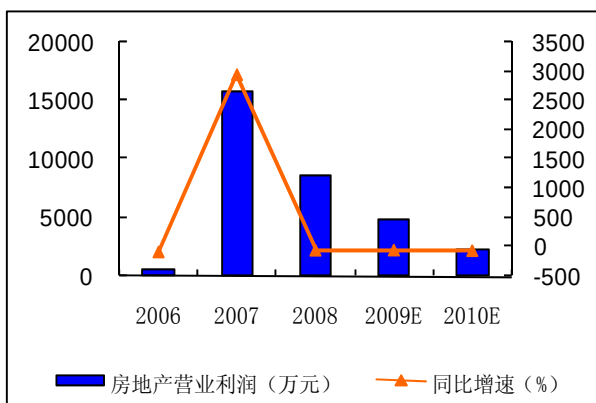
公司暂无后续开发项目，预计房地产业务未来几年不会大幅增长，这将对公司 2011 年后的业绩增长带来不利影响。

图 11 房地产业务收入情况



资料来源：公司数据，西南证券研发中心

图 12 房地产业务盈利情况



资料来源：公司数据，西南证券研发中心

5. 盈利预测与价值评估

尽管我国铁路冷藏箱业务市场前景广阔，但因为尚处于起步阶段，还未形成稳定、规模以上的客户资源，目前缺乏相关数据支撑我们对公司未来冷藏箱业绩的预测，因此暂时不考虑冷藏箱的收益。我们估算 09 年、10 年和 11 年营业收入分别为 159,061 万元, 165,675 万元, 165,888 万元，净利润分别为 36,738 万元, 38,796 万元, 40,193 万元，则 09 年、10 年和 11 年每股收益分别为 0.36 元, 0.39 元和 0.40 元。2010 年 1 月 4 日收盘价为 11.18 元，在不考虑冷藏箱和化工箱业务的前提下，对应 09 年、10 年和 11 年动态市盈率为 31 倍、29 倍和 28 倍，给予铁龙物流“中性”评级。我们会密切关注公司冷藏箱业务发展情况，如果盈利状况明显超出我们预期，我们将及时上调评级。

表 2 铁龙物流盈利预测

单位：万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	157982	152262	159061	165675	165888
营业收入增长	92.73%	-3.62%	4.47%	4.16%	0.13%
主营业务毛利率	36.06%	34.65%	37.45%	37.60%	38.00%
二、营业总成本	117650	113707	110780	114809	113180
营业成本	101007	99500	99486	103377	102845
营业税金及附加	7172	5688	5249	5799	5806
期间费用	9528	8445	6044	5633	4529
其中：销售费用	3672	2910	2147	2220	2157
管理费用	4343	4699	4454	4904	4861
财务费用	1514	835	(557)	(1491)	(2488)
期间费用率	6.03%	5.55%	3.80%	3.60%	2.73%
资产减值损失	(57)	74	0	0	0
三、其它经营收益					
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	144	352	523	614	697

四、营业利润	40476	38907	48804	51479	53405
营业利润增长	70.02%	-3.88%	25.44%	5.48%	3.74%
营业利润率	25.62%	25.55%	30.68%	31.07%	32.19%
加：营业外收入	284	423	500	500	500
减：营业外支出	160	291	300	300	300
其中：非流动资产处置净损失	112	195	0	0	0
加：影响利润总额的其它项目	0	0	0	0	0
五、利润总额	40600	39038	49004	51679	53605
利润总额增长	70.43%	-3.85%	25.53%	5.46%	3.73%
减：所得税	12376	9499	12266	12884	13412
实际所得税率	30.48%	24.33%	25.03%	24.93%	25.02%
六、净利润	28224	29539	36738	38796	40193
净利润增长	55.37%	4.66%	24.37%	5.60%	3.60%
减：少数股东损益	84	80	99	105	109
归属母公司所有者净利润	28140	29459	36639	38691	40085
母公司净利润增长	55.23%	4.69%	24.37%	5.60%	3.60%
净利润率	17.87%	19.40%	23.10%	23.42%	24.23%
七、每股收益					
每股收益（元/股）	0.36	0.29	0.36	0.39	0.40
每股净资产（元/股）	2.58	2.44	2.82	2.97	3.01
净资产收益率	14.04%	12.02%	12.94%	12.97%	13.28%

资料来源：西南证券研发中心

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

免责声明

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。在任何情况下，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询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 4 层

邮编：100140

电话：（010）88092288-3507、3217

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>