

交通运输—铁路

报告原因: 调研

2010年5月10日

市场数据: 2010年5月10日

收盘价(元)	13.51
一年内最高/最低(元)	15.31/6.67
市净率	4.75
市盈率	34.41
流通A股市值(百万元)	9486

基础数据: 2010年3月31日

每股净资产(元)	2.84
资产负债率%	8.77
总股本/流通A股(百万)	1004/702
流通B股/H股(百万)	

相关研究

分析师: 曹玲燕

执笔人: 孟令茹

e-mail: menglingru@sxzq.com

联系人

焦春成

0351-8686990

sxzqyjfb@i618.com.cn

地址: 太原市府西街69号国贸中心A座28层

电话: 0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

铁龙物流

600125

增持

目前股价充分反应10年业绩增长预期, 特箱业务前景广阔

首次评级

公司研究/点评报告

盈利预测:

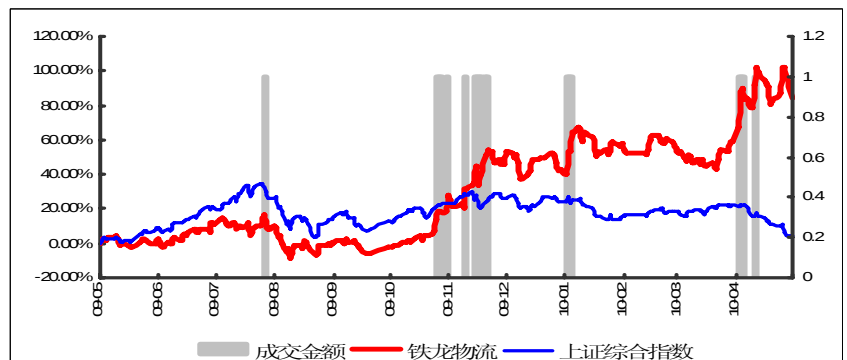
单位: 百万元、元、%、倍

	主营收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	主营利润率	净资产收益率	市盈率
2008A	1522.62	-3.62	294.59	4.69	0.29	25.55	12.02	46.11
2009A	1566.85	2.91	348.80	18.40	0.35	30.27	12.73	38.93
2010E	2100.05	34.03	499.93	43.33	0.50	32.16	15.42	27.16
2011E	2590.70	23.36	660.10	32.04	0.66	34.42	16.92	20.57

注: “市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点:

- 公司主营业务范围包括铁路特种集装箱业务、铁路货运及临港物流业务、铁路客运业务、房地产业务等, 是国内铁路系统中唯一从事铁路特种集装箱运输业务的经营主体。09年公司上述各项业务毛利润占毛利润总额比重分别为14.16%、48.93%、18.93%、17.63%、16.94%。
 - 以特箱业务为主体的现代物流业务是公司未来的主要发展方向。公司目前的特种箱业务收入包括特种箱使用费收入、线下物流收入和汽车箱租赁收入。其中, 特种箱使用费收入是指铁路货票中的集装箱使用费部分, 其中20%比重上交大股东中铁集运; 线下物流收入主要是指公司在提供门对门服务时产生的与特种箱相关的揽货和物流收入; 汽车箱租赁收入则是公司将汽车箱出租给中铁特货经营收取的租金。经过测算, 公司特箱使用费业务毛利率很低, 而线下物流业务收入则贡献了目前公司特箱业务收入的主要部分, 并且该部分收入是公司未来发展的重要方向, 也就是说公司通过特箱使用权的垄断优势进而随之获得特箱铁路运输线下物流业务的垄断优势; 为实现铁路商品车运输资源的优化整合, 避免铁路企业间的内部竞争, 增强铁路在乘用车运输市场的竞争力, 目前公司汽车集装箱运输业务全部
- 一年内公司股价与大盘对比走势:



请务必阅读正文之后的特别声明部分



与中铁特种货物运输有限责任公司合作经营，将汽车箱租赁给中铁特货公司，该项业务收入变动幅度不大。

- **冷藏箱和化工品箱是公司未来增长潜力最大的箱型，尽管试运行取得成功，但是仍需多项测试和检验。**随着铁路集装箱中心站建设得推进、路网建设的加快及箱型结构的改善，公司特种箱业务盈利能力将获得提升，其中公司冷藏箱和化工品箱未来盈利潜力最大，主要是基于以下两点理由：首先中国冷链是刚起步的新形物流领域，市场空间发展十分广阔，预计未来十年复合增长率将要超过 15%，而铁路集运又是未来中长途冷链的主要承担者（经过测算铁路运输的优势发生在 800 公里以上），预计到 2020 年，铁路冷藏箱运输的年运量将达到 3000 万吨、冷藏运输率达到 50%、市场份额提升到 20% 以上，十年复合增速高达 68%。其次是特箱专营垄断权占据优势，铁龙在铁路特种箱运输市场享有专营权，铁路特种集装箱的设计、采购、运营以及运输计划的申请必须经过铁道部批准，而公司大股东中铁集装箱运输有限责任公司是铁道部系统内唯一铁路集装箱承运人，在特殊情况下，公司还可以得到铁道部线路支援，而且这一优势在铁道部体制改革前能够保持；尽管该块市场逐步放开是必然趋势，但是从对欧美国家垄断专营权放开后垄断市场份额变化来看，预计铁龙特箱市场份额在放开后的一定时间内依然具有一定的垄断优势，预计市场份额依然达到 60% 以上，为此公司依然可以利用特种箱专营的垄断权优势大力发展线下物流服务。再次，未来物流节点建设逐步完善，利于促进冷链物流网络的加快发展。由于冷链质量的关键在于每个环节的衔接和全程监控、管理，18 个集装箱中心站将成为铁龙揽货和向线下业务延伸的重要据点，而已建及在建的 18 个在铁路集装箱中心站预计在 2011-2012 年将会逐步建成，届时逐步完成的冷链物流业务将成为公司新的重要的盈利增长点。
- **公司冷藏箱物流发展进度：2010-2011 年冷藏箱业务量和收入不作为公司发展的重要目标。**09 年 11 月公司实现了 100 只冷藏箱成功试运行，但是该类箱型还需经过夏季高温等各项指标的测试和检验，基于冷链物流与传统物流产品相比要求更高和更复杂的技术，同时每一个新产品从研发到培育以至于成熟均需要一个较长时期的过渡，所以冷链物流的业务量和收入并不作为公司 2010 年 2011 年的重点目标。随着冷藏箱运输业务逐步完善公司将会以全国 18 个集装箱中心站作为据点进一步延伸冷藏箱业务，即结合中国铁路物流建设情况，尝试铁路冷藏箱基地建设或绿色基地建设，力争建设每个基地 200 公里以内全方位物流配送系统。由此看出，自建冷库已经列入公司冷链发展的战略规划，短期内新型箱业务为公司创造可观的利润增长。
- **公司冷链物流业务运作模式及盈利进度预测。**公司认为除既有客户外，将直接与新的高端客户确定合作关系作为未来公司发展新型特箱业务的运作模式，



考虑冷库的投资及特种货的运输等因素,中铁集运体系内部不会出现其他经营冷链物流主体,由此推出在铁路体制改革前公司依然是中国国内特箱运营的唯一主体。对于公司冷链物流盈利进度,这里我们参考郑州铁路集装箱中心站发展的规划,郑州铁路集装箱中心站于 2010 年 4 月 28 日正式投入运营,目前该集装箱中心站业务比较单一,仅包括堆存仓储和装卸等线下物流收入,根据调研,该中心站认为 30 万 TEU 集装箱的吞吐量才能达到该货运中心站的盈亏平衡点,而达到这一目标计划需要 3 年时间。最近成都集装箱铁路中心站刚刚实现盈利,该中心站从建成投产到盈利也经过了 3 年时间,目前每天集装箱发送量在 400TEU 左右。即年发送量也要达到 15 万箱以上。由此我们可以初步得出,尽管铁路冷链发展空间广阔和发展前景向好,但是距离真正产生利润还有一段时间,这同时也解释了公司今年冷藏箱购买数量较少的原因,2010 年董事会仅通过购买 250 箱冷藏箱的购买计划。整体来看,公司目前特箱周转天数在 18 天左右,假定冷藏箱周转天数也基于上述指标,则 2010 年公司冷藏箱发送量预计完成 5000 箱,距离盈亏平衡点尚有较大差距。但是随着 4 月份郑州铁路集装箱中心站的投入运营,考虑目前各地铁路集装箱中心站建设进度,我们认为 2010 年全国将有 9 个中心站投入运营,2012 年全国 18 个铁路集装箱中心站将全部建成,届时为公司特箱业务发展提供了良好的运营环境。

- **沙鲅铁路二期工程扩能将进一步增强公司铁路货运及临港物流收入,短期内依然是贡献公司毛利润的重要业务。**随着沙鲅铁路 2008 年底扩能改造成功,在营口港货物吞吐量的快速增长背景下,公司铁路货运及临港物流收入 09 年大幅增加,09 年公司该项业务毛利润占毛利润总额迅速上升到 48.93%,成为贡献公司利润的重要组成部分,而 2007 年和 2008 年公司该项指标分别为 22.23%和 32.91%。随着运量已接近 5000 万吨的设计能力,董事会已经通过沙鲅铁路再次进行扩能改造的规划,计划于 2011 年底完成二期工程改造,预计运输能力将达到 8000 万吨以上。运能扩展和营口港区货物吞吐量的发展将进一步拉动沙鲅线货运及临港物流业务的增长,2010 年第 1 季度营口港区共完成货物吞吐量 5517.2 万吨,同比增长 29.3%。另外“辽宁五点一线”沿海经济带发展战略已经上升为国家发展战略,通过“以点连线、以线促带、以带兴面”的空间发展格局,辐射和带动距离海岸线 100 公里范围内的沿海经济带的发展,而基于营口港较好地理位置和基础设施建设良好等优势,加上与鞍钢华能的战略合作,预计未来 3-5 年营口港发展速度将会最快,继续支撑公司铁路货运及临港物流收入的快速增长。
- **房地产业务预计未来两年保持稳定增长。**2009 年,公司“动力院景”项目贡献房地产收入 2.50 亿元,预计 2010 年该项目依然会逐步确认收入 2 亿元左右,其中 1 季度已经确认收入 1 亿元;另外,公司 2010 年控股公司大连铁龙



房地产开发有限公司通过收购大连一家地产公司,新增一房地产项目即头道沟项目,该项目占地 4.02 万平米,建筑面积 8 万平米,土地成本为每平米 2750 元,计划总投资 5.4 亿元,2009 年 11 月开工,预计 2010 年底封顶,对公司 2011-2012 年的房地产业绩将会产生正面影响。

- **短期内铁路客运业务收入保持稳定。**目前公司与沈阳铁路局在大连-北京、沈阳、大庆等客运线路上合作经营优质优价旅客列车业务。04 年公司投资 2.6 亿元购置 59 辆 25T 型和 7 辆 25Z 型旅客列车,租赁给沈阳铁路局用于沈阳-广州间旅客运输,沈阳铁路局每年向公司支付租金 4072 万元。09 年该项毛利实现 1.05 亿元,占公司毛利润总额比重的 18.43%,由于该项业务未来不再继续拓展,近期将会保持小幅稳定增长。
- **盈利预测,给予公司“增持”评级。**基于上述分析,短期看 2010-2011 年临铁路货运及临港物流业务收入依然是贡献公司毛利润的重要部分,但是基于沙鲅铁路运能 09 年已经达到饱和状态,预计该项业务收入在 2010-2011 年增速呈现小幅递减态势,2011 年底随着二期工程改造完成运能随之释放,预计 2012 年该项业务收入将会快速增长。另外随着经济逐步恢复,09 年大幅下降的木材箱发送量在 10 年将会逐步得到恢复,加上 09 年底新购箱量增长,以及新增 250 个的冷藏箱量,预计 2010 年特箱发送量将会明显增加;假定 2010 年沙鲅铁路货运量完成 5500 万吨;简单测算,2010-2011 年公司营业收入分别达 21.00 亿元和 25.91 亿元,每股收益分别为 0.50 元和 0.66 元,按照今日股价,2010-2011 年 PE 分别为 27 倍和 21 倍。假定给予公司 2010 年 30 倍市盈率则公司股价在 15 元左右比较合适,目前股价位于 13.51 元,股价上涨空间不大。但是基于沙鲅铁路 2011 年后扩能改造完成后运能增幅 77.77%,全国铁路集装箱中心站 2012 年底全部完工,物流网络进一步改善,届时公司新型特箱盈利能力将会得到大幅增强。综合考虑目前公司股票价位及未来利润增长落实进度,给予公司“增持”评级,建议投资者长期关注。
- **投资风险。**未来特箱物流发展低于预期。

盈利预测表

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
一、营业总收入(万元)	157982.41	152261.51	156685.24	210005.00	259070.00
营业收入(万元)	157982.41	152261.51	156685.24	210005.00	259070.00
增长率: %	92.73%	-3.62%	2.91%	34.03%	23.36%
二、营业总成本(万元)	117649.89	113706.74	109948.95	143404.86	171065.46
营业成本(万元)	101006.65	99499.96	97791.12	126449.19	150292.89
营业毛利率: %	36.06%	34.65%	37.59%	39.79%	41.99%
营业税金及附加(万元)	7171.95	5687.76	5402.84	6611.40	8156.07
销售费用(万元)	3671.50	2910.37	2471.20	2892.14	3567.85
管理费用(万元)	4342.58	4699.08	4951.97	6742.12	8317.33
财务费用(万元)	1514.18	835.31	-592.46	710.01	731.31
资产减值损失(万元)	-56.98	74.26	-75.73	0.00	0.00
三、其他经营收益(万元)					
投资净收益(万元)	143.64	352.05	699.07	943.74	1179.68
其中: 对联营企业和合营企业的 投资收益(万元)	143.64	352.05	626.56		
四、营业利润(万元)	40476.16	38906.82	47435.36	67543.88	89184.22
加: 营业外收入(万元)	284.11	422.63	1885.31	0.00	0.00
减: 营业外支出(万元)	160.21	291.06	2195.76	0.00	0.00
五、利润总额(万元)	40600.05	39038.38	47124.90	67543.88	89184.22
减: 所得税(万元)	12376.11	9499.14	12126.66	17381.08	22949.79
六、净利润(万元)	28223.94	29539.24	34998.24	50162.80	66234.43
减: 少数股东损益(万元)	83.60	80.49	118.49	169.83	224.24
归属于母公司所有者的净利润(万 元)	28140.34	29458.75	34879.75	49992.97	66010.19
增长率: %	55.23%	4.69%	18.40%	43.33%	32.04%
七、每股收益:					
(一) 基本每股收益(元)	0.36	0.29	0.35	0.50	0.66
(二) 稀释每股收益(元)	0.36	0.29	0.35	0.50	0.66

资料来源: 公司资料 山西证券研究所



投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所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。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。