

铁龙物流 (600125.SH)

陆上运输行业

评级：买入 维持评级

公司研究

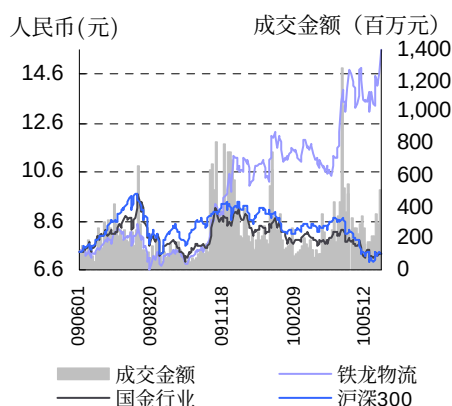
市价(人民币)：15.58 元

目标价(人民币)：18.13 元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	702.90
总市值(百万元)	15,646.18
年内股价最高最低(元)	15.58/6.60
沪深 300 指数	2850.30
上证指数	2655.77



铁路运能释放后，冷藏箱的高速成长可期

公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.293	0.347	0.473	0.538	0.735
每股净资产(元)	2.44	2.73	3.19	3.47	4.19
每股经营性现金流(元)	0.27	0.71	0.47	0.44	1.46
市盈率(倍)	19.06	31.70	32.91	28.97	21.19
行业优化市盈率(倍)	18.10	25.27	25.27	25.27	25.27
净利润增长率(%)	4.69%	18.40%	36.29%	13.60%	36.72%
净资产收益率(%)	12.02%	12.73%	14.83%	15.51%	17.54%
总股本(百万股)	1,004.25	1,004.25	1,004.25	1,004.25	1,004.25

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **铁路运能的释放前，冷藏箱不具备明显竞争优势。**在高铁建设推动客货分离释放现有铁路运能之前，由于运输优先度低而且经常需要中途重新编组，使得目前铁路冷藏箱在效率上远低于公路运输，这也导致成本也比较高昂，我们预计在运能释放之前铁路冷藏运输将处于培育期，冷藏箱的运输量和利润都难以释放。
- **但铁路运能的释放后，冷藏箱高增长可期。**但在运能释放之后，集装箱运输会产生大量点对点的需求，预计将大量开通集运的五定班列，集装箱的运输效率预计将有较大的提升，并将带动运输成本的较大下降，使得铁路冷藏箱运输在门到门服务、运输品质、运输成本等方面的拥有较大竞争优势，而冷链物流具有巨大的发展空间，我们预计公司冷藏箱运输将在 2012 年后迎来高速增长。
- **冷藏箱运输将能够获取较高的毛利率水平。**其全程物流的运营模式，可以获得对标公路冷链运输的高定价水平，并享受铁路运输的低运营成本，我们预计其毛利率将达到 30% 左右，冷藏运输将带动公司业绩快速增长。
- **现有业务将保持稳定增长。**受到木材箱运量恢复以及化工箱等新箱型市场开发顺利的推动，其他特箱预计在未来三年中保持 10% 以上增速，沙鲛线运量也将保持稳定增长，从而使公司近两年业绩保持稳定增长。
- **资产注入预期依然存在。**大股东中铁集运拥有较多的可注入资产，加上其未来 5 年内预计将有超过 250 亿元的投资需求，因此其借助资本市场的进行融资的需求预计将较为强烈。我们预计待普箱资产盈利能力提升后，资产注入可能性将大幅增加。

投资建议

- 我们认为铁路冷藏箱业务在 2012 年铁路运能释放后将出现爆发式增长，预计公司 2010 年到 2012 年的 EPS 分别是 0.473, 0.538 以及 0.735 元，我们首次给予买入的投资评级。

估值

- 根据相对和绝对估值法，合理价格水平为 17.65-18.13 元。

风险

- 铁路特种箱运量低于预期，高铁贯通后现有铁路客运停运比例低于预期。

黄金香 联系人
 (8621)61038325
 huangjx@gjzq.com.cn

李莉芳 分析师 SAC 执业编号：S1130206080206

内容目录

2012 年高铁带来的运能释放将带动铁路集装箱行业的爆发式增长 ...	5
我国集装箱化率远低于欧美国家水平	5
高铁建成后客货分线将释放铁路集装箱运输能力	6
铁路集装箱设施大幅改善为集装箱运量提升提供基础	6
2012 年以后铁路集装箱运输行业将迎来爆发式增长	7
2012 年后公司冷藏箱同样将迎来快速增长	8
铁路冷藏箱将是公司未来的发展重点和主要看点	8
铁路冷链物流市场空间广阔	8
铁路冷藏箱的竞争优势取决于铁路运能释放	10
铁龙物流将保持铁路冷藏物流的市场主导地位	12
对标公路的高定价和低铁路运输成本将确保公司的高毛利水平	13
盈利预测：2012 年后迎来高速增长	15
其他特种箱业务：稳定增长	15
化工箱：值得长期看好	16
水泥罐箱：继续增长的空间不大	17
轻油罐箱：稳定增长是主基调	18
干散货箱：既有业务较好，新业务值得期待	19
木材箱：俄罗斯木材进口回暖提升 10 年运量	19
汽车箱：稳定的租金收入	20
盈利预测：5 年中将保持稳定增长	20
铁路货运和临港物流	21
依靠营口港的沙鲅线的运量将稳步上升	21
临港物流和运贸一体化业务增厚业绩	22
盈利预测	22
客运、房地产以及其他	23
整体盈利预测	24
资产注入预期	25
大规模铁路集装箱建设将产生巨额融资需求	25
资产注入的时间点	25
相对估值	25
绝对估值	27
附录——公司简介	27
历史沿革	27
股东情况	28
附录：三张报表预测摘要	29

图表目录

图表 1：中国铁路集装箱化率仅有 2.5%.....	5
图表 2：美国铁路集装箱化率高达 35%.....	5
图表 3：铁路里程增速非常缓慢	5
图表 4：中国铁路货运密度大于其他国家	5
图表 5：高铁建成将释放部分繁忙路段的运力	6
图表 6：列车运行对数	6
图表 7：各年度运能释放进度	6
图表 8：运能释放与高铁新通车里程	6
图表 9：18 个铁路集装箱中心站	7
图表 10：铁路集装箱运输量数据及预测.....	8
图表 11：铁路集装箱运输的增长率预测.....	8
图表 12：国内水果产量稳步提升	9
图表 13：国内乳制品产量稳步提升	9
图表 14：国内冷库保有量相比世界较低.....	9
图表 15：铁龙物流“门到门”的运输流程	10
图表 16：三种冷链服务模式对比	12
图表 17：铁路冷藏箱相比其他运输方式占优.....	12
图表 18：特种集装箱收入的分配	14
图表 19：冷藏箱的盈利预测-到 2020 年.....	15
图表 20：截止 2009 年末公司特种集装箱保有量.....	16
图表 21：特种箱业务收入与毛利水平	16
图表 22：2000 年以来乙烯产量大幅增长	17
图表 23：2000 年以来化学工业收入持续增长	17
图表 24：南昌-福州之间水泥价差	18
图表 25：成都-重庆之间水泥价差	18
图表 26：2009 年以来国内润滑油产量稳步提高	19
图表 27：2009 年以来国内食用油产量稳步提高	19
图表 28：俄罗斯进口木材依然没有起色.....	20
图表 29：国内家具产量较好	20
图表 30：其他特箱盈利预测-到 2015 年.....	21
图表 31：营口港区区位图	21
图表 32：营口港吞吐量与沙鲮线货运量	21
图表 33：铁路货运和临港物流盈利预测.....	22
图表 34：房地产业务收入与毛利水平	23
图表 35：头道沟项目选址	23
图表 36：客运、房地产和其他业务盈利预测.....	24

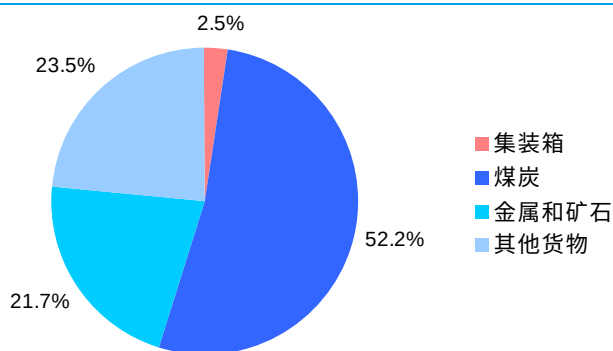
图表 37：公司各项业务及整体盈利预测.....	24
图表 38：键入图表的标题 XXXX.....	26
图表 39：分部估值	26
图表 40：国际和国内铁路股估值表	27
图表 41：公司整体绝对估值.....	27
图表 42：铁龙物流实际控制人与产权关系	28

2012 年高铁带来的运能释放将带动铁路集装箱行业的爆发式增长

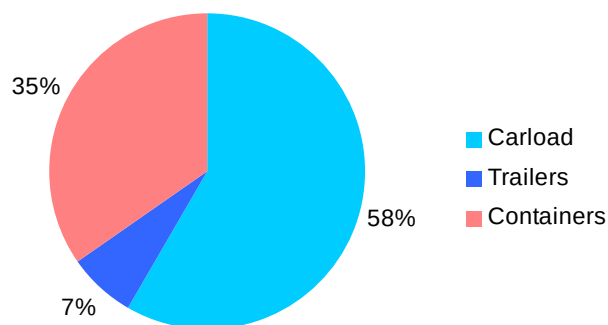
我国集装箱化率远低于欧美国家水平

- 集装箱运输是一种便捷、高效的运输方式，其货损少、高效率的优点使得其广泛应用于各类商品的运输中。
- 目前我国集装箱运输占铁路运输的比重（集装箱化率）仅有 2.5%，而欧美地区的集装箱化率普遍在 30%以上。其原因主要由以下两个方面：

图表1：中国铁路集装箱化率仅有 2.5%



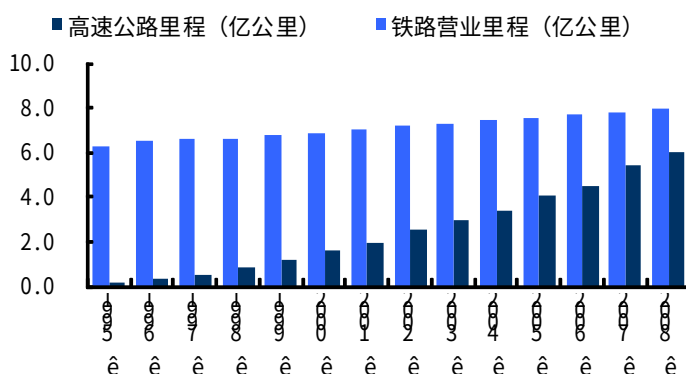
图表2：美国铁路集装箱化率高达 35%



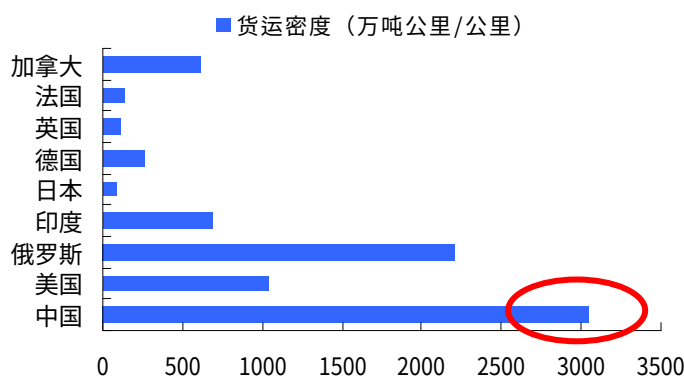
来源：国金证券研究所

- 首先，在铁路过去僵化地投融资体制下，铁路基础设施建设的投资不足，无法满足货运需求的快速增长，导致铁路运能长期处于超饱和状态。从衡量铁路运输繁忙程度的指标来看，中国铁路货运密度（货物周转量/铁路长度）为 3100 万吨公里/公里，远高于欧美国家，显示出国内铁路运能的紧张局面。而有限的运能需要优先保证客运需求的增长，其次是要保障诸如煤炭、石油等战略性物资的运输安全，尽可能满足这类货物的运输，从而极大地压制了适箱非战略性物资的运输需求。

图表3：铁路里程增速非常缓慢



图表4：中国铁路货运密度大于其他国家



来源：国金证券研究所

- 其次，集装箱率较低除了铁路运能限制之外，铁路集装箱运输基础设施投资长期滞后，设施和操作也没有实现标准化，这也导致很多适箱货物被迫采用以铁路整车或零担的方式运输，据了解，目前铁路承运的货物约有 10%是适用于集装箱运输的。

高铁建成后客货分线将释放铁路集装箱运输能力

- 2012 年高速铁路网建成后，铁路将逐步实行客货分线，高速铁路网和城际铁路为客运专线，现有铁路将由原来的客货混运格局逐步转为货运专线，这将极大地释放铁路的货运能力。
 - 根据铁道部规划的“四横四纵”高速铁路网，高铁大多与既有线路重合，分别是京沪高铁、京广深高铁、京哈高铁、沪昆高铁和徐兰客专，预计这些线路将逐步实行客货分线运输。
 - 根据我们在《高速铁路对交通运输格局的影响分析》的报告中所述的，未来在高铁建成后，将会对现有线路货运运能释放幅度将达到 80%-200%。而对铁路行业整体的货运能力释放将达到 10%。
 - 在铁路货运能力释放后，我们认为受压抑最严重的需求将获得更大的爆发力，即铁路集装箱运输具备了爆发式增长的运能空间。

图表5：高铁建成将释放部分繁忙路段的运力

高速铁路或客运专线	路段	释放现有铁路
京沪高铁	北京—上海	京沪线
京广深高铁	北京—武汉—广州—深圳	京广线
京哈高铁（含哈大线）	北京—沈阳—哈尔滨（含大连—哈尔滨）	京哈线
徐兰客专	徐州—郑州—兰州	陇海线
沪昆高铁	上海—长沙—昆明	沪昆线
太青客专	青岛—石家庄—太原	胶济线
沪汉蓉高铁	上海—武汉—成都	襄渝线、宝成线、陇海线

来源：国金证券研究所

图表6：列车运行对数

	动车停运对数	特快停运对数	普快停运对数	折合货车数	释放运力	释放比例
京广线	15	20	10	90	8,213	117%
京沪线	35	10	10	110	10,038	201%
陇海线	10	20	15	90	8,213	117%
沪昆线	5	10	20	70	6,388	80%
哈大线	10	10	10	60	5,475	183%

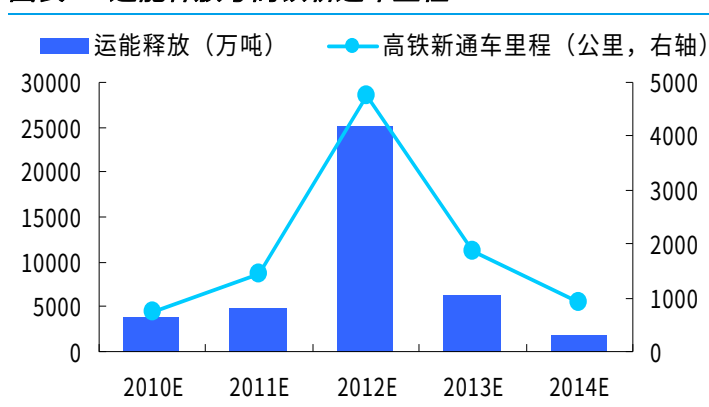
来源：国金证券研究所

图表7：各年度运能释放进度

	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
京广线	1,700	0	6,570	1,643	0
京沪线	1,500	3,500	4,030	1,008	0
陇海线	0	0	6,570	1,643	0
沪昆线	600	1,400	3,510	878	2,000
哈大线	0	0	4,380	1,095	0
运能释放(万吨)	3,800	4,900	25,060	6,265	2,000
运能释放比率	12.7%	16.3%	83.5%	20.9%	6.7%

来源：国金证券研究所

图表8：运能释放与高铁新通车里程



铁路集装箱设施大幅改善为集装箱运量提升提供基础

- 除了铁路运能存在较多的限制，铁路集装箱基础设施建设长期滞后，也是导致铁路集装箱运输发展缓慢的另一个重要原因。

- **办理站集装箱专用设备不足。**目前全路共有超过 600 个大大小小的集装箱办理站，平均两个办理站之间的间隔仅为 50 公里。办理站设置过密，而绝大多数办理站的集装箱处理量较少，没有配备集装箱专用设备，从而导致了这些站点大量使用非专用设备进行集装箱装卸作业，进而形成箱损、货损等的发生，从而导致集装箱运输发展缓慢。
- **集装箱专用设备不足。**集装箱专用平车保有量在 7000 辆左右，远远不能满足目前铁路集装箱运输需求。
- **而铁路集装箱中心站的建设将使集装箱化率大幅提升具备了操作条件。**我们可以明显注意到铁路集装箱中心站建设和高铁建设区域和进度高度相关，同样是着眼于高铁建设对现有铁路货运能力的释放。
- **我国正在规划中的 18 个铁路集装箱中心站，其地点分别昆明、重庆、郑州、大连、成都、青岛、西安、武汉、上海、天津、哈尔滨、宁波、深圳、兰州、北京、沈阳、广州、乌鲁木齐。**目前已经建成 5 个，其余都将在 2012 年前建成。
- **这与高铁建设的步伐高度吻合，首先，除乌鲁木齐外，其余集装箱中心站均分布于高铁沿线上，而且和高铁的主要枢纽高度重合；其次，建成时间和高铁形成贯通的时间基本一致，均是 2012 年。**
-

图表9：18 个铁路集装箱中心站



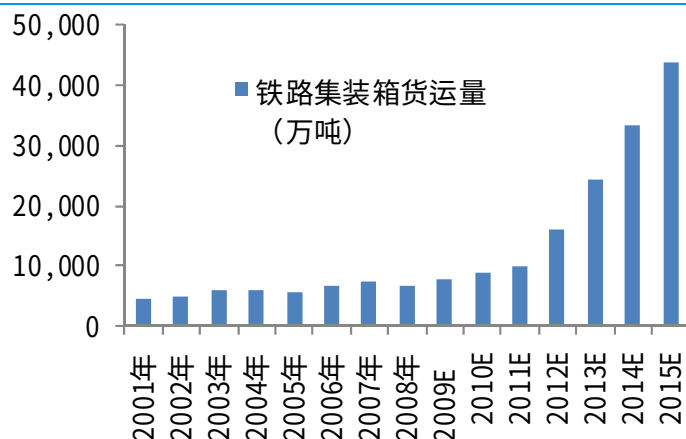
来源：国金证券研究所

2012 年以后铁路集装箱运输行业将迎来爆发式增长

- **从适箱货物的来源看，我们认为主要来自三方面，这也保障了铁路集装箱运输具有巨大的需求空间。**
 - **首先是目前铁路承运的货物约有 10%是适用于集装箱运输的，但集装箱化率才 2.5%，这部分货物预计将逐步使用集装箱运输；**
 - **其次，原本应该走铁路的货物不得不去寻找成本更高的公路货运，因此与高铁线路重合的部分长途公路货物运输预计将逐步由铁路替代。**

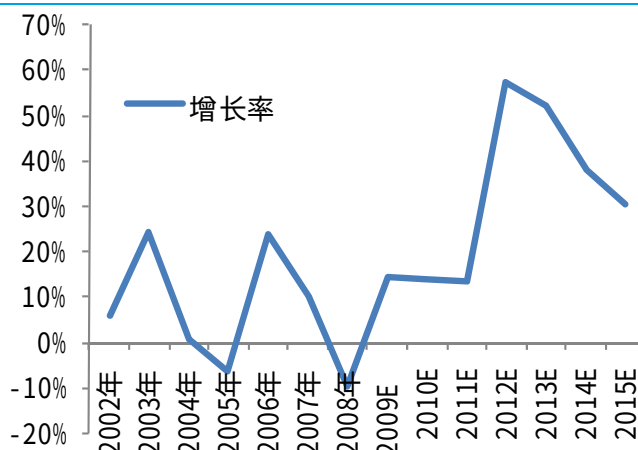
- ◆ 最后，随着我国产业升级将使制造业逐步向内陆推进，这也将产生更多的适箱货物，并且叠加海铁联运的推进，新增适箱货物也将快速增长。
- 我们认为铁路集装箱运输在 2012 年前将温和增长，但 2012 年之后随着高铁对现有铁路运能的释放以及 18 个集装箱中心站的建成，铁路集装箱将有望迎来爆发式增长，我们预计铁路的集装箱化率将从今年的 2.5% 逐步提升到 2015 年 10% 左右，到 2020 年有望达到 20% 以上，这将带来铁路集装箱运输的一个爆发式的增长，我们预计 2012 年-2020 年的年复合增长率有望达到 20%-30%。

图表10：铁路集装箱运输量数据及预测



来源：国金证券研究所

图表11：铁路集装箱运输的增长率预测



2012 年后公司冷藏箱同样将迎来快速增长

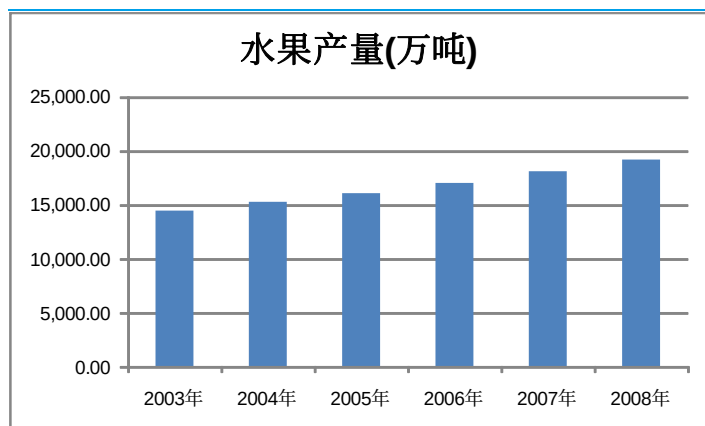
铁路冷藏箱将是公司未来的发展重点和主要看点

- 冷藏集装箱是近几年来公司所重点研发的新箱型，也是未来几年重点发展的高端特箱。目前，首批 45 英尺冷藏集装箱已经于 2009 年 11 月试运行成功，截止 2009 年底已有 100 个冷藏箱投放上线运营按照公司计划，今年将会继续增加投放 400 箱，总箱量将至 500 箱。
- 在高铁和十八个铁路集装箱中心站的建成后，铁路集装箱（包括冷藏箱等特种箱）具备了爆发式增长的运能空间和基础设施能力，但公司冷藏箱的发展前景和盈利前景如何，我们认为主要需要回答四个问题，第一、冷链市场是否有足够大的市场容量和增长空间；第二，铁路冷藏箱运输相对于目前的机保车和公路冷藏运输是否有足够的竞争优势；第三，铁龙物流能否保证其在铁路冷藏箱运输方面的市场主导地位；第四，铁路冷藏箱的利润空间有多大。这四个因素将决定公司在未来的成长性和盈利能力。

铁路冷链物流市场空间广阔

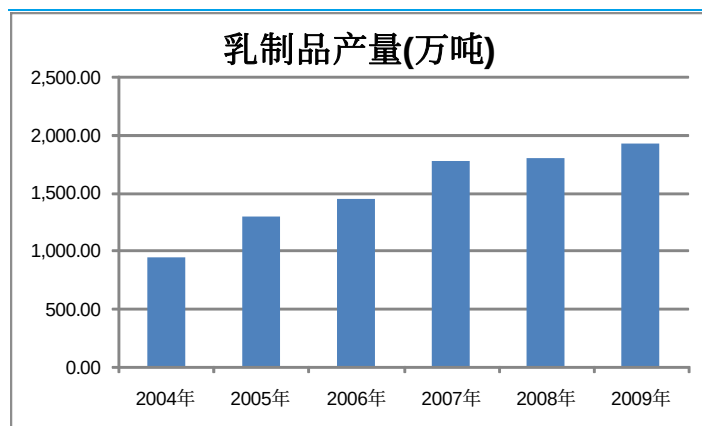
- 冷链物流是指易腐或冷冻物品在加工、贮藏、运输到分配流通各个环节和过程中，均处于低温状态，保证物品品质的物流形式。
- 目前，每年的冷鲜易腐货物产量约为 10 亿吨左右，包括蔬菜、水果、冻肉、海鲜、速冻食品以及乳制品等，随着国内居民消费能力的提高、生活节奏的加快，居民对冷冻食品的消费将会进一步提高，我们保守估计增长率将达到 7% 左右，预计到 2020 年，国内需要进行冷链物流保障的易腐货物和冷冻货物将达到 15 亿吨。

图表12：国内水果产量稳步提升



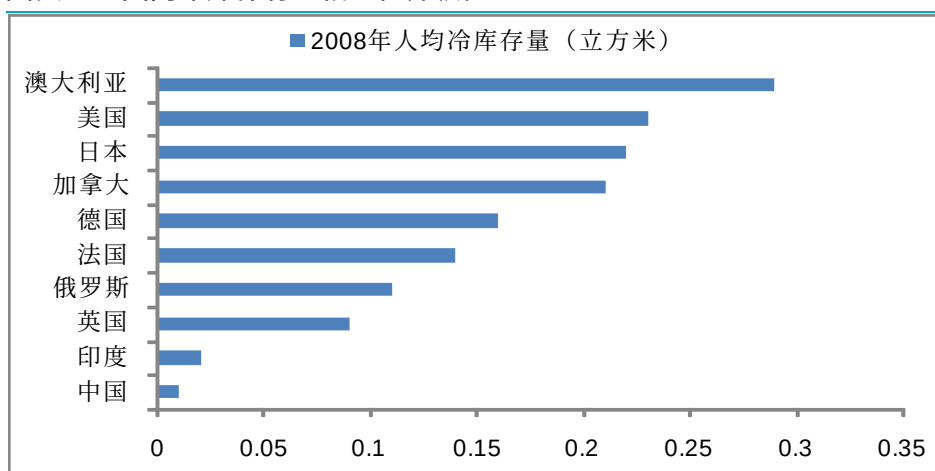
来源：Wind，国金证券研究所

图表13：国内乳制品产量稳步提升



- 目前，冷链运输占比仅为 10%左右，也就是说仅有 1 亿吨的冷鲜易腐货物得到了冷链物流的运输服务，其余 9 亿吨冷鲜易腐货物没有得到冷链服务。而目前国外冷链运输占比为约在 60-70%之间，国内冷链服务提升的空间巨大。
 - 在非冷链的运输条件下，蔬菜的平均损耗为 20%左右，冷链运输平均损耗率仅为 1%，大幅度地提高了运输效率和运输品质。
 - 长期对冷链物流重要性的忽视、包括冷库在内的冷链设备落后、冷藏车等保有量较低、以及国内冷链行业协会和规范性的行业标准缺失都在制约国内冷链物流的发展。

图表14：国内冷库保有量相比世界较低



来源：国金证券研究所

- 我们认为未来冷链物流最大的增长点是**冷链物流运输率的提升**，我们认为居民对食品品质要求的提升以及食品企业对质量要求的日益提高都将使得冷链物流的比重将得以较快上升。
- 我们预计到 2020 年，我国人均 GDP 有望达到 1 万美元左右，对生活品质要求的提升将使冷链物流运输率有望达到目前欧美发达国家一半的水平，即为 30%左右，从而使得冷链物流运输市场规模达到目前的 4-5 倍，也就是 4 亿吨到 5 亿吨，冷链物流发展空间非常巨大。
- 中长途冷链运输市场的测算。在所有短中长途的冷链运输市场中，只有长途市场才是铁路真正值得争取的市场。由于目前难以找到冷链物流中中长

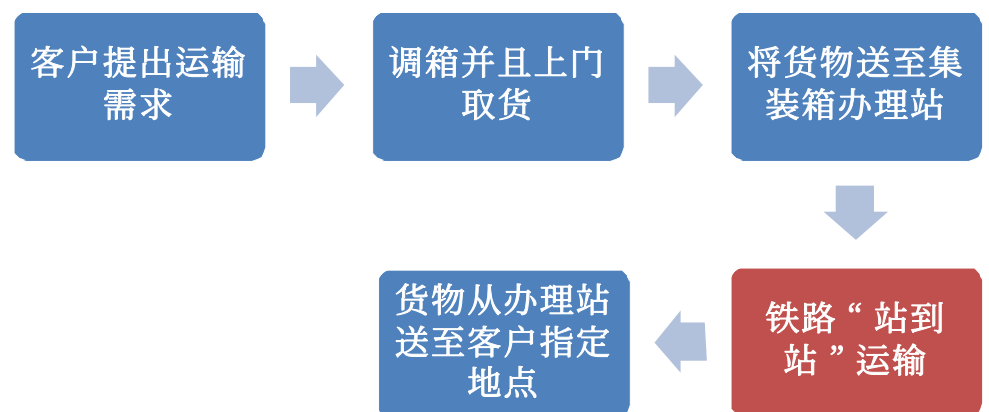
途货运占整体运输量的比重，我们只能通过测算普通货物运输中长途运输占比，来大致推算出冷链市场中的长途冷链运输市场的规模。

- 目前的公路铁路运输格局。根据 2008 年统计局公布的数据，我们以公路铁路的陆地运输总货量作为基数，由于铁路货运的平均运距为 750 公里，基本上可以认为是长途货运，而公路上超过 400 公里的中长途货运占公路运输的货运比例为 12%。这两部分累计可以认为是长途陆路货运量。
- 根据 2008 年统计数据，铁路货量为 33 亿吨，公路货量为 191 亿吨，据此测算，中长途货运占整体货运的比重为 25%左右。据此我们假设冷链运输在长途与短途之间的比例也基本保持在 25%左右。
- 按照前面的分析，2020 年冷链物流市场的市场容量为 4-5 亿吨，则中长途冷链运输市场的容量在 1 亿吨-1.25 亿吨左右。

铁路冷藏箱的竞争优势取决于铁路运能释放

- 在目前的冷链物流中，公路运输占据了绝大多数市场份额，而**铁路冷链物流在所有冷链物流中只占有 5%左右的市场份额。**
 - 目前铁路冷藏运输主要由中铁特货的机保车运输，机保车是由铁路列车机头直接给冷藏车厢制冷的铁路特种运输方式。
 - 2007 年底中铁特货机保车保有量 2500 辆左右，年发车数 4.5 万车，年运量约 500 万吨。
 - 这种方式无法提供门到门的服务，即在两端车站要重新进行装卸，并且制冷效果比较差，机保车除了成本优势外，整体竞争优势低于公路冷藏运输，这也导致铁路冷链运输**在竞争中节节败退，目前 5%左右的市场份额与 90 年代 50%的市场份额相去甚远。**
- 与机保车“站到站”的服务不同，铁龙物流铁路冷藏箱的经营模式是“门到门”的冷藏箱运输。客户只需向铁龙物流提出运输需求，由铁龙物流或其合作方上门取货，通过中铁集运承运的铁路运输，最后再由铁龙物流或其合作方送至客户指定地点。

图表15：铁龙物流“门到门”的运输流程



来源：国金证券研究所

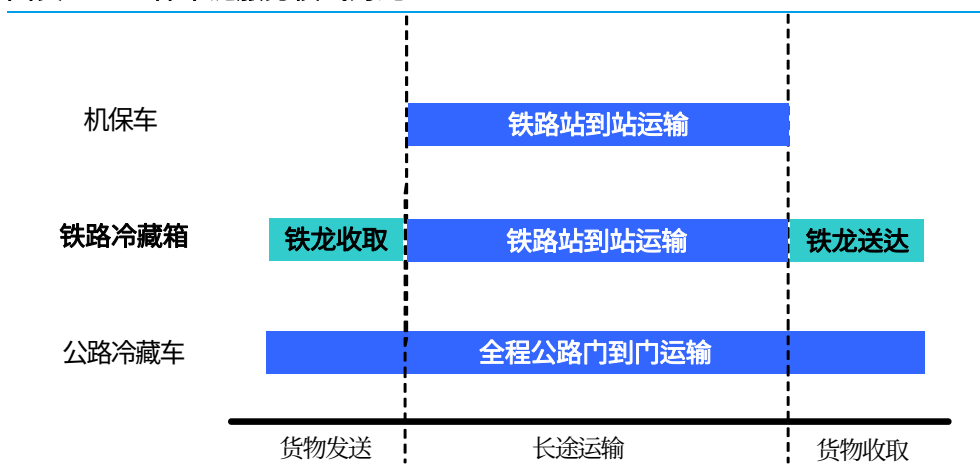
- 目前铁路冷藏箱最主要的竞争对手为铁路机保车和公路冷藏车。公路运输与铁路运输在不同运距下存在较多的不同，在短途冷链运输中，公路冷链运输相比铁路更有优势；但在中长途冷链运输上，铁路将更具竞争优势，

而且随着运距的拉长，竞争优势越大。我们下面主要讨论铁路冷藏箱在中长途冷链运输市场的竞争优势。

- **事实上，我们认为在高铁贯通效应以及铁路集装箱中心站建设之前，铁路冷藏箱运输相对于公路和机保车将不具备竞争优势，这将在 2012 年前限制公司冷箱的发展：**
 - 在目前铁路运能紧张的情况下，铁路集装箱运输优先度低，而且由于目前的运输集装箱运量较小，组织调度能力不足，导致点对点的需求不足，往往需要在中途进行重新编组，这样导致目前我国集装箱运输的效率很低。
 - 以目前的运输效率，铁路冷藏箱运输所需要的时间将达到公路运输的 4 倍左右，即公路运输正常 2 天可到达，而铁路需要 8 天左右，由于很多冷链食品相对普通货物的附加值较高，货主对时间效率的要求也比较高，因此在时间效率上，目前铁路冷藏箱运输不具有竞争优势。
 - 而且由于运输时间长，制冷成本也较高，再加上目前没有规模效益，导致固定成本以及两端物流成本也比较高，这导致目前在成本上也不具有特别大的优势，目前公司铁路冷藏箱运输的定价甚至略高于公路冷藏运输的定价。
 - 因此，我们预计在 2012 年铁路运能大规模释放之前，铁路冷藏箱运输并没有足够的竞争优势，运量也难以大幅增长，今明两年仍将处于市场培育期。
- 我们接下来重点讨论在铁路运能释放之后，铁路冷藏箱在整个冷链市场中的竞争优势。在竞争市场中，企业和产品所拥有的核心竞争力是企业赖以生存以及长远发展的重要保障。对于货运，货主最为关心的问题无非就是运输成本、运输时间以及运输品质，而这几项也就是货主在众多物流产品提供商中选择的依据。我们对上述三种冷链运输的方式从运输服务、时间、价格以及运输品质上进行对比。
 - **从提供的运输服务看。**铁路冷藏箱通过公铁联运的方式提供全程“门到门”冷链运输服务。在“门到门”的服务品质下，货主无需关心货物运输的途径，从而能够节约较多的时间成本。铁路机保车只能提供“站到站”的冷链运输服务，两端线下物流尚未涉及，货主需要自行到场站中的冷库或社会冷库取货。公路冷藏车提供的是全程“门到门”冷链服务。
 - **从运输时间看。**随着 2012 年铁路运能的大幅释放，时速 160 公里的五定集装箱班列开行，五定班列的开行，一方面将使运输过程将得到保障，不需要经常停靠让道，运输时间大幅缩短，同时，点对点需求的大幅增加，铁路集装箱运输也不需大量重新编组，这将铁路货运效率将显著提升，从而使得铁路集装箱的运输时间大幅缩短，在一些中长途运输上将达到甚至低于公路货物运输时间。
 - **从运输品质看。**铁路冷藏箱的运输品质在各种冷链运输途径中是最佳的。冷藏箱运用美国最先进的大冷王以及开利的冷机，加上高端 IT 技术和传感网技术，使得冷藏箱能够实现在途全程监控、特别是能对回风和送风温度进行监测、实现全程零下 20 度以下的温控。机保车的运输品质则稍逊一筹。从机保车货物卸车进冷库的操作时间较长，致使冷冻货物发生变质以及融化的现象时有发生，降低了机保车整体运输品质。从目前的现状而言，公路冷藏车的运输品质是三者最差的：一部分公路冷藏车司机为了节约成本，在运输途中关闭冷机或提高温度，在接近终点时再迅速制冷。这使得公路冷链运输品质得不到保证。
 - **从成本来看。**中长运距下铁路运输相比公路之间拥有较大的优势，而对于冷链物流这一类对价格比较敏感的服务中，价格是竞争的首要因素。从一组数据上来看，铁路机保车，整编 4 列 184 吨货物从郑州东站出发到昆明东站，铁路运费（不包括两端物流费用）为 7.2 万元左右，加上两端物流和冷库仓储费用预计在 9 万左右，折合单位运价为

0.20 元/吨公里。铁路集装箱的话，据了解郑州-上海试运行价格在 9000 左右，折合单位运价在 0.35 元/吨公里。公路冷藏运输单价普遍在 0.35 元/吨公里-0.40 元/吨公里左右。

图表16：三种冷链服务模式对比



来源：国金证券研究所

图表17：铁路冷藏箱相比其他运输方式占优

	时间	费用	运输品质	服务
机保车	长	一般	较好	站到站
铁路冷藏箱	较短	一般	好	门到门
公路冷藏车	较短	高	一般	门到门

来源：国金证券研究所

- 综合上述，铁路冷藏箱的竞争优势取决于铁路运能释放而带来的运输效率的大幅提升。一旦 2012 年铁路货运运能打开，18 个铁路中心站建成后冷藏箱基础设施大幅改善，铁路冷藏箱在中长途冷链运输市场中具有较强的市场竞争力，未来能够较多的吸引机保车的货物以及公路货运回流。
 - 在运能释放后，铁道部将大力度地支持铁路冷链物流的发展，而冷藏箱相比机保车来说拥有较多的竞争优势，故而在未来 5 年内替代机保车成为铁路冷链物流主要运输工具是大概率事件。
 - 我们认为四横四纵沿线的长距离公路冷藏运输业也将逐步被铁路冷藏箱运输所替代。
 - 鉴于铁路冷藏箱较大的竞争优势，我们预计铁路冷藏箱未来在中长途冷链运输中的市场份额将达到 50%左右（略低于目前中长途货运中铁路的市场份额），从而使得 2020 年运量将到达 5000 万吨左右。

铁龙物流将保持铁路冷藏物流的市场主导地位

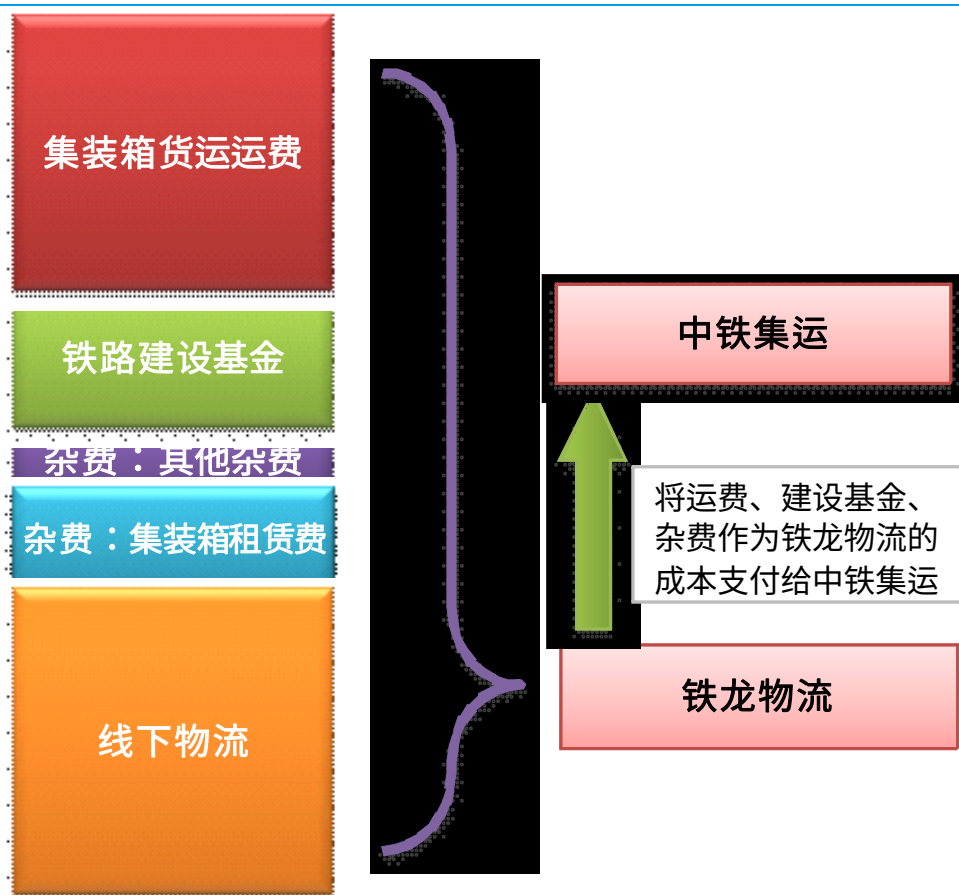
- 铁路冷链运输未来具有非常大的增长空间，我们认为铁龙物流将有望成为这个市场的主导者，铁龙将有望保持铁路线上特种集装箱运输的独家经营权。
 - ◆ 根据集装箱不同的所有权，线上运营的所有集装箱分为国铁箱与企业自备箱。其中，国铁箱是由中铁集运或铁龙物流拥有的；企业自备箱则是货主拥有或租赁的。

- ◆ 目前铁道部允许自备箱上线运输仅限于普通集装箱，而对于特种箱，由于安全因素等原因，尚未放开自备箱上线。
- ◆ 根据 2006 年铁龙物流收购母公司——中铁集运**特种箱资产**时与其达成的协议，**铁龙物流拥有特种集装箱在线上的独家经营权**。
- 我们认为，铁龙物流所拥有的特种集装箱独家经营权，对于提升其本身的竞争力起着关键作用。特别是在未来冷藏箱替代机保车后，冷藏箱将会成为铁路冷藏运输唯一方式，在铁路中长途冷链运输市场中将有拥有垄断局面，届时优势会显现更为明显。
- 对于特种集装箱独家经营权未来是否可能会出现改变。我们认为，在铁道部整体改革前出现改变的可能性较小，而且我们认为即使改革后名义上失去独家经营权，铁龙物流也将依靠大股东中铁集运在铁路集装箱中心站以及线上运输的地位，从而获取市场主导地位。

对标公路的高定价和低铁路运输成本将确保公司的高毛利水平

- **铁龙物流与中铁集运在冷藏箱运输中的分工。**与铁路承运人的角色不同，铁龙物流在铁路集装箱运输中所扮演的角色是集装箱租赁和全程物流服务提供商。
 - 铁龙物流拥有特种集装箱的所有权，但并不直接进行线上经营，所有特种集装箱的运输都必须通过拥有铁路承运人资格的中铁集运来开展。
 - 如果仅是集装箱租赁业务，业务模式则是公司直接将特种集装箱租赁给中铁集运运营，在铁路特种集装箱整个运输过程中，中铁集运负责组织、开展铁路运输等等；公司则负责集装箱的维修以及新箱型的研发和市场开发。公司只收取集装箱租赁费。
 - 如果是全程物流的服务提供商，则是由公司直接面对客户，公司直接向客户收费，并向中铁集运及其他支付线上运费，即铁路线上收费变成公司的成本。
- **冷藏箱集装箱运输收入的分配。**特种集装箱“门到门”运输的收入是对标如公路冷藏箱等竞争对手的收入，由铁龙物流打包向货主收取（即不向货主进行分项收费），实际上，如果进一步细分主要包括以下四个部分：铁路运费、杂费（其中包括集装箱租赁费）、铁路建设基金和两端物流收入。前三者都是铁路线上收入，最后一项为线下物流收入。公司最终将铁路运费、杂费以及铁路建设基金三者作为铁龙物流的成本支付给中铁集运。
 - 铁路运费，由承运人——中铁集运——获得的铁路运输费用。费率的制定标准是根据铁道部公布的货运运费标准来统一计算而来。
 - 杂费，由承运人获得的包括特种集装箱租赁费、清洗费、过秤费等在内的费用。其中，特种集装箱租赁费的 80%由中铁集运清算支付给铁龙物流，剩余 20%根据 2006 年铁龙物流收购中铁集运时签订的协议，作为特种集装箱管理费支付给中铁集运。
 - 铁路建设基金，最终全额上缴财政部的基金。
 - 两端物流收入，是全部的收入扣除上述所有铁路线上收入后剩余的收入，该部分均归属于铁龙物流。

图表18：特种集装箱收入的分配



来源：国金证券研究所

- 由于铁路冷藏箱运输未来的竞争对象主要是公路冷藏运输。我们之前的分析也显示在铁路货运能力得以释放之后，公司冷藏箱全程物流无论运输成本、运输品质、速度以及服务等方面铁路冷藏箱均比公路冷藏箱具备较大优势。因此铁路冷藏箱运输打包性收入完全可以对标公路冷藏箱运输。
 - 全程物流的引进将使公司能够有效规避铁路部的价格管制，而且由于较竞争对手——公路冷藏运输具有较大的优势，其定价完全可以实现对标公路运输的较高定价水平，而其成本方面又可以享受铁路运输的低成本，这样有望使公司达到较高的毛利率水平。
 - 我们对目前公路冷藏运输的运价进行了跟踪：从郑州-上海，使用最大的 13.7 米的冷藏车进行运输，公路运价为 350 元/吨，按照郑州-上海之间的运距约 1000 公里折算，运输单价为 0.35-0.40 元/吨公里左右。
 - 按照目前铁道部的定价水平，我们对铁路冷藏箱运输未来的成本进行了详细解析：其中，线上成本包括支付给中铁集运的运费、杂费以及支付给财政部的铁路建设基金。按照平均运距 1500 公里的水平，运费取 3830 元/箱，杂费取 200 元/箱，建设基金为 1680 元/箱，总体线上成本达到 5710 元/箱，其他费用来看，制冷费 800 元/箱，线下物流成本目前为 1500 元/箱，随着未来的周转量的提升，线下物流成本将会减少，预计远期在 1000 元/箱左右。冷箱折旧按照 10 年的折旧期以及 5% 的残值率，计算得到目前为 2300 元/箱左右，随着未来运营效率的提高，冷藏箱次数提升，每箱单位折旧金额将会出现较大下降，预计远期将会降到 1100 元/箱左右。其他成本为占收入比在 3.3% 的营业税、2% 的冷箱运营成本。

- 根据这些分析，我们预计公司冷藏箱的毛利率在投产初期将较低，预计只有 10%左右，在剔除到较高的销售和管理费用后，公司将难以实现盈利。而毛利率的提升必须等到铁路运能释放后运输效率的提升，从而使单箱运输成本、制冷成本、两端物流成本以及折成本的下降，我们预计 2012 年后，公司冷藏业务的毛利率将得到大幅提升。
- 如果铁路冷藏运输按照公路冷藏运输 0.35 元的定价，其毛利率将达到 30%左右，如果按照 0.4 元定价，毛利率将达到 38%左右。由于铁路冷藏运输的较大竞争优势，我们认为其未来很有可能达到公路冷藏运输的定价水平。但为了给予一定安全边际，我们假设铁路冷藏运输为公司冷藏运输价格（0.35 元）的 90%，由此我们可以得到铁路冷藏运输的毛利率将逐步达到 23%左右，因此需要提示的是我们的毛利率预测略为保守。

盈利预测：2012 年后迎来高速增长

- 根据我们对冷链物流市场、公司竞争力水平及现在及未来的毛利率水平的分析，我们可以给出以下核心假设：
 - 铁路冷藏箱在 2012 年以后迎来爆发式增长，而收费按照公路冷藏运输的 90%左右（我们的假设相对比较保守）。
 - 铁路运能在 2012 年释放，运行效率提高，冷藏箱周转天数从 16 天逐步降低到 12 天。平均运距为 1500 公里。定价按照 8 元/箱公里、并且按照目前铁道部规定的线上成本测算、另外营业费用初期按照 5%和 4%来计提，2012 后将稳定在 3%。管理费用稳定在 2%。折旧期限为 10 年，残值率为 5%。
 - 对于公司未来将集装箱中心站中建设冷库的规划，我们认为，由于项目尚处于规划阶段，其具体的建设方案以及其营运模式依然存在很大的不确定性，故而在我们的盈利预测中，未将冷库考虑进去。
 - 根据这些假设，我们认为冷藏箱在 2012 年之前将很难贡献利润，但铁路运能释放之后将迎来快速增长。

图表19：冷藏箱的盈利预测-到2020年

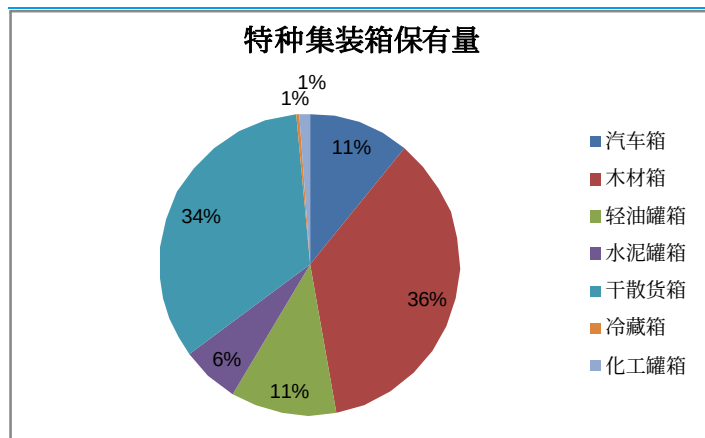
冷藏箱盈利预测	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
冷藏箱保有量（箱）	500	1000	3000	8000	15000	22000	30000	35000	40000	45000	50000
年周转次数	22.8	22.8	26.1	30.4	30.4	30.4	30.4	30.4	30.4	30.4	30.4
周转天数	16	16	14	12	12	12	12	12	12	12	12
单位运价（元/箱）	12,000	12,000	12,000	12,000	12,000	12,000	12,000	12,000	12,000	12,000	12,000
平均运距	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
冷藏箱收入（万元）	8,213	20,531	62,571	200,750	419,750	675,250	949,000	1,186,250	1,368,750	1,551,250	1,733,750
线上成本	3,911	9,778	29,801	95,611	199,913	321,599	451,977	564,971	651,890	738,809	825,727
制冷费	548	1,369	4,171	13,383	27,983	45,017	63,267	79,083	91,250	103,417	115,583
运营和维修成本	164	411	1,251	4,015	8,395	13,505	18,980	23,725	27,375	31,025	34,675
冷藏箱折旧	947	2,368	6,316	17,368	36,316	58,421	82,105	102,632	118,421	134,211	150,000
营业税	271	678	2,065	6,625	13,852	22,283	31,317	39,146	45,169	51,191	57,214
两端成本	1,369	2,395	6,779	20,075	38,477	56,271	79,083	98,854	114,063	129,271	144,479
冷藏箱成本（万元）	7,210	16,999	50,383	157,077	324,936	517,096	726,729	908,412	1,048,167	1,187,923	1,327,679
毛利率	12.2%	17.2%	19.5%	21.8%	22.6%	23.4%	23.4%	23.4%	23.4%	23.4%	23.4%
三项费用	821	1,643	3,754	10,038	20,988	33,763	47,450	59,313	68,438	77,563	86,688
净利润	136	1,417	6,326	25,227	55,370	93,294	131,116	163,894	189,109	214,323	239,538
净利率	1.7%	6.9%	10.1%	12.6%	13.2%	13.8%	13.8%	13.8%	13.8%	13.8%	13.8%
EPS	0.00	0.01	0.06	0.25	0.55	0.93	1.31	1.64	1.89	2.14	2.39

来源：国金证券研究所

其他特种箱业务：稳定增长

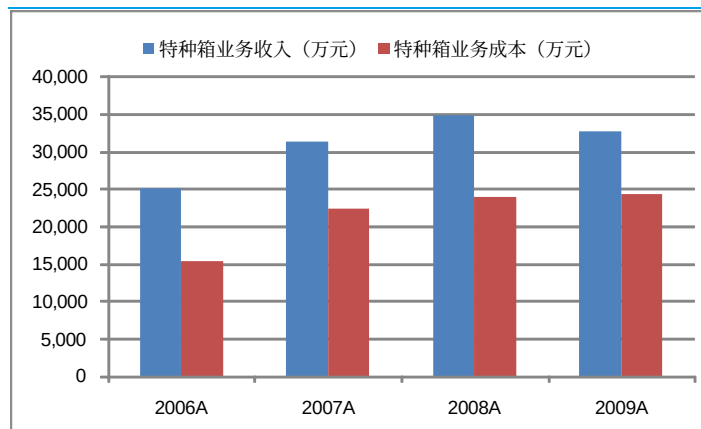
- 铁龙物流的特种箱业务除了具有很好前景的冷藏箱之外，还有新开发的化工箱、木材箱、干散货箱、水泥罐箱、油罐箱等。我们将在下面进行逐个分析。

图表20：截止 2009 年末公司特种集装箱保有量



来源：国金证券研究所

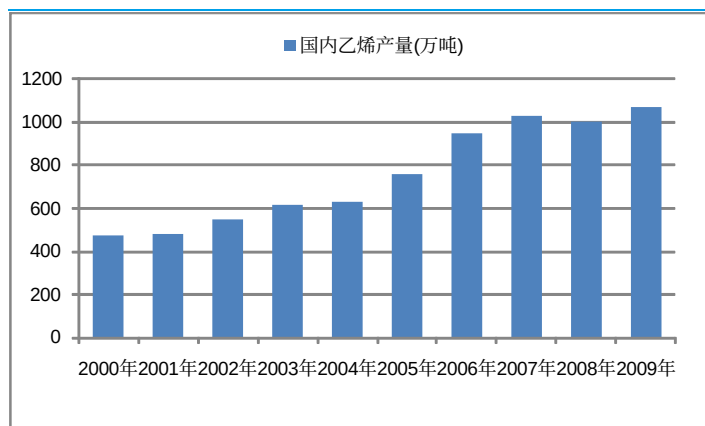
图表21：特种箱业务收入与毛利水平



化工箱：值得长期看好

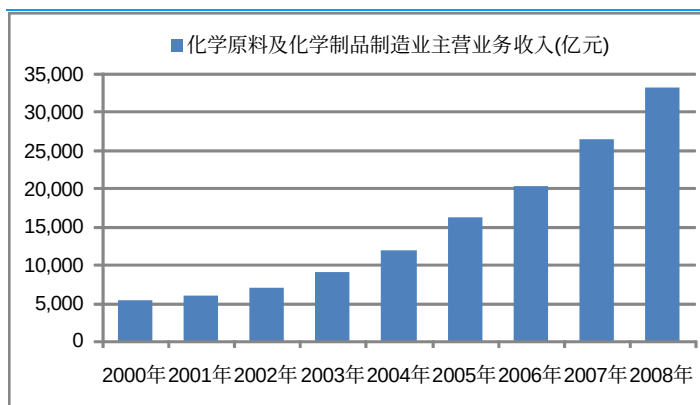
- 化工箱是公司除冷藏箱外，另一重点研发的高端箱型，主要承运的货品为危险化工品。化工箱的罐体是不锈钢材质，具有良好的耐腐蚀性，故而可以承运多种危化品。目前可承运的危化品主要有：碳酸二甲酯、乙腈、异丙醇、双氧水、TDI、三氧化磷等。
- 公司目前已有 300 只上线运营，预计到年底将至少投放 200 只上线运营，到年底将会有 500 只化工箱上线运营。
- 我们看好化工箱的发展前景，理由主要基于下属几个方面：
- 首先，国内化学工业的高速发展给化工箱提供了广阔的市场空间。我国处于工业化和城镇化的加速发展时期，基础设施、汽车以及建筑建材等领域的快速发展，带来对原材料特别是化学原材料快速消耗，进而带动化工产品的产量逐年提升。而化工品产量的提升，进一步提升了化工物流需求，从而拉动对铁路化工箱的需求。
 - 乙烯作为重要的化学原料，其产量可以衡量一个国家石油化工行业的整体发展水平。从国内乙烯产量来看，2000 年仅仅为 470 万吨，而到 2009 年则大幅增加到 1066 万吨，复合增长率超过 10%。
 - 统计局公布的数据显示，化学原料以及化学制品制造业的主营业务收入从 2000 年的 5750 亿元，大幅增长到 2008 年 34000 亿，增幅约为 5 倍。

图表22：2000年以来乙烯产量大幅增长



来源：国金证券研究所

图表23：2000年以来化学工业收入持续增长

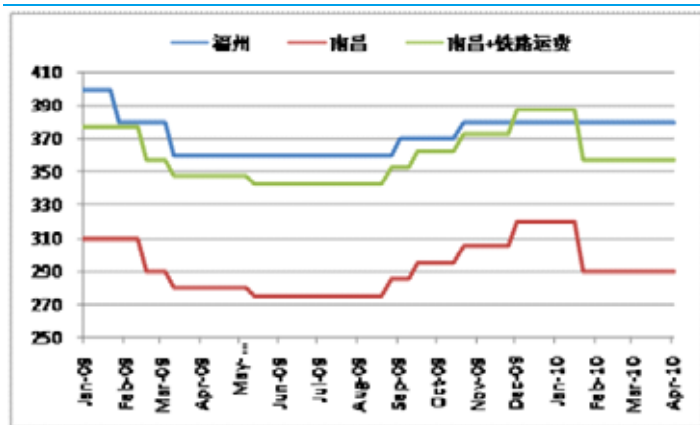


- **第二、铁路运能释放打开运输瓶颈。**与其他特种集装箱相类似，运输瓶颈是目前限制化工箱大幅发展最重要的瓶颈。而随着 2012 年铁路货运运能释放，集装箱班列的大规模开行，打开了化工箱放量的瓶颈。
- **第三、公司优秀的市场开发能力和客户关系维护的能力，**都使我们有足够的理由相信其市场开发出现超预期的可能。
 - 昆仑润滑油、中国石化普光气田等大型石化企业都是目前公司轻油罐箱的主要客户，从润滑油来看，中石油在西北地区所生产的所有润滑油都交予铁龙物流进行运输。这些都证明了公司在化工企业市场开发的能力，从而使我们有理由相信，公司在下一步化工箱的市场开发存在着超预期的可能性。
 - 另一方面，公司隶属于铁道部系统，在铁路运输方面拥有一定的优势，从而也对其市场开发产生正面影响。
- **从目前对公司化工箱市场开发进程的初步了解以及化工物流良好的增长前景来判断，我们乐观预计到 2015 年，公司化工箱保有量将达到 4000 只，超过现有的水泥箱和轻油罐箱等传统业务。**

水泥罐箱：继续增长的空间不大

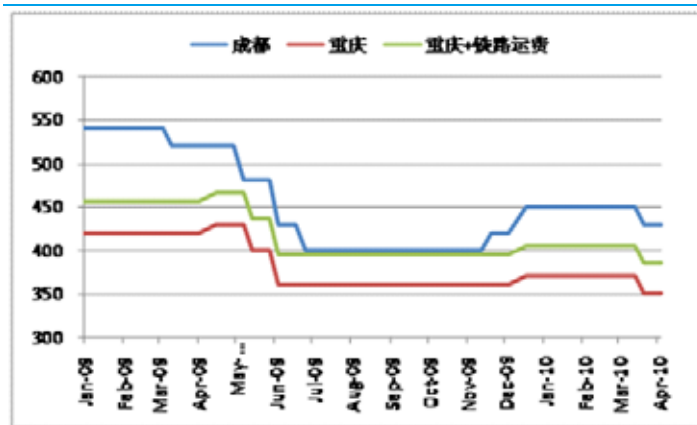
- 公司拥有 2050 只水泥罐箱，主要满足于江西与福建和四川等水泥生产大省和需求大省之间的散装水泥中长途运输，以及一些重大工程项目长途水泥运输中。
- 我们认为，水泥箱的需求主要产生于区域间水泥价格和生产的不平衡，区域间的较大价差是水泥长途运输需求产生的重要原因。
 - 从地区间的水泥生产与消费的不平衡看。水泥是一种廉价固体原材料，拥有 500 公里的运输半径，超过 500 公里的运输半径则需要新开生产线来满足需求。从目前国内水泥生产线的布局来看，绝大部分地区均已建水泥生产线，并不存区域性供应短缺的问题。
 - 从数字水泥网得到的地区间水泥价差，发现在全国只有福州与南昌、成都与重庆，这两对城市间的水泥价差较大。我们将其运费加入到价格较低的地区，与价格较高的地区进行比较，发现其利润空间还是很小的。未来随着各个市场间水泥生产线进一步增多，价差将会进一步缩小，水泥罐箱的市场将很难出现较大增长。
- 综上所述，我们对于水泥罐箱持谨慎态度。预计到 2015 年，水泥罐箱保有量将到 2500 只。

图表24：南昌-福州之间水泥价差



来源：国金证券研究所

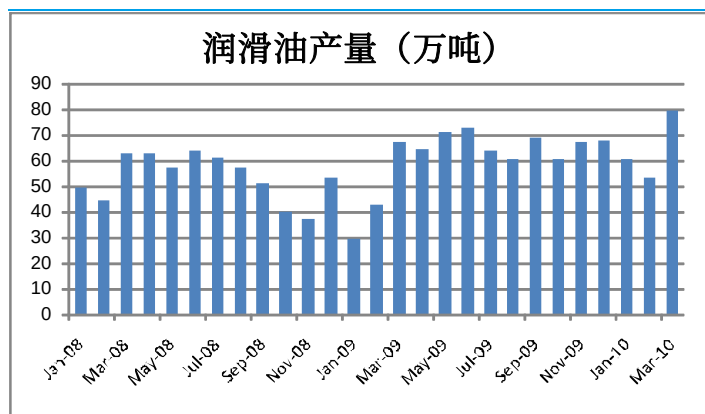
图表25：成都-重庆之间水泥价差



轻油罐箱：稳定增长是主基调

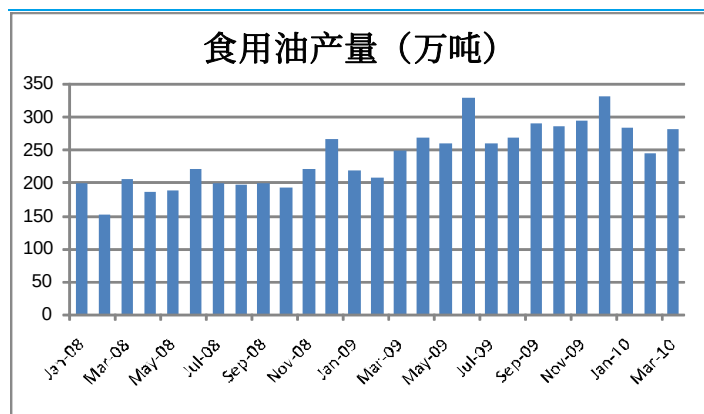
- 公司拥有 3070 个轻油罐箱，主要用于非腐蚀类液体货物的运输，如润滑油、食用植物油以及其他非危险液体货物。轻油罐箱的润滑油客户集中在中石油、中石化等大型炼油企业及其销售企业；食用油客户为集中在广东和东北的榨油企业。
- 我们从润滑油和食用植物油市场的整体需求和新市场开发的角度来分析轻油罐箱的成长性。
 - 目前中石油的润滑油产量为 200 万吨，其中，新疆地区生产并供应外埠润滑油的铁路运输需求为 50 万吨，如果 50%使用轻油罐箱进行运输，按照每个轻油罐箱 25 吨，每年周转 20 次来计算，年需求量在 500 箱；如果轻油罐箱占比在 20%的话，年需求量则有 200 箱。
 - 国内 2009 年润滑油总产量为 744 万吨，假设有 30%需要用铁路运输，则为 223 万吨，按照轻油罐箱 25 吨，每年周转 20 次来，则共需要 4460 个轻油罐箱。
 - 国内 2009 年食用油产量为 3280 万吨，同比增长 22.8%，食用油铁路运输需求约为 600 万吨。乐观估计，假设食用油铁路运输 50%使用轻油罐箱，按照每个轻油罐箱 25 吨，每年周转次数 20 次来计算，年需求量为 6000 箱。
- 综上所述，我们认为随着国民消费能力和消费水平的提高，润滑油和食用植物油未来产量将会保持在 10%以上的增速，从而提升油品的运输需求，拉动轻油罐箱业务的上升。预计到 2015 年，轻油罐箱保有量将达到 4000 箱。

图表26：2009年以来国内润滑油产量稳步提高



来源：国金证券研究所

图表27：2009年以来国内食用油产量稳步提高



干散货箱：既有业务较好，新业务值得期待

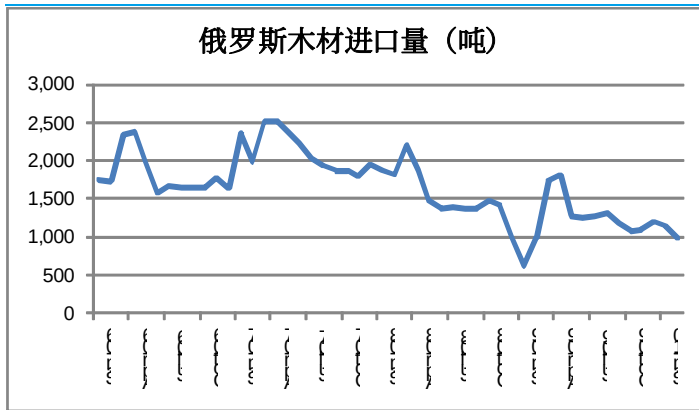
- 目前公司的干散货箱保有量为 9150 只，占有特种集装箱的 1/3。干散货箱主要用于运输固体颗粒状和粉末状等无包装货物如矿砂、硫磺、氧化铝、粮食等散堆货物。目前公司所拥有的干散货箱主要投入到西南化肥企业与广西港口之间的硫磺/磷肥的对流运输业务，以及其他如氧化铝等散堆货物运输中。
- 对于干散货集装箱业务，我们主要关注于磷肥/硫磺进出口对流业务的情况和新货种开发。
 - 为了保障国内磷肥的使用，限制磷肥出口，2008 年国家先后两次大幅上调磷肥的出口关税，使磷肥出口大量下滑，进而导致西南地区的磷肥铁路运输大幅萎缩，往返于西南磷肥企业和港口之间磷肥/硫磺对流运输中断。09 年西南地区包括云南和贵州共出口磷肥（一铵和二铵）约 210 万吨，占全国磷肥出口总量的 70%左右。西南地区进口硫磺在 370 万吨左右。
 - 根据国金化工组对磷肥行业最新的观点，我们认为虽然目前限制国内磷肥出口的关税政策出现微调的可能性是存在的，但总体限制磷肥出口依然不会变化。未来西南地区的磷肥出口以及硫磺进口将会保持在现有增长水平。
 - 在干散货箱新业务的开拓方面。2009 年 3 月份，公司成功开发了中石化普光气田每年约 300 万吨硫磺的运输业务，并为此业务投入了 2500 个干散货箱进行运营。其他新的业务目前还在进一步有效地扩展。
- 基于上述研究，我们乐观预计到 2015 年保有量将达 15000 箱。

木材箱：俄罗斯木材进口回暖提升 10 年运量

- 公司共有 9850 只木材箱（也称之为折叠式台架箱），这批木材箱主要是 2006 年从中铁集运收购而来。木材箱主要用于东北地区的木材铁路运输和俄罗斯进口木材铁路运输中。由于木材箱相比敞车在门到门的灵活性方面拥有优势，加上敞车车皮在东北地区较为缺乏，所以木材箱在东北特别是俄罗斯木材进口运输中受到较大地欢迎。木材箱客户成熟、货源稳定，是公司所拥有的各个箱种中成熟箱种，占到特箱运量和盈利的一半。
- 未来俄罗斯木材出口政策以及国内家具行业乃至房地产对木材的需求是我们判断未来木材箱运量和盈利的核心因素。
 - 从俄罗斯提高原木出口关税以来，自俄罗斯进口的原木数量和金额大幅度减少，从澳洲、加拿大等国家的进口量逐渐增加。

- 随着 2008 年金融危机的到来，俄罗斯本国的木材加工业受到冲击，提高关税政策的预期效果并没有达到。加上其他地缘政治等各种原因，俄罗斯于 2009 年宣布暂停提升原木出口关税至 2011 年。
- 我们认为，俄罗斯对于国内木材加工产业的扶持计划不会中止，通过提升出口关税来降低原木出口提升木材出口的步伐依然会延续。另一方面，地缘政治的因素又会降低俄罗斯提升原木出口关税的步伐。
- 在俄罗斯木材出口关税不变的情况下，结合国金造纸轻工行业研究的观点，预计 2010 年俄罗斯原木进口同比上升 5%-10%，从而推动木材箱运量复苏。但是对于 2012 年后则相对较为悲观。鉴于公司将停止在木材箱上进一步投资，预计 2015 年木材箱保有量将维持现有水平。

图表28：俄罗斯进口木材依然没有起色



图表30：其他特箱盈利预测-到2015年

特箱保有量	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
汽车箱	2,961	2,961	2,961	2,961			
木材箱	9,850	9,850	9,850	9,850	9,850	9,850	9,850
轻油罐箱	3,070	3,500	3,500	4,000	4,500	5,000	5,500
水泥罐箱	1,700	2,200	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500
干散货箱	9,150	10,000	11,000	12,000	13,000	14,000	15,000
化工罐箱	300	500	1,000	1,500	2,000	3,000	4,000
其他特种箱保有量	24,070	26,050	27,850	29,850	31,850	34,350	36,850
其他特种箱发送量	36.0	47.5	53.9	74.2	92.6	99.3	106.8
周转天数	24.1	19.0	18.0	14.0	12.0	12.0	12.0
周转次数	15.0	19.2	20.3	26.1	30.4	30.4	30.4
其他特种箱收入		46,029	54,560	76,078	102,547	135,748	174,195
其他特种箱成本		33,141	38,737	53,254	71,783	95,023	121,936
毛利率		28%	29%	30%	30%	30%	30%
三项费用		2,117	2,510	3,500	4,717	6,244	8,013
净利润		7,043	8,757	12,781	17,228	22,806	29,265
EPS		0.07	0.09	0.13	0.17	0.23	0.29

来源：国金证券研究所

铁路货运和临港物流

依靠营口港的沙鲅线的运量将稳步上升

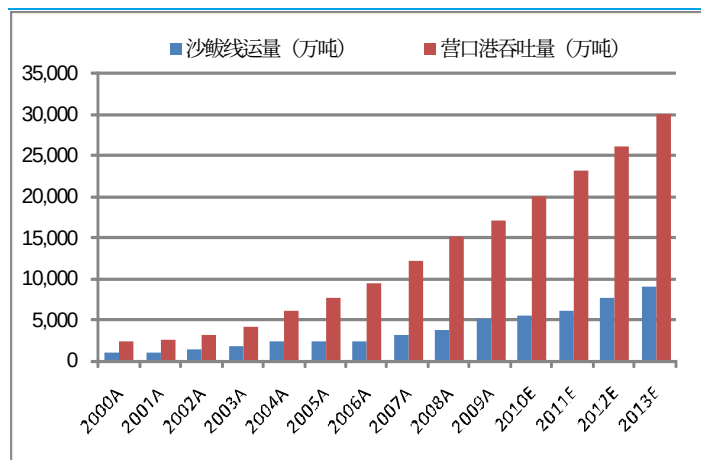
- 公司拥有并且经营的沙鲅线是营口港唯一的疏港铁路，全长 14.77 公里。
- 公司所从事的铁路货物主要包括，铁路货物运输和相关的仓储、装卸、短途运输等物流延伸服务业务。公司以铁路承运人的身份与托运人签订货物运输合同，办理承运、货物运输和交付业务并收取运费。
- 营口港是东北地区第二大港口，拥有优越的地理位置，是东北地区特别是沈阳经济区最近的出海口。相比大连港，营口港离沈阳经济区陆上距离近 200 公里。正式凭借着地理优势，营口港从一个千万吨级的小港，快速成长为亿吨级的大港，去年营口港吞吐量已经达到 1.7 亿吨。
- 作为营口港鲅鱼圈港区唯一的疏港铁路和重要的货运通道，沙鲅线受益于营口港吞吐量增长所带来的增量。从 2005 年公司收购沙鲅线开始，沙鲅线每年都出现大幅度上升，2009 年沙鲅线运量已经达到 4990 万吨。

图表31：营口港区位图



来源：国金证券研究所

图表32：营口港吞吐量与沙鲅线货运量



- 我们认为，沙鲅线运量将出现较大提升，主要基于下面几个理由。

- **区域振兴政策驱动下的经济增长。**作为营口港经济腹地的东北地区，受益于国家振兴老工业基地以及沈阳经济区政策的落实，预计未来几年经济将快速发展，拉动营口港吞吐量的进一步上升，提升沙鲮线运量。
- **鞍钢鲮鱼圈项目。**目前鞍钢鲮鱼圈项目一期 500 万吨已建成投产，二期 500 万吨目前尚在建设中，预计 2011 年建成。我们认为，鞍钢项目对于沙鲮线运量的提升主要体现在钢材、非金属矿石以及煤炭的增量上。我们预计鞍钢贡献的增量将达 1000 万吨。
- **华能煤炭业务将进一步推动沙鲮线运量增长。**华能与营口港合资在 A 港池建设的 6 个煤炭泊位，目前已经投产 4 个，另外 2 个泊位也将于今年建成投产。华能营口煤炭码头主要经营蒙东煤炭的下水业务，预计 2011 年的增量也将会在 1000 万吨。
- **二期扩能消除运能瓶颈。**沙鲮线一期扩能改造项目从 2007 年建设，于 2008 年与鞍钢鲮鱼圈项目同步建成。一期扩能改造后，沙鲮线由原先的单线货运铁路，改建成复线电化铁路，运能也从 2300 万吨提升到 4800 万吨。目前一期扩能项目已经饱和，主要是到发线和编组站存在着较大的瓶颈。
- **二期扩能项目预计将会在今年下半年开工建设，项目总投资额在 2.4 亿元，工期一年，主要将新建部分的到发线和编组站，扩充鲮鱼圈站、营口港站以及华能电厂编组站的设计能力。预计建成后运能将会达到 8000 万吨，有效缓解一期扩能后运能紧张的局面**
- **未来还有三期扩能，运能将能提到 1.2 亿吨，能够满足未来持续增长的运量需求。**

临港物流和运贸一体化业务增厚业绩

- **临港物流业务**是公司对营口港和营口经济技术开发区各单位到发货物提供**仓储、转运、装卸**等各项业务。运贸一体化业务是指铁龙物流利用其从事的沙鲮线货运以及特种集装箱业务开展的进出口贸易和货代业务。
- 铁龙物流拥有除了营口港之外鲮鱼圈最大的货场，这将给公司开展仓储业务提供了极大的空间。公司将沙鲮铁路逐步打造成为具备物流信息处理、货物集结、运输、仓储、装卸搬运、包装、流通加工等多项功能的区域物流中心。
- 随着作为东北第二大港的营口港吞吐量的逐渐增大，临港物流以及贸易业务都将会出现较大幅度的增长，预计 2010 年临港物流以及运贸一体化业务增速会在 30%以上。

盈利预测

- 我们对铁路货运和临港物流业务进行了盈利预测，预计到 2012 年，沙鲮线运量超过二期扩能的目标值达到 8600 万吨，收入可达 14.8 亿元。

图表33：铁路货运和临港物流盈利预测

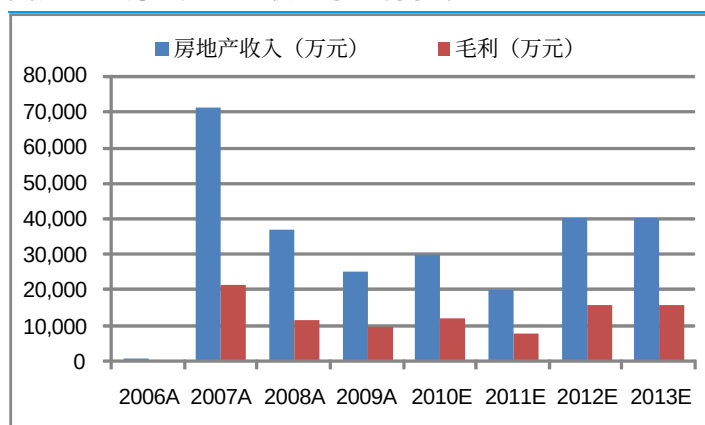
沙鲮线收支预测	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
收入	76,582	103,889	130,442	160,144	192,742
成本	47,765	63,372	79,570	97,688	117,573
毛利	28,816	40,517	50,873	62,456	75,169
毛利率	37.6%	39.0%	39.0%	39.0%	39.0%
沙鲮线运量（万吨）	4,991	6,239	7,175	8,609	9,901
营口港吞吐量（万吨）	17,600	20,500	23,000	26,000	30,000
单位运量收入	15.3	16.7	18.2	18.6	19.5

来源：国金证券研究所

客运、房地产以及其他

- **客运：保持稳定。**客运是公司传统的现金牛业务，每年收入在 1.3 亿元左右，营业利润的贡献在 7000 万，占公司营业利润的 17%-20%。目前公司经营的客运业务主要有下面两种不同的经营模式。我们预计客运业务将会保持稳定。
 - **合作经营优质旅客列车业务。**此项业务是公司利用 IPO 募集资金投资 1.34 亿元购置了 13 辆发电车并改造 163 辆 25K 型旅客列车。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。客票收入全部由铁道部收取，然后根据各路局的贡献进行清算分配，其中，公司获得加价收入的 60%；铁道部获得其余 40%和基本票收入，成本核算上，铁龙物流负责固定资产折旧和市场调查、市场开发等费用。这部分业务一直开展到 2014 年，之后将不会继续。
 - **列车租赁业务。**2004 年末，公司利用配股资金投资 2.6 亿元购置了 59 辆 25T 和 7 辆 25Z 型旅客列车，租赁给沈阳铁路局用于沈阳—广州间的旅客运输，租赁期为 16 年。租赁收入方面，沈铁每年支付给公司租金 4072 万元；成本核算方面，公司主要负责固定资产折旧。
- **房地产：新项目将投产。**房地产一直是公司主营业务的重要组成部分，也是公司获得稳定现金流的重要保障。从 2004 年开始，房地产每年贡献的毛利平均在 20%左右。公司目前从事房地产经营业务的主体是大连铁龙房地产以及通过其在 2009 年新收购来的大连安运地产。
 - 现有项目看，目前还将继续销售“动力远景”的尾盘。由于大连房价从 2007 年 5000 元/平方米，已经上升到了 2010 年初的 10000 平米左右，我们结合动力远景周边楼盘的价格，预计 2010 年动力远景尾盘销售将会带来 2.7-3.0 亿元左右的收入。
 - 新开工项目上，去年底收购来的安运房产目前正在运作头道沟棚户区改造项目。该项目建筑面积 8 万平方米，地点在大连国家森林公园附近，全部为住宅，预计在 2011 年下半年开始销售。我们预计其销售时间将会从 2011 年一直延续到 2013 年。

图表34：房地产业务收入与毛利水平



来源：国金证券研究所

图表35：头道沟项目选址



- **其他业务：维持现状。**公司的其他业务包括混凝土、酒店以及出租车等。其他业务在主营业务以及利润中的占比均较小。
 - 由于铁龙物流未来的看点以及企业发展的重心都是集中在特种箱和铁路货运上，对于其他业务的未来也只是维持现状，故而假设其他业务没有增长，毛利率维持在 2009 年水平。
- **盈利预测**

图表36：客运、房地产和其他业务盈利预测

客运业务	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
客运收入 (万元)	13,721	13,671	13,608	13,608	13,608	13,608	13,608
成本	3,222	3,121	3,225	3,225	3,225	3,225	3,225
毛利	10,499	10,550	10,383	10,383	10,383	10,383	10,383
毛利率	76.5%	77.2%	76.3%	76.3%	76.3%	76.3%	76.3%
房地产							
房地产收入 (万元)	71,234	36,728	25,042	30,000	20,000	40,000	40,000
成本	49,568	24,823	15,063	18,000	12,000	24,000	24,000
毛利 (万元)	21,666	11,905	9,979	12,000	8,000	16,000	16,000
毛利率	30.4%	32.4%	39.8%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%
其他							
收入	13,422	21,163	8,749	8,749	8,749	8,749	8,749
成本	10,141	18,667	7,371	7,371	7,371	7,371	7,371
毛利	3,282	2,496	1,378	1,378	1,378	1,378	1,378
毛利率	24.4%	11.8%	15.8%	15.8%	15.8%	15.8%	15.8%

来源：国金证券研究所

整体盈利预测

图表37：公司各项业务及整体盈利预测

	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
冷藏箱收入	8,213	20,531	62,571	200,750	419,750	675,250
成本	7,210	16,999	50,383	157,077	324,936	517,096
毛利	1,002	3,532	12,189	43,673	94,814	158,154
毛利率	12%	17%	19%	22%	23%	23%
其他特种箱	46,029	54,560	76,078	102,547	135,748	174,195
成本	33,141	38,737	53,254	71,783	95,023	121,936
毛利	12,888	15,822	22,823	30,764	40,724	52,258
毛利率	28%	29%	30%	30%	30%	30%
沙鲛线收入	103,889	130,442	160,144	192,742	222,128	246,784
成本	63,372	79,570	97,688	117,573	135,498	150,538
毛利	40,517	50,873	62,456	75,169	86,630	96,246
毛利率	39%	39%	39%	39%	39%	39%
客运收入 (C)	13,608	13,608	13,608	13,608	13,608	4,072
成本	3,225	3,225	3,225	3,225	3,225	3,225
毛利	10,383	10,383	10,383	10,383	10,383	847
毛利率	76%	76%	76%	76%	76%	21%
房地产收入	30,000	20,000	40,000	40,000	-	-
成本	18,000	12,000	24,000	24,000	-	-
毛利	12,000	8,000	16,000	16,000		
毛利率	40%	40%	40%	40%		
其他收入	8,749	8,749	8,749	8,749	8,749	8,749
成本	7,371	7,371	7,371	7,371	7,371	7,371
毛利	1,378	1,378	1,378	1,378	1,378	1,378
毛利率	16%	16%	16%	16%	16%	16%
合计收入	210,488	247,890	361,150	558,396	799,983	992,679
成本	132,320	157,903	235,921	381,029	566,054	710,361
毛利	78,168	89,988	125,229	177,367	233,929	282,317
毛利率	37%	36%	35%	32%	29%	28%
三项费用	7,763	9,753	14,545	23,123	36,876	49,432
净利润	47,538	54,003	73,834	101,302	127,058	148,901
EPS	0.473	0.538	0.735	1.009	1.265	1.483

来源：国金证券研究所

- 根据上面的分析，我们作出了公司整体的盈利预测。
 - 我们预计公司冷藏箱的盈利将在 2012 年以后出现高速增长，其他业务的毛利率水平基本保持稳定。
 - 根据我们上文对各项业务的分析，我们预计公司 2010-2012 年的 EPS 分别是 0.47、0.54 和 0.74 元。

资产注入预期

大规模铁路集装箱建设将产生巨额融资需求

- 根据大股东中铁集运的公开信息，目前其拥有的体量较大、有注入可能的资产主要有两块，一是普通集装箱、第二是中铁联集。
 - **普通箱资产。**中铁集运的集装箱业务的经营模式与铁龙物流不同，作为承运人进行运输。根据 2008 年铁道年鉴，中铁集运拥有 20 英尺标准集装箱为 10.3 万箱，40 英尺标准普通集装箱为 6000 箱。
 - **中铁联集。**是中铁集运联合多家物流、航运企业成立大型铁路集装箱运输企业。其中，作为第一大股东的中铁集运持有股份占比为 34%，其余股份由其他国内外投资者所有。中铁联集从事的是 18 个集装箱中心站的建设与经营。目前已建成的中心站有上海芦潮港、昆明、重庆等。2009 年已经建成的昆明集装箱中心站发送量为 18 万 TEU。
- 中铁集运在目前的铁路大规模建设的背景下需要进行的投资规模较大，而大规模的资金需求对于中铁集运。
 - 目前中铁集运的普通集装箱保有量为 11.5 万标箱，2009 年集装箱发送量为 350 万箱。预计到 2015 年集装箱发送量将超过 1500 万 TEU，按照年周转次数 30 次来计算，国铁箱的新增需求约为 40 万标箱，以 3 万/TEU 的单价，则集装箱的新增固定资产投资需要 120 亿。
 - 目前铁路上拥有平车约 9000 台，多用平车为 1.5 万台。随着集装箱在 2012 年后出现大幅增长，对于铁路平车需求也将大幅增长，按照 2015 年集装箱发送量 1500 万 TEU，粗略估计需要集装箱专用平车 3-4 万台，按照每台平车单价约为 35 万计算，需要的投资额在 100 左右亿元。
 - 铁路集装箱专办站。除了 18 个铁路中心站之外，预计中铁集运还需建设 30 个以上铁路集装箱专办站，投资总额预计也在 50 亿元以上。
- 我们认为，对于在 2015 年前需要完成的月 250 亿元以上的投资，仅依靠中铁集运的是远不够的。另外，中铁集运本身盈利能力并不强，故而对外部融资需求较大，资产注入预期依然持续。

资产注入的时间点

- 2012 年前，由于铁路货运运能紧张，集装箱运输发展滞后，普箱资产的盈利能力不足，资产注入的条件还不具备。
- 2012 年后。随着普箱运价的上升，普通集装箱资产盈利能力可能将有所提升，届时资产注入的可能性大幅提高。

相对估值

- 由于公司目前从事的业务较多，各子行业所能够采用的估值方法均不相同，鉴于此我们对公司采用分部估值法，来对企业的整体价值进行判断。
 - 冷藏箱业务尚处于起步阶段，盈利能力不佳，而未来却拥有巨大的成长空间和盈利能力，PE 估值并不适用。故而采用 DCF 估值法。

- 其他特箱业务成长性和盈利能力都较好，特别是在 2012 年铁路货运运能大幅释放之后，将会出现大幅增长。我们参照市场中成长股的估值，取 25 倍 PE 作为其合理价值。
- 对于铁路货运以及临港物流，我们认为其未来将会保持着稳定增长，2010 年-2012 年复合增长率将达到 25%左右，我们参照大秦铁路的估值给予其 20 倍（目前沙鲛线尚有较大增长空间，而大秦线已经接近饱和，所以能够给予沙鲛线更高的 PE 水平）。
- 房地产和客运业务。由于目前房地产受到国内宏观政策调控，加上公司这一块业务未来是否拥有可持续性也存在一定的不确定性，我们给予 15 倍 PE。对于客运业务保持稳定，我们参照国内高速公路的估值，给予 15 倍的 PE。
- 由于其他业务未来的成长有限，而且是公司未来将不会进一步投资，我们给予其 10 倍 PE。
- 通过冷藏箱 DCF 估值，冷藏箱业务的价值为 7.85 元；除冷藏箱以外的业务分布估值，2010 年为 8.90 元。综合估值为 16.75 元，加上现金价值合每股 17.65 元。

图表38：键入图表的标题 XXXX
II、WACC

每股价值	7.85	TV增长率	2.0%
企业值	7,880.4	WACC	9.42%
股票价值	7,880.4	债务	0.00
		投资	0.00
		少数股东权益	0.00

会计年度截止日：12/31	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	TV	合计
FCF	-117.6	-124.2	-519.0	-1,194.2	-1,372.1	-810.1	-554.1	897.3	1,280.0	1,662.7	22,842.1	21,990.8
PV(FCF)	-107.5	-103.7	-396.1	-832.9	-874.6	-471.9	-295.0	436.5	569.1	675.5	9,281.0	7,880.4

来源：国金证券研究所

图表39：分部估值

	2010E	2011E	2012E	2013E	PE倍数
其他特箱业务	1.76	2.18	3.19	4.30	25
铁路货运和临港物流	4.97	6.25	7.67	9.23	20
客运业务	1.05	1.05	1.05	1.05	15
房地产	1.07	0.72	1.43	1.43	15
其他业务	0.05	0.05	0.05	0.05	10
总和	8.90	10.24	13.38	16.05	

来源：国金证券研究所

图表40：国际和国内铁路股估值表

名称	PE			PB			ROE
	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E
联合太平洋	16.04	13.53	11.39	2.05	1.91	1.73	12.68
CSX 铁路	15.86	13.30	11.07	2.36	2.14	1.88	14.48
诺福克南方铁路	16.66	13.80	11.58	2.05	1.90	1.82	12.05
加拿大国家铁路	15.77	13.53	11.95	2.37	2.12	1.95	15.86
加拿大太平洋铁路	16.76	13.83	12.09	1.90	1.77	1.59	11.74
东日本	14.99	13.30	12.40	1.31	1.22	1.14	9.27
西日本	23.27	18.72	14.05	0.99	0.96	0.90	4.27
东海日本	17.30	14.38	11.76	1.33	1.24	1.10	7.92
CCRI	18.66	16.86		3.37	2.93		19.10
大秦铁路	14.26	13.02	11.99	2.25	2.04	1.85	15.77
广深铁路	18.50	17.24	17.16	1.11	1.09	1.05	6.01
铁龙物流	32.91	28.97	21.19	4.88	4.49	3.72	14.83

来源：国金证券研究所

绝对估值

- 我们假设永恒增长率为 2%，WACC 为 9.42%。
- 根据绝对估值法，公司的每股价值为 18.13 元

图表41：公司整体绝对估值

II、WACC

每股价值	18.13	TV增长率	2.0%
企业值	18,212.3	WACC	9.42%
股票价值	18,210.5	债务	0.00
		投资	58.31
		少数股东权益	1.80

会计年度截止日：12/31

	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	TV	合计
FCF	-46.0	11.5	631.8	-166.6	-449.8	-71.3	335.2	1,760.4	2,140.7	2,541.2	34,912.2	41,599.4
PV(FCF)	-42.0	9.6	482.2	-116.2	-286.7	-41.5	178.4	856.4	951.8	1,032.5	14,185.1	17,209.7

来源：国金证券研究所

附录——公司简介

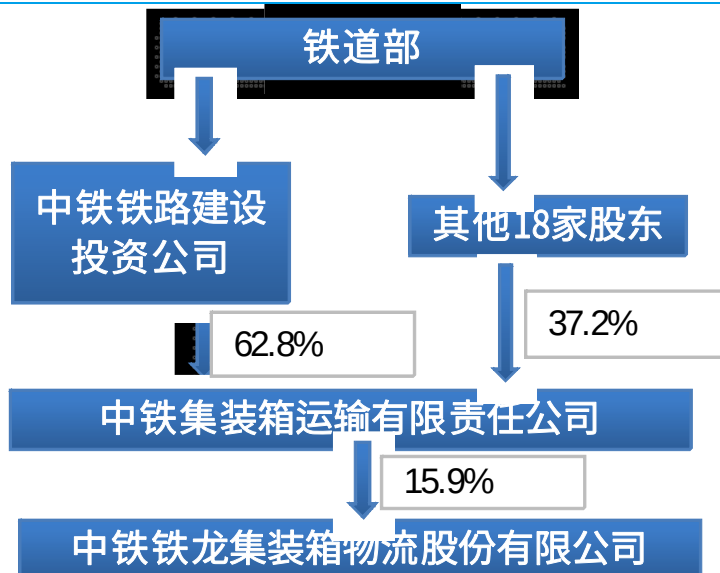
历史沿革

- 铁龙物流于 1997 年在上海证券交易所上市。2005 年大股东发生变更，原大股东沈阳铁路局将持有 24% 的股份转让给中铁集运，后者称为第一大股东。2007 年公司实施了公开增发，共募集资金 6.8 亿元。

股东情况

- 公司第一大股东是中铁集运，目前持有公司 15.9% 的股份；第二大股东是沈阳铁路局下属的大连铁路经济开发公司，目前持股比例为 14.1%。公司的实际控制人是铁道部。

图表42：铁龙物流实际控制人与产权关系



来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	1,580	1,523	1,567	2,105	2,479	3,612
增长率		-3.6%	2.9%	34.3%	17.8%	45.7%
主营业务成本	-1,010	-995	-978	-1,323	-1,579	-2,359
% 销售收入	63.9%	65.3%	62.4%	62.9%	63.7%	65.3%
毛利	570	528	589	782	900	1,252
% 销售收入	36.1%	34.7%	37.6%	37.1%	36.3%	34.7%
营业税金及附加	-72	-57	-54	-74	-87	-126
% 销售收入	4.5%	3.7%	3.4%	3.5%	3.5%	3.5%
营业费用	-37	-29	-25	-34	-40	-58
% 销售收入	2.3%	1.9%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
管理费用	-43	-47	-50	-63	-74	-108
% 销售收入	2.7%	3.1%	3.2%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	418	395	461	611	699	960
% 销售收入	26.5%	25.9%	29.4%	29.0%	28.2%	26.6%
财务费用	-15	-8	6	19	17	21
% 销售收入	1.0%	0.5%	-0.4%	-0.9%	-0.7%	-0.6%
资产减值损失	1	-1	1	-1	0	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	4	7	5	5	5
% 税前利润	0.4%	0.9%	1.5%	0.8%	0.7%	0.5%
营业利润	405	389	474	634	720	985
营业利润率	25.6%	25.6%	30.3%	30.1%	29.1%	27.3%
营业外收支	1	1	-3	1	1	1
税前利润	406	390	471	635	721	986
利润率	25.7%	25.6%	30.1%	30.2%	29.1%	27.3%
所得税	-124	-95	-121	-159	-180	-246
所得税率	30.5%	24.3%	25.7%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	282	295	350	476	541	739
少数股东损益	1	1	1	1	1	1
归属于母公司的净利润	281	295	349	475	540	738
净利率	17.8%	19.3%	22.3%	22.6%	21.8%	20.4%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	282	295	350	476	541	739
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	143	161	163	193	241	315
非经营收益	37	13	8	-7	-6	-6
营运资金变动	-11	-200	190	-191	-338	422
经营活动现金净流	451	270	712	472	437	1,470
资本开支	-182	-312	-205	-500	-414	-825
投资	0	-10	-26	-1	0	0
其他	2	10	7	5	5	5
投资活动现金净流	-180	-311	-223	-496	-409	-820
股权募资	685	0	0	0	-253	0
债权募资	-515	-300	-40	-1	0	1
其他	-41	-21	-61	-1	-10	-10
筹资活动现金净流	129	-321	-101	-2	-263	-9
现金净流量	400	-363	388	-26	-234	641

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	915	553	940	914	680	1,321
应收款项	60	131	84	144	170	247
存货	505	395	447	544	865	452
其他流动资产	51	14	29	39	46	68
流动资产	1,532	1,092	1,501	1,641	1,761	2,089
% 总资产	53.2%	41.2%	48.9%	46.6%	46.2%	44.9%
长期投资	47	60	58	59	58	58
固定资产	1,241	1,432	1,441	1,746	1,911	2,414
% 总资产	43.0%	54.0%	46.9%	49.6%	50.1%	51.9%
无形资产	48	57	58	61	69	78
非流动资产	1,350	1,557	1,569	1,878	2,053	2,565
% 总资产	46.8%	58.8%	51.1%	53.4%	53.8%	55.1%
资产总计	2,882	2,650	3,070	3,519	3,814	4,654
短期借款	280	40	0	0	0	0
应付款项	341	120	250	211	217	298
其他流动负债	39	24	40	63	72	101
流动负债	661	183	290	274	290	399
长期贷款	60	0	0	0	0	1
其他长期负债	1	14	39	38	38	38
负债	722	197	329	312	328	438
普通股股东权益	2,159	2,451	2,739	3,205	3,482	4,211
少数股东权益	2	1	2	3	4	5
负债股东权益合计	2,882	2,650	3,070	3,519	3,814	4,654

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.336	0.293	0.347	0.473	0.538	0.735
每股净资产	2.579	2.441	2.728	3.191	3.467	4.193
每股经营现金净流	0.539	0.269	0.709	0.470	0.435	1.464
每股股利	0.034	0.000	0.060	0.010	0.010	0.010
回报率						
净资产收益率	13.04%	12.02%	12.73%	14.83%	15.51%	17.54%
总资产收益率	9.77%	11.12%	11.36%	13.51%	14.16%	15.87%
投入资本收益率	11.62%	11.98%	12.48%	14.29%	15.04%	17.07%
增长率						
主营业务收入增长率	92.73%	-3.62%	2.91%	34.34%	17.77%	45.69%
EBIT增长率	73.25%	-5.56%	16.73%	32.67%	14.38%	37.29%
净利润增长率	58.80%	4.69%	18.40%	36.29%	13.60%	36.72%
总资产增长率	11.98%	-8.05%	15.86%	14.64%	8.37%	22.03%
资产管理能力						
应收账款周转天数	13.0	20.6	21.4	21.0	21.0	21.0
存货周转天数	212.3	165.1	157.2	150.0	200.0	70.0
应付账款周转天数	11.6	17.8	21.1	21.0	21.0	21.0
固定资产周转天数	284.4	339.6	330.7	272.8	263.5	226.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-26.63%	-20.90%	-34.30%	-28.51%	-19.51%	-31.32%
EBIT利息保障倍数	27.6	47.2	-77.8	-31.8	-42.4	-46.4
资产负债率	25.04%	7.45%	10.71%	8.86%	8.59%	9.42%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
强买	0	2	8	11	12
买入	1	1	3	9	11
持有	0	0	2	5	6
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.50	1.53	1.67	1.72

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6—12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在10%—20%；
持有：预期未来6—12个月内变动幅度在-10%—10%；
减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在10%—20%；
卖出：预期未来6—12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室