

铁龙物流 (600125.SH)

陆上运输行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

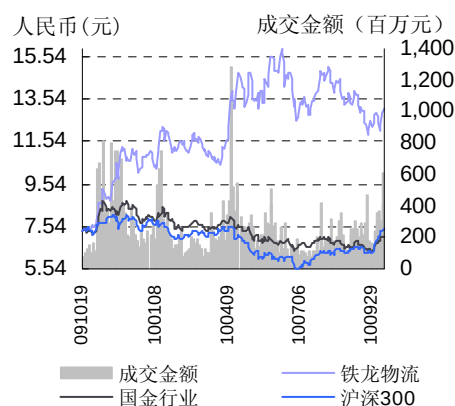
市价(人民币): 13.12 元

目标(人民币): 15.00 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)	13,175.73
年内股价最高最低(元)	15.91/7.32
沪深 300 指数	3375.67
上证指数	3001.85



相关报告

1. 《业绩符合预期,未来成长明确;》, 2010.8.31
2. 《税收减免增厚业绩、未来冷箱仍值得期待;》, 2010.8.17
3. 《铁路运能释放后,冷藏箱的高速成长可期》, 2010.6.1

三季报完全符合预期, 估值基本合理

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	0.498	0.584	0.667
每股净资产(元)	2.44	2.73	3.22	3.79	4.45
每股经营性现金流(元)	0.27	0.71	0.48	0.41	1.36
市盈率(倍)	19.06	31.70	23.87	20.34	17.81
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%	43.28%	17.36%	14.22%
净资产收益率(%)	12.02%	12.73%	15.48%	15.41%	15.00%
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

业绩简评

- 铁龙物流 10 年三季度实现净利润 1.23 亿元, EPS 0.123 元, 同比增长 8.8%, 前三季度实现净利润 3.66 亿, EPS 0.365 元, 完全符合我们预期。

经营分析

- 经营保持稳定增长。1-9 月份公司的营业收入为 16.53 亿元, 同比增长 42%, 三季度收入为 5.07 亿元, 与去年同期基本持平。收入出现增速放缓的原因主要是上半年部分地产尾盘确认收入, 而下半年没有这块影响。毛利逐季提升, 三季度的整体毛利率为 39%, 而上半年仅为 34%左右, 其提升的幅度约为 6%左右。
- 铁路货运是增长的主要因素。沙鲅线是营口港唯一的疏港铁路, 受到东北腹地需求向好地拉动, 1-9 月份营口港吞吐量同比增长 23%, 从而推动了沙鲅线出现 20%左右的增长。
- 公司依然保持较好成长性: 1、新箱型前景良好。化工箱业务增长确定, 新订购的 1000 个箱子预计在明年投产; 冷链物流市场广阔, 但其尚处于试运行阶段, 未来爆发的时点仍需等待; 2、传统特箱由于需求依然较好, 预计今明两年也将能够保持增长。3、营口港需求较好向好, 以及二期扩能也给沙鲅线铁路货运未来增长打下坚实基础。

投资建议

- 当前的估值水平合理: 由于受到前期市场整体大幅回落的拖累, 公司整体估值水平也出现下滑。我们对铁龙物流 10-12 年的盈利预测分别是 0.50/0.57/0.67, 当前股价对应 10 年的估值水平也就是 26 倍, 11 年也仅为 22 倍, 目前估值水平基本合理。
- 鉴于冷箱、化工箱等高端特箱业务未来具有良好的发展前景和广阔的市场空间, 我们长期看好公司的未来发展前景, 维持买入评级, 目标价依然为 15 元不变。

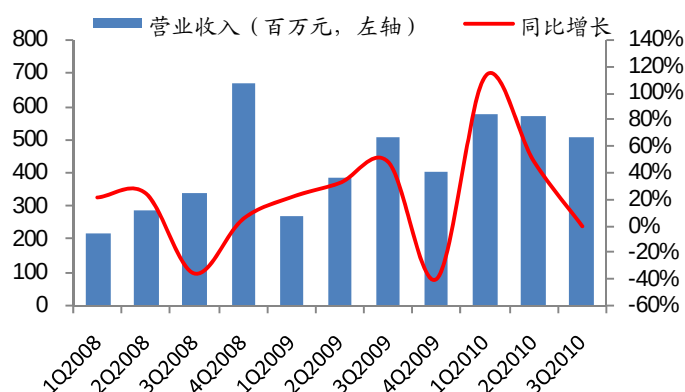
黄金香 分析师 SAC 执业编号: S1130210070001
(8621)61038325
huangjx@gjzq.com.cn

公司业绩点评

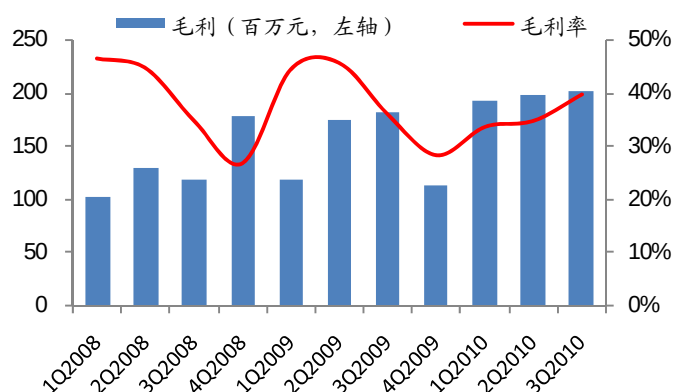
铁路货运是拉动业绩重要因素

- 收入基本保持稳定。1-9 月份公司总营业收入为 16.53 亿元，同比增长 42%，单第三季度收入则仅为 5.07 亿元，与去年同期持平。收入出现环比下滑的原因主要是今年上半年确认部分房地产项目，而下半年没有这项收入。毛利则逐季提升，三季度公司的整体毛利率为 39%，而上半年仅为 34%左右，提升约 5 个百分点。
- 铁路货运是拉动收入的主要因素，沙鲅线是营口港唯一的疏港铁路，受到腹地需求向好的拉动，其 1-9 月份的吞吐量增速为 23%，从而推动沙鲅线业务出现 20%左右的增长。

图表1：季度收入情况

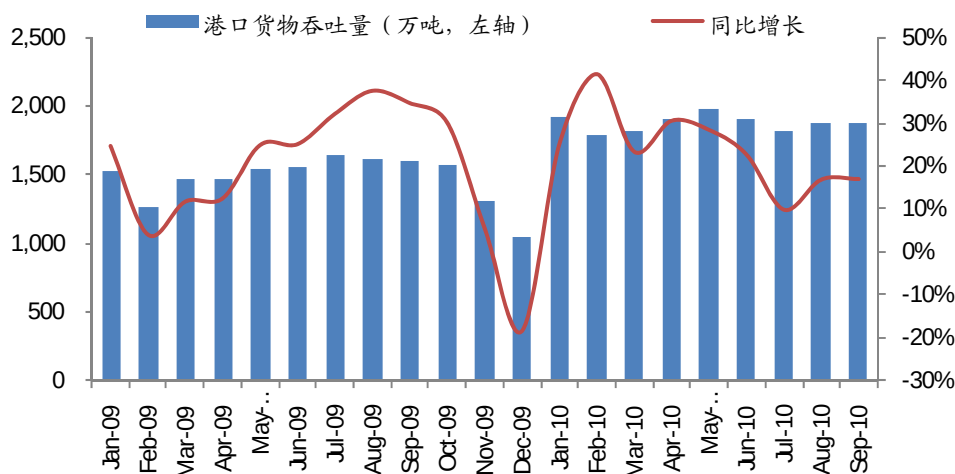


图表2：毛利率逐季提升



来源：公司定期报告、国金证券研究所

图表3：营口港货物吞吐量稳步增加



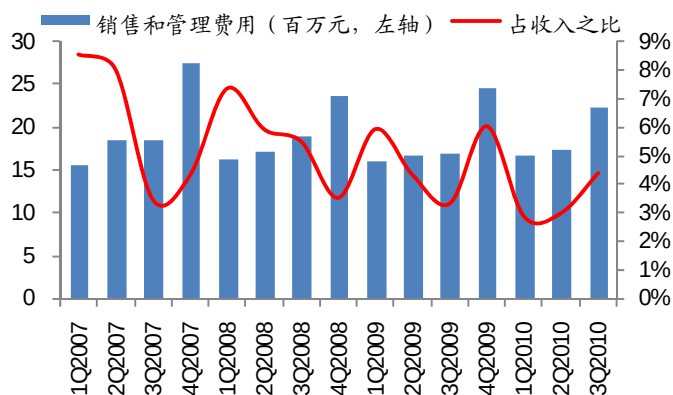
来源：中贸物流、国金证券研究所

成本略微增加

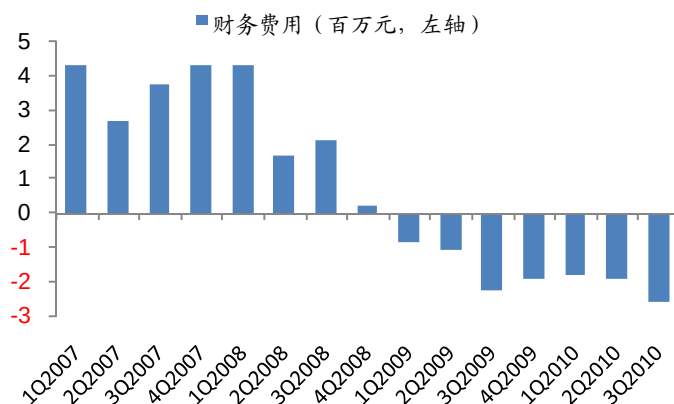
- 从销售和管理费用来看，三季度略微增加，达到 2241 万元左右，相比上半年的平均水平略微增加 400 万左右，主要原因是新业务而带来的工资和相关费用增加。

- 财务费用继续减少。由于公司拥有大量存款，同时其负债水平也非常低，资产负债率仅为 8%，从而使得公司从 09 年以来一直保持着正利息收入，三季度公司净利息收入为 250 万左右，相比前两季度有所增加。

图表4：管理和销售费用保持稳定



图表5：财务收入进一步增加



来源：公司定期报告、国金证券研究所

未来展望

特箱业务

- **冷箱爆发性仍需进一步观察。**冷链物流空间巨大，在运能释放使运输效率得以提升之后，铁路冷藏箱在长距离的大规模运输上具有明显优势，但这种优势是建立在能够解决冷链回程的基础之上，因此对其客户开发以及构建全国性冷链网络要求很高，未来公司冷链物流能否取得爆发式增长还有待进一步观察。
- **化工箱增长相对确定。**化工箱承运低危化品和非危化品，主要的种类有酒精、乳胶、丁二醇等。与冷链不同，低危化品生产企业和客户更为集中，物流链条也较冷箱而言更为简化，市场开发与维护相对容易，并且低危化品并不存在时效性。目前上线运营 300 化工箱，另外还有 1000 个化工箱将订购，其中 500 个已在早期招标完成，进度略超预期。
- **传统特箱增长良好。**传统特箱业务都将会在宏观经济稳定增长的背景下，继续保持稳定的增速水平，而部分箱型如干散箱和罐箱则主要受普光气田等需求大增的推动，未来发展将好于其他特箱。

铁路货运与临港物流

- **沙鲅线货运需求依然向好。**国内城镇化和工业化进程尚未结束，钢铁以及部分大宗原材料的进口需求依然相对较为旺盛，从而拉动营口港以及沙鲅线运量保持稳定增长；鞍钢鲅鱼圈项目、营口港 A 港池煤炭泊位等工程的相继投产，也给沙鲅线带来一些需求的额外增量。
- **二期扩能解除沙鲅线运能瓶颈。**沙鲅线一期扩能后的运能是 4600 万吨，而上半年其货物到发量则已经达到 2700 万吨，全年预计在 5000 万吨以上，运能压力开始显现。我们预计，沙鲅线二期 8000 万吨扩能改造将在下半年开工建设，完工后，将能够有效缓解目前运力不足的情况。

房地产

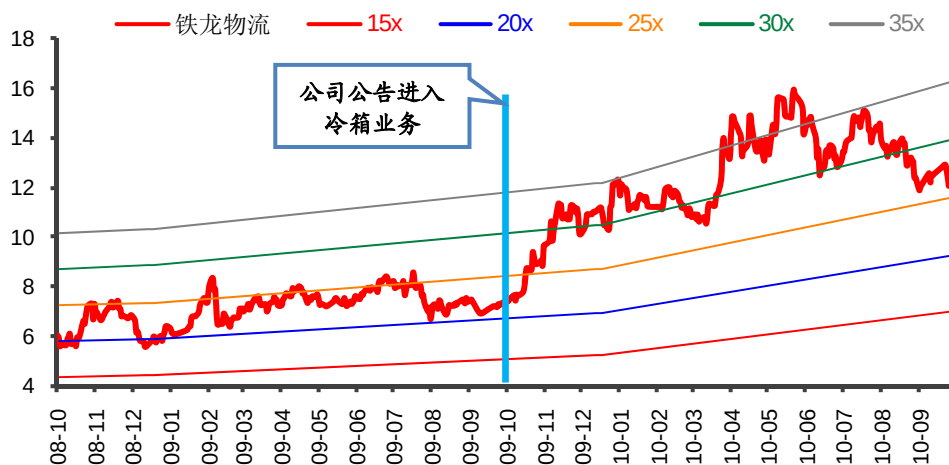
- **今年依靠“动力院景”尾盘销售。**上半年“动力院景”尾盘结算了 2.3 个亿，开发成本中相关科目还有 1500 万，预计下半年全部结算，全年房地产收入预计在 2.5 个亿左右，按照上半年 43% 的毛利，全年贡献毛利有望达到 1 亿。

- **头道沟项目进展顺利。**目前项目已经开工建设，预计在 11 年将进入结算周期，按照其成本以及其周边的房价水平，我们预计从 11 年开始将逐步确认 10 亿左右的收入，按照 35% 的毛利率，则至少能够确认 3.5 亿的毛利。
- **太原项目仍需观察。**公司以 3 亿元收购山西开城房地产公司，其正在开发太原枣园地区土地面积 15.63 万平方米的地块，规划建筑面积为 18.76 万平方米。我们认为，由于其高达 8.7 亿元左右的征地和拆迁补偿成本，再加上 4~5 亿元左右的建安成本，总成本将可以达到 13.4 亿元，折合楼面价约为 7100 元，即使按照其周边 9000 元左右的房价，其盈利能力也将很难达到动力院景以及头道沟项目的水平。

当前估值水平基本合理

- 从市场在第二季度大幅回落以来，铁龙物流的估值水平也出现大幅下滑，目前仅相当于对应 10 年 26 倍，11 年 22 倍，回到了公司在进入冷箱等高端新箱型前的估值水平上限，基本处于合理范围内。

图表6：目前铁龙物流的估值水平基本合理



来源：Wind、国金证券研究所

图表7：陆上交通行业估值表

公司	2010E	PE 2011E	2012E	2010E	PB 2011E	2012E	ROE 4
深高速	19.33	15.94	12.81	1.48	1.39	1.31	7.85
山东高速	14.30	12.06	10.52	1.74	1.58	1.45	12.51
四川成渝	20.08	17.67	15.80	2.76	2.46	2.20	13.40
现代投资	11.65	11.26	21.22	2.06	N/A	N/A	N/A
福建高速	16.12	14.68	17.87	2.46	2.21	N/A	11.15
皖通高速	14.26	12.95	11.95	1.79	1.66	1.53	12.89
粤高速	18.67	16.97	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
华北高速	15.74	15.25	N/A	1.20	1.12	N/A	7.50
中原高速	14.49	15.88	12.15	N/A	N/A	N/A	N/A
东莞控股	20.70	17.02	14.45	2.68	2.52	2.36	12.31
五洲交通	19.72	14.98	13.10	1.24	1.11	1.01	8.32
宁沪高速	16.75	14.03	11.70	2.25	2.16	2.07	14.07
赣粤高速	11.52	10.39	8.98	1.62	1.48	1.35	14.07
楚天高速	14.10	11.35	9.91	2.04	1.82	1.61	14.50
高速简单平均	16.24	14.32	13.37	1.94	1.77	1.65	11.69
大秦铁路	13.81	13.07	12.13	2.40	2.16	1.95	17.24
广深铁路	18.98	18.02	19.65	1.17	1.12	1.09	6.09
铁龙物流	26.36	22.46	19.67	4.08	3.46	2.95	15.48
铁路简单平均	19.72	17.85	17.15	2.55	2.25	2.00	12.93

来源：Wind、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	1	8	8	16
买入	0	0	3	5	9
持有	0	0	1	1	3
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.38	1.44	1.49

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: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**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