

方正证券研究所

资深行业分析师：李俭俭

执业证书号：S1220208100112

交运物流行业分析师：瞿永忠

电话：(86 010)68584897

电邮：quyongzhong@foundersc.com

联系人：杨玢

电话：(0731) 85832449

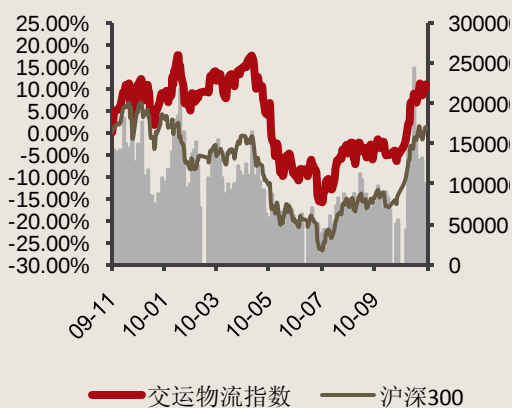
电邮：yangbin0@foundersc.com

基本上市资料

流通总股数（百万股）	702.90
总股本（百万股）	1004.25
流通率（%）	70%

资料来源：公司数据，方正证券研究所

专业物流行业相对沪深 300 指数表现



请务必阅读最后特别声明与免责条款

物流振兴，多重聚焦

铁龙物流(600125) 深度研究报告

2010.10.24

物流行业

投资要点

※公司战略目标：以铁路集装箱为载体，全国性、网络型现代物流企业

今年 10 月，铁道部新任命董事长朱友文，他强调铁道部对铁龙物流战略定位：在特种箱专营权的基础上，面向客户需求，提供整体物流解决方案的服务。

※中国物流界的骄子

唯一的铁道部下属专业物流上市公司，唯一的中国铁路特种箱/罐运营者，唯一的铁路冷藏箱物流发展者，唯一的专有铁路线的上市公司经营者……。其中冷链物流、化工和危险品物流、多式联运等都是国家“物流振兴计划”中重点要求发展的专项物流。展望“十二·五”，公司将在冷链物流、化工物流和其他特种箱运输方面迎来重大发展机遇。

※铁路化工和危险品运输，正在酝酿开放和增长的突破

安全性是危险品运输的第一要求。铁路这种最安全和最经济的运输模式却一直占据很少的市场份额，或者处于半开半闭或者逐渐萎缩的状态。随着高速铁路网络逐渐建成通车，铁路货运能力快速释放，铁路集装箱（集装罐）化工和危险品运输将快速开放以致鼓励发展。铁道部在这方面不断积累人才储备和技术储备，铁龙物流的专用化工集装罐将迎来发展春天。

※铁路冷链物流，逐渐恢复应有市场分额

我国幅员辽阔，以农产品为主的冷连物流在时间和空间上跨度都比较大。铁路冷链运输，具有较高的技术装备条件和高标准的技术作业体系，将在全国冷链物流市场中首先恢复其市场份额——500 万吨/年运量，然后按照国务院《农产品冷链物流发展规划》要求发展更高份额。

※专营铁路，确定的收益增长

沙鲅铁路为营口港的专业集疏运铁路。近年来，营口港吞吐量快速增长，大客户的大宗货物的运输需求增多。沙鲅铁路在 2011 年完成第二次技术改造后(已经立项)，货运能力将从 5000 万吨/年增加到 8000 万吨/年，由此货运收益也将大增。

※公司估值

根据总体业务预测，2010~2013 年的每股收益分别为 0.50 元、0.67 元、1.08 元和 1.98 元，我们给予铁龙物流为“买入”评级。

※风险提示

铁路改革几经波折，铁路运输和物流发展也几经波折。随着公司向专业冷藏运输和液体化工物流项目的拓展，公司在产品设计、业务拓展和运营方面将面临较大的挑战，或者说是一场攻坚战。

目 录

一、重要提示：铁龙物流战略	4
二、公司亮点	4
1、几个“唯一”，中国物流的 TEN-BAGGER	4
2、中铁集装箱能和量的释放加快铁龙的战略进程	6
3、技术装备基础支持其恢复冷链物流市场分额	10
4、铁路危险品运输，正在酝酿开放和增长的突破	13
5、面向客户需求，提供整体解决方案服务	16
6、唯一的专业铁路物流公司，资产注入的期望	17
三、公司盈利预测及估值	17
四、风险因素	20

图表目录

图表 1 全球主要国家和地区物流支出/GDP 占比	4
图表 2 中国铁路目前的主要运营数据	6
图表 3 《中国铁路中长期发展规划》路网示意图	7
图表 4 中国铁路货周转量中长期预测	7
图表 5 中国铁路货周转量中长期预测	8
图表 6 中国铁路货运发送量中长期预测	8
图表 7 中国铁路煤炭、矿石、石油、粮食和化肥等计划性货物发送量中长期预测	8
图表 8 中国铁路非指令性货运运能（可获取的）预测	9
图表 9 铁路 18 中心站和双层集装箱专列运营线路规划	9
图表 10 双层集装箱专列	10
图表 11 大跨度的冷连运输需求	11
图表 12 中国铁路现有机保冷藏车	12
图表 13 “十二·五”铁路冷藏车保有量和运量预测	13
图表 14 中国铁路化工品运量	14
图表 15 不锈钢通用罐式集装箱	14
图表 16 J23（1CC 型）不锈钢罐式集装箱	14
图表 17 JY24（1CC 型）氯乙烯罐式集装箱	15
图表 18 J8（1D 型）黄磷罐式集装箱	15
图表 19 20 英尺弧型罐式集装箱	15
图表 20 20 英尺弧型罐式集装箱	16
图表 21 中国铁路液体罐式箱业务发展预测	16
图表 21 铁龙物流整体物流解决方案体系	16
图表 22 公司主要业务及收入	17
图表 23 资本支出假设	18
图表 24 盈利预测结果	18

图表 25 可比公司的选择——集中在专业物流行业	18
图表 26 可比公司的基本财务对比	19
图表 27 可比公司的 PE 对比	19

一、重要提示：铁龙物流战略

在 2010 年 10 月 26 日的临时股东大会，重新选举祝朱友文先生担任公司董事长。朱友文同时也担任铁龙物流母公司中铁集装箱公司和中铁联合国际集装箱公司的董事长。在随后的董事会上公司重申继续延续既定的发展战略：

公司将积极策应中国铁路跨越式发展的大机遇，策应中国铁路集装箱多式联运建设的大发展的机遇，积极跟进，抢占先机，拓展基地，延伸链条。充分利用大物流的概念建基地、进行投融资，延伸其他的经营链条。把公司打造成为以铁路集装箱为主体、全国性的、网络型的现代物流企业。

（数据来源，上市公司）

具体理解，铁龙物流将根据铁道部的集装箱运输整体战略规划，铁龙物流将以铁路特种箱为载体，面向化工物流、冷链物流和特种货物运输，为客户提供端对端的多式联运和整体物流解决方案的全程物流供应商。核心竞争力是铁路冷链物流和铁路化工集装箱/集装箱整体物流专有供应商。

二、公司亮点

1、几个“唯一”，中国物流的 Ten-bagger

按照全球惯例，物流费用的降低被公认为企业的第三利润源。目前中国企业在物流上的成本花费占 GDP 的 18%。在许多领域，中国企业物流成本约比美国企业高出 40 至 50。中国物流市场加快与世界水平接轨，是中国物流业市场规模迅速扩大的主要利好因素之一。

图表 1 全球主要国家和地区物流支出/GDP 占比

Global Logistics Costs and Third-Party Logistics Revenue (US\$ Billions)					
Region	Country	GDP-2009	Logistics Costs	Logistics (GDP %)	3PL Revenue
North America	Canada	1,335.00	132.2	9.90%	11.1
	Mexico	1,017.00	151.8	14.90%	9.9
	United States	14,430.00	1,357.40	9.40%	107.1
Region		16,782.00	1,641.40	9.80%	128.1
Europe	France	2,666.00	253.3	9.20%	25.6
	Germany	3,273.00	261.5	8.30%	26.5
	Italy	2,114.00	223.2	9.40%	23.6
	Netherlands	799	63.9	8.10%	9.1
	Spain	1,466.00	200.5	9.40%	18.9
	United Kingdom	2,224.00	222.4	8.50%	22.2
	Others	3,638.00	366.8	9.00%	36.4

Region		16,180.00	1,591.60	9.80%	162.3
Asia Pacific	China	4,814.00	869.4	18.10%	61
	Hong Kong	211.3	19	9.00%	2.2
	India	1,095.00	142.8	13.00%	8.1
	Japan	5,108.00	444.4	8.70%	39.1
	Singapore	165	14.9	9.00%	1.7
	South Korea	809.7	72.7	9.00%	8
	Taiwan	361.5	32.4	9.00%	3.6
	Others	1,708.20	183.5	10.70%	13
Region		14,272.70	1,779.10	12.50%	136.7
South America	Brazil	1,499.00	222.7	14.90%	14.3
	Venezuela	357.6	42.6	11.90%	2.5
	Argentina	304.9	38.4	12.60%	2.3
	Others	636.6	90.1	14.20%	6.9
Region		2,798.10	393.8	14.10%	26
Central America*		136.5	20.6	15.10%	1.6
Australia		930.8	97.9	10.50%	9.7
United Arab Emirates (Dubai)		231.3	27.7	12.00%	2.8
Remaining Regions /Countries		6,738.60	1,071.90	15.90%	39.9
Total		58,070.00	6,624.00	11.40%	507.1

数据来源：2010, IDC

从以上表上数据看出，中国的物流占 GDP 比例独占鳌头。中国交通运输协会指出，中国居高不下的货物运输成本需引起高度重视。中国的货物运输成本比西方发达国家高出 3 倍，物流费用占货品总成本多达 30%。

根据国务院《物流业调整和振兴规划》指导思想，我国在以下物流领域还需要大力发展，还存在许多不足：

- 多式联运是物流运输操作环节提高效率的主要领域之一，但是在中国由于行业和条块管制的种种原因，多式联运多年来一直是我国物流界痛。
- 危险品运输，由于我们的管理理念和监管手段，主要是“事前严控”，或者严管自己领地不出事，往外推。而非系统的“过程管理”和体系管理。致使我们的危险品大部分流向一种比较不安全或比较不经济的公路运输，铁路和水运份额远低于合理水平。
- 农产品冷链物流，发展仍处于起步阶段，规模化、系统化的冷链物流体系尚未形成，与发展现代农业、居民消费和扩大农产品出口的需求相比仍有差距。铁路系统由于多年

能力瓶颈制约，无力发展冷链运输，市场份额也在逐年萎缩。

● 等等...

这些，都把我们眼球集中到铁龙物流身上。铁龙物流由于其所属行业地位特殊性，具有以下特质：

- 唯一的铁道部下属专业物流上市公司，
- 唯一的中国铁路特种箱/罐运营者，
- 唯一的铁路冷藏箱物流发展者，
- 唯一的专有铁路线的上市公司经营者。

多年来，铁龙物流一直受宠于铁道部管理层，一直由上一级/母公司的一把手担任董事长，于是铁龙物流有着过去几年发展的光辉历程。在展望“十二·五”，铁龙物流将在冷链物流、危险品物流、特种箱运输和铁路专业支线经营方面迎来重大发展机遇。

2、中铁集装箱能和量的释放加快铁龙的战略进程

2009 年，中国铁路运输中集装箱运输全部运量为 347 万 TEU（同期铁龙物流的集装箱运量约 30 万 TEU）。整体运量为全路发、运量的 2.56%。2009 年，全国公路运输集装箱 5281.94 万 TEU、货运量 59588.22 万吨，全国水路运输集装箱 3011.03 万 TEU、货运量 34578.31 万吨。

而同期的发达国家，比如美国和法国，铁路集装箱化运输高达 40%以上，英国和加拿大铁路集装箱化运输也高达 30%以上。

图表 2 中国铁路目前的主要运营数据

	栏目	数据
运营铁路里程	全路运营里程（万公里）	9.0
	复现里程比率	45%
	电气化里程比率	45%
货运量	货运量（百万吨）	3,333.479
	货运周转量（十亿吨公里）	2,523.92
	集装箱运量（万 TEU）	300
主要计划性运量	煤炭运量（百万吨）	1327.20
	油料运量（百万吨）	125.31
国家铁路货车总标记载重量(万吨)		3644.9

数据来源：2010，铁道部，方正证券研究所

同时，铁路集装箱办理站的技术装备也比较落后。少量货运站配备正面吊装设备，而大部分车站采用龙门吊、汽吊或其他吊装设备。这样集装箱的吊装效率低下，安全性差，对集装箱的损坏也比较严重，尤其不适宜对危险品集装箱操作。

同时，大部分货运站沿袭传统站场布局，集装箱堆场布局不合理，容量也有限。

虽然铁道部多年来一直很重视集装箱的发展，但是由于能力瓶颈限制和铁路客运发展的迫切压力，一直有心无力支持集装箱发展。

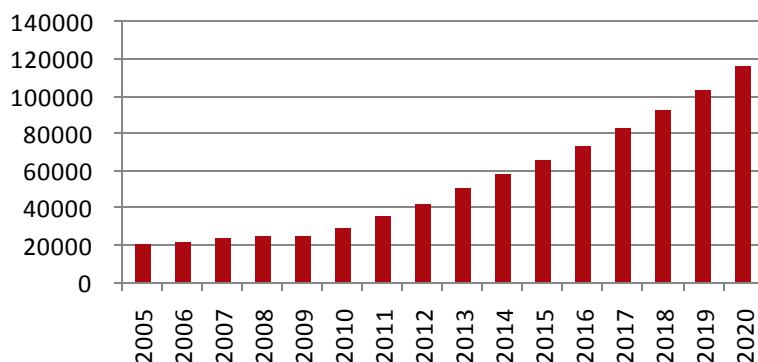
图表 3 《中国铁路中长期发展规划》路网示意图



资料来源：铁道部，方正证券研究所

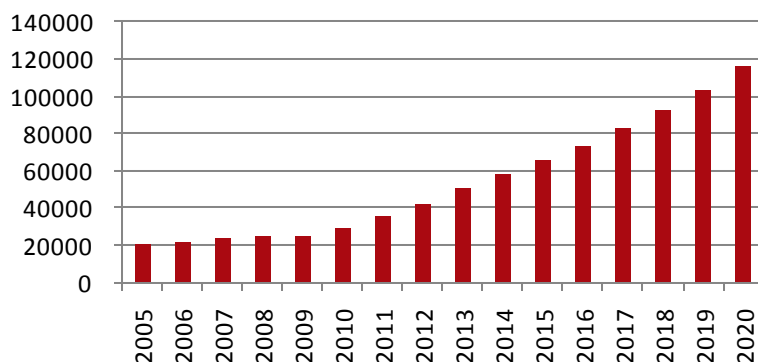
根据整个路网建设，包括高速铁路建设、电气化改造、复线改造和铁路货运车辆升级换代等基础建设的进度，我们预测整体铁路运量的增长在“十二·五”期间乃至后五年将有飞速的发展。

图表 4 中国铁路货周转量中长期预测



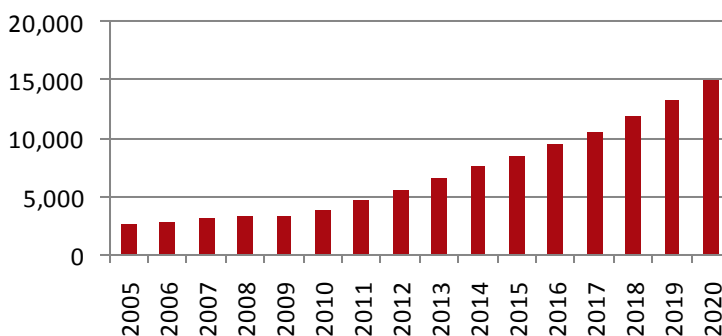
资料来源：铁道部，方正证券研究所

图表 5 中国铁路货周转量中长期预测



资料来源：铁道部，方正证券研究所

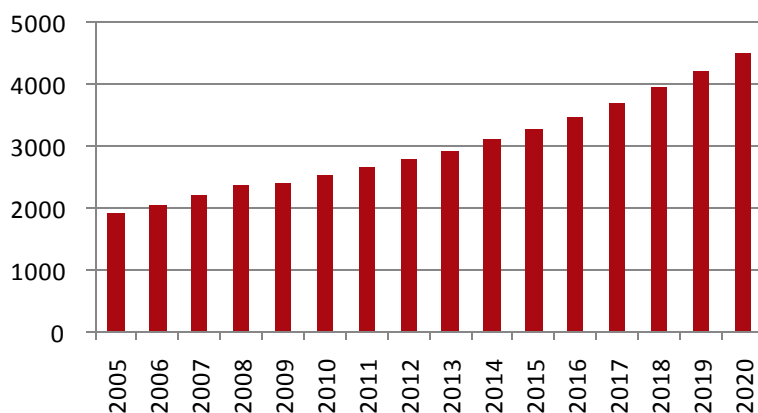
图表 6 中国铁路货运发送量中长期预测



资料来源：铁道部，方正证券研究所

同时，再根据中国煤炭消费和铁路运输理念数据，采用趋势外推法，预测出今后“十二·五”期间煤炭和石油运量如下表。

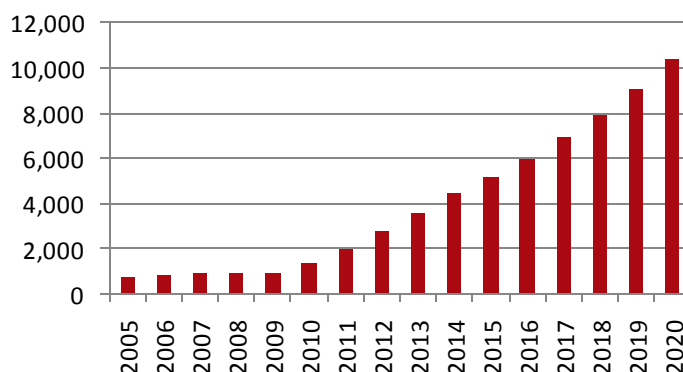
图表 7 中国铁路煤炭、矿石、石油、粮食和化肥等计划性货物发送量中长期预测



资料来源：铁道部，方正证券研究所

这样，我们可以推测，今后十年，可获取铁路运能（为其他非指令性货运发送）空间如下表所示：

图表 8 中国铁路非指令性货运运能（可获取的）预测



资料来源：铁道部，方正证券研究所

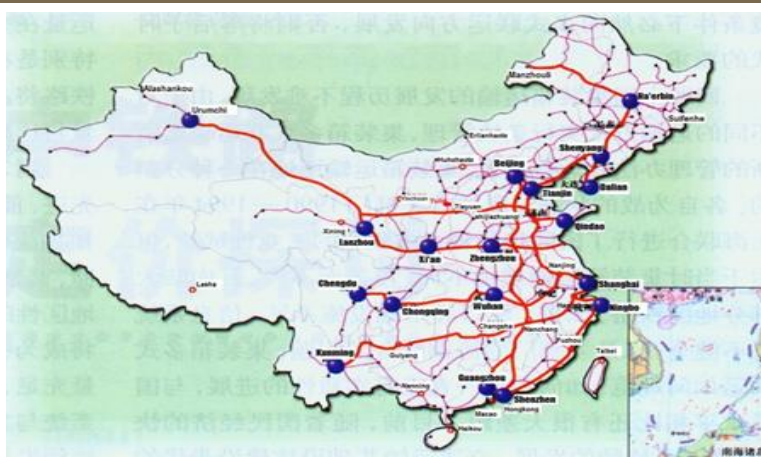
可以看出，从明年起，铁路货运运能将加速释放，那么下一个重点领域就是集装箱业务的发展。

这样，铁道部在《中国铁路中长期发展规划》中规划以高速铁路网络建设为主的铁路干线网络建设的同时，也详细规划了铁路集装箱运输网络和运营体系安排。包括：

集装箱中心站建设：中铁集装箱公司为主，联合国内外主要的 7 家物流巨头和投资巨头，成立中铁联合国际集装箱有限公司，计划投资 140 亿人民币，改造或新建 18 个集装箱中心站。各个中心站按照现代物流的要求，建设高标准的集装箱作业和堆放场地。建立面向市场的经营体制。

集装箱班列和双层集装箱班列运营线路：同时，在全路的主要运输干线上进行技术改造，提高限制弯道标准、提高线路的限界标准。计划完成主要大通道双层集装箱专列开行。

图表 9 铁路 18 中心站和双层集装箱专列运营线路规划



资料来源：铁道部，方正证券研究所

图表 10 双层集装箱专列



资料来源：铁道部，方正证券研究所

这样，中国铁路集装箱运输在 2015 年后将迅速提升到铁路运输占比达到 10%合理水平，将从目前 2.56%占比翻两番。

也就在这样历史条件下，铁龙物流的特种集装箱将获得历史性的发展机遇。尤其在冷连运输和化工品运输上获得历史性的恢复和国家战略性支持。

3、技术装备基础支持其恢复冷链物流市场分额

根据《农产品冷链物流发展规划》中“建立主要品种和重点地区农产品冷链物流体系”主要任务包括：

1. 鼓励肉类农产品冷链物流发展。积极发展覆盖生产、储存、运输及销售整个环节的冷链，建立全程“无断链”的肉类冷链物流体系。重点发展猪肉冷链物流，减少生猪活体的跨区域运输，积极发展从中部、华南地区到珠三角、长三角、港澳等沿海地区，从东北地区到京津地区的冷链物流体系。围绕肉类屠宰加工企业，加快大中城市猪肉冷链配送发展，推广品牌冷鲜肉消费。积极发展牛羊肉冷链物流，逐步完善从中部地区到京津、环渤海和长三角地区，西北地区到中亚和中东市场，西南地区到华南地区的牛羊肉冷链物流体系。
2. 加快推广水产品冷链物流体系建设。积极培育长三角、珠三角和环渤海地区为重点的水产品产销集中区，进一步完善水产品超低温储藏、运输、包装和加工体系，促进远洋等高端水产品消费。积极推动黄淮海、东南沿海、长江流域等水产品优势产区到中西部大中城市的水产品冷链物流体系，提高内陆居民水产品消费量。
3. 逐步推进果蔬冷链物流发展。适应市场需要，选择部分高价值的特色蔬菜、水果推广产后预冷、初加工、储存保鲜

和低温运输技术，发展一体化冷链物流，建立跨地区长途调运的冷链物流体系，促进反季节销售。积极推动苹果、柑橘、葡萄、香梨、热带水果等特色水果产区到大中城市的水果冷链物流体系，以及蒜苔、芦笋等反季节蔬菜和特色蔬菜的南菜北运、东菜西输冷链物流体系建设。积极推进乳制品、冰淇淋飞速冻产品等其他产品的冷链物流发展。

（数据来源：《农产品冷链物流发展规划》）

图表 11 大跨度的冷连运输需求



资料来源：《农产品冷链物流发展规划》，方正证券研究所

同时，根据国务院《农产品冷链物流发展规划》的发展目标：到 2015 年，建成一批效率高、规模大、技术新的跨区域冷链物流配送中心，冷链物流核心技术得到广泛推广，形成一批具有较强资源整合能力和国际竞争力的核心冷链物流企业，初步建成布局合理、设施先进、上下游衔接、功能完善、管理规范、标准健全的农产品冷链物流服务体系。肉类和水产品冷链物流水平显著提高，食品安全保障能力显著增强；果蔬冷链物流进一步加快发展。果蔬、肉类、水产品冷链流通率分别提高到 20%、30%、36% 以上，冷藏运输率分别提高到 30%、50%、65% 左右，流通环节产品腐损率分别降至 15%、8%、10% 以下。

同时，根据我国大跨度冷链运输需求，铁路运输将在整体冷链物流中占据 10%（保守估计）以上份额。实际上，在上个世纪 90 年代，铁路冷藏运输每年也有 2000 万吨以上运量。只是，由于种种原因，铁路的冷藏运输逐渐萎缩，到目前也只有每年 500 万吨水平。

目前，中铁铁货运输有限公司保有 2000 台机保冷藏车，其车型如下图所示。每年有 500 万吨的运量市场份额。主要客户和市场有蒙牛、伊利、和路雪、双汇、三全、思念、金锣、吉泰物流等国

内食品生产大客户。在蔬菜、水果、冻鱼、冻肉、速冻食品、液态奶、冰淇淋、鲜蛋等冷鲜货物运输上具有一定的市场份额。

但是，机保冷藏车由于其物流操作上不灵活，在多式联运上效率低下。并其车型老化，不适应现代物流的需求发展。铁道部决定将在 3 年内逐渐淘汰机保冷藏车，该由铁龙物流的新型冷藏车的替代机保冷藏车所有运营和市场份额，并鼓励铁龙物流按照国家《农产品冷链物流发展规划》的发展目标，大力发展各类适用市场需求的新型冷藏车，丰富运载工具，发展现代冷连物流解决方案。

图表 12 中国铁路现有机保冷藏车



资料来源：《农产品冷链物流发展规划》，方正证券研究所

铁龙物流首批 45 英尺冷藏集装箱项目：

2009 年 8 月，铁龙物流董事会批准投资购置 250 只 45 英尺冷藏集装箱，2009 年 11 月首批冷藏箱试运成功，开始了上路为期一年的正式运行，并为铁道部获取所有技术数据后进行技术定型做好准备。

今年 11 月，铁龙物流按照铁道部的要求，完成了首批 100 个冷藏箱研发、设计、样品试验、首批上路运行和 1 年试运行整个程序。在这之后，铁道部将进行“技术定型”，包括产品定型、技术指标定型和运费定型等。之后，铁龙物流将进行批量生产，逐级扩大市场投放。

同时，按照铁道部统一部署，中铁特货将在 3 年内逐渐淘汰所有的 1700 量机保车-冷藏车，将每年 500 万吨的冷藏运输转移到铁龙物流的冷藏箱运量上来。同时，按照铁路 3 年恢复到 2000 万吨冷藏运输的大胆的预测，按照国务院“十二·五”冷链物流的规划，5 年后铁路将达到 10%整体冷链物流的市场份额这样一个正常水平。

按照以上内容，我们按照保守和大胆两种趋势预测铁龙物流冷藏箱未来发展需求，并取折中运量作为我们的预测。这样，预测今后 5 年铁龙物流的冷藏车保有量增长如下图所示：

图表 13 “十二·五”铁路冷藏车保有量和运量预测

	2010	2011E	2012E	2013E
冷藏箱(45ft)保有量预测-保守（箱）	100	500	2000	5,000
冷藏箱(45ft)保有量预测-激进（箱）	100	1000	5000	10000
冷藏箱(45ft)保有量预测-折中（箱）	100	750	3500	7500
冷藏运量预测-保守（万吨）	10	50	200	500
冷藏运量预测-激进（万吨）	10	100	500	1000
冷藏运量预测-折中（万吨）	10	75	350	750

数据来源：方正证券研究所

铁道部拟将进行“技术定型”的冷藏箱具有较高的科技含量，包括以 GPS/GPRS 为基础的定位和通讯模块，包括货物温度监控、油箱、油耗，发动机工作状态监控和远程控制开关等。这些都为铁路冷藏箱在大跨度、高品位、精准定位跟踪等方面占据市场领先地位。

4、铁路危险品运输，正在酝酿开放和增长的突破

铁路运输由于其安全性和经济性，在危险品运输上具有很高的比较优势。

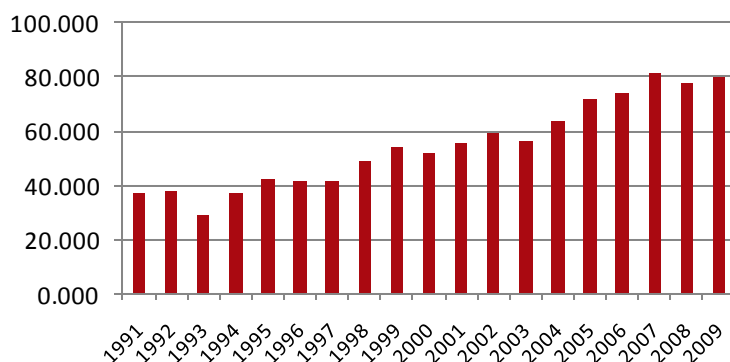
比如，美国化工巨头 Dow Chemical 拥有企业自备液体化工罐车 24,000 车和各类集装箱、ISO Tank，主要用于陆上化工产品运输。在全球，Dow Chemical 每年将有大约 60 百万吨化工品运输（2/3 成品，1/3 原料和中间体）。其中 45%通过公路运输，26%通过铁路运输，21%通过海运，8%是管道运输。

而在中国，总投资额超过 30 亿美元的扬子石化-巴斯夫（扬巴石化）项目，位于南京市长江北岸，拥有 9 个工厂，年产乙烯 60 万吨以上及成品 150 万吨。该公司拥有 16 罐的油库，经营 3 个自营码头，并且还有自己的化工专用线和工业站。尽管具有这样的相当典型的优势，但是由于铁路系统的复杂许可证管理系统以及运营系统，扬巴石化项目每年通过铁路运输的总运量也只有 10 万吨左右。

同样地，Dow Chemical 在经历 6~8 个月的许可审批后，张家港的 Latex 项目获得 200 个 ISO Tank 铁路运营许可证，这样才有每年 2 万吨左右的铁路运输量。

2009 年，全国港口完成液体散货吞吐量 7.42 亿吨，增长 12.9%；干散货吞吐量 44.04 亿吨，增长 10.8%；液体散货在港口货物吞吐量中所占比重分别为 9.7%。

图表 14 中国铁路化工品运量



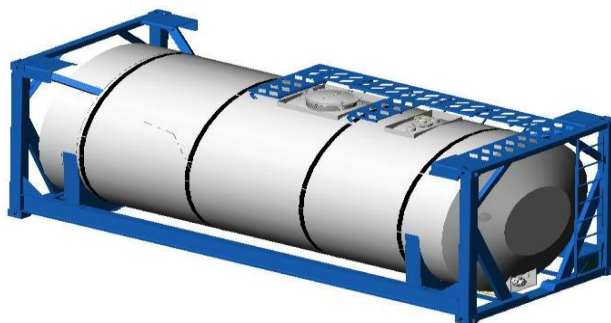
资料来源：铁道部，方正证券研究所

可见，铁路化工品运输只占微弱的市场份额。

2009年铁龙物流制造和市场投放了1000液体化工集装罐。2010年铁龙物流制造和市场投放了3000液体化工集装罐。主要用于甲醇、乙醇和一些非危险品和低危险品运输。

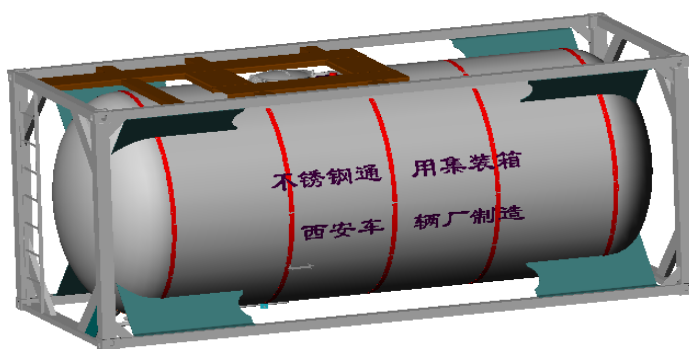
以下是几种典型罐式箱图例，主要用于化工品运输。

图表 15 不锈钢通用罐式集装箱



资料来源：铁道部，方正证券研究所 适用范围：酸碱类及危险品化工品运输

图表 16 J23（1CC 型）不锈钢罐式集装箱



资料来源：铁道部，方正证券研究所 适用范围：酸碱类及危险品化工品运输

图表 17 JY24（1CC 型）氯乙烯罐式集装箱



资料来源：铁道部，方正证券研究所

图表 18 J8（1D 型）黄磷罐式集装箱



资料来源：铁道部，方正证券研究所

图表 19 20 英尺弧型罐式集装箱



资料来源：铁道部，方正证券研究所

图表 20 20 英尺弧型罐式集装箱



资料来源：铁道部，方正证券研究所 适用范围：轻质油及化工品运输

图表 21 中国铁路液体罐式箱业务发展预测

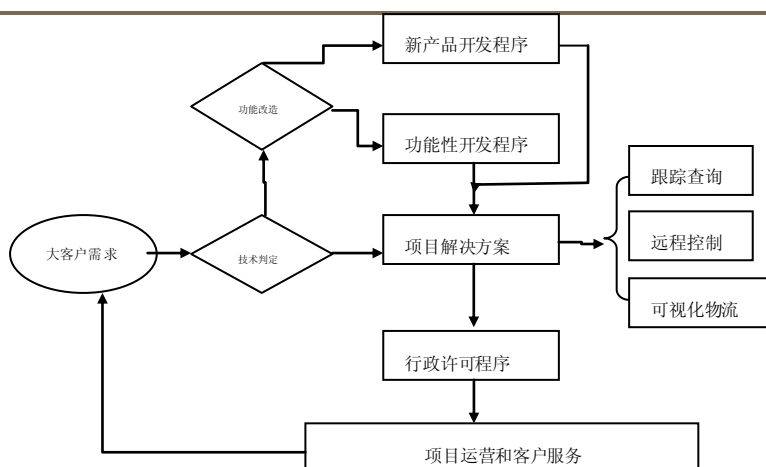
	2010E	2011E	2012E	2013E
液体化工罐保有量（箱）	2800	7000	12000	30000
运量预测（万吨）	73.92	184.8	316.8	792

5、面向客户需求，提供整体解决方案服务

现代物流追求的是面对需求，提供端对端（End-End）的整体物流解决方案，追求整体物流和供应链的实效（Lead Time）、成本（Cost-Down）、安全（Safety）和可视化（Visible）综合服务。

按照公司“基于铁路特种集装箱的对式联运和整体物流解决方案的物流供应商”的战略部署，铁龙物流已经建立了整体物流解决方案的体系，如下图所示：

图表 22 铁龙物流整体物流解决方案体系



资料来源：方正证券研究所

案例：中石化四川硫磺项目。公司按照以上程序， 为中石化四川项目定制 1000 个特种硫磺箱，并双方签订基于项目永续期的物流服务合同。

6、唯一的专业铁路物流公司，资产注入的期望

“民资开闸放水，老大成突破口”。多元化的铁路投资渠道开放，尤其是铁路运输主业的投资开放，将为铁龙物流的这个集多种“唯一”于一身的投资平台，为铁路资产注入或重组展开巨大的想象空间。

铁道部下属 3 大专业物流运输公司，集装箱、快运和特货运输。铁龙物流具有长期上市公司治理经验，具有良好面向市场的专业物流管理经验，具有专业线运营管理经验。十二·五 期间，铁路融资压力和铁路专业物流的发展，都为铁龙物流获取铁道部优质资产注入打下良好基础。

三、公司盈利预测及估值

1、盈利预测

假设条件：

假设一：公司经营效率和财务政策在可预见范围内不会发生重大变化

假设二：公司经营战略按照铁道部要求，达到既定目标

假设三：公司各项业务的毛利率水平相对稳定，无大幅波动

2、盈利预测假设

图表 23 公司主要业务及收入

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
铁路货运收入（百万元）	284	459	766	1160	1444	1998	2202
% YoY		161	167	151	125	138	110
铁路客运收入（百万元）	137	137	137	137	137	137	137
% YoY		100	100	100	100	100	100
特种箱收入（百万元）	312	348	327	456	883	1980	6483
% YoY		112	94	139	194	224	328
房地产收入(百万元)	712	367	250	450	560	880	960
% YoY		52	68	180	124	157	109
其他收入(百万元)	109	128					
% YoY							
合计收入(百万元)	1,580	1,523	1,566	2,278	3,099	5,069	9,858
% YoY		96	103	145	136	164	194

资料来源：， 公司资料， 方正证券研究所

图表 24 资本支出假设

	2010E	2011E	2012E	2013E
(百万元)				
沙鲛铁路二期改造	120			
新造箱		1,200	3,120	12,570
其他基本建设项目				
资本支出总计	120	1,200	3,120	12,570

资料来源：，公司资料，方正证券研究所

图表 25 盈利预测结果

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
(百万元)							
主营业务收入	1579.82	1522.62	1566.85	2277.65	3099.05	5069.36	9857.67
主营业务成本	1010.07	995.00	977.91	1449.86	2028.72	3327.86	6465.20
毛利	569.76	527.62	588.94	827.79	1070.33	1741.50	3392.46
营业税金及附加	71.72	56.88	54.03	80.72	108.84	178.58	346.91
销售费用	36.72	29.10	24.71	26.19	24.79	30.42	49.29
管理费用	43.43	46.99	49.52	52.39	49.58	60.83	98.58
财务费用	15.14	8.35	-5.92	-5.00	-5.96	22.56	238.98
投资收益	1.44	3.52	6.99	5.83	6.22	6.09	6.13
营业利润	404.76	389.07	474.35	679.32	899.29	1455.21	2664.85
营业外收入	2.84	4.23	18.85	13.98	15.60	15.06	15.24
营业外支出	1.60	2.91	21.96	15.61	17.72	17.02	17.25
利润总额	406.00	390.38	471.25	677.69	897.17	1453.25	2662.83
所得税	123.76	94.99	121.27	169.42	224.29	363.31	665.71
净利润	282.24	295.39	349.98	508.27	672.87	1089.94	1997.12
少数股东损益	0.84	0.80	1.18	1.61	2.18	3.50	6.44
归属于母公司净利润	281.40	294.59	348.80	506.66	670.69	1086.43	1990.69
每股收益	0.34	0.29	0.35	0.50	0.67	1.08	1.98

资料来源：，公司资料，方正证券研究所

根据上述假设，预计公司 2010-2013 年分别实现营业收入为 22.8 亿元、31.0 亿元、50.7 亿元和 98.6 亿元，分别实现净利润 5.1 亿元、6.7 亿元、10.9 亿元和 20.0 亿元，以不变总股本 1004.25 万股计算每股收益分别为 0.50 元、0.67 元、1.08 元和 1.98 元。

2、相对估值法估值

■ 我们采用 PE（市盈率）的方法对铁龙物流进行相对估值

图表 26 可比公司的选择——集中在专业物流行业

可比公司	市值（亿元）	选择/不选择原因
中储运	74	主营仓储物流业务
外运发展	90	主营航空货运业务

交运股份	78	主营区域配送和城市物流业务
怡亚通	78	主营供应链物流业务
铁龙物流	144	主营铁路特种箱物流和铁路运输

资料来源: Wind, 截至2010年10月26日, 公司资料, 方正证券研究所

图表 27 可比公司的基本财务对比

指标名称	铁龙物流	中储股份	外运发展	交运股份	怡亚通
总股本(亿股)	10.04	8.40	9.05	7.31	5.56
流通股合计(亿股)	7.03	3.92	3.31	3.72	2.37
营业收入(亿元)	11.45	84.37	16.08	25.13	25.93
营业收入同比增长率(%)	75.28	41.95	75.65	48.43	156.08
营业利润(亿元)	3.23	1.99	2.62	1.62	0.97
营业利润同比增长率(%)	33.60	58.67	1,257.45	79.96	111.21
净利润(亿元)	2.43	1.23	2.90	1.31	0.75
净利润同比增长率(%)	33.68	23.85	2,319.83	68.49	74.64
归属于母公司所有者的净利润(亿元)	2.43	1.18	2.90	0.94	0.82
归属于母公司所有者的净利润同比增长率(%)	33.75	25.87	2,310.12	73.56	101.57
基本每股收益(元)	0.24	0.14	0.32	0.13	0.15
基本每股收益同比增长率(%)	33.70	10.42	2,304.51	73.68	36.36
净资产收益率(%)	8.55	2.94	6.15	5.06	5.92
净资产收益率同比增长率(%)	18.19	-3.96	1,977.17	50.23	73.14
销售毛利率(%)	33.99	6.15	9.49	17.99	6.84
销售毛利率同比增长率(%)	-24.33	-13.30	4.84	-4.10	-56.35
销售净利率(%)	21.24	1.45	18.03	5.22	2.89
销售净利率同比增长率(%)	-23.73	-12.75	1,277.67	13.51	-31.80
资产负债率(%)	7.43	54.15	16.07	49.19	87.70
资产负债率同比增长率(%)	13.50	-12.80	17.46	-10.56	10.25

资料来源: Wind, 截至2010年10月26日, 公司资料, 方正证券研究所

我们从A股上市的港口公司中根据其业务和规模的相似性选取了中储股份、外运发展、交运股份和怡亚通4家可比公司。

图表 28 可比公司的 PE 对比

股票代码	公司简称	股价	每股收益 (元/股)			市盈率 (倍)		
			2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E
600787	中储运	8.92	0.22	0.34	0.45	41.05	26.06	20.00
600270	外运发展	9.92	0.25	0.53	0.59	39.21	18.88	16.95
600676	交运股份	7.77	0.21	0.36	0.49	37.02	21.58	15.86
002183	怡亚通	14.63	0.21	0.33	0.43	70.54	44.27	34.16
平均值		10.31	0.22	0.39	0.49	46.96	27.70	21.75

资料来源: Wind, 截至2010年11月1日, 公司资料, 方正证券研究所

我们综合考察了铁龙物流相对其他可比公司在业务结构、盈利能力、行业地位、成长性、抗风险能力等方面的表现，鉴于铁龙物流在上述各方面的表现都优于可比公司平均，我们认为可给予铁龙物流可比公司平均市盈率 10% 的溢价，同时，专业物流企业在我国还属于新兴重点扶持发展的行业，按照 2012 年 24 倍市盈率进行估值，公司每股目标价格为 26 元。

四、风险因素

受全球金融危机的影响，公司 2008 年经营业绩有所下滑，国际进出口运输（木材箱运输）受冲击较大，但随着金融危机有所缓和，公司 2009~2010 年的经营业绩出现了较大提升。

如果宏观经济环境如有二次探底的可能，公司的经营业绩仍有受到冲击的风险。

随着公司向专业冷藏运输和液体化工物流项目的拓展，公司在产品设计、业务拓展和运营方面将面临较大的挑战，或者说是一场攻坚战。这些在公司治理环境和市场竞争方面都还有巨大挑战。

公司投资评级的说明:

买入：预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 20%以上；

增持：预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 10%-20%；

中性：预期未来 6 个月内该公司股价变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来 6 个月内该公司股价下跌幅度在 10%以上。

行业投资评级的说明:

增持：预期未来 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 10%以上；

中性：预期未来 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在-10%—10%；

减持：预期未来 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 10%以上。

特别声明与免责条款:

本报告版权归“方正证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“方正证券”，且不得对本报告进行有悖本意的删节和修改。

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司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，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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。在法律允许的情况下，我公司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多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前使用或了解其中的信息。

北京

地址：北京市西城区阜外大街甲 34 号方正证券大厦 8 楼（100037）

电话：(8610) 68584820

传真：(8610) 68584803

网址：<http://www.foundersc.com>

E-mail: yjzx@foundersc.com

长沙

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 200 号华侨国际大厦 24 楼（410015）

电话：(86731) 5832351

传真：(86731) 5832380

网址：<http://www.foundersc.com>

E-mail: yjzx@foundersc.com

杭州

地址：浙江省杭州市平海路 1 号方正大厦 4 楼（310006）

电话：(86571) 87782600

传真：(86571) 87782600

网址：<http://www.foundersc.com>

E-mail: yjzx@foundersc.com