

强烈推荐-A (维持)

铁龙物流 600125.SH

目标估值: N/A
当前股价: 14.25 元
2011 年 1 月 12 日

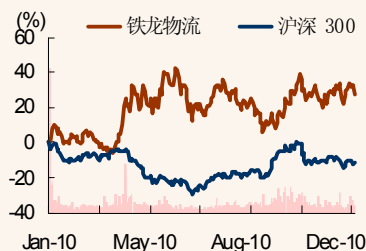
拟收上海铁洋股权，促进特箱业务发展

基础数据

上证综指	2804
总股本 (万股)	100425
已上市流通股 (万股)	70290
总市值 (亿元)	143
流通市值 (亿元)	100
每股净资产 (MRQ)	3.1
ROE (TTM)	13.7
资产负债率	10.0%
主要股东	中铁集装箱运输有限
主要股东持股比例	15.9%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	3	8	36
相对表现	4	-10	46



相关报告

- 1、《铁龙物流 (600125) - 业绩符合预期，等待冷箱业务开拓取得进展的信号》2010/10/20
- 2、《铁龙物流 (600125) - 行业发展渐入佳境，关注业务开拓进程与催化因素》2010/07/28

姚俊
S1090209090316

研究助理
罗嫣嫣 0755-82960274
luoyanyan@cmschina.com.cn

常涛
changt@cmschina.com.cn

事件:

公司昨日公告董事会决议，拟通过公开产权交易方式取得中国国际多式联运有限公司 (中铁多联) 持有的上海铁洋多是联运有限公司 (上海铁洋) 31.4% 的股权，标的挂牌价格 1742 万元。本次交易尚需在产交所成功摘牌并取得交割单后，与中铁多联签署股权转让协议。

评论:

1、上海铁洋为铁道部与 AP 穆勒集团的合资公司，主要从事海运货代和船代、跨境铁路运输、综合运输服务。

■ **上海铁洋股权结构:** 上海铁洋公司为铁道部和 AP 穆勒集团的合资公司。

- ✓ **本次交易前:** 中铁多联占 41% (铁龙大股东中铁集运的全资子公司)、上铁集运占 10% (实际控制人为上海铁路局)、香港克维拉占 49% (实际控制人为 AP 穆勒集团)。
- ✓ **本次交易后:** 铁龙物流占 31.4%、中铁多联占 9.6%、上铁集运占 10%、香港克维拉占 49%。

■ 上海铁洋下设宁波、深圳、广州、西安、大连等 13 家分公司和沈阳、郑州 2 家办事处，主要提供海运货代和船代、跨境铁路运输和综合运输服务。

2、收购价格基本合理，大股东承诺现金补偿。

■ **09 年 1 倍 PB，17.4 倍 PE 的收购价格基本合理，10 年亏损是转型的代价。** 铁洋公司 2009 年净利润约 320 万元，净资产约 5550 万元。31.4% 的股权对应的净利润和净资产分别约为 100 万元和 1742 万元。标的挂牌价格为 09 年 1 倍 PB 和 17.4 倍 PE，收购价格基本合理。2010 年铁洋出现亏损的原因主要是铁洋公司为推进向多式联运和特种集装箱业务的转型，逐步退出利润贡献比例较大且盈利相对稳定的传统船代和货代业务。

■ **铁龙大股东现金补偿承诺体现了大股东对公司的支持和对铁洋公司未来发展前景的信心。** 铁龙大股东中铁集运承诺，若上海铁洋公司 3 年内出现大额计提损失情况，用现金补足损失。

3、公司收购铁洋公司对短期业绩影响很小，但将为公司特箱业务的发展带来国际化的经验、成熟的网络和优质客户资源。

■ **铁洋公司具有开展全程物流业务、海铁联运和陆桥跨境运输业务的国际化经验。** 铁洋公司有 AP 穆勒集团带来的国际化管理经验。自 1996 年起开始在中国经营国际集装箱班列，专业从事跨境运输业务。提供从中国 50 多个从中国 50 多个城市，经由国际铁路联运穿越中国各陆路口岸，发往中亚、俄罗斯、蒙古、阿富汗、北朝鲜、越南、东南亚及东欧各国。同时从事海铁

联运业务和综合运输业务，拥有上海市颁发的化学危险品运输许可证，有从事非集装箱危险品、冷冻品的运输和仓储，以及普通集装箱铁路运输服务的经验。成为富士康和华为等知名企业运输服务提供商，客户涵盖中兴、海尔、长虹、LG、米其林、埃克森美孚、宜家、敦豪、韩进、马士基等大批国内外著名企业。

- **收购铁洋股权有利公司加速铁路特箱业务的服务模式的升级，积极在各种新的特种箱型上开展全程物流服务，增强对线下业务的控制力和管理能力。**铁龙物流的冷藏箱、化工箱等新型铁路特种集装箱是以全程物流的模式开展的，线下业务是公司的薄弱环节。收购铁洋公司股权将有助于公司借助铁洋公司的丰富经验、成熟的网络和优质的客户资源，加速提升全程物流的服务模式。
- **本次收购对公司业绩的短期影响较小。**上海铁洋公司一年盈利仅在数百万元，以公司持有 31.4%的股权计则更少，与公司目前数亿元的盈利规模相比微不足道。

4、“客货分线运营”是我国铁路未来发展的大趋势，公司铁路特箱业务前景广阔，我们看好公司的长期投资价值。大股东在向公司注入铁路特箱业务资产时承诺公司将拥有该业务的垄断经营权。在铁路货运运能大幅释放、我国产业升级和产业转移的背景下，公司特箱业务发展前景广阔。（具体参见我们前期的深度报告《铁龙物流（600125）-业绩符合预期，等待冷箱业务开拓取得进展的信号》2010/10/20）。昨日，铁路全国铁路开始实行新的列车运行图，“高铁动车组列车以加密为主，普速客车以优化调整为主，货运列车以增吨增量为主”的调整正是沿这一发展思路进行。

5、预计公司 2010-11 年 EPS 为 0.47 元和 0.58 元，维持强烈推荐-A 的评级。公司发展前景广阔，目前股价对应 2011 年仅不到 25 倍。我们认为今年应关注的可能的催化因素包括公司冷藏箱上量（我们认为这是比较明确的）、重要高铁线路的通车、高铁建设相关规划和举措超预期等。

6、风险提示：客货分线运营进程低于预期、公司铁路特箱业务推广低于预期等

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1092	1501	1981	2550	3178
现金	553	940	1094	1332	1687
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	5	9	13	18	22
应收款项	122	62	91	123	150
其它应收款	4	13	20	27	33
存货	395	447	716	986	1208
其他	14	29	47	64	78
非流动资产	1557	1569	1516	1457	1404
长期股权投资	60	58	58	58	58
固定资产	1416	1419	1372	1319	1272
无形资产	56	52	47	42	38
其他	25	39	38	37	36
资产总计	2650	3070	3497	4007	4582
流动负债	183	290	388	486	567
短期借款	40	0	0	0	0
应付账款	49	65	103	142	174
预收账款	12	98	157	217	265
其他	83	127	127	127	127
长期负债	14	39	39	39	39
长期借款	0	0	0	0	0
其他	14	39	39	39	39
负债合计	197	329	427	525	606
股本	1004	1004	1004	1004	1004
资本公积金	459	459	459	459	459
留存收益	988	1276	1604	2013	2506
少数股东权益	1	2	3	5	8
母公司所有者权益	2451	2739	3067	3476	3969
负债及权益合计	2650	3070	3497	4007	4582

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	270	712	341	436	570
净利润		349	468	585	704
折旧摊销		0	165	159	153
财务费用		0	(61)	(73)	(91)
投资收益		0	(5)	(5)	(5)
营运资金变动		0	(228)	(232)	(192)
其它		363	2	2	2
投资活动现金流	(311)	(223)	(112)	(100)	(100)
资本支出		0	(112)	(100)	(100)
其他投资		(223)	0	0	0
筹资活动现金流	(321)	(101)	(74)	(98)	(115)
借款变动		0	0	0	0
普通股增加		0	0	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	(140)	(175)	(211)
其他		(101)	66	78	96
现金净增加额	(363)	388	154	238	355

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1523	1567	2311	3110	3804
营业成本	995	978	1566	2157	2641
营业税金及附加	57	54	80	107	131
营业费用	29	25	36	49	60
管理费用	47	50	73	98	120
财务费用	8	(6)	(61)	(73)	(91)
资产减值损失	1	(1)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	4	7	5	5	5
营业利润	389	474	621	776	947
营业外收入	4	19	5	5	5
营业外支出	3	22	4	4	4
利润总额	390	471	622	777	948
所得税	95	121	152	190	242
净利润	295	350	470	587	706
少数股东损益	1	1	2	2	2
母公司所有者净利润	295	349	468	585	704
EPS (元)	0.29	0.36	0.47	0.58	0.70

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	-4%	3%	47%	35%	22%
营业利润	-4%	22%	31%	25%	22%
净利润	5%	18%	34%	25%	20%
获利能力					
毛利率	34.7%	37.6%	32.2%	30.6%	30.6%
净利率	19.3%	22.3%	20.3%	18.8%	18.5%
ROE	12.0%	13.1%	15.3%	16.8%	17.7%
ROIC	12.1%	12.7%	13.8%	15.2%	16.0%
偿债能力					
资产负债率	7.4%	10.7%	12.2%	13.1%	13.2%
净负债比率	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	6.0	5.2	5.1	5.2	5.6
速动比率	3.8	3.6	3.3	3.2	3.5
营运能力					
资产周转率	0.6	0.5	0.7	0.8	0.8
存货周转率	2.2	2.3	2.7	2.5	2.4
应收帐款周转率	17.7	17.1	30.3	29.1	27.9
应付帐款周转率	20.5	17.3	18.6	17.5	16.7
每股资料(元)					
每股收益	0.29	0.36	0.47	0.58	0.70
每股经营现金	0.27	0.71	0.34	0.43	0.57
每股净资产	2.44	2.73	3.05	3.46	3.95
每股股利	0.00	0.00	0.14	0.17	0.21
估值比率					
PE	41.8	34.3	26.3	21.0	17.5
PB	5.0	4.5	4.0	3.5	3.1
EV/EBITDA	23.5	20.8	18.0	15.2	13.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

姚俊，曾在招商局集团博士后科研工作站从事博士后研究，目前为招商证券研发中心交通行业研究员。

罗嫣嫣，上海交通大学交通运输（规划与管理）专业学士、硕士，美国乔治亚理工学院工业与系统工程专业硕士。09年5月加盟招商证券研发中心，从事航空机场、铁路和物流行业研究。

常涛，北京大学光华管理学院硕士，中国科学技术大学学士，曾供职于中国外运长航集团，长期从事干散货租船业务，对航运和港口业务有较为深刻的认识，对航运企业的运营有深入的研究，目前为招商证券交通行业研究员，负责航运、港口和公路板块的研究工作。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。