

买入 维持

铁龙物流（600125）

2011 年 01 月 17 日

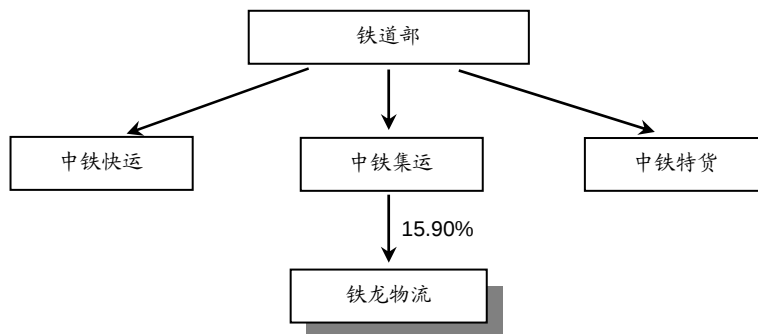
当高成长行业遇上独家经营

交运仓储行业分析师：钱列飞
SAC 执业证书编号：S0850210050004
qianlf@htsec.com
021-23219104

1. 铁路货运及临港物流、铁路特种箱、房地产业务是目前主要收入来源

公司大股东中铁集装箱运输有限责任公司（“中铁集运”）是铁道部下属三大专业运输公司之一，我国铁路集装箱的唯一承运人。铁龙物流是大股东控股的唯一上市公司。

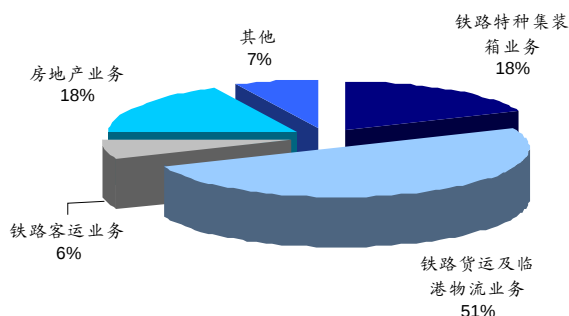
图 1 铁道部为公司实际控制人



资料来源：海通证券研究所

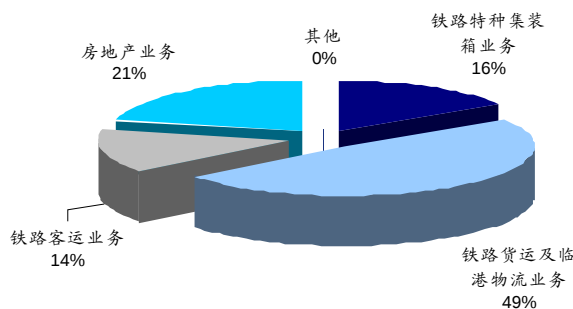
公司主业为铁路相关业务及其他，前项包括铁路特种集装箱业务、铁路货运及临港物流业务、铁路客运业务；其他业务包括房地产、酒店等。2010 年上半年，公司铁路货运及临港物流、铁路特种箱、房地产业务收入占比分别为 50.64%、18.30%和 17.94%，构成三大主要收入。

图 2 2010 上半年公司收入构成



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 3 2010 上半年公司营业利润构成



资料来源：公司公告，海通证券研究所

2. 高成长行业中的独家经营者

(1) 铁路特种箱市场有 13-21 倍增长空间, 行业长期景气将持续

我国于 1955 年开始铁路集装箱运输业务, 据中铁集运资料, 国内铁路货运中适箱货物占 9%-10%, 而 2009 年我国铁路集装箱运输占铁路货运量的比仅为 2.6%, 远低于适箱货比例, 也大幅落后欧美国家(法国约为 40%, 英国约为 30%, 加拿大约为 26%)。

我国铁路集装箱运输发展滞后, 主要原因在于: 铁路货物运能紧张, 约 90%的运力被煤炭、粮食等大宗战略物资占用, 留给集运的不足 10%; 集装箱物流中心建设、场站建设、组织调度以及专业设备落后等也制约了铁路集运的发展。目前全路实际办理集装箱业务的车站有 600 多个, 普遍规模小、业务量不足(甚至有的年办理量才 100TEU)、设备陈旧、辐射能力欠缺, 并且部分办理站之间相隔只有几十公里, 站与站之间存在争夺箱源现象。

据相关规划, 2012 年我国“四纵四横”铁路客运专线将建成, 加上铁路重载技术的推广(2015 年前超过 5 万公里重载货运铁路将建成), 铁路既有线货运能力将陆续得到释放; 而且随着 18 个铁路集装箱中心站全面建成(可能晚于 2012 年底, 目前已完成 9 个), 集装箱场站和组织调度效率将获得提升, 铁路集运需求满足率有望改善, 集运规模迎来质变机会。

目前我国铁路上运营的集装箱分普通箱和特种箱, 特种箱包括木材箱、汽车箱、罐式箱、干散货箱、冷藏箱等, 适用于特殊货物运输。我国铁路特种箱产生于 1999 年, 目前占铁路总集装箱发送量约 12.6%, 而国际上这一比例达到 20%-30%。有数据称, 到 2015 年我国铁路集装箱运输量或将达到 2000 万 TEU, 假设特种集装箱 12.6%的比例不变, 那么 2009-2015 年铁路特种箱运量复合增速将超过 35%。

要测算我国铁路特种箱的长期成长空间, 我们认为主要考虑铁路适箱货比例以及特种箱占比的国际水平。以前文讨论的我国 9%-10%的适箱货和 20%-30%的国际特种箱占比水平作为目标值, 我们认为目前分别仅 2.6%和 12.6%的水平主要受制于铁路运力。2010 年我国铁路总里程达到 9.1 万公里, 根据铁道部部长刘志军在 1 月 4 日的铁路工作会议上的讲话, 到 2015 年, 全国铁路营业里程达到 12 万公里以上。海通证券铁路装备行业分析师预计到 2020 年营业里程将达到 18 万公里以上, 铁路密度将升至 1.88 公里/百平方公里, 接近印度现有水平, 预计 2030 年达到美国 2.36 公里/百平方公里水平, 届时将充分释放铁路特种箱需求(相对于目前 5 至 10 倍的增长)。

但, 2015 年以高速铁路为骨架、总规模 5 万公里的快速铁路网将基本建成, 总规模 7 万公里的区际大能力通道布局成网, 繁忙干线将实现客货分线运输, 我们假设全国既有线路一半的客车被转移至客运线上, 新增铁路货运运力将达到 120%以上(假设条件: 1 辆货车 55 节平均载货 3500 吨; 1 辆客车 18 节平均载客 1000 人; 1 辆普通客车停开可增加 2 辆货车, 1 辆动车停开可增开 3 辆货车, 我们按 1 辆客车停开平均可增加 2.5 辆货车测算), 考虑这一块运力增长, 到 2030 年铁路特种箱运输将有 13-21 倍的长期增长空间, 如果再加上铁路运输货物结构变化导致适箱货比例提升, 预计空间会更大。

(2) 公司拥有特种集装箱铁路线上独家经营权

公司是中铁集运控股的唯一上市企业, 2006 年 1 季度公司使用自有资金完成收购中铁集运及其控股的 4 家公司的特种箱相关资产及业务, 开始进入特种集装箱运输行业(出租特种箱), 并拥有线上独家经营权。

公司特种集装箱业务有三种经营模式:

模式一: 特种集装箱线上经营业务。公司经营的特种集装箱属于“国铁箱”, 纳入中铁集运运输管理体系, 中铁集运就特种箱的线上运营管理向公司提供运输及综合服务, 包括重箱运输的管理、站内管理、空箱调运及管理, 公司每年向中铁集运支付特种箱使用费的 20%作为服务费; 公司则负责铁路特种箱的购置、维修、技术改造、新箱开发等。

模式二: 特种集装箱线下物流业务。即铁路运输以外的客户开发、物流方案策划、门到门短途汽车运输等。特种箱两端物流业务采用市场化运作模式, 市场化定价, 公司通过与终端客户签订物流业务合同, 直接从终端客户获得物流收入。

模式三: 汽车箱出租业务。从 2007 年 4 月 1 日起公司将包括 1897 只 50 英尺双层汽车箱、232 只 20 英尺双层汽车箱和 832 只台架式汽车箱, 共计 2961 只汽车箱租赁给中铁特货运输有限责任公司经营, 租金通过铁道部资金清算中心按季度向公司清算。

公司现有特种箱包括 5 大类 10 个品种, 3 万只左右, 包括木材箱、干散货箱、罐式箱(化工、轻油罐箱、散装水泥罐、水煤浆罐箱等)、汽车箱、冷藏箱。2010 年上半年公司铁路特种集装箱业务完成发送量 25.98 万 TEU(不含汽车箱发送量)同比增长 55.0%, 并实现收入 2.1 亿元, 同比增加 27.24%, 实现营业利润 5000 多万元, 毛利率约 30%。冷藏箱和化工箱是公司未来发展重心, 目前公司冷藏箱试运营 100 只, 化工箱上线运营 300 只, 我们预计到 2011 年底至少分别

有共计 500 只和 800 只投放市场。

3. 我国冷链物流有 5 倍以上的成长空间，铁路冷藏运输获得政府重点关注

温家宝总理在 2010 年 8 月份主持召开的国务院常务会议时指出，要加强产销地铁路专用线、铁路冷藏运输车辆及场站设施建设，促进大批量、长距离蔬菜的铁路运输。铁路冷藏箱将成为我国未来铁路冷藏运输的重要载体。

铁路冷藏运输是冷链物流的重要部分。据相关资料，目前日、韩冷链规模是我国的 10 至 20 倍，而欧美国家为我国的 5 至 10 倍。而且发达国家的经验表明，在人均 GDP 达到 4000 美元这个临界点后，冷链物流市场将迎来快速发展，而 2010 年我国人均 GDP 将接近这个水平（社科院《社会蓝皮书》预计 2010 年我国 GDP 总额突破 37 万亿元），意味着我国将进入冷链物流市场快速发展时期。以冷藏食品为例，我国有超过 1500 亿吨的冷藏食品需要运输，而每年单果蔬一类由于冷链物流缺失造成的损失达到 1000 亿元以上，相当于 2009 年 GDP 增长额的 2.5 个百分点，可以说冷链物流市场空间巨大。

表 1 冷冻冷藏市场情况

	数量（家）	年产量（万吨）	预计年增速
规模以上肉类食品厂	>2500	6000	5%
规模以上速冻食品厂	>2000	1000	20%
规模以上冷饮企业	>4000	150	7%
规模以上乳品企业	>1500	800	30%
水产品		4400	4%

资料来源：网络资料，海通证券研究所

从冷链物流设备供给看，据不完全统计，全国铁路总运行车辆 33 万多辆，冷藏车只有不足 7000 辆，其中机械保温车仅剩 1600 多辆，主要原因是铁路冷藏运输在运输工具、组织、服务及管理体制等方面存在诸多问题，运量呈逐年下降趋势，目前铁路冷藏运输已从 2000 年的 2000 万吨降至 500 万吨，冷藏运输量仅占易腐货物运量的 25%，占铁路货运运输总量（2009 年约 33.3 亿吨）微乎其微。

而公司重点开发的铁路冷藏箱与传统的冷藏保温车相比具有显著的优势。冷藏箱能够实现海运、公路、铁路等多式联运，为铁路冷藏运输纵向延伸创造条件，同时冷藏箱更符合现代冷链物流小批量、多批次的运输特点，而且在冷藏效果和效率上优势明显；相对于公路冷藏运输而言，铁路冷藏箱也存在竞争优势。与公路相比，冷藏箱除在长距离运输的成本方面占据优势，同时铁路还具备低碳、不受天气、路况等因素优势。公路冷藏箱需要专用拖车，而铁路冷藏箱柴电一体，自带油箱（油箱装满：7000-7180 公斤），同时具备自动监测、自动调控、双向通讯等智能化功能，冷藏箱的出现将使铁路在长距离冷链运输，特别是高端货源的争夺中具备优势。

从冷链物流发达的美国经验来看，铁路冷藏箱运输也已经成为一种趋势。目前，美国冷藏车平均每年的需求量超过了 4 万辆，但最近，也有一些大的物流企业开始慢慢把冷藏车改成冷藏箱，采用两头公路，中间铁路的运输模式，因为相比全程公路方式，维护、用油等成本低很多。目前制约我国铁路集装箱跨越式发展的主要是运力和效率的不足，未来随着我国 18 个集装箱中心站全面完工以及铁路客货分离的逐步实现，我国铁路冷藏箱将迎来重大发展机遇。

2009 年 11 月 13 日以来，客户对公司上线试运营的 100 只冷藏箱反映良好，特别是吸引了部分高端货源。随着人工、运输成本的增加以及安全因素的考虑，越来越多的市场主体开始考虑运输方式的变化，我们认为，在铁路集装箱运输设施建设陆续完工，铁路集运组织效率、运力释放不断提升的趋势下（到 2010 年底已开通的 5 条客运专线，释放的货运能力达到 2.3 亿），冷藏运输的转型已经开始。我们预计，到 2011 年底公司将至少上线运营 500 只冷藏箱，2015 年将至少达到 3000 只，5 年冷藏箱业务收入复合增速将超过 87%。

4. 公司线下业务可实现自主定价，并能享受线上业务垄断优势的“溢出”

“线上+线下”的全程物流服务模式有利于实现铁路、公路、海运多式联运，而这是未来集装箱运输的发展大趋势。此外，由于公司在线下拥有（临港物流是部分拥有）自主定价权，可根据市场需求灵活定价，提升盈利能力，同时又能够分享线上业务垄断优势的“溢出”。对于客户而言，采用单一经营主体提供的全程物流服务将能够有效降低流通、损耗、时间、人工等成本，而公司垄断了位于中间段的铁路运输，线下物流业务也就具备了一定程度的垄断经营特征。公司目前全程物流服务主要涉及特种箱业务和沙鲛线货运业务。

（1）铁路特种箱业务：线上业务 + 两端线下物流

铁路特种箱全程物流服务主要由公司所属的特种集装箱运输分公司、大连物流分公司和控股子公司江西铁龙集装箱物流公司提供。特种箱业务收入主要包括集装箱使用费和线下物流收费两部分。其中集装箱使用费执行铁道部《铁路货物运价规则》及铁道部有关集装箱使用费的规定，属政府定价；线下物流收费则是市场化定价，公司拥有自主定价权，并与客户签订协议规范收费。

2006 年公司收购大股东的特种箱资产时，大股东承诺了公司唯一特种箱经营主体地位，并与公司签订了《铁路特种集装箱运输及综合服务协议》，公司每年向中铁集运支付铁路特种箱使用费总额的 20% 作为当年服务费用（2008、2009 年分别服务费为 454.85 万元和 3644.48 万元）。目前公司特种箱业务线上、线下业务收入的比例大致为 1:1，线下物流业务主要是采用与第三方合作的模式。我们认为，未来随着铁路经营大环境的变化（运力释放+中心站全面完工），线下业务的盈利能力，从而收入占比存在较大提升空间。

（2）铁路货运业务：沙鲅铁路货运+临港物流

铁路货运业务由公司的中铁铁龙沙鲅铁路分公司提供，主要包括沙鲅支线铁路货运和临港物流。公司上半年的经营报表上显示，铁路货运及临港物流业务收入占比 50.6%，营业利润占比 48.8%，营业利润率达到 27.2%。

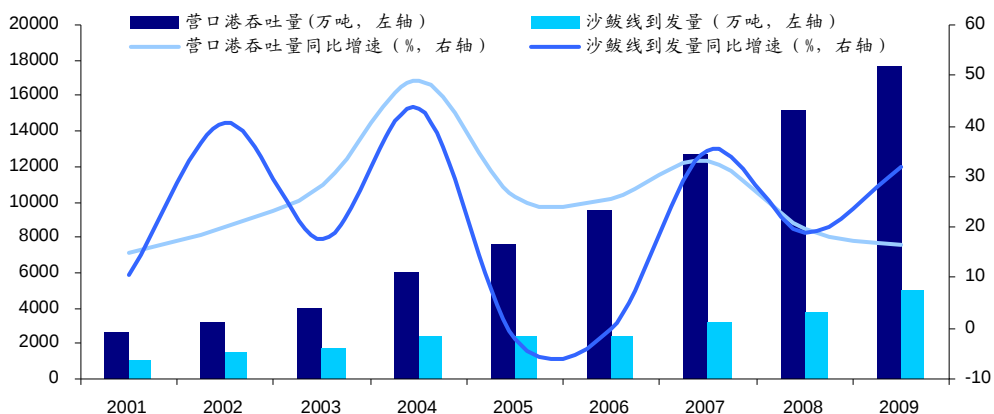
2005 年 10 月底，公司从沈阳铁路局完成收购 14.17 公里沙鲅铁路支线和鲅鱼圈站的相关资产，成为营口港疏港铁路线运输的唯一承运人。2008 年 10 月，沙鲅铁路扩能改造项目竣工，由于运输需求持续增长，2010 年上半年公司着手启动扩能改造规划二期工程，预算 2.4 亿元，全部使用自有资金，预计 2011 年下半年交付运营，预计改造后综合能力达 8000 万吨/年，运能提升幅度超过 70%。

公司在沙鲅铁路线主要从事货物运输及相关的仓储、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，收取运费；临港物流业务主要是公司对营口港和营口经济技术开发区各企业单位到发货物提供仓储、转运、装卸等各项业务，收取各项服务费用。公司货场目前是营口地区除营口港外吞吐量最大的货物仓储集散地。

营口港以铁矿石和钢铁吞吐为主，其他货种包括煤炭、集装箱等。沙鲅铁路地处营口港和鞍钢新厂的咽喉区段，承担临港货物运输和鞍钢鲅鱼圈项目生产建设原材料和产品运输（鞍钢鲅鱼圈项目一期总设计能力为 500 万吨，实际最高可达 600 万吨），而规划中的鞍钢二期项目（500 万吨以上）也将为沙鲅线带来新的增量。

沙鲅线货运收费执行政府定价，线下临港物流业务部分执行政府定价，如仓储、短途运输等，而其余部分则视市场需求情况公司自主定价。目前沙鲅线线上线下业务收入比例约 1:1。铁路货运及临港物流业务是公司 2008 年以来收入占比最高，增速也是最显著的业务（超过 60% 的增长），预计 2010 年收入增速仍将超过 50%，随着营口港吞吐量以及鞍钢新厂产能的释放，我们预计 2011/2012 年沙鲅线相关收入将维持 40% 及以上的增速。

图 4 营口港和沙鲅线货物吞吐量情况



资料来源：Wind，公司公告，海通证券研究所

5. 客运业务逐步退出，房地产业务将适度稳定发展

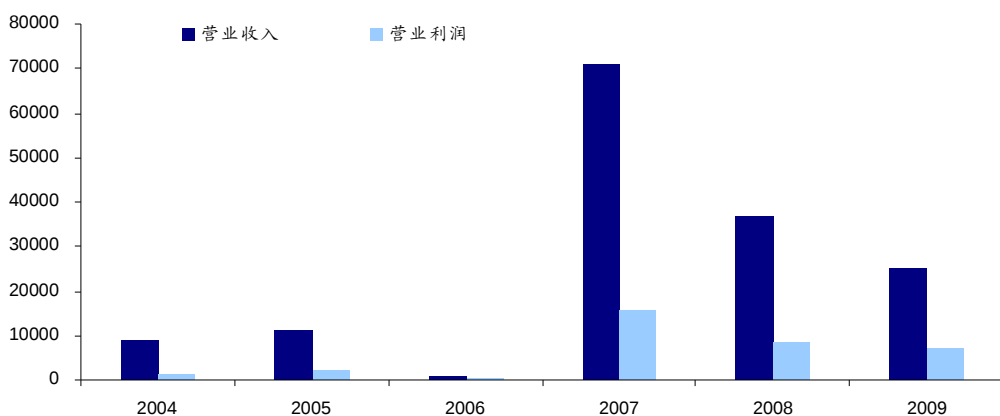
公司客运业务主要是与沈阳铁路局合作经营优质优价旅客列车业务和 25T、25Z 列车租赁业务，未来计划逐步退出。

1998 年公司使用上市募集资金购置了 13 辆发电车并投资改造了 163 辆 25K 型旅客列车，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。根据铁道部相关通知的规定，在收益分配上，旅客列车运行票

价收入中基本票价以上加价收入的 60% 为公司的收入。2004 年末，公司投资 2.6 亿元购置了 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（其中 25T 型旅客列车年租金收入 3884 万元；25Z 型旅客列车年租金收入 188 万元）。2007-2009 年公司客运业务收入均超过 1.3 亿元，占比稳定，接近 9%，但由于营业利润率在 65% 左右（成本费用支出较大的部分由沈阳铁路局承担），营业利润占比接近 20%。

从历史数据看，公司房地产业务收入、利润的波动性最大，主要受公司开发项目销售结算期、营销策略和成本确认有关。2006 年以来，总投资超过 11 亿元的“动力院景”项目（A、B、C 区）陆续进入结算期，2010 年所有住宅已全部售完，仅剩少部分收尾项目。公司对房地产业务的发展思路是：在特箱业务份额形成前，仍需要其贡献部分利润，以支撑公司业绩增长。2010 年上半年，公司董事会决议使用自有资金 3 亿元收购山西开城房地产开发有限公司 100% 的股权。该公司目前拥有通过挂牌出让方式取得的位于 太原市枣园地区 C-07-1 地块 的国有土地使用权，规划用地面积 15.63 万平方米，规划建筑面积 18.76 万平方米，计划用作高端地产，预计于 2012 年开始进入销售结算期。而 2009 年底完成收购的大连安运旗下的 头道沟项目预计也将于 2011 年开始确认收入。估计公司 2011、2012 年房地产业务每年确认收入将超过 2 亿元。

图 5 2004 年以来公司房地产业务收入、利润波动显著（万元）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

6. 盈利预测及投资建议

公司长期看点在于独家经营的铁路特种箱业务，预计随着铁路货运运力释放以及集装箱中心站全面建成带来的组织、服务效率提升，铁路特种箱业务将迎来重大发展机遇。其中的冷藏箱业务作为冷链物流的重要部分，将受益于政府重视程度提升以及市场经营主体对运输方式转型方面的考虑。我们预计公司未来 5 年冷藏箱和化工箱业务年均复合增速将分别达到 87% 和 50%，2012 年两者合计占特箱业务收入比达到 38% 以上，2014 年将超过 50%，带动特箱业务收入实现高增长。

受益于营口港吞吐量以及鞍钢新厂及周边的产能释放，2011、2012 年沙鲅线相关收入将维持 40% 及以上的增速，短期内成为公司业绩增长的重要支撑。我们预计 2010-2012 年公司实现营业收入 22.5 亿元、28.3 亿元以及 36.8 亿元，对应每股收益分别为 0.46 元、0.55 元和 0.78 元。公司 1 月 14 日的收盘价为 15.03 元，对应于 2011 年的 PE 值约为 27 倍，考虑到其铁路特箱业务的长期高成长性以及短期内沙鲅线业务的支撑，我们给予“买入”评级。

表 2 盈利预测表

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入（万元）	152261.51	156685.25	225404.50	282279.79	368254.25
其中：铁路特种集装箱业务	34800.10	32704.48	48538.22	55396.22	70516.22
同比增长（%）		-6.02	48.41	14.13	27.29
铁路货运及临港物流业务	45897.57	76581.50	121800.48	176610.70	247254.98
同比增长（%）	-	66.85	59.05	45.00	40.00
铁路客运业务	13671.00	13608.00	13804.92	14011.99	14222.17
同比增长（%）	-	-	1.45	1.50	1.50
房地产业务	36728.92	25042.36	25000.00	20000.00	20000.00
同比增长（%）		-31.82	-0.17	-20.00	0.00
混凝土生产与销售业务	12803.47	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本（万元）	99499.96	97791.11	149927.15	189487.12	239885.66
同比增长（%）		-1.72	53.31	26.39	26.60
营业税金及附加（万元）	5687.76	5402.84	6762.14	8468.39	11047.63
占营业收入比（%）	3.74	3.45	3.00	3.00	3.00
销售费用（万元）	2910.37	2471.20	1803.24	2258.24	2946.03
占营业收入比（%）	1.91	1.58	0.8	0.8	0.8
管理费用（万元）	4699.08	4951.97	6311.33	7903.83	10311.12
占营业收入比（%）	3.09	3.16	2.80	2.80	2.80
财务费用（万元）	835.31	-592.46	-800.00	-500.00	-300.00
资产减值损失（万元）	74.26	-75.73	400.00	200.00	200.00
投资收益（万元）	352.05	699.07	350.00	0.00	0.00
营业利润（万元）	38906.81	47435.39	61350.66	74462.21	104163.81
同比增长（%）		21.92	29.34	21.37	39.89
营业外收入（万元）	422.63	1885.31	500.00	500.00	500.00
营业外支出（万元）	291.06	2195.76	600.00	600.00	600.00
利润总额（万元）	39038.38	47124.93	61250.66	74362.21	104063.81
所得税费用（万元）	9499.14	12126.66	15312.66	18590.55	26015.95
占利润总额比（%）	24.33	25.73	25.00	25.00	25.00
净利润（万元）	29539.23	34998.27	45937.99	55771.65	78047.86
少数股东损益（万元）	80.49	118.49	91.88	111.54	156.10
占净利润比（%）	0.27	0.34	0.20	0.20	0.20
归属于母公司所有者的净利润（万元）	29458.74	34879.78	45846.12	55660.11	77891.76
同比增长（%）		18.40	31.44	21.41	39.94
全面摊薄每股收益（元）	0.29	0.35	0.46	0.55	0.78

资料来源：公司公告，海通证券研究所

7. 风险因素

冷藏箱、化工箱投放进度可能低于我们预期。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

钱列飞：交通仓储行业分析师

重点研究上市公司：赣粤高速、宁沪高速、皖通高速、楚天高速、福建高速、五洲交通、四川成渝、深高速、怡亚通、澳洋顺昌、铁龙物流

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 海通证券研究所力求准确可靠, 但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所授权许可, 任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。