

铁路运输Ⅲ

署名人: 李凡

S0960209060268

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 欧阳俊

S0960110110021

0755-82026721

ouyangjun@cjis.cn

6-12个月目标价: 18.00元

当前股价: 16.25元

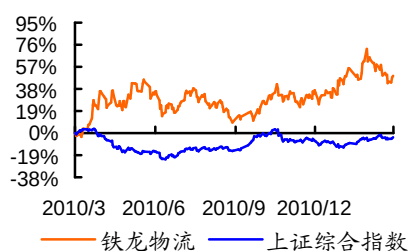
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2946.71
总股本(百万)	1004
流通股本(百万)	796
流通市值(亿)	129
EPS (TTM)	0.42
每股净资产(元)	2.73
资产负债率	10.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
铁龙物流	-9.67	10.92	0.00
上证综合指数	2.37	3.93	0.00



相关报告

《铁龙物流-沙鲛铁路和地产持续增长、集装箱是未来关键》2010-8-31

《铁龙物流-沙鲛铁路持续增长、特箱业务蓄势待发》2010-3-19

《铁龙物流-沙鲛铁路和房地产推动公司业绩快速增长》2009-10-26

铁龙物流

600125

推荐

主业发力助业绩较快增长, 特箱业务爆发需等待

公司今日公布 2010 年报: 营业收入 21.86 亿, 同比增长 39.49%; 营业利润 6.01 亿, 同比增长 26.79%; 归属上市公司的净利润 4.76 亿, 同比增长 27.94%。基本每股收益 0.474 元, 业绩符合市场预期。分红方案: 拟每 10 股转增 3 股。

投资要点:

- **核心业务表现强劲, 营业收入快速增长。**①受益营口港吞吐量快速增长和公司开展运贸一体化物流业务, 2010 年公司铁路货运及临港物流业务实现收入 11.1 亿, 同比增长 44.7%, 贡献了收入增量的 55.3%和毛利增量的 38.3%。②受益于干散货箱和木材箱的良好表现, 公司特种箱业务实现收入 5.62 亿元, 同比增长 71.84%, 贡献了收入增量的 38.0%和毛利增量的 40.5%。③房地产业务实现收入 3.0 亿, 同比增长 19.7%, 贡献了收入增量的 8.0%和毛利增量的 24.7%。
- **毛利率同比下降 10%, 净利率稳定。**由于公司进一步开展毛利率较低的运贸一体化物流业务, 使得占比公司营业收入 50%的铁路货运及临港物流业务的毛利率大幅下滑了 16.7%, 最终导致公司整体毛利率下降了 10.5%, 成为制约公司盈利的关键因素。由于公司其他成本费用控制得力, 净利率仍维持在 22%左右。
- **2011 年蓄势, 2012 年以后逐渐发力。**①2011 年年中沙鲛铁路将实施二期扩能改造, 我们认为当年沙鲛铁路运量增长有限, 虽然通过进一步开展运贸一体化业务可以大幅增加收入, 但由于该业务毛利率较低导致对盈利贡献有限。扩能改造完成后, 沙鲛铁路相对目前运量还有 40%的增长空间。②特种箱业务短期盈利主要来自于干散货箱和木材箱, 2011 年公司将新增干散货箱 1500 只、水泥罐箱 1000 只, 运量稳步增长可期。随着特种箱业务市场进一步培育、2012 年以后铁路货运运力逐步释放、集装箱运输配套设施逐步完善, 公司特种箱业务 (特别是冷藏箱和化工箱) 有望步入持续高增长轨道。
- **维持“推荐”的投资评级。**我们预测公司 2011-2013 年基本每股收益分别为 0.55、0.70 和 0.86 元, 摊薄后每股收益分别为 0.42、0.54 和 0.66 元。目前股价对应 2011 年 (未摊薄) 市盈率 29.5 倍, 估值基本合理, 维持“推荐”的投资评级。

风险提示: 宏观经济波动、特箱业务市场开拓低于预期、集装箱中心站进度低于预期

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2186	2781	3646	4573
同比(%)	39%	27%	31%	25%
归属母公司净利润(百万元)	476	551	705	867
同比(%)	28%	16%	28%	23%
毛利率(%)	34.1%	30.5%	29.4%	28.8%
ROE(%)	14.9%	14.7%	16.9%	18.5%
每股收益(元)	0.47	0.55	0.70	0.86
P/E	34.25	29.63	23.14	18.82
P/B	5.12	4.36	3.91	3.48
EV/EBITDA	21	19	16	13

资料来源: 中投证券研究所

一、核心业务良好表现促业绩快速增长

公司今日公布 2010 年报：营业收入 21.86 亿，同比增长 39.49%；营业利润 6.01 亿，同比增长 26.79%；归属上市公司的净利润 4.76 亿，同比增长 27.94%。基本每股收益 0.474 元，业绩符合市场预期。

公司营业收入的增长主要来源于两大核心业务：铁路货运及临港物流业务和铁路特种集装箱业务，同比增长分别为 44.70%和 71.84%。客运业务保持稳定，收入与上年基本持平；房地产业务收入同比增长 19.7%，虽然仅贡献了收入增量的 8.0%，但由于毛利率较高，贡献毛利增量达到 24.7%。

图 1：2010 年公司收入构成

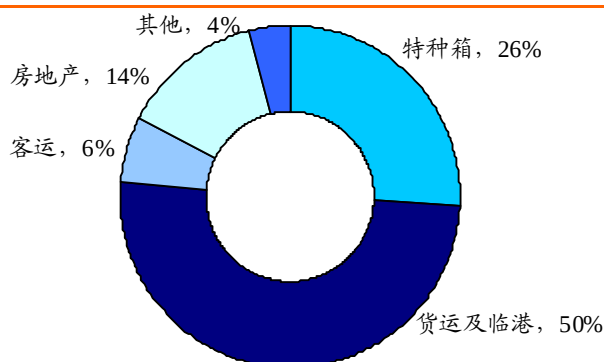
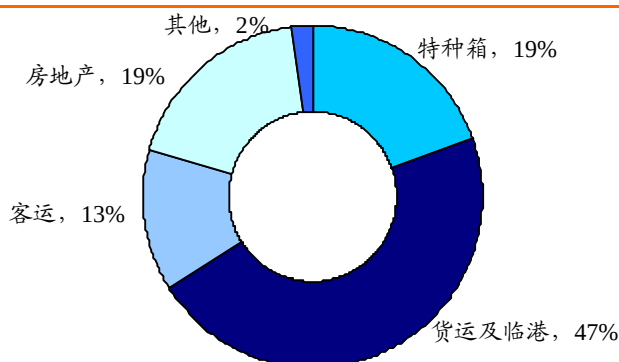


图 2：2010 年公司毛利构成



资料来源：公司公告，中投证券研究所

资料来源：公司公告，中投证券研究所

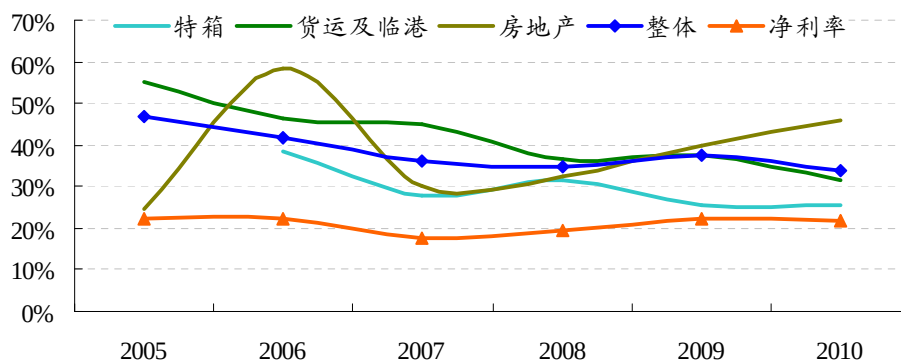
表 1：公司业务收入、成本变动情况(单位：百万元)

业务类别	营业收入			营业成本			毛利		
	2010	2009	增速	2010	2009	增速	2010	2009	增速
特种集装箱	562.01	327.04	71.85%	415.39	243.66	70.48%	146.62	83.38	75.85%
货运及临港	1108.13	765.82	44.70%	760.58	477.65	59.23%	347.55	288.17	20.61%
客运	132.96	136.08	-2.29%	32.69	32.25	1.36%	100.27	103.83	-3.43%
房地产	299.73	250.42	19.69%	159.93	150.63	6.17%	139.80	99.79	40.09%
其他	82.70	87.49	-5.47%	72.65	73.72	-1.45%	10.05	13.77	-27.02%
总计	2185.53	1566.85	39.49%	1441.24	977.91	47.38%	744.29	588.94	26.38%

资料来源：公司公告，中投证券研究所

公司营业利润增速小于营业收入增速主要是铁路货运及临港物流业务毛利率的下滑导致的：由于公司进一步开展毛利率较低的运贸一体化物流业务，使得占比公司营业收入 50%的铁路货运及临港物流业务的毛利率大幅下滑了 16.7%，最终导致公司整体毛利率下降了 10.5%。由于公司其他成本费用控制得力，公司净利率近年来稳定在 22%左右的水平。

图 3: 分业务毛利率和公司整体毛利率、净利率



资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

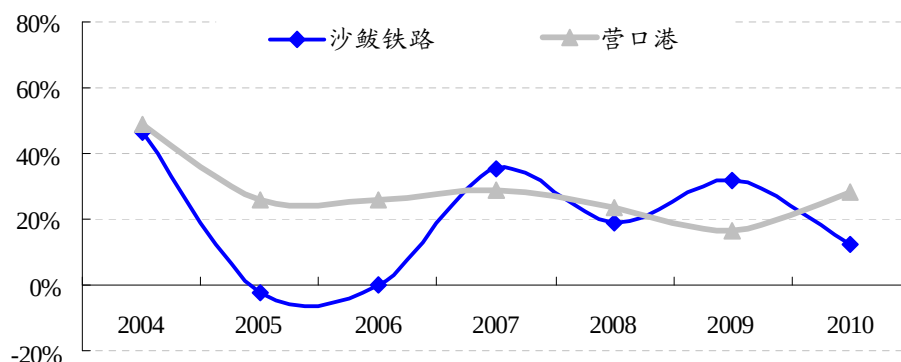
2800 万左右的税收减免导致公司净利润增速大于营业利润增速。经税务机关审核批准, 对沙鲅铁路新增投资的经营所得自 2009 年度起, 第一年至第三年免征企业所得税, 第四年至第六年减半征收企业所得税。沙鲅铁路 2010 年运量为 5686 万吨, 新增投资的运量为 3186 万吨, 估算减免税收约 2800 万元。

二、沙鲅铁路超负荷运营, 2011 年扩能改造增加运能 74%

受益于区位和交通优势, 营口港吞吐量过去几年一直保持了较快的增速。沙鲅铁路作为营口港唯一的疏港铁路, 货源充足。2004 年以前疏港量稳定在港口吞吐量的 40% 左右, 此后由于沙鲅铁路运能饱和, 疏港比例 (沙鲅铁路货运量/营口港吞吐量) 下降至 25% 左右。虽然 2008 年 10 月沙鲅铁路扩能改造后运能达到 4600 万吨, 但 2009 年运量就已超过饱和运能。

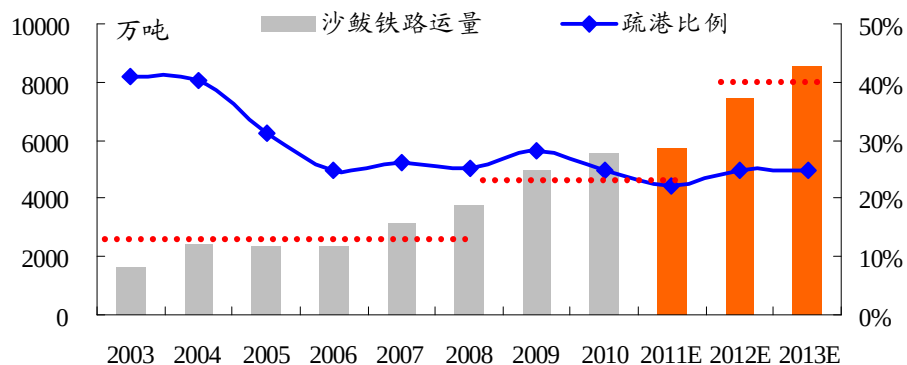
2011 年年中沙鲅铁路拟实施二期扩能改造工程, 设计运能 8000 万吨, 预计 2011 年底完工。由于沙鲅线已超负荷运营, 我们认为 2011 年沙鲅线运量增长有限, 预计为 5970 万吨。2012 和 2013 年受益扩能改造, 预计运量将分别达到 7460 和 8580 万吨。简单假设营口港吞吐量未来三年年均增长 15%, 在此假设下, 沙鲅铁路疏港比例仍维持在 25% 左右。

图 4: 沙鲅铁路运量与营口港吞吐量增速



资料来源: CEIC, 公司公告, 中投证券研究所

图 5: 沙鲮铁路货运量预测

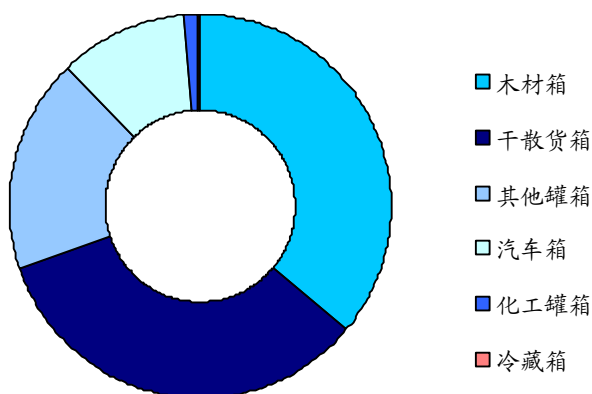


资料来源: CEIC, 公司公告, 中投证券研究所

三、特种箱业务稳定增长，爆发时点应在 2012 年以后

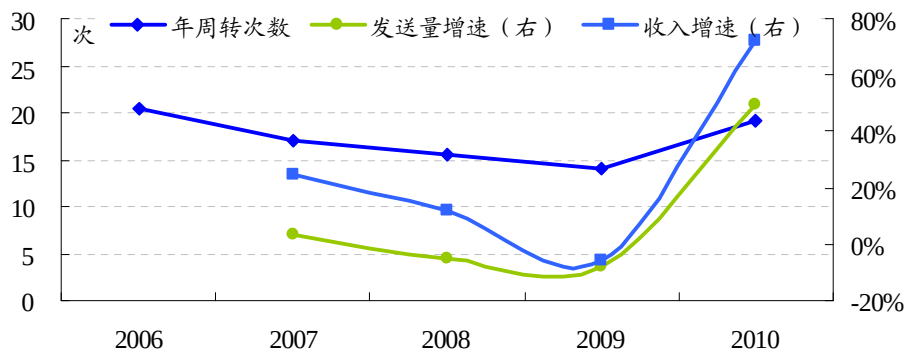
受益于干散货箱和木材箱的良好表现，2010 年公司特种箱发送量 53.8 万 TEU，同比增长 49.4%；实现收入 5.62 亿元，同比增长 71.84%。我们判断收入增速大于特种箱发送量增速主要原因是公司增加全程物流业务，单位发送量收入得以增加。值得注意的是特种箱的年周转次数自公司运营以来第一次出现上升，反映出特种箱的周转率、使用效率在提升。

图 6: 2010 年公司特种箱保有量构成



资料来源: 公司资料, 中投证券研究所

图 7: 特种箱业务主要指标



资料来源: 公司资料, 中投证券研究所

目前公司拥有包括木材箱、干散货箱、汽车箱、冷藏箱和各项罐箱合计 28000 只左右，主要盈利来自于干散货箱和木材箱。2011 年公司将新增干散货箱 1500 只，水泥箱 1000 只，特箱业务运量增长可期。

冷藏箱和化工箱是公司未来发展的重点，市场也对这两种箱型的市场空间充满想象。我们看好公司特种箱（特别是冷藏箱和化工箱）业务的发展，但短期内运量增速不会太高，预计在 40% 左右，2012 年以后将逐步迎来高增长，主要原因有：①近期铁道部领导更换，将维护铁路安全和稳定放在首位，对公司化工箱的增长造成一定制约；②2012 年“四纵四横”铁路客运专线建成后，铁路货运运力不可能短时期内完全释放，而需要逐年逐步释放；③铁路集装箱运输配套设施建设进展缓慢；④特种箱业务品牌优势需要逐步建立。

四、盈利预测与投资建议

我们预测公司 2011-2013 年基本每股收益分别为 0.55、0.70 和 0.86 元，摊薄后每股收益分别为 0.42、0.54 和 0.66 元。目前股价对应 2011 年（未摊薄）市盈率 29.5 倍，估值基本合理，维持“推荐”的投资评级。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1953	2714	3343	4079	营业收入	2186	2781	3646	4573
现金	538	1453	1670	1966	营业成本	1441	1934	2574	3255
应收账款	79	253	332	416	营业税金及附加	71	83	102	119
其他应收款	56	22	29	37	营业费用	21	28	36	46
预付账款	50	19	26	33	管理费用	61	70	91	114
存货	1224	967	1287	1628	财务费用	-7	-22	-35	-41
其他流动资产	6	0	0	0	资产减值损失	3	0	0	0
非流动资产	1548	1401	1243	1095	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	51	62	63	64	投资净收益	6	6	6	6
固定资产	1369	1243	1088	933	营业利润	601	695	883	1086
无形资产	59	64	70	75	营业外收入	16	0	0	0
其他非流动资产	69	32	22	23	营业外支出	18	0	0	0
资产总计	3501	4116	4586	5174	利润总额	599	695	883	1086
流动负债	190	373	412	484	所得税	123	174	221	271
短期借款	0	0	0	0	净利润	477	552	706	868
应付账款	72	116	154	195	少数股东损益	0	1	1	1
其他流动负债	117	256	257	289	归属母公司净利润	476	551	705	867
非流动负债	121	1	1	1	EBITDA	757	829	1007	1204
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.47	0.55	0.70	0.86
其他非流动负债	121	1	1	1	主要财务比率				
负债合计	310	373	412	485	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	3	4	5	6	成长能力				
股本	1004	1004	1004	1004	营业收入	39.5%	27.2%	31.1%	25.4%
资本公积	469	469	469	469	营业利润	26.8%	15.5%	27.1%	22.9%
留存收益	1715	2266	2696	3210	归属于母公司净利润	28.2%	15.6%	28.1%	22.9%
归属母公司股东权益	3188	3739	4169	4683	获利能力				
负债和股东权益	3501	4116	4586	5174	毛利率(%)	34.1%	30.5%	29.4%	28.8%
现金流量表					净利率(%)	21.8%	19.8%	19.3%	19.0%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE(%)	14.9%	14.7%	16.9%	18.5%
经营活动现金流	96	881	460	611	ROIC(%)	17.6%	22.9%	26.3%	29.7%
净利润	477	552	706	868	偿债能力				
折旧摊销	163	157	159	159	资产负债率(%)	8.9%	9.1%	9.0%	9.4%
财务费用	-7	-22	-35	-41	净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
投资损失	-6	-6	-6	-6	流动比率	10.30	7.29	8.12	8.42
营运资金变动	-551	234	-416	-414	速动比率	3.84	4.69	4.99	5.06
其他经营现金流	20	-33	53	45	营运能力				
投资活动现金流	-438	12	-3	-3	总资产周转率	0.67	0.73	0.84	0.94
资本支出	155	0	0	0	应收账款周转率	24	12	9	9
长期投资	0	-13	1	1	应付账款周转率	21.04	20.52	19.03	18.62
其他投资现金流	-284	-1	-2	-2	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-60	22	-240	-312	每股收益(最新摊薄)	0.47	0.55	0.70	0.86
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.10	0.88	0.46	0.61
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.17	3.72	4.15	4.66
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	10	0	0	0	P/E	34.25	29.63	23.14	18.82
其他筹资现金流	-70	22	-240	-312	P/B	5.12	4.36	3.91	3.48
现金净增加额	-402	915	217	296	EV/EBITDA	21	19	16	13

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李凡, 中投证券研究所首席行业分析师。

欧阳俊, 中投证券研究所交通运输行业分析师。中山大学智能交通研究中心硕士, 2010 年加入中投证券研究所。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434