

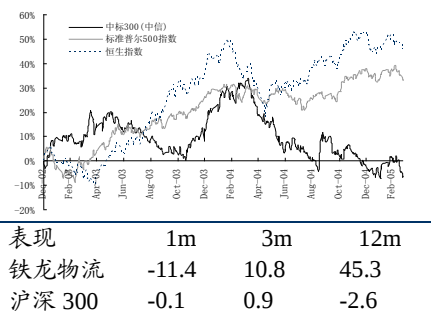


铁龙物流 (600125): 插上隐形的翅膀

研究报告——交通运输

首次评级: 增持

相对沪深 300 表现



市场数据 2010.03.24

当前价格 (元)	16.25
52 周价格区间 (元)	10.5-18.8
总市值 (百万)	16319.02
流通市值 (百万)	11422.18
总股本 (万股)	100424.76
流通股 (万股)	70290.31
日均成交额 (百万)	280.65
近一月换手 (%)	52.46

相关报告

分析师

孙霞

电话: 0755-83706347

邮件: sunx@ghzq.com.cn

证书编号: S0350208120571

合规申明:

公司持有该股票是否超过该公司已发行股份的 1%?

☒ 是 ☐ 否

- 公司是铁道部下属唯一的物流上市公司,在铁路特种集装箱经营上具有完全的独家经营优势。
- 特种集装箱业务将于 2012 年出现拐点,未来发展空间大。特种集装箱化率仅为 12.6%,远低于国际 20-30% 的平均水平。高铁网及集装箱中心站基本都将于 2012 年底前完成,实现客货分离后,铁路运能将得到极大释放,运输效率也将提升,铁路集装箱业务将会迎来快速增长的起点。
- 冷藏箱将是特种集装箱中最具增长潜力的箱型。城镇化率的提高和消费升级为冷链运输提供了需求,同时《农产品冷链物流发展规划》为冷链运输提供了发展契机。通过各指标的对比,铁路冷藏箱较公路冷藏及铁路机保车都具有优势。未来三年内,铁路冷藏箱将替代机保车。即使不考虑增量,替代效应也将使铁路冷藏箱的运量增到 500 万吨,是公司现有特种集装箱总运量的 50%。同时也将对公路冷藏箱进行替代。
- 沙鲛线二期即将扩能,将带来铁路货运及临港物流业务快速增长。沙鲛线是营口港唯一的疏港路线,目前运力已不足,预计二期将于今年进行,2012 年运能将增长 67% 到 8000 万吨。近 10 年营口港吞吐量年均复合增长率达到 24%,随着经济的发展及鲅鱼圈周边企业产能的扩张,未来营口港的吞吐量将以 20% 以上的速度增长,且目前公司货运量占营口港吞吐量的比重不足 30%。因此,二期建成后,运能将得到快速释放。
- 预计公司 2010、2011、2012 年 EPS 分别为 0.45、0.57、0.89 元,对应的 PE 分别为 35、28、18 倍。沙鲛线即将扩能,铁路货运及临港物流业务将快速增长。随着高铁建成实现客货分离以及集装箱中心站建成提升效率,集装箱运能将得到较大释放,公司特种集装箱业务发展空间大,认为公司是具有防御性的长期价值投资品种,给予“增持”评级。

预测指标	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入 (百万元)	1566.85	2263.60	2774.89	3850.78
营业利润 (百万元)	474.35	597.21	765.04	1188.84
净利润 (百万元)	348.8	447.61	573.21	890.78
摊薄每股收益 (元)	0.35	0.45	0.57	0.89
摊薄每股净资产 (元)	2.73	3.12	3.58	4.35
加权平均 ROE (%)	12.73	15.27	16.2	17.68

公司主要亮点

公司是铁道部下属唯一的专业物流上市公司，主要亮点在于：

1. 现有业务具有垄断优势。公司拥有中国铁路特种集装箱的独家经营权；沙鲅线是营口港唯一的疏港铁路。

2. 特种集装箱业务将于 2012 年出现拐点。高铁及集装箱中心站基本都将于 2012 年底前完成，高铁建成后实现客货分离及集装箱中心站建成提升效率，铁路集装箱业务将会迎来快速增长的起点，未来发展空间大。

3. 公司新研发的高附加值的独有高端箱型铁路冷藏箱将快速增长。未来将逐步形成对机保车的替代，运量将达到 500 万吨，是公司目前特种集装箱总运量的 50%。另外，铁路冷藏箱的优势明显，未来也将形成对公路运输的替代。参照目前 1 亿吨的运输量，以及《农产品冷链物流发展规划》中提出的 2015 年冷链运输率的目标，公司冷藏箱业务增长空间大。

4. 沙鲅线即将进行二期扩能，大幅度提升运力。

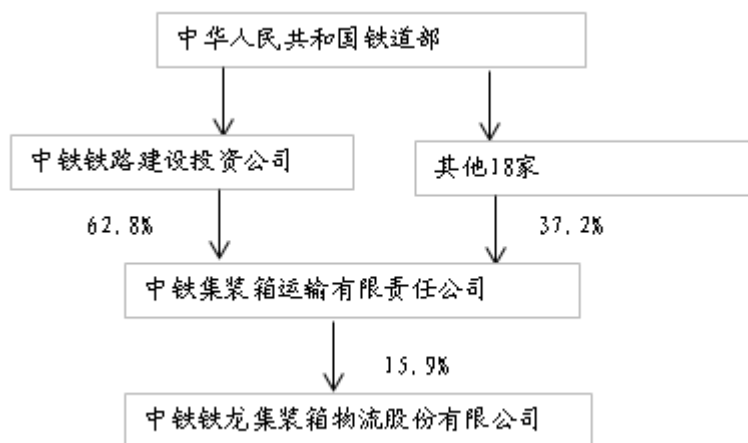
铁道部下属唯一物流上市公司

中国铁龙集装箱物流股份有限公司（以下简称“铁龙物流”）成立于 1993 年 2 月，前身为大连铁龙实业股份有限公司。1998 年 5 月，公司在上海证券交易所挂牌上市，是中国铁路系统第一家 A 股上市公司。目前，总股本为 10.04 亿股，流通股本为 7.03 亿股。

铁道部下专业运输公司，有中铁集运、中铁特货以及中铁行包三家，分属不同的业务领域，其中，中铁集运是集装箱铁路运输承运人；中铁特货是中国铁路特种货物专业运输公司；中铁行包是铁道部直属办理行包专业运输企业。

中铁集运于 2004 年成为公司的大股东。通过 05 年收购沈阳铁路局的沙鲅铁路支线及 06 年收购大股东的特种集装箱业务后，铁龙物流已形成了“以铁路特种集装箱物流业务、铁路货运及临港物流业务、铁路客运业务为主，以房地产开发、商品混凝土生产与销售等业务为补充”的主辅多元化经营格局。未来将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。

Figure 1 股权结构图

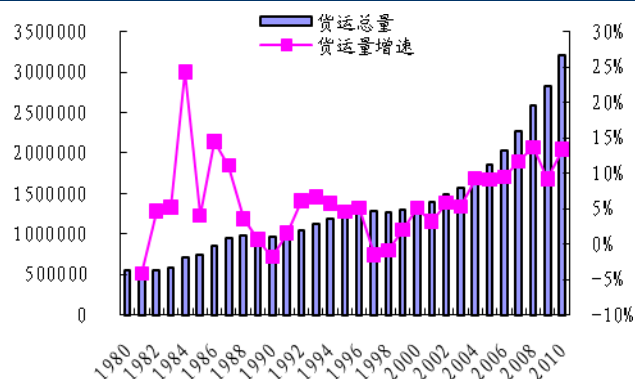


资料来源：公司公告

我国铁路货运运能紧张，集装箱化率低

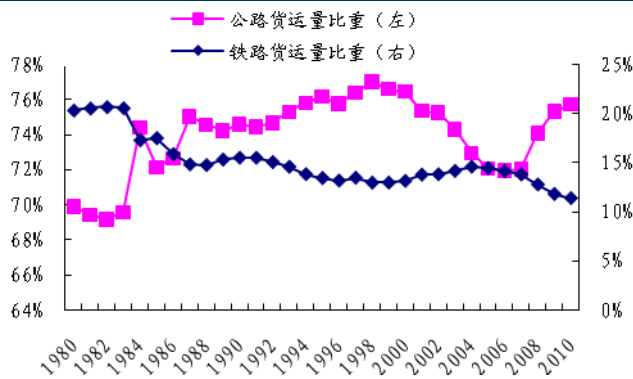
随着经济的发展，我国货物运输需求增加，货运量逐年上升。2010 年中国货运量达到 320.3 亿吨，较 1980 年的 54.65 亿吨增长了 4.86 倍，年复合增长率达到 6%。

Figure 2 中国年货运量逐年上升（万吨）



资料来源：WIND、国海证券研究所

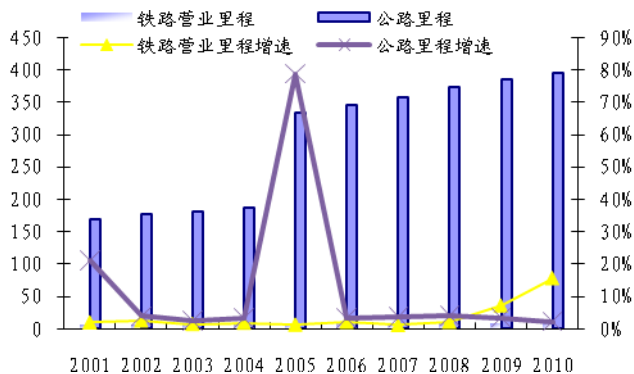
Figure 3 铁路货运量占总货运量比重逐年下滑



资料来源：WIND、国海证券研究所

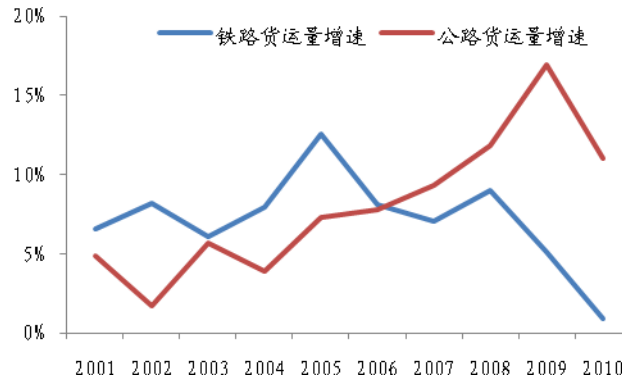
中国货物运输主要以公路为主，约占 75% 左右。铁路货运量占总运量的比重呈逐年下滑趋势，主要是由于我国铁路运能紧张。预计 2010 年我国公路里程将达到 395 万公里，较 1980 年的 88.83 万公里增长了 3.45 倍，而我国铁路营业里程为 9.9 万公里，较 1980 年的 5.33 万公里仅增长了 85.7%；近 30 年，铁路货运量复合增长率为 4.17%，公路货运量复合增长率 6.58%。铁路营业里程增速低于公路里程增速，致使铁路货运量增速低于公路货运量增速。特别是，自 2005 年公路里程大幅扩张后，公路货运量增速与铁路货运量增速的差距拉大。

Figure 4 铁路营业里程与公路里程增速对比（万公里、%）



资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 5 铁路货运与公路货运增速比较 (%)



资料来源：WIND、国海证券研究所

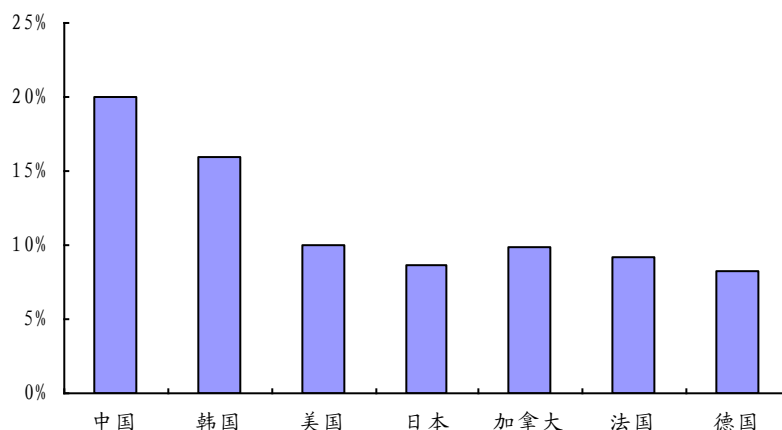
铁路集装箱运输量占比较低。铁路集装箱是铁路货运现代化的重要标志，但我国铁路集装箱化率在 2009 年仅为 2.15%，远低于很多其他国家，目前发达国家铁路集装箱运输占铁路货物运输的比重为 30—40%。铁路是我国国民经济的基础行业之一，铁路运输采取的是政企合一的非市场化运营机制。由于铁路运能紧张，在运输顺序上，先“保客压货”，在货运上也需优先保障煤炭、粮食、化肥等国家战略性大宗物资的运输。其中，煤炭运输量占铁路货运量的 50% 左右，加上其他战略性物质，约占总运量的 90%。除了运能紧张外，铁路集装箱运输基础设施投资滞后也是导致集装箱运输量占比较低的主要原因。

我国物流运输成本高，需发展现代物流业

随着国民经济持续快速发展，其对物流的依赖程度越来越高，但相比发达国家，中国物流业的总体水平依然较低，以国际社会同行的物流成本占 GDP 比重这一指标来衡量，根据中国物资信息中心统计，一般发达国家物流成本约占 GDP 的 10% 左右，日本是 9%，美国是 10%，中等发达国家，如韩国约为 16%，而中国的物流成本占 GDP 的比重近 20%，明显滞后。我国需要进一步发展专业化物流行业，并提高其运营效率，以使物流成本占 GDP 比例不断下降到国际先进水平。为此，国务院在 2009 年颁布了《物流业调整和振兴规划》。

物流总费用是由运输费用、保管费用和管理费用三部分组成，目前，我国运输费用占比超过 50%。降低运输费用是减少物流成本的重中之重。在中长距离上运输上，超过 800 公里，铁路集装箱具有运能大和运输成本低的明显优势，其中铁路运输成本是公路运输的 35% 以下。因此，可以通过提高铁路集装箱运输能力，以及发展多式联运达到降低物流成本。

Figure 6 全国主要国家和地区物流支出/GDP 比重



资料来源：国海证券研究所

铁路集装箱运输正迎来大的发展机遇

《中长期铁路网规划（2008 年调整）》（以下简称“《规划》”）提出“到 2020 年，全国铁路营业里程达到 12 万公里以上，复线率和电气化率分别达到 50%和 60%以上，主要繁忙干线实现客货分线。”

《规划》中，我国铁路营业里程的建设速度将加快，未来 10 年，我国新线建设里程达到 4.1 万公里，比上一个 10 年的新增里程高 36%。其中，除新增客运专线后的其他里程的增速更是明显提高，未来 10 年将新增 2.5 万公里。铁路电气化率的目标也较 2004 年的《规划》提高了 10%。铁路新建里程的增加及复线率和电气化率的提高，将提高铁路运输的能力和效率，特别是铁路集装箱运输将面临大的发展机遇。

Figure 7 铁路中长期规划调整后对营业里程大幅增加

项目	中长期铁路网规划（2004）	十一五规划	中长期铁路网规划调整（2008）
营业总 程-2010 年	8.5 万公里	9 万公里以上	9 万公里以上
-2020 年	10 万公里		12 万公里以上
新线建设里程	1.6 万公里	1.7 万公里	4.1 万公里
客运专线里程	1.2 万公里	0.7 万公里	1.6 万公里
复线新增里程	1.3 万公里	0.8 万公里	1.9 万公里
电气化新增里程	1.6 万公里	1.5 万公里	2.5 万公里
复线率	50%	45%	50%
电气化率	50%	45%	60%

资料来源：国海证券研究所

Figure 8 中长期铁路规划图（2008 年调整）



资料来源：国海证券研究所

高铁建成后客货分离将使铁路集装箱运能得到释放

根据铁道部规划的“四横四纵”高速铁路网，预计到 2012 年底，除长昆、郑徐、宝兰客运专线外，其他高铁线路都将建成通车。高速铁路网建成后，铁路将逐渐实行客货分离，现有铁路将由原先的客货混运逐步转为货运专线，极大地释放铁路的货运能力。

规划中的“四横四纵”高速铁路线路与现有的大部分普通客运干线重合，分别为京广线、沪昆线、京沪线、陇海线、京哈线、胶济线和宝成线。重合线路合计里程约占全国铁路总里程的 10%，2008 年完成的旅客周转量和货运周转量分别占到了旅客总周转量和货运周转量的 31%、42%。高速铁路建成的同时，重合的普通客运将有列车停运，如武广铁路运营当天，普通列车停运的比例为 15%，虽然开始比例较低，但随着高铁客流量的增加，预计比例仍将增加；胶济铁路实行客货分离后，运能从 3300 万吨左右提高到 1.3 亿吨。平均停运一客列将有两货运开行，预计高铁建成后，现有货运运能释放幅度将达到 80% - 200%。

高铁建成后，逐步实现客货分离，也有利于对现有线路的改造，为开行双层集装箱列车和集装箱班列创造了条件。因此，高铁建成后除了通过增加货运列车数增加运能外，还可以通过载重量以及货运周转率的提高，释放铁路货运运能。根据高速铁路网的规划时间，预计 2012 年将是铁路货运能力得以大幅度释放的拐点，未来铁路集装箱运输能力也将大幅度提高。

Figure 9 “四横四纵”快速客运专线基础骨架规划



资料来源：国海证券研究所

Figure 10 “四横四纵”高铁建设和通车规划及释放部分繁忙路段的运力

线路	全长(Km)	区间线路	区间 长度	通车时间	释放现有线路	说明
京沪高铁	1318		1318	2012	京沪线	连接环渤海和长江三角洲两大经济区
京广高铁	2260	北京-石家庄	28	2012	京广线	连接华北、华中和华南地区
		石家庄-郑州	353	2012		
		郑州-武汉	485	2011		
		武汉-广州	1069	2009		
京哈高铁	1500	北京-天津	138	2008	京哈线	连 东北和关内地区
		天津-秦皇岛	244	2012		
		秦皇岛-沈阳	405	2003		
		沈阳-哈尔滨	906	2014		
东南沿海 铁路	1600	上海-杭州	159	2012		连接长江、珠江三角洲和东南沿海地区
		杭州-宁波	10	2011		
		宁波-温州	268	2009		
		温州-福州	321	2009		
		福州-厦门	273	2009		
徐兰客专	1400	徐州-郑州	343	2012	陇海线	连接西北和华东地区，并延伸至乌鲁木齐
		郑州-西安	457	2010		
		西安-兰州	650	2013		
		西安-宝鸡	151	2012		
沪昆高铁	2200	上海-杭州	159	2012	沪昆线	连接华中和华北地区
		杭州-长沙	880	2012		
太青客专	770	长沙-昆明	1200	2013	胶济线	连接华北和华东地区
		青岛-济南	363	2008		

沪汉蓉高 铁	2078	济南－石家庄	319	2012	襄渝线、宝成 线、陇海线	连接西南、华中和华东地区
		石家庄－太原	190	2009		
		上海－南京	300	2010		
		南京－合肥	166	2008		
		合肥－武汉	357	2008		
		武汉－宜昌	292	2012		
		宜昌－利川	377	2009		
		利川－重庆	244	2012		
		重庆－成都	312	2011		

资料来源：国海证券研究所

集装箱中心站的建立将提升运输效率

根据《中长期铁路网规划》，铁道部在我国主要沿海港口城市和内地主要城市规划了 18 个铁路集装箱中心站，分别位于昆明、重庆、郑州、大连、成都、青岛、西安、武汉、上海、天津、哈尔滨、宁波、深圳、兰州、北京、沈阳、广州、乌鲁木齐。目前已经建成 9 个集装箱中心站，其余将于 2012 年底前完成，将形成 3000 万 TEU/年的最大办理能力，是目前集装箱年发送量的 6 倍。

集装箱中心站的建设规划与高铁建设在完成时间及站点分布上具有高度吻合：集装箱中心站完成时间与高铁形成贯通的时间基本一致外，均在 2012 年底前；站点的分布除乌鲁木齐外，其余均分布在高铁沿线上，而且与高铁的主要枢纽高度重合。

集装箱中心站的建成后将具有集装箱班列整列到发、装卸和中转的能力；具有现代化的集装箱装卸、搬运、仓储、配送设施设备，满足集装箱和物流作业的需要；具有现代化的管理信息系统，实现集装箱运输的实时追踪、查询、处理等；具有办理集装箱国际联运的设施设备以及多式联运“门到门”服务的相关设备。集装箱中心站全面建成后将较大程度地提高铁路集装箱运输网络的集疏运效率。

Figure 11 18 个集装箱中心站分布图



资料来源：国海证券研究所

Figure 12 18 个集装箱中心站将于 2012 年前完成

所在城市	最大办理能力（万 TEU/年）	投入运营
上海	340	2005
昆明	160	2006
郑州	110	2010
重庆	153	2009
成都	200	2010
大连	260	2009
青岛	310	2009
武汉	150	2010
西安	250	2010
北京	规划中	规划中
广州	规划中	规划中
哈尔滨	规划中	规划中
兰州	规划中	规划中
宁波	规划中	规划中
沈阳	规划中	规划中
深圳	规划中	规划中
天津	规划中	规划中
乌鲁木齐	规划中	规划中
合计	3000	全部将于 2012 年底前完成

资料来源：国海证券研究所

中长期双层集装箱运输通道的建设也将提高运能

在《铁路中长期规划》（2003-2020）中，对双层集装箱运输通道也有了明确的规划。其中包括打造连云港-乌鲁木齐、上海-武汉-成都，以及上海-昆明三条双层集装箱运输主通道。双层集装箱轨道长将在

2010 年达到 8800 公里，2020 年达到 1.6 万公里，我国的铁路双层集装箱运输通道网络将初具规模。

Figure 13 中长期双层集装箱中长期规划



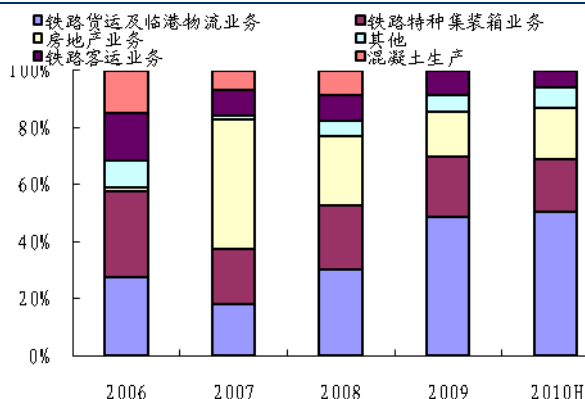
资料来源：国海证券研究所

铁路货运及临港物流业务目前是公司主营业务收入和利润的主要来源

2010年上半年公司的主营业务收入达到11.45亿元,较上年同期增长75.28%。快速增长的原因在于房地产上半年确认的收入大幅增加、铁路货运及临港物流和特种集装箱业务的增长。

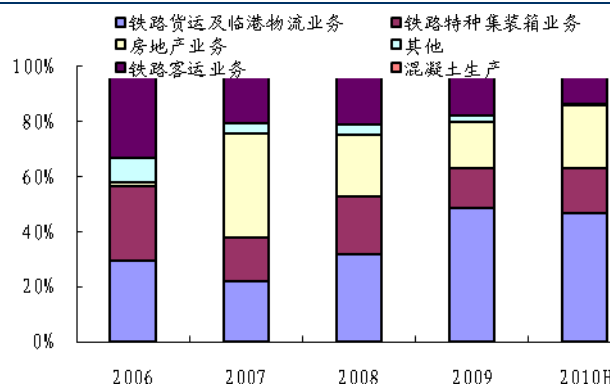
目前,铁路货运及临港物流业务是公司主营业务收入和利润的主要来源,占比在 50%左右。公司的特种集装箱业务收入也处于逐年上升趋势。

Figure 14 主营业务收入构成



资料来源: WIND、国海证券研究所

Figure 15 主营业务利润构成



资料来源: WIND、国海证券研究所

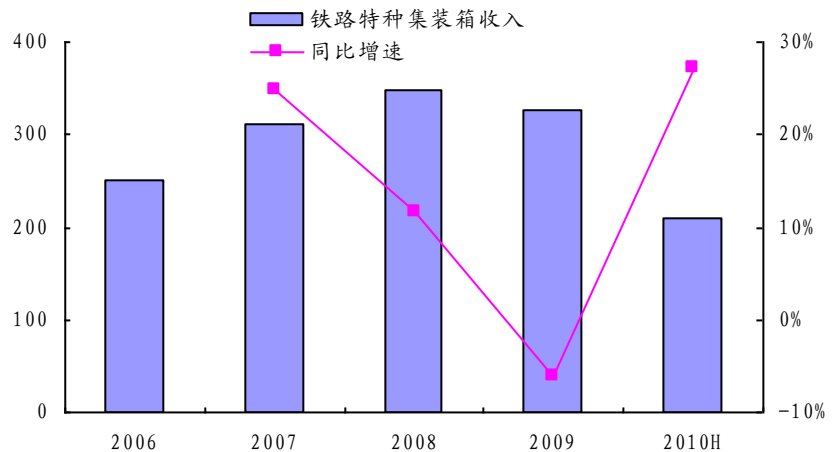
特种集装箱将是公司最具增长潜力业务之一

06年通过收购大股东特种集装箱业务后,成为了唯一拥有特种集装箱经营权的公司。公司通过募集资金及自有资金的投入,不断购置特种箱,经粗略统计,公司拥有约30000只特种箱。按照公司与中铁集运签订的《铁路特种集装箱运输及综合服务协议》,铁龙物流负责特种集装箱业务的经营,收入为铁道部清算获得的铁路特种箱使用费总额的80%及两端线下物流收入,并负责铁路特种箱的购置、维修、技改及新箱类开发等;中铁集运为铁路特种集装箱承运人,需支付铁路特种箱使用费的20%作为中铁集运为公司提供的运输及综合服务。

受金融危机的影响,特种货运需求下降,特种集装箱的发送量于08、09年持续下降。08年在特种集装箱定价提高30%推动下,收入出现正增长,但09年因货运量的下降,收入也同时下滑。2010年经济逐步恢复,特种集装箱运量大幅增长,2010年上半年完成发送量25.98万TEU,同比增长55%。运量的增加带动收入的增长,2010年上半年收入达到2.96亿元,同比增长27.24%。

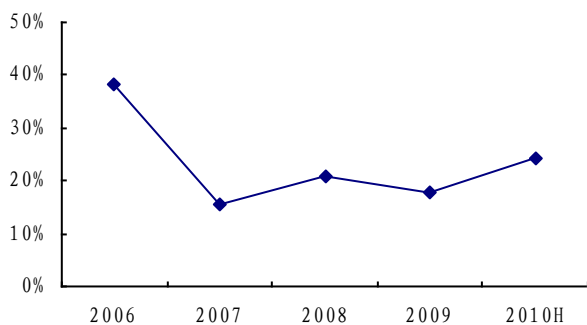
公司特种集装箱业务的成本主要体现在支付给中铁集运的综合服务费、折旧费及维修费等。其中,综合服务费为每年特种箱使用费用的20%。由于07年公司大量购置干散货箱,折旧费用大幅增加,公司的毛利率较06年下滑了约23个百分点。近几年,公司的毛利率开始上升。公司每年的综合服务费及折旧费相对固定,未来随着公司特种集装箱业务收入的不断增长,毛利率还有增长的空间。

Figure 16 特种集装箱收入及同比增速



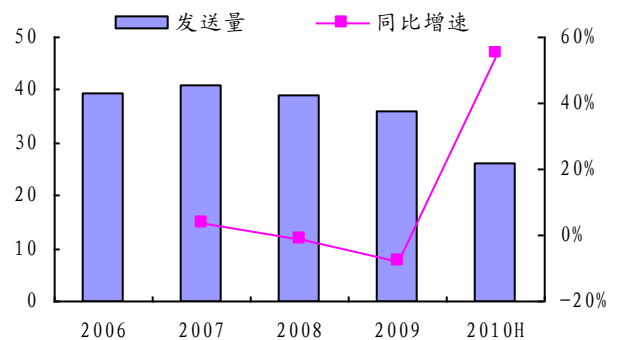
资料来源：公司公告

Figure 17 特种集装箱业务毛利率



资料来源：公司资料、国海证券研究所

Figure 18 特种集装箱年发送量 (万 TEU)



资料来源：公司资料、国海证券研究所

注：2007 年开始特种集装箱发送量不含汽车发送量

特种集装箱业务将是公司未来最具增长潜力的业务之一。通过前文的论述，我国集装箱即将迎来快速发展。我国铁路集装箱化率在 2009 年仅为 2.15%，远低于其他很多国家。国际上特种集装箱的发送量占集装箱总发送量的 20-30%，而国内仅占 12.6%，未来发展空间大，2012 年也将是公司特种集装箱业务快速增长的起点。业务增长主要体现在三个方面：1. 箱型数量的增加；2. 周转次数和运输效率的提高；3. 线下运营增加；4. 高端箱型占比提高。

公司的特种集装箱型有木材箱、汽车箱、水泥罐箱、轻油罐箱、干散货箱、冷藏箱及化工箱等。下面将具有介绍每个箱型的情况，及未来发展趋势。

Figure 19 特种集装箱图



资料来源：公司网站

Figure 20 各箱型适用运输货物种类

类别	主要运输货物
木材箱	木材
干散货箱	硫磺、化肥、水泥熟料、矿砂、焦炭等散货物
罐箱	水泥、润滑油、植物油等
冷藏箱	肉类、鱼类、水产品、肉制品、速冻食品、蔬菜、冰淇淋等

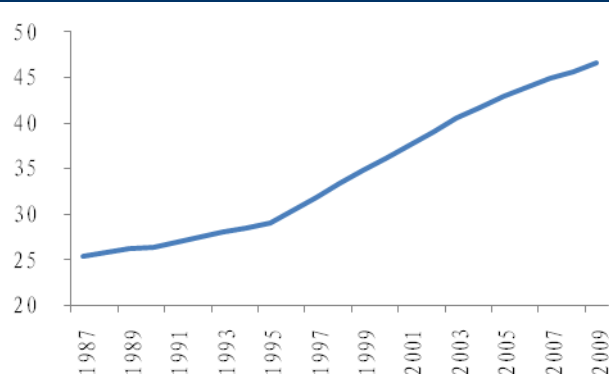
资料来源：国海证券研究所

冷藏箱未来将是重点开发箱型，增长空间大

冷链物流是指易腐或冷冻物品在加工、贮藏、运输到分配流通各个环节和过程中，处于低温状态，保证物品品质的物流形式。由于我国肉制品、乳制品和速冻食品的产量和消费量巨大、产品附加值高，目前大部分冷链需求都来自于此。

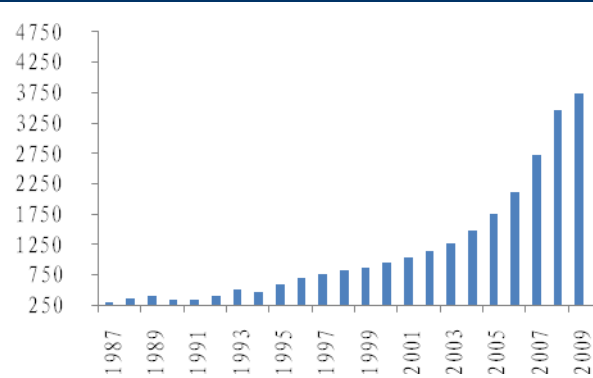
城镇化率的提高和消费升级为冷链运输提供了需求。目前我国城镇化率为 46.59%，平均每年增幅约 1%。随着经济的发展，人均 GDP 逐年提高，2010 年将达 4384 美元，按照消费升级理论，居民将加大对冷冻食品的消费需求。国内居民消费能力的提高以及城镇化率的上升，居民对新鲜果蔬、肉制品以及速冻食品和乳制品的需求增加，同时对冷链提出了需求。

Figure 21 城镇化率逐年上升



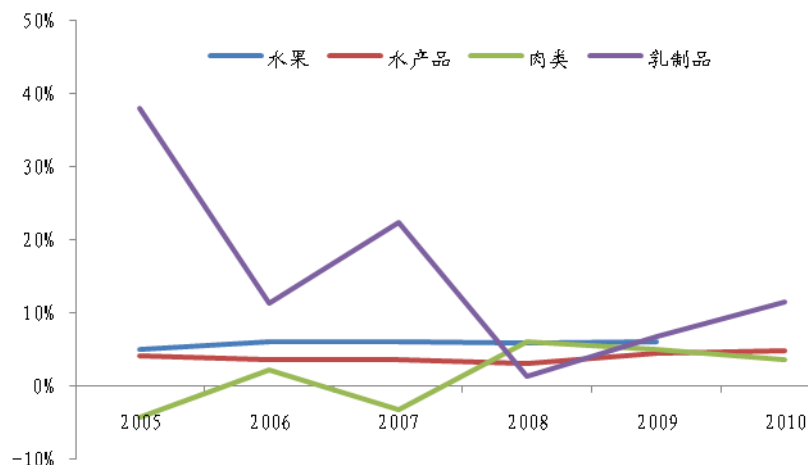
资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 22 人均 GDP 上升（美元）



资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 23 主要农产品产量增速 (%)



资料来源：公司公告

《农产品冷链物流发展规划》为冷链运输提供发展契机。我国每年冷鲜易腐货物总量约为 10 亿吨左右,但冷链运输占比仅为 10%左右。《农产品冷链物流发展规划》对我国农产品冷链物流发展,提出了“2015 年我国果蔬、肉类、水产品冷链流通率分别达到 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”的目标。按此目标,我国农产品的冷链运输量至少实现翻番。而农产品中果蔬、肉制品及乳制品等每年产量也在不断上升。因此,《农产品冷链物流体系发展规划》为冷链运输提供了发展契机,将从存量和增量两个方面共同促进冷链运输的发展。

陆地冷链运输的方式主要有铁路和公路两种。受前期高速公路的大量建设,公路冷藏车大幅增长,运输量也快速增长。目前铁路冷链运输在冷链物流中只有 5%的比重,与 90 年代 50%的市场份额相去甚远;从运量上看,90 年代铁路冷藏运输每年有 2000 万吨运量,而目前只有 500 万吨。但在中长途运输中,铁路冷链运输在成本与运输品质上都强于公路冷藏,未来随着铁路营业里程的增加,铁路冷链运输比重将会增加。

Figure 24 铁路冷藏箱与公路冷藏箱竞争力对比

	费用	运输质量	服务
铁路冷藏箱	一般	高	门到门或站到站
公路冷藏箱	高	一般	门到门

资料来源：国海证券研究所

铁路冷链运输目前有铁路机保车和冷藏箱运输两种方式。铁路机保车由中铁特货经营,保有量约 2500 辆,年运量约 500 万吨。主要客户有蒙牛、伊利、和路雪、双汇、三全、金锣、吉泰物流等国内食品生产大客户。铁路冷藏箱是由铁龙物流于 09 年开始投放上线运营的。从下

表看，在各指标对比上，铁路冷藏箱都较机保车具有优势。随着高铁和集装箱中心站的逐步建成，铁路冷藏箱在载重及运输效率优势将进一步体现，未来三年内将逐步替代机保车。

冷藏箱将是公司未来重点开发箱型。100 只冷藏箱于 2009 年开始投入试运行，预计 2010 年箱型将达到 500 只。经过 1 年多的上线运营，公司冷藏箱已经运行出多个产品运输中所需的参数。即使不考虑铁路冷链运输的增量，对机保车的替代也将使公司 2013 年冷藏箱的运量可能增到 500 万吨，是公司现有特种箱集装箱总运量的 50% 左右，未来对冷藏箱的需求大幅增长。反过来，冷藏箱业务的快速发展，将使公司特种集装箱业务到 2013 年可能至少增长 50%。

Figure 25 铁路机保车与冷藏箱竞争力对比

	铁路机保车	铁路冷藏箱
最小起运量	100 吨；批量运营	20 吨；单体可独立运营
办理地点	较多，但是均为效率较低的老式货运站	较少，但可在现代化的集装箱中心站办理
运输成本		略高于铁路机保车
运输服务	站对站	门对门
运输质量	较高	高，运用美国最先进的大冷王以及开利的冷机，对冷藏箱全程监测，实现全程两下 -29 -27 摄氏度的温控

资料来源：国海证券研究所

化工箱值得期待

化工箱是公司开发的又一高端箱型，罐体是不锈钢体制，具有良好的耐腐蚀性，可适用于危险化工品的运输。目前可承运的酒精、乳胶、双氧水、异内丙醇、TDI 等。

化工箱业务值得期待。300 只化工箱于 2009 年开始上线运营，预计 2010 年底保有量可能达到 1000 只。目前我国危险化工品大部分是通过公路运输，年运量 2 亿吨左右。随着高铁和集装箱中心站的逐步建成，铁路化工箱运营优势体现，将形成对危险化工品公路运输的替代。此外，化工品中大部分为危险品，公司还可以通过多开发可承运不同种类的化工箱，丰富货品范围，提升运量。可见，化工箱未来空间发展较大。

干散货箱适用范围将不断扩大

干散货集装箱主要用于运输固体颗粒状和粉末状等无包装货物的铁路特种集装箱。主要适用于矿砂、焦炭、硫磺、氧化铝、化肥、粮食等散堆装货物。

干散货箱适用范围广，是公司保有量最大的箱型。除了既有运输货

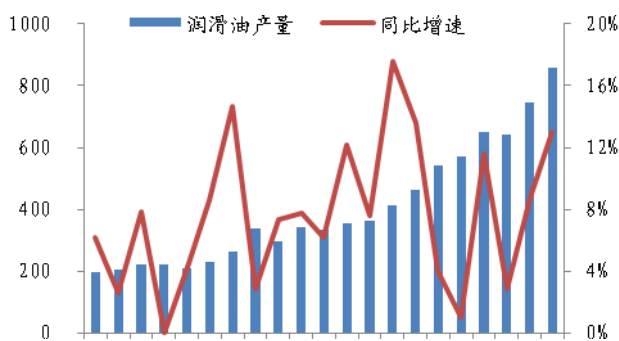
物种类自然增量增长外，公司还将加大对适箱货源的开拓力度。如公司于 09 年与中石化中原油田签订了普光气田硫磺运输合作协议，目前普光气田已经投产，将给公司带来 60-70 万吨/年的硫磺运输需求，公司今年也还将增加新的干散货箱以满足该需求。

轻油罐箱将保持稳定增长

为客户在全国范围内提供非腐蚀性液体货物的运输服务。运输的货物品类有润滑油、植物油以及其他非危险液体货物。

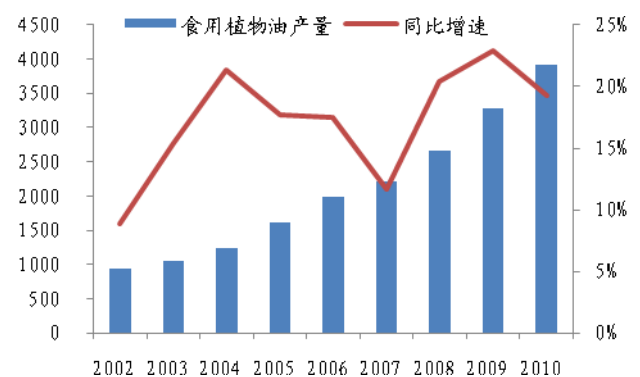
以润滑油、植物油为例进行简单分析，润滑油和食用植物油的产量呈逐年上升趋势，产量的上升将带来集装箱运输需求的增加。不考虑其他品种的运输，粗略计算，轻油罐箱业务每年增长率可能保持在 10%。

Figure 26 润滑油产量及同比增速 (万吨、%)



资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 27 食用植物油产量及同比增速 (万吨、%)



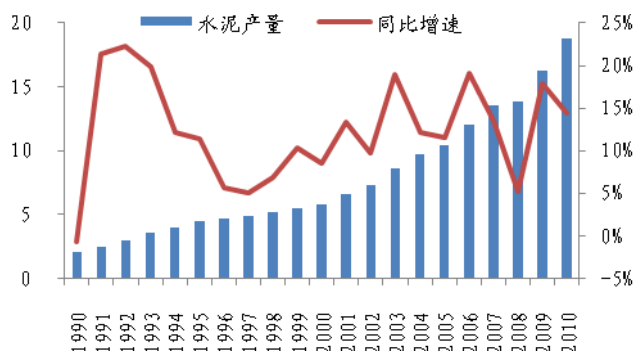
资料来源：WIND、国海证券研究所

水泥罐箱、木材箱将有所改善

随着基础设施、保障性住房的建设及建材下乡政策，水泥的需求将会增加。

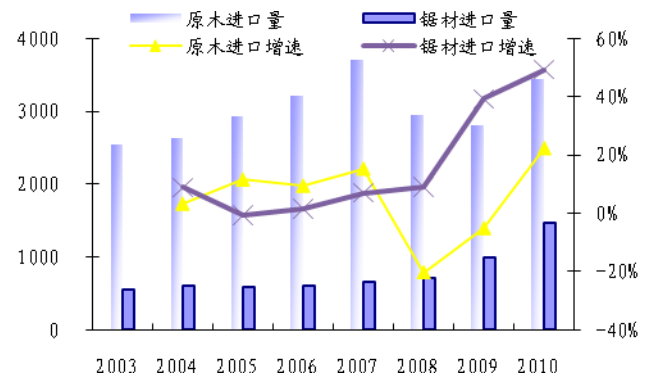
09 年受经济危机影响，国内木材需求骤减，再加上俄罗斯出口关税上调公司木材箱发送量同比大幅下降 41%。但随着经济回暖，地板、家具、造纸等下游行业对木材需求的恢复，公司木材箱 2010 年的运量将回升至以前水平，提升木材箱的利用率。虽然房地产市场受到调控，但保障性住房的大规模建设，预计家具行业的影响较小。原木和锯材也将继续保持增长，木材箱的使用效率将略有改善。

Figure 28 水泥产量及同比增速 (亿吨、%)



资料来源: WIND、国海证券研究所

Figure 29 原木、锯材进口量及增速 (万立方米、%)



资料来源: WIND、国海证券研究所

汽车箱业务将在 2012 年后退出

公司将拥有的 2961 只汽车箱于 2007 年 4 月 1 日起, 全部租赁给中铁特货经营, 租赁期为 5 年。2012 年协议到期后, 公司将退出汽车箱业务。

沙鲛线即将扩能, 将带来铁路货运及临港物流业务快速增长

铁路货运及临港物流业务主要是指沙鲛线支线相关的铁路运输及物流延伸服务业务。公司于 05 年 10 月从沈阳铁路局成功收购沙鲛支线后, 营运方式由租赁经营改为独立经营。

Figure 30 沙鲛线铁路示意图



资料来源: 国海证券研究所

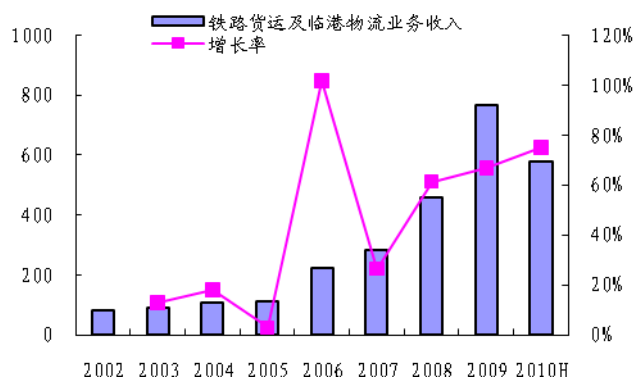
沙鲛线是营口港唯一的疏港铁路, 全长 14.17 公里。营口港是沈阳经济圈和东北地区最近出海口, 在东北地区综合运输网与海上南北大道

的衔接中处于水路中转枢纽地位。凭借地理优势，营口量吞吐量逐年上升，年吞吐量由 2011 年的 2500 万吨迅速扩大到 2010 年的约 2.11 亿吨，年复合增长率达到 24%。

随着营口港吞吐量的不断增长，沙鲅线的运能也在不断扩张，2008 年 10 月沙鲅铁路双线电气化自动化闭塞全线开通，运能由 2400 万吨扩大到 4600 万吨。在营口港吞吐量增长及沙鲅线运能扩张下，沙鲅线铁路货运及临港物流业务的收入也在快速增长，已由 2002 年 8121 万元提高到 2009 年的 7.66 亿元，年复合增长率达 32%。

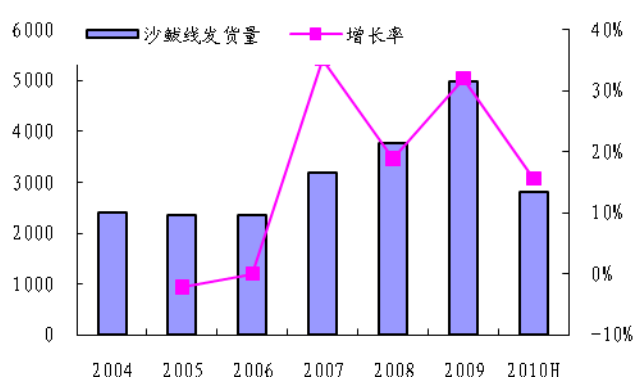
沙鲅线二期即将扩能，将带来铁路货运及临港物流业务快速增长。2009 年沙鲅线到发量为 4991 万吨，已经达到设计运能。而 2010 年上半年到发量达到 2796.7 万吨，预计全年将达到 5600 万吨左右，沙鲅线运能已不足。公司拟将于今年进行沙鲅线二期扩能，届时设计运能将达到 8000 万吨，较现有设计运能增长 67%，建设周期在一年以内。受益于国家振兴老工业区以及沈阳经济区政策的落实，预计未来几年经济将快速发展，拉动营口港吞吐量进一步上升（如鞍钢鲅鱼圈正在建设中的二期 500 万吨产能将于今年建成；华能煤炭业务煤炭泊位也在建设中等），每年增速将在 20% 以上。且目前公司铁路货运量占营口港的比重不足 30%，因此，二期建成后，沙鲅线的运能将快速释放，带动业绩快速增长。

Figure 31 铁路货运及临港物流业务收入及增长率（万元、%）



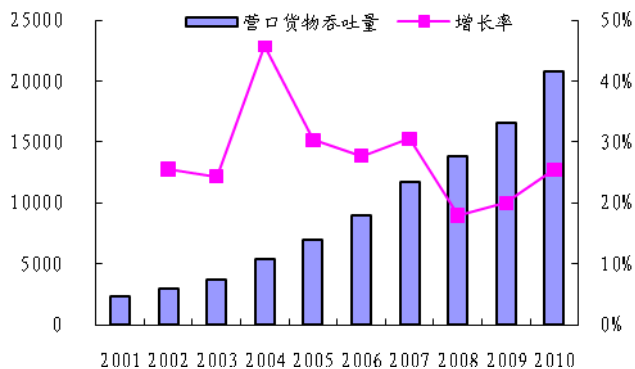
资料来源：公司资料、国海证券研究所

Figure 32 沙鲅线货运量（万吨）



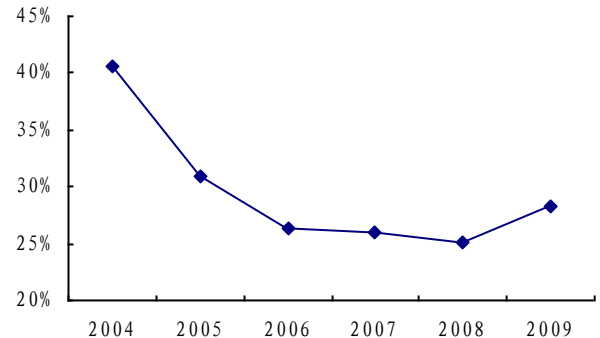
资料来源：公司资料、国海证券研究所

Figure 33 营口港吞吐量及增长率（万吨、%）



资料来源：WIND

Figure 34 沙鲮线货运量占营口港吞吐量的比重



资料来源：WIND、公司资料、国海证券研究所

铁路客运业务为公司提供稳定现金流

公司的铁路客运业务主要是与沈阳铁路局在部分线路上的合作，业务模式主要分为两种：

一是，合作经营优质优价旅客列车业务。公司使用募集资金购置了 13 辆发电车并投资改造 163 辆 25K 型旅客列车，与沈阳铁路局于 1998 年开始在大连——北京、沈阳、大庆等客运线路上合作经营优质优价旅客业务。公司主要负责市场调查、市场开发与培育、业务人员培训、列车客票收入核查等业务管理事项。收入主要体现在旅客列车运行票价收入中基本票价以上加价收入的 60%。合作经营期限为 16 年，对未来是否继续合作具有一定的不确定性。

二是，25T 和 25Z 列车租赁业务。公司将 59 辆 25T 型和 25Z 型旅客列车自 2005 年开始租赁给沈阳铁路局用于沈阳——广州间旅客运输，每年租金收入为 4072 万元。租赁期为 16 年。

铁路客运业务较稳定，每年为公司贡献的收入约 1.38 亿元，近三年毛利率在 65% 左右。

房地产业务将持续为公司贡献业绩

子公司大连铁龙房地产开发有限公司于 2001 年开始为公司贡献利润。先后开发了葵英大厦、天泉山庄、北岗新居、动力街区、动力花园、动力院景等知名楼盘。目前，该公司正在进行的项目有“动力院景”和“头道沟”。

公司开发的“动力院景”项目截止 2010 年底，已基本销售完毕，预计 2010 年实现营业收入约 2.5 亿元。部分公建项目将在 2011 年继续

贡献利润。

“头道沟”项目将于 2011 年 10 月竣工，预计可售面积为 8 万平方米。目前该项目周边房价约在 1 万元/平米，房地产调控对大连市房价影响较小，预计可贡献销售收入约 7.5 亿元。

铁龙物流于 2010 年 8 月收购山西开诚房地产 100%，其下拥有太原市枣园地区的一块土地使用权，用于普通商品房住宅开发，规划用地面积 15.63 万平方米，规划建筑面积 18.76 万平方米。可为公司持续贡献 2-3 年的利润。按照规划，预计一期将于 2012 年 1 月开建，2014 年 1 月竣工。

各业务收入、利润预测表

Figure 35 各项业务盈利预测（百万元）

		2008	2009	2010E	2011E	2012E
铁路货运及临 港物流	收入	458.98	765.82	1288.89	1675.56	2345.78
	成本	290.27	477.65	889.33	1122.62	1501.30
	毛利	168.71	288.17	399.56	552.93	844.48
	毛利率	32.43%	33.21%	31%	33%	36%
铁路特种箱	收入	348	327.04	436.67	611.33	917.00
	成本	238.61	243.66	301.30	403.48	550.20
	毛利	109.39	83.38	135.37	207.85	366.80
	毛利率	21.02%	17.99%	31%	34%	40%
房地产	收入	367.29	250.42	250	200	300
	成本	248.23	150.63	162.5	144	216
	毛利	119.06	99.79	87.5	56	84
	毛利率	23.39%	28.04%	35%	28%	28%
铁路客运	收入	136.71	136.08	138.04	138	138
	成本	31.21	32.25	46.9336	48.3	48.3
	毛利	105.5	103.83	91.1064	89.7	89.7
	毛利率	65.86%	64.83%	66%	65%	65%

资料来源：国海证券研究所

盈利预测

对公司 2010、2011、2012 年的盈利预测，假设条件如下：

1. 各项业务收入、利润预测如上表所示；
2. 期间费用率略有下降；
3. 所得税率保持不变。

Figure 36 铁龙物流盈利预测表（百万元）

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	1522.62	1566.85	2263.60	2774.89	3850.78
营业收入	1522.62	1566.85	2263.60	2774.89	3850.78
二、营业总成本	1137.07	1099.49	1669.38	2012.85	2664.94

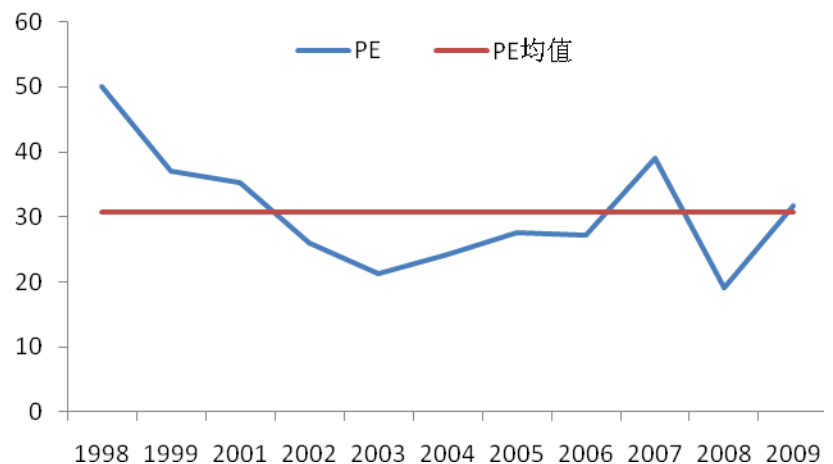
营业成本	995.00	977.91	1533.57	1851.90	2449.30
营业税金及附加	56.88	54.03	70.17	86.02	119.37
销售费用	29.10	24.71	20.37	22.20	26.96
管理费用	46.99	49.52	45.27	52.72	69.31
财务费用	8.35	(5.92)	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0.74	(0.76)			
三、其他经营收益	3.52	6.99	3	3	3
四、营业利润	389.07	474.35	597.21	765.04	1188.84
加：营业外收入	4.23	18.85	4	5	6
减：营业外支出	2.91	21.96	2.8	3.9	5
五、利润总额	390.38	471.25	598.41	766.14	1189.84
减：所得税	94.99	121.27	149.60	191.54	297.46
六、净利润	295.39	349.98	448.81	574.61	892.38
减：少数股东损益	0.8	1.18	1.2	1.4	1.6
归属于母公司所有者的净利润	294.59	348.8	447.61	573.21	890.78
七、每股收益（元）	0.293	0.347	0.45	0.57	0.89

资料来源：国海证券研究所

给予“增持”评级

预计公司 2010、2011、2012 年 EPS 分别为 0.45、0.57、0.89 元，对应的 PE 分别为 35、28、18 倍。沙鲛线即将扩能，铁路货运及临港物流业务将快速增长。沙鲛线即将扩能，铁路货运及临港物流业务将快速增长。随着高铁建成实现客货分离以及集装箱中心站建成提升效率，集装箱运能将得到较大释放，公司特种集装箱业务发展空间大，认为公司是具有防御性的长期价值投资品种，给予“增持”评级。

Figure 37 铁龙物流各年 PE 及历史均值



资料来源：国海证券研究所

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

风险提示

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归国海证券所有。