

强烈推荐-A (维持)

铁龙物流 600125.SH

目标估值：18.00-21.00 元

当前股价：16.25 元

2011 年 3 月 25 日

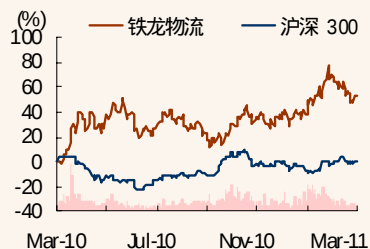
特箱业务周转率与全程物流比例显著提升

基础数据

上证综指	2947
总股本(万股)	100425
已上市流通股(万股)	70290
总市值(亿元)	163
流通市值(亿元)	114
每股净资产(MRQ)	3.2
ROE(TTM)	15.0
资产负债率	8.9%
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	-8	35	52
相对表现	-10	22	53



相关报告

1、《铁龙物流(600125)-拟收上海铁洋股权,促进特箱业务发展》2011/01/12

2、《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

姚俊

S1090209090316

研究助理

罗嫣嫣 0755-82960274

luoyanyan@cmschina.com.cn

常涛

changtao@cmschina.com.cn

全年 EPS0.47 元,完全符合预期。特箱业务收入同比大增七成,主要是干散箱型新客户拓展和周转率提高带来的贡献,全程物流比重显著提升。冷箱业务仍处于市场培育阶段,对业绩贡献不宜抱过高期望,关注冷箱放量进程和重要高铁线通车的时点。预计 2011-13 年 EPS 为 0.59、0.75 和 0.97 元,维持“强烈推荐-A”的评级。

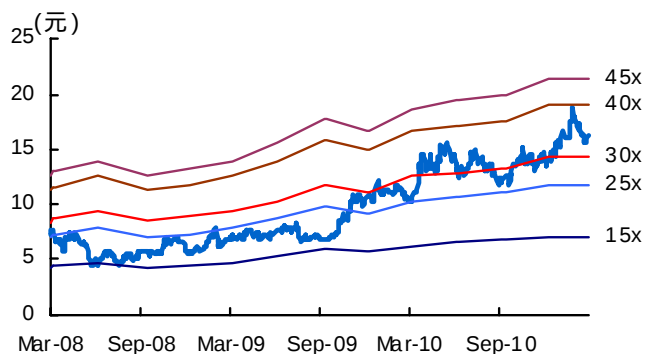
- 公司 2010 年实现归属母公司净利润 4.76 亿元, EPS0.47 元,同比增长 33%。实现营业收入和营业成本分别为 21.9 和 14.4 亿元,同比分别增长 40%和 47%。公司考虑到进一步加大核心业务的投资力度的需要,本年度不进行分配;
- 特箱业务超预期增长,周转率和全程物流比重显著提高,控股铁洋将彰显公司向全程物流服务提供商转型的决心。公司特箱业务实现营业收入和毛利分别为 5.6 亿元和 1.47 亿元,同比大增均超七成,毛利率 26.1% (+0.6pct)。营业收入大增主要是干散箱型新客户拓展和周转率提高带来的贡献。同时由于公司在干散箱上的新客户主要采用全程物流模式,全程物流比重显著提升。公司原有特箱箱型经营势头良好,冷藏箱正处在市场培育阶段,对此我们尚需耐心,目前试运行的冷箱数量为 100 只。
- 货运及临港物流业务实现营业收入和毛利分别为 11.1 亿元 (+45%) 和 3.5 亿元 (+21%), 毛利率 31.4% (-6.2pct)。营收大增的主因是公司今年着力实施运贸一体化,贸易收入比重上升。但贸易业务毛利率显著低于货运业务,致毛利率被拉低。沙鲛线全年到发 5686 万吨 (+13.9%), 创了历史新高。二期扩能工程预计 2012 年上半年完工,预计今年沙鲛线货运量可实现个位数增长。
- 公司房地产业务仍将是业绩的重要支撑,预计今年“连海金源”项目将确认部分收入,但在结算方式不明确和国家房地产调控下,具有一定不确定性。
- 预计 2011-13 年 EPS 为 0.59、0.75 和 0.97 元,维持“强烈推荐-A”的评级。我们看好特种箱(特别是冷藏箱)业务的长期发展前景。但冷箱市场仍处培育阶段,对今年的业绩贡献不宜抱过高期望。关注冷箱放量和重要高铁线通车的时点。按今年 30-35 倍 PE,给予目标区间 18-21 元。
- 风险提示:冷箱业务拓展进程低于预期,系统风险等。

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	1567	2186	2888	3536	4695
同比增长	3%	39%	32%	22%	33%
营业利润(百万元)	474	601	739	949	1222
同比增长	22%	27%	23%	28%	29%
净利润(百万元)	349	476	588	755	973
同比增长	18%	37%	23%	28%	29%
每股收益(元)	0.36	0.47	0.59	0.75	0.97
PE	45.5	34.3	27.7	21.6	16.8
PB	6.0	5.1	4.5	4.0	3.4

资料来源:招商证券

图 1：铁龙物流历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 2：铁龙物流历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

表 1、公司 2010 年分业务经营情况

单位：万元	营业收入	营业成本	营业利润率	营业收入比上年同期增减	营业成本比上年同期增减	营业利润率比上年同期增减
铁路特种集装箱业务	56,201	41,539	20.8%	71.8%	70.5%	2.77pct
铁路货运及临港物流业务	110,813	76,058	27.2%	44.7%	59.2%	-5.98pct
铁路客运业务	13,296	3,269	65.0%	-2.3%	1.4%	0.13pct
房地产业务	29,973	15,993	31.3%	19.7%	6.2%	-3.23pct
其它	8,270	7,265	3.6%	-5.5%	-1.5%	+0.38pct

资料来源：公司公告

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1501	1953	2566	3268	3069
现金	940	538	624	926	50
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	9	5	6	7	10
应收款项	62	79	104	127	169
其它应收款	13	56	74	91	120
存货	447	1224	1687	2031	2610
其他	29	52	72	86	111
非流动资产	1569	1548	1393	1255	3969
长期股权投资	58	51	51	51	51
固定资产	1419	1369	1221	1089	3809
无形资产	52	59	53	48	43
其他	39	69	68	67	67
资产总计	3070	3501	3959	4522	7038
流动负债	290	190	235	269	2104
短期借款	0	0	0	0	1777
应付账款	65	72	100	120	154
预收账款	98	48	67	80	103
其他	127	69	69	69	69
长期负债	39	121	121	121	121
长期借款	0	0	0	0	0
其他	39	121	121	121	121
负债合计	329	310	356	390	2224
股本	1004	1004	1004	1004	1004
资本公积金	459	469	469	469	469
留存收益	1276	1715	2127	2655	3336
少数股东权益	2	3	3	4	5
母公司所有者权益	2739	3188	3600	4129	4809
负债及权益合计	3070	3501	3959	4522	7038

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	712	96	223	477	711
净利润	349	476	588	755	973
折旧摊销	0	0	155	138	285
财务费用	0	0	(35)	(46)	77
投资收益	0	0	(5)	(5)	(5)
营运资金变动	0	0	(481)	(365)	(620)
其它	363	(381)	0	1	1
投资活动现金流	(223)	(438)	0	0	(3000)
资本支出	0	0	0	0	(3000)
其他投资	(223)	(438)	0	0	0
筹资活动现金流	(101)	(60)	(137)	(175)	1413
借款变动	0	0	0	0	1777
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	(177)	(227)	(292)
其他	(101)	(60)	40	51	(72)
现金净增加额	388	(402)	86	302	(876)

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1567	2186	2888	3536	4695
营业成本	978	1441	1986	2390	3071
营业税金及附加	54	71	94	115	152
营业费用	25	21	28	34	46
管理费用	50	61	81	99	131
财务费用	(6)	(7)	(35)	(46)	77
资产减值损失	(1)	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	7	6	5	5	5
营业利润	474	601	739	949	1222
营业外收入	19	16	5	5	5
营业外支出	22	18	4	4	4
利润总额	471	599	740	950	1223
所得税	121	123	151	194	250
净利润	350	477	589	756	973
少数股东损益	1	0	0	1	1
母公司所有者净利润	349	476	588	755	973
EPS (元)	0.36	0.47	0.59	0.75	0.97

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	3%	39%	32%	22%	33%
营业利润	22%	27%	23%	28%	29%
净利润	18%	37%	23%	28%	29%
获利能力					
毛利率	37.6%	34.1%	31.2%	32.4%	34.6%
净利率	22.3%	21.8%	20.4%	21.4%	20.7%
ROE	13.1%	14.9%	16.3%	18.3%	20.2%
ROIC	12.7%	14.8%	15.6%	17.4%	15.7%
偿债能力					
资产负债率	10.7%	8.9%	9.0%	8.6%	31.6%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	25.3%
流动比率	5.2	10.3	10.9	12.1	1.5
速动比率	3.6	3.8	3.7	4.6	0.2
营运能力					
资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.8	0.7
存货周转率	2.3	1.7	1.4	1.3	1.3
应收账款周转率	17.1	31.2	31.7	30.6	31.8
应付账款周转率	17.3	21.0	23.0	21.7	22.4
每股资料(元)					
每股收益	0.36	0.47	0.59	0.75	0.97
每股经营现金	0.71	0.10	0.22	0.48	0.71
每股净资产	2.73	3.17	3.58	4.11	4.79
每股股利	0.00	0.00	0.18	0.23	0.29
估值比率					
PE	45.5	34.3	27.7	21.6	16.8
PB	6.0	5.1	4.5	4.0	3.4
EV/EBITDA	19.6	16.4	14.4	11.9	7.8

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。