

铁龙物流(600125.sh)

2012! ——三大拐点共振, 铁龙在龙年开始腾飞!

杨志清 分析师
 电话: 021-68828417
 eMail: yzq3@gf.com.cn
 SAC执业证书编号: S0260511020011

独特视角

- 我们始终坚持认为, 公司的核心价值在于是潜在的全网络铁路(特种)物流服务商, 而不在于大量采购某一种箱子并给予极高的预期。
- 过度激进扩张某一种箱子, 就好比投资者将全部仓位买成一只股票, 这是非常危险的。只有多箱型合理配置才是持续稳健之道。

我们目前看好公司基本逻辑——我们站在三大拐点之上

- 宏观拐点**——刘易斯拐点临近、通胀、人工成本上升正在推动产业进行新一轮转移, 而物流的纽带作用使得物流行业处在被振兴的风口浪尖。
- 行业拐点**——高铁网络成型已经倒计时, 铁路货运运能将开始大量释放。在集装箱中心站初具规模, 铁道部提出十二期间集装箱化率要达到15%的目标时, 集装箱班列将成为必然的选择。
- 公司拐点**——上海铁洋的收购与控股, 标志公司已经走出了迈向全网络物流服务商的第一步。而高达10亿的银行授信与高管可以直接购买特箱的董事会授权, 意味着公司已经开始了声势浩大的运力扩张。
- 三大拐点同时共振, 我们没有理由相信公司不会在龙年开始腾飞!

2012年业绩的高增长几无悬念

(1) 2012 沙鲛铁路二期扩能将使运能提高 70%; (2) 2012 高铁运能释放后, 300 多万 T 潜在的特箱运输需求将陆续释放; (3) 2012 房地产结算将使业绩再上层楼。

盈利预测与估值评级: 我们预测公司 2011-2013 年的 EPS 为 0.63、1.02 和 1.03 元, 给予目标价 24.3 元, **重申“买入”评级。**

风险提示: 高铁运能释放低于预期, 沙鲛线扩能低于预期、公司购箱计划低于预期。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,566.85	2,185.54	3204.03	5671.21	4497.83
增长率(%)	2.91%	39.49%	46.60%	77.00%	-20.69%
EBITDA(百万元)	629.12	754.18	1022.66	1617.71	1695.02
净利润(百万元)	348.80	476.41	629.12	1028.62	1032.14
增长率(%)	18.40%	36.59%	32.05%	63.50%	0.34%
每股收益(元)	0.347	0.474	0.63	1.02	1.03
市盈率	31.70	30.40	25.94	15.86	15.81
市净率	4.04	4.54	4.28	3.37	2.78
EV/EBITDA	16.08	18.49	15.33	10.00	9.12

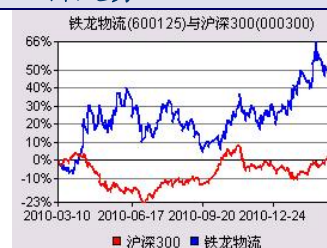
数据来源: 中铁铁龙集装箱物流股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级



当前价格(元)	16.63
目标价格(元)	24.3
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	2.81%	23.69%	48.18%
沪深 300	5.67%	3.74%	0.02%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	1,004.25/702.90
主要股东:	
中铁集装箱运输有限责任公司	
主要股东持股比例	15.90%

财务比率

ROE	12.73%
ROA	16.27%
资产负债率	10.71%
每股净资产(元)	2.73
2010 年报数据	

目录索引

独特视角	6
一、观点回顾：一年前我们的预测基本实现	6
1. 盈利：盈利预测兑现，完全符合当初的预期	6
2. 目标价：12 个月目标股价基本达到	6
3. 扩张：资产收购和网络扩张已经走出第一步	6
二、展望未来：我们站在三大拐点之上	6
1. 宏观拐点：产业转移与物流振兴	6
(1) 产业转移已经成为必然趋势	6
(2) 物流振兴必须随之启动	10
(3) 怎么振兴物流来实现产业转移的目标——美国经验表明，铁路是最好的选择	12
(4) 中国铁路已经超负荷，迫切需要新的运能投放	15
2. 行业拐点：运能释放和班列上马	18
(1) 运能什么时候释放？已经开始倒计时	18
(2) 运能释放之后就一定会运量释放吗？需要集装箱班列来保障时间的可靠性	20
(3) 有条件开行集装箱班列就一定运量爆发吗？还需要铁道部的计划	23
3. 公司拐点：网络扩张与特箱投放	25
(1) 集装箱班列时代，公司的物流服务网络扩张将大幅提升竞争力	25
(2) 集装箱班列时代，公司的特箱开发与投放计划将产生更大的运力	28
三、业绩的高增长从何而来	29
1. 沙鲮线 2012 年运量将比 2010 年增长 70%	29
2. 潜在的 316 万 T 特箱运输需求 2012 年将开始陆续释放	32
(1) 水煤浆罐箱前景有限	33
(2) 汽车箱维持现状或略有萎缩	34
(3) 木材箱潜在需求为 25 万 T，尚有至少 1 倍以上的挖潜空间	34
(4) 冷藏箱潜在需求为 76 万 T	37
(5) 散装水泥箱潜在需求为 62 万 T	38
(6) 干散货箱潜在需求为 127 万 T	40
(6) 罐式集装箱潜在需求为 25 万 T	43
3. 物流服务网络全面铺开，物流利润空间巨大	48
4. 房地产业务在 2012 年结转将贡献 0.22 元 EPS	50
四、盈利预测与估值，重申“买入”评级	51
五、可能的催化因素	52
六、风险提示	52

图表索引

图 1: 产业链结构图	7
图 2: 世界产业迁移路线图 (G7→拉丁美洲/四小龙→金砖四国)	7
图 3: 连续十年通胀水平在较高位置	8
图 4: 月最低工资近 5 年的复合增长率达到 18.8%	8
图 5: 平均工资指数保持 13% 左右的增长	8
图 6: 中国产业梯度分布图	8
图 7: 东部地区工资远高于中西部地区工资	8
图 8: 富士康集团已经开始大规模内迁	9
图 9: 中西部省区的 GDP 增速已经大幅超过东部	10
图 10: 我国物流总额构成中, 工业品占绝大多数	10
图 11: 中国的物流费用占 GDP 比重是发达国家的 2 倍	10
图 12: 美国铁路线路图	12
图 13: 美国干线铁路货运量分布	13
图 14: 美国货运铁路投入近几年快速增长 (十亿美元)	13
图 15: 美国铁路货运量较 30 年前翻了 1 倍, 但是燃油消耗基本不变 (1980 年为 100)	14
图 16: 通胀调整后的美国铁路货运费率只 30 年前的一半	14
图 17: 通胀调整后的美国铁路货运费率年度变化率	14
图 18: 铁路费率与日用品的价格比较 (相对 1981 年变化率%)	15
图 19: 美国铁路费率 (按购买力调整后) 世界最低	15
图 20: 最省油的重卡油耗是铁路行业平均油耗的 2.5 倍	16
图 21: 中国铁路运输密度远远世界第一	16
图 22: 几个大型大陆国家中, 中国铁路货运周转量占比最低 (未含远洋运输)	17
图 23: 由于运能瓶颈, 铁路的市场份额 (未含远洋运输) 下滑了约 50%	17
图 24: 四纵四横高铁网络图	18
图 25: 国外和国内的货主都告诉我们, 只有铁路提供定时可靠的服务, 潜在货运才会转而选择铁路	21
图 26: 各种运输方式的经济性和服务质量比较示意图	21
图 27: 集装箱班列在中心站等待装卸	22
图 28: 美国铁路集装箱多式联运量增速较快	22
图 29: 除乌鲁木齐站外, 集装箱中心站全都分布在高铁线路上	23
图 30: 中国集装箱运输占比仅为 2.6%	24
图 31: 美国铁路集装箱多式联运占比为 25%	24
图 32: 过去 7 年铁路货运量的平均增速为 7.2%	24
图 33: 如果十二五期间集装箱率达到 15%, 则集装箱运量复合增速将为 52%	24
图 34: 特箱运量占集装箱总运量比例最近几年一直维持在 13%-14%	25
图 35: 如果特箱比例维持 14% 不变, 十二五期间公司特箱运量也将有 8 倍的增长空间	25
图 36: 三大国货运周转量基本相当, 但是中国平均运距只有其他国家一半	26
图 37: 上海铁洋股权及分公司构成图	26
图 38: 上海铁洋网点分布	27
图 39: 目前特箱保有量约为 2.8 万, 平均周转率约为 20 次	28

图 40: 沙拔线线路图	29
图 41: 沙鲅铁路是目前对公司业绩贡献最大的业务	30
图 42: 营口港吞吐量一直保持 20% 以上的增速	30
图 43: 营口港吞吐货物构成	30
图 44: 由于运能紧张, 沙鲅铁路的疏港比例逐年下滑	31
图 45: 沙鲅铁路 2012 年发送量比 2010 年将增长 70%	31
图 46: 特种箱构成比例	32
图 47: 特箱发送量构成	32
图 48: 水煤浆箱外观	33
图 49: 汽车箱外观	34
图 50: 木材箱外观	35
图 51: 我国木材需求十分旺盛, 缺口很大	35
图 52: 木材进口增速整体较快, 俄罗斯进口量目前已经稳定	35
图 53: 我国原木进口区域为沿海几省、黑龙江和内蒙古	36
图 54: 国内木材主要产区分布在东北、西南和东南省份	36
图 55: 冷藏箱外观	37
图 56: 中美日三国冷链运输对比	37
图 57: 我国每年主要农产品的产量约为 3.3 亿吨	38
图 58: 散装水泥罐箱外观	39
图 59: 散装水泥产量稳步提升, 已经超过 8000 万吨	39
图 60: 干散货箱外观	40
图 61: 我国硫磺主要靠进口	40
图 62: 硫磺需求区域主要分布在西南和华东	41
图 63: 硫磺进口量前十的海关	41
图 64: 西南三省集中了我国 45% 的磷肥产量	42
图 65: 铁路运输粮食比例保持在 20% 左右	43
图 66: 罐式集装箱外观	44
图 67: 罐箱运输货种构成	44
图 68: 乌鲁木齐、南宁和沈阳三局的发送量超过 80%	44
图 69: 中国润滑油消费增速保持稳健增长	45
图 70: 食用油的产量和消费量稳健提升, 已经每年已经在 4000 万吨以上	46
图 71: 我国前八大食用油产地外运量约为 1700 万吨	46
图 72: 甲醇需求快速增长	47
图 73: 甲醇产地主要为煤炭资源丰富的地区	47
图 74: 由于全国性物流网络的铺开, 线下物流利润的空间被打开	49
表 1: 近 3 年政府关于支持产业转移的政策和规划	9
表 2: 近 3 年政府关于支持物流业振兴的政策和规划	11
表 3: 主要繁忙干线预计建成时间	18
表 4: 四纵四横平行的既有铁路承担旅客运量的 40% 和周转量的 60%	19
表 5: 四纵四横平行的既有铁路承担货运量的 13% 和周转量的 30%	19
表 6: 四纵四横高铁网络通车后, 运能释放测算	20
图 7: 集装箱中心站办理能力	23
表 8: 十二五铁路集装箱化率规划目标与集装箱运量复合增速的敏感性分析	25

表 9: 假设 2015 年特箱运量达到 439 万 T, 在不同的周转率条件下每年需新增特箱量测算	29
表 10: 木材箱潜在需求为 25 万 T, 还有 1 倍以上的挖潜空间	36
表 11: 冷藏箱潜在需求至少有 76 万 TEU	38
表 12: 散装水泥潜在需求为 62 万 T	39
表 13: 西南进口硫磺潜在需求为 9 万 T	42
表 14: 西南磷肥的潜在需求为 27 万 T	42
表 15: 粮食潜在需求为 91 万 T	43
表 16: 两大集团调和工厂分布及产能分布 (万吨)	45
表 17: 润滑油潜在需求为 6 万 T	45
表 18: 食用油潜在需求为 6 万 T	46
表 19: 甲醇潜在需求为 14 万 T	47
表 20: 特种集装箱静态潜在需求汇总 (万 T)	48
表 21: 物流利润开始贡献收益	49
表 22: 如果公司成为中铁集旗下物流网络的整合平台, 普箱业务将贡献 EPS 1.40 元	49
表 23: 公司承揽铁路普箱物流业务和每箱次获取利润额对 EPS 增厚的敏感性分析	50
表 24: 公司两个楼盘盈利预测	50
表 25: 基本参数的假设	51
表 26: 公司各业务种类 EPS 估算	51
表 27: 公司分项估值, 目标股价为 24.3 元	51

独特视角

- 我们始终坚持认为，公司的核心价值在于是潜在的全网络铁路（特种）物流服务商，而不在于大量采购某一种箱子并给予极高的预期。
- 过度激进扩张某一种箱子，就好比投资者将全部仓位买成一只股票，这是非常危险的。只有多箱型合理配置才是持续稳健之道。

一、观点回顾：一年前我们的预测基本实现

1. 盈利：盈利预测兑现，完全符合当初的预期

- 我们在去年的《铁龙物流深度报告：使命与召唤——高铁时代的第三方物流霸主》中预测2010年公司的EPS为0.48元。
- 公司在2011年3月25日公布每股EPS为0.474元，完全符合我们当初的预测。

2. 目标价：12个月目标股价基本达到

- 我们在此前深度报告中给予的12个月目标价为20元。
- 公司在这期间最高达到18.8元，基本接近我们的目标价。

3. 扩张：资产收购和网络扩张已经走出第一步

- 我们在此前的深度报告中提出，公司存在整合集团资产的预期，并将大力扩张全国性物流网络。
- 公司2011年1月11日公告为了大力发展物流业务，收购大股东关联物流公司上海铁洋31.4%的股权，3月25日公告增资上海铁洋致51%的股权比例，成为第一大控股股东。铁洋公司在全国拥有15家分公司，公司的全国性网络已经打开，与我们的预期完全一致。

二、展望未来：我们站在三大拐点之上

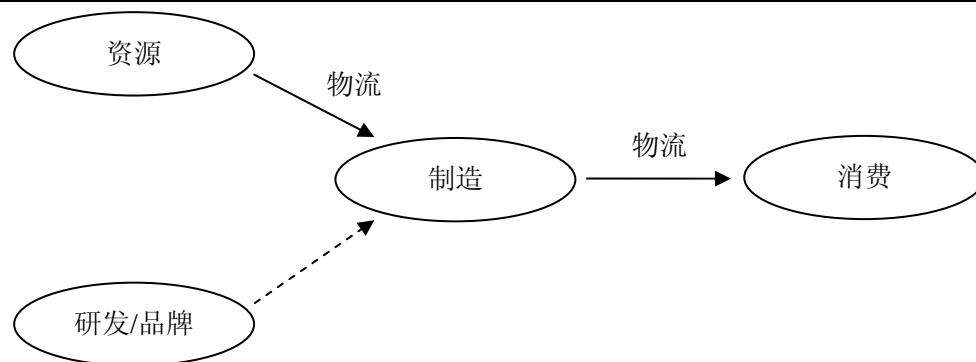
1. 宏观拐点：产业转移与物流振兴

（1）产业转移已经成为必然趋势

- 现代产业的发展趋势，就是资源、制造、研发/品牌的分离，将各个环节在最有优势的区域进行分配，再通过物流进行连接，实现产品竞争力的大幅提升。
- 从产业链的各个环节来看，研发/品牌依赖高素质的人才，资源依赖先天赋予的物质优势，都比较难以进行大范围转移。而相对来说，制造环节比较成熟，受劳动力成本影响较大，比较适合进行大规模的优化和转移。

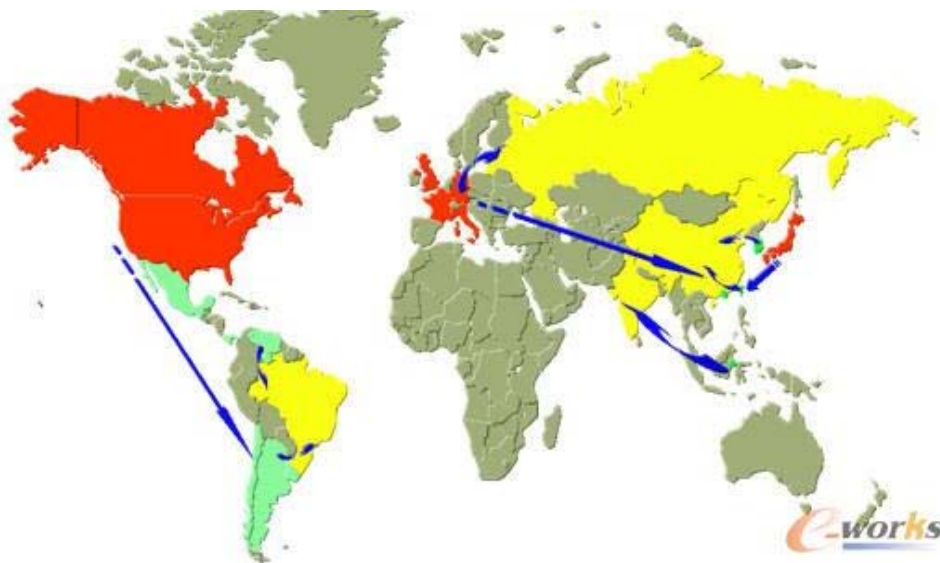
- 历史上来看，产业转移发生多次，如G7向拉丁美洲和四小龙转移，而后再向金砖四国转移等。中国沿海在80-90年代就承接了大量的制造业，成为世界产业链体系中重要的制造环节之一。

图1：产业链结构图



数据来源：广发证券发展研究中心

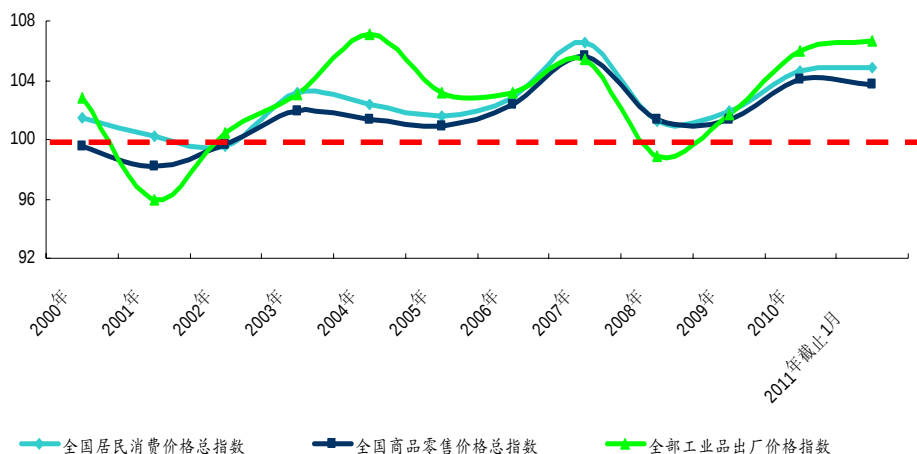
图2：世界产业迁移路线图（G7→拉丁美洲/四小龙→金砖四国）



数据来源：广发证券发展研究中心

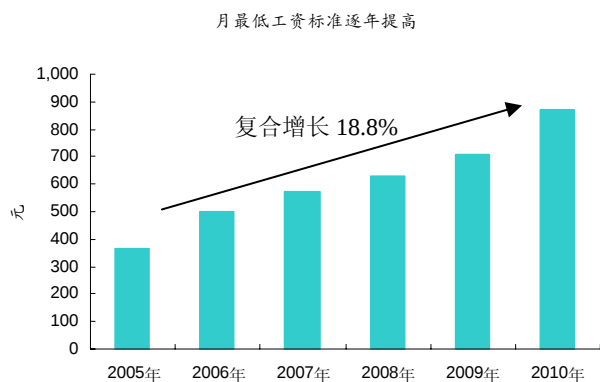
- 经过将近三十年的发展，目前情况已经发生了较大的变化。近10年来，通胀水平一直在比较高的位置，导致月最低工资标准以复合增速18.8%的速度提升，相比5年前已经增加了1倍以上。平均工资指数也保持了每年13%左右的增速。
- 就各区域而言，沿海省份的平均工资已经大幅度超过中西部地区，各个产业都在纠结于劳动力成本的上升。政府在近3年时间里，陆续出台了多项支持产业转移的政策，鼓励沿海制造业向中西部转移。引起社会广泛关注的如富士康等，已经开始向河南、湖北、重庆等地内迁。2010年的数据显示，中西部省份的GDP已经大幅超过东部发达地区。产业转移趋势已经是不可避免。

图3：连续十年通胀水平在较高位置



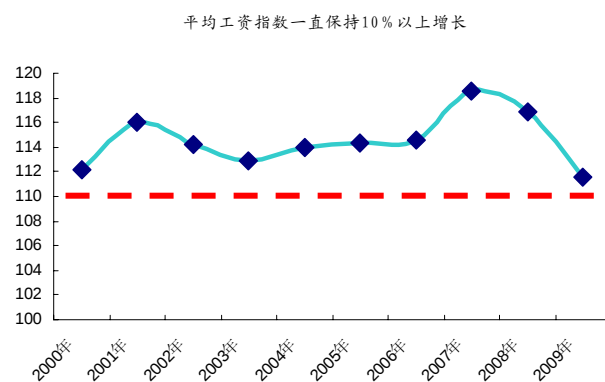
数据来源：CEIC，广发证券发展研究中心

图4：月最低工资近5年的复合增长率达到18.8%



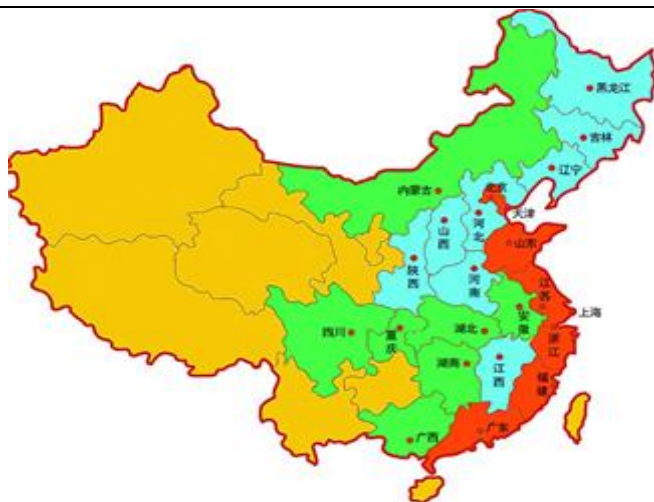
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图5：平均工资指数保持13%左右的增长



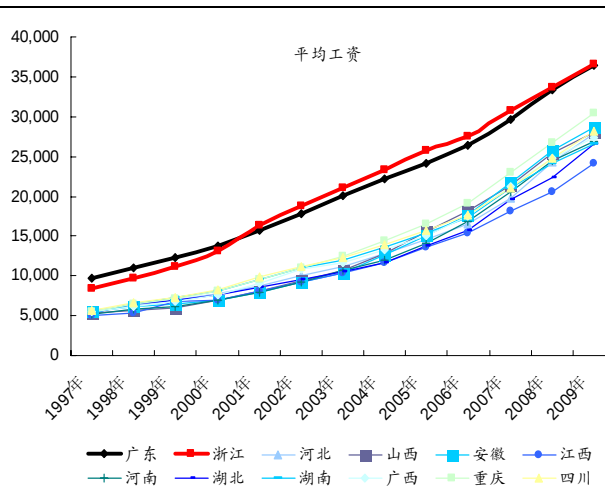
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图6：中国产业梯度分布图



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图7：东部地区工资远高于中西部地区工资



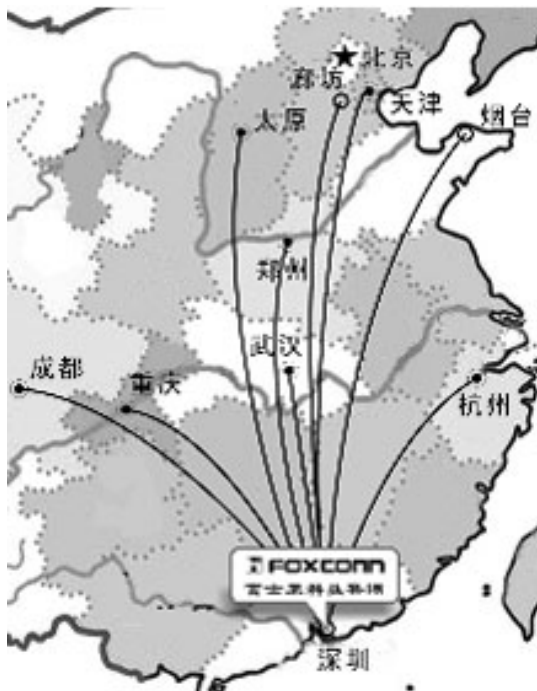
数据来源：CEIC、广发证券发展研究中心

表1：近3年政府关于支持产业转移的政策和规划

时间	文件	主要内容
2009年1月	中西部地区外商投资优势产业目录	1、进一步扩大中西部地区开放的领域和范围，适当放宽限制， 促进产业转移有序承接 。 2、突出中西部地区丰富的特定资源、特色产业和优势产业，重点修订和列入符合国家宏观调控和产业政策，对当地经济发展有显著带头作用的优势产业。
2009年4月	商务部	1、 支持中部地区设立产业转移示范园区 。对园区基础设施建设给予贷款贴息政策支持，给予入园企业相应税收优惠，促进形成有特色的产业集群。 2、 促进加工贸易向中部地区梯度转移 。鼓励东部沿海出口加工业向中部地区转移，在中部培育形成一批产业转移重点承接地，加快基础设施和公共服务平台建设，赋予其保税物流、便利通关等政策，对重点承接地基础设施建设给予贷款贴息支持。 3、 加强对中部地区承接产业转移工作的规划引导 ，制定中部承接产业转移的产业导向目录。
2009年12月	《国务院促进广西经济社会发展的若干意见》	加快与珠江三角洲地区的市场对接，改善投资环境，增强配套能力， 主动承接东部产业转移 ，壮大产业规模，提升发展水平。
2010年1月	《皖江城市带承接产业转移示范区规划》	皖江城市带承接产业转移示范区 将明确把装备制造业、原材料产业、轻纺产业、高技术产业、现代服务业和现代农业作为重点发展的六大支柱产业，并以现有的产业园区为基础，推动园区的规范、集约、特色化发展，突破行政区划制约，在皖江沿岸适宜开发地区高水平地规划建设承接产业转移的集中区，以适应产业大规模、集群式转移的趋势。
2010年9月	国务院关于中西部地区承接产业转移的指导意见	1、承接、改造和发展纺织、服装、玩具、家电等劳动密集型产业。 2、大力发展能源矿产资源开发和精深加工产业，适当承接发展技术水平先进的高载能产业。 3、积极引进龙头企业和产业资本，承接发展农产品加工业、生态农业和旅游观光农业。 4、积极承接装备制造业关联产业和配套产业。 5、大力承接发展商贸、物流、文化、旅游等产业。 6、承接发展电子信息、生物、航空航天、新材料、新能源等战略性新兴产业。 7、在中西部地区着力培育和壮大一批承载能力强、发展潜力大、经济实力雄厚的重点经济区（带）。
2010年10月	十二五规划建议	坚持区别对待、分类指导，引导投资更多投向中西部地区。加强和完善跨区域合作机制，消除市场壁垒，促进要素流动， 引导产业有序转移 。

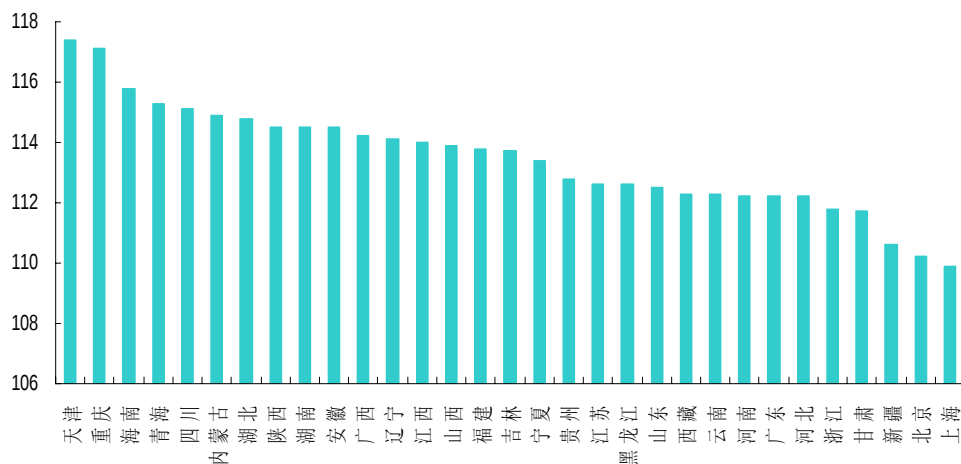
数据来源：国务院，广发证券发展研究中心

图8：富士康集团已经开始大规模内迁



数据来源：广发证券发展研究中心

图9：中西部省区的GDP增速已经大幅超过东部



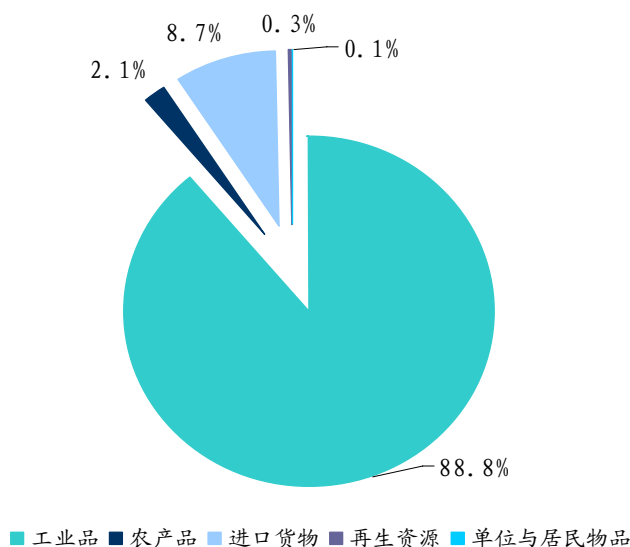
数据来源：CEIC，广发证券发展研究中心

（2）物流振兴必须随之启动

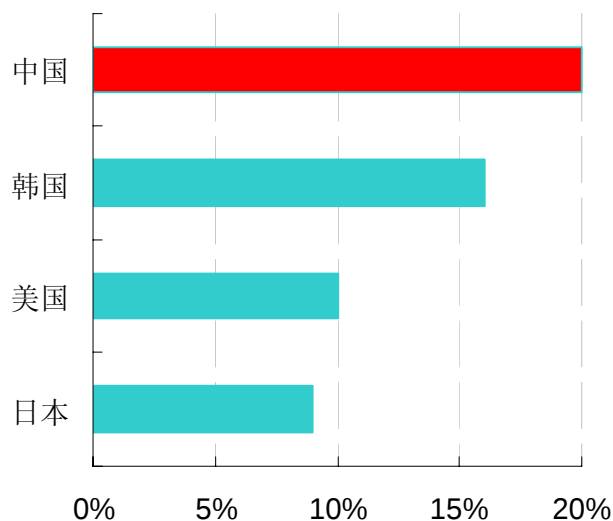
- 在产业链结构图中，我们可以清晰的看到，之所以能够将产业各环节在全球范围内进行布局，依赖的就是物流行业在各个环节中的联络作用。换句话说，如果物流不能够经济、高效、可靠的连接各个产业环节，产业转移根本无法实现。
- 中国物流目前主要的构成是工业品，占比达到88.8%，但是物流费用却十分高昂，与GDP的比例是发达国家的2倍。很显然，以目前的物流体系来支撑产业转移，一定是捉襟见肘的。

图10：我国物流总额构成中，工业品占绝大多数

图11：中国的物流费用占GDP比重是发达国家的2倍



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

- 政府早已意识到这个问题，在支持产业转移的同时，出台了多项政策支持物流产业的振兴。但是到目前为止，并没有取得明显的效果。目前政府正在编撰《物流业发展中长期规划（2012-2020年）》，以期望能够推动物流行业的快速发展，从而提高整体产业的竞争力。

表2：近3年政府关于支持物流业振兴的政策和规划

时间	出处	主要内容
2007年8月	东北地区振兴规划	1、积极承接国际服务贸易转移，提高服务业发展水平。 优先发展现代物流业 。统筹规划省际间物流节点设施和物流通道，改造和建设物流公共信息平台、公共物流配送设施。加快建设大连国际性物流中心，沈阳、长春、哈尔滨和通辽区域物流中心，打造东北综合物流体系。 2、 完善综合交通运输体系 。以运输通道和主要枢纽为建设重点，加强铁路网络、公路网络、港口体系、机场体系和对外通道建设。以大连港为干线港，其它港口为支线或喂给港，强化内陆通关系统建设，建成高效便捷的集装箱运输系统。
2008年3月	商务部关于加快我国流通领域现代物流发展的指导意见	拟利用5年左右的时间，培育出10-20家能够为流通企业提供综合性一体化服务、初步具有国际竞争力的物流企业。
2009年3月	物流业调整和振兴规划	1、 积极发展多式联运、集装箱、特种货物、厢式货车运输以及重点物资的散装运输等现代运输方式 ，加强各种运输方式运输企业的相互协调，建立高效、安全、低成本的运输系统。加强运输与物流服务的融合，为物流一体化运作与管理提供条件。 2、 提高铁路集装箱运输能力 ，重点解决港口与铁路、铁路与公路、民用航空与地面交通等枢纽不衔接以及各种交通枢纽相互分离带来的货物在运输过程中多次搬倒、拆装等问题，促进物流基础设施协调配套运行，实现多种运输方式“无缝衔接”，提高运输效率。

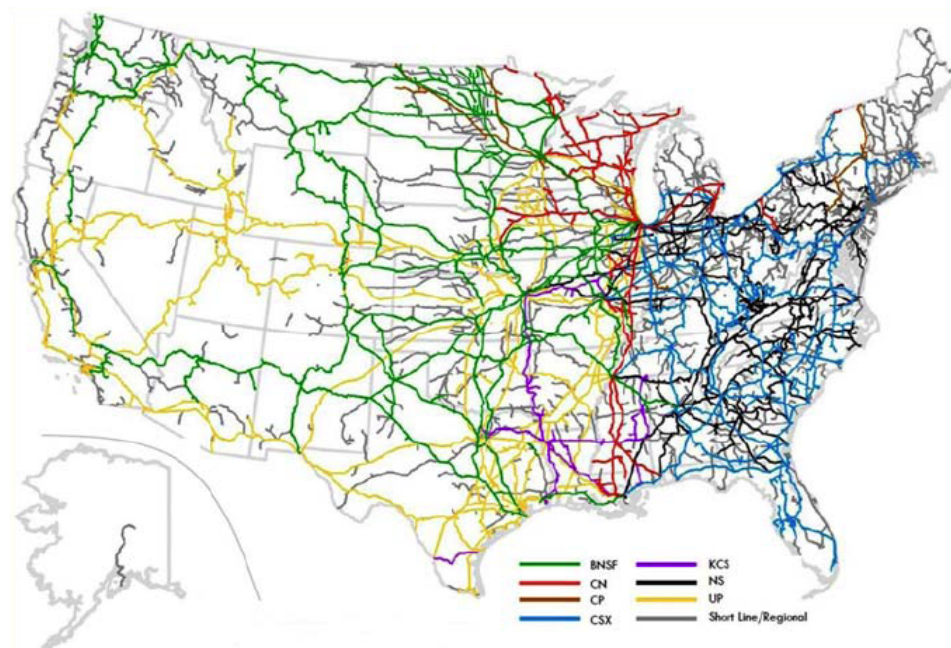
2010年6月	农产品冷链物流发展规划	到2015年，建成一批效率高、规模大、技术新的跨区域冷链物流配送中心，冷链物流核心技术得到广泛推广，形成一批具有较强资源整合能力和国际竞争力的核心冷链物流企业。
2010年9月	国家发改委	推出物流标准化、物流园区、煤炭物流、应急物流、商贸物流等 5大物流专项规划 。
2011年2月	中国物流发展报告会	即将出台的 物流振兴细则 ，有望统一税率，减少物流业各环节的营业税，还考虑在三年规划期内，对物流企业给予优惠的税收政策。
2011年2月	商务部	支持流通企业通过兼并重组或战略联盟等方式做大做强，培育自有品牌，增强渠道控制力。同时，提升流通信息化水平。
2011年2月	交通运输部	将 深化综合运输体系建设、深化现代物流发展 ，通过现代科技和信息技术改造，降低运输费用和物流成本，为提高企业乃至国家的竞争力创造条件。
2011年2月	国家发改委	2011年继续深化促进物流业发展相关政策，启动“物流业产业政策”的制定工作，将《物流业调整和振兴规划》的各项任务抓紧抓好。积极开展《 物流业发展中长期规划（2012-2020年） 》的编制工作，明确今后时期物流业发展的基本思路、重点及方向。

数据来源：国家各部委，各协会，广发证券发展研究中心

（3）怎么振兴物流来实现产业转移的目标——美国经验表明，铁路是最好的选择

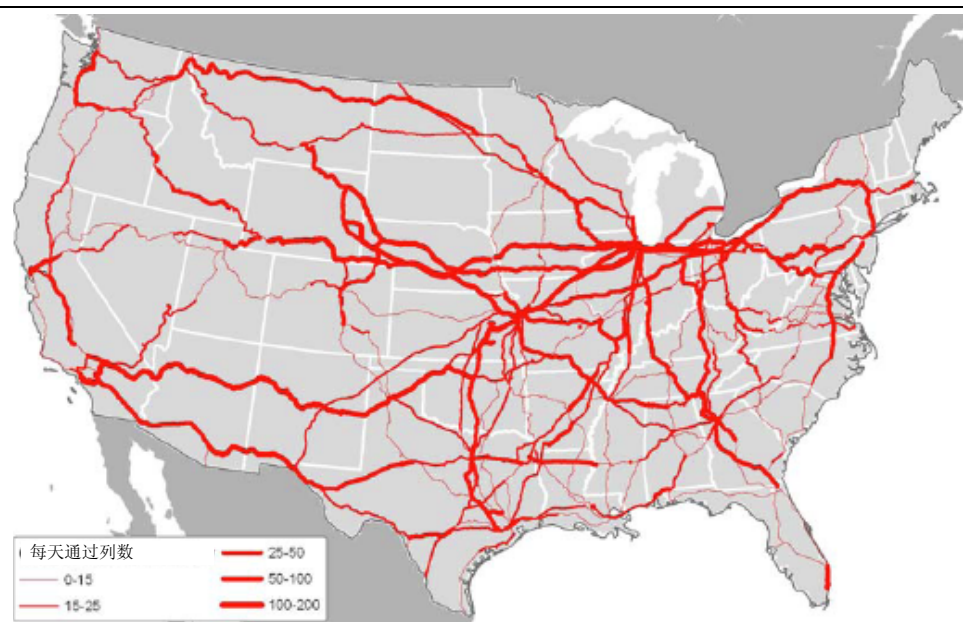
- 美国作为最发达的大陆型国家，将制造业转移到其他的发展中国家，再通过进口来满足国内的消费需求。美国的铁路在这一过程中扮演了极其重要的角色。

图12：美国铁路线路图



数据来源：广发证券发展研究中心

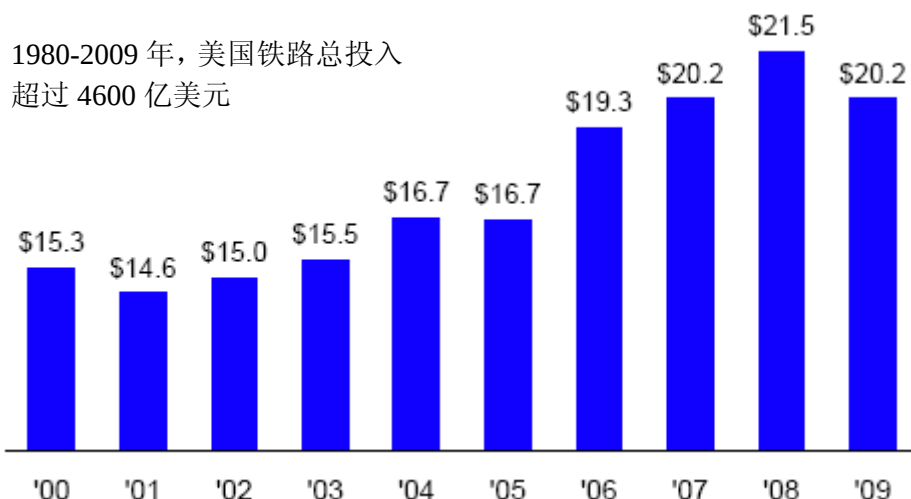
图13：美国干线铁路货运量分布



数据来源：广发证券发展研究中心

- **为什么铁路在美国扮演了极其重要的角色？**显然，这是大陆型国家的地缘特征所决定的。因为海运仅仅只能解决货物抵达港口的问题，而从港口最经济和快速的运往各个主要需求区域，则只能让铁路来扮演重要的角色。自stagger法案实施以来，美国对铁路进行了持续的投入与设备更新。1980-2009期间，美国对铁路行业的累计投资超过4600亿美元，用于提高铁路的运能与效率。尤其在最近几年中，投资额呈献快速增长的趋势。

图14：美国货运铁路投入近几年快速增长（十亿美元）

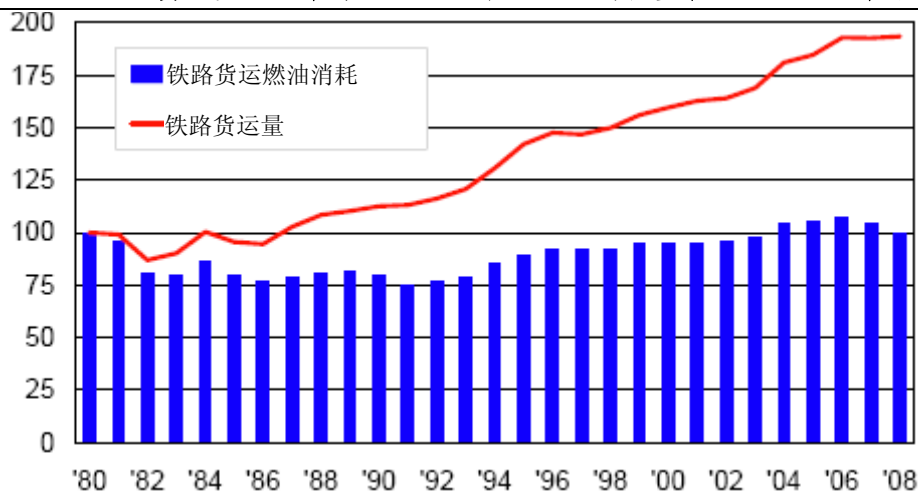


数据来源：广发证券发展研究中心

- 巨额投资带来的结果是，铁路燃油效率在30年期间增加了一倍，单位费率（通胀调整后）较30年前降低了55%，基本上呈献逐年下降的特征。而与其他日用品的价格进行比较，相比1981年的价格，铁路单位费率是唯一下降的，其余日

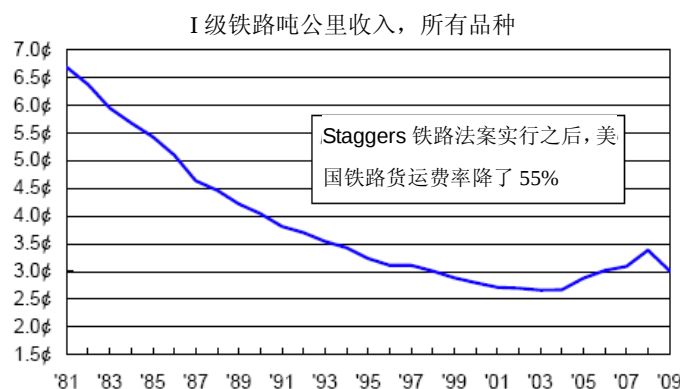
用品至少上涨70%左右，连邮费也上涨了145%。

图15: 美国铁路货运量较30年前翻了1倍，但是燃油消耗基本不变（1980年为100）

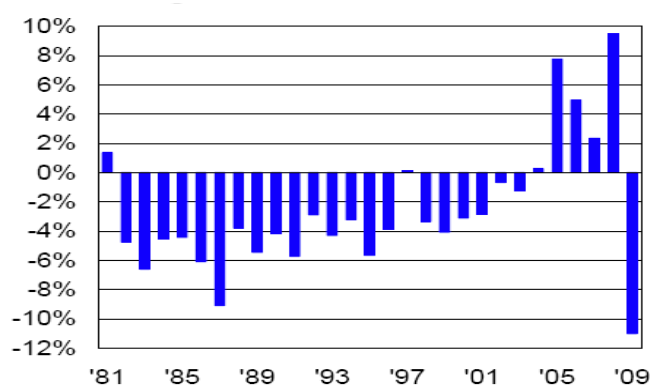


数据来源：广发证券发展研究中心

图16: 通胀调整后的美国铁路货运费率只30年前的一半 图17: 通胀调整后的美国铁路货运费率年度变化率



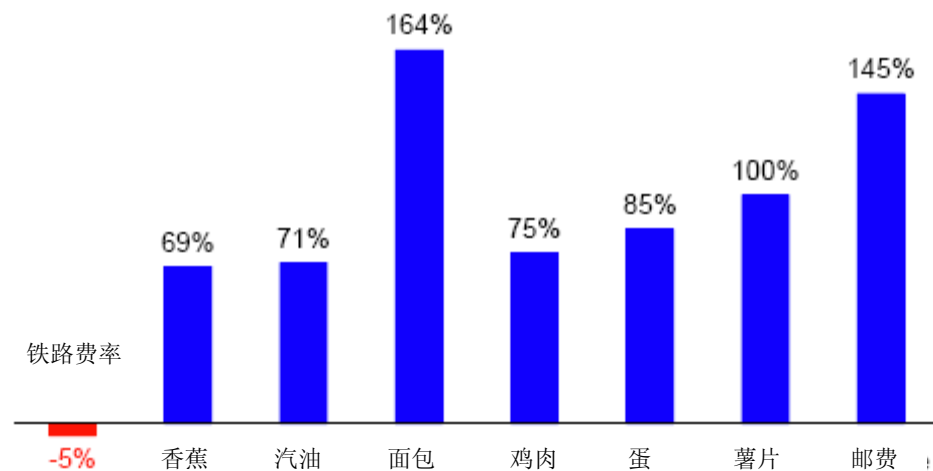
数据来源：广发证券发展研究中心



数据来源：广发证券发展研究中心

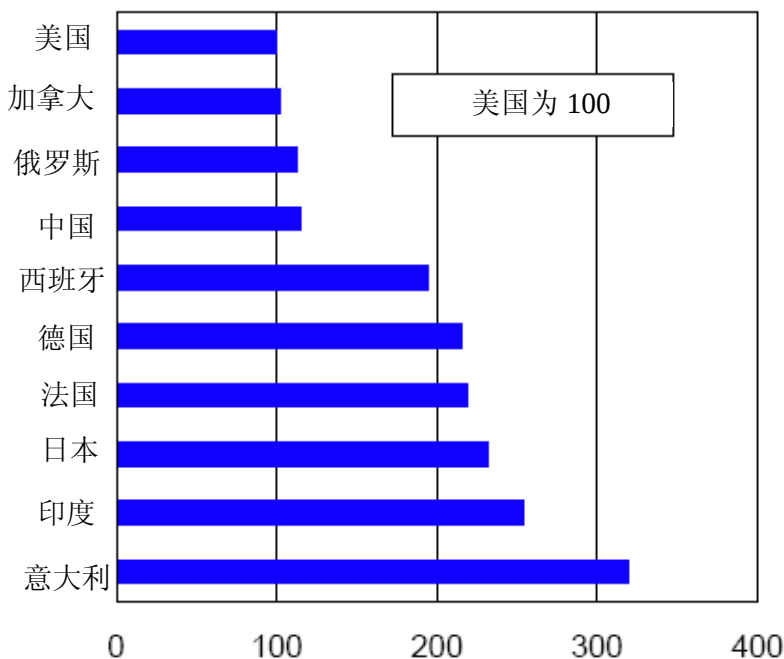
- 与全世界主要国家相比，美国的铁路货运费率（按购买力调整后）为全球最低，用美国人的话来说“货运铁路推动了经济发展（Freight Rail Moving the American Economy）”。

图18：铁路费率与日用品的价格比较（相对1981年变化率%）



数据来源：广发证券发展研究中心

图19：美国铁路费率（按购买力调整后）世界最低



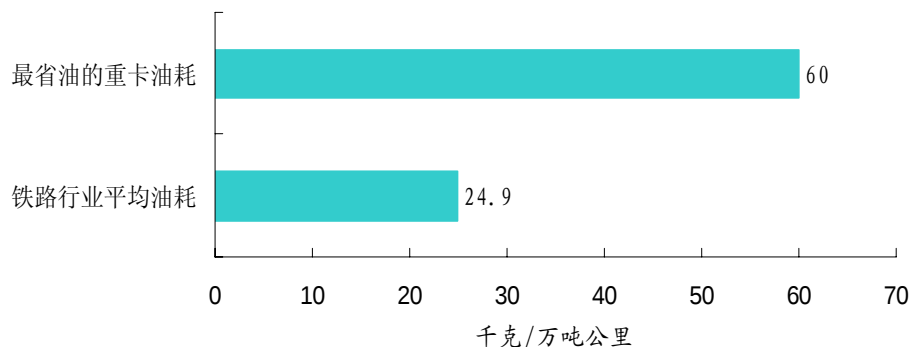
数据来源：广发证券发展研究中心

（4）中国铁路已经超负荷，迫切需要新的运能投放

- 中国同为大陆型国家，只不过中国的经济模式与美国恰好相反。美国是消费端，主要是进口，而中国是制造端，主要是出口。由于在初期，各类出口导向的制造业主要分部在沿海港口附近，因此对于长途陆地运输的需求不是很大。但是一旦产业开始内迁，或者内贸消费开始逐步增长之后，对长途运输的需求就会出现大幅的增长。

- **铁路的经济性是不言而喻的。**铁路行业的平均油耗仅为24.9千克/万吨公里，而目前最省油的重卡油耗为60千克/万吨公里，是铁路的2.5倍左右。如果考虑重卡的平均油耗70-80千克/万吨公里，基本上是铁路行业的3倍。显然，物流振兴应该优先发展铁路物流，或者以铁路运输为主体的多式联运。

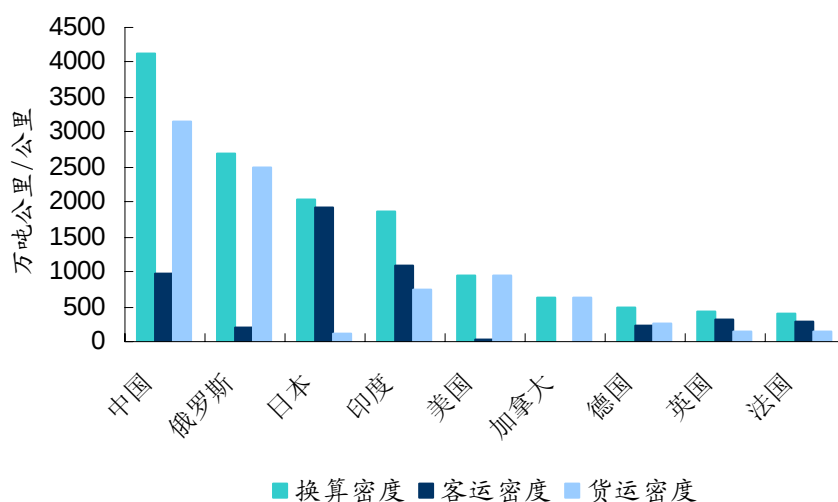
图20：最省油的重卡油耗是铁路行业平均油耗的2.5倍



数据来源：铁道部，广发证券发展研究中心

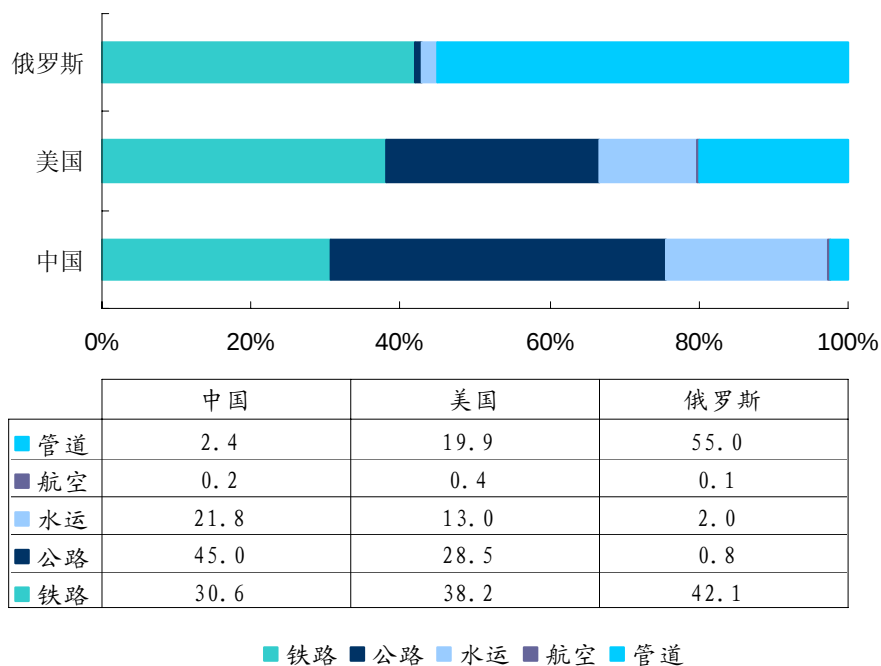
- **但是目前中国的铁路存在较大的运能瓶颈。**将几个大型大陆国家的货运结构进行比较后可以发现，中国铁路运输密度世界第一，超过排在第二位的俄罗斯50%。但是从铁路货运占比来看，美国和俄罗斯的铁路货运比例都在40%左右，而中国仅为30%。这意味着中国的铁路运能已经接近极限，无法满足运输需求的快速增长。导致的结果就是，中国铁路货运比例一直在下滑，相比30年前无论是货运量还是货运周转量均下滑了约50%。
- **因此，中国如果要发展以铁路为主的物流服务，首先需要新的运能投放。**

图21：中国铁路运输密度远远世界第一



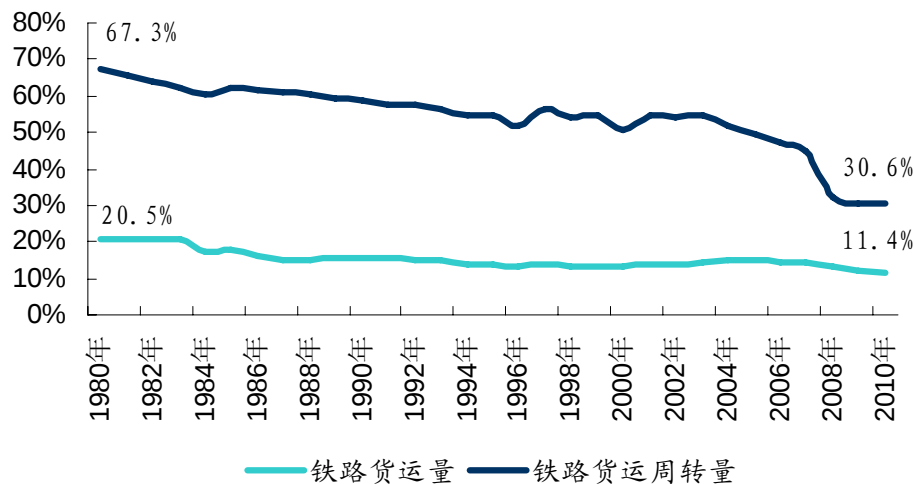
数据来源：铁道部，广发证券发展研究中心

图22：几个大型大陆国家中，中国铁路货运周转量占比最低（未含远洋运输）



数据来源：铁道部，广发证券发展研究中心

图23：由于运能瓶颈，铁路的市场份额（未含远洋运输）下滑了约50 %



数据来源：CEIC，广发证券发展研究中心

2. 行业拐点：运能释放和班列上马

(1) 运能什么时候释放？已经开始倒计时

- 根据铁道部的规划，到2012年四纵四横的高铁网络，除长昆、郑徐、宝兰客运专线外，其他高铁线路都已建成通车。我们经过统计发现，与高铁网络平行的既有铁路线，承担了全国铁路40%的旅客运量和60%的旅客周转量，以及13%的货运量和30%的货运周转量。

图24：四纵四横高铁网络图



数据来源：铁道部、广发证券发展研究中心

表3：主要繁忙干线预计建成时间

线路名称	长度(千米)	动工日期/计划 动工日期	通车日期/计划通车 日期	所属“四纵四横”客运专 线	既有老 线
沪杭客运专线	158	2009-2-26	2010-10-26	沪昆客运专线	
杭长客运专线	933	2009-12-22	2013-6-30	沪昆客运专线	沪昆线
长昆客运专线	1167	2010-3-26	2014年中	沪昆客运专线	
武广客运专线	968	2005-6-23	2009-12-26	京港客运专线	京广线
广深港客运专线	116	2008-8-20	2010-12-28	京港客运专线	
京石客运专线	281	2008-10-8	2011年底	京港客运专线	

石武客运专线	838	2008-10-15	2011-12-31	京港客运专线	京哈线
津秦客运专线	261	2008-11-8	2011年底	(属原京哈客运专线)	
盘营客运专线	90	2009-5-31	2011-6-1	京哈客运专线	
哈大客运专线	904	2007-8-23	2011-10-1	京哈客运专线	
京沈客运专线	676	预计2010	2014年底	京哈客运专线	京沪线
京沪高速铁路	1318	2008-4-18	2011年6月	京沪客运专线	
合蚌客运专线	131	2009-1-8	2011-12-31	京沪客运专线	
郑西客运专线	455	2005-9-25	2010-2-6	徐兰客运专线	陇海线
西宝客运专线	148	2009-11-28	2012-12-15	徐兰客运专线	
郑徐客运专线	357	预计2010	2014年底	徐兰客运专线	
宝兰客运专线	403	预计2010	2015年中	徐兰客运专线	

数据来源：铁道部、广发证券研究发展中心

表4：四纵四横平行的既有铁路承担旅客运量的40%和周转量的60%

线路	2007年客运量(万人)	2007年旅客周转(亿人公里)	2008年客运量(万人)	2008年旅客周转(亿人公里)
京沪线	13110	699.63	14527	778.03
京九线	6003	560.28	6778	606.25
京广线	13274	1195.76	14465	1255.87
京哈线	5627	402.14	6366	429.59
沪昆线	7648	722.71	8204	789.45
陇海线	7201	556.53	8151	593.7
石德线	629	32.56	693	33.83
石太线	647	20.95	663	21.42
宝成线	2476	144.47	2467	130
成渝线				
合计	56615	4335.03	62314	4638.14
	2007总客运量	2007年旅客周转量	2008总客运量	2008年旅客周转量
	135697	7217.15	145640	7728.34
重合线路运量占比	41.72%	60.07%	42.79%	60.01%

数据来源：铁道部、广发证券研究发展中心

表5：四纵四横平行的既有铁路承担货运量的13%和周转量的30%

线路	2007年货运量(万吨)	2007年货物周转量(亿吨公里)	2008年货运量(万吨)	2008年货物周转量(亿吨公里)
京沪线	5700	910.97	5518	802.25
京九线	3778	1094.07	3932	1121.8
京广线	7012	1352.54	6564	1354.89
京哈线	1526	592.55	1496	639.16
沪昆线	8960	1343.64	8467	1300.14
陇海线	7380	1305.82	7785	1436.76
石德线	552	172.3	500	164.72
石太线	5765	233.71	5901	208.88

宝成线	1005	264.6	841	255.05
成渝线	1165	118.11	1136	129.73
合计	42843	7388.31	42140	7413.38
	2007总货运量	2007年货物总周转量	2008总货运量	2008年货物总周转量
	313054	23793.19	328734	25118.04
重合线路运量占比	13.69%	31.05%	12.82%	29.51%

数据来源：铁道部、广发证券研究发展中心

- 究竟高铁通车之后，货运运能将释放多少呢？目前还比较难以估算，因为分流的是旅客，而增加的货物。我们按照铁路行业的一般换算准则，1人公里 = 1吨公里进行大致换算。如果假设高铁分流80%的比例，按照周转量口径，四纵四横线运能大约将释放50%，按照运量口径将释放118%。

表6：四纵四横高铁网络通车后，运能释放测算

四纵四横旅客分流 比例	周转量口径		运量口径	
	运能释放占全国比	运能释放占四纵四	运能释放占全国比	运能释放占四纵四
	例	横比例	例	横比例
100%	18.5%	62.6%	19.0%	147.9%
90%	16.6%	56.3%	17.1%	133.1%
80%	14.8%	50.1%	15.2%	118.3%
70%	12.9%	43.8%	13.3%	103.5%
60%	11.1%	37.5%	11.4%	88.7%
50%	9.2%	31.3%	9.5%	73.9%
40%	7.4%	25.0%	7.6%	59.1%
30%	5.5%	18.8%	5.7%	44.4%
20%	3.7%	12.5%	3.8%	29.6%
10%	1.8%	6.3%	1.9%	14.8%
0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

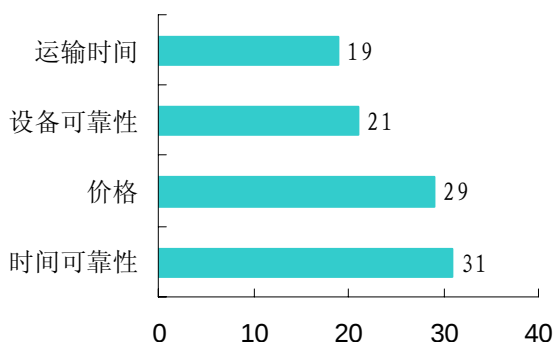
数据来源：铁道部、广发证券研究发展中心

（2）运能释放之后就一定会运量释放吗？需要集装箱班列来保障时间的可靠性

- 既然我们已经能够预期2012年铁路运能将会得到释放，那么是否可以乐观的认为运量会立刻出现爆发式增长呢？答案是否定的。一项研究表明，无论是哪国的货主，在选择运输模式的时候，首要关心的都是时间的可靠性，因为这关系到货主产品的竞争力。
- 而集装箱班列恰好满足这一需求。集装箱班列在价格与服务质量中间取了一个平衡，以公交化编组开行的方式来确保时间的可靠性。美国由于大量采用集装箱班列的组织形式，集装箱多式联运量每年都保持快速增长，最多的年份达到1200万箱（约折合2400万T），在金融危机的冲击下，每年仍然保持在1000万箱（约折合2000万T）以上。

图25：国外和国内的货主都告诉我们，只有铁路提供定时可靠的服务，潜在货运才会转而选择铁路

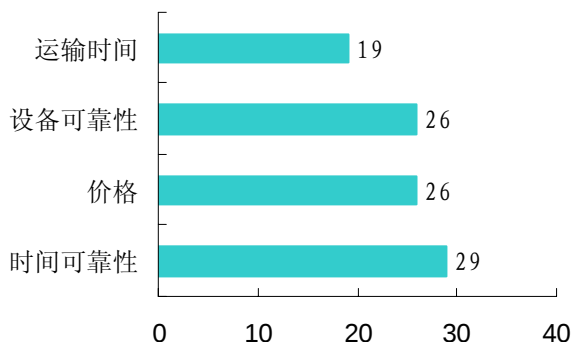
美国货主选择运输模式的决定因素



货主意见：

- 时间的可靠性对于我们行业很重要，只有当铁路提高现有服务水平时，我们才可以增加使用铁路的货量
——北美一大型食品供应商
- 我们安排取货的时间范围是2个小时之内，因此我们需要只有99%准时性的铁路服务
——北美一大型发动机产商
- 让我告诉你，增长铁路运量的关键是：可靠性、可靠性、还是可靠性
——北美一大型IMC

中国货主选择运输模式的决定性因素

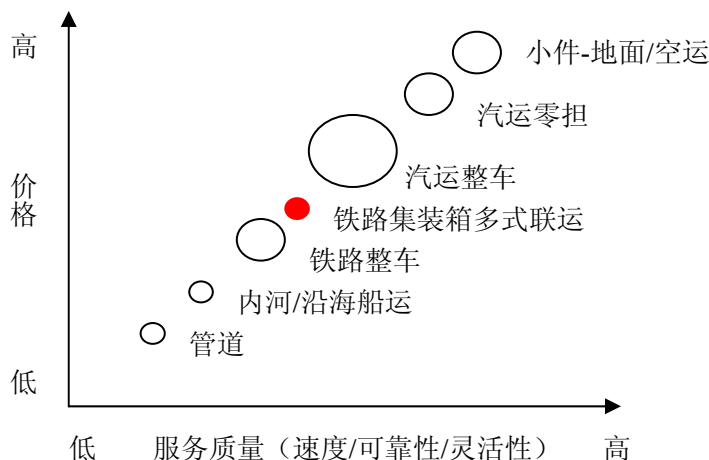


货主意见：

- 铁路有价格优势，如果可以提供象卡车一样准确快速的服务，我们当然会走铁路
——广州一电器厂商
- 我们会选择铁路，如果铁路可以有接近卡车的服务水平
——湖南一卷烟厂
- 我们要赶船期，如果铁路可以保证我在船离港前送到货，我会选择铁路
——浙江一外贸成衣厂

数据来源：广发证券研究发展中心

图26：各种运输方式的经济性和服务质量比较示意图



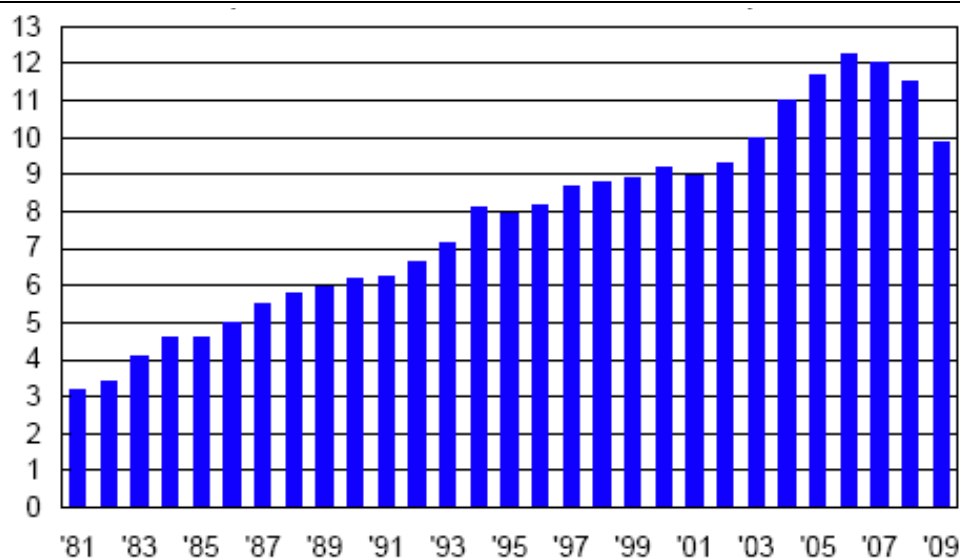
数据来源：广发证券发展研究中心

图27：集装箱班列在中心站等待装卸



数据来源：广发证券发展研究中心

图28：美国铁路集装箱多式联运运量增速较快



数据来源：广发证券发展研究中心

- **中国大量开行集装箱班列开行的各种物理条件均已经具备。**在运能释放之后，集装箱班列的开行还需要有中心站作为节点，而我国规划的18个铁路集装箱中心站，除乌鲁木齐站外，均位于高铁线路上，完全受益于铁路运能的释放。因此从运输条件的角度，大量开行集装箱班列已经没有障碍。

图29：除乌鲁木齐站外，集装箱中心站全都分布在高铁线路上



数据来源：中铁联集，广发证券发展研究中心

图7：集装箱中心站办理能力

所在城市	最大办理能力（万TEU/年）	投入运营时间
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

数据来源：中铁联集、广发证券发展研究中心

（3）有条件开行集装箱班列就一定会运量爆发吗？还需要铁道部的计划

- 众所周知，中国的铁路运营是由铁道部统一调度的，所有的运输安排均要有铁道部统一制定计划。根据铁道部的规划，十二五期间我国铁路集装箱运输比例将达到15%，而2010年这一比例仅为2.6%。相比美国25%的比例，15%仍然相距较远。

图30：中国集装箱运输占比仅为2.6%

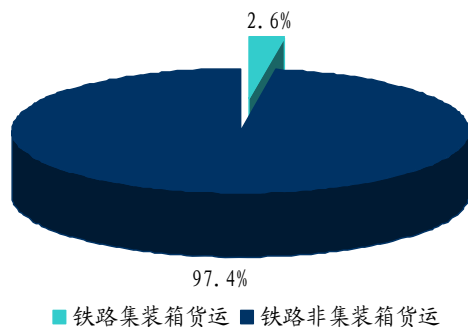
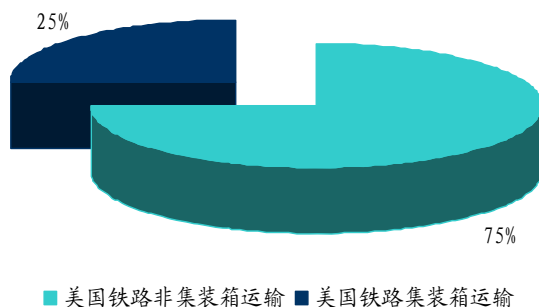


图31：美国铁路集装箱多式联运占比为25%

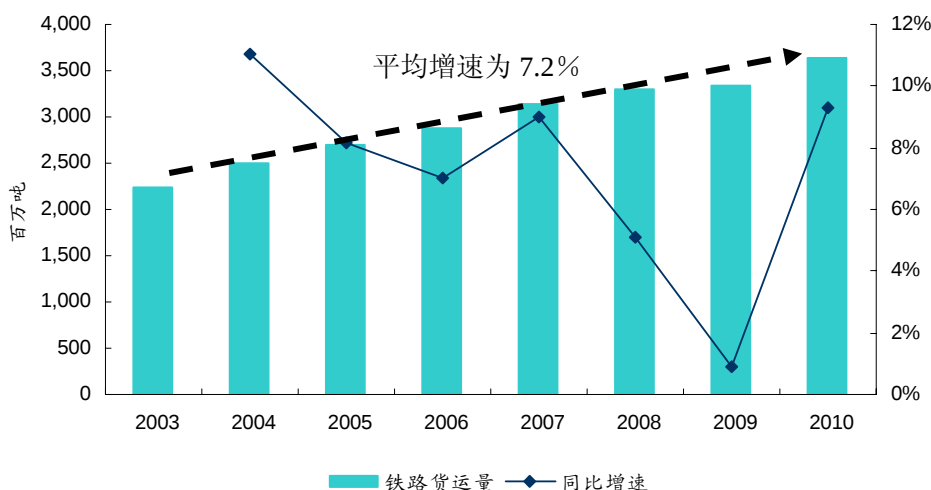


数据来源：铁道部、广发证券发展研究中心

数据来源：铁道部、广发证券发展研究中心

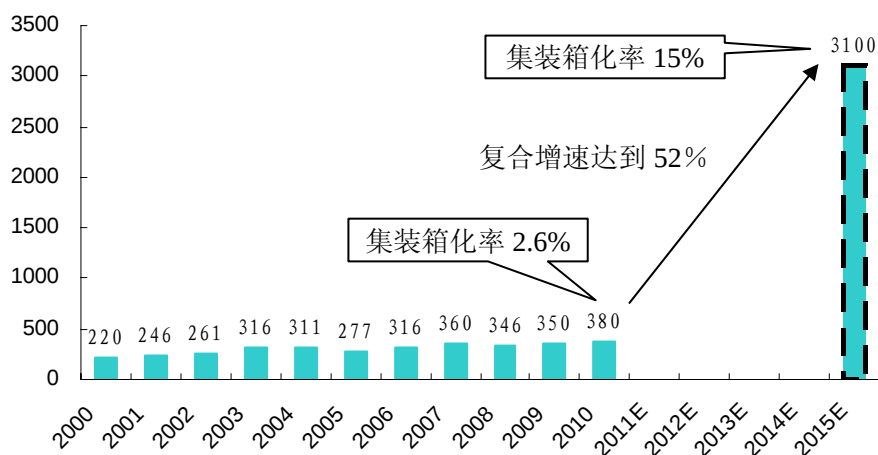
- 我们假设十二五期间铁路货运总量仍然保持过去的平均增速7.2%（在高铁即将贯通的情况下这是一个非常保守的假设），如果在2015年能够实现铁道部的目标15%的集装箱化率，那么2015年的集装箱发送量将为3100万TEU，是2010年的8.2倍，未来几年的复合增速将达到52%。
- 在运能释放、集装箱中心站建成、班列上马和铁道部规划等条件全部具备的前提下，我们认为铁路集装箱运量将会出现爆发式增长。

图32：过去7年铁路货运量的平均增速为7.2%



数据来源：CEIC，广发证券发展研究中心

图33：如果十二五期间集装箱率达到15%，则集装箱运量复合增速将为52%



数据来源：广发证券发展研究中心

表8：十二五铁路集装箱化率规划目标与集装箱运量复合增速的敏感性分析

2015年集装箱化率	9%	12%	15%	18%	21%
2015年集装箱量（万TEU）	1860	2480	3100	3720	4340
2015比2010年倍率	4.9	6.5	8.2	9.8	11.4
2011-2015复合增速	37%	46%	52%	58%	63%

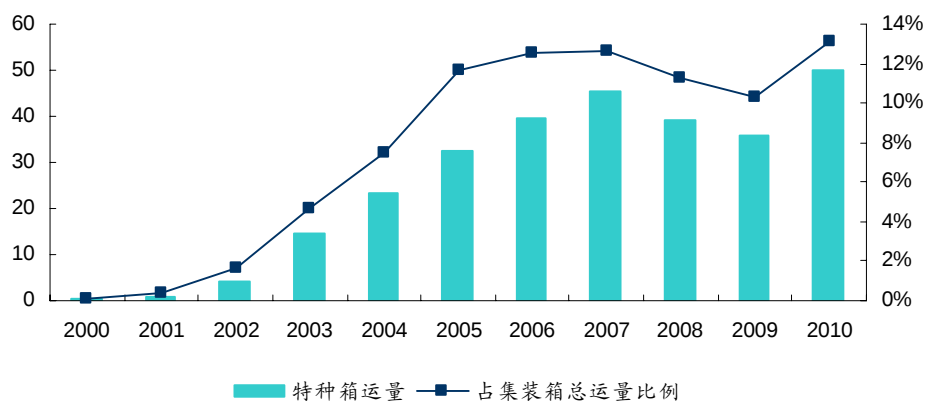
数据来源：广发证券发展研究中心

3. 公司拐点：网络扩张与特箱投放

（1）集装箱班列时代，公司的物流服务网络扩张将大幅提升竞争力

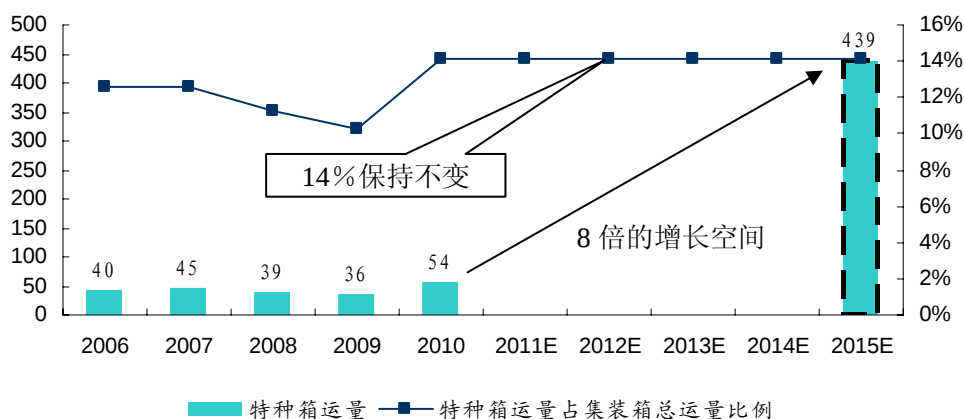
- 在集装箱班列时代，集装箱总运量爆发增长的前提下，如果假设特种箱的比例维持在近几年的14%不变，那么铁龙物流的特箱总运量将有8倍的增长空间。空间虽然很诱人，但是这个量容易实现吗？当然不容易。

图34：特箱运量占集装箱总运量比例最近几年一直维持在13%-14%



数据来源：公司资料，CEIC，广发证券发展研究中心

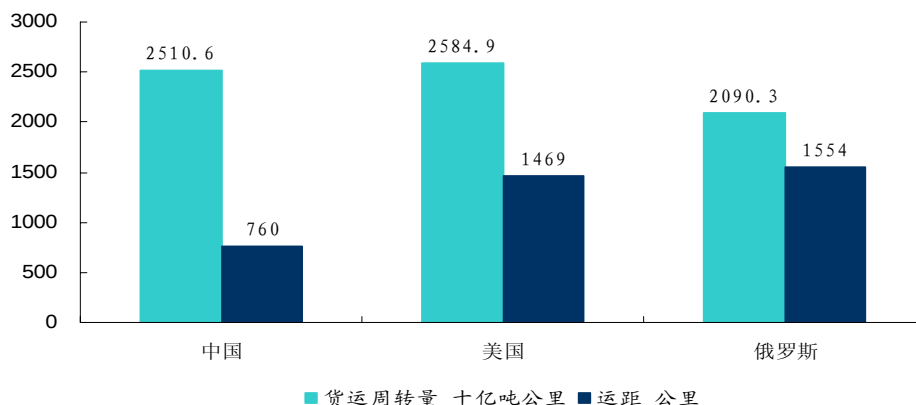
图35：如果特箱比例维持14%不变，十二五期间公司特箱运量也将有8倍的增长空间



数据来源：公司资料，广发证券发展研究中心

- 从铁路货运数据，我们可以发现中国和美国、俄罗斯有一个重要区别，三大国的货运周转量基本相当，但是中国的货运距离却只有美国和俄罗斯的一半。这是由于中国的人口和产业较为集中在东部，而美国和俄罗斯则东西之间的分布相对比较均匀。这样带来的一个问题就是，中国的铁路和公路的竞争会比较激烈。

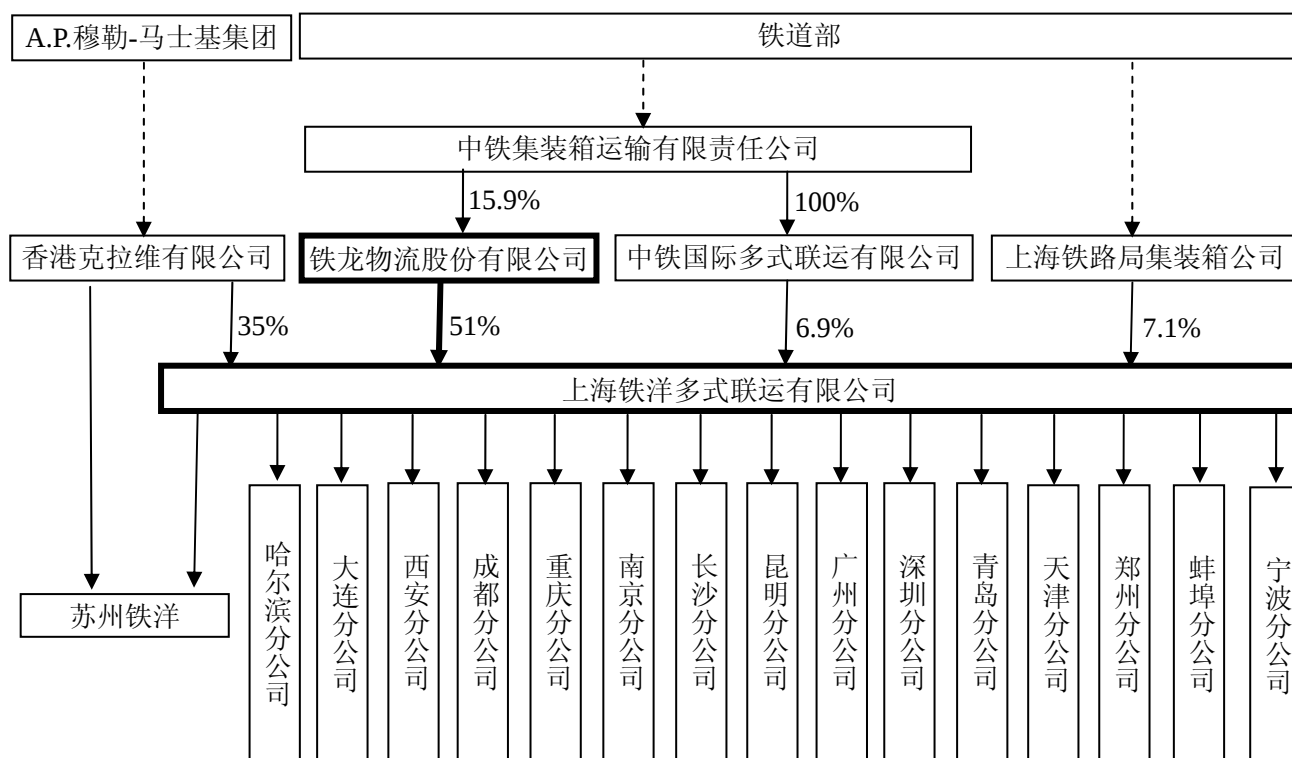
图36：三大国货运周转量基本相当，但是中国平均运距只有其他国家一半



数据来源：铁道部，广发证券发展研究中心

- 如何在与公路的激烈竞争中争取到充足的货源呢？必须要有全国性的全程物流服务网络。门到门物流和全程物流是物流行业的发展方向，公路运输最大的特色就是门到门，而铁路即使经济、时间有保障，但是在充分竞争的陆地运输市场，如果不能进一步提供增值物流服务，市场必定遭到较大的分流。
- 铁龙物流1月11日公告，从关联公司中铁多联手中收购上海铁洋31.4%的股权，3月25日公司公告将注资铁洋公司，持股比例达到51%，成为控股股东。上海铁洋主要经营多式联运与物流服务，在全国拥有15家分公司，并参股苏州铁洋。

图37：上海铁洋股权及分公司构成图



数据来源：Wind资讯、彭博资讯、公司资料

- **为什么要控股上海铁洋？** 公司在公告中明确提出，收购上海铁洋股权是为了推动服务模式升级和经营模式转型，建立与目前特种集装箱配套的物流服务网络及物流运营团队。上海铁洋具有铁龙物流最缺乏的全程物流网络资源，而且此前就曾与铁龙物流在特种集装箱物流领域有过合作，如冷箱、罐箱的全程物流服务等。因此此次股权收购之后，铁龙物流将迅速在全国扩张物流网络，不仅为大幅提升特种集装箱的运量打下基础，还可能为公司贡献不菲的物流收入。
- **一个值得注意的事情是**，上海铁洋不仅能够开展特箱物流业务，还具备开展普箱国际业务、海铁联运业务、公铁联运业务、化学危险品运输物流业务等多种形式的物流服务的资质。一个可能的预期是，上海铁洋将成为中铁集旗下物流服务的整合平台。
- 我们相信，收购上海铁洋肯定不是终点，而是公司建设特种集装箱物流网络的起点。随着公司网络扩张的深入，公司特种集装箱业务将获得爆发式增长。

图38：上海铁洋网点分布