铁路运输Ⅱ

铁龙物流(600125.SH)/11.82元

雄关漫道真如铁，而今迈步从头越

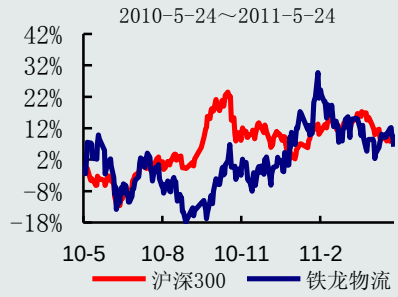
证券分析师： 高利
执业编号： S0360209120018

联系人： 陈娟、周玉华
Tel： 0755-82828557
Email： chenjuan@hczq.com

投资评级	
投资评级：	推荐
评级变动：	维持

公司基本数据	
总股本(万股)	130552
流通A股/B股(万股)	103497/0
资产负债率(%)	8.67
每股净资产(元)	3.30
市盈率(倍)	122.94
市净率(倍)	3.58
12个月内最高/最低价	18.8/11.72

市场表现对比图(近12个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《潜在市场需求巨大，业绩增长关键看产能释放》 2011-02-23

独到见解

“新兴市场教父”马克·默比乌斯说，时刻关注曾经处于重度管制之下，而今解除管制的行业。铁路就是一个即将解除管制、焕发生机的行业。铁龙物流将受益于管制放开、市场化经营带来的效率和量价提升等种种利好，其未来发展充满无限可能。

投资要点

长期看好铁路改革给铁龙物流带来的历史机遇。低耗、低成本、环保、高运能、经济辐射区域广、安全性高使铁路当之无愧成为未来最绿色的交通工具。加快发展铁路运输完全符合国家战略。此外铁道部改革将推动行业内企业市场化自主经营，现行的路网规划、调度、市场开发、服务、定价以及清算等多领域都将发生深度变革，多式联运的发展也将带动行业运输效率大幅提升。

铁龙物流是唯一一家拥有铁路特种集装箱运输市场准入许可的公司。公司沙鲅铁路是区域内营口港、鞍钢新厂、华能电厂唯一的货物疏散铁路通道，也是东北腹地物资疏运离出海口最近的口岸通道。无法替代的优势成为公司创收的独特资源。

铁道部旧体制下，铁龙物流仍属业绩增长稳定的优质企业。与国际相比，中国铁路运输效率低、技术水平低、集装箱化率低。但这仍不能掩饰公司多年来盈利能力一直明显优于A股平均水平，且业务规模持续较快增长。近5年来，公司特种箱和沙鲅铁路业务年复合增速分别达22%和37.56%，总销售毛利率一直维持在35%左右。

铁道部改革蓄势待发，铁龙物流具备强大增长动力。1980S的中国民航开始政企分开，此后迎来了高速增长的黄金20年。如今的铁路正处在这样的起点上。预计电气化、复线、快速铁路建设5年内将带动铁路运力增速超12%；必要性和可行性决定铁路运价存在强烈上涨预期；线下物流业务将成为公司重要的利润增长点；公司集装箱业务出现爆发式增长；沙鲅铁路5年内年增长仍将持续20%以上。

投资建议与盈利预测：特种箱运输附加值高、运输量基数小，规模效应明显，将比普通铁路货运获得更大发展；沙鲅铁路长期受益于鲅鱼圈内强大的尚未满足的并且不断增长的市场需求.再加上中铁集资产注入预期，我们非常看好公司的长期发展前景。预测11-13年EPS为0.46、0.62、和0.83元，动态市盈率24.37、18.08和13.51倍，估值已处于历史低位，且低于A股物流公司均值。给予“推荐”评级。

风险提示：铁路改革进度低预期、公司特种箱供给低预期

主要财务指标

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	2186	2859	3622	4108
同比增速(%)	39%	31%	27%	13%
净利润(百万)	476	607	810	1085
同比增速(%)	28%	27%	34%	34%
每股盈利(元)	0.47	0.46	0.62	0.83
市盈率(倍)	24.92	25.42	19.04	14.22

未经许可，禁止转载

目 录

一、长期看好铁路改革给铁龙物流带来的历史机遇 5
1、低耗、低成本、环保、高运能等诸多优势支持铁路行业快速发展 5
2、铁道部改革促进行业发展 6
3、多式联运将根本性改善铁路行业集装箱运输的效率 7
二、铁龙物流主营业务概览 10
1、铁龙物流是唯一一家拥有铁路特种集装箱运输市场准入许可的公司 11
2、天时地利的优势造就铁路货运及临港物流业务供不应求 13
三、铁道部旧体制下，铁龙物流仍属业绩增长稳定的优质企业 13
1、政企不分的铁道部旧体制制约了铁路集装箱运输的发展 13
2、旧体制下，铁龙物流的业绩多年来保持稳定增长 16
盈利能力明显优于 A 股上市公司平均水平 16
铁路行业内，盈利能力好于广深铁路，略逊于大秦铁路 17
近五年特种集装箱业务复合增长率达 22%，毛利率 22.71% 18
近五年沙鲅铁路业务复合增长率 37.56%，毛利率 36% 18
四、在改革的起点上，铁龙物流具备强大的增长动力 19
1、电气化、复线、快速铁路建设 5 年内将带动铁路运力年均增速超过 12% 19
2、铁路货运价格上涨存强烈预期 22
3、基础厚、后劲足，特种箱业务将步入快速发展通道 23
1）木材箱 24
2）干散货箱 25
3）冷藏箱 27
4）化工箱 28
4、沙鲅铁路扩能将是长期趋势，二期工程不是终点 30
5、广阔的线下物流成长空间让铁龙物流如虎添翼 32
五、投资建议与盈利预测 34
六、风险提示：铁路改革进度低预期、公司特种箱供给低预期 35

图表目录

图表 1 三种主要交通工具每公里 CO2 排放量和耗油量比较.....5
图表 2 三种主要交通工具运输外部成本占比比较.....5
图表 3 主要交通工具单位运输成本比较（单位：元/千换算吨公里）.....6
图表 4 铁道部长盛光祖召开全铁路系统的电视电话会议讲话主要内容.....7
图表 5 多式联运的组织形式.....7
图表 6 多式联运系统图.....8
图表 7 美国铁路多式联运经济组织的变迁.....8
图表 8 美国铁路多式联运流量图.....9
图表 9 集装箱运量大幅增长，但铁路增速明显低于公路和海运.....9
图表 10 铁龙物流股权结构.....10
图表 11 公司各项业务在营业收入中的占比情况（2006-2010 年）.....11
图表 12 集装箱尺寸分类.....11
图表 13 木材箱装载示意图.....11
图表 14 干散货箱装载示意图.....11
图表 15 水煤箱装载示意图.....12
图表 16 冷藏箱装载示意图.....12
图表 17 罐箱装载示意图.....12
图表 18 双层汽车箱装载示意图.....12
图表 19 公司现有的特种集装箱及主要运输产品.....12
图表 20 公司主要箱型比例.....13
图表 21 沙鲅铁路线路位置图.....13
图表 22 铁路货运量增速明显落后于 GDP 增速（1990-2010 年）.....14
图表 23 2005 年以来铁路货运量增速明显落后于公路货运量.....14
图表 24 我国与世界主要国家铁路运输效率比较.....15
图表 25 国家铁路货运量及集装箱率情况（2004-2009 年）.....15
图表 26 铁龙物流与 A 股市场 2010 年毛利率和总资产净利率比较.....16
图表 27 公司 2010 年营业收入构成.....16
图表 28 公司各项业务毛利率情况（2006-2010 年）.....17
图表 29 三家铁路系统上市公司毛利率比较（2005-2010 年）.....17
图表 30 三家铁路系统上市公司净资产收益率比较（2005-2010 年）.....17
图表 31 公司铁路特种箱发送量及同比情况（2006-2010 年）.....18
图表 32 公司铁路特种箱收入与发送量同比增长情况（2006-2010 年）.....18

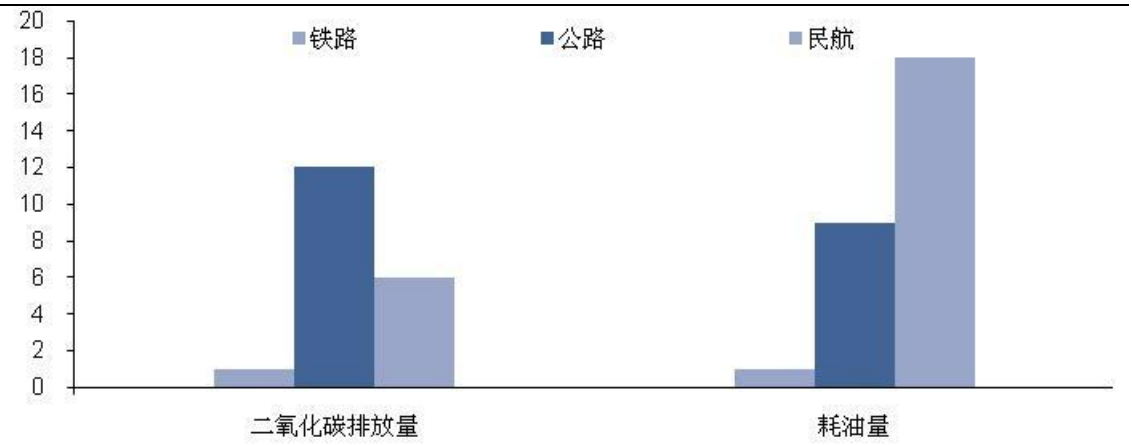
图表 33 公司铁路货运及临港物流业务营业收入及毛利率情况（2006-2010 年）.....19
图表 34 营口港近几年货物吞吐量及同比情况（2000-2010 年）.....19
图表 35 铁路电气化改造工程.....20
图表 36 我国铁路营业里程及电气化里程发展情况（1989-2009）.....20
图表 37 我国铁路营业里程及复线里程发展情况（1989-2009）.....21
图表 38 我国高速铁路规划网.....21
图表 39 新列车开行模式.....22
图表 40 铁路货物运价率表(从 2011 年 4 月 1 日起执行).....23
图表 41 我国住宅施工面积累计同比情况（2000-2010 年）.....24
图表 42 我国木材产量及进口情况（2002-2009 年）.....25
图表 43 我国进出港木材吞吐量及同比情况（1999-2009 年）.....25
图表 44 我国硫酸月产量及同比情况（2001.4-2011.4）.....26
图表 45 我国磷肥新增产能与磷矿基础储量及同比情况比较（2003-2009 年）.....26
图表 46 我国氧化铝销量及产量情况（2004-2010 年）.....27
图表 47 我国居民消费主要农产品产量逐年增加（1985-2009 年）.....27
图表 48 2008 年世界主要国家人均库存量（立方米）.....28
图表 49 各种冷藏运输工具特点比较.....28
图表 50 我国精甲醇产量及同比情况（2007-2011）.....29
图表 51 在建及规划中集装箱中心站网点（2007-2011）.....30
图表 52 中铁集装箱班列示意图.....30
图表 53 营口港货物吞吐量与沙鲅铁路货运运输量情况（2002-2010 年）.....31
图表 54 铁路车站到发、编解作业.....31
图表 55 公司特种箱线下物流收入占比逐年增长.....32
图表 56 社会物流总额增速与 GDP 增速比较.....32
图表 57 收购完成后铁洋公司的股权结构.....33
图表 58 瑞富行国内经销网络.....33
图表 59 集装箱业务线上综合服务费和线下物流服务收入对比（2009-2013 年）.....34
图表 60：公司各业务板块 EPS 贡献估算表（单位：元）.....35

一、长期看好铁路改革给铁龙物流带来的历史机遇

1、低耗、低成本、环保、高运能等诸多优势支持铁路行业快速发展

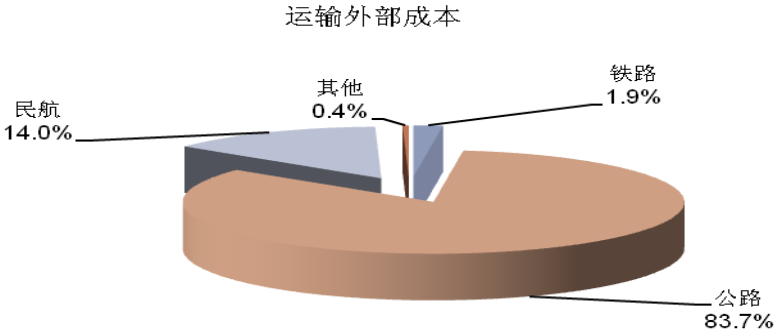
据统计，中国铁路只用了交通运输行业不到 1/10 的能源消耗，完成了全社会近一半的运输量；铁路每公里 CO2 排放量分别是飞机、汽车的 1/6、1/3~1/20；内燃牵引铁路的有害气体排放量是货运汽车的 1/50；电气化列车几乎没有污染，和谐号动车组人均耗电量仅 1.5 度/单程，单位能耗是飞机的 3%，私人汽车的 20% ……不仅如此，铁路的节能环保还体现在运输外部成本的节约上。铁路对外部环境的影响成本，比如废气排放、扬尘污染、噪音噪声、交通拥堵 、等等，只占到公路的 2.3%，民航的 13.6%。铁路当之无愧是 21 世纪最绿色的交通工具。

图表 1 三种主要交通工具每公里 CO2 排放量和耗油量比较



资料来源：华创证券研究所

图表 2 三种主要交通工具运输外部成本占比比较



备注：运输外部成本包括废气排放、扬尘污染、噪音噪声、交通拥堵 、交通事故伤亡及对其他方面的干扰影响等

资料来源：华创证券研究所

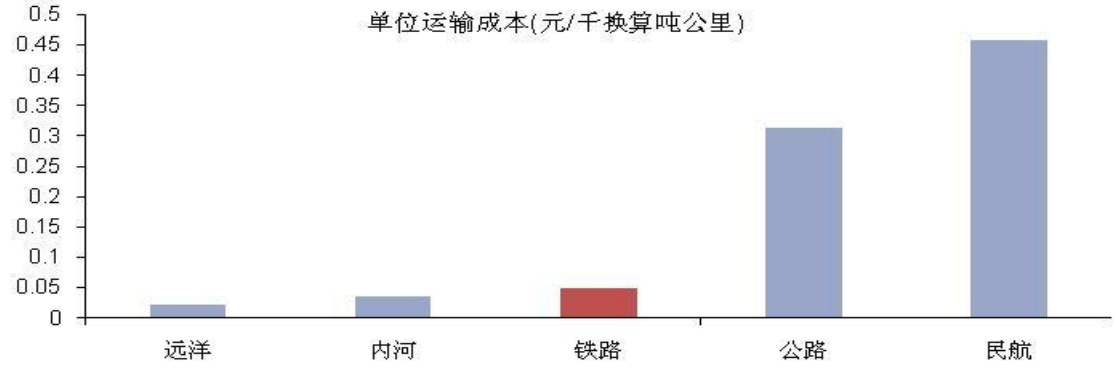
近年来，全球能源日益紧张、环境不断恶化。越来越多的国家和地区开始重视环境问题和能源危机。我国政府也在十二五规划中专门提出降低 GDP 增速，加强节能减排力度，力争在十二五期间达到以下目标：非化石能源占一次能源消费比重达到 11.4%，单位国内生产总值能源消耗降低 16%，单位国内生产总值 CO2 排放降低 17%，主要污染物排放总量显著减少，化学需氧量、SO2 排放分别减少 8%，氨氮、氮氧化物排放分别减少 10%。

我们知道，交通运输业使用燃料释放的气体是目前造成全球变暖的主要原因之一。资料显示，

过去十年全球 CO2 排放总量增加 13%，而源自交通工具的碳排放量增长了 25%。对此，国家在十二五规划中突出强调，要抓好工业、建筑、交通、公共机构等领域节能，发展低碳交通。

此外，铁路运输还具有运量大、运输成本低廉、经济辐射区域广的优势，多年来一直是大宗货物、大规模人流的有效运输工具。一般来说，双线铁路年最大运输能力是四车道一级公路的 16 倍，四车道高速公路的 2～4 倍。内河水运受河道宽度、水深、船闸等诸多限制，运能通常较低；而航空运输只能承担少量的轻浮货物和旅客长途运输，货运能力非常有限。随着未来高速铁路和重载铁路的兴起，铁路的运输能力还将有大幅增长。从运输成本角度看，铁路大大低于其他交通工具。目前铁路运输的单位成本在 0.049 元/千换算吨公里，铁路、公路、航空运输的单位成本之比约为 1：6.4：9.35。从经济辐射区域看，公路的优势在于短距离运输，航空的优势在于长距离运输，但只集中在城市之间。相比较而言，铁路的经济辐射区域最广阔，铁路不仅长短途运输均适用，还可以借助强大的铁道网络在所有经过的区域甚至偏僻的区域集散物流。

图表 3 主要交通工具单位运输成本比较（单位：元/千换算吨公里）



资料来源：华创证券研究所

综合以上观点，铁路运输具备运能大、能耗低、经济辐射区域广、污染小、成本低、安全性高、能源替代性好等诸多优势，加快发展铁路运输完全符合国家转变经济发展方式、提高资源利用效率、保护生态环境的可持续性发展要求。我们认为，未来几年，铁路物流在所有交通运输中很有可能被优先发展，提高铁路在综合交通体系中的重要性将成为未来交通运输重要的发展趋势，中国铁路将迎来发展的黄金机遇期。

2、铁道部改革促进行业发展

今年以来，铁道部发生了重大人事变动并影响到整个中国铁路未来的发展方向。2011 年 2 月，原铁道部部长刘志军因涉嫌严重违纪，被免去职务，盛光祖接任铁道部部长；2 个多月来，铁道部多次召开内部会议，讨论行业发展新的规划与方案，目前已基本成型，正在报国务院审批；2011 年 4 月 14-15 日，国家主席胡锦涛在海南考察两次乘坐高铁，并作出重要指示；随后 4 月 22 日，铁道部长盛光祖召开全铁路系统的电视电话会议。铁道部改革的动向正式浮出水面。

图表 4 铁道部长盛光祖召开全铁路系统的电视电话会议讲话主要内容

	盛光祖讲话主要内容
1	推进体制机制改革，政企分开
2	增强科技创新能力，改进运输服务，不断提高铁路发展的质量和效益
3	合理安排铁路建设规模、标准和进度
4	加强科学管理，确保施工质量，使每项工程都经得起时间的考验
5	切实保证铁路安全万无一失
6	维护职工群众利益、抓好反腐倡廉

资料来源：网络资料，华创证券研究所

从讲话中，我们认为透露出以下几点动向：

1）铁道部很可能在两年内被纳入大交运体系，比照民航总局在交通部下面设铁路总局。

2）铁道部将政企分开。铁道部主要行使政府监管、国有资产出资人代表和行业管理的职能，其他权利下放给各铁路局。铁路局逐渐转化为市场主体，即企业化、自主经营、自负盈亏。

3）铁路行业未来的运营将以市场为导向，以效益为中心，这将涉及到对现行铁路路网规划、调度、市场开发、服务、定价以及清算等多方面的深度变革。比如实行 3 种列车开行模式，高铁线上将安排时速 200 公里以上的动车运行；比如充分利用路内资产、土地、技术、资金等，延伸运输服务链条，开发新型服务产品；都是充分利用铁路资源、提高运行效率和经济效益的市场化体现。

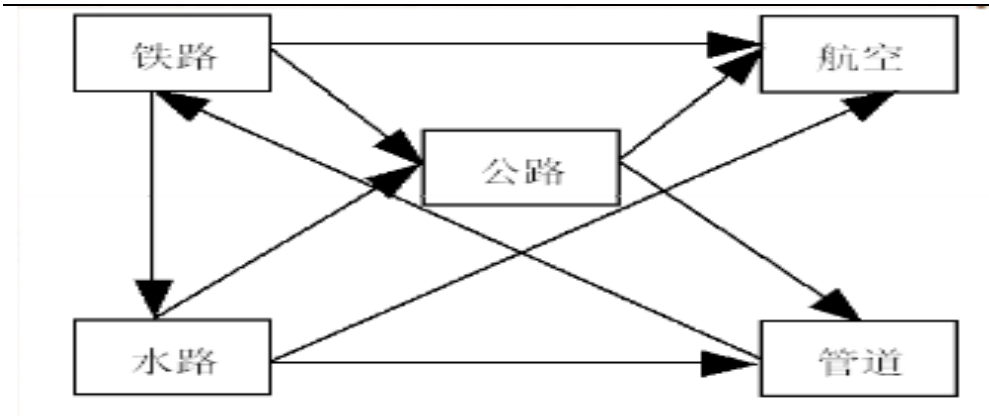
4）基于国民经济发展要求和铁路的独特优势，未来五年铁路建设仍将保持快速增长势头。但高铁项目审批进度将会放缓，审批条件将更加严格。降低速度保安全、保民生成为主旋律。

5）货物运输上，发展大宗货物运输、开发快捷运输、集装箱运输、多式联运等高端产品；营销与服务信息化，将成为未来主要的发展方向。

3、多式联运将根本性改善铁路行业集装箱运输的效率

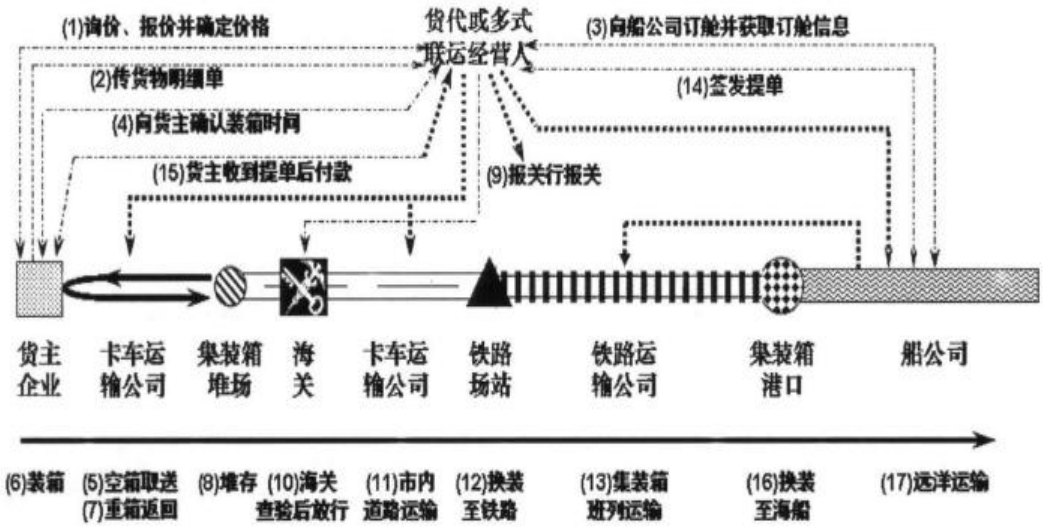
多式联运，顾名思义就是多种运输方式联合运输。从大范围划分，多式联运一般包括海陆联运、路桥运输和海空联运。现代多式联运主要指 20 世纪 50 年代以后大规模应用集装箱等集装化联运箱具的多式联运。多式联运链条不仅包含了承担实际运输的具有不同技术特性的运输方式，还包含了诸如货运代理、装卸、拼装、设备租赁、服务销售等大量其他专业环节。

图表 5 多式联运的组织形式



资料来源：华创证券研究所

图表 6 多式联运系统图



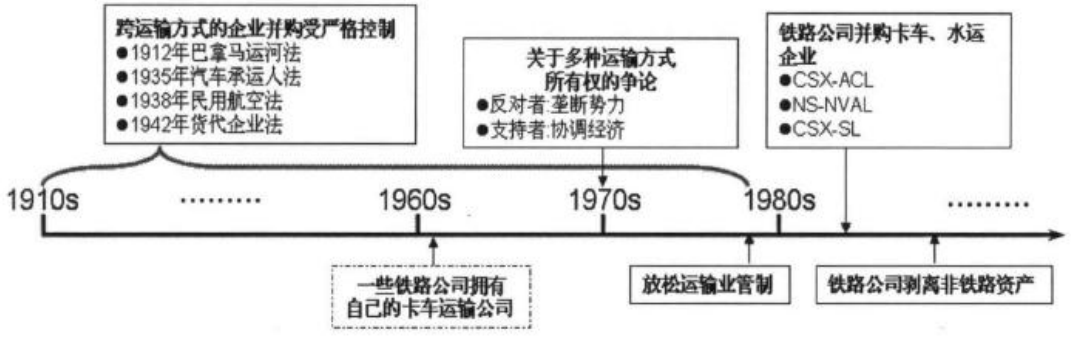
资料来源：华创证券研究所

多式联运的出现，摆脱了过去单纯通过技术创新对运输业的经济优化，转而通过组织创新方式来优化运输业的资源配置，从而有效改善过去不同运输方式的相互竞争和衔接低效问题，极大地降低货物运输过程中的转运时间和成本，使得运输业进入一个完全不同于以往铁路、公路、水运、民航等单个运输方式发展的崭新阶段。

随着海、陆、空多种运输方式实现联运，货物运输将实现一次托运、一次计算、一票到底，最终实现“门到门”的联运服务。多式联运的开展，可以减少大大减少货物中间环节，缩短货物运输时间，并有利于降低货损货差事故、提高货运质量。此外，通过将各种运输方式统一，多式联运可以降低运输成本，节省运杂费用，有利于提高各个环节的运输组织水平，实现合理化运输。

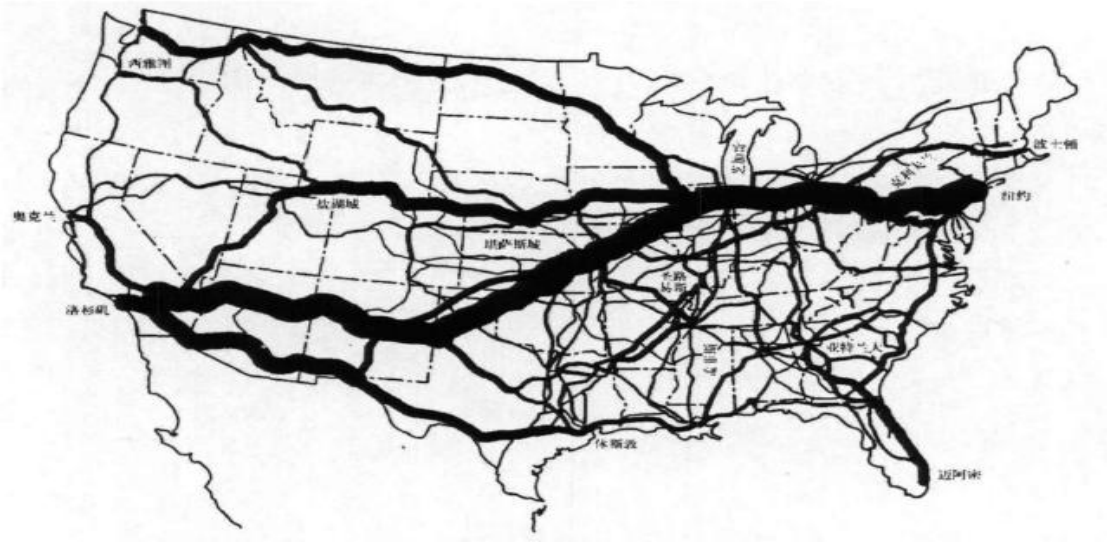
美国是现代多式联运发展最成熟的国家。我们通过研究其发展，发现中间层组织是多式联运非常重要的环节。它是作为市场的制造者，通过创新交易方式，节约联运过程中的交易费用，实现有效协作，从而提高了整个链条的效率。同时，中间层组织还可以有效实现货运集成功能，匹配分散化需求与运输业规模效应。

图表 7 美国铁路多式联运经济组织的变迁



资料来源：华创证券研究所

图表 8 美国铁路多式联运流量图



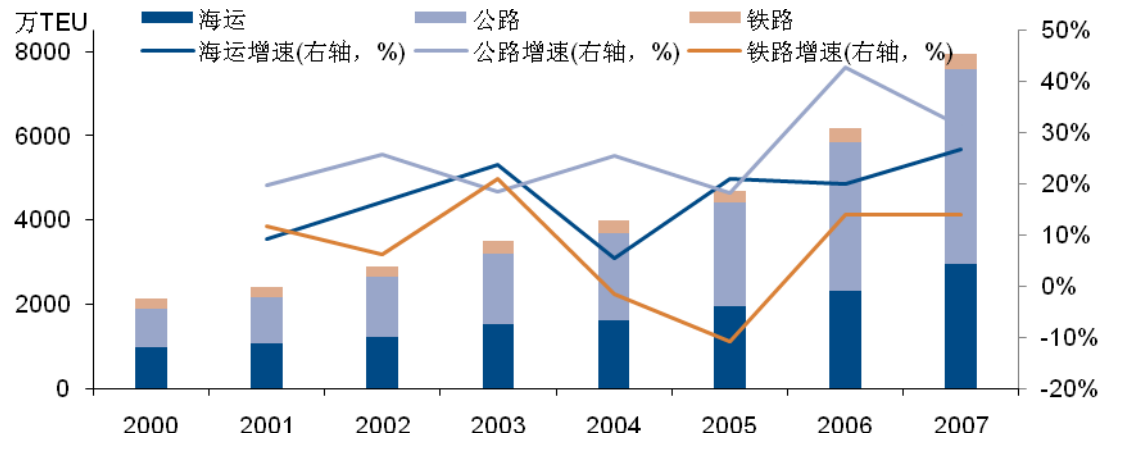
资料来源：华创证券研究所

与美国相比，中国铁路参与多式联运的能力比较低。根据统计，我国港口的集装箱吞吐量中，公路集疏运量约占总量的 84%，内河集疏运量约占总量 15%以上，铁路集疏量不到 1%。而美国西部港口集装箱疏运量中铁路疏运量占到 50%～60%，欧洲港口铁路疏运量占到 50%以上。

目前，中国铁路集装箱运输经营主体受传统管理体制束缚，与核心网中的各主体间关系仍未理顺，服务水平落后，尚不具备多式联运组织者的能力，更缺乏成熟的中间层组织。因此，铁路运输在整个多式联运链条上还处于非常薄弱的环节。

但另一方面我们也看到在过去几年中，由于我国经济快速发展和产业结构调整，铁路、公路、航运集装箱运输量均出现大幅增长。随着高附加值和集约化产品的不断增加，货物运输对速度时效、服务质量等方面要求会不断提高，铁路多式联运将会为缓解日益增长的运输需求对既有运输系统的持续压力提供了一种可行的更加有效和更具社会效益的替代方案。铁路集装箱运输承载量高、经济性好，适合中长距离干线运输，在传统的陆桥运输市场和中长距离运输市场中都有非常巨大的潜力。

图表 9 集装箱运量大幅增长，但铁路增速明显低于公路和海运



资料来源：华创证券研究所

展望未来，铁道部已明确提出将着力开发多式联运、快捷运输等高端货物运输铲平，拓展货运市场。我们认为，国家将会进一步明确中铁集运的市场主体地位，构建中铁集运和各路局之间的良性互动，增强其对自身资产和运输生产过程的自主控制权，使其具备独立获取市场收入的能力。如果这一步可以顺利推进的话，中铁集运就有能力充分利用铁路网络优势，挖掘中长距运输市场，为客户开发出更为完整的运输产品。与此同时，还可以不断创新组织模式，通过并购、合资、签订长期契约、组成战略联盟等形式有效扩展运输组织的横向和纵向边界，扩大运输经营的时空范围。

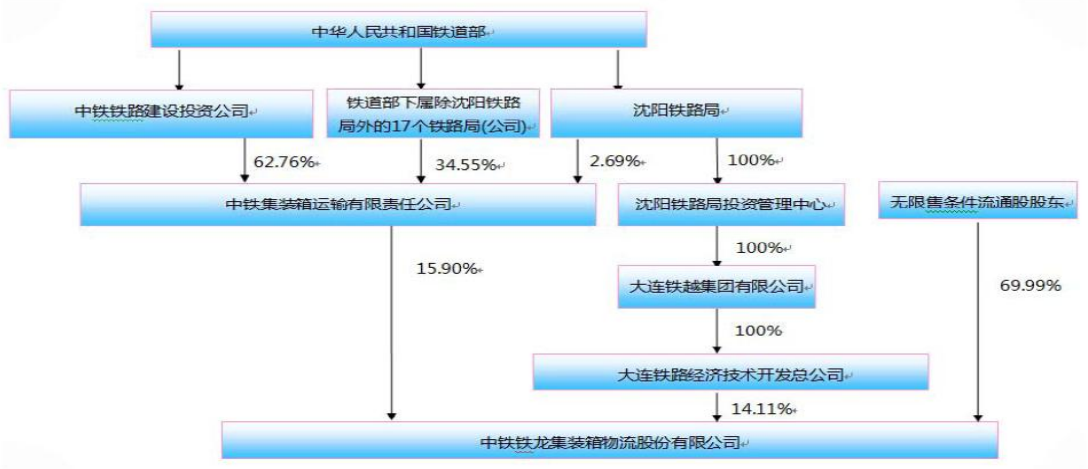
我们还可以畅想，当这一运输链条日益成熟之后，所谓的中间层组织将会在中国的运输市场上逐渐发展起来，并有可能演变成更高水平的货物代理形式，从而更有效的提高各专业化分工之间的协作与协同效率。运输效率大大提高继而带动整个社会运转效率的大幅提升。多式联运的发展将根本性改善铁路行业集装箱运输的效率。铁龙物流也将因此获得更广阔的发展空间。

二、铁龙物流主营业务概览

铁龙物流是铁路系统的第一家 A 股上市公司。公司成立于 1993 年，前身为大连铁龙实业股份有限公司，1998 年上市，2004 年公司大股东变更，沈阳铁路局将所持有的 6895.47 万股无偿划转给中铁集装箱运输公司。重组后，公司获得 16265 只铁路特种箱的经营权。自此，股票正式变更为“铁龙物流”。

公司最大股东中铁集装箱，其直接隶属于铁道部，是我国铁路集装箱运输的唯一承运人。公司是唯一一家拥有铁路特种集装箱运输市场准入许可的公司。未来发展中，公司可充分利用在国内铁路特种箱资产及业务唯一性优势，扩大业务规模，建立全国的特种集装箱业务体系。

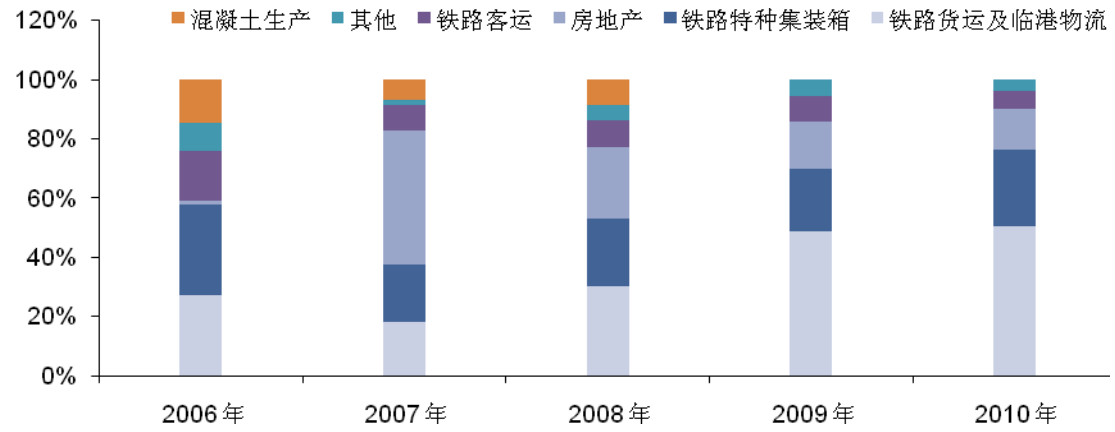
图表 10 铁龙物流股权结构



资料来源：公司资料，华创证券研究所

公司的主营业务主要包括四大块：铁路特种集装箱业务、铁路货运及临港物流业务、房地产业务和铁路客运业务。其主要营业收入来自铁路货运临港物流和铁路特种集装箱业务，2010 年，两项业务营业收入累计占比达 76.41%，其中铁路特种集装箱业务将是公司未来重点的发展方向。客运业务将随着公司业务的发展逐渐退出市场，房地产项目只是辅助作为公司利润的来源之一。

图表 11 公司各项业务在营业收入中的占比情况（2006-2010 年）



注：公司的混凝土业务已经逐步退出，2009 年开始将其放在其他业务板块

资料来源：wind，华创证券研究所

1、铁龙物流是唯一一家拥有铁路特种集装箱运输市场准入许可的公司

铁路特种集装箱业务，是指铁路特种箱的运输及提供的相应综合物流服务业务。作为中铁集装箱的控股子公司，公司独家拥有国内独家的铁路特种集装箱经营权。

图表 12 集装箱尺寸分类

箱 型 / 尺 寸	一吨箱	十吨箱	20 英尺箱	40 英尺箱
长（毫米）	830	2921	5867	12192
宽（毫米）	1264	2402	2330	2438
高（毫米）	1150	2396	2350	2591
体积（立方米）	1.21	16.81	32.1	76.3
载重（千克）	825	8382	18288	27490

资料来源：公司资料，华创证券研究所

公司现有特种箱主要分为五大种类，主要包括干散货箱、木材箱、汽车箱、冷藏箱和各种罐箱，总计约 3 万只。其中，干散货箱 1 万多只，木材箱 8000 多只，二者之和占比达 70%左右。罐箱主要包括水泥罐箱、化工箱、水煤罐箱、弧形罐箱及框架罐箱等。

图表 13 木材箱装载示意图

资料来源：公司资料,华创证券研究所

图表 14 干散货箱装载示意图

资料来源：公司资料,华创证券研究所

图表 15 水煤箱装载示意图

资料来源：公司资料,华创证券研究所

图表 16 冷藏箱装载示意图

资料来源：公司资料,华创证券研究所

图表 17 罐箱装载示意图

资料来源：公司资料,华创证券研究所

图表 18 双层汽车箱装载示意图

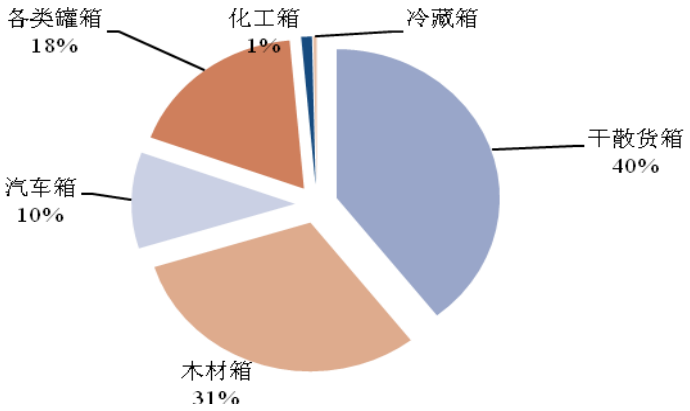
资料来源：公司资料,华创证券研究所

图表 19 公司现有的特种集装箱及主要运输产品

特种箱	运输主要产品	特点及主要应用
折叠式台架箱(木材箱)	原木、管材等长大货物	载重量大、装卸方便、空箱可折叠回送、运输安全。在满洲里和绥芬河口岸以及东北林区的木材运输中应用较多。
干散货箱	普通干货、矿砂、焦炭、硫磺、氧化铝、粮食、金属制品、建筑陶瓷、机械零配件等散装堆装货物	具有装载量大、易于装卸、无包装、环保、安全特点，在山西的焦炭和西南的硫磷运输中广泛应用。
弧型罐箱	轻油类产品、植物油、润滑油及其他非危险、非腐蚀性液体物品	设计新颖、运输安全，利用效率高。客户主要为中石油、中石化及中联油公司下属的炼油厂和销售公司
水泥罐箱	水泥及无水份、无腐蚀性的粉状、颗粒状散装物料	集包装、运输、仓储于一体，可实现散装水泥“门到门”运输。具有载重量大、装卸方便、保证货物品质、货物损耗低、节约包装费用、环保等优点。广泛应用于工程项目或建筑工程。
双层/板架式汽车箱	包括 50 英尺/20 英尺双层汽车箱和 25 英尺板架式汽车箱三种箱型。	已租赁给中铁特货经营。以 50 英尺 双层汽车箱应用最最广，其具有运输方便，高效特点
化工箱	包括甲醇、乙醇、双氧水等在内的危险化工物品	载重量大，运输更加安全，方便，经济性强，应用范围广
冷藏箱	鱼/肉类、蛋品、蔬菜、水果、水产品、速冻食品、保鲜食品等	设备先进，GPRS 随时监控功能，主要应用于高端冷链物流

资料来源：公司资料，华创证券研究所

图表 20 公司主要箱型比例



资料来源：华创证券研究所

2、天时地利的优势造就铁路货运及临港物流业务供不应求

公司的铁路货运及临港物流业务由中铁铁龙沙鲅铁路分公司经营，主要包括沙鲅铁路支线的运输及相配套的综合物流服务。运输货物主要包括钢材、金属矿、煤炭、粮食、石油化工及化肥等。临港物流业务主要是为进出营口港的货物进行仓储、装卸、搬运等。

沙鲅铁路全长 14.17 公里，始于沙岗站，终止于营口港鲅鱼圈站。其在沙岗站与哈大铁路干线接轨，西临营口新港，背靠沈大高速公路和 202 国道，是营口港、鞍钢新厂、华能电厂唯一的货物疏散铁路通道，也是东北腹地物资疏运的最近出海口口岸通道。由于其无法替代的独特位置，沙鲅铁路成为公司获取营业收入的独特资源。

图表 21 沙鲅铁路线路位置图

资料来源：百度地图，华创证券研究所

三、铁道部旧体制下，铁龙物流仍属业绩增长稳定的优质企业

1、政企不分的铁道部旧体制制约了铁路集装箱运输的发展

在目前中国近 9 万公里的营业铁路中，国家铁路有超过 7 万公里，占据了绝大多数。国铁目前仍然实行政企合一的体制，铁道部是总的核算单位。在当前体制下，铁道部拥有几乎全部的铁路货车及其调配权力。18 个下属分局和公司的收入并不直接来自于市场，而是由铁道

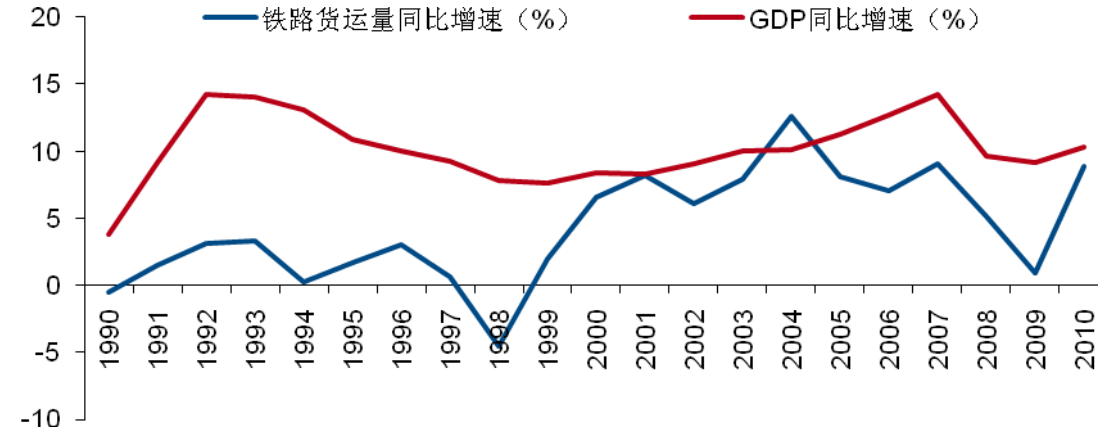
部清算获得。

运输效率、劳动生产率低

目前，中国铁路的运力不足现象非常突出，尤其是在货运上。主干线运力紧张，部分地区进出通道不畅，季节运能紧张问题突出，铁路高速、重载、信息化、安全技术和人力资源利用都相对滞后。此外，由于中国铁路路网规模和调度能力受限，不能实现客货分线，客、货运输的速度不同导致客货混跑的线路扣除系数过大，也大大影响了运输密度和效率。

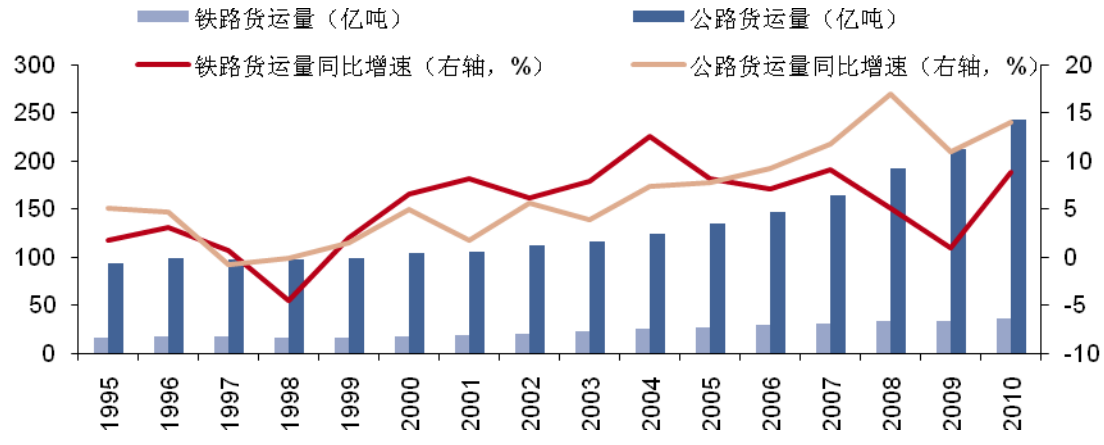
作为国民经济的支柱产业之一，我国铁路建设的增速长期落后于 GDP 增速。尤其是近几年，随着我国经济贸易的快速发展，铁路运输运力不足，运输效率低的问题显得更为突出。

图表 22 铁路货运量增速明显落后于 GDP 增速（1990-2010 年）



资料来源：wind，华创证券研究所

图表 23 2005 年以来铁路货运量增速明显落后于公路货运量



资料来源：wind，华创证券研究所

我国铁路运输密度居世界第一位。一方面，体现了我国经济对铁路运输的巨大需求，但同时也反映了我国铁路路网规模已经远远不能满足经济发展对铁路运输的需求。铁路路网建设发展缓慢，长期来看会制约经济的发展。

从劳动生产率的角度来看，2006 年，我国铁路员工完成的人均总换算周转量为 185.09 万换算吨公里/人，而日本为 174.1 万换算吨公里/人，美国则达到了 1353.4 万换算吨公里/人。我国的铁路劳动生产率远低于美国和日本等发达国家。

图表 24 我国与世界主要国家铁路运输效率比较

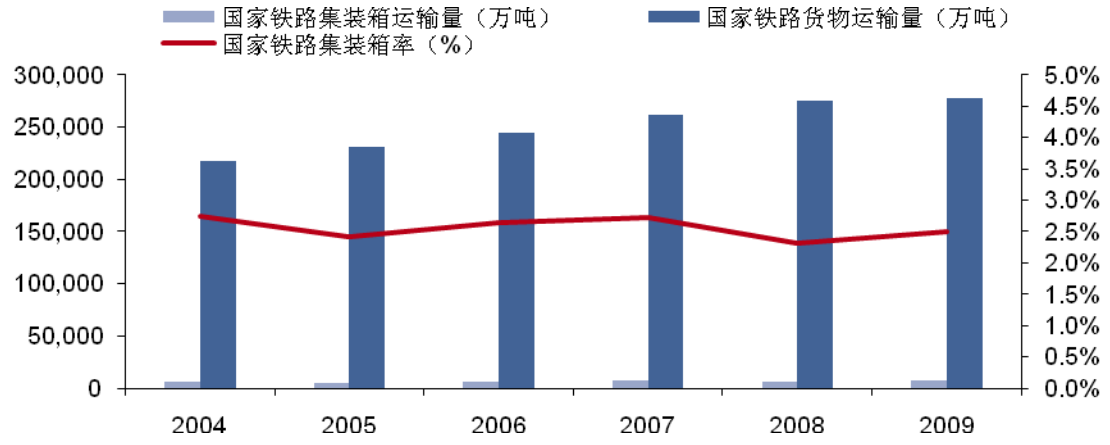
国家	铁路里程（万公里）	员工人数（万人）	货运周转量（亿吨公里）	客运周转量（亿人公里）	换算周转量（亿吨公里）	人均换算周转量（万换算吨公里/人）
印度	6.3	140	4809.9	6947.6	11757.6	84
中国	**7.7**	**210**	**21954.5**	**6622.1**	**28576.6**	**136.1**
俄罗斯	8.7	130	18529	1709	20238	155.7
日本	2	15	219	2392.5	2611.5	174.1
美国	**15.7**	**18**	**24273**	**88.7**	**24361.7**	**1353.4**

资料来源：华创证券研究所

集装箱化率低

在国铁 2009 年的 2366 亿元总收入中，货物运输收入为 1280.8 亿元，约占 54.1%。煤炭、矿石、粮食、石油等大宗商品的运输又是铁路货运的主要部分，约占所有货运总量的 90%以上。按照 2009 年的数据统计，中国铁路货运的集装箱化率仅为 2.5%，大大低于国际发达国家水平，美国的集装箱化率目前已经达到了 25%；中国铁路集装箱的特种箱比例约为 12-13%，而发达国家已达到 20-30%。

图表 25 国家铁路货运量及集装箱率情况（2004-2009 年）



资料来源：wind，统计年鉴，华创证券研究所

制约中国铁路集装箱运输发展原因主要有以下几个方面：

1）铁路集装箱运输手续繁杂，环节多，特别是非专列的运输速度慢，且不能保证到货时间；

2）铁路集装箱与国际通用的集装箱型号标准不一致，限制了铁路加入多式联运的链条；

3）现有铁路没有货运专线，调度优先考虑客运、管理制度落后等因素不利于高效率的集装箱运输；

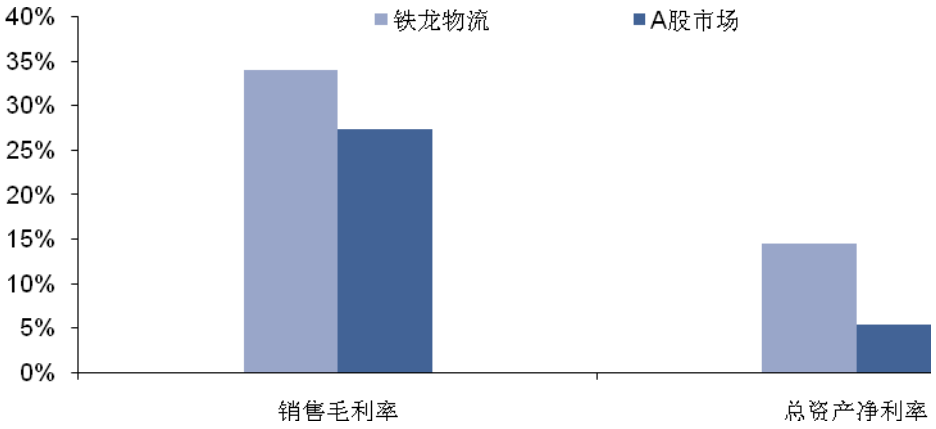
4）铁路内部，中铁集装箱公司与各个铁路分局尚未形成真正的合力；铁路外部，中铁集尚未实现市场化运作。

2、旧体制下，铁龙物流的业绩多年来保持稳定增长

盈利能力明显优于A股上市公司平均水平

根据公司年报披露：2010年公司实现营业收入21.86亿元，同比增长39.49%。销售毛利率为34.06%，总资产净利率为14.51%，均大大高于A股市场的平均水平。根据统计，2010年A股市场平均销售毛利率为27.32%，总资产净利率为5.42%。公司良好的盈利水平不止体现在2010年，自公司上市以来，尤其是2006年大股东变更、主业变更以来，公司的总资产净利率稳中有升，销售毛利率也一直维持在35%左右的水平。

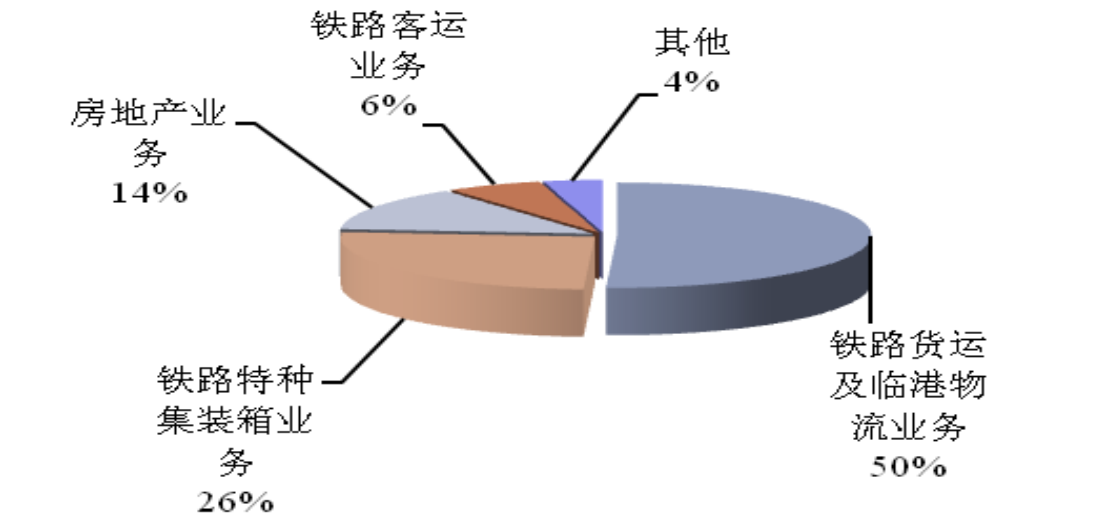
图表 26 铁龙物流与 A 股市场 2010 年毛利率和总资产净利率比较



资料来源：wind，华创证券研究所

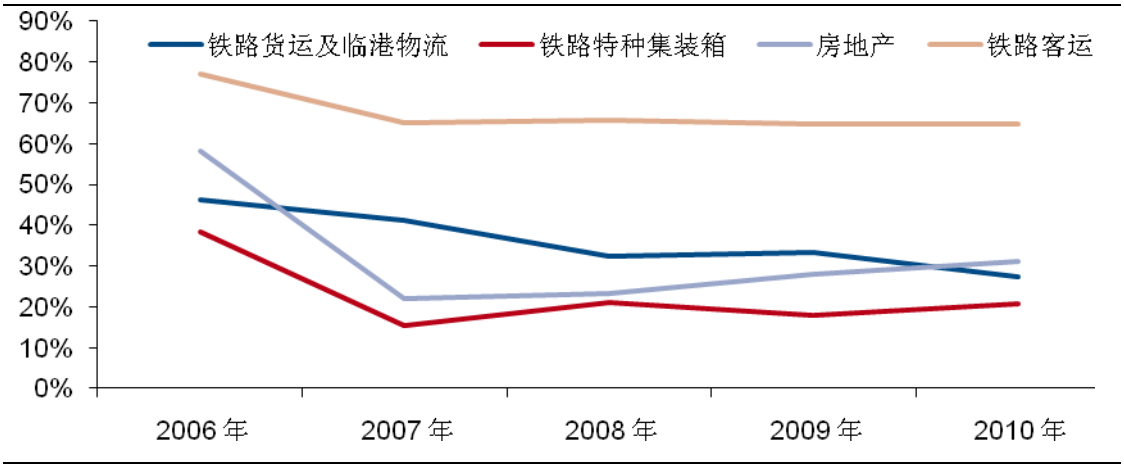
铁龙物流多年来经营一直比较稳健。我们以2010年为例考察其主营业务结构。在其当年实现的21.86亿元营业收入中，铁路货运及临港物流业务占11.08亿元，当年毛利率为27.23%；铁路特种集装箱业务占5.62亿元，毛利率为20.76%；房地产业务占3亿元，毛利率为31.27%；铁路客运业务1.33亿元，毛利率为64.96%。

图表 27 公司 2010 年营业收入构成



资料来源：公司年报，华创证券研究所

图表 28 公司各项业务毛利率情况（2006-2010 年）

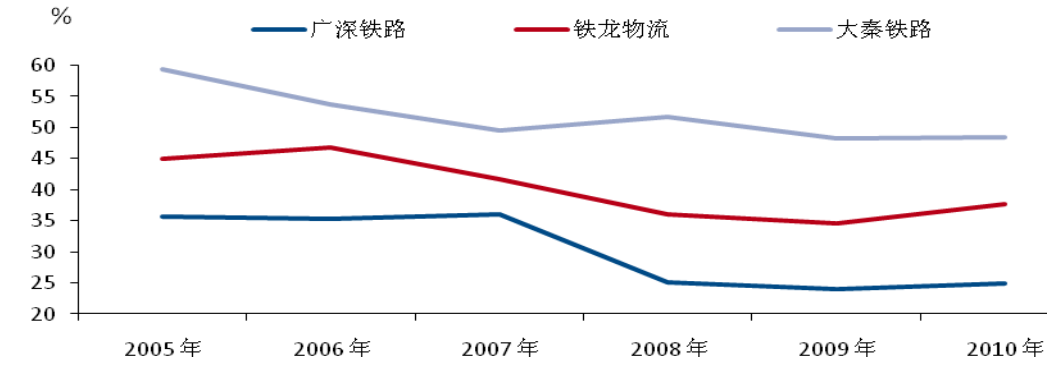


资料来源：公司年报，华创证券研究所

铁路行业内，盈利能力好于广深铁路，略逊于大秦铁路

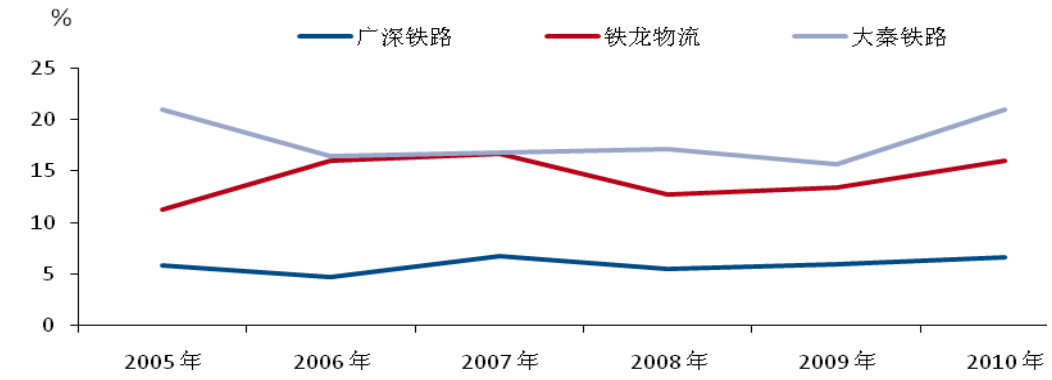
目前，我国隶属铁路系统 A 股上市公司只有铁龙物流、大秦铁路和广深铁路三家。在三家公司中，铁龙物流的盈利能力一直远高于广深铁路，略逊于大秦铁路。公司 2005 年以来的毛利率均值为 38.49%，净资产收益率为 14.39%。广深铁路同期的毛利率和净资产收益率为 28.69%和 5.88%；大秦铁路的毛利率和净资产收益率为 48.05%和 17.41%。

图表 29 三家铁路系统上市公司毛利率比较（2005-2010 年）



资料来源：wind，华创证券研究所

图表 30 三家铁路系统上市公司净资产收益率比较（2005-2010 年）



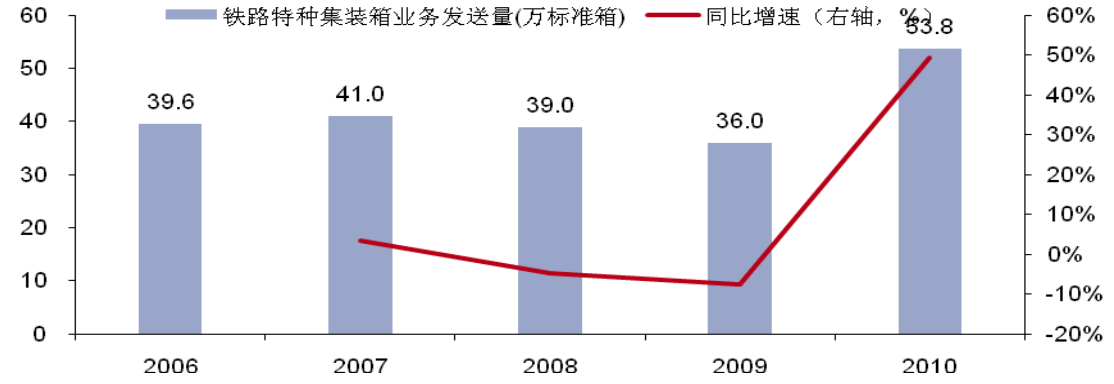
资料来源：wind，华创证券研究所

近五年特种集装箱业务复合增长率达 22%，毛利率 22.71%

自 2005 年中铁集装箱资产注入以来，公司特种集装箱业务和临港物流业务齐头并进，发展势头良好。据我们统计，公司 2006 年以来的营业总收入年复合增长率达 27.7%，近 5 年平均毛利率达 36.82%；其中，特种集装箱业务营业收入年复合增长率为 22%，近 5 年平均毛利率为 22.71%。

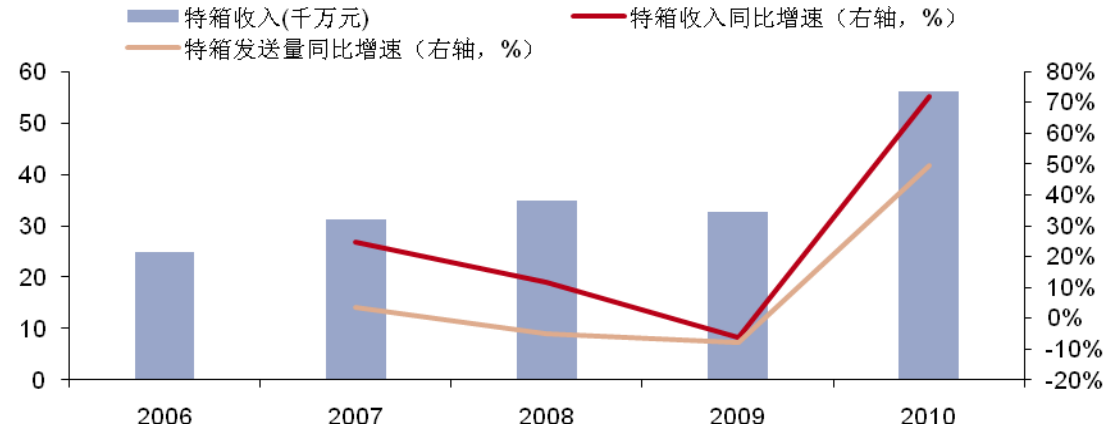
以 2010 年为例，公司铁路特种集装箱业务实现营业收入 5.62 亿元，同比增长 71.84%；实现发送量 53.8 TEU，同比增长 49.4%；营业利润率为 20.76%；公司特种集装箱业务占全部营业收入比重由去年的 18.3%增加到 25.7%。

图表 31 公司铁路特种箱发送量及同比情况（2006-2010 年）



资料来源：wind，华创证券研究所

图表 32 公司铁路特种箱收入与发送量同比增长情况（2006-2010 年）

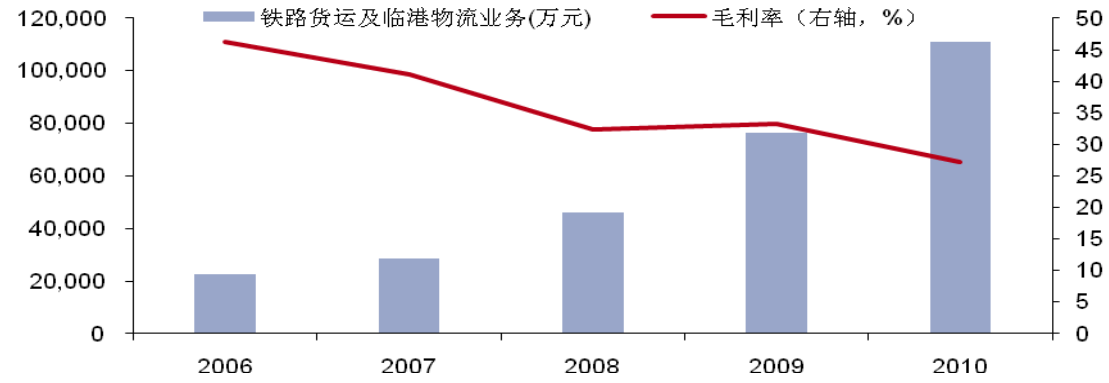


资料来源：wind，华创证券研究所

近五年沙鲅铁路业务复合增长率 37.56%，毛利率 36%

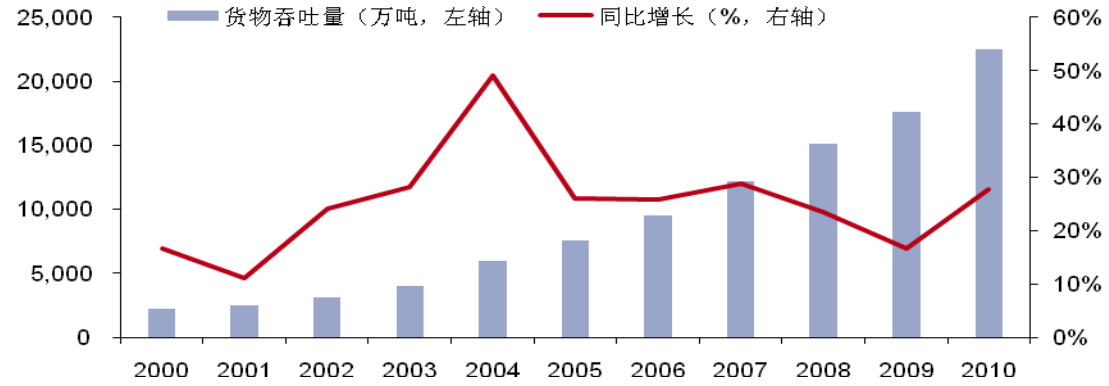
随着国内经贸的快速发展，东北经济得以振兴，营口港吞吐量不断增长，华能电厂扩能改造，鞍钢鲅鱼圈新厂入驻开发区，沙鲅铁路的货运需求近几年迅速增长。仅以营口港为例， 2006 至 2010 年五年期间，其货物吞吐量的平均增速为 24.53%。虽然有产能限制，沙鲅铁路近五年的货物到发量平均增速仍然达到了 19.98%，营业收入平均增速更是达到了 37.56%，年平均毛利率 36%。2010 年，沙鲅铁路完成运输量 5686 万吨，同比增长 13.9%，已经超过了一期设计的最大产能 5000 万吨。今年一季度，沙鲅铁路已完成货物运输量 1351 万吨，同比增长 25.9%，运力供给不足影响收益水平的问题越发突出。

图表 33 公司铁路货运及临港物流业务营业收入及毛利率情况（2006-2010 年）



资料来源：wind，华创证券研究所

图表 34 营口港近几年货物吞吐量及同比情况（2000-2010 年）



资料来源：wind，华创证券研究所

四、在改革的起点上，铁龙物流具备强大的增长动力

2011 年的中国铁路运输行业正处于改革的黎明之前，百废待新。自年初盛光祖部长上任以来，铁道部已多次在各种场合明确表达了铁路系统要政企分开、加快推进体制机制改革的观点。这让我们不禁联想到 1980 年代中国民航的政企分开。

1980 年，中国民航局从隶属于空军改为国务院直属机构，实行企业化管理。下设北京、上海、广州、成都、兰州、沈阳 6 大地区管理局；1985 年，民航总局开始逐步放松对航空业的中央集权；1987 年，为了适应市场发展并与国际接轨，民航总局将机场和航空公司分开运营，形成了 6 大机场、6 家国家骨干航空公司。从此，中国的民航业迈入了高速增长的黄金 20 年。20 年间，航空市场运输总周转量增长超过了 20 倍，经营管理能力和盈利能力都得到了极大的提升。

当我们回顾完这段历史后，再来看看当下的铁路行业，我们更加坚信：铁道部体制机制改革将推动整个铁路运输业爆发出强大的生命力和创造力。市场的手在推动铁路行业发展，中国巨大的客、货运输需求在刺激铁路行业发展，我们没有理由去怀疑这样一个行业未来的增长速度和发展前景。

1、电气化、复线、快速铁路建设5年内将带动铁路运力年均增速超过12%

近日，《十二五综合交通运输体系发展规划》完成。规划中提出，到 2015 年，我国将建成

4.5 万公里快速铁路，五年增长率达 438%；全国铁路复线率和电气化率分别达到 50%和 60%以上；加快既有区际干线扩能改造和新线建设，形成覆盖全国 20 万以上人口城市、里程达 12 万公里以上的铁路网。我们知道，铁路电气化、复线、客运专线进程的加快，都将极大带动铁路运输产能的释放。

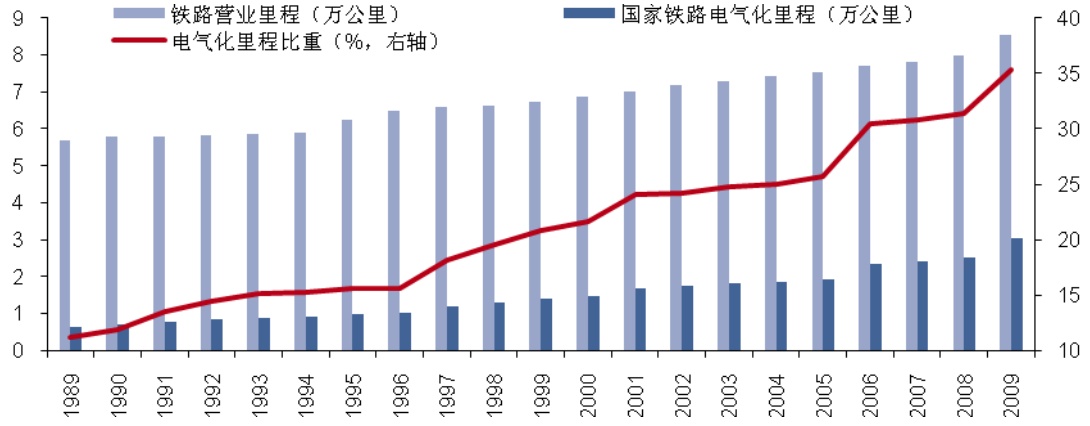
电气化：

电气化铁路是指采用电力机车牵引列车的铁路。电力牵引具有牵引力大、速度快、能耗低等特点。根据统计，从 1989 年到 2009 年，中国铁路的电气化率已由 11.3%提高到 35.4%，国家铁路电气化里程达到 3 万公里。

图表 35 铁路电气化改造工程

资料来源：公司资料，华创证券研究所

图表 36 我国铁路营业里程及电气化里程发展情况（1989-2009）



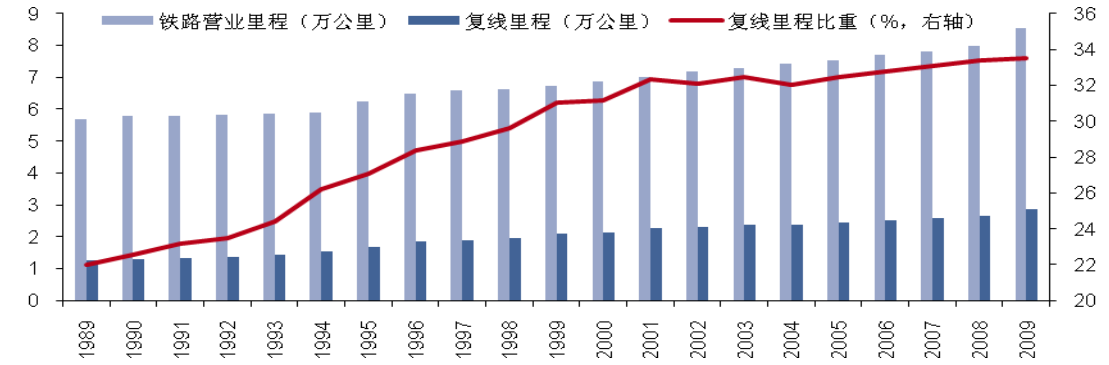
资料来源：公司资料，华创证券研究所

一般来说，电气化铁路的技术速度比普通铁路高 20-30%左右，牵引重量多 50%。我们以京九线为例，其电气化改造功能完成后，整体运能提升了 30%。如果铁路间不同速度的机车调度更加合理的话，运能还将有进一步提升空间。规划中提出到 2015 年，铁路总营业里程达 12 万公里，电气化率达到 60%，我们由此推断，未来五年将新增 4 万公里的铁路电气化里程，仅因电气化率提高这一因素就将带动铁路总运能提升约 10%。

复线：

复线铁路是指有两条或两条以上正线的铁路。习惯上常指“双线铁路”，即上下行列车分别在各自的正线上行驶的铁路。根据统计，从 1989 年到 2009 年，中国铁路的复线比重已由 22%提高到 33.5%，复线里程达到 2.9 万公里。

图表 37 我国铁路营业里程及复线里程发展情况（1989-2009）



资料来源：wind，华创证券研究所

相对于单线铁路，复线铁路的扣除系数大大降低。因此，修建复线带来的运力增长不是简单的 1+1=2，而可能是 3 倍甚至更高比例。根据规划，到 2015 年我国铁路的复线里程比重将达到 50%。我们由此推断，未来五年将新增 3.1 万公里的铁路复线里程。不考虑铁路复线调度能力问题，仅因复线化率提高这一因素可能会带动铁路总运能提升至少 20%。

快速铁路：

快速铁路包括时速 300 公里的“四纵四横”高速铁路；时速 200-250 公里的高铁延伸线、连接线及城际铁路；客货并重的快速铁路以及时速在 200 公里以下的中西部大部分铁路。目前，我国的快速铁路已建成 8358 公里。《规划》提出到 2015 年我国快速铁路营业里程达 4.5 万公里，五年增长超过 5 倍。

图表 38 我国高速铁路规划网

资料来源：华创证券研究所

快速铁路规划要建成以京哈、京沪、沪厦深、京广以及青岛—太原、徐州—兰州、沪汉蓉、上海—昆明“四纵四横”客运专线为骨架，包括珠三角、长三角和环渤海 3 个经济区的城际客运专线辅助线、延伸线和联络线。随着未来几年快速铁路网络的贯通，传统铁路上将释放出更多的运力供货物运输。长期制约集装箱运输发展的运力供给问题将会得到逐步改善。

以武广高铁为例：2009 年 12 月武广高铁开通以后，极大地缓解了京广传统铁路线上的货运压力。数据统计，武广高铁开通半年，京广线货运能力提升了 10.9%。春运期间货运运力异常紧张的局面得以缓解，2010 年春运期间武汉铁路的发货量同比大增 22.8%；长期受限的煤炭、石油、粮食等重点物资及港澳外贸货运的运输需求也得以有效满足。据 2010 年 1-5 月统计，经铁路运到湖南、广东两省的货物累计达 6546 万吨，同比增长 21%，其中煤炭达 2095 万吨，同比大增 50%。我们做过一种假设，高铁贯通后，郑西高铁与京广高铁在郑州对接，京广传统铁路线运力将得到极大释放。如果传统铁路线全部让道给货运的话，则该线路上的货运能力将提高 3 倍，由现在的 4000 多万吨提升到 1.2 亿-1.5 亿吨。

综合上述关于电气化、复线和快速铁路的增速分析，并考虑到铁路系统的调度能力以及从今年 7 月 1 日开始执行的新的列车开行模式，我们认为未来五年，中国铁路运力年复合增长率超过 12%属大概率事件。

图表 39 新列车开行模式

新的列车开行模式（2011 年 7 月 1 日起）

铁路种类	运行列车的种类		目的
时速 300 公里高速铁路	时速 300 公里列车	时速 200-250 公里动车	合理匹配速度，充分利用高铁产能，提高运输效率
时速 200-250 公里铁路	时速 200-250 公里动车	时速 120-160 公里普通客车	
时速 200 公里以下铁路	时速 120-160 公里普通客车	货物列车	满足山区和中西部地区需求，并提高货运能力

资料来源：华创证券研究所

综合交通运输体系的十二五规划中预计，到 2015 年我国铁路货运量将达 48 亿吨，比现在提高 32.2%。由于铁路货运中，绝大部分运量都来自粮食、煤炭、原油等基础物资的运输，因此，以铁路货运量增速来判断铁路集装箱甚至是特种箱的运输增量是不客观的。

我们预计未来五年，大宗货物重载化、丰富铁路货运产品、实现高附加值产品的快捷化运输将是未来铁路货运的发展方向，集装箱将是铁路货运的发展重点。铁路集装箱运输量基数小，规模效应明显，尤其是特种集装箱附加值较高，为了提高运输效率，扩大收益，集装箱业务将会比普通铁路货运获得更大的发展。

2、铁路货运价格上涨存强烈预期

目前，我国国家铁路货物统一运价平均为 10.31 分/吨公里。其中，运营价格平均为 7.01 分/吨公里，铁路建设基金为 3.3 分/吨公里。

长期以来，中国过分强调铁路的公益性，把铁路运价作为稳定全国物价的必要条件，在制定及调整运价时很少顾及市场的供求关系。这使得中国铁路的运价体系严重落后于市场经济的发展。按照现行的运价水平测算，铁路货运价格与公路货运价格比例达到了 1：10~1：15。而十年前，这一比例仅为 1：5~1：6，欧美发达国家的正常水平仅为 1：1~1：1.6。这种现状既不利于调动社会资金参与铁路建设，也不利于铁路系统的健康发展，线路改造、升级甚至连正常维护保养都成为难题。据了解，中国铁路近年来大规模发展，折旧、维修、材料等

费用不断上升，低廉的运价使铁路近年持续亏损。

图表 40 铁路货物运价率表(从 2011 年 4 月 1 日起执行)

办理类别	运价号	基价 1		基价 2	
		单位	标准	单位	标准
整车	1	元/吨	6.4	元/吨公里	0.037
	2	元/吨	7	元/吨公里	0.0444
	3	元/吨	8.7	元/吨公里	0.0498
	4	元/吨	10.8	元/吨公里	0.0553
	5	元/吨	11.7	元/吨公里	0.063
	6	元/吨	17.1	元/吨公里	0.0869
	7			元/轴公里	0.2876
	机械冷藏车	元/吨	12.9	元/吨公里	0.0875
零担	21	元/10 千克	0.126	元/10 千克公里	0.00062
	22	元/10 千克	0.176	元/10 千克公里	0.0009
集装箱	1 吨箱	元/箱	10.8	元/箱公里	0.0426
	20 英尺箱	元/箱	259	元/箱公里	1.208
	40 英尺箱	元/箱	438.6	元/箱公里	1.8904
运费计算办法：整车货物每吨运价=基价 1+基价 2×运价公里；					
零担货物每 10 千克运价=基价 1+基价 2×运价公里；					
集装箱货物每箱运价=基价 1+基价 2 x 运价公里					
铁路局权利：货运杂费、局内运输货物下浮 35%以内、空车回送方向顺路捎货下浮 20%以内					

资料来源：华创证券研究所

当然，我们也看到铁路货运的市场化运营水平和公路相比，还存在较大差距。一方面，铁路货运多年来一直定位于服务国有大中型企业的职能，复杂、繁琐的运输手续不利于吸引更多的中小货主需求；另一方面，铁路货运收费体系混乱，发送站收了运费，到达站还要收取装卸费、仓储费等名目繁多的杂费，再加上铁路服务落后一定程度上也制约了市场需求。铁路运输价廉但并不物美。

目前，铁道部改革蓄势待发。4 月 22 日，盛光祖部长在部内面向全体员工的讲话中明确提出：让铁路系统政企分开，扩大铁路运输企业经营自主权，自负盈亏将成为未来改革的趋势。据悉，目前铁道部正在考虑适当给地方路局放开定价权的问题。路局辖区内增开的列车可自行定价；路局之间可协商自行增开对列并定价。我们认为：铁路改革将会给整个铁路行业带来新的生机，开发更多的运输产品、提高服务质量、加大线路改造力度，运营体制以及管理效率得以大幅提升，市场化运作下的中国铁路必将开始运价管理体制的改革。

我们预计，铁路行业将逐渐形成多元化的运价体制以及和物价的联动机制。具体来说，就是放开运价管制，实行国家定价、政府指导价、浮动运价、区域运价、协议运价和优惠运价并存的多样性运价体系，从而增强铁路运输企业的竞争力，实现铁路的可持续发展。考虑到目前铁路系统债台高筑，资金紧张的局面，而另一方面运输市场依然呈现供不应求的态势，仅测算满足现有的市场需求，我们认为未来三年铁路货运至少有 50%的涨价空间。

3、基础厚、后劲足，特种箱业务将步入快速发展通道

上文中，我们已论述铁龙物流自引入特种箱业务以来，以每年超过 20%的增速迅速成长，其

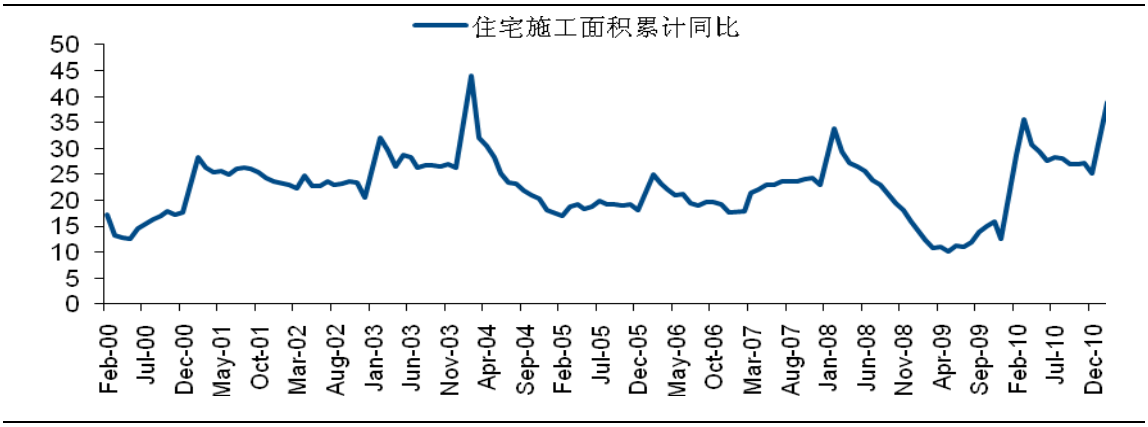
主要箱型木材箱和干散货箱已形成规模效应，毛利率约 40%，新箱型尚处于市场培育期，基本无盈利。展望未来，公司不仅在传统箱型上仍将保持稳健的增长势头，在新箱型业务拓展上也将有爆发式增长，实现可观盈利。

下面我们将分别论述各种箱型的终端市场需求前景，并对公司特种箱业务整体业绩增速做出预测。

1）木材箱

随着我国基建设施的发展及城市化进程的加快，对木材的需求将越来越大。目前，木材主要是应用于家具制造等行业。家具制造的需求和建筑地产业的发展有密切的相关性。据统计，2006-2010 年，我国建筑业新开工面积累计同比增长 10.19%，房屋新开工面积累计同比增长 15.95%，房屋施工面积累计同比增长 15.88%。未来虽然受国家调控政策影响，建筑地产业发展速度将放缓。但受保障房等项目带动，预期整个建筑地产业仍将持续较高景气度，这将是木材需求量的有力支撑。

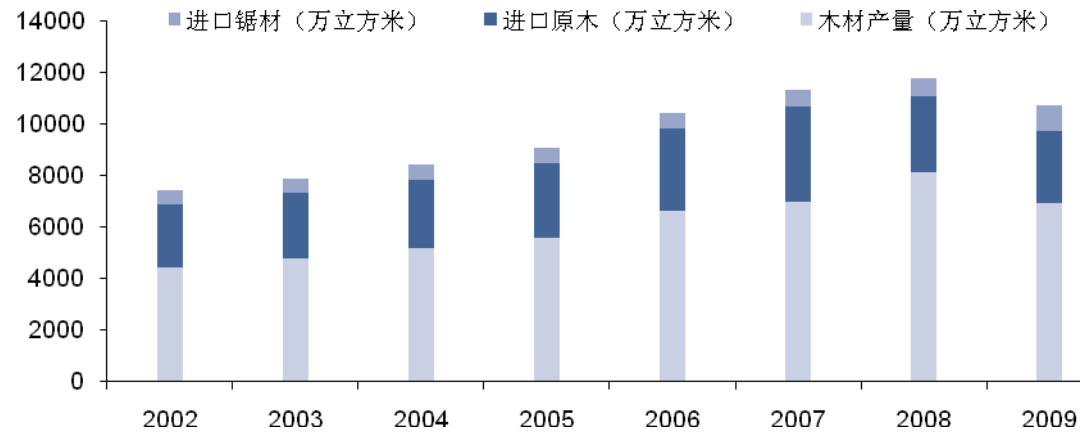
图表 41 我国住宅施工面积累计同比情况（2000-2010 年）



资料来源：wind,华创证券研究所

目前，我国的木材产量主要分布在以广西和云南为代表的西南省市、以福建为代表的东南省市及以黑龙江、吉林为代表的东北省市。就我国家具、建材等企业分布的特点来看，木材需求主要分布在珠三角、长三角等经济发达地区。主要供给地与需求地的不同，使得大量的木材需要通过海运和铁路运输。比较各种运输方式，公路运输不经济，海运受水域限制，铁路运输覆盖面广、经济性好，因此成为重要的木材运输方式。铁龙物流的木材箱就是主要用于东北及俄罗斯进口木材的外运。

图表 42 我国木材产量及进口情况（2002-2009 年）

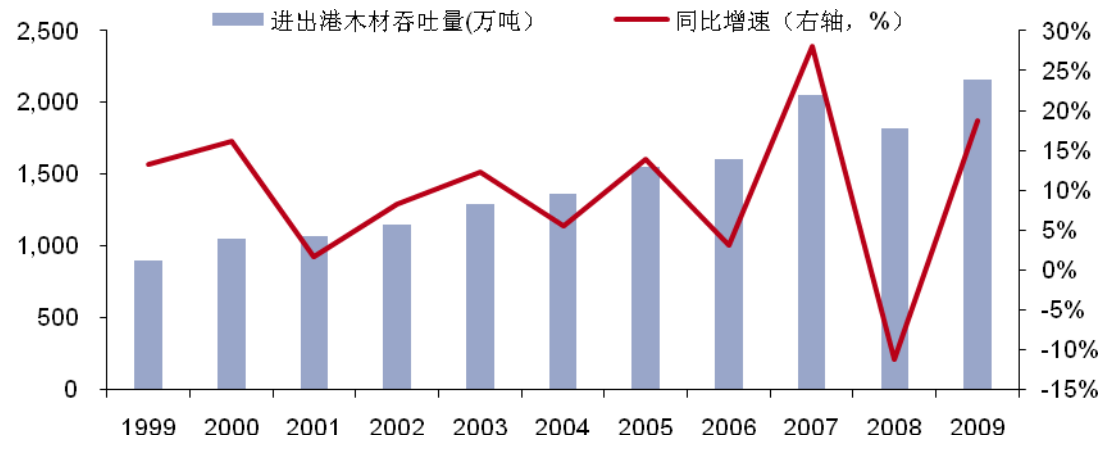


（备注：09 年受金融危机和俄罗斯原木出口关税上调影响，木材量下滑，2010 年迅速恢复）

资料来源：wind,华创证券研究所

长期来看，若国内经济能够保持平稳发展，国外出口关税不发生大变化，则公司的木材箱业务将呈现平稳较快增长态势。数据统计，我国进出港木材吞吐量在 1999 年到 2009 年期间的平均增速为 9.95%，不考虑 2008 年经济危机影响，平均增速为 12.07%。考虑到铁路改革后，以铁路运输木材的比例会增大，再加上线下物流的发展，我们预计未来三年公司木材箱业务的年复合增长率可达 30%。

图表 43 我国进出港木材吞吐量及同比情况（1999-2009 年）



资料来源：wind,华创证券研究所

2）干散货箱

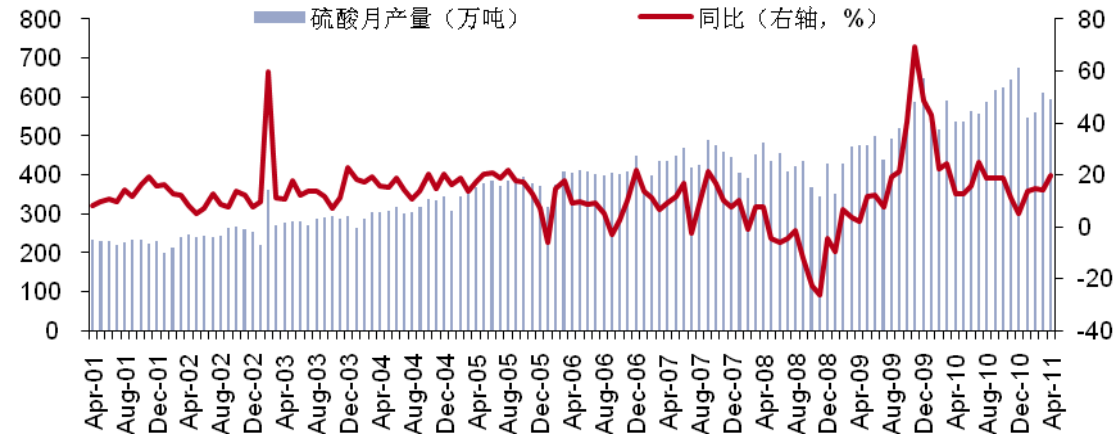
干散货箱应用范围较为广泛，既适用于普通干货、矿砂、焦炭等物质的运输，同时也承担硫磺、氧化铝、粮食、金属制品、建筑陶瓷、机械零配件等散装堆装货物的运输。铁龙物流的干散货箱运输物质以硫磺、磷为主，氧化铝、铁矿石及粮食的运输为辅。

硫磺、磷肥运输需求

根据国际硫研究所发布的数据，世界范围内硫磺主要应用于农用磷肥和有色金属选矿等产业，肥料用硫大约占到总需求量的 54%，金属选矿占 46%。我国是世界上最大的硫磺进口国和消费国，最近两年硫磺进口量占到世界硫磺贸易总量的 40%以上，同时我国也是世界上最

大的磷肥生产国。受终端市场旺盛影响，近年来硫磺需求持续增长。

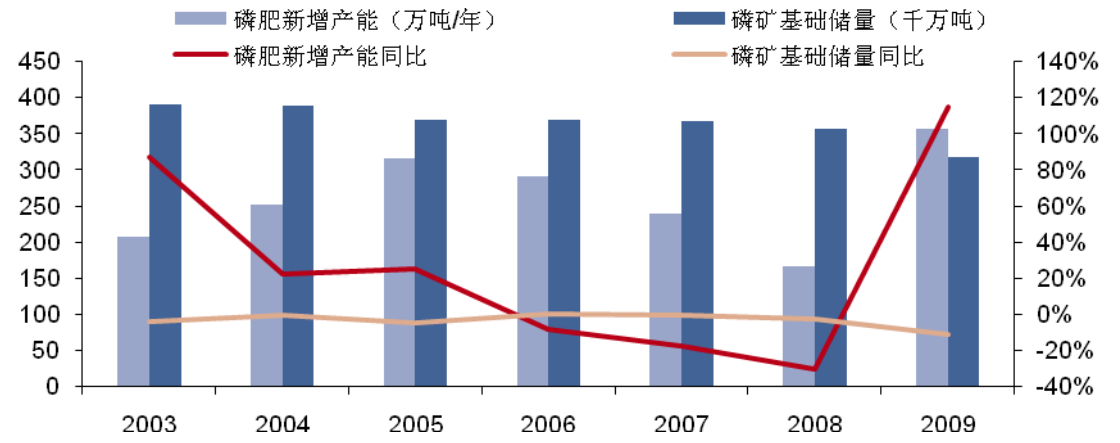
图表 44 我国硫酸月产量及同比情况（2001.4-2011.4）



备注：制酸硫磺占硫磺总需求量的 90%。

资料来源：wind,华创证券研究所

图表 45 我国磷肥新增产能与磷矿基础储量及同比情况比较（2003-2009 年）



资料来源：wind,华创证券研究所

在我国，用硫生产磷肥和金属选矿的需求主要集中在西南部地区。西南地区多山、少水路，公路和水路运输受到一定限制，铁路便成为西南硫磺和磷的主选方式。另一方面，硫磺具有腐蚀性，并会对其他货物产生污染，因此世界各国都建议积极推广专门的集装箱运输。

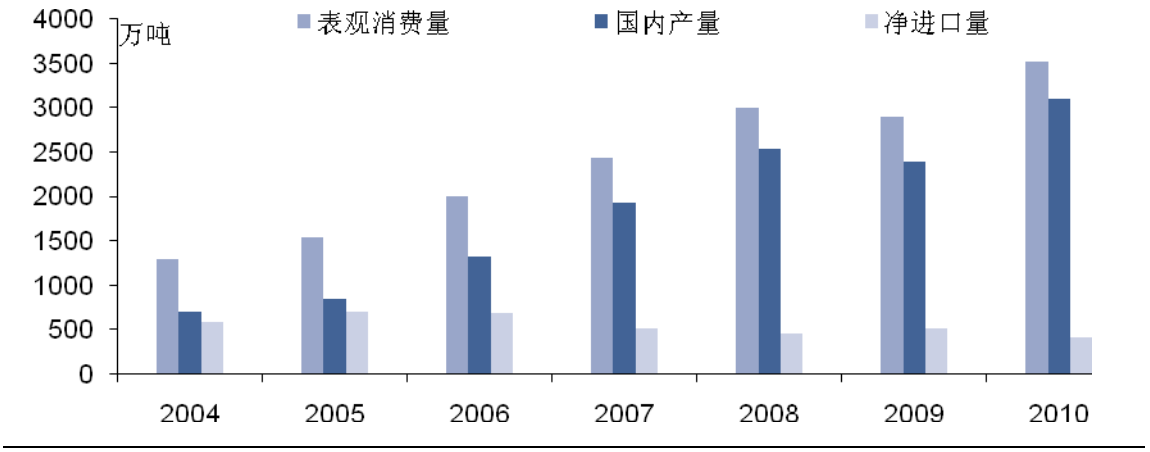
据 IFA 统计，目前中国硫磺总需求量约 2400 万吨。未来几年，化肥市场产能过剩将放缓需求，有色金属矿淋洗用酸增速将快于化肥用硫磺增速，综合考虑我们给予该市场需求 10%左右的年复合增长率。反观铁路特种箱运输能力，我们估算目前每年通过铁龙物流运输的硫磺量约 100 万吨，在整个硫磺运输总需求中的比重非常低。考虑到铁路运硫、磷的独特优势，我们认为未来该块市场的增长潜力巨大。

氧化铝运输需求

近年来，受建筑、交通运输等行业需求大幅提升，中国铝消费近年来迅猛增长。从 2002 年-2010 年，中国原铝消费从 410 万吨增长到 1600 万吨，年复合增长率达到 20%。

作为电解铝的原料，我国氧化铝的供应非常紧张，每年都存在供需缺口。以 2010 年为例，我国氧化铝的表观消费量为 3518 万吨，而国内同期产量只有 3103 万吨，净进口量达 415 万吨。

图表 46 我国氧化铝销量及产量情况（2004-2010 年）



资料来源：wind，华创证券研究所

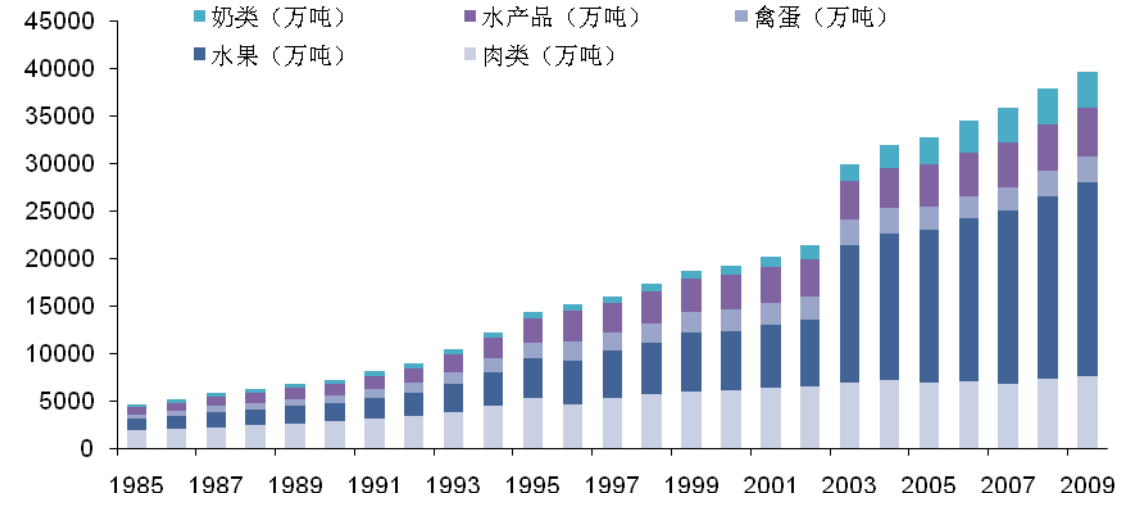
我国的电解铝企业主要集中在中、西部地区，而需求地遍布全国。由于铁路陇海线覆盖了中西部的绝大部分省市，因此铁路是一种比公路更经济并且可行的运输方式。

干散货运输种类繁多，此处我们仅分析了主要的干散货箱运输物质的市场需求前景以及用铁路运输的优势和可行性。我们认为公司未来的干散货箱业务仍将有大幅增长。但是干散货箱是特种集装箱中最具普适性的箱型，其受公路货运以及铁路普通货运的可替代性强，这也是值得我们关注的问题。两方面考虑，我们给予干散货箱业绩未来三年复合增长率 20%的判断。

3）冷藏箱

随着经济发展和人民生活水平提高，速冻食品和医药等行业的快速发展为冷链物流带来新的发展契机。近十几年来，我国冷冻调制食品、畜肉、家禽和果蔬等冷冻食品年消费总量和人均消费量都迅速增加，对冷链运输提出了巨大需求。

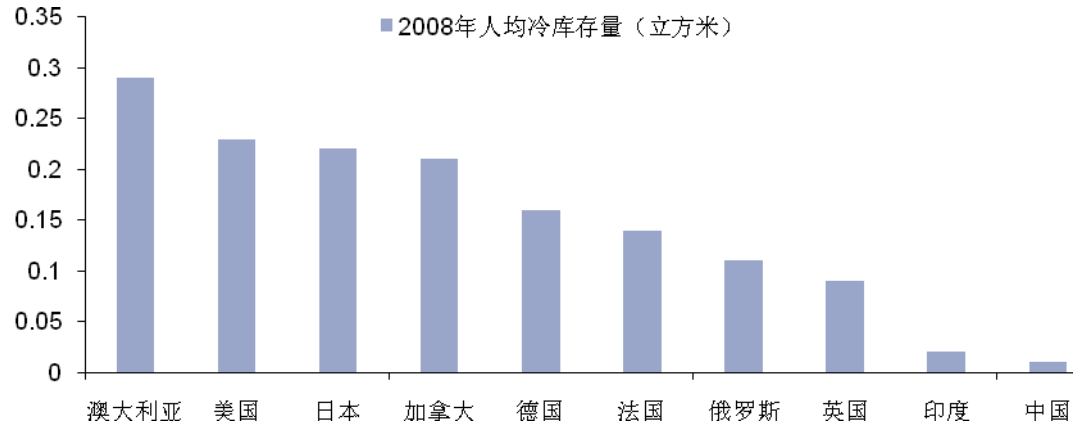
图表 47 我国居民消费主要农产品产量逐年增加（1985-2009 年）



资料来源：wind，华创证券研究所

根据中国供应链协会 2007 年估计，在运输易腐蚀食品的车辆中，仅有 10%配备了冷藏或冷冻设备。而在发达国家，这个比例通常接近 90%。制约我国冷链发展的主要因素是基础设施落后，冷藏运输运力不足，无法覆盖到广泛的市场需求。

图表 48 2008 年世界主要国家人均库存量（立方米）



资料来源：华创证券研究所

我国目前的冷藏运输工具主要有公路冷藏车、铁路冷藏车、冷藏集装箱等。公路冷藏车适用于短途运输，中长途运输成本较高；铁路冷藏车运力大，但货物需要经过多次装卸，会影响冷藏质量，并增加预冷成本；冷藏集装箱适合多种运输方式，可通过多式联运实现门到门的运输，经济性好，运量大。

图表 49 各种冷藏运输工具特点比较

载运工具	运输特点
公路冷藏车	①使用灵活，能实现“门到门”运输；②投资规模小，成果显现快；③快速，便捷性强；④可控性强，易追踪；⑤不适用于长途运输，成本高
铁路机冷车	①制冷速度快；②温度调节范围大，车内温度分布均匀；③适应性强，制冷、加热等能自动化；④一次运输量大；⑤现有设备落后，运输时间长，受制于铁路调度系统，质量不能得到高效保证
冷藏集装箱	①适用于多种运输工具联运；②可从产地到销售点实现直达运输；③装卸效率高，装卸灵活；④可保持货物温度稳定，损耗低；⑤受制于铁路运力，效率不能得到保证

资料来源：华创证券研究所

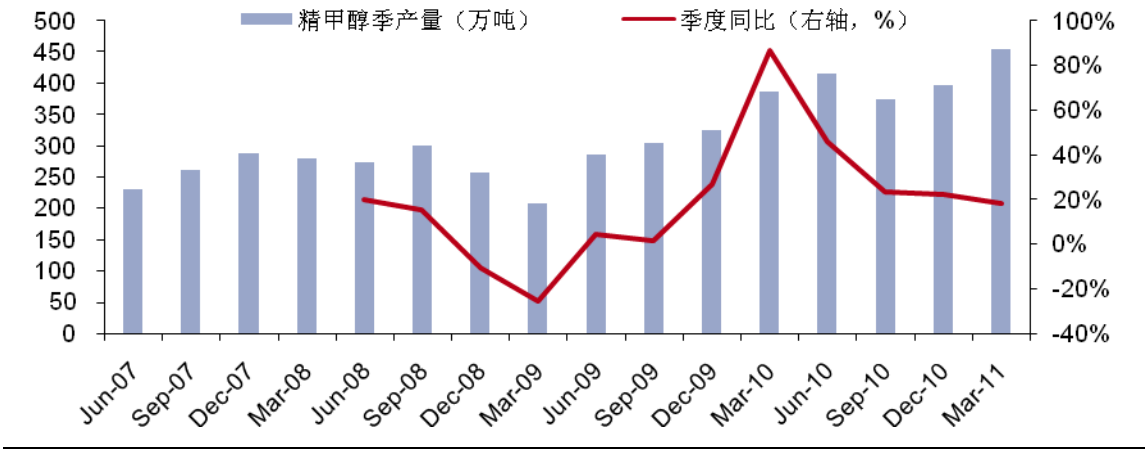
冷链物流市场前景极其广阔，但是受制于铁路运力不足，时效性不能得到有效保障，以及铁路运营机制落后，近年来不断的被公路抢占市场，铁路冷链物流只占到市场的 5%。公司 09 年底投入 100 只冷藏箱，开始试运营冷链运输业务。集装箱添加了 GPS 全程监控功能，且收费不高于公路。虽然试运营阶段的业绩还无法立即体现，但考虑到巨大的市场需求，我们强烈看好冷藏箱的未来发展潜力。预计 2012 年可渡过市场培育期，2013 年将进入批量投产期，业绩迎来爆发式增长。

4）化工箱

公司目前有化工箱 300 只，主要用于包括丁二醇、酒精、甲醇、乳胶、双氧水等危险或低危化工品运输。随着经济建设和工业生产不断发展，化工等危险品的需求将日益增加，仅以精甲醇为例，2010 年全年产量为 1575 万吨，同比增长 40%。据相关统计，目前我国每年道路

运输危险货物在 2 亿吨左右。相比之下，铁路危险品货运尚处于发展初期。

图表 50 我国精甲醇产量及同比情况（2007-2011）



资料来源：wind，华创证券研究所

由于危险品运输投资大、危险性高，加上监管严格，在所有货物运输中一直门槛较高。从理论上讲，铁路危险品运输相比较公路运输有诸多无可比拟的优势，比如设备先进、单次载运量大、安全性高、经济性好，铁路危险品运输本应该有非常大的市场占比和毛利率优势。但事实上是，目前我国危险品主要仍是通过公路运输。铁路化工箱受制于铁路特种箱运输效率不高，迟迟发展不起来。

我们认为， 制约化工箱发展的主要问题可以期待在铁路改革陆续推进后得以逐步解决。化工箱相比较冷藏箱技术要求低，更具备迅速发展的可能性。再加上市场潜在需求极其巨大，我们预计化工箱很可能是未来几年增长最为迅速的箱型，业绩贡献值得期待。

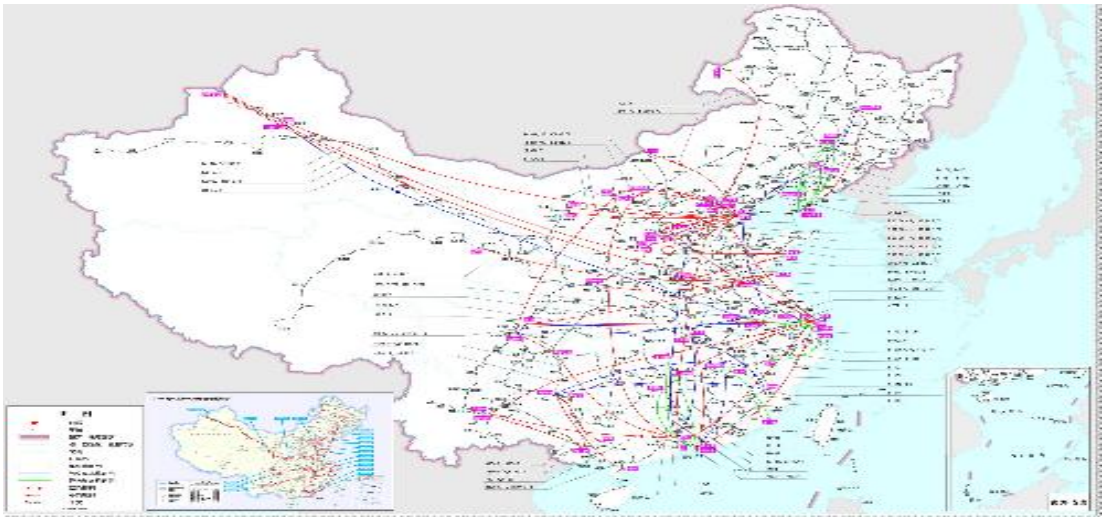
由于公司箱型种类较多，以上我们只选取了其中一些重点箱型进行分析。总体上，我们认为特种集装箱业务将是公司未来最具增长潜力的业务。尤其是 18 个集装箱中心站和 40 个专办站建成之后，全国集装箱运输网络正式形成，集装箱班列量将会大大增加。目前中铁集运在全国范围内共开行了 90 条集装箱班列。预计集装箱铁路运输网络形成后，网络效应将带动集装箱班列上限至少增长 5 倍，至 450 条。集装箱化率由目前的 2.5%提升到 10%，特箱周转率由目前的 12%-13%提升至 15%以上。

图表 51 在建及规划中集装箱中心站网点（2007-2011）

注：已经建成的包括昆明、上海、重庆、成都、郑州、大连、青岛、武汉、西安；规划中的包括天津、哈尔滨、宁波、北京、兰州、乌鲁木齐、广州、深圳、沈阳

资料来源：中铁联集，华创证券研究所

图表 52 中铁集装箱班列示意图



资料来源：中铁集装箱，华创证券研究所

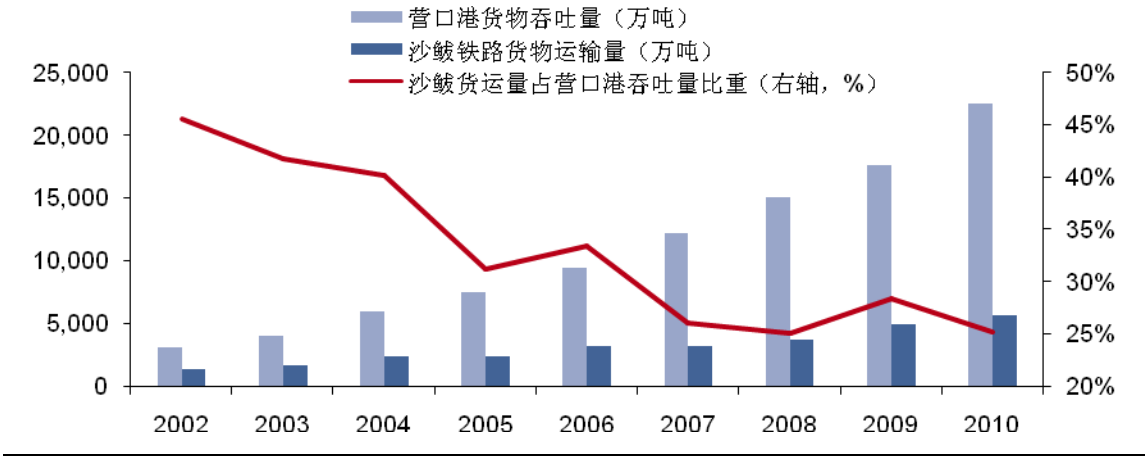
考虑到集装箱中心站的完工时间、高铁建成释放传统铁路运力的时间点，以及特种箱的市场需求、业务市场化运作的成熟度等诸多因素，我们预计 2011 年和 2012 年是特种箱业务爆发前的培育期，2013 年将是特箱业务爆发式增长的元年。未来三年特种箱业务的业绩增速分别为 30%、30%和 70%，对应贡献 EPS 分别为：0.19 元、0.25 元和 0.43 元。

4、沙鲅铁路扩能将是长期趋势，二期工程不是终点

近年来营口港、鞍钢新厂、华能电厂等鲅鱼圈内的企业运输需求迅猛增长，沙鲅铁路的运力显得越发紧张。我们看到从 2000 年以来，沙鲅铁路的货物运输量增速明显低于营口港货物吞吐量增速，已经严重影响了周边企业的运输效率。据了解，截止到 2010 年，鲅鱼圈内企业通过沙鲅铁路运输的货物总量仅占这些企业货运总到发量的不到 30%，其余的 70%多不得

不通过成本更加高昂的公路来运输。

图表 53 营口港货物吞吐量与沙鲅铁路货运运输量情况（2002-2010 年）



资料来源：wind，公司资料，华创证券研究所

目前，铁龙物流正在针对沙鲅铁路做二期改造扩能工程。项目正处于铁道部立项审批阶段，预计工程 2011 年下半年将开工，2012 年中可完工投产。完工后预计综合能力将达到 8000 万吨/年，运力比现在提升 60%。基于运输需求旺盛的市场背景，我们认为，二期工程完工投产后当年年底，也就是 2012 年产能就有望达到饱和。

图表 54 铁路车站到发、编解作业

资料来源：华创证券研究所

正因为有沙鲅铁路的产能瓶颈，市场上很多投资者认为公司受哈大铁路运能限制以及车站到发编解能力限制，二期产能扩张后难以再实现大幅度的产能增长，应该降低对铁龙物流该业务的估值。而我们要强烈指出的是：沙鲅铁路的产能扩张将是长期趋势，二期工程绝对不是终点。长期看，沙鲅铁路的货运量增长速度将与鲅鱼圈内企业货物运输需求增长速度趋同。据此我们推测，沙鲅铁路货运量在未来五年的复合增长率将超过 20%。

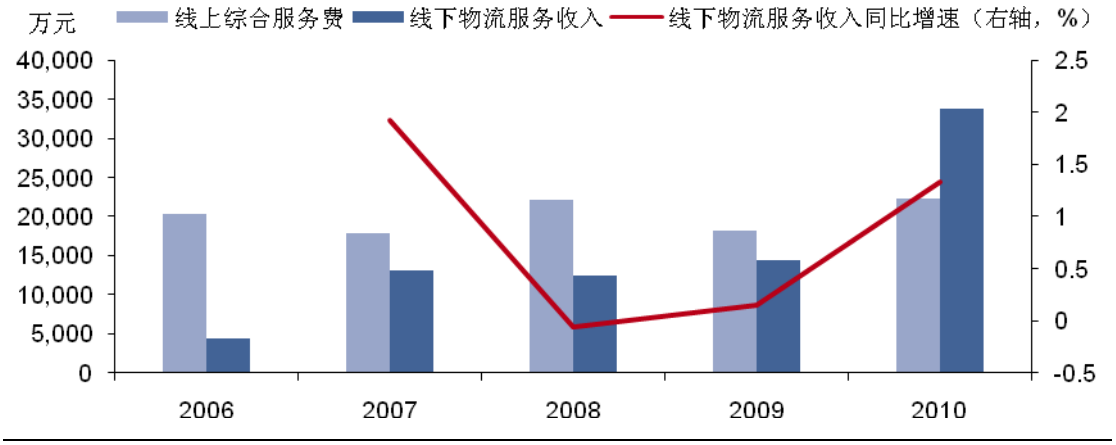
以上观点的主要理由是：一、需求面，整个鲅鱼圈有强大的尚未满足的并且还在不断增长的市场需求，这将是铁路货运及临港物流业务增长最根本的动力；二、供给面，哈大高铁将于 2011 年年底通车。届时很多客运需求将转移到高铁上，传统哈大铁路线上客货混跑、效率低下、运力紧张的局面将会明显缓解，沙鲅铁路货运的时刻供给将会增加。这一点武广高铁

已经起到了很好的示范效果；三、车站承接业务能力将会逐步提高。目前，制约该业务增长的最大瓶颈在于车站的到发、编解能力不足，到发线路不够。而这一点是完全可以通过到发线路扩容、增加调度车、提高运输生产效率来逐步解决的。

5、广阔的线下物流成长空间让铁龙物流如虎添翼

铁路线下物流是指铁路运输中除去在铁轨上运输以外的所有物流过程。比如说铁龙物流针对客户制定全程物流方案，进行门到门服务，实行包括货物接取、装卸、仓储、包装、加工、配送、信息服务等流程在内的一站式服务等，这些都属于线下物流的范畴。因此线下物流收入可以视为是集装箱运输总收入减去线上的集装箱使用费的余额。

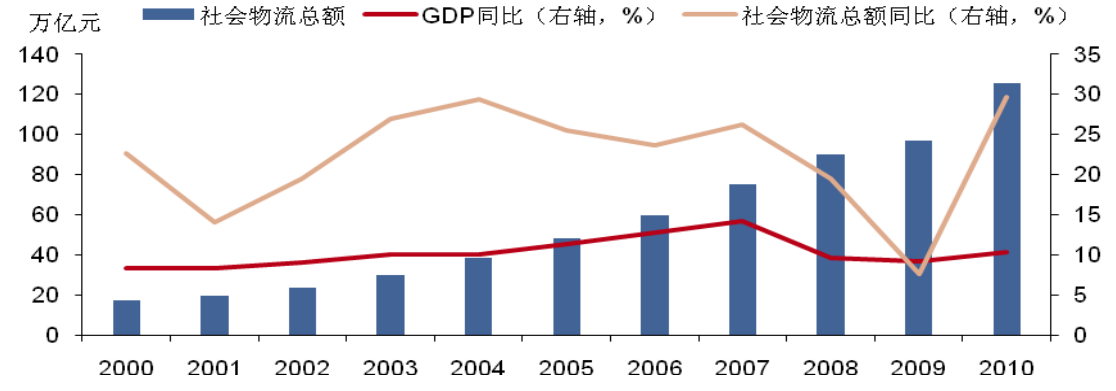
图表 55 公司特种箱线下物流收入占比逐年增长



资料来源：公司资料，华创证券研究所

近年来我国物流行业发展迅速，物流行业的发展已成为推动国民经济高效、低耗发展必不可少的因素。据统计，从 2006 年以来，中国物流总额年均增长率达到了 21.3%，大大高于 GDP 增速。铁龙物流在这样的市场背景之下线下物流收入迅猛增长。从 2006 年公司有特种箱业务以来，线下物流收入 5 年增长超过 7 倍。尤其是 2010 年，线下物流收入首度超过线上收入，达到了 3.4 亿元。具体到箱型，目前传统的干散货箱和木材箱线下物流业务已初具规模，毛利率超过 50%；对于近年新投入的化工箱、冷藏箱等箱型已针对不同客户，全部采用个性化的综合物流解决方案。预期产品培育期过后，待市场成熟，将会实现可观的毛利率。

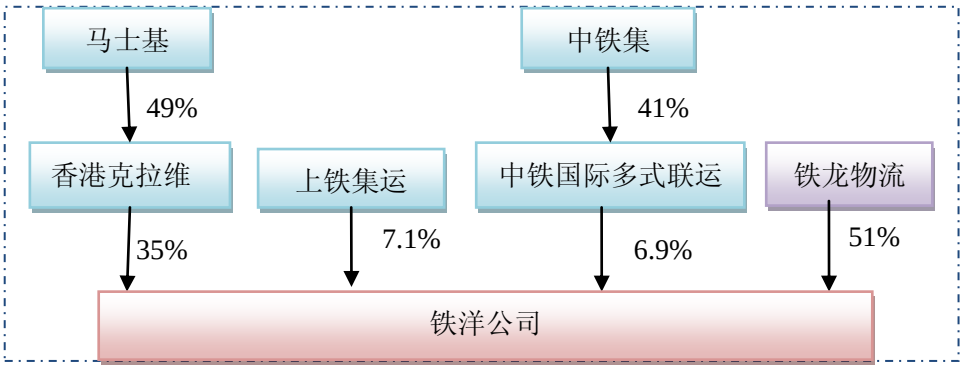
图表 56 社会物流总额增速与 GDP 增速比较



资料来源：Wind，华创证券研究所

今年一季度，公司陆续收购、增资上海铁洋和瑞富行，并取得两家公司的控股权，公司意欲全面发展特种箱线下物流业务的意图已经非常明显。上海铁洋是香港克拉维、上海铁路局和中铁国际多式联运控股的合资企业，主营业务为国际船代、货代及道路集装箱业务，在国内设有 13 家分公司和两个办事处；瑞富行是国内最有影响力的进口食品代理商之一，在北京、天津、大连、沈阳、南京、杭州、成都、乌鲁木齐、青岛等三十个大、中城市拥有经销网络，具有丰富的食品配送、物流经验。

图表 57 收购完成后铁洋公司的股权结构



资料来源：公司公告，华创证券研究所

图表 58 瑞富行国内经销网络

注：带有红色标志的地区都拥有专业水平较高、经营业绩出色的代理商和经销商

资料来源：公司资料，华创证券研究所

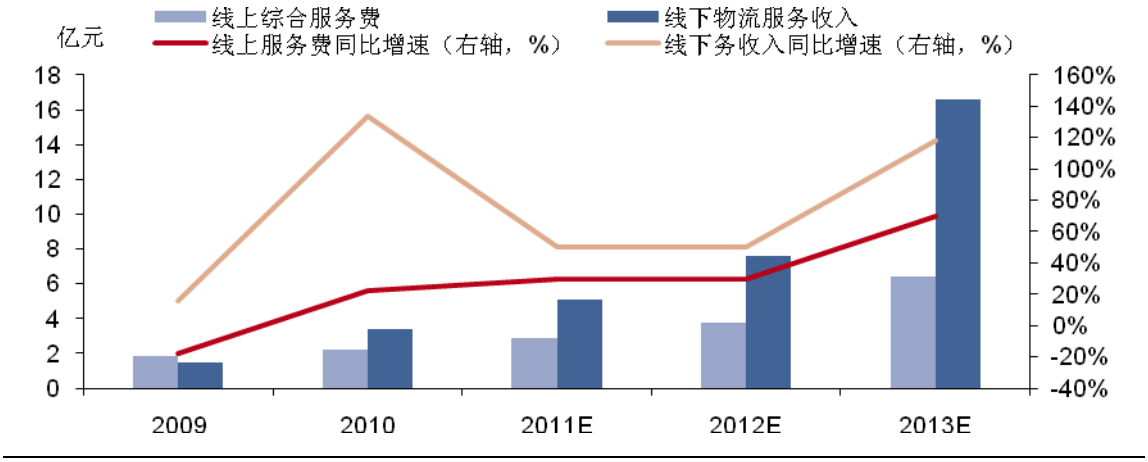
铁龙物流通过这两次收购可以充分利用他们既有的已经成熟的物流网络、人员以及管理经验，快速推进公司特种集装箱业务的经营模式向全程物流转变，给公司的线下物流业务创造了更加广阔的发展空间。伴随着铁路改革的推进、运营效率的提升，铁龙物流通过市场化方式自主运作线下物流业务的能力也将更加成熟。

铁道部部长近期讲话中已明确表示，线下物流与铁路线上运输的有机结合将是未来中国铁路的发展方向。除传统线下业务外，还可拓展广告、票务、旅游、酒店等多种经营，开发城市轨道、地方铁路运营和设备检修业务。政府的支持将更加促进铁路运输线下物流的发展。

我们认为，线上、线下业务两者相辅相成，所产生的效益绝不仅仅是 1+1=2 的问题。而对于铁路集装箱运输，尤其是代表先进运输方式的特种集装箱运输相比较传统铁路货运产出效率高，目标客户群更专业、市场化，预计将会被铁道部优先试点，给予优惠政策，扶持线下物

流业务的推进。如果将线下物流收入单独从特种箱运营收入中拆分出来，我们预计 2011-2013 年，线下收入增速将分别达到 50%、50%和 118%。

图表 59 集装箱业务线上综合服务费和线下物流服务收入对比（2009-2013 年）



资料来源：华创证券研究所

五、投资建议与盈利预测

根据上文分析，我们认为未来数年，大宗货物重载化、丰富铁路货运产品、实现高附加值产品的快捷化运输将是未来铁路货运的主要发展方向。铁路特种集装箱由于运输附加值高、运输量基数小，规模效应明显等诸多优势，将会比普通铁路货运获得更大的发展；沙鲅铁路业务将长期受益于整个鲅鱼圈强大的尚未满足的并且还在不断增长的市场需求。哈大高铁开通、车站到发、编解能力提高，将进一步释放运力供给，已达到逐渐与市场需求匹配。再加上中铁集资产注入预期强烈，我们非常看好公司的长期发展前景。

“新兴市场教父”马克 默比乌斯说，要时刻关注曾经处于重度管制之下，而今却已解除管制的行业。铁路就是一个即将解除管制、百废待新的行业。而铁龙物流的垄断性和唯一性必将令其发展在未来的数年内充满无限可能。

业绩预测核心假设：

1、**改革进度：**铁路改革持续推进，预期2013年将有较深层次的体制变革。

2、**运能：**未来5年铁路电气化里程将新增4万公里，电气化率提高60%，将带动铁路总运能提升约10%；复线里程将新增3.1万公里，不考虑铁路复线调度能力问题，复线化率提高50%，带动铁路总运能提升至少20%。集装箱铁路运输网络形成后，集装箱化率由目前的2.5%提升到10%，特箱周转率由目前的12%-13%提升至15%以上。

3、**运价：**铁路行业将逐渐形成多元化的运价体制以及和物价的联动机制，未来三年铁路货运至少有50%的涨价空间。

4、**特种箱业务规模：**未来三年公司木材箱业务的年复合增长率30%；干散货箱业务年复合增长率20%；强烈看好化工箱和冷藏箱的发展潜力，预计2012年可渡过市场培育期，2013年将进入批量投产期，业绩迎来爆发式增长。线下业务将成为重要的利润增长点。

5、**沙鲅铁路业务规模：**铁路货运量未来5年复合增长率超过20%，产能扩张将是长期趋势。

6、 **其他业务：** 将逐步退出铁路客运业务，房地产不属于未来重点发展方向。出于社会责任，其他业务维持盈亏平衡即可。

图表 60：公司各业务板块 EPS 贡献估算表（单位：元）

各业务板块 EPS 贡献	2011 年	2012 年	2013 年
其中：铁路特种集装箱业务	0.15	0.19	0.33
铁路货运及临港物流	0.20	0.27	0.37
铁路客运业务	0.05	0.05	0.05
房地产业务	0.07	0.11	0.08
合计：	**0.46**	**0.62**	**0.83**

资料来源：华创证券研究所

我们预测 2011 年—2013 年铁龙物流 EPS 分别为 0.46 元、0.62 元、0.83 元。截至 2011 年 5 月 23 日，公司股价 11.21 元，动态市盈率 24.37 倍、18.08 倍、13.51 倍，估值已处于历史低位。目前 A 股物流上市公司 2011 年动态市盈率均值在 28 倍左右，铁龙物流相对被低估。我们认为：以铁龙物流的垄断优势以及未来受益铁道部改革所具备的广阔发展空间，应当给予一定溢价，而目前市场给出的估值水平属于严重低估公司价值，给予“推荐”评级。

六、风险提示：铁路改革进度低预期、公司特种箱供给低预期

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1953	2541	3413	4472
现金	538	1702	2475	3408
应收账款	79	87	76	81
其它应收款	56	24	31	37
预付账款	50	30	36	39
存货	1224	689	787	900
其他	6	8	8	7
非流动资产	1548	1376	1229	1079
长期投资	51	56	55	54
固定资产	1369	1201	1055	900
无形资产	59	61	61	63
其他	69	58	59	62
资产总计	3501	3916	4642	5551
流动负债	190	80	61	-42
短期借款	0	13	4	6
应付账款	72	62	66	67
其他	117	5	-10	-115
非流动负债	121	38	46	48
长期借款	0	-20	-27	-36
其他	121	58	73	84
负债合计	310	118	107	6
少数股东权益	3	3	4	5
股本	1004	1306	1306	1306
资本公积金	469	168	168	168
留存收益	1715	2322	3058	4067
归属母公司股东权益	3188	3795	4531	5540
负债和股东权益	3501	3916	4642	5551

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	96	1131	797	934
净利润	477	608	811	1086
折旧摊销	163	157	157	158
财务费用	-7	-32	-61	-86
投资损失	-6	-6	-6	-6
营运资金变动	-551	453	-111	-230
其它	20	-48	6	12
投资活动现金流	-438	7	4	-2
资本支出	155	5	-3	1
长期投资	0	-10	1	2
其他	-284	2	3	1
筹资活动现金流	-60	26	-29	1
短期借款	0	13	-9	1
长期借款	0	-20	-7	-9
普通股增加	0	301	0	0
资本公积增加	10	-301	0	0
其他	-70	33	-14	9
现金净增加额	-402	1165	772	933

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2186	2859	3622	4108
营业成本	1441	1887	2354	2465
营业税金及附加	71	86	109	123
营业费用	21	29	36	41
管理费用	61	91	116	131
财务费用	-7	-32	-61	-86
资产减值损失	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	6	6	6	6
营业利润	601	804	1073	1439
营业外收入	16	16	19	21
营业外支出	18	10	11	12
利润总额	599	810	1082	1448
所得税	123	203	270	362
净利润	477	608	811	1086
少数股东损益	0	1	1	1
归属母公司净利润	476	607	810	1085
EBITDA	757	929	1170	1511
EPS（元）	0.47	0.46	0.62	0.83

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	39.5%	30.8%	26.7%	13.4%
营业利润	26.8%	33.7%	33.4%	34.1%
归属母公司净利润	28.2%	27.4%	33.5%	33.9%
获利能力				
毛利率	34.1%	34.0%	35.0%	40.0%
净利率	21.8%	21.2%	22.4%	26.4%
ROE	14.9%	16.0%	17.9%	19.6%
ROIC	17.6%	28.1%	37.4%	48.1%
偿债能力				
资产负债率	8.9%	3.0%	2.3%	0.1%
净负债比率	0.00%	-5.65%	-20.83%	-477.45%
流动比率	10.30	31.77	56.12	-106.64
速动比率	3.84	23.15	43.18	-85.17
营运能力				
总资产周转率	0.67	0.77	0.85	0.81
应收帐款周转率	31	34	44	52
应付帐款周转率	21.04	28.09	36.72	37.01
每股指标(元)				
每股收益	0.36	0.46	0.62	0.83
每股经营现金	0.07	0.87	0.61	0.72
每股净资产	2.44	2.91	3.47	4.24
估值比率				
P/E	24.92	25.42	19.04	14.22
P/B	3.72	4.07	3.41	2.79
EV/EBITDA	20	16	13	10

资料来源：公司报表、华创证券

华创行业公司投资评级体系（基准指数沪深 300）

公司投资评级说明：

- 强推：预期未来 6个月内超越基准指数20%以上；
- 推荐：预期未来 6个月内超越基准指数10%－20%；
- 中性：预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%－10%之间；
- 回避：预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%－20%之间。

行业投资评级说明：

- 推荐：预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上；
- 中性：预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%；
- 回避：预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层
邮编：100036
传真：010-59370801