

体制改革与运能释放带来的新机遇

——铁龙物流调研纪要

报告关键点:

- 运能释放为铁路集装箱发展带来机遇;
- 市场化更加需要专业化公司,改革将为公司与铁路局带来双赢;
- 全程物流服务提升公司竞争力与盈利能力。

报告摘要:

- 运能释放为铁路集装箱发展奠定了基础。**在“十一五”期间,铁路集装箱发展低于预期,其中运能瓶颈是重要原因之一,我国铁路运输客运优先于货运,而货运中又优先运输煤炭、石油、粮食等大宗物资,集装箱运输排序靠后,我国铁路运力长期紧张,必然会影响铁路集装箱运输的时效性,而铁路集装箱属于高端货源对时效性以及服务质量要求比较高,所以铁路集装箱竞争力不强。随着2012年大规模高铁通车后,既有线运能将会释放,为铁路集装箱的发展奠定了基础。
- 铁路体制改革将释放铁路行业生产力。**随着近年来铁路行业大发展,铁路体制改革滞后带来各种问题逐步显现,先进生产力的发展必然推动体制改革。体制改革将为铁路行业注入新活力,预期铁路改革短期内主要是在现有框架下增强铁路局的市场主体地位;2012年政府换届之后,政企分开和深度市场化改革将取得实质性进展。
- 大力发展全程物流模式提升盈利能力,积极开拓新市场做大规模。**2010年公司线下业务收入大幅增长,已经超过线上业务收入规模。公司跟客户报的是门对门运输的服务价格,其中是包括了铁路运输费用、集装箱使用费、线下业务收入等,公司收入为报价扣除铁路运价部分,主要包括集装箱使用费和线下业务收入,线下业务发展提升特种箱业务的竞争力与盈利水平。同时,近年来公司开发了冷藏箱、化工箱等新箱型,后期还会拓展新市场做大特种箱规模。
- 沙鲛线二期改造和房地产业务将锦上添花。**沙鲛线二期改造主要是到发线改造,可行性研究已经结束,预计下半年开工,预计2012年能完工。改造完成后,运能将达到8500万吨,改造完成后运量有近50%的提升空间。连海金源项目已于7月10日开盘,建筑面积10.9万平方米,预计均价1万左右,可实现销售收入10.9亿元,按照净利润率25%计算,贡献净利润约2.5-3亿元,贡献EPS0.2元以上,具体对当年利润影响主要看销售和收入确认节奏。
- 维持公司“增持-A”的投资评级。**预计公司2011-2013年每股收益为0.45元、0.54元、0.65元,当前股价对应动态市盈率分别为23.2倍、19.4倍、16.0倍,估值已经处于合理水平,随着铁路体制改革、运能释放、铁路集装箱中心站建设等基本面对持续改善,铁路集装箱运输有望持续快速增长,另外铁龙物流作为铁道部当前唯一的铁路集装箱上市平台未来存在整合存量资产的可能,因此我们维持公司“增持-A”的投资评级。
- 风险提示:**运能释放低于预期;体制改革进度与深度低于预期。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,566.9	2,185.5	2,756.7	3,256.5	3,958.2
Growth(%)	2.9%	39.5%	26.1%	18.1%	21.5%
净利润	348.8	476.4	590.3	708.3	854.7
Growth(%)	18.4%	36.6%	23.9%	20.0%	20.7%
毛利率(%)	37.6%	34.1%	33.1%	33.9%	34.9%
净利润率(%)	22.3%	21.8%	21.4%	21.8%	21.6%
每股收益(元)	0.27	0.36	0.45	0.54	0.65
每股净资产(元)	2.10	2.44	3.08	3.55	4.13
市盈率	39.3	28.8	23.2	19.4	16.0
市净率	5.0	4.3	3.4	3.0	2.5

敬请阅读本报告正文后各项声明

评级:

增持-A

上次评级: 增持-A

目标价格:

15.00 元

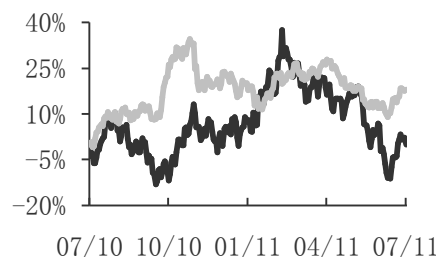
期限: 12 个月 上次预测: 15.00 元

现价(2011 年 07 月 12 日): 10.82 元

报告日期: 2011-07-12

总市值(百万元)	13,707.98
流通市值(百万元)	10,867.17
总股本(百万股)	1,305.52
流通股本(百万股)	1,034.97
12 个月最低/最高	9.16/18.80 元
十大流通股东(%)	23.01%
股东户数	69,590

12 个月股价表现



铁龙物流 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(10.88)	(10.70)	(17.49)
绝对收益	(5.91)	(17.98)	(0.03)

汪立

010-66581690
执业证书编号

吴莉

010-66581623
执业证书编号

行业分析师

wangli1@essence.com.cn
S1450511050002

高级行业分析师

wuli@essence.com.cn
S1450511020019

前期研究成果

铁龙物流: 铁路业务和地产业务快速增长	2010-08-31
一季度业绩超预期	2010-04-23
铁龙物流: 持续的成长性值得期待	2010-03-19

1. 铁路行业改革及对公司的影响

(1) 铁路改革主要是政企分开，铁路局考核将更加注重效益

铁道部改革思路和想比较多，市场关注比较多，从目前来看实际上没有市场预期那么剧烈，刘志军干了将近6年，在主辅分离上面还是做了不少工作，铁路从付在位的时候就开始改革，当时提网运分流、客货分离等。

铁路局成本很难清算出来，目前体系下很难有明确，从本质上来看还是半计划经济的模式（安信思考：是不是由于当前铁路局与铁道部产权与职责不够明晰，资产边界不够清晰，导致成本拆分难度加大）。

目前铁道部改革主要就是政企分开，政府职能剥离出来，未来铁道部和民航局职能类似。首先是确立铁路局的主体地位，以前考核铁路局指标不是收入和利润，而是以完成多少发送量为重要指标，目前已经开始关注营业收入和利润，未来铁道部将让铁路局更多参与市场。

(2) 改革的路径

铁路局目前是法人，但是没有真正法人地位。中国资源分配不均衡，如果划分成18个公司，会造成差距太大，各个路局盈利能力差距将很大。调度指挥也是很大的问题，铁路运行图编制必须服从干线长距离运输优先的原则。西部地区运出资源需要空车调入，东部地区铁路局希望货车车辆小范围周转效益更好，货车的调配需要铁道部来协调。哈尔滨地区的粮食、木材、煤炭等资源如果没有空车过去，根本运不出东西。

价格体系没有放开也是导致改革不畅的原因。货运每年都会涨价，但是涨价幅度还不能覆盖成本上涨，发改委价格管制限制了铁路行业的发展。传统客运、货运，过分强调公益性。目前通胀厉害，还不能放开运价。铁路运价向上的空间，既有线成本很低，高铁成本高，整体来看现在运价与成本比还是偏低。

调度权、清算不会下放给铁路局。

(3) 市场化之后更需要铁龙这样的专业公司

改革中心问题是市场化，市场化之后更加需要专业化，有分工才能提高整体效率。铁路局也需要更多的货源，铁龙是铁路局的大客户，能够为铁路局带来更多货源，与铁路局分享铁路特种箱发展成果。

(4) 中铁集装箱与铁路局清算关系

中铁集装箱作为集装箱承运人，货票收入都归其所有，由于铁路集装箱运输过程中使用铁路局线路、机车、线路等设施及人员，其中大部分收入要清算给地方铁路局，占比60%以上。

(5) 投融资体制改革

在最近的铁道部内部文件中提到要加快投融资体制改革，对于符合上市条件的企业加快上市，同时要充分利用已上市公司通过资本市场再融资发展铁路。目前铁道部下属就三家上市公司，铁龙物流作为铁路集装箱的唯一平台，中长期来看有望成为铁路集装箱业务的整合平台。但是由于目前铁道部心思集中在改革上，仍需要较长时间等待。

2. 特种箱业务情况：积极开拓新市场，大力发展全程物流服务

从盈利来看，上半年干散货箱盈利状况比较好，木材箱利用效率一直比较低。公司除了木材箱运输不面对直接客户外，其它箱型公司都直接与下游客户接触。

（1）化工箱

上半年上线 500 只不锈钢化工箱（董事会批准了 1000 只），目前一共上线 800 只，业务开展时间比较短，跟客户合作还需要磨合，货源需要一段时间才能逐步稳定。化工箱主要运输丁二醇、醋酸、葡萄汁（充氮气，有压力，酿酒原料）等，完全密封，有压力传感器（定期传输数据），能够为客户提供较高的质量保证，运输模式是门对门运输。

（2）冷藏箱

目前冷藏箱还是 100 只，技术、信息系统、客户磨合等还需要一段时间，目前还处于市场培育期。最后一公里配送分散、不规范、规模小不适合公司经营，公司主要经营整箱运输，模式是冷库到冷库。

冷藏箱方面中铁特货竞争力不如公司，公司能够实现门对门，特货公司不能实现高品质运输，不能实现冷冻，温控等。冰冷车、机保车不够灵活，效率比较低。

（3）干散货箱、木材箱

木材箱一直利用效率未达到饱和状态，主要在哈尔滨铁路局使用，主要从俄罗斯进口木材，目前数量 9000 只左右，有部分报废所以数量有所减少。干散货箱：1 万多只，是公司数量最多的箱型，是当前特种主要的盈利来源。

（4）铁路运能紧张制约了铁路集装箱的发展

在铁路“十一五”规划中，提出到“十一五”末铁路集装箱年运量要达到 1000 万 TEU，而 2010 年实际运量不到一半，铁路运力紧张是造成没有达到目标的重要原因，随着运能释放以及铁路集装箱中心站建成，铁路集装箱运输发展将迎来新机遇。

（5）发展全程物流业务

2010 年公司线下业务收入大幅增长，已经超过线上业务收入规模。公司跟客户报的是门对门运输的服务价格，其中是包括了铁路运输费用、集装箱使用费、线下业务收入等，其中铁路运输费用属于中铁集装箱公司收入，公司收入为报价中扣除中铁集收入部分，主要包括集装箱使用费和线下业务收入。线下运输都是外包，是线下业务的主要成本。

（6）积极开拓新市场

目前公司也在研发新的铁路特种箱运输产品，积极开发新箱型做大特种箱市场规模，提升公司在特种箱运输中的地位。

3. 沙鲮线情况：二期改造后增长空间较大

沙鲮线：上半年有增长，二期改造投资 2 个多亿，主要是到发线改造，可行性研究已

经结束,预计下半年开工,预计 2012 年能完工。改造完成后,运能将达到 8500 万吨,2010 年货运到发量为 5686 万吨,也就是说改造完成后预计运量有近 50%的提升空间。

4. 房地产业务: 锦上添花

连海金源已于 7 月 10 号开盘。在公司年报的收入预算中占比较大,能否达到预期主要看销售情况,房地产调控对房价影响不大,主要是影响销售量。预计年底交付,交钥匙才能确认收入。

安信测算:连海金源项目容积率 2.03,总共 798 户,最低价 9110 元/平米,3 栋 17 层高层,6 栋 18 层高层和 5 栋 9 层小高层。建筑面积 10.9 万平米,预计均价 1 万左右,可实现销售收入 10.9 亿元,按照净利润率 25%计算,贡献净利润约 2.5-3 亿元,贡献 EPS0.2 元以上,具体对当年利润影响主要看销售和收入确认节奏。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2011-7-10		
利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,566.9	2,185.5	2,756.7	3,256.5	3,958.2	成长性					
减: 营业成本	977.9	1,441.2	1,843.4	2,153.2	2,575.0	营业收入增长率	2.9%	39.5%	26.1%	18.1%	21.5%
营业税费	54.0	70.9	82.7	97.7	118.7	营业利润增长率	21.9%	26.8%	24.1%	21.1%	26.0%
销售费用	24.7	21.3	27.6	32.6	39.6	净利润增长率	18.4%	36.6%	23.9%	20.0%	20.7%
管理费用	49.5	61.1	71.7	84.7	102.9	EBITDA 增长率	13.3%	19.6%	18.4%	19.3%	22.2%
财务费用	-5.9	-6.8	-7.8	-8.7	-9.5	EBIT 增长率	17.9%	26.9%	24.2%	21.2%	26.2%
资产减值损失	-0.8	2.7	-0.7	-0.1	-0.6	NOPLAT 增长率	13.3%	36.6%	24.6%	20.1%	20.8%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-7.4%	46.2%	15.3%	0.1%	0.7%
投资和汇兑收益	7.0	6.3	6.8	7.0	7.2	净资产增长率	11.8%	16.4%	26.1%	15.3%	16.2%
营业利润	474.4	601.4	746.6	904.2	1,139.2	利润率					
加: 营业外净收支	-3.1	-2.1	-	-	-	毛利率	37.6%	34.1%	33.1%	33.9%	34.9%
利润总额	471.2	599.3	746.6	904.2	1,139.2	营业利润率	30.3%	27.5%	27.1%	27.8%	28.8%
减: 所得税	121.3	122.5	154.9	194.3	283.0	净利润率	22.3%	21.8%	21.4%	21.8%	21.6%
净利润	348.8	476.4	590.3	708.3	854.7	EBITDA/营业收入	40.3%	34.6%	32.5%	32.8%	33.0%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	29.9%	27.2%	26.8%	27.5%	28.5%
货币资金	940.2	537.8	1,239.1	1,892.2	2,681.3	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	326	230	170	134	103
应收账款	75.1	134.5	166.2	196.3	238.6	流动营业资本周转天数	77	123	198	211	198
应收票据	9.1	4.5	5.7	6.7	8.1	流动资产周转天数	298	284	322	376	392
预付账款	27.3	50.4	46.5	66.8	86.8	应收账款周转天数	21	12	12	12	12
存货	447.1	1,224.5	1,515.1	1,651.8	1,763.7	存货周转天数	97	138	179	175	155
其他流动资产	1.9	1.6	9.1	15.9	22.0	总资产周转天数	657	541	517	531	509
可供出售金融资产	-	24.0	-	-	-	投资资本周转天数	429	364	369	335	276
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	58.3	50.7	60.0	60.0	60.0	ROE	12.8%	14.9%	14.7%	15.3%	15.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	11.4%	13.6%	13.4%	13.7%	14.3%
固定资产	1,419.4	1,369.2	1,227.3	1,205.9	1,056.0	ROIC	17.8%	26.2%	22.3%	23.2%	28.0%
在建工程	21.2	29.2	63.3	16.3	5.3	费用率					
无形资产	52.2	58.8	60.6	62.3	63.9	销售费用率	1.6%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
其他非流动资产	18.1	16.1	16.3	16.4	16.1	管理费用率	3.2%	2.8%	2.6%	2.6%	2.6%
资产总额	3,069.9	3,501.2	4,409.1	5,190.5	6,001.9	财务费用率	-0.4%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.2%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	4.4%	3.5%	3.3%	3.3%	3.4%
应付账款	151.4	121.5	202.8	237.9	260.8	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	10.7%	8.9%	8.7%	10.6%	10.1%
其他流动负债	137.2	68.0	-48.6	-61.2	-159.9	负债权益比	12.0%	9.7%	9.6%	11.9%	11.3%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	5.18	10.30	16.96	19.10	38.09
其他非流动负债	39.1	120.6	208.6	349.8	481.9	速动比率	3.64	3.84	8.34	10.86	24.10
负债总额	328.6	310.4	384.4	550.3	607.9	利息保障倍数	-79.07	-87.42	-94.71	-103.05	-118.92
少数股东权益	1.8	2.6	3.8	5.2	6.6	分红指标					
股本	1,004.2	1,004.2	1,305.5	1,305.5	1,305.5	DPS(元)	0.05	0.05	0.05	0.07	0.08
留存收益	1,735.2	2,183.9	2,715.4	3,329.5	4,081.8	分红比率	17.3%	12.6%	10.0%	13.3%	12.0%
股东权益	2,741.2	3,190.8	4,024.7	4,640.2	5,394.0	股息收益率	0.4%	0.4%	0.4%	0.7%	0.7%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	350.0	476.8	590.3	708.3	854.7	EPS(元)	0.27	0.36	0.45	0.54	0.65
加: 折旧和摊销	164.0	162.7	156.8	173.3	175.8	BVPS(元)	2.10	2.44	3.08	3.55	4.13
资产减值准备	-0.8	2.7	-0.7	-0.1	-0.6	PE(X)	39.3	28.8	23.2	19.4	16.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.0	4.3	3.4	3.0	2.5
财务费用	0.5	-	-7.8	-8.7	-9.5	P/FCF	30.3	-38.9	65.9	19.4	16.4
投资收益	-7.0	-6.3	-6.8	-7.0	-7.2	P/S	8.7	6.3	5.0	4.2	3.5
少数股东损益	1.2	0.4	1.4	1.5	1.5	EV/EBITDA	16.0	18.4	14.2	11.3	8.7
营运资金的变动	210.3	-471.3	-267.3	-29.7	-123.9	CAGR(%)	26.6%	21.5%	20.1%	20.2%	19.8%
经营活动产生现金流量	711.7	95.7	465.9	837.7	890.9	PEG	1.5	1.3	1.2	1.0	0.8
投资活动产生现金流量	-223.1	-438.3	-34.6	-99.0	-8.8	ROIC/WACC	1.8	2.6	2.2	2.3	2.8
融资活动产生现金流量	-101.1	-59.8	-31.1	-85.5	-92.8	REP	3.2	2.0	1.9	1.7	1.3

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介:

汪立：安信证券交通运输行业分析师。北京交通大学交通工程本科，中国科学院研究生院管理学硕士。3 年交运行业研究经验，2011 年 4 月加入安信证券，之前先后任职于天相投顾、国都证券。

分析师声明

汪立、吴莉分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
 B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034