

铁龙物流(600125.sh)

沥青箱运输前景广阔，海铁联运有望破冰！

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

事件：铁路沥青箱投入试运营，专用于沥青运输

沥青箱运输潜在市场空间巨大

大规模新建的公路项目陆续开始沥青铺摊，既有公路也将进入集中养护期，势必带动沥青市场需求总量大幅攀升。沥青产销区域分离问题只能通过长距离大规模运输来解决，经测算，未来五年沥青长距离运输需求高达 394.7 万吨/年，合 15.8 万 TEU/年。

铁路沥青箱或成为推动海铁联运的重要催化剂

客户集中、需求稳定、海陆衔接的特点或将使沥青箱的应用成为推动海铁联运的重要催化剂，为实现跨国全程物流服务打下坚实基础。

业绩预测与评级

我们预计 2011~2013 年公司分别实现营业收入约 32 亿元、57 亿元以及 45 亿元，全面摊薄后每股收益分别为 0.48 元、0.79 元和 0.80 元，对应于 2011、2012 年的 PE 为 20 倍和 12 倍，考虑到铁路特种箱业务未来巨大的发展空间，继续给予“买入”评级。

风险提示

铁路运能释放规模低于预期；铁道部改革彻底改变现有业务条块划分格局；铁路特种箱适箱货物市场环境发生剧烈变化；新箱型开发与投放的进度低于预期

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,566.85	2,185.54	3196.11	5666.91	4582.69
增长率(%)	2.91%	39.49%	46.24%	77.31%	-19.13%
EBITDA(百万元)	629.12	754.18	1020.55	1616.33	1729.11
净利润(百万元)	348.80	476.41	629.39	1028.33	1045.85
增长率(%)	18.40%	36.59%	32.11%	63.38%	1.70%
每股收益(元)	0.347	0.474	0.48	0.79	0.80
市盈率	31.70	30.40	19.68	12.05	11.85
市净率	4.04	4.54	3.25	2.56	2.10
EV/EBITDA	16.08	18.49	11.44	7.60	6.89

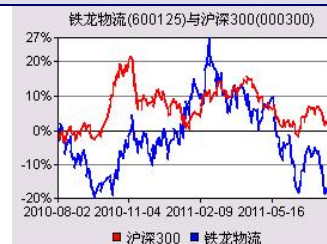
数据来源：中铁铁龙集装箱物流股份有限公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	9.49
目标价格(元)	18.00
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	-11.06%	-17.94%	-16.55%
沪深300	-2.36%	-6.73%	2.07%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)
1,305.52/1,034.97

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 12.23%

财务比率

ROE	14.94%
ROA	18.03%
资产负债率	8.86%
每股净资产(元)	3.17

2010 年报数据

目录索引

事件：铁路沥青箱投入试运营，专用于沥青运输	3
沥青箱运输潜在市场空间巨大	3
大规模公路建设与养护势必带动沥青市场需求总量激增	3
沥青产销区域分离问题只能通过长距离大规模运输来解决	4
沥青长距离运输需求高达 394.7 万吨/年，合 15.8 万 TEU/年	5
铁路沥青箱或成为推动海铁联运的重要催化剂	6
高品质沥青需求必须依赖进口补足	6
沥青箱运输迫切需要实现集装箱海铁联运	6
业绩预测与评级	7
可能的催化因素	7
风险提示	8

图表索引

图 1：沥青主要用于公路建设	3
图 2：“十二五”期间我国高速公路里程计划增长 46%	3
图 3：西部 12 省高速公路里程稳步增长	4
图 4：西部 12 省高速公路里程已接近全国总里程的 30%	4
图 5：西部地区沥青产量仅占全国总产量的 17%	4
图 6：2010 年我国沥青净进口总量比 2001 年增长了 169%	6
图 7：2009 年中国炼厂装置开工率始终低于 65%	6
图 8：沥青进口地区高度集中，韩国占据 66% 份额	7
图 9：我国从韩国进口的沥青总量近五年增长了 114%	7
表 1：我国新建公路的年均沥青需求量	5
表 2：我国公路养护的年均沥青需求量	5
表 3：西部 12 省沥青供需缺口达到 394.7 万吨/年	5

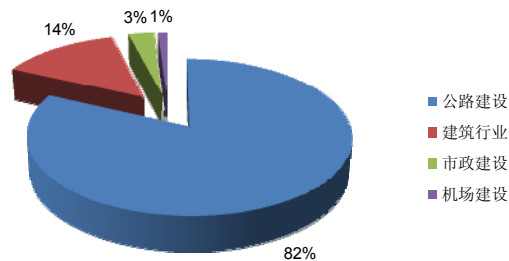
事件：铁路沥青箱投入试运营，专用于沥青运输

沥青箱运输潜在市场空间巨大

大规模公路建设与养护势必带动沥青市场需求总量激增

沥青是一种防水、防潮、防腐的有机胶凝材料，按来源可分为煤焦沥青、石油沥青和天然沥青三种，大部分用于公路铺摊，是公路路面（尤其是高等级公路）的主要材料。

图1：沥青主要用于公路建设

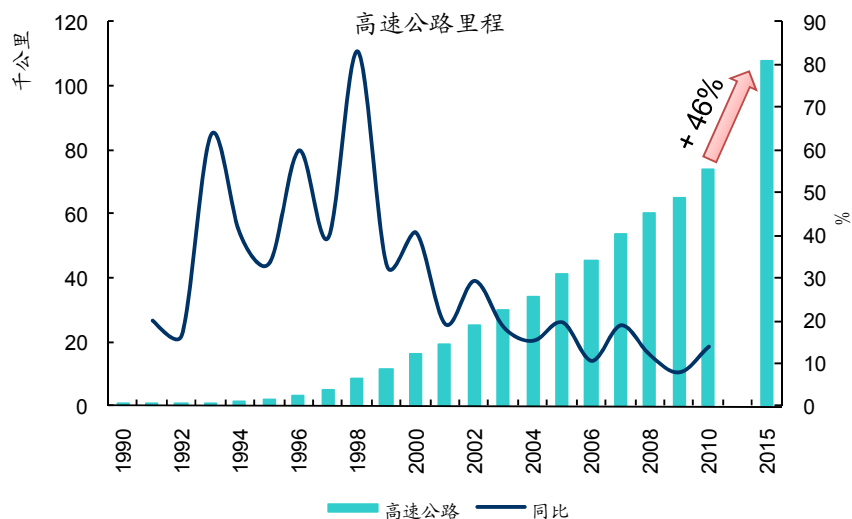


数据来源：广发证券发展研究中心

根据交通运输部的规划，“十二五”期间我国将新建公路近50万公里，公路总里程达到450万公里，高速公路总里程达到10.8万公里，二级及以上公路里程达到65万公里，农村公路总里程达到390万公里。未来五年公路基础设施建设将保持高速增长。

规划中的项目与“4万亿投资计划”中新建的公路陆续进入沥青铺摊期，大量已建成公路即将进入集中养护期，势必带动沥青市场需求总量大幅攀升。

图2：“十二五”期间我国高速公路里程计划增长46%



数据来源：CEIC、广发证券发展研究中心

沥青产销区域分离问题只能通过长距离大规模运输来解决

近十年来，西部12省公路建设稳步发展，高速公路里程五年内增长了115%，年复合增长率比其他地区高出6个百分点。在全国总里程中的比重逐渐增大，接近30%，已成为公路沥青的主要消费区域。

图3：西部12省高速公路里程稳步增长

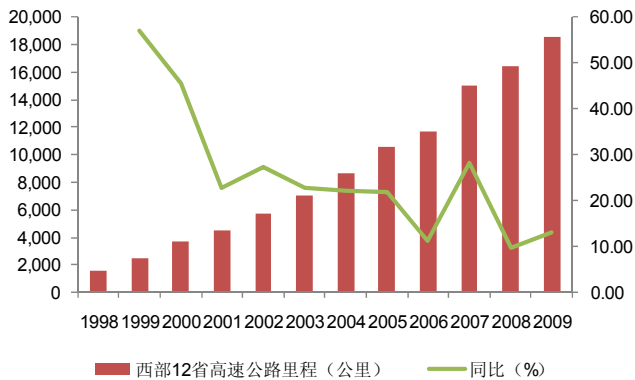
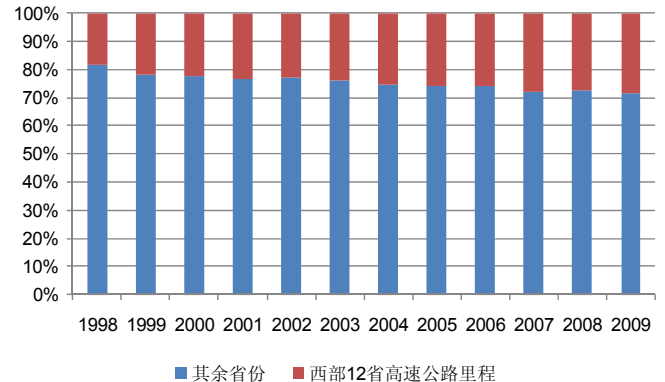


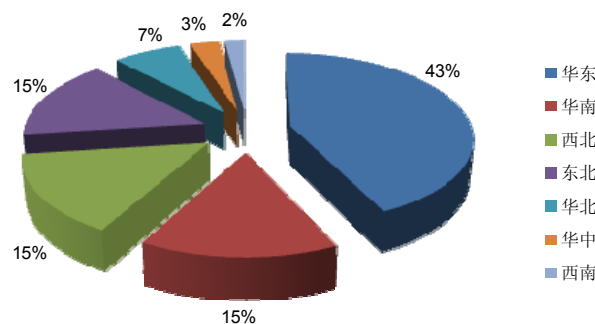
图4：西部12省高速公路里程已接近全国总里程的30%



数据来源：CEIC、广发证券发展研究中心

与消费区域“西移”不同，目前我国沥青生产仍集中在华东地区，西部地区沥青产量仅占全国总产量的17%，其中的71%还位于偏远的克拉玛依、阿克苏、巴州地区，形成了地区间的供需不匹配。

图5：西部地区沥青产量仅占全国总产量的17%



数据来源：广发证券发展研究中心

今年是“十二五”规划的开局之年，交通运输部已明确将西部地区道路建设作为未来基础设施建设的重点。

- 西部地区重点加强G108、G212、G213、G214、G219、G317、G322、G323、G326等九条建设相对滞后国道的升级改造。
- 推进以西部建制村通沥青（水泥）路为重点的全国通达、通畅建设任务，满足农民群众的基本出行需求。
- 重点扶持西部地区、“老少边穷”地区，特别是西藏、新疆等重点区域公路交通建设。

可以预见，这种地区间的供需矛盾还将持续，并且只能通过跨区域的长距离大规模运输来解决。

沥青长距离运输需求高达394.7万吨/年，合15.8万TEU/年

基于以下假设，测算未来五年西部12省公路建设与养护的沥青需求量。

- 新建公路90%都采用沥青路面
 - 每立方米沥青混凝土重2.5吨
 - 每吨沥青混凝土重含有5%沥青
 - 新建公路沥青混合物厚度18厘米
 - 公路养护摊铺沥青混合物厚度4厘米
 - 高速公路宽22.5米、二级及以上公路宽15米、农村公路宽5.5米
 - 西部12省不同等级公路新建里程占全国新建公路总里程的比重与近两年持平
- 经测算，未来五年我国新建公路共需铺摊5492.1万吨沥青，年均1098.4万吨，其中西部地区平均每年需要**513.2万吨**。

表 1：我国新建公路的年均沥青需求量

	高速公路	二级及以上 等级公路	农村公路	合计
全国年均需求量（万吨）	123.5	672.9	302	1098.4
西部12省（万吨）	68.1	232.1	213	513.2
其余省份（万吨）	55.4	440.7	89.1	585.3

数据来源：广发证券发展研究中心

公路养护中具体有多少路段需要沥青较难确定，但考虑到交通运输部每5年进行一次全国干线公路养护与管理检查，以及2013年国内公路建设进入集中养护期，我们保守估计30%的公路具有潜在的加铺沥青的需求，据此测算得到西部12省公路养护年均需要沥青**113万吨**。

表 2：我国公路养护的年均沥青需求量

养护比例	15%	30%	45%
全国年均需求量（万吨）	145.0	290.0	435.0
西部12省（万吨）	56.5	113.0	169.5
其余省份（万吨）	88.5	177.0	265.5

数据来源：广发证券发展研究中心

未来五年西部12省新建公路与公路养护每年需要沥青合计626.2吨，而2009年西部12省沥青年产量仅有231万吨，远不能需求。若不考虑短期内爆发式的产能扩大，西部地区沥青供需缺口达394.7万吨/年，将主要依赖东、南部地区或进口的沥青长距离调运。

表 3：西部12省沥青供需缺口达到394.7万吨/年

新建公路年需求量（万吨）	513.2
公路养护年需求量（万吨）	113.0
2009年沥青年产量（万吨）	231.4
供需缺口（万吨）	394.7

数据来源：广发证券发展研究中心

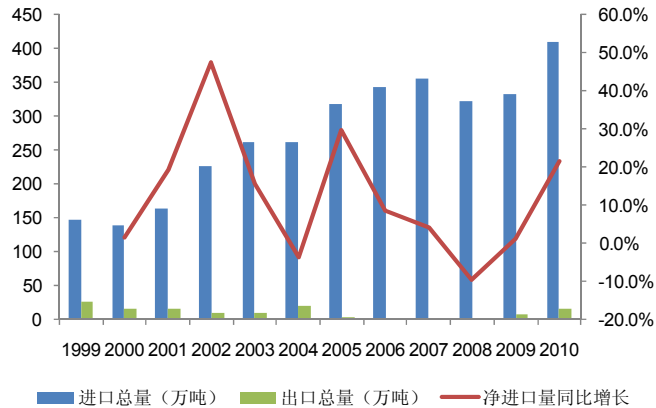
由于公司尚未公告沥青箱的净载重标准，参考既有箱型，假设沥青箱单箱净载重25吨，测算得未来五年西部地区每年将有大约15.8万TEU的沥青运输需求。

铁路沥青箱或成为推动海铁联运的重要催化剂

高品质沥青需求必须依赖进口补足

我国巨大的沥青需求量为世界各国的沥青生产商提供了广阔的市场空间，加之各项优惠关税的出台，沥青净进口总量不断走高，过去10年间增长了1.7倍。

图6：2010年我国沥青净进口总量比2001年增长了169%

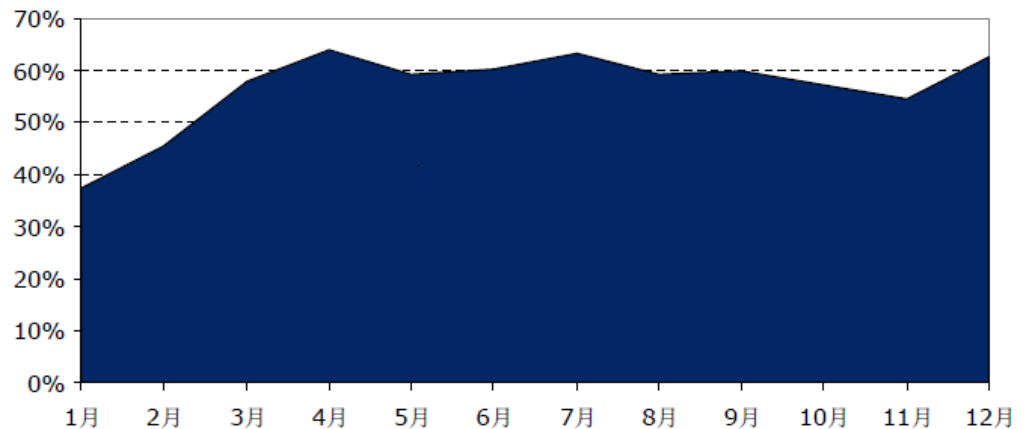


数据来源：海关总署、广发证券发展研究中心

与国内沥青市场旺盛需求和沥青净进口量不断增长相对应的是国内沥青产能利用率的不足，2009年中国炼厂装置开工率仅在50%至60%左右，我们推断其原因主要有：

- 国内高规格、高品质沥青产能不足，必须依赖进口补足
- 沥青需求季节性强，夏秋季节国内工厂满负荷生产仍供不应求，通过进口满足

图7：2009年中国炼厂装置开工率始终低于65%



数据来源：广发证券发展研究中心

沥青箱运输迫切需要实现集装箱海铁联运

我国沥青进口来源高度集中，韩国占据了66%的进口份额，进口量还在稳定快速增长，也是中西部地区沥青的主要供应源。其中，仅韩国SK公司2010年对中国出口沥青160万吨，就占当年全国总进口量的39%。

图8：沥青进口地区高度集中，韩国占据66%份额

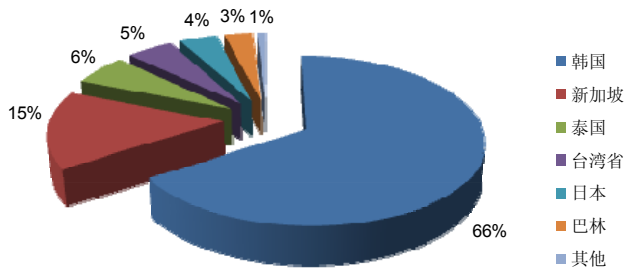
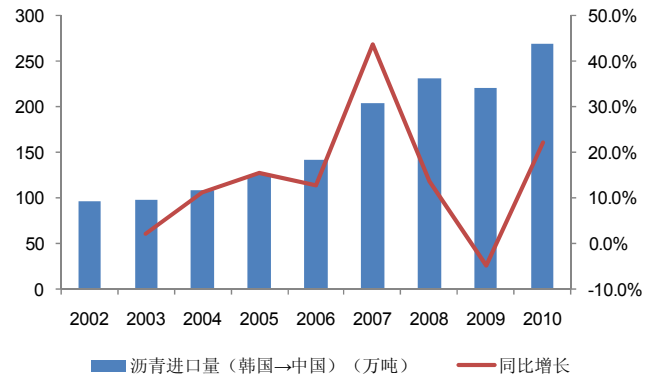


图9：我国从韩国进口的沥青总量近五年增长了114%



数据来源：海关总署、广发证券发展研究中心

沥青是高粘度货物，在正常温度下呈半固态，进行传输时须加热至160℃，大大增加了货物掏箱与装箱的难度和成本。

这种客户集中、需求稳定、海陆衔接的货物流通特点需要依靠大批量、零换装的运输方式来降低成本，减少货损，提高效率。相比于现有的利用铁路罐车、汽车罐车、集装箱卡车进行散装热运的运输方式，铁路集装箱海铁联运既具备规模经济优势，又具备实现“门到门”服务的能力在沥青运输中尤为突出。

如果能够充分借助沥青箱的运输需求特点，以租用班列、承包货柜的方式，合理规避铁道部关于铁路集装箱出海的限制，实现大规模海铁联运，不仅将为实现跨国全程物流服务打下坚实基础，更将大幅扩展公司经营范围、提升业务盈利水平，给公司带来巨大的发展空间。

在显著的成本压力和潜在利润的驱动下，我们预计公司极有可能以此为契机，集中力量推动海铁联运取得突破性进展。

业绩预测与评级

短期来看，特种箱业务保持稳步增长，沙鲛线扩容提升营收能力；长期来看，我们认为在铁道部改革到位、运能释放、中心站投入使用后，铁路特种箱运输将迎来历史性机遇，铁龙公司的特种箱业务也将出现爆发式增长。

我们预计2011~2013年公司分别实现营业收入约32亿元、57亿元以及45亿元，全面摊薄后每股收益分别为0.48元、0.79元和0.80元。公司8月1日的收盘价为9.49元，对应于2011、2012年的PE为20倍和12倍，考虑到铁路特种箱业务未来巨大的发展空间，继续给予“买入”评级。

可能的催化因素

- 1、铁路十二五规划出台
- 2、公司公告大规模购箱计划
- 3、公司整合大股东旗下资产
- 4、公司大规模开展海铁联运业务

风险提示

- 1、铁路运能释放规模低于预期
- 2、铁道部改革彻底改变现有业务条块划分格局
- 3、铁路特种箱适箱货物市场环境发生剧烈变化
- 4、新箱型开发与投放的进度低于预期

资产负债表

单位：百万元

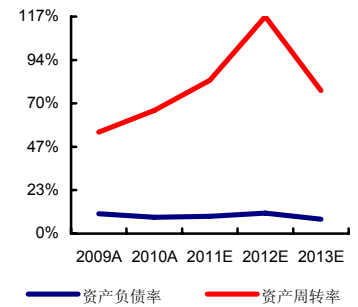
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,501	1,953	2,154	2,659	2,528
货币资金	940	538	711	103	481
应收及预付	112	189	233	413	333
存货	447	1,224	1,210	2,143	1,715
其他流动资产	2	2	0	0	0
非流动资产	1,569	1,548	2,060	2,798	3,871
长期股权投资	58	51	51	51	51
固定资产	1,419	1,369	1,869	2,595	3,656
在建工程	21	29	37	45	53
无形资产	58	64	68	72	76
其他长期资产	12	35	35	35	35
资产总计	3,070	3,501	4,214	5,456	6,399
流动负债	290	190	272	486	382
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	290	190	272	486	382
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	39	121	121	121	121
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	39	121	121	121	121
负债合计	329	310	393	606	503
股本	1,004	1,004	1,306	1,306	1,306
资本公积	459	469	168	168	168
留存收益	1,276	1,715	2,344	3,373	4,419
归属母公司股东权益	2,739	3,188	3,818	4,846	5,892
少数股东权益	2	3	3	4	5
负债和股东权益	3,070	3,501	4,214	5,456	6,399

利润表

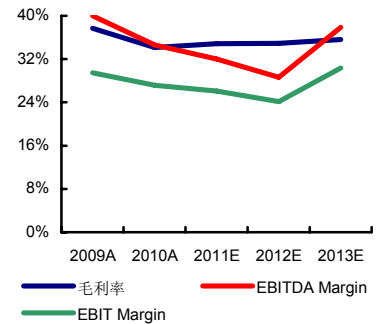
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1567	2186	3196	5667	4583
营业成本	978	1441	2087	3695	2956
营业税金及附加	54	71	74	142	115
销售费用	25	21	22	45	32
管理费用	50	61	183	420	92
财务费用	-6	-7	-2	-2	-1
资产减值损失	-1	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	7	6	7	6	7
营业利润	474	601	840	1372	1396
营业外收入	19	16	0	0	0
营业外支出	22	18	0	0	0
利润总额	471	599	840	1372	1396
所得税	121	123	210	343	349
净利润	350	477	630	1029	1047
少数股东损益	1	0	1	1	1
归属母公司净利润	349	476	629	1028	1046
EBITDA	625	754	1021	1616	1729
EPS (元)	0.35	0.47	0.48	0.79	0.80

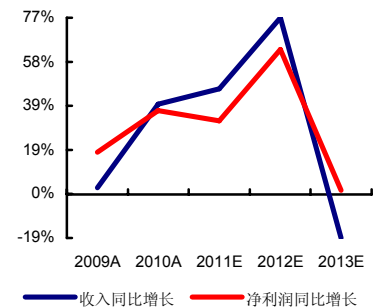
资产负债率趋势



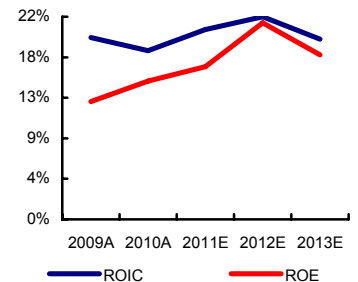
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

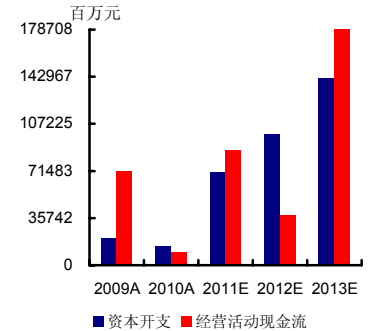
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	712	96	869	376	1,786
净利润	350	477	630	1,029	1,047
折旧摊销	164	163	190	252	341
营运资金变动	190	-551	55	-899	405
其它	8	7	-7	-6	-7
投资活动现金流	-223	-438	-695	-983	-1,408
资本支出	-205	-141	-702	-990	-1,415
投资变动	-25	-297	7	6	7
其他	6	0	0	0	0
筹资活动现金流	-101	-60	0	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
债券融资	-40	0	0	0	0
股权融资	0	1	0	0	0
其他	-61	-61	0	0	0
现金净增加额	388	-402	173	-608	378
期初现金余额	553	940	538	711	103
期末现金余额	940	538	711	103	481

主要财务比率

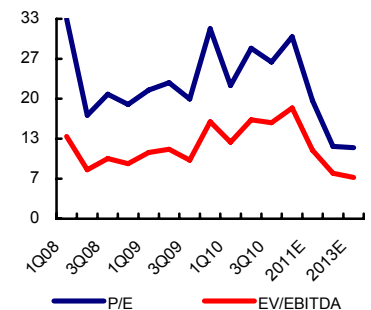
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	2.9%	39.5%	46.2%	77.3%	-19.1%
营业利润	21.9%	26.8%	39.6%	63.4%	1.7%
归属于母公司净利润	18.4%	36.6%	32.1%	63.4%	1.7%
获利能力					
毛利率	37.6%	34.1%	34.7%	34.8%	35.5%
净利率	22.3%	21.8%	19.7%	18.2%	22.8%
ROE	12.7%	14.9%	16.5%	21.2%	17.8%
ROIC	19.6%	18.2%	20.5%	21.9%	19.5%
偿债能力					
资产负债率	10.7%	8.9%	9.3%	11.1%	7.9%
净负债比率	-34.3%	-16.9%	-18.6%	-2.1%	-8.2%
流动比率	5.18	10.30	7.91	5.47	6.62
速动比率	3.54	3.58	3.20	0.80	1.86
营运能力					
总资产周转率	0.55	0.67	0.83	1.17	0.77
应收账款周转率	17.05	31.16	31.16	31.16	31.16
存货周转率	2.32	1.72	1.72	1.72	1.72
每股指标 (元)					
每股收益	0.35	0.47	0.48	0.79	0.80
每股经营现金流	0.71	0.10	0.67	0.29	1.37
每股净资产	2.73	3.17	2.92	3.71	4.51
估值比率					
P/E	31.7	30.4	19.7	12.0	11.8
P/B	4.0	4.5	3.2	2.6	2.1
EV/EBITDA	16.2	18.5	11.4	7.6	6.9

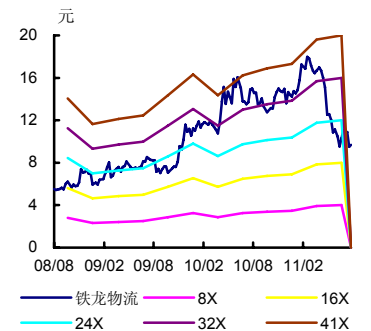
资本支出与经营活动现金流



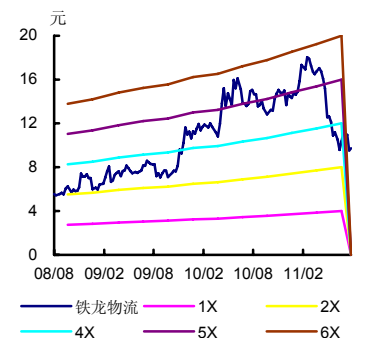
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发交通运输行业研究小组

杨志清，分析师，同济大学工学博士，2010年新财富交通运输行业最佳分析师第四名，2009年新财富交通运输行业最佳分析师入围，2009年今日投资交通运输行业最佳分析师第一名，2010年进入广发证券发展研究中心。

董丁，分析师，东北财经大学经济学硕士，2010年新财富交通运输行业最佳分析师第四名（团队），2008年进入广发证券发展研究中心。

张亮，研究助理，上海交通大学管理学硕士，2010年新财富交通运输行业最佳分析师第四名（团队），2010年进入广发证券发展研究中心。联系方式：zl23@gf.com.cn，021-68815254。

谢平，研究助理，北京交通大学工学硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。联系方式：xieping@gf.com.cn，021-68825729。

相关研究报告

铁龙物流(600125.sh)_公司调研简报	杨志清	2011-04-25
铁龙物流(600125.sh)_公司跟踪研究报告	杨志清	2011-03-28
铁龙物流（600125.sh）---业绩符合预期，物流业务已经走出关键性的一步_年报点评	杨志清	2011-03-25

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。