

铁龙物流(600125.sh)

沉潜蓄势，厚积薄发——经营模式升级铺垫未来发展

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：公司公布半年报，发布大规模造箱计划

2011年上半年，公司实现营业收入13.2亿元，同比增长15.2%；实现营业利润3.7亿元，同比增长13.7%；实现净利润2.81亿元，同比增长15.5%。董事会通过决议，批准公司使用自有资金购置3500只干散货箱、1500只22T6型框架罐式集装箱、2000只沥青箱，预计总投资6.55亿元。

核心业务增长超预期，非核心业务大幅削减

特种箱业务收入增长76%，营业利润同比提高68%；铁路货运及临港物流业务收入增长34%，营业利润同比增长50%；房地产业务下半年确认收益；非核心业务规模锐减，短期放缓业绩增长，长期将有助于打造核心竞争力。

特种箱物流服务爆发式增长是最大亮点

特种箱运输升级转型全程物流模式，特种箱线下物流收入同比增长173%。

蓄势待发，三因素锁定全年业绩高增长

下半年有望大规模购箱，待购箱型在投入使用后具有充足的市场需求，将运力转化为实际运量，带动特箱业绩增长；全程物流服务大幅提升单箱物流利润；年末地产项目集中结算增厚全年利润。

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32.5亿元、56.6亿元以及45.1亿元，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19倍和12倍，给予“买入”评级。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1566.85	2185.54	3251.34	5663.61	4512.42
增长率(%)	2.91%	39.49%	48.77%	74.19%	-20.33%
EBITDA(百万元)	624.73	753.72	1021.33	1643.82	1766.22
净利润(百万元)	348.80	476.41	622.96	1029.23	1047.81
增长率(%)	18.40%	36.59%	30.76%	65.22%	1.81%
每股收益(元)	0.35	0.47	0.48	0.79	0.80
市盈率	31.70	30.40	19.26	11.66	11.45
市净率	4.04	4.54	3.15	2.48	2.04
EV/EBITDA	16.19	18.50	11.33	7.48	6.72

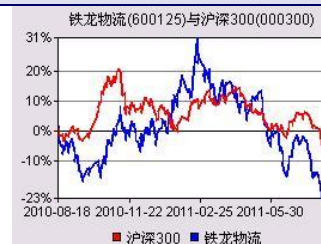
数据来源：中铁铁龙集装箱物流股份有限公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	9.19
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	-13.95%	-24.92%	-16.42%
沪深300	-7.58%	-8.07%	-1.75%

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：公司公布半年报，发布大规模造箱计划	3
核心业务增长超预期，非核心业务大幅削减	3
特种箱物流服务爆发式增长是最大亮点	5
蓄势待发，三因素锁定全年业绩高增长	6
购箱计划为下半年特箱业绩增长注入新动力	6
全程物流服务提升单箱物流利润	7
年末地产项目集中结算增厚全年利润	8
看好公司长期发展，维持买入评级	8

图表索引

图 1：沙鲛线到发量增速保持在 16%	3
图 2：房地产业务收益集中于下半年释放	3
图 3：特种箱业务收入占比大幅提升 9.6 个百分点	4
图 4：铁路货运及临港业务与铁路特种箱业务贡献 82% 毛利润	4
图 5：铁路货运及临港业务与铁路特种箱业务毛利润增速都超过 45%	5
图 6：特种箱发送量增速平稳	5
图 7：单位发送箱收入大幅提升	6
图 8：线下物流服务收入爆发式增长	6
图 9：特种箱保有量预计将提升 24% 左右	7
表 1：报告期内分业务经营情况	3
表 2：特种集装箱静态潜在需求量	7
表 3：单箱物流利润提升 147%	7
表 4：“连海金源”项目概要	8

事件：公司公布半年报，发布大规模造箱计划

- 2011年上半年，公司实现营业收入13.2亿元，同比增长15.2%；实现营业利润3.7亿元，同比增长13.7%；实现净利润2.81亿元，同比增长15.5%；实现每股收益0.215元，同比降低11.2%。
- 董事会通过决议，批准公司使用自有资金购置3500只干散货箱、1500只22T6型框架罐式集装箱、2000只沥青箱，预计总投资6.55亿元。

核心业务增长超预期，非核心业务大幅削减

- 铁路特种箱业务收入大幅增长76%，营业利润同比提高68%。
- 铁路货运及临港物流业务收入增长34%，营业利润同比增长50%；沙鲛线完成到发量3236.2万吨，同比增长15.7%，创下历史新高，增长主要来源于运贸一体化物流业务深入开展。
- 房地产业务实现收入7984万元，收入同比减少61%，营业利润同比减少78%，主要原因是新增房源集中在下半年开盘，报告期仅有少量历史存量房屋销售。
- 铁路客运业务和其他业务分别较上年同期同比减少20%和52%，主要原因是部分客车车辆陆续下线，同时削减了部分盈利能力较差的商贸业务。

表1：报告期内分业务经营情况

	营业收入 (亿元)	营业收入 同比增减(%)	营业成本 (亿元)	营业成本 同比增减(%)	营业 利润率(%)
铁路特种集装箱业务	3.68	75.62	2.61	79.11	23.36
铁路货运及临港物流业务	7.77	33.95	5.12	28.7	30.43
铁路客运业务	0.56	-19.51	0.13	-22.19	64.93
房地产业务	0.80	-61.14	0.42	-64.03	18.76
其他	0.39	-52.23	0.35	-55.13	-16.12

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图1：沙鲛线到发量增速保持在16%

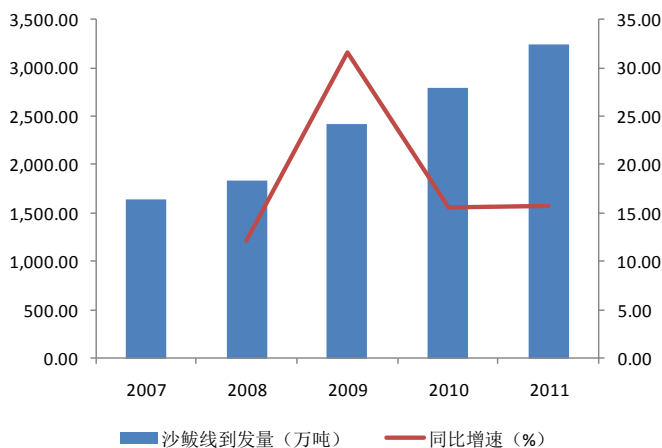
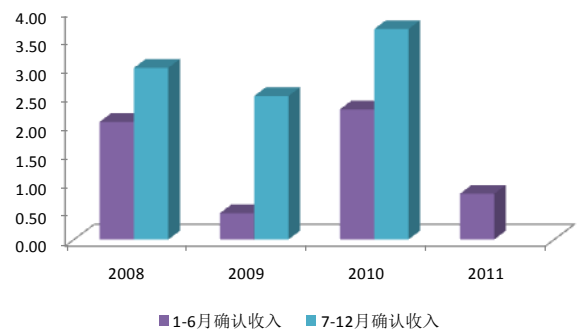


图2：房地产业务收益集中于下半年释放

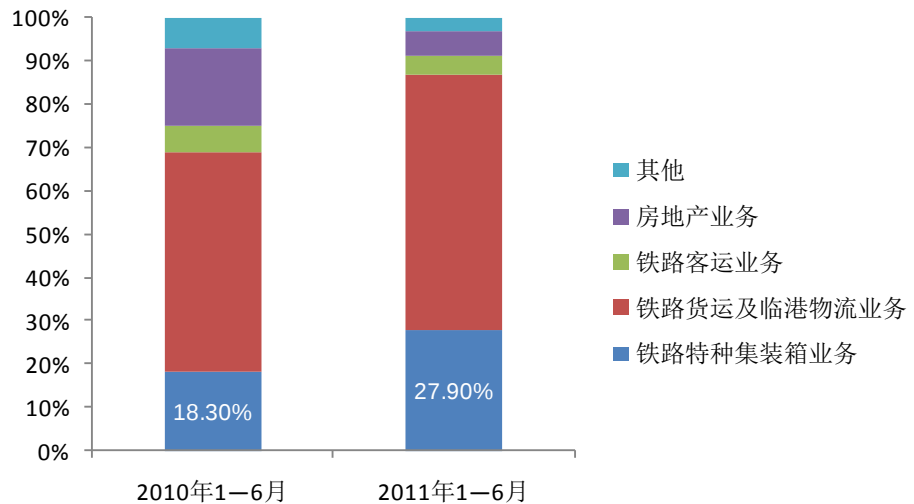


数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

从收入结构上看，铁路货运及临港物流业务贡献了大部分收入，铁路特种集装箱业务收入在总收入中的比重由18%大幅提升到28%。

随着公司“以铁路特种集装箱运输为主题”的发展战略逐步落实，特种箱在公司业务中的核心地位日益显现。

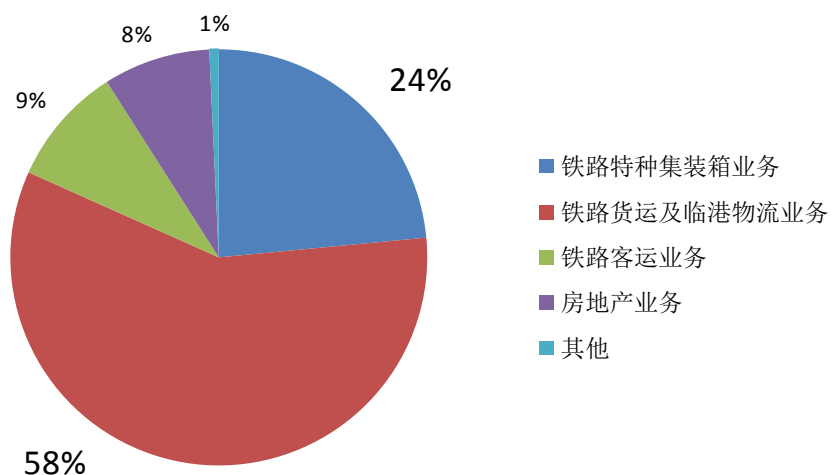
图3：特种箱业务收入占比大幅提升9.6个百分点



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

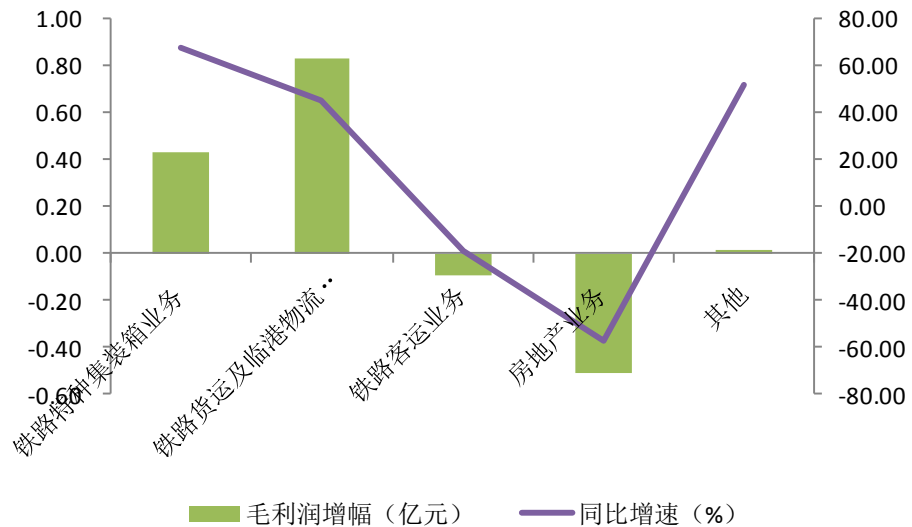
从毛利润的构成上看，铁路货运及临港物流业务依然是公司利润的最主要来源，在报告期内共实现毛利润2.7亿，占毛利润总额的58%，同时也是毛利润增加的最主要贡献者，同比增速达到45.4%；铁路特种集装箱业务实现毛利润1.1亿，占总额的24%，同比增速达到67.7%；铁路客运业务、房地产业务的毛利润则出现负增长。

图4：铁路货运及临港业务与铁路特种箱业务贡献82%毛利润



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图5：铁路货运及临港业务与铁路特种箱业务毛利润增速都超过45%



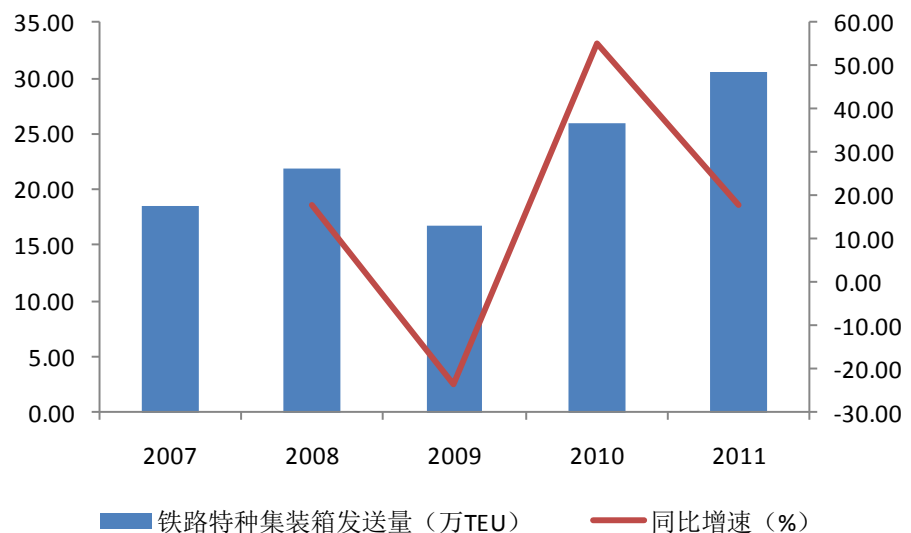
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

非核心业务规模与收益快速减少，短期内难免放缓业绩增长，但长期来看有助于公司将有限的人力、物力、财力投入到发展机会大、盈利能力强的核心业务上，专注于塑造品牌、打造核心竞争力。

特种箱物流服务爆发式增长是最大亮点

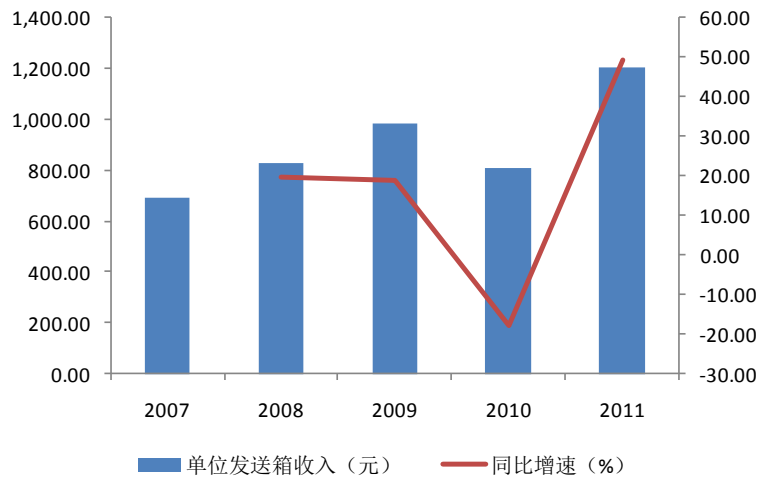
报告期内，除汽车箱以外的铁路特种集装箱完成发送量30.6万TEU，同比增长17.6%，再创历史记录，单位发送箱收入首破千元大关，达到1204元/TEU，同比增长49.3%。

图6：特种箱发送量增速平稳



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

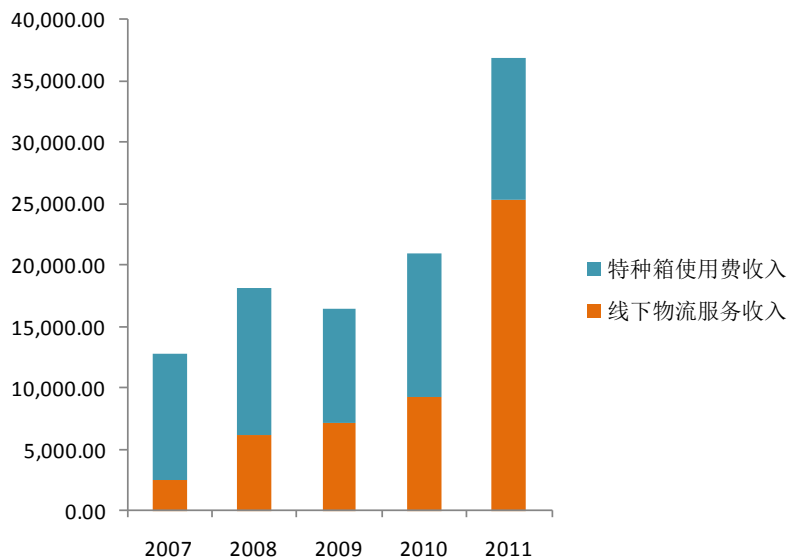
图7：单位发送箱收入大幅提升



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

线下物流服务实现收入2.5亿元，同比增长173%，主要原因是公司积极推进经营模式升级转变，探索全程物流业务，全程物流业务比重大幅度增加。

图8：线下物流服务收入爆发式增长



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

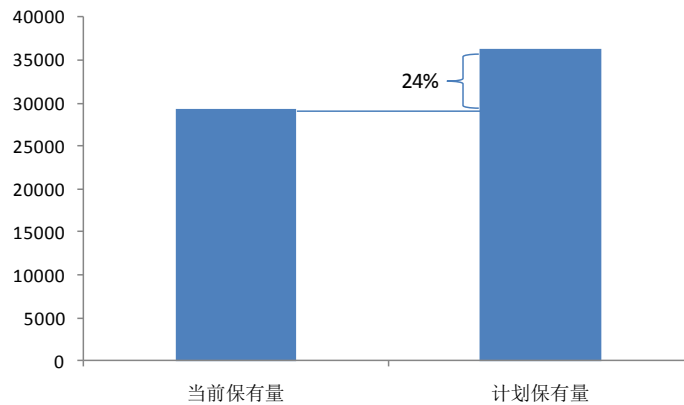
蓄势待发，三因素锁定全年业绩高增长

购箱计划为下半年特箱业绩增长注入新动力

2010年至2011年上半年集装箱单箱采购价格一路飙升，通用集装箱市场价从约1800美金涨至接近3000美金，采购成本暴涨延缓了公司的新箱购置计划。随着近几个月集装箱采购价格逐步回调，预计公司会在下半年将加速购箱。

根据董事会最新通过的决议，公司将以6.55亿元自有资金购置3500只干散货箱、1500只框架罐式集装箱和2000只沥青箱，完成购置后特种箱保有量将提升24%左右。

图9：特种箱保有量预计将提升24%左右



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

我们曾在深度报告和调研报告中分别测算过这三种箱型适箱货物的静态潜在需求量，根据这些潜在需求判断，待购箱型在投入使用后具有充足的市场需求，将运力转化为实际运量，带动特箱业绩增长。

表2：特种集装箱静态潜在需求量

箱型	运输品种	静态潜在需求（万TEU）	小计（万TEU）
干散箱	硫磺	9	127
	磷肥	27	
	粮食	91	
罐箱	润滑油	6	25
	食用油	6	
	甲醇	14	
沥青箱	沥青	15	15

数据来源：广发证券发展研究中心

（注：静态潜在需求量是指根据现有的产量和分布，未来可能会产生的需求。部分数据已用最近统计数据更新）

全程物流服务提升单箱物流利润

2011年公司借助在铁路干线运输上的控制力，延伸铁路运输两端的增值业务，拓展全程物流服务，单箱物流利润从108元增长到248元（估算值）。未来借助控股企业铁洋公司在全国的物流网络终端优势和实践经验，继续发展全程物流业务，完成由运输服务企业向全程物流服务提供商的角色转变，预计单箱物流利润还将进一步提升。

表3：单箱物流利润提升130%

种类	2007	2008	2009	2010	2011年1—6月
单箱收入（元）	676	778	784	961	1204
单箱使用费收入（元）	438	571	506	415	378
单箱物流收入（元）	238	206	278	546	827
单箱利润（元）	182	236	183	240	350
单箱使用费利润（元）	147	210	119	133	103
单箱物流利润（元）	35	26	65	108	248

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

年末地产项目集中结算增厚全年利润

公司开发的山景住宅“连海金源”项目已于今年7月开盘，计划于2011年竣工并交付使用。楼盘起价9110元，若以11000元作为销售均价，估算项目全部确认收入后可获得净利润9千万元，贡献EPS 0.069元，并根据销售进度按比例分摊到2011年、2012年。

表4：“连海金源”项目概要

项目名称	开工时间	预计竣工时间	占地面积 (万平米)	建筑面积 (万平米)	容积率	可供出售面积 (万平米)
连海金源	2009.11	2011.10	4.09	10.9	2.03	7.5

数据来源：公司公告、搜房网、广发证券发展研究中心

看好公司长期发展，维持买入评级

拓展物流服务带动特种箱业务收入爆发式增长，印证了我们对于特种箱全程物流服务旺盛市场需求与广阔发展空间的判断。

在沙鲛线二期扩能改造于明年中期完工、地产项目在今年按时竣工交付、铁路新箱采购顺利展开的前提下，我们预计2011~2013年公司分别实现营业收入约32.5亿元、56.6亿元以及45.1亿元，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19倍和12倍，考虑到铁路特种箱业务未来巨大的发展前景，继续给予“买入”评级。

风险提示

- 1、铁路运能释放量或释放时间低于预期
- 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
- 5、沙鲛线二期扩能改造工程延期
- 6、房地产项目未能按时竣工交付并确认收入

资产负债表

单位：百万元

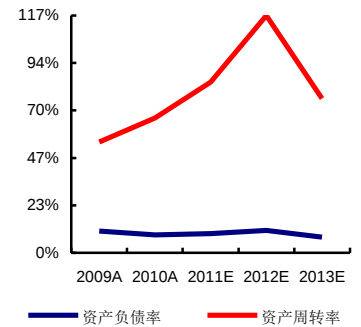
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,501	1,953	1,913	2,250	2,123
货币资金	940	538	430	-302	122
应收及预付	112	189	238	412	327
存货	447	1,224	1,245	2,140	1,674
其他流动资产	2	2	0	0	0
非流动资产	1,569	1,548	2,301	3,200	4,265
长期股权投资	58	51	51	51	51
固定资产	1,419	1,369	2,110	2,997	4,050
在建工程	21	29	37	45	53
无形资产	58	64	68	72	76
其他长期资产	12	35	35	35	35
资产总计	3,070	3,501	4,214	5,450	6,388
流动负债	290	190	279	485	374
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	290	190	279	485	374
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
应负债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	39	121	121	121	121
负债合计	329	310	400	606	495
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	2,338	3,367	4,415
归属母公司股东权益	2,739	3,188	3,811	4,840	5,888
少数股东权益	2	3	3	4	5
负债和股东权益	3,070	3,501	4,214	5,450	6,388

利润表

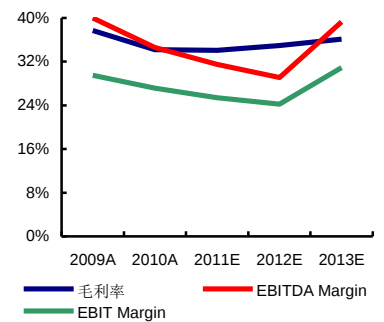
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1567	2186	3251	5664	4512
营业成本	978	1441	2148	3691	2886
营业税金及附加	54	71	75	142	113
销售费用	25	21	23	45	32
管理费用	50	61	184	420	90
财务费用	-6	-7	-2	-1	0
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	831	1373	1398
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	831	1373	1398
所得税	121	123	208	343	350
净利润	350	477	623	1030	1049
少数股东损益	1	0	1	1	1
归属母公司净利润	349	476	623	1029	1048
EBITDA	625	754	1021	1644	1766
EPS (元)	0.35	0.47	0.48	0.79	0.80

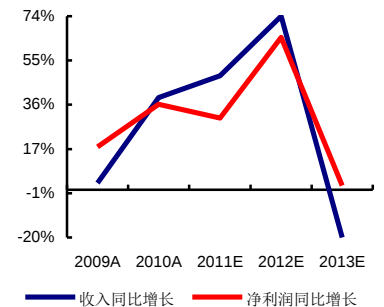
资产负债率趋势



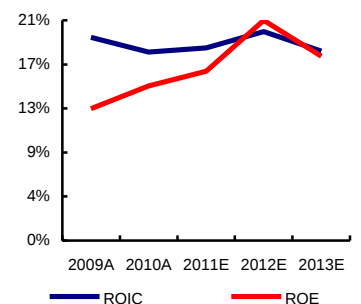
经营利润率趋势



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

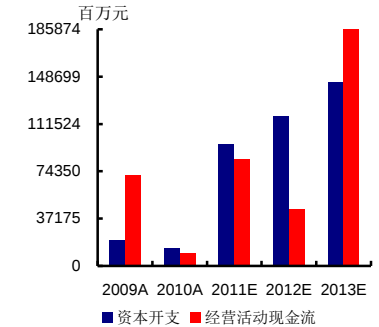
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	712	96	838	438	1,858
净利润	350	477	623	1,030	1,049
折旧摊销	164	163	199	278	375
营运资金变动	190	-551	22	-863	441
其它	8	7	-7	-6	-7
投资活动现金流	-223	-438	-945	-1,171	-1,433
资本支出	-205	-141	-952	-1,177	-1,440
投资变动	-25	-297	7	6	7
其他	6	0	0	0	0
筹资活动现金流	-101	-60	0	0	0
银行借款	0	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	-108	-732	425
期初现金余额	553	940	538	430	-302
期末现金余额	940	538	430	-302	122

主要财务比率

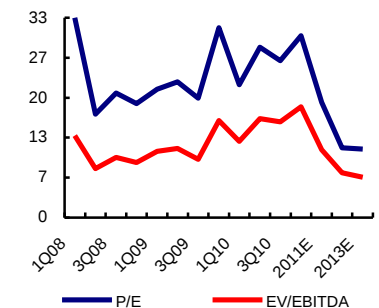
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	2.9%	39.5%	48.8%	74.2%	-20.3%
营业利润	21.9%	26.8%	38.2%	65.2%	1.8%
归属于母公司净利润	18.4%	36.6%	30.8%	65.2%	1.8%
获利能力					
毛利率	37.6%	34.1%	33.9%	34.8%	36.0%
净利率	22.3%	21.8%	19.2%	18.2%	23.2%
ROE	12.7%	14.9%	16.3%	21.3%	17.8%
ROIC	19.6%	18.2%	18.6%	20.2%	18.3%
偿债能力					
资产负债率	10.7%	8.9%	9.5%	11.1%	7.7%
净负债比率	-34.3%	-16.9%	-11.3%	6.2%	-2.1%
流动比率	5.18	10.30	6.86	4.64	5.67
速动比率	3.54	3.58	2.12	-0.04	0.93
营运能力					
总资产周转率	0.55	0.67	0.84	1.17	0.76
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	0.64	0.34	1.42
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	19.3	11.7	11.5
P/B	4.0	4.5	3.1	2.5	2.0
EV/EBITDA	16.2	18.5	11.3	7.5	6.7

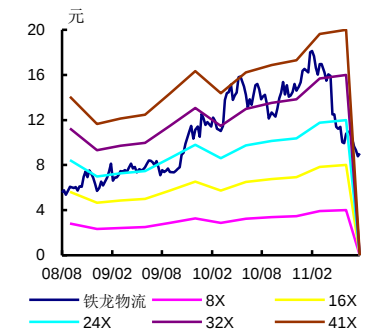
资本支出与经营活动现金流



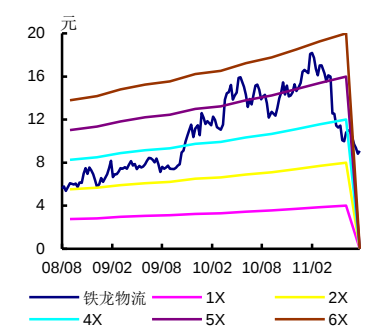
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发交通运输行业研究小组

杨志清，首席分析师，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	谢平	2011-08-03
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

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。