

铁龙物流：站在新一轮造箱周期的起点上

——深度分析报告

报告关键点：

- “十二五”期间铁路特种箱发展环境将发生质变；
- 特种箱业务进入快速扩张期，到2015年发送量有望超过150万TEU；
- 沙鲛线二期带来确定性增量。

报告摘要：

- **铁路特种箱发展环境将发生质变。**铁路特种箱发展环境主要变化有：（1）随着铁路客运专线建设推进、既有线的更新改造、铁路装备水平提升，铁路运力紧张局面将会得到明显缓解，从而缓解集装箱时效性要求高与铁路运力紧张的矛盾；（2）18个铁路集装箱中心站将于2012年全部投入使用，将会明显提升集货效率和装卸效率，从而节省全程运输时间；（3）随着集装箱班列开行次数增多，铁路集装箱运输组织形式优化，铁路特种箱运输服务水平将会明显提升；（4）铁路体制改革将释放铁路行业活力。
- **铁路特种箱进入一轮扩张周期。**由于08年的国际金融危机，特种箱业务经历了失落的两年，到2010年特种箱业务实现了大反转，一方面特种箱使用效率大幅提升，另一方面全程物流模式带来的收入大幅增长，特种箱业务收入实现70%以上的增长。正是因为既有箱使用效率提升，才让公司管理层坚定了大规模扩张的决心，从箱型来看，干散货箱成为扩张规模最大的品种。过去市场都寄希望于新箱型的市场开拓，而忽略老箱型的成长空间。从中期来看，我们认为到2015年特种箱发送量有望超过150万TEU，新箱型随着市场拓展，也有望逐渐开始贡献利润。
- **沙鲛线二期改造将带来确定性业绩增量。**沙鲛线二期改造投资2.4亿元，将于2012年下半年完成，扩能改造后理论运能8000万吨，我们预计2011-2013年运量复合增长率为15%。
- **公司是大股东唯一上市平台。**公司大股东是中铁集装箱，持有公司15.9%股权，实际控制人是铁道部。近年来，铁道部一直在拓宽融资渠道，缓解资金压力，股权融资是铁道部的必然选择，所以未来通过向铁龙物流注入资产换取资金可能性较大。中铁集装箱总资产73亿，2010年实现营业收入107.3亿元，除了铁路普箱、平车等资产外，公司还是中铁联集（铁路集装箱中心站运营主体）第一大股东。
- **上调评级至“买入-A”。**预计公司2011-2013年每股收益为0.47元、0.61元、0.75元，动态市盈率分别为22.2倍、16.8倍、13.8倍。特种箱业务进入快速增长期，沙鲛线二期改造后增长确定性高，公司两翼齐飞成为现实；公司是中铁集装箱唯一上市平台，存在资产注入的可能性。鉴于公司基本面发生积极变化，上调公司评级至“买入-A”，目标价15元。
- **风险提示：**经济增长放缓导致特种箱需求下降。

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	2,752.0	3,541.4	4,304.5
Growth(%)	2.9%	39.5%	25.9%	28.7%	21.6%
净利润	348.8	476.4	609.2	801.7	975.2
Growth(%)	18.4%	36.6%	27.9%	31.6%	21.6%
毛利率(%)	37.6%	34.1%	34.2%	35.3%	36.4%
净利润率(%)	22.3%	21.8%	22.1%	22.6%	22.7%
每股收益(元)	0.27	0.36	0.47	0.61	0.75
每股净资产(元)	2.10	2.44	2.84	3.37	4.01
市盈率	38.7	28.3	22.2	16.8	13.8
市净率	4.9	4.2	3.6	3.1	2.6
净资产收益率(%)	12.8%	14.9%	16.4%	18.3%	18.6%
ROIC(%)	17.8%	26.2%	23.2%	24.6%	27.9%
EV/EBITDA	16.0	18.4	14.1	10.1	7.8
股息收益率	0.4%	0.4%	0.6%	0.9%	1.0%

评级：

买入-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

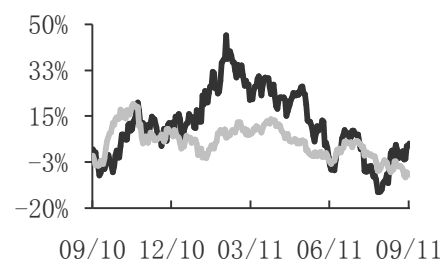
现价（2011 年 09 月 09 日）： 10.34 元

报告日期：

2011-09-13

总市值(百万元)	13,499.10
流通市值(百万元)	10,701.58
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	8.16/18.80 元
十大流通股东(%)	28.57%
股东户数	83,446

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	21.03	(0.23)	10.76
绝对收益	16.71	(7.35)	4.57

汪立

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：特种箱持续快速增长，沙鲛线二期改造值得期待

2011-08-19

铁龙物流：体制改革与运能释放带来的新机遇

2011-07-12

铁龙物流：铁路业务和地产业务快速增长

2010-08-31

目 录

1. 推荐铁龙物流原因分析——大规模造箱的启示.....	4
2. 铁路运能释放、配套设施改善为特箱发展创造良好环境.....	5
2.1. 铁路运能释放驱动线上运输效率提升.....	5
2.2. 运输模式改善：铁路集装箱班列运输比例提升.....	6
2.3. 铁路集装箱中心站建设创造专业化集疏货体系.....	7
2.4. 铁路市场化改革与特种箱发展.....	8
2.5. 2015 年特种箱发送量有望超过 150 万 TEU.....	8
3. 站在新一轮大规模造箱周期的起点上.....	9
3.1. 干散货箱占比持续增长，多种箱型有待发力.....	10
3.2. 干散货箱：位于持续扩张的通道之中.....	11
3.3. 水泥罐箱：水泥产量快速增长带来增量空间.....	12
3.4. 折叠式台架箱：一次性冲击后保持平稳.....	13
3.5. 积极拓展新领域，开拓新市场.....	14
4. 未来三年特种箱业务收入复合增速将达到 30%.....	15
4.1. 积极开拓线下物流业务驱动单箱收入暴增.....	15
4.2. 收入增速将高于保有量增速.....	16
5. 沙鲅线二期扩能改造带来持续增量.....	18
5.1. 近年来运能瓶颈是限制沙鲅线运量增速的主因.....	18
5.2. 沙鲅线二期扩能改造值得期待.....	18
6. 公司是中铁集装箱唯一上市平台.....	19
7. 盈利预测与投资建议	20

图 目 录

图 1: 铁龙物流股价走势及背景分析.....	4
图 2: 铁路运输优先次序.....	5
图 3: 中国铁路客运专线布局图.....	6
图 4: 铁路集装箱的五定班列运量及占比.....	6
图 5: 18 个中心站布局图.....	7
图 6: 中铁联集业务量一览.....	8
图 7: 铁路集装箱运量持续增长.....	9
图 8: 特种箱发送量在铁路集装箱中占比.....	9
图 9: 公司近年特种箱上线情况一览.....	9
图 10: 特种箱保有量预测.....	10
图 11: 特种箱分箱型的发送量构成.....	10
图 12: 特种箱发送量一览.....	11
图 13: 公司特种箱构成.....	11
图 14: 干散货箱年利用效率好于公司平均水平.....	12
图 15: 我国水泥产量及增速.....	12
图 16: 水泥罐箱发送量.....	13
图 17: 水泥罐箱年发送次数.....	13
图 18: 我国木材进口量及同比增速.....	13
图 19: 我国从俄罗斯进口木材量及增速.....	13
图 20: 我国沥青产量及增速.....	14
图 21: 铁路集装箱使用费计价模式.....	15
图 22: 铁路集装箱使用费计价模式.....	16
图 23: 2010 年下半年开始单位发送量收入大幅提升.....	16
图 24: 线下业务收入及占比.....	16
图 25: 影响特种箱业务收入的主要因素.....	17
图 26: 特种箱年发送次数预测.....	17
图 27: 特种箱发送量预测.....	17
图 28: 特种箱业务收入预测.....	18
图 29: 沙鲅线运量及增速.....	18
图 30: 沙鲅线运量占营口港吞吐量比重下降.....	18
图 31: 沙鲅线运量预测.....	19
图 32: 铁路货运及临港物流业务收入预测.....	19
图 33: 公司股权结构图.....	19
图 34: 收入构成.....	20
图 35: 毛利构成.....	20
图 36: 铁龙物流 PE-BONDS.....	21
图 37: 铁龙物流 PB-BONDS.....	21

表 目 录

表 1: 主要高铁开通情况一览.....	5
表 2: 已开通铁路中心站情况一览.....	7
表 3: 干散货箱主要区域及货种.....	11
表 4: 沥青箱需求量测算.....	14
表 5: 铁龙物流盈利预测.....	21

1. 推荐铁龙物流原因分析——大规模造箱的启示

2 月份以后，铁龙物流股价进入调整期，至最低点跌幅超过 40%，主要原因有：（1）冷藏箱业务增速低于市场预期；（2）市场对特种箱专营权放开的担忧；（3）723 事故对铁路板块估值的打压。

图 1：铁龙物流股价走势及背景分析



数据来源：铁道部、安信证券研究中心整理

目前来看，我们认为公司基本面正在发生积极变化，8 月份再度公告 7000 只造箱计划，今年董事会合计已经通过了 9500 只造箱计划，这是 08 年以来规模最大的造箱计划。是否预示着公司特种箱业务进入了新一轮快速扩张周期？答案是肯定的。从 2010 年数据可以看出来，公司特种箱利用率大幅提升，正是由于已有箱型使用效率大幅提升才有了公司大规模造箱的冲动。

从箱型来看，主要集中在干散货箱、水泥罐箱、框架式罐箱等，而市场之前把注意力过多放在冷藏箱等新箱型上，而忽略了干散货箱等老箱型，其实不管是哪个箱型，公司的市场占有率都不高，都有很大的提升空间。另外，随着运力逐步释放、装备水平不断提升、铁路中心站建设、铁路体制改革推进，铁路特种箱发展环境将会发生实质性改善，铁路特种箱将在“十二五”期间实现跨越式发展。

另外，沙鲛线二期也将正式动工，运能一直是限制沙鲛线增长的主要原因，随着运能的进一步提升，公司未来几年业绩增长确定性进一步增强。

正是基于以上两个原因，我们认为公司将进入“两翼齐飞、快速扩张”阶段，看好公司的投资前景，上调评级至“买入-A”，目标价 15 元。

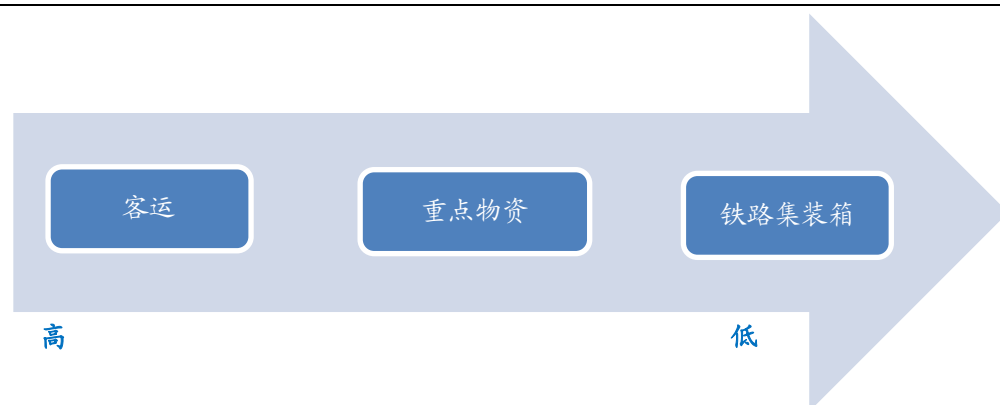
2. 铁路运能释放、配套设施改善为特箱发展创造良好环境

2.1. 铁路运能释放驱动线上运输效率提升

我国铁路运输以客运优先，货运次之。在运力紧张时，优先保证铁路客运的运输，在客运需求满足的前提下富余运力才能用于货运。而在货运中，又以关系国计民生的大宗物资（煤炭、粮食、石油等）优先，而铁路集装箱以及特种箱在运力优先次序中排位明显靠后，导致铁路集装箱运输的时效性得不到保障。由于集装箱运输货物一般都具有高附加值的特点，对时效性要求很高，而铁路集装箱运输难以提供高效、快捷、准时的运输服务，使得“十一五”期间铁路集装箱发展缓慢。

随着铁路建设加快特别是快速铁路网建设，铁路网络将更加完善，既有线路的货运能力将得到明显释放。自 2008 年以来，京津城际、石太客专、武广高铁、郑西高铁、福厦高铁、沪宁高铁、昌九城际、京沪高铁等相继通车，2012 年武广京石段、石武段、哈大客运专线、绵成乐城际铁路、哈齐城际铁路、宁杭高铁、宁安城际、厦深高铁等一批客专也将陆续通车。

图 2：铁路运输优先次序



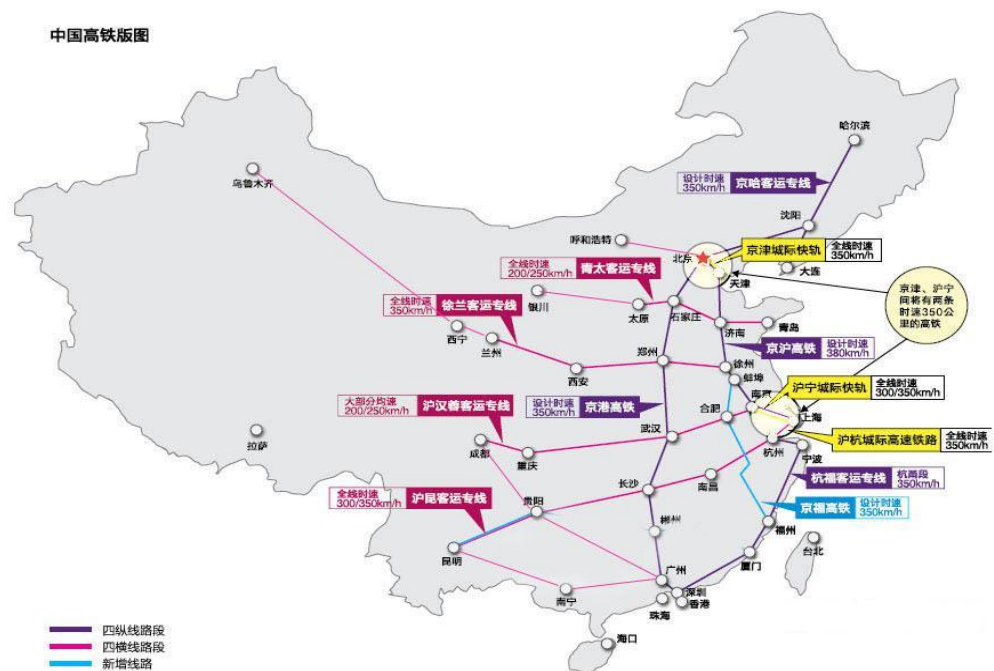
数据来源：铁道部、安信证券研究中心整理

表 1：主要高铁开通情况一览

近年已开通高铁线路			2012 年将开通高铁线路	
路段	长度（千米）	通车时间	路段	距离
京津城际	120	2008 年 8 月	武广高铁京石段	278.23
石太客专	189.93	2009 年 4 月	武广高铁石武段	844.73
武广高铁	1068.8	2011 年 7 月	哈大客运专线	904
郑西高铁	456.64	2009 年 6 月	绵成乐城际铁路	276.51
福厦高铁	273	2010 年 4 月	哈齐城际铁路	284
沪宁高铁	300	2010 年 7 月	宁杭高铁	249
昌九城际	131.27	2010 年 9 月	宁安城际	258
京沪高铁	1318	2011 年 6 月	厦深高铁	550
合计	3857.64			3644.47

数据来源：铁道部、安信证券研究中心

图 3：中国铁路客运专线布局图



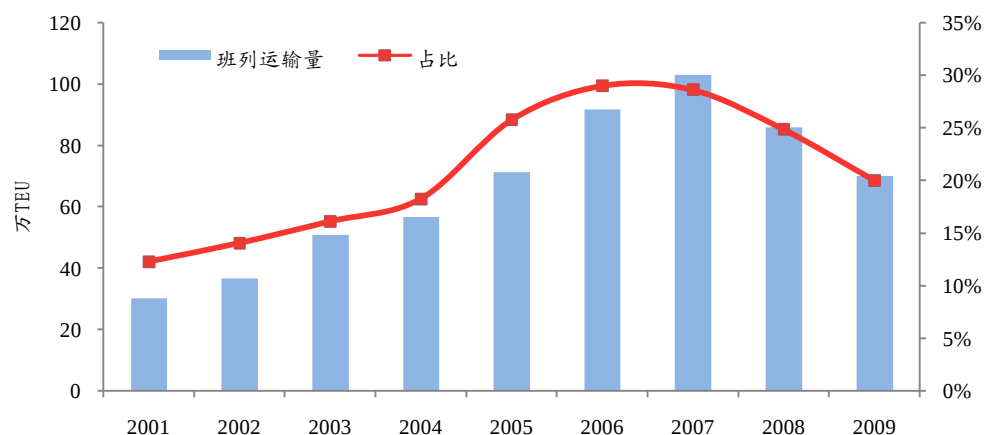
资料来源：凤凰网

2.2. 运输模式改善：铁路集装箱班列运输比例提升

“五定班列”具有运行高速、手续简便、运期保证、安全优质、价格优惠等特点和优势，实行优先配车、优先装车、优先挂运、优先放行、不准停限车、不准分界口接、不准保留、不准中途解体、不准变更到站、严格按图行车、确保运输到期限的直达快运货物列车，是铁路运输货运中服务质量较高的运输产品。

随着铁路货运能力的逐步释放，到 2015 年，开行方案中纳入班列车次的集装箱量为 512 万 TEU/年，约为 2009 年的 7.3 倍，届时班列集装箱运量将超过总量的 50%。

图 4：铁路集装箱的五定班列运量及占比



数据来源：铁道部

2.3. 铁路集装箱中心站建设创造专业化集疏货体系

长期以来，我国铁路货运场站设施装备能力落后，制约着铁路集装箱市场的发展。从国际铁路集装箱发展来看，铁路集装箱运输装卸专业化意义重大，专业化场站可以提升装卸作业效率，缩短运输时间，提高铁路运输的服务水平。中心站的开通运营解决了运输节点问题，有助于加快了枢纽内集装箱运输业务向中心站集中，大幅提升铁路集装箱运输的效率。

根据我国《中长期铁路网规划》和铁路“十一五”规划，铁道部将以站点布局调整为核心，配合路网建设和双层集装箱通道建设，建成以 18 个铁路集装箱中心站为枢纽、40 个专办站为结点、100 个一般办理站为喂给点、集装箱班列线为通道，辐射全国的铁路集装箱运输支撑体系。18 个铁路中心站的运营主体是中铁联集。

目前已开通运营的 9 个中心站，总规划面积超过 12000 亩地，设计能力超过 2000 万 TEU。随着近年来中心站的陆续投入使用，中铁联集业务量也不断提升，08 年四季度业务量仅 4.91 万 TEU，在铁路占比不到 5%。而到 2011 年二季度已经达到 40.91 万 TEU，2011 年上半年公司业务量占铁路集装箱运量的比重已经大幅提升至 29.0%。

图 5：18 个中心站布局图



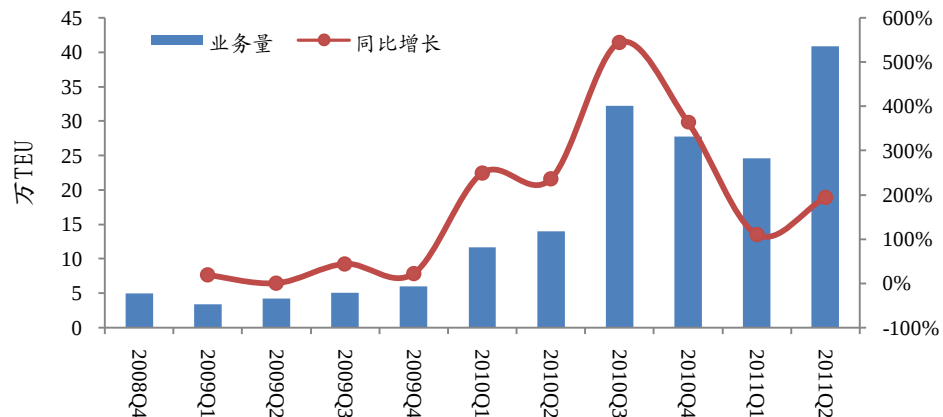
数据来源：新创建公司公告

表 2：已开通铁路中心站情况一览

城市	面积(亩)	最大办理能力(万 TEU/年)	投入运营时间
昆明	1230	160	2006
上海	1590	340	将注入
重庆	2263	153	2009 年 12 月投入使用
成都	2140		
郑州	1130	36	2010 年
大连	1743	260	2010 年
青岛	1001	310	2010 年
西安	1016	250	2010 年
武汉	939	150	2010 年

数据来源：中铁联集网站

图 6：中铁联集业务量一览



数据来源：铁道部、安信证券研究中心整理

2.4. 铁路市场化改革与特种箱发展

由于我国铁路长期处于计划体制下，铁路市场营销以及服务意识淡薄，大大降低了铁路的竞争力。铁路集装箱运输需要中铁集运、铁路局联合作业，中铁集运提供的铁路集装箱运输服务水平必然与铁路局相关，所以随着体制改革的推进，铁路局的服务意识将会明显提升，铁路集装箱运输服务水平才有可能明显改善，公司特种箱业务发展的软环境也有望随之改善。

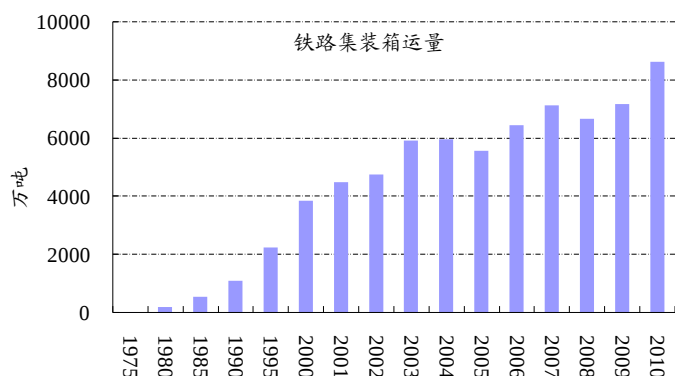
当前铁路集装箱造箱审批权在铁道部运输局，铁龙物流造箱计划由公司报至中铁集装箱，再由中铁集装箱上报至铁道部运输局审批。当前铁路普货运输集中由铁道部运输局管理，而其中的特货运输、集装箱运输分别由下属专业公司经营管理，但是重大经营决策需要铁道部运输局审批。由于当前铁路处于放权阶段，如果集装箱造箱审批权如果下放，最有可能下放至中铁集装箱。

铁路普箱和特箱业务最大的不同在于普箱有非铁路集装箱上线，而特种箱只有铁龙物流的箱子可以上线运营，即铁龙物流享有铁路特种箱租箱业务的专营权，从我们了解情况来看，短期之内特种箱专营权不会放开。

2.5. 2015 年特种箱发送量有望超过 150 万 TEU

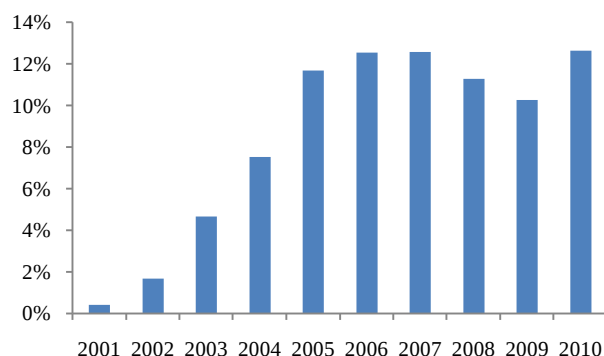
铁路集装箱运量保持持续增长，2010 年运量达到 425 万 TEU，“十一”五期间，运量增长 53.6%，低于当时铁道部预期，主要是由于运力释放、装备改善等各方面因素低于预期。随着铁路运能释放、铁路体制改革、铁路配套设施改善等各种积极因素的共同影响，未来五年铁路集装箱运量有望实现每年 18%以上的复合增长，到 2015 年铁路集装箱运量将接近 1000 万 TEU，假设特种箱占比达到 15%，届时铁路特种箱发送量有望超过 150 万 TEU。

图 7：铁路集装箱运量持续增长



数据来源：铁道部、安信证券研究中心

图 8：特种箱发送量在铁路集装箱中占比



数据来源：铁道部、安信证券研究中心

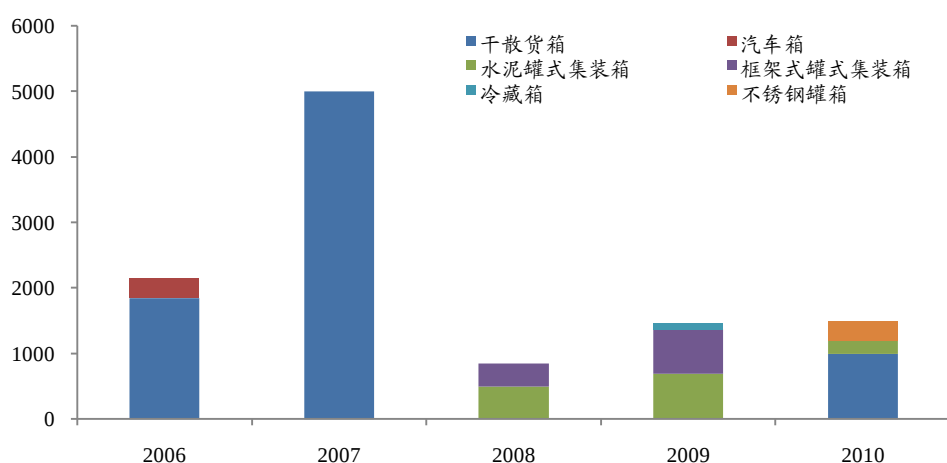
3. 站在新一轮大规模造箱周期的起点上

特种箱业务自 2006 年进入上市公司。从过去 5 年来看，新造箱数量大约 1.1 万只，其中干散货箱占比超过 70%、水泥罐式集装箱占比 13%、框架式罐式集装箱 9%，其他还有冷藏箱、不锈钢集装箱等。

随着 2010 年特种箱利用效率的大幅提升以及线下物流业务收入的大幅增长，特种箱业务盈利能力大幅提升，必然增加公司对于未来特种箱业务发展的信心。继年初董事会通过 2500 万只造箱计划之后，8 月份董事会又通过了 7000 只特种箱的造箱计划，这也就预示着今明两年公司至少将有 9500 万只特种箱上线运营。

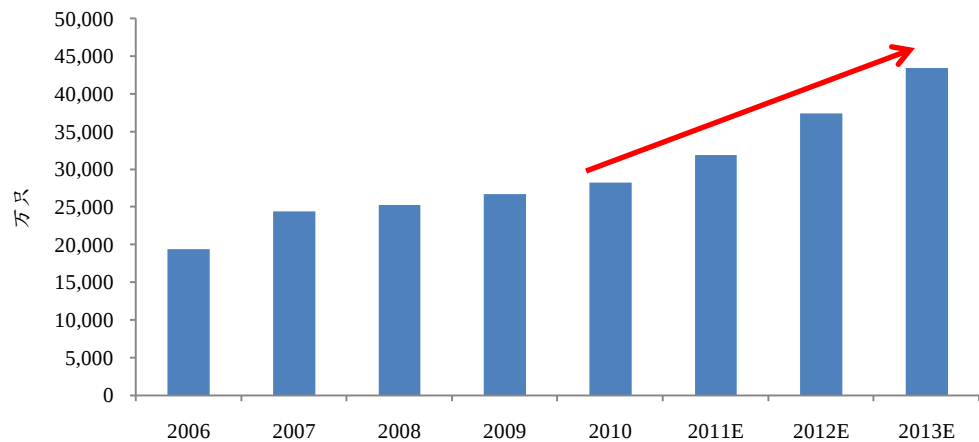
随着公司特种箱利用效率提升、市场开拓、铁路运能释放、体制改革等运营效率及环境的改善，公司特种箱进入了新一轮快速增长期，预计 2011 年-2013 年特种箱保有量增速分别为 13.1%、17.2%、16.0%。

图 9：公司近年特种箱上线情况一览



数据来源：铁道部

图 10: 特种箱保有量预测



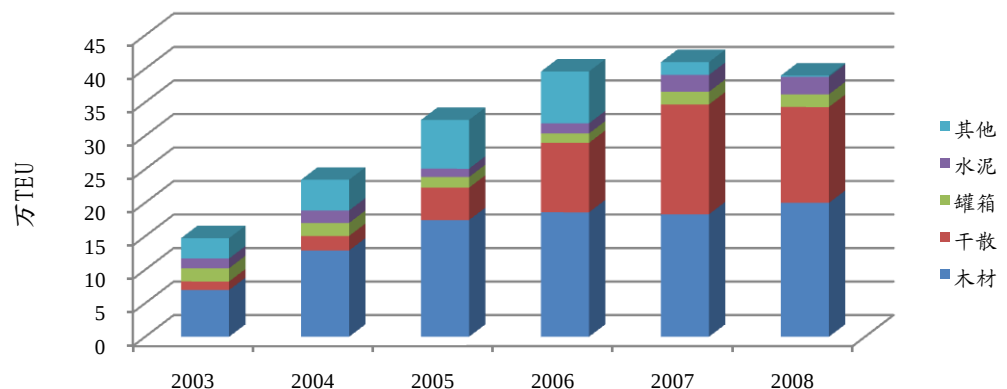
数据来源：铁道部

3.1. 干散货箱占比持续增长，多种箱型有待发力

特种箱业务是公司重要的战略发展方向。公司当前特种箱数量约 2.8 万只，其中干散货箱和木材箱占比最高，干散货箱数量超过 1 万只，木材箱接近 1 万只，罐式集装箱超过 3000 只，冷藏箱 100 只，其他还有汽车箱、水泥罐箱等。从发送量来看，干散货、木材箱近年来占比也不断提升，目前发送量 80%以上是由干散货箱、木材箱贡献。

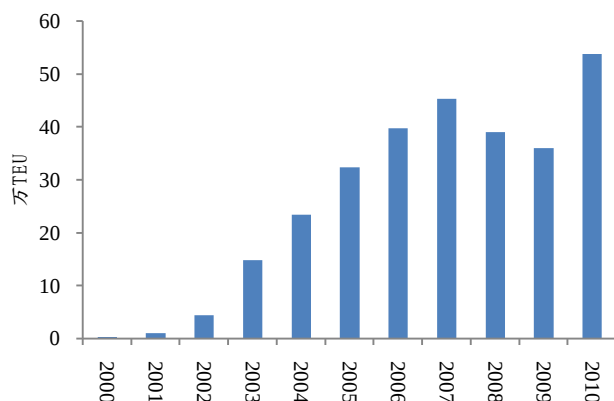
受到国际金融危机、俄罗斯木材出口政策变化等影响，特种箱发送量在 08、09 年有一定幅度下降。随着经济形势好转，公司特种箱业务开始快速增长，2010 年发送量同比增长 49.44%，今年上半年同比增长 17.63%。从公司当前业务发展来看，干散箱、水泥罐箱将是未来 2-3 年内主要增量，同时公司也将积极开发新箱型，积极培育沥青箱、冷藏箱、化工箱等新箱型。

图 11: 特种箱分箱型的发送量构成



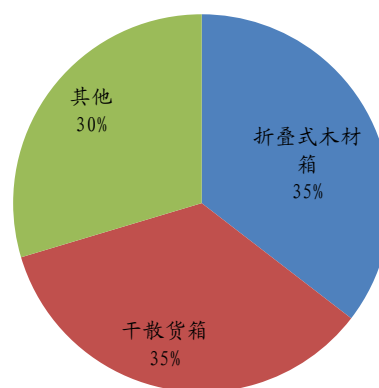
数据来源：铁道部、安信证券研究中心

图 12：特种箱发送量一览



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

图 13：公司特种箱构成



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

3.2. 干散货箱：位于持续扩张的通道之中

“十一五”期间，公司特种箱业务发展最迅速的是干散货箱，于2006、2007、2010年分别投入干散货箱1850只、5000只、1000只，合计为7850只，占期间特种箱增量的71.6%，由2006年的2000只增长到目前的超过1万只，年复合增长率近50%。从特种箱的使用效率来看，整体上好于公司平均水平，特别是在2010年开始，干散货箱使用效率大幅提升，年周转次数已经比特种箱整体水平高38%。

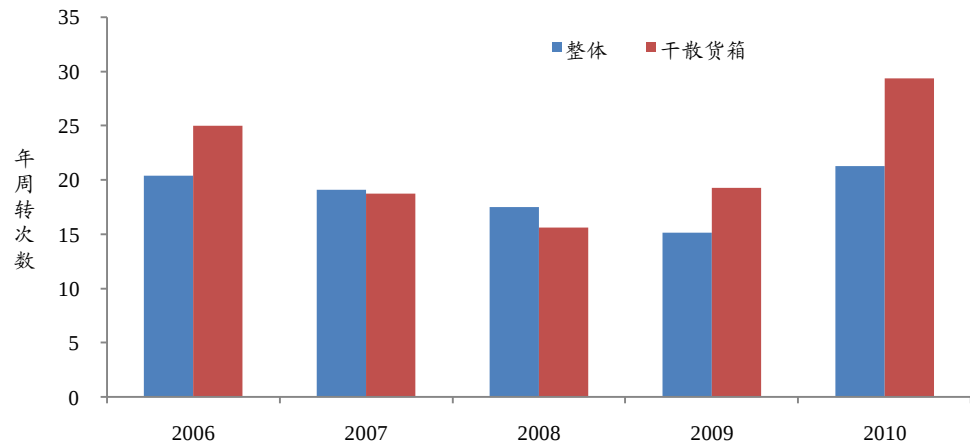
从增长空间来看，一方面是受益于下游产业的增长，另一方面是提升在细分领域的市场占有率，而我们认为提升市场占有率才是干散货箱实现大幅增长的主要动力。2010年公司干散货箱利用效率大幅提升，必然加大公司对于干散货箱的投入力度，预计未来5年内干散货箱依然是公司特种箱业务重要增长点之一。

表 3：干散货箱主要区域及货种

地区	主要用途
西南	主要硫磷对流运输，少量铅锌矿运输
兰州	增碳剂、碳化硅、生铁、铝锭运输
江西	水泥熟料、生铁、铝锭运输
浙江	水泥熟料循环拉运
内蒙	铝锭、生铁、铝锰合金、碳化硅、铅锌粉、铁粉等运输

资料来源：铁道部、安信证券研究中心

图 14：干散货箱利用效率好于公司平均水平



数据来源：铁道部、安信证券研究中心

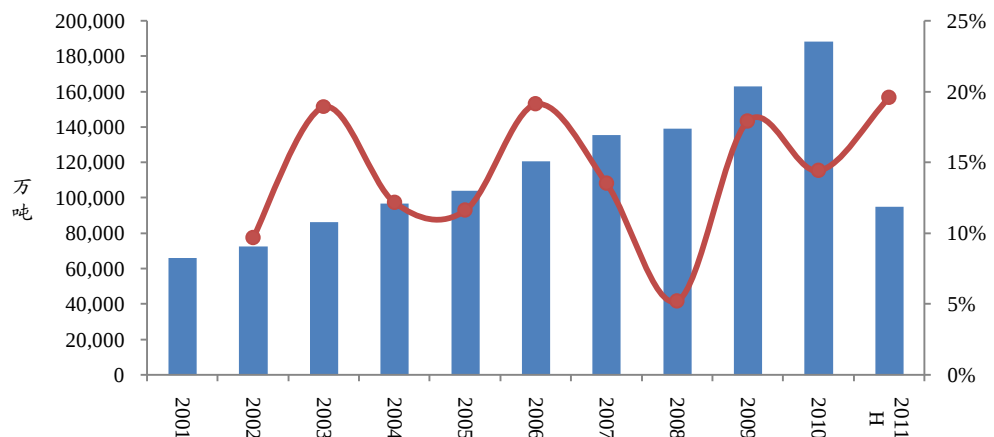
3.3. 水泥罐箱：水泥产量快速增长带来增量空间

公司水泥罐箱主要用于运输散装水泥，目前主要在四川、江西、浙江等区域运用。水泥散装化在我国自上世纪 50 年代就开始推广。散装水泥运输以水泥的自然状态进行存储，具有存储时间长、节省包装成本、节能环保等优点，散装水泥生产成本比带袋装水泥低 20% 左右。

从使用效率来看，水泥罐箱使用效率明显高于公司平均水平，具体来看 2010 年发送量和使用效率都有明显提升，并且年发送次数明显好于公司平均水平，接近干散货箱年发送次数。良好的利用效率说明该箱型需求较好，具有较大扩张空间。

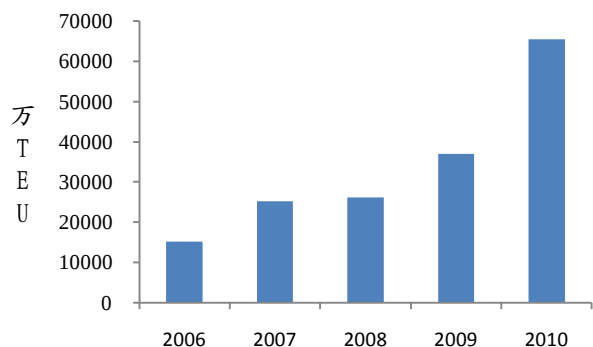
从 2008 年我国加大基础设施建设以来，我国水泥需求快速增长，水泥产量也大幅提升，2011 年上半年同比增速将近 20%，快速增长的水泥生产增长为水泥罐箱运输奠定了基础。

图 15：我国水泥产量及增速



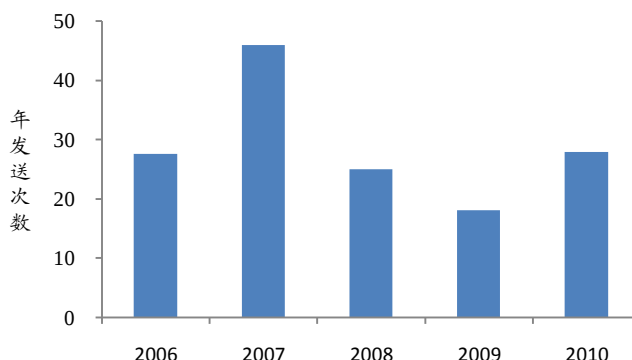
数据来源：铁道部、安信证券研究中心

图 16: 水泥罐箱发送量



数据来源：铁道部、安信证券研究中心

图 17: 水泥罐箱年发送次数



数据来源：铁道部、安信证券研究中心

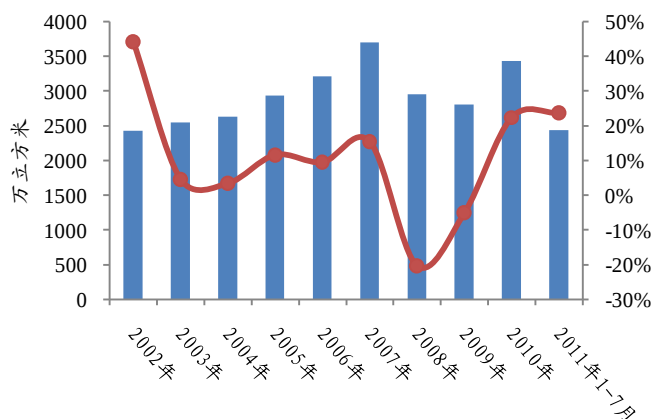
3.4. 折叠式台架箱：一次性冲击后保持平稳

折叠式台架箱以装运木材为主，具有载重量大、装卸方便、空箱可折叠回送等特点，主要市场为东北的齐齐哈尔、满洲里、绥芬河等地的木材进口及内贸运输。

2008、2009 年受国际金融危机影响，国内木材进口大幅减少，两年分别同比下降 20.4%、5.1%。2010 年开始大幅反弹，同比增长 22.4%；今年 1-7 月份木材进口量同比增长 23.7%。

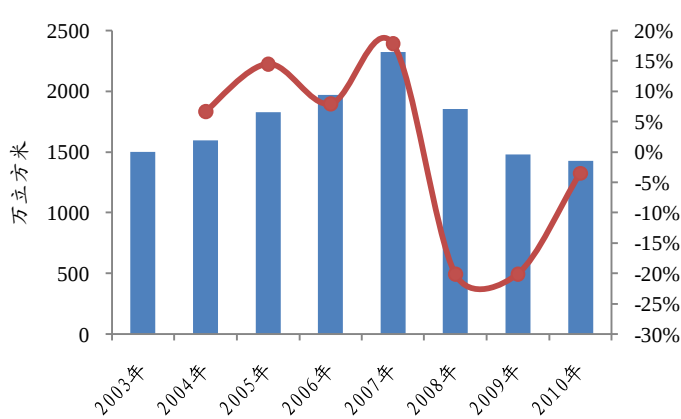
自 2007 年，俄罗斯开始大跨步分梯次提高原木出口关税，2008 年俄罗斯再次提高原木出口关税到 25%，导致来自俄罗斯的进口木材大幅下降，导致公司木材箱业务大幅萎缩。2008 年及以前，我国原木进口 62%以上来自俄罗斯，而 2010 年我国仅有 41.6% 进口木材来自俄罗斯。从 2010 年以来，整体俄罗斯进口木材量保持平稳，未来我们认为木材箱业务保持平稳的可能性比较大，如果未来能够进一步拓展至装运型材、管材等货物折叠式台架箱需求有进一步提升的空间。

图 18: 我国木材进口量及同比增速



数据来源：中国木业信息网、安信证券研究中心

图 19: 我国从俄罗斯进口木材量及增速



数据来源：中国木业信息网、安信证券研究中心

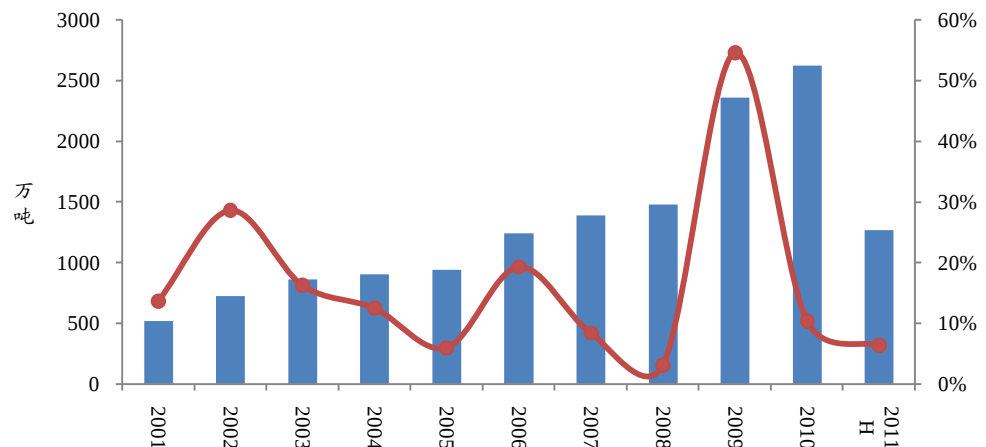
3.5. 积极拓展新领域，开拓新市场

近年来，公司除了大力发展已有箱型之外，也积极开拓新市场，例如冷藏箱、化工箱、沥青箱等。

➤ 沥青箱空间较大

2011年8月，董事会通过了建造2000只沥青箱的决定，总投资约2.4亿元，建造成本约12万/只。目前来看，我国每年沥青产量约2600万吨，有较大的市场空间，并且沥青运输对时效性要求不会太高，如果我们假设其中10%左右通过铁路特种箱运输，每年发送量就有260万吨，假设单箱运量为25吨、年均发送次数为20次，需要沥青箱约5200只。

图 20：我国沥青产量及增速



数据来源：铁道部、安信证券研究中心

表 4：沥青箱需求量测算

沥青箱保有量（只）		运输市场占有率			
		5%	10%	15%	20%
年周转次数	20	2600	5200	7800	10400
	25	2080	4160	6240	8320
	30	1733	3466	5200	6933

数据来源：WIND、安信证券研究中心

➤ 冷藏箱市场有待进一步培育

冷藏箱从2009年11月开始试运，在全路8个铁路局、9个车站之间进行了试运，到2010年2月末，共发送400.5TEU，实现收入132.7万元，单位发送量收入3313元/TEU。运输货物主要是速冻食品、冻鸡肉、冰激凌等。主要发送站为成都东、乌西、昆明南等，三个站合计占比72.3%。到2010年2月，冷藏箱平均周转时间36.7天，年均周转次数在10次左右。

在运营过程中，发现了一些问题，对设计方案进行调整，另外由于冷藏箱实际载重能到34万吨，但目前试运铁道部批的是30万吨，公司正积极申请调整。如果以上两项得到解决，公司有可能会增大冷藏箱保有量。

➤ 化工箱处于起步阶段

目前公司不锈钢化工箱数量较小,处于试运阶段,目前主要是运输润滑油、葡萄汁等,目前处于市场开拓阶段。

4. 未来三年特种箱业务收入复合增速将达到 30%

4.1. 积极开拓线下物流业务驱动单箱收入暴增

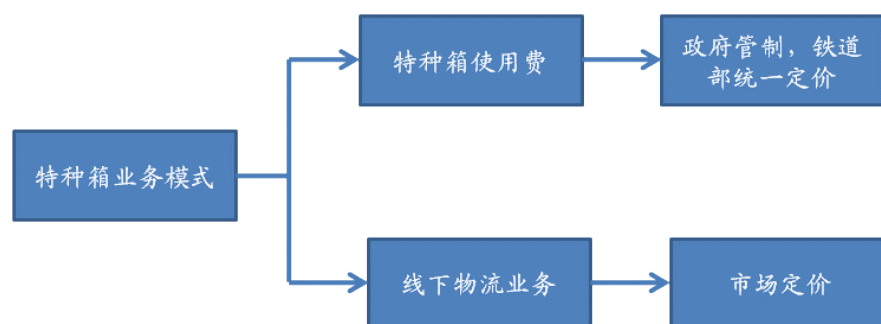
2010 年公司线下业务收入达到 3.04 亿元,是 2009 年的近 3 倍,远高于发送量增速 49.44%,是公司特种箱业务收入的主要增量之一。2010 年线下业务收入也首次超过特种箱使用费,占比达到 54%。10 年下半年以来收入增速明显快于业务量增速主要是由于公司实施全程业务模式,由之前的站到站运输转变成门对门运输,从而延伸了业务链条,给客户提供高附加值服务,从而获得更多的收入。

公司的铁路特种箱业务分为两种模式:一是收取特种箱使用费,该部分定价是由铁道部定价,收费模式是以距离来计量,不是以时间计量;二是通过提供铁路特种箱铁路两端线下物流服务,获得物流服务收入,该部分由市场定价。由于特种箱使用费是受铁道部管制,去年特种箱业务收入增速大幅高于业务量增速主要是由于线下业务收入的大幅提升所致。

从单位业务量带来收入来看,2010 年下半年开始实现了大幅提升,2010 年下半年单位发送量带来收入为 1267 元/TEU,比 2010 年上半年增长 57.0%,2011 年上半年为 1204 元/TEU。单位发送量收入提升主要是由于全程物流模式推广。

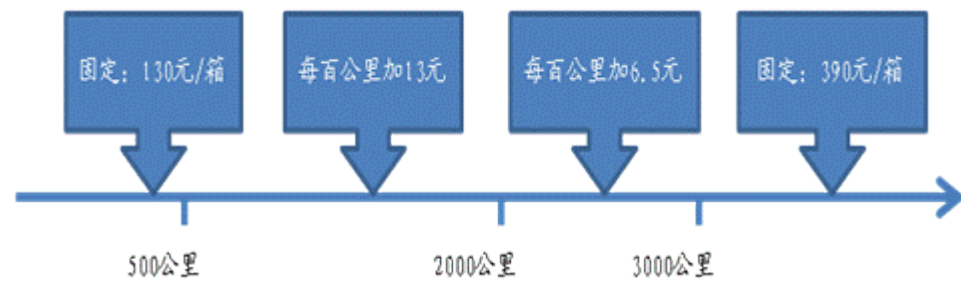
产业链延伸服务符合当前铁路发展政策。铁道部新部长上任以来,多次强调提升铁路发展的效益和质量,紧抓铁路多元化经营,其中铁路运输服务产业链的延伸是重中之重,铁路运输企业向现代物流转变。公司特种箱业务全程物流服务正是铁路产业链的延伸,符合铁路发展政策,是铁路产业链延伸的先行者。

图 21: 铁路集装箱使用费计价模式



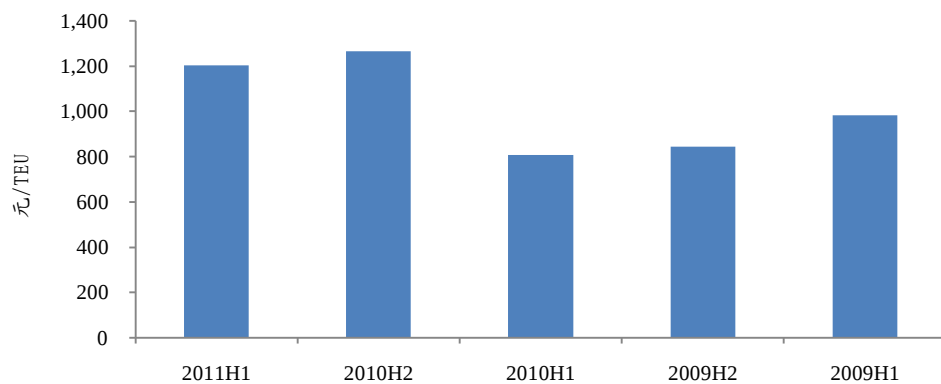
数据来源: 铁道部

图 22: 铁路集装箱使用费计价模式



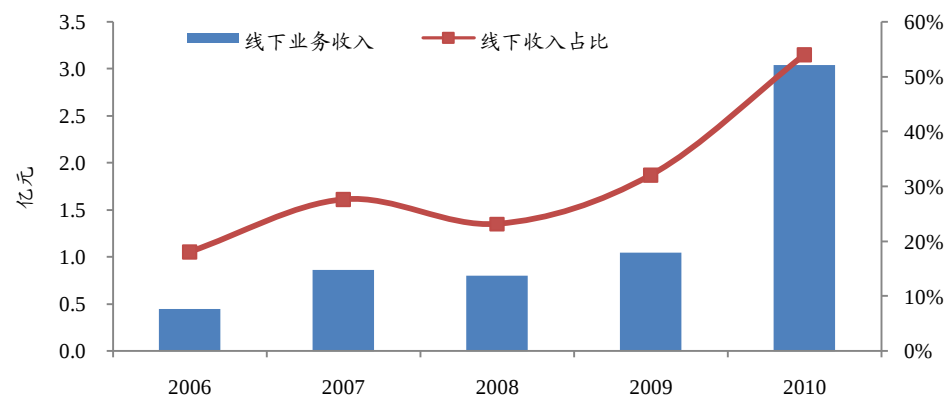
数据来源: 铁道部

图 23: 2010 年下半年开始单位发送量收入大幅提升



数据来源: 铁道部

图 24: 线下业务收入及占比



数据来源: 铁道部

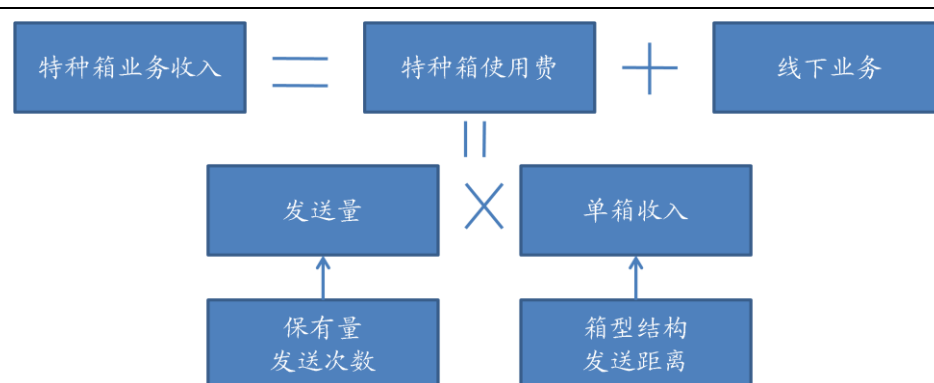
4.2. 收入增速将高于保有量增速

影响特种箱业务收入的主要因素有: 特种箱保有量、特种箱年发送次数(周转效率)、平均运距、箱型结构、线下业务收入等诸多因素。随着外围环境改善, 铁路特种箱年发送次数将维持较高水平, 随着全程物流业务的发展, 线下业务仍有提升空间。

2006-2009 年公司特种箱发送次数呈现下降趋势, 主要是受到国际金融危机、俄罗斯

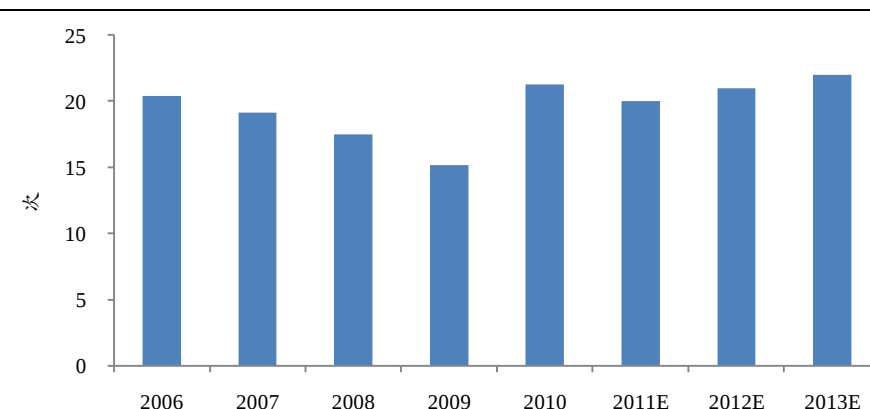
木材出口政策调整影响，2010 年特种箱发送次数明显提升，年平均发送次数超过 21 次，比 2009 年提升了 6 次，我们预计公司 2011-2013 年特种箱年发送次数在 20-22 次之间。据此，我们预计 2011-2013 年公司特种箱业务发送量分别为 63.86 万 TEU、78.60 万 TEU、95.54 万 TEU，分别同比增长 18.6%、23.1%、21.6%，2011-2013 年特种箱收入分别为 7.96 亿元、10.11 亿元、12.67 亿元，分别同比增长 41.7%、26.9%、25.4%，复合增长率超过 30%。

图 25：影响特种箱业务收入的主要因素



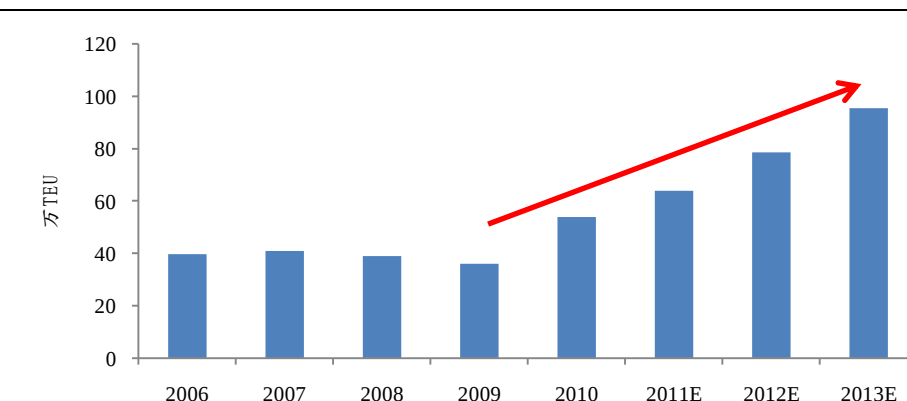
数据来源：铁道部、安信证券研究中心

图 26：特种箱年发送次数预测



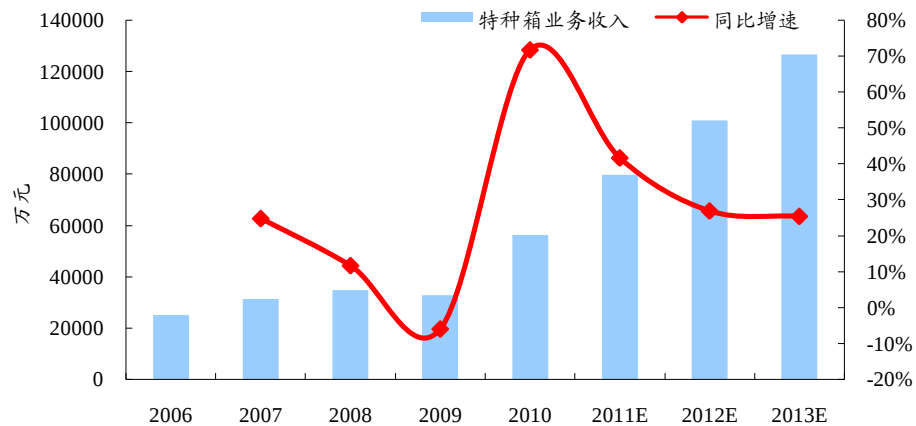
数据来源：铁道部、安信证券研究中心

图 27：特种箱发送量预测



数据来源：铁道部、安信证券研究中心

图 28：特种箱业务收入预测



数据来源：铁道部、安信证券研究中心

5. 沙鲛线二期扩能改造带来持续增量

5.1. 近年来运能瓶颈是限制沙鲛线运量增速的主因

沙鲛线是营口港唯一疏港铁路线，全长 14.17km。随着营口港吞吐量不断增长，沙鲛线运量也持续增长。过去 10 年营口港吞吐量平均增速超过 25%，沙鲛线运量增速基本与之持平。2004-2006 年，沙鲛线运量与营口港吞吐量之比就持续下降，主要是由于沙鲛线运能扩张明显慢于营口港吞吐量扩张。2008 年沙鲛线一期改造完成后，仅两年时间沙鲛线运量就增长 50%。

图 29：沙鲛线运量及增速

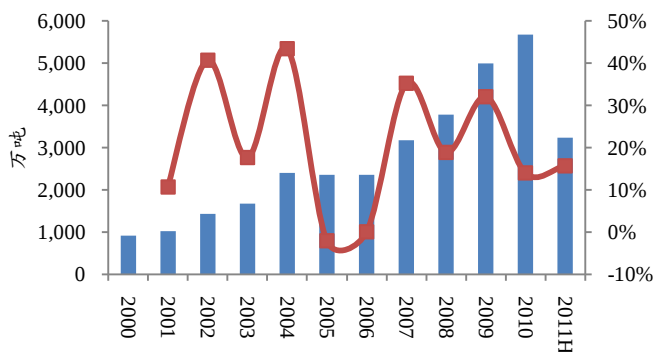
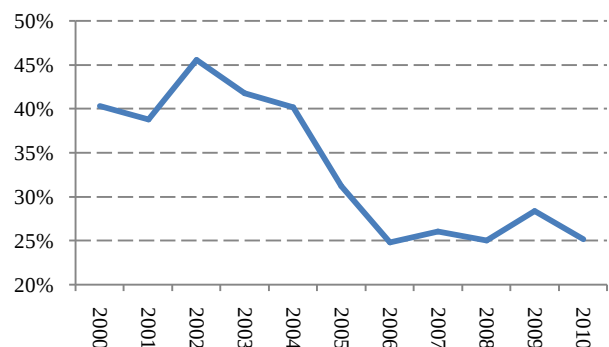


图 30：沙鲛线运量占营口港吞吐量比重下降



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

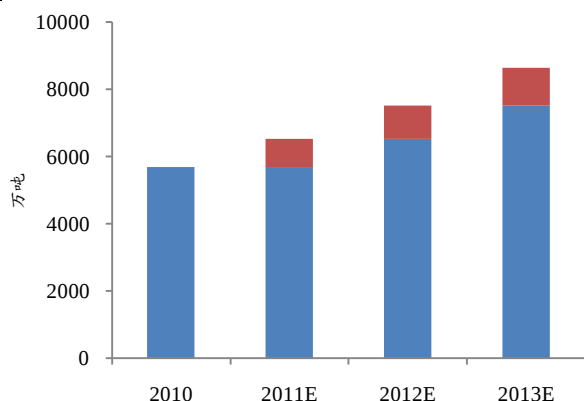
5.2. 沙鲛线二期扩能改造值得期待

沙鲛线二期改造主要是对场站进行改造，预计投资 2.4 亿元，预计今年年底动工、明年下半年完工。扩能改造之后，理论运能将达到 8000 万吨，从历史数据来看实际运能大于 8000 万吨的概率较大。

我们预计未来三年沙鲛线运量复合增长率为 15%，到 2013 年沙鲛线运量将超过 8500

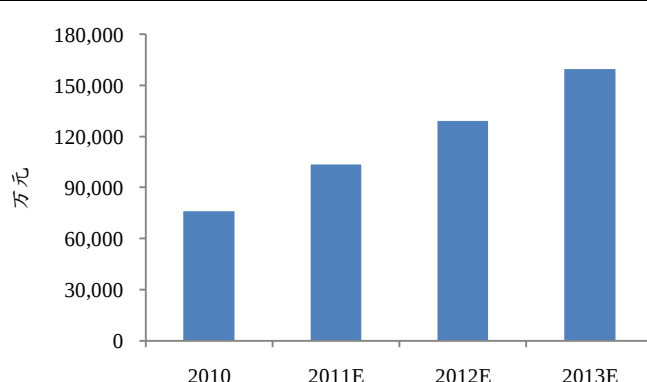
万吨。由于铁路运价上涨、临港物流业务发展、运贸一体化业务拓展，收入增速将会明显高于运量增速。

图 31: 沙鲛线运量预测



数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 32: 铁路货运及临港物流业务收入预测

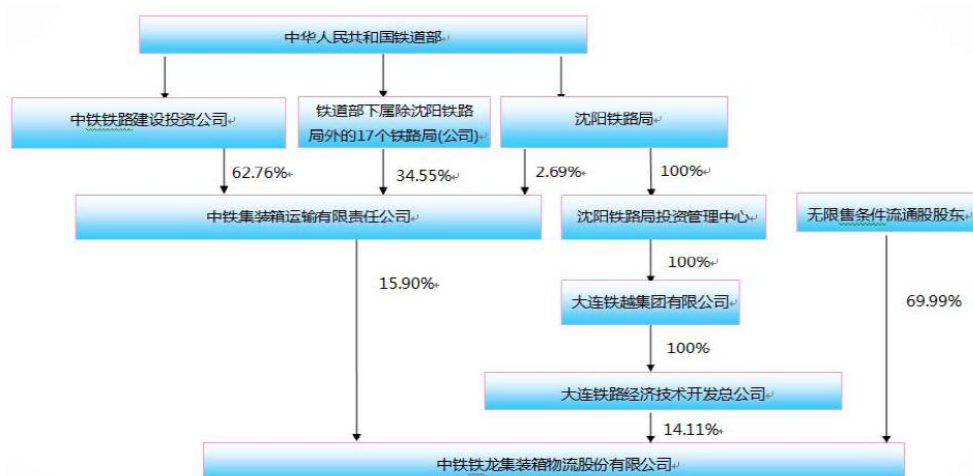


数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

6. 公司是中铁集装箱唯一上市平台

中铁集装箱是公司第一大股东，持有公司 15.9% 的股权，实际控制人是铁道部。大股东持有股权比例较低，未来可能通过注入存量资产来提升持股比例，从而获得绝对控股权。并且铁道部目前资金链偏紧，多年来铁道部也积极拓展融资渠道，通过存量资产换取流量资金是选择之一，而铁龙物流作为中铁集装箱唯一上市平台，未来资产注入的可能性较大。

图 33: 公司股权结构图



数据来源: 铁道部

- 中铁集装箱公司在各铁路局成立了对应的 18 分公司负责管理铁路局管内的集装箱运输业务，并在运量较大的地区设立了 31 个营运部。目前拥有 20 英尺、40 英尺通用集装箱、折叠式台架箱、板架箱、弧形罐式箱、散装水泥箱、水煤浆罐箱和干散货箱等各种专用、特种集装箱 14.03 万 TEU，铁路货车篷布 12 万张。拥有集装箱专用平车 13346 辆。
- 中铁集装箱还持有中铁联集 34% 股权，为其第一大股东。中铁联集主要运营 18 个

铁路集装箱中心站。

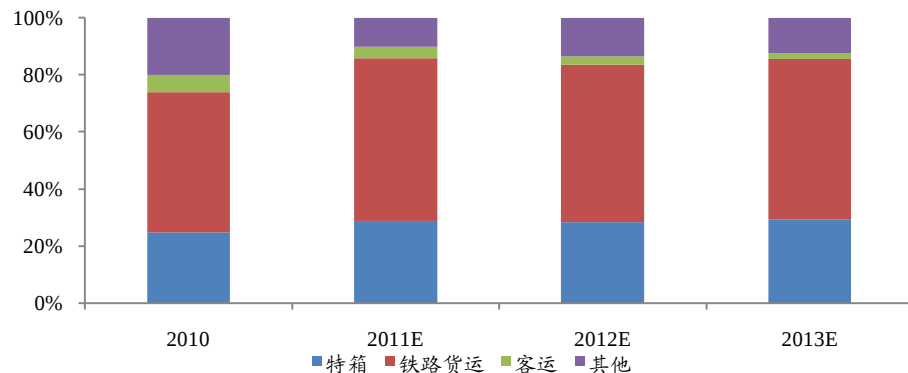
- 2010 年底，中铁集资产总额为 73.3 亿元人民币。营业收入除 2009 年由于金融危机略有下降外，总体呈上升趋势，2010 年达到 107.3 亿元，净利润约 4 亿元，预计 2011 净利润将达到 8 亿元左右。随着规模的不断提升，公司利润规模将实现成倍增长。

7. 盈利预测与投资建议

预计公司 2011-2013 年营业收入分别为 27.52 亿元、35.42 亿元、43.05 亿元，同比分别增长 25.9%、28.7%、21.6%；营业利润 7.73 亿元、10.30 亿元、13.00 亿元，分别同比增长 26.8%、35.1%、26.2%；实现净利润 6.10 亿元、8.04 亿元、9.77 亿元，分别同比增长 28.0%、31.8%、21.5%；实现每股收益分别为 0.47 元、0.61 元、0.75 元。

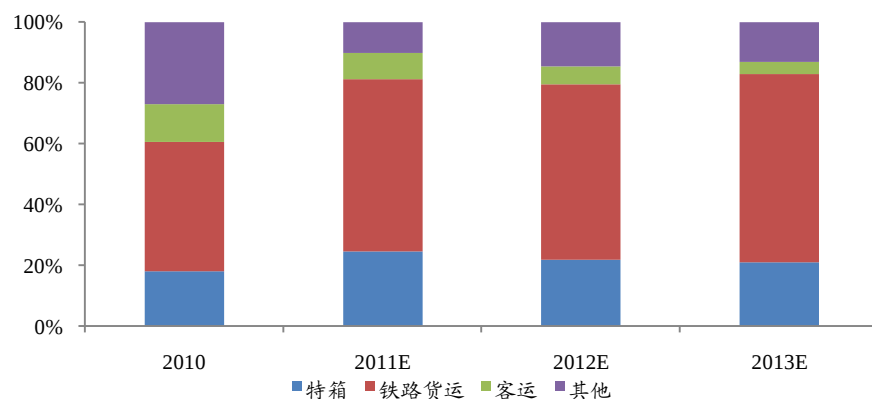
公司 2011-2013 年动态市盈率分别为 22.2 倍、16.8 倍、13.8 倍，特种箱业务进入快速增长期、沙鲛线二期改造后增长确定性高，公司两翼齐飞成为现实；公司是中铁集装箱唯一上市平台，存在资产注入的可能性。鉴于公司特种箱业务基本面发生积极变化，上调公司评级至“买入-A”，目标价 15 元。

图 34：收入构成



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

图 35：毛利构成



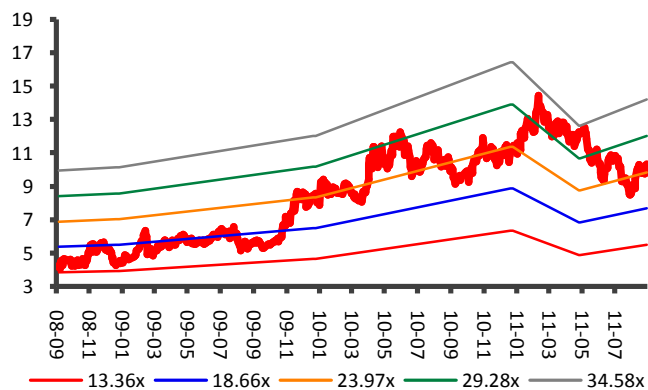
数据来源：公司公告、安信证券研究中心

表 5：铁龙物流盈利预测

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万)	2,186	2,752	3,541	4,305
同比增速(%)	39.49%	25.92%	28.68%	21.55%
营业成本(百万)	1,441	1,811	2,291	2,738
同比增速(%)	47.38%	25.66%	26.49%	19.52%
营业利润(百万)	599	773	1,030	1,300
同比增速(%)	26.79%	26.81%	35.10%	26.16%
净利润(百万)	477	610	804	977
同比增速(%)	36.24%	27.99%	31.75%	21.48%
EPS(元)	0.36	0.47	0.61	0.75

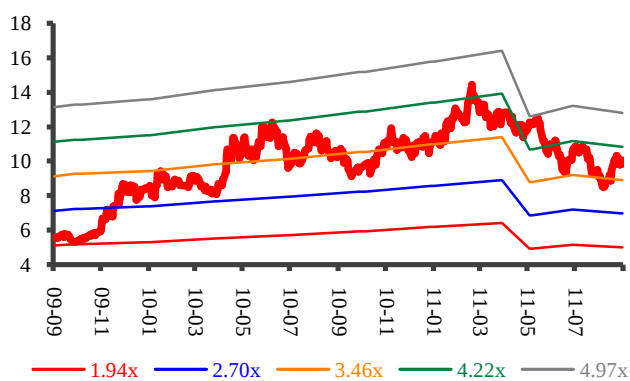
数据来源：WIND、安信证券研究中心

图 36：铁龙物流 PE-BONDS



数据来源：WIND、安信证券研究中心

图 37：铁龙物流 PB-BONDS



数据来源：WIND、安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间		2011-9-9		
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	2,752.0	3,541.4	4,304.5	成长性						
减: 营业成本	977.9	1,441.2	1,811.1	2,290.8	2,738.0	营业收入增长率	2.9%	39.5%	25.9%	28.7%	21.6%	
营业税费	54.0	70.9	85.3	109.8	133.4	营业利润增长率	21.9%	26.8%	26.9%	34.9%	26.3%	
销售费用	24.7	21.3	27.5	31.9	38.7	净利润增长率	18.4%	36.6%	27.9%	31.6%	21.6%	
管理费用	49.5	61.1	71.6	88.5	107.6	EBITDA 增长率	13.3%	19.6%	22.0%	34.7%	24.2%	
财务费用	-5.9	-6.8	-3.2	-5.0	-6.0	EBIT 增长率	17.9%	26.9%	27.8%	34.8%	26.3%	
资产减值损失	-0.8	2.7	-0.5	1.2	0.2	NOPLAT 增长率	13.3%	36.6%	29.3%	31.5%	21.6%	
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-7.4%	46.2%	23.8%	7.2%	7.1%	
投资和汇兑收益	7.0	6.3	3.0	5.0	7.2	净资产增长率	11.8%	16.4%	16.4%	18.5%	19.1%	
营业利润	474.4	601.4	763.2	1,029.2	1,299.8	利润率						
加: 营业外净收支	-3.1	-2.1	10.0	-	-	毛利率	37.6%	34.1%	34.2%	35.3%	36.4%	
利润总额	471.2	599.3	773.2	1,029.2	1,299.8	营业利润率	30.3%	27.5%	27.7%	29.1%	30.2%	
减: 所得税	121.3	122.5	163.0	225.9	323.1	净利润率	22.3%	21.8%	22.1%	22.6%	22.7%	
净利润	348.8	476.4	609.2	801.7	975.2	EBITDA/营业收入	40.3%	34.6%	33.5%	35.1%	35.9%	
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	29.9%	27.2%	27.6%	28.9%	30.1%	
货币资金	940.2	537.8	708.5	1,223.5	1,879.3	运营效率						
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	326	230	173	144	132	
应收帐款	75.1	134.5	165.9	213.5	259.5	流动营业资本周转天数	77	123	197	200	194	
应收票据	9.1	4.5	5.7	7.3	8.8	流动资产周转天数	298	284	286	290	311	
预付帐款	27.3	50.4	46.5	68.1	89.4	应收帐款周转天数	21	12	12	11	12	
存货	447.1	1,224.5	1,488.6	1,757.3	1,875.3	存货周转天数	97	138	177	165	152	
其他流动资产	1.9	1.6	9.0	19.8	26.5	总资产周转天数	657	541	497	465	460	
可供出售金融资产	-	24.0	-	-	-	投资资本周转天数	429	364	384	342	301	
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%	16.4%	18.3%	18.6%	
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	11.4%	13.6%	14.9%	15.9%	16.4%	
固定资产	1,419.4	1,369.2	1,271.6	1,563.7	1,602.6	ROIC	17.8%	26.2%	23.2%	24.6%	27.9%	
在建工程	21.2	29.2	263.3	56.3	71.3	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%	0.9%	0.9%	
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%	2.5%	2.5%	
资产总额	3,069.9	3,501.2	4,096.0	5,048.2	5,952.8	财务费用率	-0.4%	-0.3%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	4.4%	3.5%	3.5%	3.3%	3.3%	
应付帐款	151.4	121.5	199.3	253.1	277.3	偿债能力						
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	10.7%	8.9%	9.3%	12.8%	11.9%	
其他流动负债	137.2	68.0	-48.4	-62.2	-169.2	负债权益比	12.0%	9.7%	10.2%	14.7%	13.5%	
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	5.18	10.30	14.06	15.24	30.76	
其他非流动负债	39.1	120.6	207.9	430.9	574.5	速动比率	3.64	3.84	5.43	7.10	16.82	
负债总额	328.6	310.4	380.3	646.8	709.1	利息保障倍数	-79.07	-87.42	-241.28	-204.85	-215.63	
少数股东权益	1.8	2.6	3.5	5.0	6.3	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	0.07	0.09	0.10	
留存收益	1,735.2	2,183.9	2,406.6	3,090.9	3,931.9	分红比率	17.3%	12.6%	14.0%	14.6%	13.8%	
股东权益	2,741.2	3,190.8	3,715.6	4,401.4	5,243.7	股息收益率	0.4%	0.4%	0.6%	0.9%	1.0%	
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	609.2	801.7	975.2	EPS(元)	0.27	0.36	0.47	0.61	0.75	
加: 折旧和摊销	164.0	162.7	162.3	218.6	250.3	BVPS(元)	2.10	2.44	2.84	3.37	4.01	
资产减值准备	-0.8	2.7	-0.5	1.2	0.2	PE(X)	38.7	28.3	22.2	16.8	13.8	
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.9	4.2	3.6	3.1	2.6	
财务费用	0.5	-	-3.2	-5.0	-6.0	P/FCF	29.9	-38.3	2,352.4	23.8	18.6	
投资收益	-7.0	-6.3	-3.0	-5.0	-7.2	P/S	8.6	6.2	4.9	3.8	3.1	
少数股东损益	1.2	0.4	1.0	1.6	1.5	EV/EBITDA	16.0	18.4	14.1	10.1	7.8	
营运资金的变动	210.3	-471.3	-244.5	-84.6	-130.9	CAGR(%)	31.9%	27.0%	25.2%	22.0%	22.5%	
经营活动产生现金流量	711.7	95.7	521.4	928.5	1,083.0	PEG	1.2	1.0	0.9	0.8	0.6	
投资活动产生现金流量	-223.1	-438.3	-288.4	-301.0	-298.8	ROIC/WACC	1.8	2.6	2.3	2.5	2.8	
融资活动产生现金流量	-101.1	-59.8	-363.4	-112.4	-128.2	REP	3.2	2.0	1.7	1.5	1.2	

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 年交通运输行业研究经验，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

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