

铁龙物流 (600125.SH)

陆上运输行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

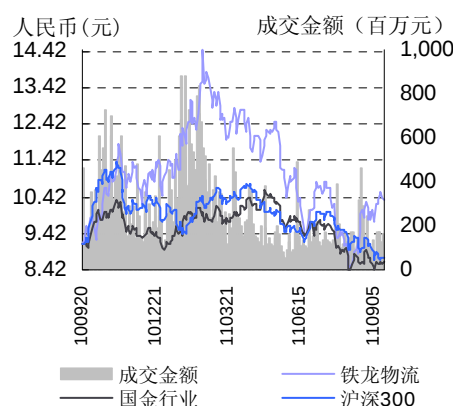
市价(人民币): 10.33 元

目标(人民币): 12.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,034.97
总市值(百万元)	13,486.04
年内股价最高最低(元)	14.46/8.50
沪深 300 指数	2901.22
上证指数	2612.19



相关报告

1. 《蛰伏的国内物流金股》，2011.8.19
2. 《三季报完全符合预期,估值基本合理》，2010.10.20

瞿永忠 联系人

(8621)61038313
quyz@gjzq.com.cn

黄金香

分析师 SAC 执业编号: S1130511030022
(8621)61038325
huangjx@gjzq.com.cn

铁龙物流 - 化工物流专项调研纪要

公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.347	0.474	0.419	0.569	0.716
每股净资产(元)	2.73	3.17	3.69	4.40	5.30
每股经营性现金流(元)	0.71	0.10	0.98	0.59	0.76
市盈率(倍)	31.70	30.40	21.43	15.76	12.53
行业优化市盈率(倍)	23.93	18.84	17.89	17.89	17.89
净利润增长率(%)	18.40%	36.59%	14.73%	35.98%	25.73%
净资产收益率(%)	12.73%	14.94%	14.75%	16.82%	17.56%
总股本(百万股)	1,004.25	1,004.25	1,305.52	1,305.52	1,305.52

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 9月15/16日国金证券组织20多家基金和其他投资机构的研究员进行铁龙物流化工物流专项调研,调研内容为中铁联集-昆明中心站运营和云天化“硫磺/磷肥”化工物流情况,在此基础上,我们形成一下行业发展前景判断:
- 中铁联集的快速发展为铁龙物流发展奠定良好网络基础: 中铁联集目前投入运营有10个集装箱中心站,其中昆明中心站盈利水平最高,年毛收入2.6亿,纯利润在1.5亿元以上。而中心站的累计投资额度在7~8亿元。随着中铁集装箱的节点(如中心站)、网络(如班列加大开行、物流服务网络)和信息平台升级等,我国铁路集装箱将获得巨大的发展空间,特种箱业务也会在十二五期间内飞速发展。
- 云天化“硫磺/磷肥”特种箱双向对流铁路运输项目效益显著: 对云天化集团具有40%以上物流总成本节省;未来项目对铁龙物流有每年大约2000以上运营利润贡献;项目在云南省具有很好的示范效益,未来还有翻番的发展空间。
- 巨大的客户物流需求是铁龙物流发展的核心驱动力。
- 铁龙物流的特种箱经营权不会分拆,铁道部的多种经营战略对铁路集装箱发展乃至特种箱的发展带来的巨大推动力值得期待。

投资建议

- 通过调研,我们加深对铁龙物流特种箱发展前景认识,维持前期的盈利预测,维持对公司“买入”投资评级

风险

- 我国铁路“多元经营战略”发展面临诸多挑战,铁道部的体制改革进程还有较多不确定性,这些对公司的发展进程和速度都有较大的影响,并且难以预测。

内容目录

中铁联集-昆明中心站运营调研	3
中铁联集背景	3
中铁联集-昆明站运营状况	3
云天化化工物流调研	6
云天化集团简介	6
天马物流及其特种箱物流项目	6
附录：三张报表预测摘要	9

图表目录

图表 1：18 个集装箱中心站建设进展	3
图表 2：站场右半部分	4
图表 3：站场左半部分	4
图表 4：危险品和液体罐区	4
图表 5：仓库区	4
图表 6：集装箱办理查询功能	5
图表 7：集装箱运输跟踪查询	5
图表 8：云天化铁路专用线边的集装箱堆场	7
图表 9：铁龙物流特种干散货箱	7
图表 10：硫磺堆场	7
图表 11：干散货装卸设备	7
图表 12：硫磺装卸设备	7

中铁联集-昆明中心站运营调研

中铁联集背景

■ 公司成立目的

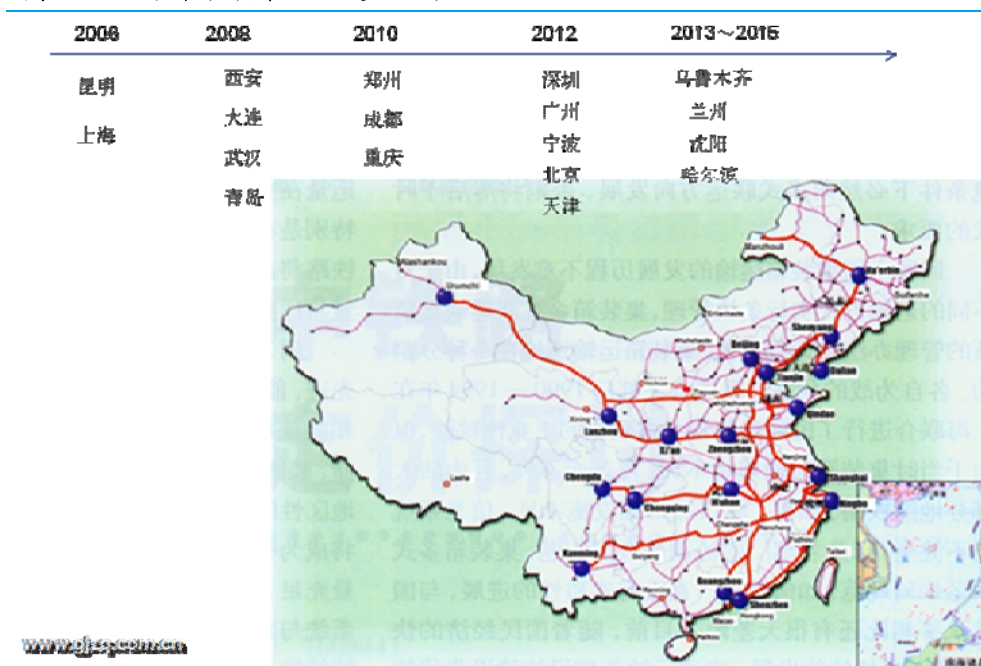
- 中铁联集成立的主要目的是建设和运营 18 个集装箱中心站，并开展相关物流和多式联运。

■ 公司概况

- 公司名称：中铁联合国际集装箱有限公司
- 注册资本：42 亿元
- 投资总额：120 亿元
- 股权结构：
 - 中铁集装箱，34%
 - 新创建集团，22%
 - 中集集团，10%
 - 汉采集团，10%
 - 法国飞达轮船，8%
 - 以色列以星，8%
 - 德国铁路，8%

■ 中心站建设情况

图表1：18 个集装箱中心站建设进展



来源：中铁集装箱，国金证券研究所

中铁联集-昆明站运营状况

■ 场站布局

- 纵列式布局：国内唯一，总共 8 条线，4 装卸线 1050 米，到发线 2，存车线 2。该种布局有利于装卸/编解体作业
- 站场总长 2100 米，中间平过道隔开

- 仓库是国际化标准，符合现代物流要求
- 正面吊 8 台，作业安全标准高于龙门吊
- 作业场按照到发分区，有危险品分区，如硫磺、液体化工罐箱

图表2：站场右半部分



来源：国金证券研究所

图表3：站场左半部分



图表4：危险品和液体罐区



来源：国金证券研究所

图表5：仓库区



■ 车站经营概览

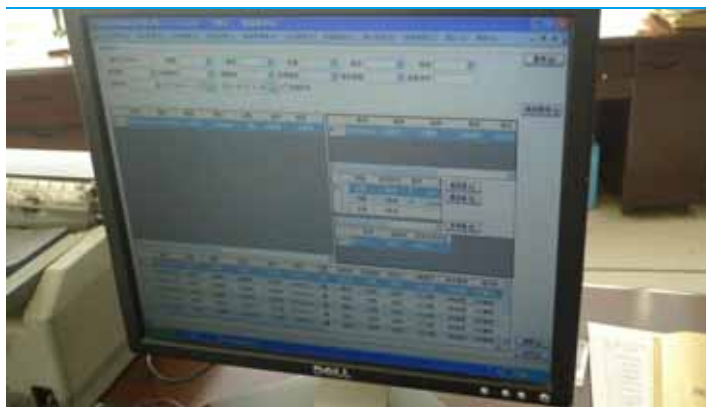
- 本站空重箱基本平衡。
- 本站建设的目标是年处理 160 万 TEU。
- 2010 年完成 31 万 TEU 周转量。
- 2011 年目标 35 万 TEU；今年增长 13%，收入增长 17%。
- 今年收入计划是 6.3 亿，扣缴铁道部清算费用后，全年 2.6 亿毛收入；纯利润在 1.5 亿元以上。
- 全站累计投资额度在 7~8 亿元。
- 收入构成：50%以上为运费收入，装卸费用 30%，其他收入 10%以上
- 本站安全管理水平高，每年只有 10 万赔偿额度。
- 全站内编 75 人，外聘 28 人，共计 103 人：90 员工，13 管理人员。
- 装卸费率：175 元/箱-重箱，90 元/箱-空箱。

■ 车站操作管理概览

- 全场视频监控

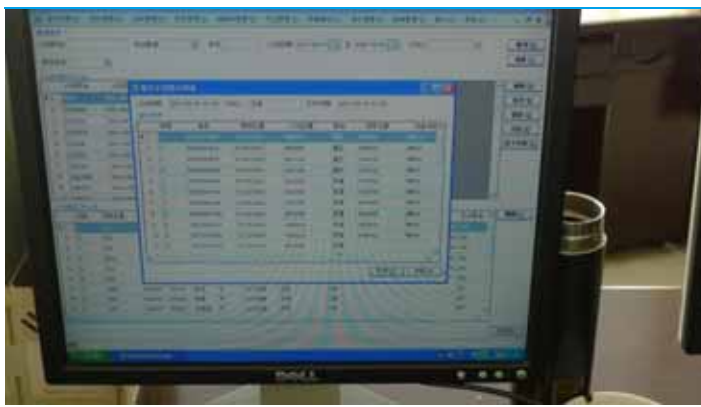
- 箱号识别方式：视频
- 车站调度平台
- 集装箱运用管理平台
- 正在搭建信息平台：建立返程货运转，提高自备箱利用率

图表6：集装箱办理查询功能



来源：国金证券研究所

图表7：集装箱运输跟踪查询



- 关于铁龙物流
 - 和铁龙物流是合作关系，没有竞争关系；
 - 自备箱发展审批权力下放：干散货箱和普通箱；特种箱审批绝对不会放开。
- 未来发展
 - 本站建设的目标是年处理 160 万 TEU。
 - 正在搭建信息平台：建立返程货运转，提高自备箱利用率
 - 关于铁道部的多元经营，铁路系统非常期待，对公司/本中心站带来巨大发展机会

云天化化工物流调研

云天化集团简介

- 集团构成：股份公司、国际公司、云南盐化等；
 - 云天化股份公司
 - 进出口和物流公司：硫磺进口量每年 180 万吨进口。
 - 云天化国际，磷化工，磷肥产业（今天参观基地）
 - 云南盐化：
 - 玻纤
 - 有机化工，
- 集团物流概况：天马物流处理量一年 300 万吨，集团上磷肥 1000 万吨；全集团上亿吨货物处理量。
 - 盐
 - PVC
 - 玻纤
 - 肥料：国内主要用铁路棚车运输，其运价水平十年没有涨过，是普通运价 1/3。
 - 磷矿
 - 集团还有 6 个铁路专用线，磷化工厂区专用线 10 多公里，云天化在铁路运输运作有先天的优势。

天马物流及其特种箱物流项目

- 天马物流概况：为了满足集团硫磺/磷肥双向对流的物流运作，成立天马物流；
 - 磷肥出口到港口-湛江（海防港太小），每年 300 万吨
 - 原料硫磺进口，路径相同，每年 180 万吨
 - 公司物流发展经历了主要靠汽运，汽运/铁路混合，到主要靠铁路特种箱运输发展历程。
- 铁龙物流特种箱项目运作特点：双方签订合作服务合同，铁龙物流提供特种箱，天马物流负责全程物流办理（包括铁路运输办理和两端短驳办理、厂区操作、港区操作），铁龙物流利用集装箱运营网络负责全程监控（包括铁道部调度中心监控）和信息平台跟踪支持。
 - 运转效率：每月 3 个来回，一年运转 6 万 TEU
 - 项目共用 1800 个箱子，还有成倍空间

图表8：云天化铁路专用线边的集装箱堆场



来源：国金证券研究所

图表9：铁龙物流特种干散货箱



图表10：硫磺堆场



来源：国金证券研究所

图表11：干散货装卸设备



图表12：硫磺装卸设备



来源：国金证券研究所

■ 项目巨大效益

- 在云南环境里，对区域物流发展有示范效益，对天马物流发展具有核心竞争力支持作用：云南铁路发展：4 出境 8 出滇，为东南亚经济交流的桥头堡；以后集装箱发展将大发展，基于云南特种资源丰富特种箱前景广阔；
- 依托天马物流的发展，也会对铁龙有相互促进：除了云天化集团外，所有云南化肥企业，尤其大量需要硫磺进口的企业需要基于铁龙物流特种箱进行全程物流的方案。整体需求至少还能扩张 1 倍以上。
- 公路运费还在不断发展，铁路集装箱运输优势还在增加：目前铁路运输全程成本不到公路运输一半。
- 包装材料和机械装卸作业成本节省：每箱装载不到 27 吨，大约 108 个 250 公斤的编织袋包装。由于进出口处理，每次硫磺都要划破编织袋进行卸料，还需要大量人工作业。改用特种箱后，节省编织袋及其人工费 1000 元/箱以上。
- 场内作业-全部用皮带传输，工厂和港口都是节省，环保水平大幅度提升。

■ 铁龙物流收入预测

- 服务费用：依据双方合同，铁龙物流获得每年 5000 元/箱综合使用（租赁）服务收入。
- 箱子使用费收入：
 - 运程假设：昆明-湛江，800 公里
 - 运转效率：每月 3 个来回
 - 箱子使用费率：200 元/单程，基数是全程铁路运费，集装箱公司扣除 20%，剩下为铁龙物流收入，即 160 元/单程，由铁道部清算至中铁集装箱，然后清算至铁龙物流。
- 2010 年收入预测
 - 去年（2010 年）项目投入箱量约 1600 箱，全年实际运输 6 万 TEU，空箱利率大约 20%，则箱子使用次数为：7.5 万次，全年箱子使用费用为：7.5 万 × 160 元 = 1216 万元
 - 备注：按照以上数据，2010 年平均运转效率大约为 2 往返/月。
 - 综合使用服务收入：5000 × 1600 = 800 万元
 - 项目总收入：1216 + 800 = 2016 万元
 - 固定折旧为：3.5 × 1600 × (1/8) = 700 万元
 - 项目运营毛利润：2016 - 700 = 1416 万元
- 理想模式盈利预测：
 - 理想模式假设：根据目前项目运转水平，即每月完成 3 次往返，全年投入 1800 箱
 - 全年完成单程运输（包含空箱返程）次数为：1800 × 3 × 2 × 12 = 12.96 万次。
 - 这样，全年箱子使用费为：160 × 12.96 = 2073.6 万元/年
 - 综合使用服务收入：5000 × 1800 = 900 万元
 - 项目总收入：2073.6 + 900 = 2973.6 万元
 - 固定折旧为：3.5 × 1800 × (1/8) = 787.5 万元
 - 项目运营毛利润：2973.6 - 787.5 = 2185.5 万元

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	1,523	1,567	2,186	2,776	3,538	4,461
增长率		2.9%	39.5%	27.0%	27.4%	26.1%
主营业务成本	-995	-978	-1,441	-1,897	-2,385	-2,987
% 销售收入	65.3%	62.4%	65.9%	68.3%	67.4%	67.0%
毛利	528	589	744	880	1,154	1,474
% 销售收入	34.7%	37.6%	34.1%	31.7%	32.6%	33.0%
营业税金及附加	-57	-54	-71	-97	-115	-143
% 销售收入	3.7%	3.4%	3.2%	3.5%	3.3%	3.2%
营业费用	-29	-25	-21	-28	-34	-42
% 销售收入	1.9%	1.6%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
管理费用	-47	-50	-61	-89	-106	-125
% 销售收入	3.1%	3.2%	2.8%	3.2%	3.0%	2.8%
息税前利润 (EBIT)	395	461	591	666	898	1,164
% 销售收入	25.9%	29.4%	27.0%	24.0%	25.4%	26.1%
财务费用	-8	6	7	20	35	48
% 销售收入	0.5%	-0.4%	-0.3%	-0.7%	-1.0%	-1.1%
资产减值损失	-1	1	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	4	7	6	6	6	6
% 税前利润	0.9%	1.5%	1.0%	0.9%	0.6%	0.5%
营业利润	389	474	601	692	939	1,218
营业利润率	25.6%	30.3%	27.5%	24.9%	26.5%	27.3%
营业外收支	1	-3	-2	-3	-3	-3
税前利润	390	471	599	689	936	1,215
利润率	25.6%	30.1%	27.4%	24.8%	26.5%	27.2%
所得税	-95	-121	-123	-141	-192	-279
所得税率	24.3%	25.7%	20.4%	20.5%	20.5%	23.0%
净利润	295	350	477	548	744	935
少数股东损益	1	1	0	1	1	1
归属于母公司的净利润	295	349	476	547	743	934
净利率	19.3%	22.3%	21.8%	19.7%	21.0%	20.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	295	350	477	548	744	935
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	161	163	165	159	161	162
非经营收益	13	8	4	3	-3	-3
营运资金变动	-200	190	-551	272	-306	-334
经营活动现金净流	270	712	96	981	596	760
资本开支	-312	-205	-141	-11	-12	-13
投资	-10	-26	-300	-1	0	0
其他	10	7	3	6	6	6
投资活动现金净流	-311	-223	-438	-6	-6	-7
股权募资	0	0	1	0	0	0
债权募资	-300	-40	0	-117	0	0
其他	-21	-61	-61	0	-30	-30
筹资活动现金净流	-321	-101	-60	-117	-30	-30
现金净流量	-363	388	-402	859	560	723

资产负债表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	553	940	538	1,396	1,956	2,679
应收款项	131	84	139	178	256	323
存货	395	447	1,224	1,039	1,307	1,637
其他流动资产	14	29	52	74	97	136
流动资产	1,092	1,501	1,953	2,688	3,617	4,776
% 总资产	41.2%	48.9%	55.8%	66.0%	74.5%	81.5%
长期投资	60	58	75	76	75	75
固定资产	1,432	1,441	1,398	1,242	1,084	924
% 总资产	54.0%	46.9%	39.9%	30.5%	22.3%	15.8%
无形资产	57	58	64	67	75	83
非流动资产	1,557	1,569	1,548	1,387	1,235	1,084
% 总资产	58.8%	51.1%	44.2%	34.0%	25.5%	18.5%
资产总计	2,650	3,070	3,501	4,075	4,852	5,859
短期借款	40	0	0	0	0	0
应付款项	120	250	170	308	363	455
其他流动负债	24	40	20	59	67	76
流动负债	183	290	190	367	430	532
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	14	39	121	0	0	0
负债	197	329	310	367	430	532
普通股股东权益	2,451	2,739	3,188	3,705	4,418	5,322
少数股东权益	1	2	3	4	5	6
负债股东权益合计	2,650	3,070	3,501	4,075	4,852	5,859

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.293	0.347	0.474	0.419	0.569	0.716
每股净资产	2.441	2.728	3.175	3.689	4.399	5.300
每股经营现金净流	0.269	0.709	0.095	0.977	0.594	0.756
每股股利	0.040	0.034	0.000	0.030	0.030	0.030
回报率						
净资产收益率	12.02%	12.73%	14.94%	14.75%	16.82%	17.56%
总资产收益率	11.12%	11.36%	13.61%	13.41%	15.32%	15.95%
投入资本收益率	11.98%	12.48%	14.72%	14.27%	16.15%	16.82%
增长率						
主营业务收入增长率	-3.62%	2.91%	39.49%	27.03%	27.44%	26.09%
EBIT增长率	-5.56%	16.73%	28.30%	12.64%	34.95%	29.55%
净利润增长率	4.69%	18.40%	36.59%	14.73%	35.98%	25.73%
总资产增长率	-8.05%	15.86%	14.05%	16.40%	19.06%	20.75%
资产管理能力						
应收账款周转天数	20.6	21.4	11.7	12.0	15.0	15.0
存货周转天数	165.1	157.2	211.7	200.0	200.0	200.0
应付账款周转天数	17.8	21.1	17.4	20.0	20.0	20.0
固定资产周转天数	339.6	330.7	228.7	161.5	111.7	75.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-20.90%	-34.30%	-16.85%	-37.66%	-44.24%	-50.28%
EBIT利息保障倍数	47.2	-77.8	-86.9	-33.3	-25.9	-24.3
资产负债率	7.45%	10.71%	8.86%	9.01%	8.86%	9.07%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	2	3	7	11	25
买入	0	1	2	5	12
持有	0	1	2	3	5
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.43	1.50	1.54	1.53

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B