

交通运输行业

短期内谨慎，中长期看好

2011年12月28日

铁龙物流（600125）调研报告

研究员：赵彦辉

执业证书编号：S0170511040003

电话：0411-39673302

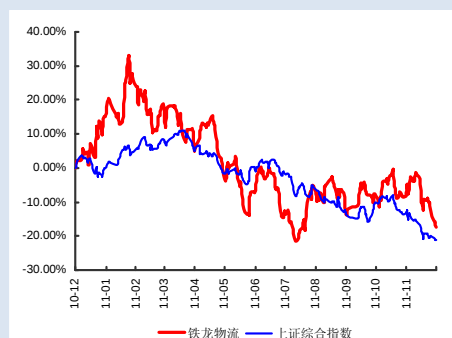
网址：www.daton.com.cn

邮箱：zhaoyanhui@daton.com.cn

本次评级：中性（首次）

未经授权刊载或者转发证券研究报告的媒体，应承担相应的法律责任；
研究报告只是投资决策的参考依据。

52周股价表现



资料来源：wind 资讯

近日，我们赴铁龙物流调研，与公司董秘就公司生产经营相关问题做了交流，以下是我们结合调研信息的综合研判。

1. 主营业务

公司是国内铁路特种集装箱唯一运营主体，也是公司的发展方向。但在目前主营业务仍然以铁路货运及临港物流为主，收入占比与毛利占比近 60%，特箱业务占比在 25%左右，成长空间较大。另两块业务是房地产业务和铁路客运业务。

2. 公司经营简析

2.1 特箱业务

我国铁路集装箱化率远低于发达国家，中长期发展空间较大。铁路运能紧张及专用装载设备等基础设施落后两制约因素正在改善当中。

进入 2011 年，公司造箱速度明显加快。2011 年 3 月公司董事会通过新造箱 2500 只，分别为 1000 只 20 英尺水泥罐箱、1500 只干散货箱，现已经投入运营。2011 年 8 月公司董事会通过新造箱计划，其中 2000 只化工箱已经获铁道部批准。

同时，造箱以市场为导向，增速较快而不失节奏，经营稳健。

2010 年下半年以来公司推动全程物流业务。业务运营效果良好，线下业务的开展使得公司收入增速大幅超过发送量增速，2010 年度公司的线下业务收入已经与线上业务收入基本相当。

2.2 铁路货运与临港物流业务

由于铁道部每年都会适当提高运费，制约该业务发展主要是运量，其又受制于公司的运能以及营口港的吞吐量。现在沙鲅线的运能利用率已经达到了百分之一百二十以上，运能瓶颈制约运量增长。沙鲅线二期工程已经开工，预计明年下半年完工，运能瓶颈解决。当前，由于钢铁行业景气度较低，本钢、鞍钢铁矿石进港与钢铁下水数量减少，沙鲅线的运量因此受到一定程度影响。

3. 盈利预测、估值和评级

经测算公司 2011 年、2012 年每股收益为 0.41 元、0.55 元，对应 12 月 27 日股价，相应的市盈率为 22 倍、16 倍。纵向比较，相对自身处于估值低位，横向比较，相对同业公司在高位。综合考虑，不具有明显估值优势，在市场较弱条件下尤显风险。公司业务结构合理，经营稳健，特箱业务中长期成长性良好，短期内钢铁业景气度较低在一定程度上影响增速。综上因素，我们中长期看好公司的投资价值，短期内给予公司“中性”投资评级。

4. 投资风险

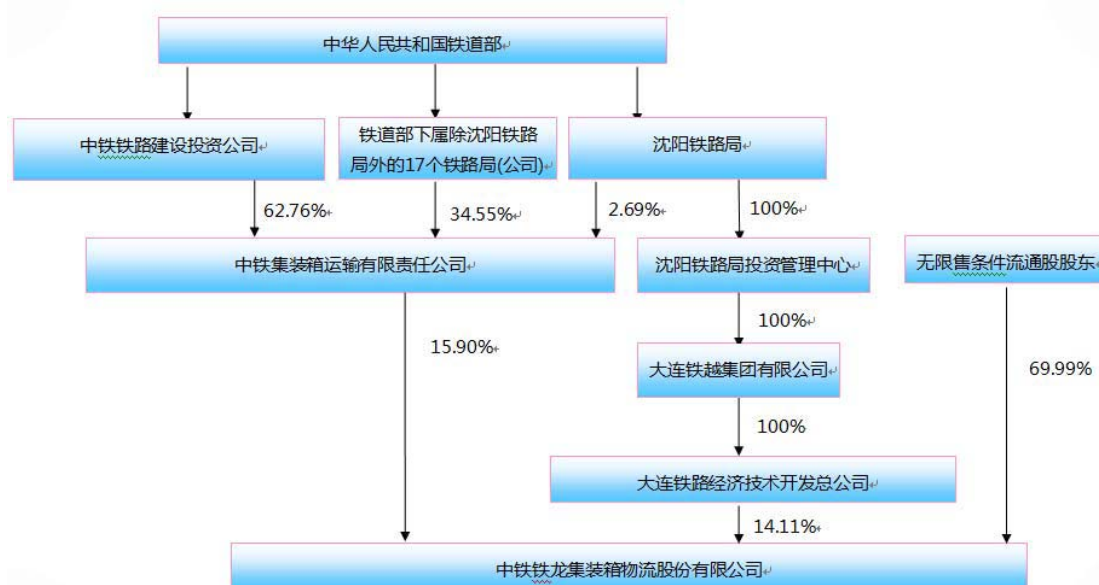
钢铁行业转暖时间低于预期，公司造箱进度低于预期，房地产调控对公司房地产业务负面影响超预期。

1. 股本结构和主营业务

1.1 股本结构

中铁铁龙集装箱物流股份有限公司，原名大连铁龙实业股份有限公司，1998 年5月11 日，公司公开发行的2,500 万股社会公众股在上海证券交易所上市交易。2006年初完成对铁路特种集装箱资产和业务的全面收购。截止到目前，公司总股本为13.1亿股，流通股10.3亿股。限售股上市日期分别为2012年3月27日、2013年3月27日，分别占流通股的9.28%、11.44%，均为股权分置限售股份。公司的控股股东为中铁集装箱运输有限责任公司，实际控制人为中华人民共和国铁道部。

图1：公司与实际控制人之间的产权及控制关系的方框图

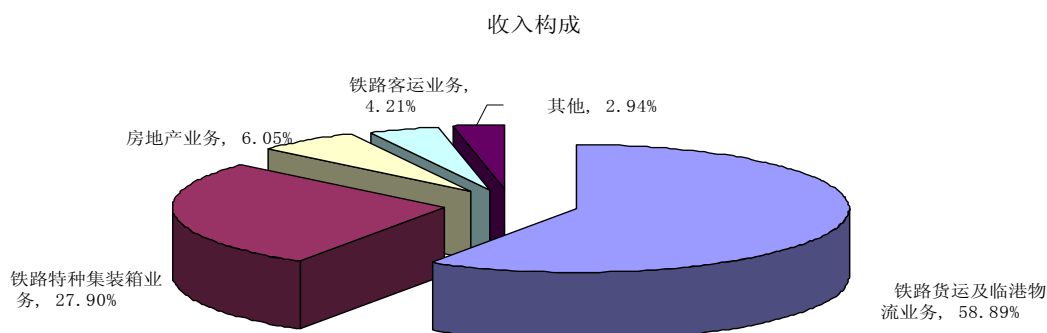


资料来源：公司资料 大通证券研发中心

1.2 主营业务构成

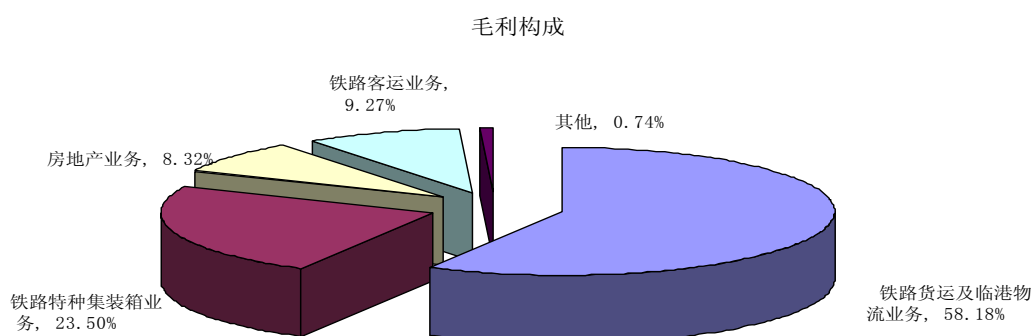
公司是国内铁路特种集装箱唯一运营主体。但在目前主营业务仍然以铁路货运及临港物流为主，不论在收入占比还是毛利占比上均具有绝对优势，近 60%。特箱业务占比在 25%左右，另两块业务是房地产业务和铁路客运业务。08 年、09 年受金融危机影响，公司的特箱业务受影响较为明显影响，2010 年以来，业务取得较为明显增长，达到 70%以上，较货运及临港物流业务的增速 44%（2010 年）及 34%（2011 中期）体现了良好的成长性。

图 2：铁龙物流收入结构



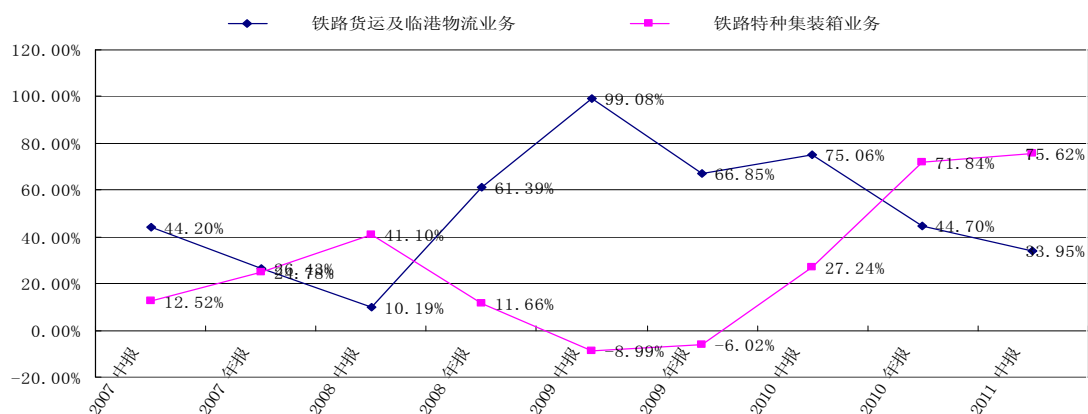
资料来源：公司数据 大通证券研发中心

图 3：铁龙物流毛利结构



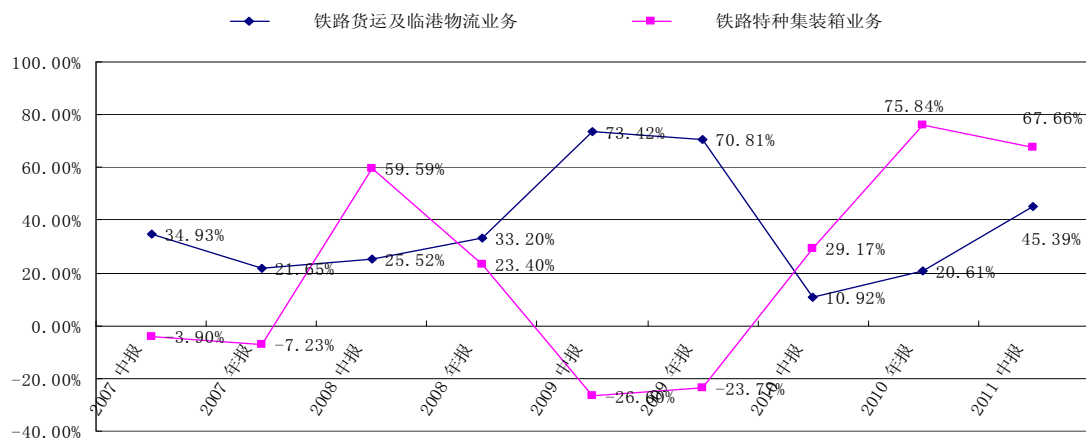
资料来源：公司数据 大通证券研发中心

图 4：铁龙物流主营收入增速



资料来源：公司数据 大通证券研发中心

图 5：铁龙物流主营毛利增速



资料来源：公司数据 大通证券研发中心

2. 主营业务简析

2.1 特箱业务

2.1.1 国内特箱唯一运营主体

2006 年公司完成对特箱资产与业务的全面收购，拥有各种特箱计 17292 只，分别为干散货箱、罐箱、汽车箱等，成为国内特箱的唯一运营主体。铁路特种集装箱业务与普通集装箱的区别在于：特箱具有特殊的结构和设备可以实现无包装运输，也可根据客户的要求灵活制造，主要包括干散货箱、折叠式台架箱（木材箱）、汽车箱、水泥罐箱、油罐箱等。

表 1：公司特箱应用

干散货箱	硫磺、氧化铝、焦炭、粮食等袋装或散装货物
木材箱	4 米、8 米、12 米原木
罐式箱	水泥、酒类、油类、化学品等液体货物
冷藏箱	速冻食品、冰淇淋、乳制品
汽车箱	进口汽车零散运输、微型车运输。已租赁给中铁特货经营。

资料来源：公司资料 大通证券研发中心

2.1.2 特箱业务行业基本情况：中长期发展空间较大

我国铁路集装箱化率远低于发达国家，特箱业务发展是现代物流发展趋势，中长期发展空间较大。我国铁路集装箱化率较低主要是受制于我国铁路运输以客运优

先、货运次之的现状，这使得我国的铁路运能紧张。另一方面专用装载设备等基础设施落后，也在制约行业发展。而这两因素正在改善当中。

短期内，高铁建设出现波折，但不掩中长期向好趋势。2012-2013 年“四纵四横”高铁网络形成仍然是方向，铁路货运能力释放可以期待。

图 6：四纵四横高速铁路系统



资料来源：中新网 大通证券研发中心

18 个铁路集装箱中心站辐射全国的铁路集装箱运输支撑体系，如今已经建成 9 个，总规划面积超过 12000 亩地，设计能力超过 2000 万 TEU。随着剩余 9 个铁路中心站的陆续建成特箱货源收集网络效应大幅释放。其运营主体为中铁联集，中铁集装箱持有中铁联集 34%股权，为其第一大股东。

图 7：十八个铁路集装箱中心站



18个现代化物流中心构成我们服务的支柱

资料来源：中铁联集网站 大通证券研发中心

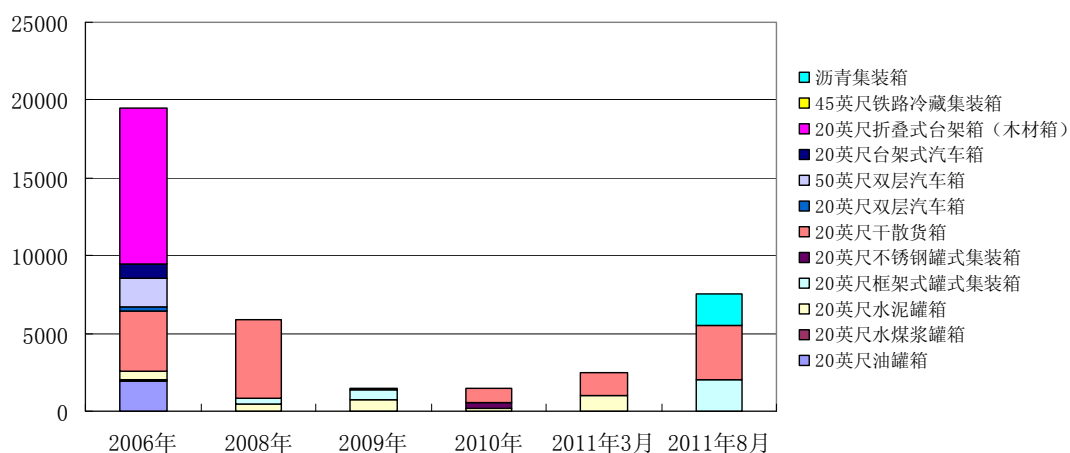
2.1.3 特箱数量增速在加快，结构在改善

2006 年收购大股东特箱资产后，同年，购置 1850 只 20 英尺干散货箱，50 英尺双层汽车箱。其后，2008 年、2009 年、2010 年分别购箱 5850 只、1364 只、1506 只，其中以 20 英尺干散货箱为主，计 6000 只，占新造箱总数的 68%。其中，2009 年造 45 英尺冷藏箱 100 只。

进入 2011 年公司造箱速度明显加快。2011 年 3 月公司董事会通过新造箱 2500 只，分别为 1000 只 20 英尺水泥罐箱、1500 只干散货箱，现已经投入运营。2011 年 8 月公司董事会通过新造箱 3500 只，其中 2000 只化工箱已经获铁道部批准，3500 只 20 英尺干散货箱正在走审批程序，2000 只沥青箱还没有报铁道部。现各种箱型保有量达到 31000 只左右。

随着技术水平的提高，2011 年申请新箱的折旧期由原来的 8 年延长到 12-15 年，其中干散货箱 12 年，不锈钢箱 15 年。

图 8：公司各年度特造箱情况（06 年为资产收购，2011 年 8 月还有两种箱型待批）



资料来源：公司资料 大通证券研发中心

2.1.4 造箱增速较快而不失节奏，经营稳健

公司造箱速度明显加快的原因有两个，一方面行业的中长期发展空间良好，另一方面也体现了公司在造箱过程中的市场导向。从新造箱的造箱成本看出市场导向的较为明确的痕迹，近年来公司的干散货箱增速最快，因为硫黄等干散货运力需

求较为旺盛。化工箱与沥青箱的制造完全来自市场需求，就造箱成本而言，一只化工箱近七个干散货箱，沥青箱也近 4 个干散货箱，没有客户需求公司不会盲目出手。因此显示，公司造箱增速较快而不失节奏，经营稳健，固定资产投资严格以投资回报率为导向不盲进。

表 2：8 月造箱单箱成本

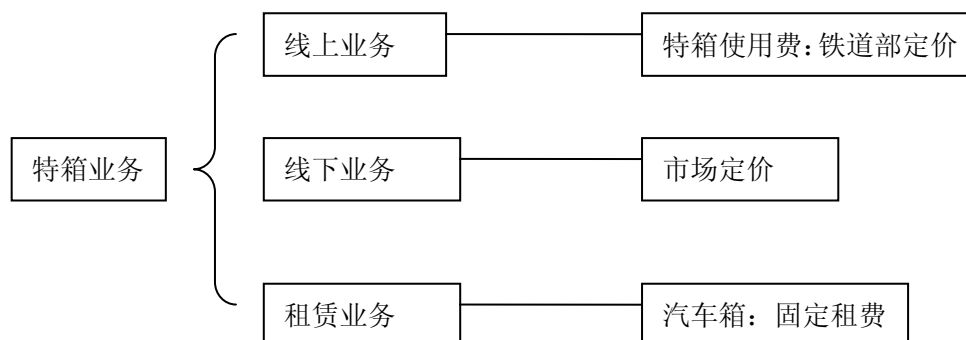
箱型	只数	投入（亿）	单箱成本（元）
20 英尺框架式罐式集装箱	1500	3	200000
20 英尺干散货箱	3500	1.15	32857.14
沥青集装箱	2000	2.4	120000

资料来源：公司资料 大通证券研发中心

2.1.5 业务运营

公司特箱的业务模式有三种：线上业务、线下业务、租赁业务。

图 9：公司特箱业务模式



资料来源：公司资料 大通证券研发中心

2.1.5.1 线上业务与线下业务

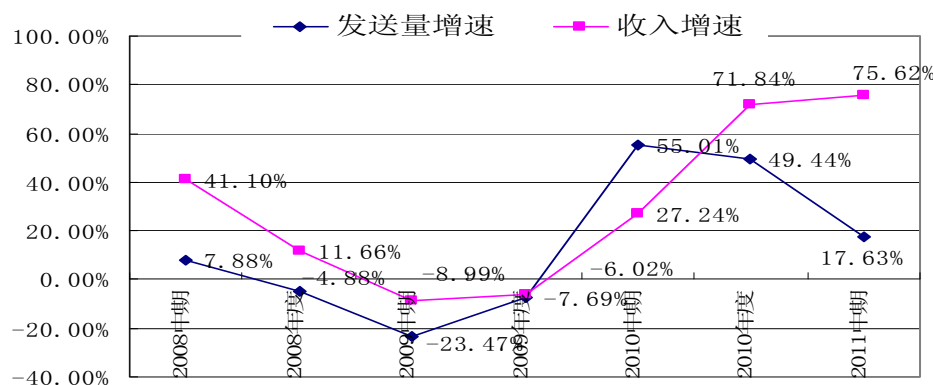
线上业务受益于特箱规模的扩大与箱型结构的改善稳步增长。2008 年以来公司特箱运营受国际金融危机影响冲击，发送量与收入双下滑。2009 受国内木材需求骤减、俄罗斯出口关税上调等因素共同影响，折叠箱（木材箱）发送量同比减少 8.2 万 TEU，降幅达 41%，拖累发送量与收入增速。公司及时调整了箱型结构，推进干散货箱等其它箱型增运增收，稳定了运量总体下滑的局面。

2010 年下半年以来公司推动全程物流业务。所谓全程物流业务，即由原来站到站的运输变成门到门的运输，是业务链条的延伸，为客户提供高附加值的线下服务以增加收入。业务运营效果良好，线下业务的开展使得公司收入增速大幅

超过发送量增速，2010 年度公司的线下业务收入已经与线上业务收入基本相当，成为公司特箱业务新的增长点，公司将继续大力推广。

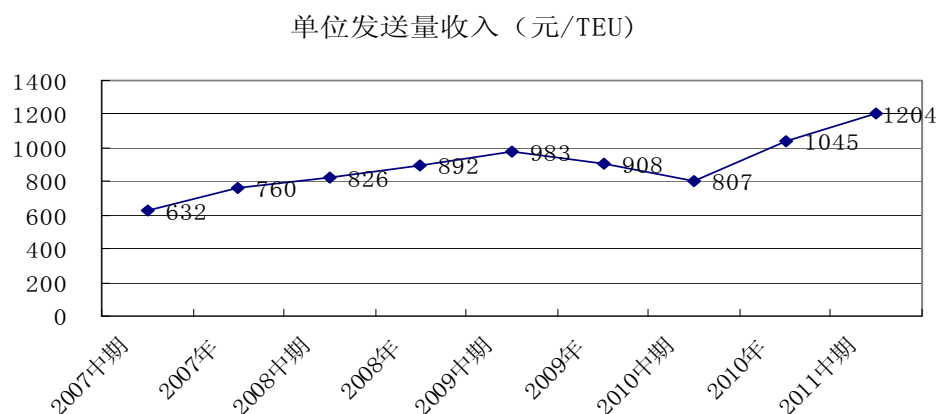
整体来看，公司特箱单位发送量收入近年是稳步增长趋势，发展态势良好。

图 10：2010 年以来特箱收入增速大于发送量增速



资料来源：公司数据 大通证券研发中心

图 11：公司特箱业外单位发送量收入稳步走高



资料来源：公司数据 大通证券研发中心

2.1.5.2 租赁业务：

2010 年该业务收入占特箱收入约十八分之一，占比较小。2007 年 4 月 1 日开始公司将 1897（共 1900）只 50 英尺双层汽车箱、232 只 20 英尺双层汽车箱和 832 只（共 860 只）台架式汽车箱共计 2961 只汽车箱租赁给中铁特货运输有限责任公司经营，2007 年以来租金收入情况如表，相对稳定。

表 3：2007 年以来公司汽车箱租金收入（单位：万元）

年度	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
汽车箱租赁收入	3450	4474	3996	3374	3041

资料来源：公司数据 大通证券研发中心

注：2009 年后汽车箱租赁业务利润没有超过总利润的 10%没有公告，据中报公布数据以直线法估算。

2.2 铁路货运和临港物流业务

公司的货运业务：主要指公司通过 14.17 公里的沙鲅铁路支线、相关附属设施及设备，从事货运业务，取得该支线的运费等收入；沙鲅线在哈大线的沙岗车站（K198+194.12）接轨，终止于海港支线的港前站鲅鱼圈车站，作为营口港的疏港经路，承担了全部的铁路运输货物集疏量，最初设计产能为1600万吨。公司的临港物流业务是指利用自有的专用线、货场、仓储库等资源，通过提供相应服务而收取专用线使用、装卸、仓储等费用的业务。

图 12：沙鲅线



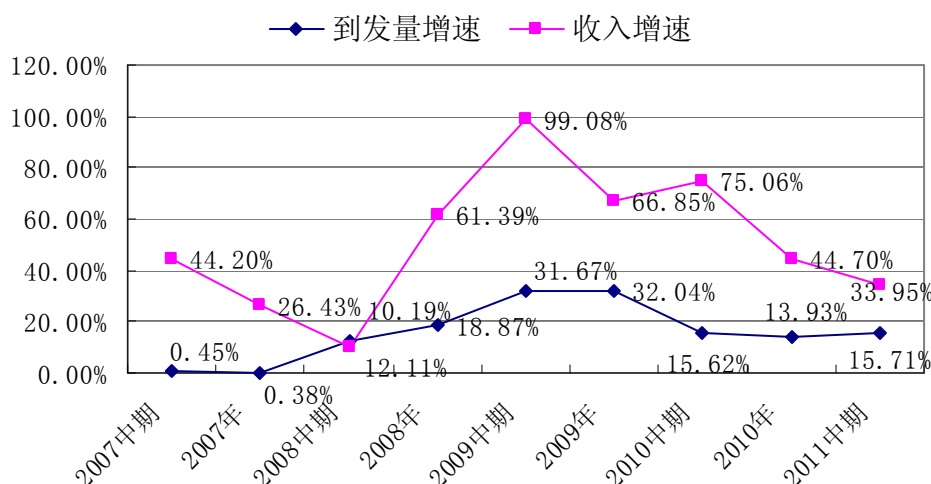
资料来源：谷歌地图 大通证券研发中心

由于铁道部每年都会适当提高运费，该业务收入增速高于运量增速。制约该业务发展主要是运量，其又受制于公司的运能以及营口港的吞吐量。2008 年沙鲅线一期工程改造，运能达到 4600 万吨。2009 年沙鲅线的到发量为 4991 万吨，2010 年到发量为 5686 万吨，到发量增速与收入增速大幅提高，同时沙鲅线的运能利用率已经达到了百分之一百二十以上，运能瓶颈制约运量增长。

如今沙鲅线二期工程已经开工，预计明年下半年完工。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。届时，运能瓶颈问题将会得到解决。今年，由于钢铁行业景气度较低，本钢、鞍钢进口铁矿石进港与钢铁下水数量减少，影响到营口港的吞吐量，沙鲅线的运量因此受到一定程度影响。

公司的铁路货运与临港物流业务是公司较为成熟业务，随着沙鲅线二期的完工，并在钢铁行业转暖的前提下，公司该业务的会有一个较为明显的增长，其后，增速将相对稳定。因为沙鲅线运力紧张，虽然铁矿石与钢铁运量有所减少，其他货物运输将进行补充，对该业务影响也不会过于明显。

图 13：沙鲅线运量增速与收入增速



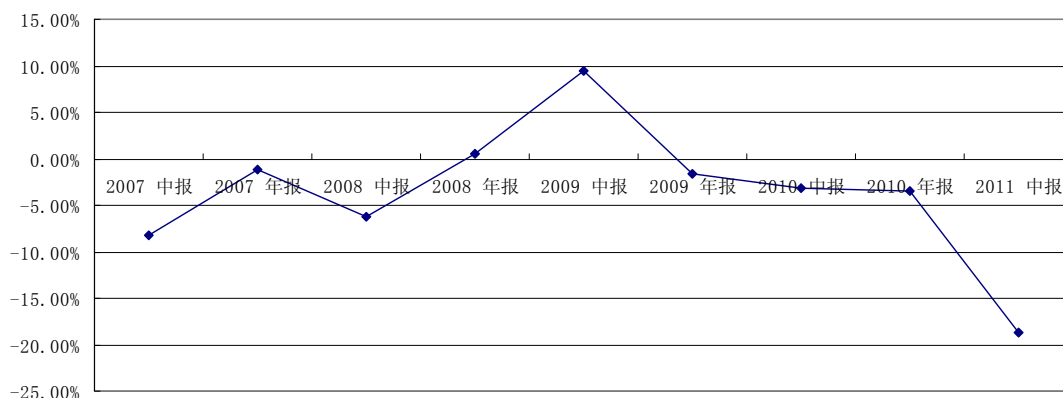
资料来源：公司数据 大通证券研发中心

2.3 铁路客运业务

公司铁路客运业务参与方式分别为合作经营和租赁。合作经营客车于 2014 年可能退出。59 辆 25T 型和 7 辆 25Z 型旅客列车租赁给沈阳铁路局用于沈阳北-广州间的旅客运输业务，租金收入稳定在 4072 万元，租约于 2020 年到期，届时，公司将全面退出客运业务。通过 2007 年以来公司客运业务收入增速可以看出，铁路客运业务成长性很差，相对较为稳定，起到为公司提供稳定现金流的作用。

图 14：客运业务收入增速

铁路客运业务收入增速



资料来源：公司数据 大通证券研发中心

2.4 房地产业务

表 4：公司现有房地产业务

	所属	进度	占地面积 (万平米)	建筑面积 (万平米)	售价 (元/平)
连海金源项目	大连市	已经开始销售	4.09	10	9600 起价 均价 10000
枣园地区 C-07-1 块地	山西省太原市	预计 12 年 3 月竣工	15.63	18.76	-

资料来源：公司资料 大通证券研发中心

公司房地产业务还有两个，连海金源项目已经开始销售，但受国家房地产调控政策影响，销售情况不佳，公司目前没有继续拿地计划。

3. 三季度简析

公司前三季度营业收入增速、净利润增速以及每股收益情况如表 5、表 6。

表 5：公司前三季度营收增速、净利润增速、EPS

	一季报	中报	三季报
营业总收入增速	-0.54%	15.18%	29.75%
归属母公司股东的净利润增速	7.87%	15.63%	6.55%
EPS	0.10	0.21	0.30

资料来源：公司数据 大通证券研发中心

表 6：公司前三季度单季度营收增速、净利润增速、EPS

	2011 年第一季度	2011 年第二季度	2011 年第三季度
--	------------	------------	------------

营业总收入增速	-0.54%	30.94%	62.62%
归属母公司股东的净利润增速	7.95%	22.49%	-11.42%
EPS	0.10	0.12	0.08

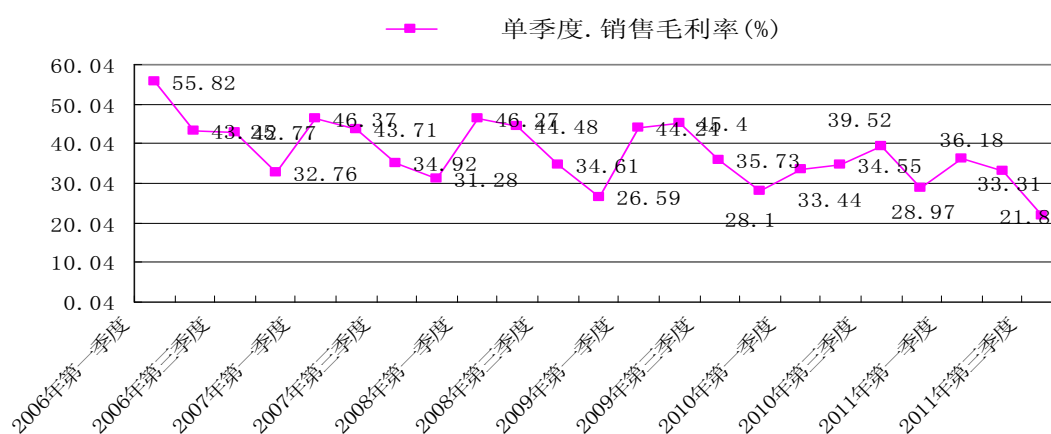
资料来源：公司数据 大通证券研发中心

公司业绩在第二季度取得大幅增长，而第三季度出现负增长，是一个较大的反差，主要原因如下：

二季度业绩的增长。一是因为利润的主要构成基数较大的铁路货运与港物流在运量与收入同比增长 15.71%、33.95%，且毛利率增加了 3.27 个百分点。二是因为来自于特箱业务收入的大幅增长 75.62%（见图 4），主要来自于箱型规模与结构、运距有利变化，同时线下业务继续大幅度增长。

三季度营收继续大幅增长而净利润负增长，主要原因是毛利率的大幅下滑。原因是：一是为拉动铁路货运，公司开展运贸一体化业务，同时也降低的公司的毛利率，三季度该业务环比增长较多。二是两个结算时间差造成了收入与成本的不配比所致：公司分季度代收的沙鲛线港口维修费，今年全部在 2 季度以前提前确认收入；第 2 季度公司集装箱业务确认了一笔收入，因客户回票滞后成本体现在 3 季度报表中。三是二季度车皮供应紧张，公司销售收入中有相当一部分超重收费。后两因素属于偶然事件，公司的生产经营正常。

图 15：2006 年以来公司毛利率变化情况



资料来源：公司数据 大通证券研发中心

4、盈利预测、估值与评级

经测算公司 2011 年、2012 年每股收益为 0.41 元、0.55 元，对应 12 月 27 日股价，相应的市盈率为 22.2 倍、16.5 倍。纵向比较，公司估值相对自身处于低位，横向比较，相对同业公司在高位。综合考虑，不具有明显估值优势，在市场较弱条件下尤显风险。公司业务结构合理，经营稳健，特箱业务中长期成长性良好，短期内钢铁业景气度较低在一定程度上影响增速。综上因素，我们中长期看好公司的投资价值，短期内给予公司“中性”投资评级。

表 7：可比上市公司估值

证券代码	证券简称	预测市盈率(2011)	预测市盈率(2012)
600125.SH	铁龙物流	22.2	16.5
601006.SH	大秦铁路	8.6	7.8
601333.SH	广深铁路	13.0	11.8

资料来源：公司数据 大通证券研发中心 注：大秦铁路、广深铁路为市场一致预测

图 16：2006 年（收购特箱资产）以来可比公司 PE 比较



资料来源：wind 大通证券研发中心

注：公司估值处于相对低位。2010年以前公司相对大秦铁路和广深铁路不具有溢价，2010年初以来公司有溢价，该溢价是否可保持并不确定，在当前弱势条件下有风险。

5、风险

钢铁行业转暖时间低于预期，公司造箱进度低于预期，房地产调控对公司房地产业务负面影响超预期。

表 8：盈利预测

	2009A	2010A	2011E	2012E
营业总收入	1566.85	2185.54	2861.70	3949.81
营业总成本	1099.49	1590.36	2150.17	2982.28
营业成本	977.91	1441.24	1938.42	2697.67
营业税金及附加	54.03	70.89	95.75	130.14
销售费用	24.71	21.32	36.52	44.47
管理费用	49.52	61.05	85.19	113.96
财务费用	-5.92	-6.8	-5.72	-3.95
营业利润	474.35	601.44	711.53	967.52
加：营业外收入	18.85	16.06	0	0
减：营业外支出	21.96	18.16	0	0
利润总额	471.25	599.34	711.53	967.52
减：所得税	121.27	122.54	177.88	241.88
净利润	349.98	476.8	533.65	725.64
减：少数股东损益	1.18	0.39	1.12	1.06
归属于母公司所有者的净利润	348.8	476.41	532.53	724.59

资料来源：公司数据 大通证券研发中心

—正文完毕—

● 公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级, 这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级含义分别为:

公司评级标准

买入: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅在 15%以上;

增持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;

中性: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;

减持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业投资评级标准

增持: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;

中性: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;

减持: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

大通证券股份有限公司

● 免责条款

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的, 还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权, 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、刊登或复制品, 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。否则, 本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

大通证券股份有限公司