

铁龙物流 (600125.sh)

政策加码拓展成长空间，业务储备确保安全边际

杨志清 分析师

电话: 021-68828417

eMail: yzq3@gf.com.cn

执业编号: S0260511020011

投资逻辑

1) 依托于铁路运输生产方式变革与铁路行业市场化改革，行业成长性成长机会明确。2) 公司的战略型业务——铁路特种集装箱运输总体需求旺盛，客户基础扎实，产品多样性强，成长性坚实，极有可能穿越行业的周期波动，是难得的具有内生性持续成长能力的公司。3) 根据公司 2012 年的造箱与投放计划，以及公司近几年在资金、技术、管理与客户多方面的储备，我们判断铁路特种箱业务正逐渐走出业务探索阶段，压抑估值的短期波动因素逐步减弱，始于 2012 年 3 季度的业绩高增长可期。

市场担忧集中释放，或迎最佳投资机会

过去 3 个交易日跌幅超过 14%，考虑到在动车事故导致高铁停工并影响运能释放，以及市场上存在关于铁龙特种箱业务专营权丧失传言的极度悲观预期下，股价探至 8.16 元的阶段性底部位置。如今高铁线路大量复工，且铁龙特种箱业务专营权将在未来长期保持获得政策支持，中长期预期向好，目前价位具有较高安全边际。

看好公司长期发展，维持买入评级

由于 2011 年四季度无房地产业务收入确认及沙鲛线业务量短期波动影响，我们调整 2011~2013 年公司每股收益分别为 0.40 元、0.60 元和 0.80 元，对应于 2011、2012 年的 PE 为 19.9 倍和 13.3 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

铁路运能释放低于预期；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；沙鲛线二期扩能改造工程延期。

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1566.85	2185.54	2533.55	3847.87	5199.43
增长率(%)	2.91%	39.49%	15.92%	51.88%	35.12%
EBITDA(百万元)	624.73	753.72	870.83	1270.94	1724.36
净利润(百万元)	348.80	476.41	524.77	777.46	1049.38
增长率(%)	18.40%	36.59%	10.15%	48.15%	34.98%
每股收益(元)	0.35	0.47	0.40	0.60	0.80
市盈率	31.70	30.40	19.80	13.37	9.90
市净率	4.04	4.54	2.80	2.31	1.88
EV/EBITDA	16.19	18.50	10.69	7.89	6.00

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	7.96 元
合理价值	15.00 元
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	-23.97	-16.56	-46.11
沪深 300	-8.97	-11.26	-27.5

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

1306/1035

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 15.90%

流通 A 股比例 79.28%

财务比率

ROE	14.94%
ROA	14.50%
资产负债率	8.86%

2010 年报数据

目录索引

投资逻辑	3
改革提速，受益标的首选铁龙物流.....	3
政策加码，铁路特箱业务符合行业发展趋势.....	3
特箱业务储备充分，步入高增长快车道.....	4
沙鲛线运量短期波动，长期向好	5
市场担忧集中释放，或迎最佳投资机会.....	6
看好公司长期发展，维持买入评级.....	7
风险提示	7

图表索引

图 1：2012 年铁路集装箱运费收入增速将提升到 19.4%	4
图 2：2012 年铁路集装箱运量增速将提升到 17.9%	4
图 3：2012 年铁路特种箱保有量增速提升至 24.1%	5
图 4：沙鲛线运能瓶颈即将得到缓解	6
图 5：营口港货物吞吐量近年来大幅增长.....	6

投资逻辑

- 依托于铁路运输生产方式变革与铁路行业市场化改革，行业性成长机会明确。
- 公司的战略型业务——铁路特种集装箱运输总体需求旺盛，客户基础扎实，产品多样性强，成长性坚实，极有可能穿越行业的周期波动，是难得的具有持续内生性成长能力的公司。
- 根据公司2012年的造箱与投放计划，以及公司近几年在资金、技术、管理与客户多方面的储备，我们判断铁路特箱业务正逐渐走出业务探索阶段，压抑估值的短期波动因素逐步减弱，始于2012年3季度的业绩高增长可期。

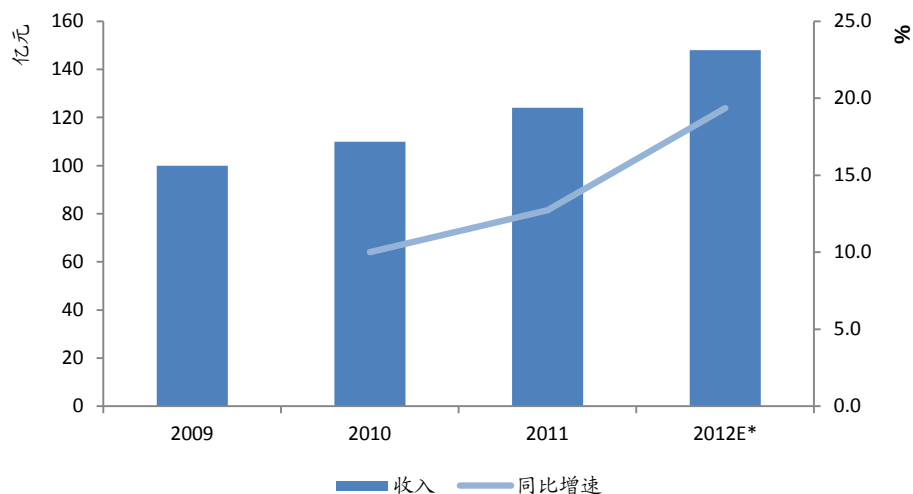
改革提速，受益标的首选铁龙物流

- 动车安全事故调查告一段落，铁路改革窗口再度开启，盛部长在全路工作会议上强调落实铁路运输企业市场主体权责，铁道部机关各部门要将属于铁路运输企业的权责下放。
- 我们认为，我国铁路改革兼具传统垄断国企改革与铁路运输企业改革双重特质，改革将实现铁路行业政企分开和市场化经营，并使铁路运输市场属性由垄断型过渡到垄断竞争型，最先脱颖而出的将是同时具备市场开发经验、能够提供完整运输产品(拥有全国性服务网络,具备全网络运作能力,而非基础设施网络)、拥有广阔融资渠道、能够及时响应客户需求的铁路运输企业。
- 据此，我们首推铁路系统中市场开发经验足、服务网络覆盖面积广、坐拥多种融资渠道的铁龙物流。

政策加码，铁路特箱业务符合行业发展趋势

- 盛部长在全路工作会议上提出要实现“考核有效”，确立运输企业“盈亏目标的倒逼机制”。根据2012年的《铁路专业运输公司经营业绩考核办法》，盈亏目标占考核总分的50%，并采取未完成即一票否决制，以激励企业加大力度开拓市场、创造效益。
- 铁路负债率逐年提高，以传统运输为运营目标已经无法满足铁路发展需要，而公司所经营的铁路特种箱资产及业务具有良好的全程物流服务能力，发展特箱业务是铁路运输延伸运输链条、拓展利益空间的有效途径，符合行业发展趋势。
- 《铁路“十二五”物流发展规划》提出重点发展集装箱运输、铁水联运等领域，着力提高铁路在专业运输和物流市场中的竞争力，扩大铁路在高附加值物流市场中的占有份额。加快推进铁路特种箱运输发展，大力发展冷藏集装箱运输与物流服务。这进一步验证了铁路特箱业务是铁路运输未来的重点发展方向。

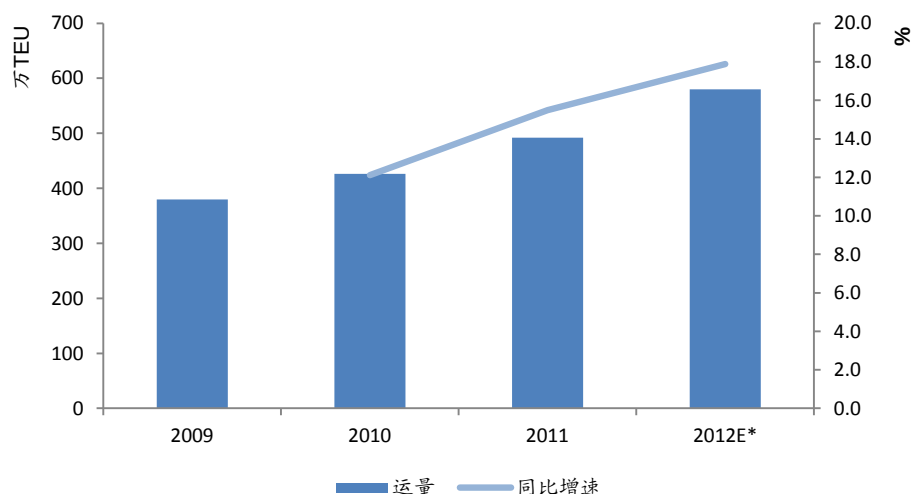
图1：2012年铁路集装箱运费收入增速将提升到19.4%



* 中铁集装箱公司2012年年度目标

数据来源：铁道部，广发证券发展研究中心

图2：2012年铁路集装箱运量增速将提升到17.9%



* 中铁集装箱公司2012年年度目标

数据来源：铁道部，广发证券发展研究中心

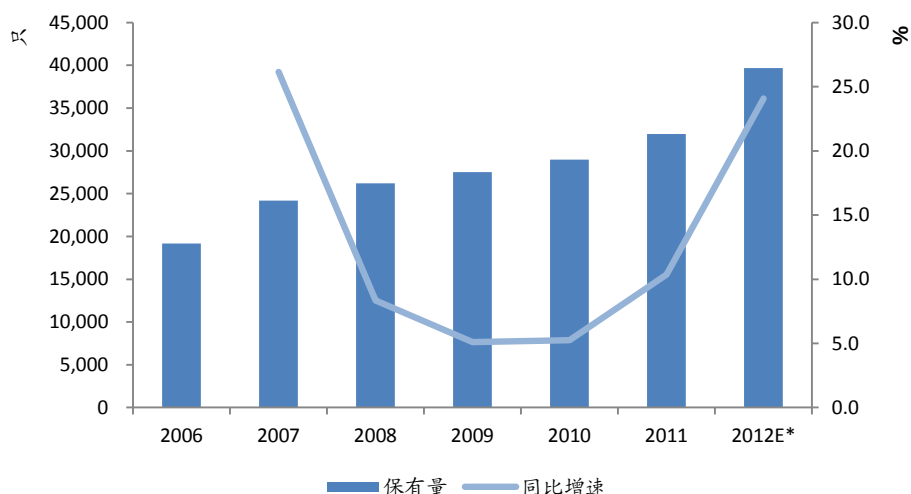
特箱业务储备充分，步入高增长快车道

- 2011年董事会批箱9500只，造箱进度加快，其中2500只新箱已上线，2000只化工箱获铁道部审批通过，目前正在招标，预计2012年二季度上线投入使用。
- 资金储备充裕，目前净资产35.7亿元，债务融资能力达40亿元，考虑到目前特种箱净资产仅6亿元，有非常充裕的资金支持特种箱高速发展。
- 化工箱、沥青箱及各类低危品箱等高端箱型陆续完成技术开发与管理、客户储

备，这类箱单位收入对运力资源的占用比较小，新箱投入后对运量增长的贡献不大，但对业绩增幅的带动较大。

- 根据公司2012年的造箱与投放计划，以及公司近几年在资金、技术、管理与客户多方面的储备，我们判断铁路特箱业务正逐渐走出业务探索阶段。伴随着高端箱型的大规模投放，以及老客户持续放量和新客户导入，特箱业务将步入增长快车道。

图3：2012年铁路特种箱保有量增速提升至24.1%



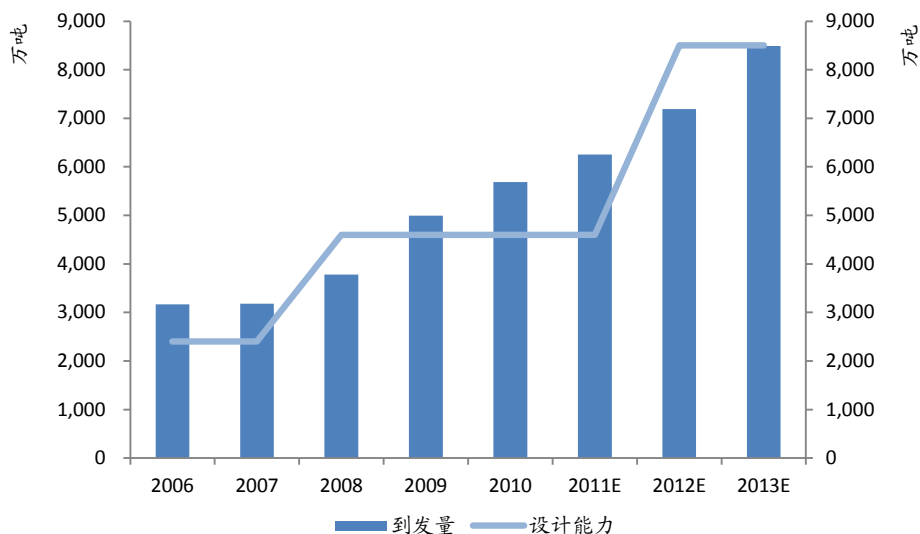
* 仅考虑2011年已获董事会批准的特箱增量（待铁道部批准）

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

沙鲅线运量短期波动，长期向好

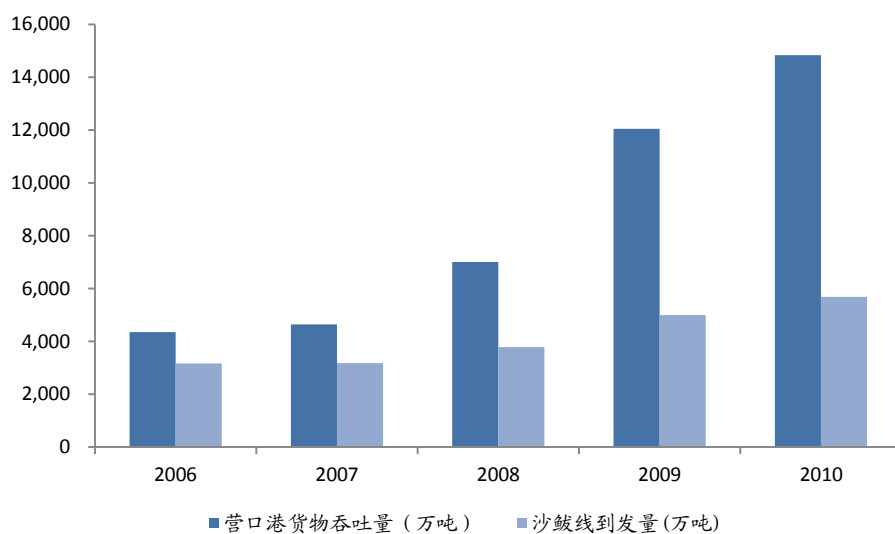
- 扩能工程顺利：沙鲅铁路二期扩能改造工程目前按计划在冬季停工，预计6月30日前完成，届时到发编组线将由现在的12条增加到22条，使沙鲅线设计能力从4600万吨提升到8500万吨。
- 运量短期波动：目前从营口港到哈大线占比最大的是钢铁和铁矿石（约70%），客户集中于鞍钢、本钢，而港口铁矿石堆港量已经创历史新高，导致传统需求在短期内增速下滑。
- 潜在需求提升：沙鲅线疏港运输量只占港口吞吐总量的20%左右，扣除短途和管道运输的，以及鞍钢新厂传送带输送的铁矿石，仍有粮食、化肥等其他运输需求。这类货源过去想通过铁路运但拿不到运力，现在正逐步转变为运量。
- 我们认为，伴随营口港港口吞吐量的高速增长，作为唯一一条连接营口港港区与哈大线的疏港铁路连接线，中长期仍将保持稳定快速增长。

图4：沙鲛线运能瓶颈即将得到缓解



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图5：营口港货物吞吐量近年来大幅增长



数据来源：公司公告、广发证券研发中心

市场担忧集中释放，或迎最佳投资机会

- 过去3个交易日跌幅超过14%，市场担忧集中于对2011年四季度及2012年一季度业绩，尤其是沙鲛线运输收入的担忧。考虑到以下两因素，我们认为市场担忧已集中释放，或将迎来最佳投资机会：
- 安全边际强：2011年8月初，在动车事故导致高铁停工并影响运能释放，以及市场上存在关于铁龙特种箱业务专营权丧失传言的极度悲观预期下，股价探至

8.16元的阶段性底部位置。如今高铁线路大量复工，且铁龙特种箱业务专营权将在未来长期保持获得政策支持，中长期预期向好。

- 反弹机会大：沙鲛铁路货运结构优化调整持续进行，铁路特箱长期增长的空间未改，铁龙未来业绩增长确定性强，后市反弹机会大。

看好公司长期发展，维持买入评级

- 考虑到2011年四季度无房地产业务收入确认及沙鲛线业务量短期波动影响，我们调整2011~2013年公司每股收益分别为0.40元、0.60元和0.80元，对应于2011、2012年的PE为19.9倍和13.3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

资产负债表

单位：百万元

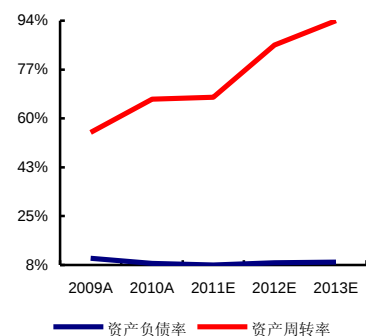
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,501	1,953	2,232	2,128	2,476
货币资金	940	538	1,086	360	42
应收及预付	112	189	185	282	384
存货	447	1,224	962	1,486	2,051
其他流动资产	2	2	0	0	0
非流动资产	1,569	1,548	1,820	2,816	3,637
长期股权投资	58	51	51	51	51
固定资产	1,419	1,369	1,629	2,614	3,423
在建工程	21	29	37	45	53
无形资产	58	64	68	72	76
其他长期资产	12	35	35	35	35
资产总计	3,070	3,501	4,052	4,944	6,114
流动负债	290	190	215	329	449
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	290	190	215	329	449
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	336	450	569
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	2,240	3,017	4,067
归属母公司股东权益	2,739	3,188	3,713	4,490	5,540
少数股东权益	2	3	3	4	5
负债和股东权益	3,070	3,501	4,052	4,944	6,114

利润表

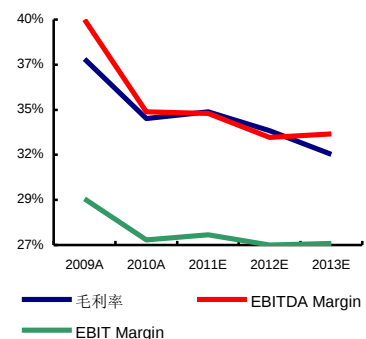
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1567	2186	2534	3848	5199
营业成本	978	1441	1658	2563	3536
营业税金及附加	54	71	58	96	130
销售费用	25	21	18	31	36
管理费用	50	61	109	130	104
财务费用	-6	-7	-3	-3	-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	700	1037	1400
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	700	1037	1400
所得税	121	123	175	259	350
净利润	350	477	525	778	1050
少数股东损益	1	0	0	1	1
归属母公司净利润	349	476	525	777	1049
EBITDA	625	754	871	1271	1724
EPS (元)	0.35	0.47	0.40	0.60	0.80

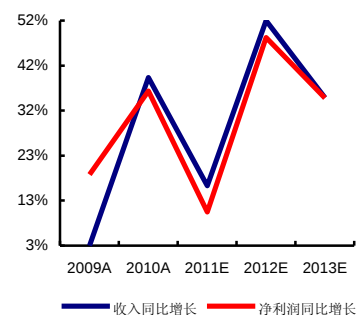
资产负债率趋势



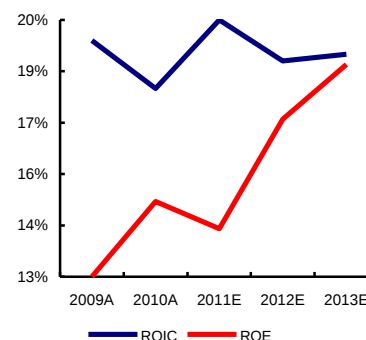
经营利润率趋势



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

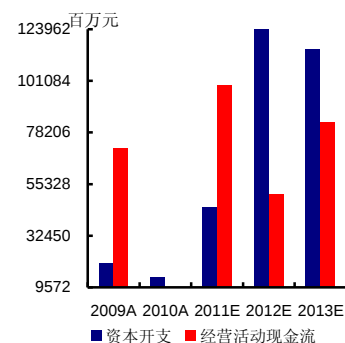
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	712	96	994	507	828
净利润	350	477	525	778	1,050
折旧摊销	164	163	180	243	331
营运资金变动	190	-551	295	-507	-547
其它	8	7	-7	-6	-7
投资活动现金流	-223	-438	-445	-1,233	-1,146
资本支出	-205	-141	-452	-1,240	-1,152
投资变动	-25	-297	7	6	7
其他	6	0	0	0	0
筹资活动现金流	-101	-60	0	0	0
银行借款	0	0	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	548	-726	-317
期初现金余额	553	940	538	1,086	360
期末现金余额	940	538	1,086	360	42

主要财务比率

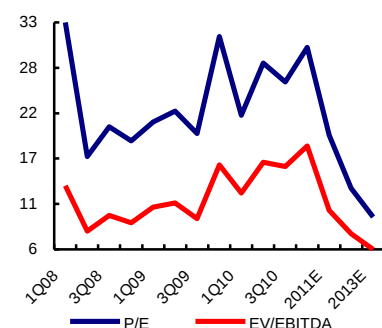
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	2.9%	39.5%	15.9%	51.9%	35.1%
营业利润	21.9%	26.8%	16.4%	48.2%	35.0%
归属于母公司净利润	18.4%	36.6%	10.2%	48.2%	35.0%
获利能力					
毛利率	37.6%	34.1%	34.5%	33.4%	32.0%
净利率	22.3%	21.8%	20.7%	20.2%	20.2%
ROE	12.7%	14.9%	14.1%	17.3%	18.9%
ROIC	19.6%	18.2%	20.2%	19.0%	19.2%
偿债能力					
资产负债率	10.7%	8.9%	8.3%	9.1%	9.3%
净负债比率	-34.3%	-16.9%	-29.2%	-8.0%	-0.8%
流动比率	5.18	10.30	10.38	6.46	5.52
速动比率	3.54	3.58	5.64	1.68	0.67
营运能力					
总资产周转率	0.55	0.67	0.67	0.86	0.94
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	0.40	0.60	0.80
每股经营现金流	0.71	0.10	0.76	0.39	0.63
每股净资产	2.73	3.17	2.84	3.44	4.24
估值比率					
P/E	31.7	30.4	19.8	13.4	9.9
P/B	4.0	4.5	2.8	2.3	1.9
EV/EBITDA	16.2	18.5	10.7	7.9	6.0

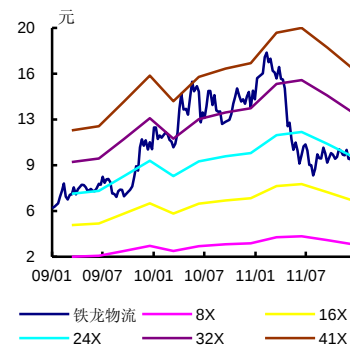
资本支出与经营活动现金流



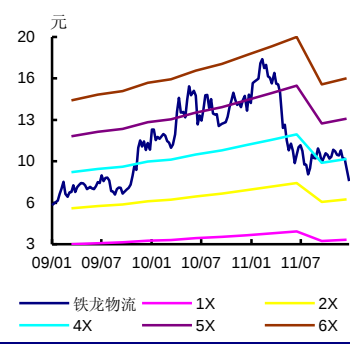
相对估值



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，2011年新财富交通运输行业最佳分析师入围、天眼交通运输行业最佳分析师第一名；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、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，2011年新财富交通运输行业最佳分析师入围（团队）、天眼交通运输行业最佳分析师第一名；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，2011年新财富交通运输行业最佳分析师入围（团队）；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年新财富交通运输行业最佳分析师入围（团队）。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）：收入稳定增长，利润增速略有放缓，业绩基本符合预期	谢平	2011-10-25
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	谢平	2011-08-19
铁龙物流(600125.sh)：沥青箱运输前景广阔，海铁联运有望破冰！	谢平	2011-08-03

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。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路183号 大都会广场5楼	深圳市福田区民田路178号 号华融大厦9楼	北京市西城区月坛北街2号 月坛大厦18层	上海市浦东南路528号 上海证券大厦北塔17楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

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。

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，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。