



铁龙物流 (600125.sh)

茫茫市场，谁领风骚？——从批箱超预期看行业变革机会

杨志清 分析师

电话: 021-68828417

eMail: yzq3@gf.com.cn

执业编号: S0260511020011

事件：3500 只干散货箱和 3500 只罐箱获批

我们认为这一次“美丽的意外”预示着铁路市场化变革开始自上而下地提速，推动铁路运输企业加快增收创利的步伐，符合未来行业发展方向的特种集装箱运输正在获得政策倾斜与资源投入。

前车之鉴：垄断行业改革，将给行业带来怎样的变化？

铁路改革将实现铁路行业政企分开和市场化经营，最先脱颖而出的将是具备市场开发经验、能够提供完整运输产品、拥有广阔融资渠道、及时响应客户需求的铁路运输企业。

行业变革：运能释放与组织变革，找回失去的份额与利润

线路能力释放与节点效率提升将使铁路有能力重新发挥骨干作用。待到运能紧张问题初步缓解，经济属性将逐渐显现时，铁路运输将由限制型运输逐步转为适应型运输，铁路特种集装箱在这一重大变革中迎来历史性发展机遇。

公司变革：转型与扩张双轮驱动，高弹性谁人能敌

铁路特种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，特种箱业务正在步入增长快车道。

持续看好公司长期发展，重申“买入”评级

我们预计 2011~2013 年公司每股收益分别为 0.40 元、0.59 元和 0.79 元，对应于 2011、2012 年的市盈率为 23 倍和 15 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；沙鲅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	3876.67	5261.03
增长率(%)	2.91%	39.49%	15.92%	53.01%	35.71%
EBITDA(百万元)	624.73	753.72	869.27	1274.91	1730.66
净利润(百万元)	348.80	476.41	523.59	773.03	1031.03
增长率(%)	18.40%	36.59%	9.90%	47.64%	33.38%
每股收益(元)	0.35	0.47	0.40	0.59	0.79
市盈率	31.70	30.40	23.14	15.06	11.29
市净率	4.04	4.54	3.26	2.60	2.11
EV/EBITDA	16.19	18.50	12.69	9.06	6.90

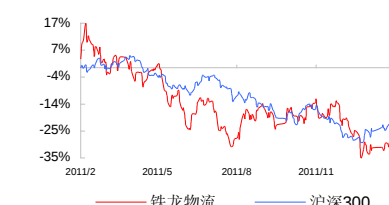
数据来源:中铁铁龙集装箱物流股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级



当前价格	8.92 元
合理价值	12.80 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	7.86	-15.37	-43.93
沪深 300	5.75	-6.05	-18.87

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

黎明序曲：铁道部批箱超预期，预示市场化变革提速	4
公司公告：3500 只干散货箱和 3500 只罐箱获批	4
事件解读：自上而下推动市场化及增收创利	4
前车之鉴：垄断行业改革，将给行业带来怎样的变化？	5
兄弟垄断行业经验：从独家垄断过渡到寡头垄断，伴随高增长	5
海外铁路行业经验：一体化物流服务，是改革的最终目的	8
行业变革：运能释放与组织变革，找回失去的份额与利润	9
运能释放将使铁路运输重获发展空间	9
组织变革催生快捷运输方式	14
公司变革：转型与扩张双轮驱动，高弹性谁人能敌	19
公司优势：全产业链的垄断型铁路特箱物流服务商	19
转型方向：提供全程服务，延伸价值链的同时绕开价格管制	21
扩张方式：数量、种类、周转率、费率同时提升	23
盈利预测与投资评级	26
风险提示	27

图表索引

图 1：垄断行业改革后的市场投资主体构成	6
图 2：改革深入的五年中，电信业获得了跨越式的发展	7
图 3：美国与欧盟铁路货运市场份额的差异化走势	8
图 4：我国中长距离客货运量需求巨大	9
图 5：铁路干线货运能力极其紧张	10
图 6：18 个集装箱中心站正陆续建成并投入使用	12
图 7：传统的连接锁具需要人工配合操作	13
图 8：新型连接锁具支持全机械化作业	13
图 9：传统集装箱吊装设备由老式吊钩简易改造而成	13
图 10：中心站、专办站配有专业高效的吊装设备	13
图 11：铁路货运站规模小、数量多、分布广	15
图 12：大量货运站作业量极少	15
图 13：传统运输组织模式集疏系统作业环节复杂	16
图 14：传统运输组织模式途中作业环节复杂	16
图 15：集装箱铁路总运量与集装箱班列运量	17
图 16：2012 年铁路集装箱运费收入增速将提升到 19.4%	18
图 17：2012 年铁路集装箱运量增速将提升到 17.9%	18
图 18：过去 5 年共投入 7.5 亿元购置特种箱	19
图 19：公司目前拥有 10 大类主流箱型	20
图 20：铁路特种箱运输产业链示意图	20
图 21：铁龙特种箱修箱站点遍布全国	21
图 22：公司主导铁路特种箱生命周期中各环节工作	21
图 23：传统的站到站特种箱运输业务	22

图 24: 公司自主开展全程物流服务	22
图 25: 线下物流服务收入爆发式增长（各年中报数据）	23
图 26: 特种箱保有量未来一年计划增长 32%	24
图 27: 我国集装箱运量在铁路货运中占比远低于发达国家	24
图 28: 现有铁路承运货物中 9.5%属于集装箱适运货物	24
图 29: 化工箱占比大幅提升	25
图 30: 单箱收入与单箱利润近两年快速增长	26
表 1: 我国垄断行业改革进展情况一览表	5
表 2: 日本铁路改革后效益斐然	8
表 3: 美国铁路改革 20 年劳动生产率提高了 3 倍	8
表 4: 我国铁路持续大规模建设	11
表 5: 高铁线路开通后所能释放的货运能力	11
表 6: 高铁线路开通后所能释放的货运能力	11
表 7: 已开通运营的铁路集装箱中心站设计能力	13
表 8: 铁路集装箱中心站各发展阶段承运发送效率对比	14
表 9: 铁路集装箱中心站各发展阶段到达交付效率对比	14
表 10: 货源组织集约化是各国发展铁路运输的主流方向	17
表 11: 铁龙特种箱运输转变运营管理方式	22
表 12: 周转效率提高对罐式集装箱运输收入的影响	25
表 13: 周转效率提高对干散货箱运输收入的影响	26
表 14: 分业务项目估值	27

黎明序曲：铁道部批箱超预期，预示市场化变革提速

公司公告：3500只干散货箱和3500只罐箱获批

中铁铁龙集装箱物流股份有限公司于今日发布《关于获得铁道部造箱批复的公告》：

- 本公司于2012年2月13日收到铁道部运输局《关于集装箱运输有关事项的通知》的铁路传真电报，同意本公司购置3500只20英尺干散货集装箱和3500只20英尺框架式罐式集装箱上路运输。
- 本次获批的3500只20英尺干散货箱已经公司第六届董事会第三次会议审议批准并于2011年8月19日公告，预计购置金额约为1.15亿元，公司将于近期组织实施。
- 本次获批的3500只20英尺框架式罐式集装箱拟投资的具体箱型及各箱型数量尚未最终确定，公司将在具体投资购置方案确定后，根据投资金额等履行相关的决策程序并公告。

事件解读：自上而下推动市场化及增收创利

获批的7000只特种箱中，3500只干散货箱已经过公司审议批准并公告，应属市场预期之内，而3500只罐箱（不锈钢罐箱或29立大容积不锈钢罐箱）未经董事会审议并上报，直接由铁道部批准通过则远超市场预期。

我们认为这一次“美丽的意外”除了将驱动2012和2013年的业绩增长外，同时预示着铁路市场化变革开始自上而下地提速，推动铁路运输企业加快增收创利的步伐，符合未来行业发展方向的特种集装箱运输正在获得政策倾斜与资源投入，更印证了以下判断：

- 客户需求充足，老客户持续放量和新客户快速导入支撑业务高速扩张；
- 铁路特种箱审批有望逐步放开，产能扩张的最后一道壁垒破除；
- 目标货物为低危液体化工品的不锈钢罐箱大量获批，危险品入箱在望，单项盈利能力将大幅提升；
- 不论最终改革方案如何，以铁龙为首的一体化物流服务商都将首先获益。

前车之鉴：垄断行业改革，将给行业带来怎样的变化？

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独家垄断型过渡到垄断竞争型，完成改革后的几年间行业整体绩效将大幅提升。而最先脱颖而出的将是具备市场开发经验、能够提供完整运输产品、拥有广阔融资渠道、及时响应客户需求的铁路运输企业。

兄弟垄断行业经验：从独家垄断过渡到寡头垄断，伴随高增长

目前除了铁路运输业外，大多数垄断行业都实现了政企分开、政资分开，完成了产权结构改革，并基本建立了比较规范的现代企业治理结构，部分企业已经上市，利用外部治理机制来解决国有企业的效率问题。

市场竞争格局大部分由独家垄断型市场，过渡为寡头垄断竞争市场，只有邮政业引入了国内外多个主体进行竞争。但即便是在已经开放的邮政业，各邮政民企头顶还高悬这一把达摩克里斯之剑——《邮政法》修改第七稿，随时可能启动“350克以下邮政专营权”。

表 1：我国垄断行业改革进展情况一览表

垄断行业		最近一轮改革 方案出台时间	主管机构/母公司 产权结构	治理 结构	市场结构	准入机制	价格 机制	监管体制
电 信 业	移动 电话	2008 年 5 月	国资委/国有独 资	上市 为主	中国移动、中 国电信、中国 联通三寡头	基础电信有 限准入，增 值放开	国家 定价	工信部、非独 立监管
	固定 电话	2008 年 5 月	国资委/国有独 资	上市 为主	中国电信、中 国联通、中国 移动三寡头	基础电信有 限准入，增 值放开	国家 定价	工信部、非独 立监管
电 力 业	发电	2002 年 4 月	国资委/国有独 资	上市 为主	5 家公司形成 多寡头垄断	准入	国家 定价	电监会、非独 立监管
	输配 电	2002 年 4 月	国资委/国有独 资	上市 为主	双寡头非对称 垄断竞争	准入	国家 定价	电监会、非独 立监管
民 航 业	航空 运输	2002 年 10 月	国资委/国有独 资	上市 为主	6 家公司形成 多寡头垄断竞 争	允许进入但 审批严格	国家 定价	交通运输部、 非独立监管
	机场	2002 年 10 月	地方政府/国有 独资	上市 为主	相对独立，地 域垄断	不允许进入	国家 定价	地方政府、非 独立监管
石 油 业	原油 生产 进口	1998 年 3 月	国资委/国有独 资	上市 为主	中石油、中石 化、中海油三 寡头主导	不允许进入	国家 定价为主	发改委与商务 部、非独立监 管
	石油 炼制	1998 年 3 月	国资委/国有独 资	上市 为主	中石油、中石 化双寡头主导	不允许进入	国家 定价为主	发改委、非独 立监管
	成品 油批 发零 售	1998 年 3 月	国资委/国有独 资	上市 为主	中石油、中石 化为主的双寡 头垄断	允许进入但 审批十分严 格	国家 定价为主	发改委、非独 立监管

城市供水	各城市不同	地方政府/国有独资	上市为主	相对独立，地域垄断	部分城市放开准入	国家定价	地方政府、非独立监管
城市燃气生产	1998年3月	国资委/国有独资	上市为主	中石油、中石化、中海油三寡头主导	不允许进入	国家定价为主	发改委、非独立监管
城市燃气配送零售	各城市不同	地方政府/国有独资	上市为主	相对独立，地域垄断	部分城市放开准入	国家定价	地方政府、非独立监管
铁路运输业	无	铁道部	上市为主	18个铁路局地域垄断	允许进入但审批十分严格	国家定价	铁道部、非独立监管
邮政业	2005年7月	国家邮政局/国有独资	上市为主	国内外多主体邮政企业竞争	有条件的限制性进入	国家定价为主	国家邮政局、非独立监管

数据来源：《垄断行业改革报告》、广发证券发展研究中心

这些行业进入壁垒依然过高，有效竞争尚未形成，我们认为主要原因有：

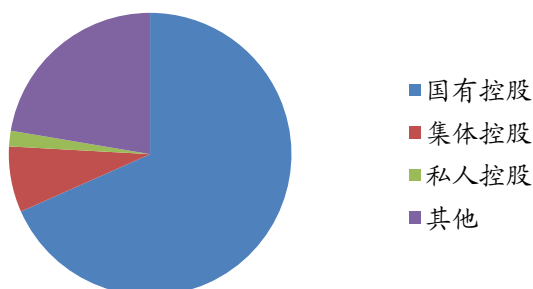
- 1、准入门槛过高，限制部门内部竞争主体数量；
- 2、资源分配不均，原垄断企业利用先入优势继续支配市场资源，控制着网络基础设施或运营核心环节；
- 3、利益主体一致，竞争者的利益主体都是国有资产所有者，关联利益较多。

尽管我国已经多次出台相关法规政策，鼓励民营经济进入垄断行业，但民营经济进入垄断行业仍要面对各种有形和无形的障碍，要么只是放开部分无法展开实质性竞争的环节，要么对产品甚至具体交易进行行政干预，有如一道看不见、摸得着的“玻璃门”。

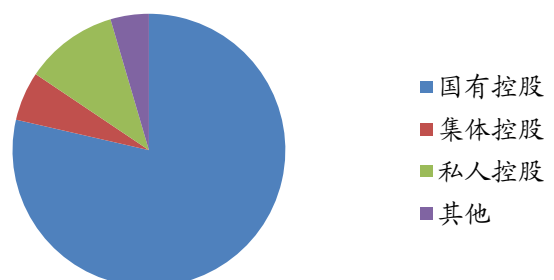
例如，近年来民营航空在于国有航空的竞争中，政府对民营航空的产品甚至具体交易进行干预，如指定民营航空推出的机票不得低于某个价位，强制民营航空服从他们所制定的交易规则，等等。

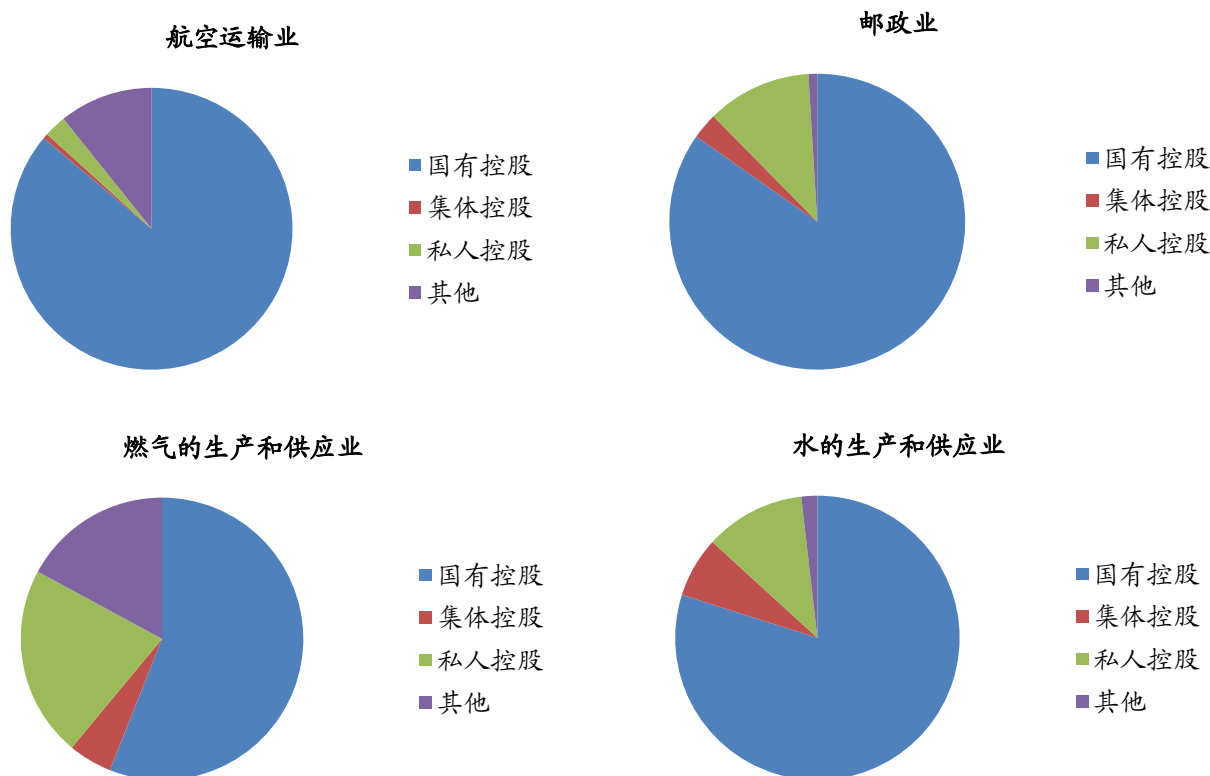
图1：垄断行业改革后的市场投资主体构成

电信和其他信息传输服务业



电力、热力的生产和供应业



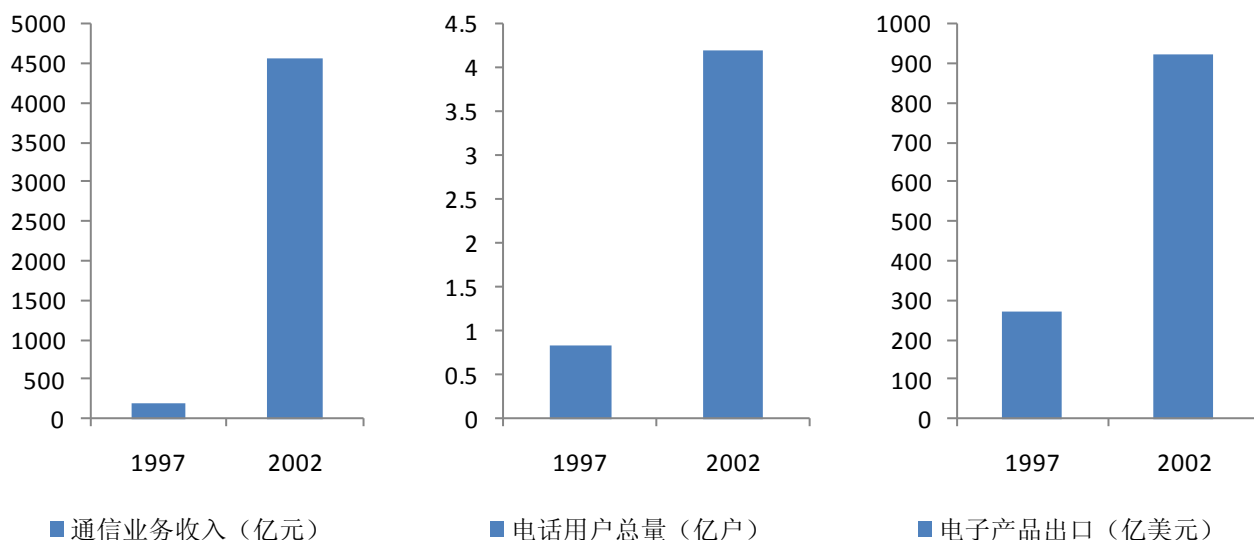


数据来源：广发证券发展研究中心

即便在主体企业已进行了股份制改造和上市的电信业，仍然存在严重的国有资本“一股独大”现象。国资部门通过全资拥有集团公司间接控制了上市公司的绝大多数股权，加之其他国有股东还持有一定股份，可流通的公众股东的份额在总资产中较为有限。

依靠着垄断性资源与市场化运作，在改革深入的1997年至2002年，电信业获得了跨越式的发展，通信业务收入、电话用户总量、电子产品出口的复合增速分别达到90.37%、37.97%、27.74%。

图2：改革深入的五年中，电信业获得了跨越式的发展



数据来源：广发证券发展研究中心

海外铁路行业经验：一体化物流服务，是改革的最终目的

日本国家铁路的改革始于1987年4月，改革内容主要是通过民营化，解决经营状况恶化，出现巨额亏损的问题。改革后成效显著，劳动生产率、安全性和税收明显提升，在运费不上涨的情况下，提升了服务质量，取得了稳定的收益。

表 2：日本铁路改革后效益斐然

年份	JR 事件数 (件)	JR 旅客输送量 (亿人)	铁路总旅客输送量 (亿人)	劳动生产率 (百万换算吨公里)	税收 (百万日元)
1990	800	83.6	219.4	1.55	68785
1994	612	88.8	226	1.67	129111
1999	531	87.18	217.5	1.91	174359

数据来源：《世界主要国家铁路状况与发展策略》，广发证券发展研究中心

美国铁路的改革主要是管制方面的改革。当时铁路运输行业面对公路、航空等外部竞争，许多铁路公司纷纷陷入破产境地或濒临破产，所产生的危机对美国的经济发展产生了不利的影响，促使美国政府进行管制方面的改革。改革始于1980年通过的《斯塔格斯铁路法》，这一法案全面放松了对铁路运输业的经济规制，奠定了美国铁路运输业走向市场化的基础。以市场为导向的铁路改革使美国铁路运输业在运输价格大幅下降的前提下，劳动生产率、货运周转量大幅提高、净资产回报率提升。

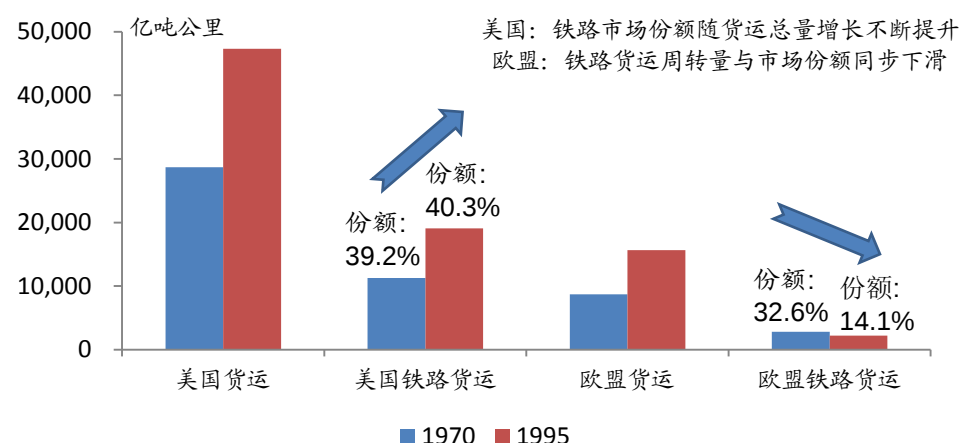
表 3：美国铁路改革 20 年劳动生产率提高了 3 倍

年份	劳动生产率	货运周转量	净投资回报率	运输价格
2000年相对于1980年的增长率	317 %	64.6 %	13.6 %	-59 %

数据来源：美国交通部交通统计局，广发证券发展研究中心

铁路改革成功的背后，一体化物流服务是铁路获得竞争力的基础。二十世纪末，美国铁路货运公司合并数量增大，铁路货运公司数目减少，铁路货运的份额却在增长。1970年铁路货物运输的市场份额为39.2%，到1995年时略有增长，达40.3%。与之相对应的是欧盟的情况，欧盟各国铁路货运1970年的市场份额为32.6%，1995年时跌至14.1%。

图3：美国与欧盟铁路货运市场份额的差异化走势



数据来源：广发证券发展研究中心

两个经济区域有如此强烈的反差，究其原因，美国铁路货运公司通过合并减少了货运时间，成功地解决了路网整体效率和市场竞争需要之间的矛盾，长途运输一步到位。而欧盟境内跨国运输所采用的国际联运的方式属于分段式运输，一个国家的铁路只对其境内的运输承担责任，货物过境后则转由其他国家的铁路负责。这样的运输方式导致致

运与中转手续繁杂、运输时间拉长，服务不可靠、货物安全性无法保障等种种弊端，一度使欧洲跨境铁路货运的平均速度降到20km/h以下，市场份额的下降也就不可避免。之后开通的跨欧快运列车，在欧盟铁路实现网运分离的基础上独立为货物运输的全过程负责，跨境货物的平均运送时间提升到65km/h，使铁路重新获得了一定的竞争力，并逐渐把货运量吸引回铁路上来。

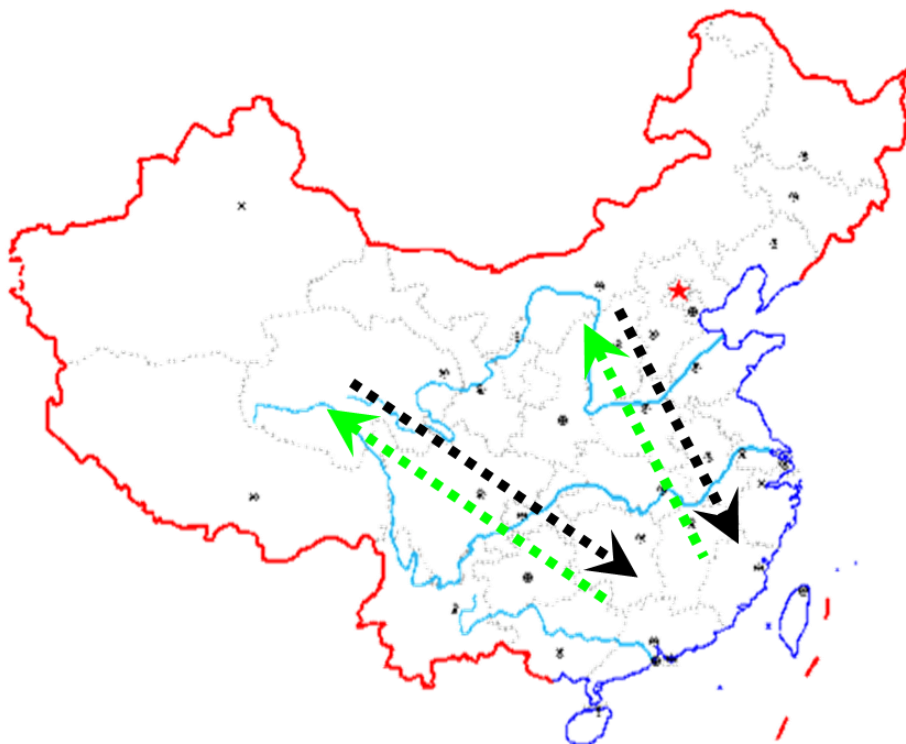
运输服务的完整性以及全程物流配套是运输业发展的方向，只有提供一体化物流服务，才能避免运输过程被割断所引起的承运人行为能力弱化，无法为全程服务质量负责，导致运到延误、货物丢失或损坏、索赔困难、增加交涉环节等。因而运输企业的一体化方式更具有趋势性，以便尽可能地控制运输生产和物流服务的全过程。提供一体化物流服务也是运输业组织结构演进的重要动因，是行业改革的最终目的。

行业变革：运能释放与组织变革，找回失去的份额与利润

运能释放将使铁路运输重获发展空间

我国的人口、资源和工业布局很不均衡，基本运输格局是中西部、北部资源向东南部流动，而东南部的工业产品向中部和西北部输送。中长距离客货运量需求巨大，特别是煤炭、石油、矿石、粮食等资源性大宗物资对铁路运输的依赖性很强。

图4：我国中长距离客货运量需求巨大



数据来源：广发证券发展研究中心

这种运输格局本应非常利于铁路运输发展，但其市场份额却在逐年降低，究其原因，我们认为主要有：

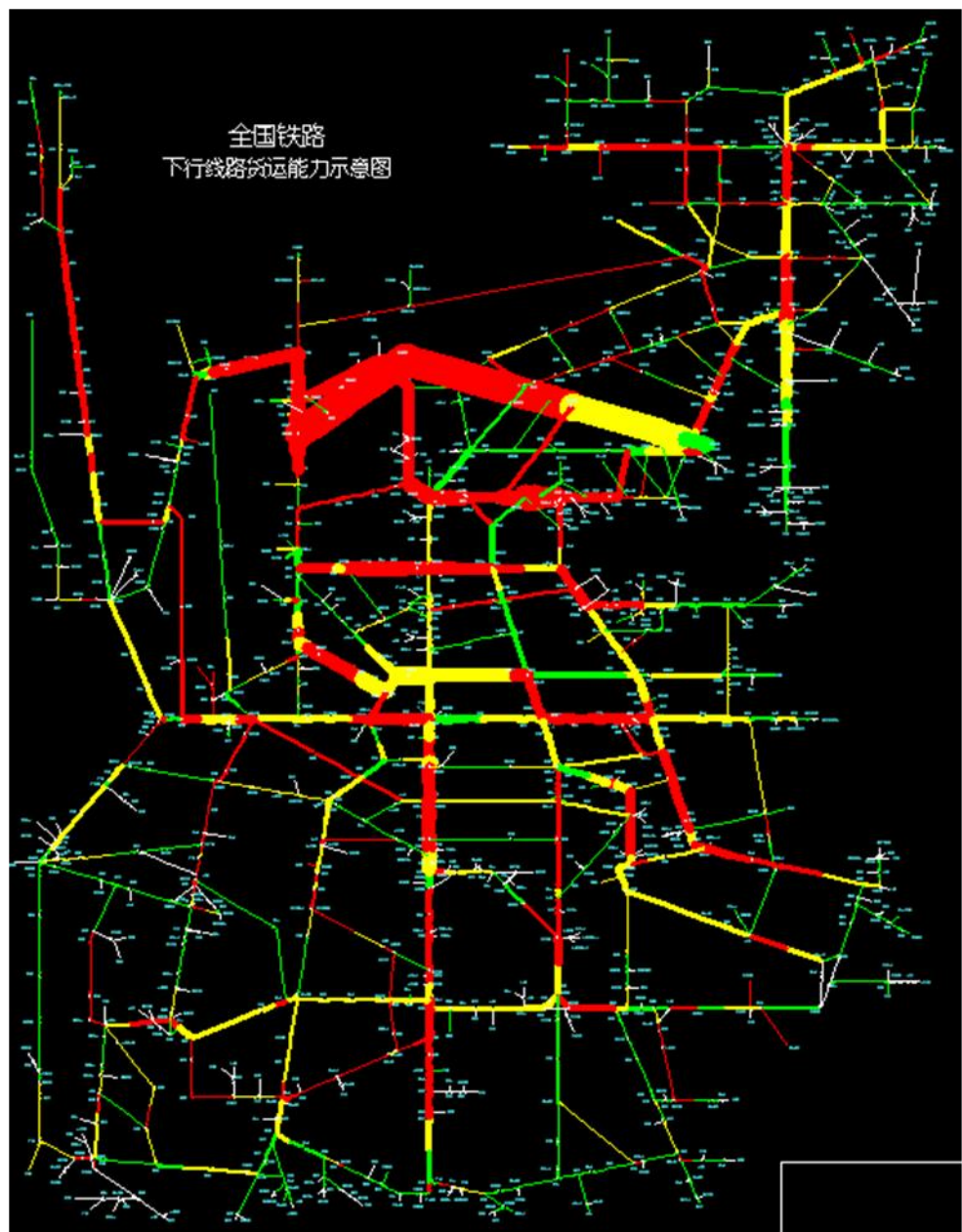
- 运输基础设施建设长期滞后于社会运输需求快速增长

- 传统运输组织方式无法适应不断升级的市场需求
- 垄断经营，缺乏市场导向对企业行为的激励作用

其中最重要的原因还是运输能力紧张。正是由于运输能力紧张，为了保证整体运输效能最大化，保障重点战略物资的运输，牺牲经济利益，损失局部效益，更多地发挥铁路货运的公共属性，而减弱其经济属性。由此导致经营效率低下，价格制度不合理，运输服务欠佳等等。

目前我国铁路运输干线通道能力全面紧张，京沪、京广、京哈、陇海、沪昆等主要繁忙干线运能运量矛盾十分突出。分界口能力饱和，全路能力利用率超过90%的局间分界口达到25个，已占全路分界口总数的34.2%。

图5：铁路干线货运能力极其紧张



数据来源：铁道部，广发证券发展研究中心

为突破这一瓶颈，根据《中长期铁路网规划》调整规划，铁路“十二五”期间新线投产总规模将近3万公里，与“十一五”相比投产新线增长87.5%，完成建设投资增长

41.4%，到2015年，全国铁路营业里程将达到12万公里左右，快速铁路4.5万公里，复线率和电气化率分别达到50%和60%以上，以高速铁路为主骨架的快速铁路网基本建成，将大量分流既有线路的客运量，大幅增加铁路货运的能力，引发新一轮运能释放浪潮。

表 4：我国铁路持续大规模建设

		1996-2000	2001-2005	2006-2010	2011-2015E
全国铁路营业里程	期末总计	6.865	7.5	9	12
	年均增加	0.1252	0.14	0.3	0.6
复线	期末总计	2.1408	2.5	4.05	6
	年均增加	0.09	0.1	0.31	0.39
电气化	期末总计	1.49	2	4.05	7.2
	年均增加	0.1032	0.102	0.41	0.63

数据来源：中国交通运输业发展报告2011，广发证券发展研究中心

表 5：高铁线路开通后所能释放的货运能力

高铁线路	预计释放货运能力（万吨/年）
石太高铁	约3000
京沪高铁	约5000
胶济客专	2920
武广高铁	8760
京津城际	1095
沪宁高铁	8395
郑西高铁	1460

数据来源：铁道部，广发证券发展研究中心

表 6：高铁线路开通后所能释放的货运能力

类别	线路名	里程(公里)	通车时间	开行对数	初始对数
通车	京津城际	120	2008 年 8 月	110	70
	京沪高铁	1318	2011 年 6 月	102	76
	武广客运	1069	2009 年 12 月	52	52
	广深高铁	105	2011 年 12 月	36	36
	郑西客运	505	2010 年 2 月	15	14
	福厦高铁	275	2010 年 4 月	31	28
	温福高铁	321	2009 年 9 月	8	5
	沪宁高铁	300	2010 年 7 月	103	103
	石太客运	212	2009 年 4 月	27	27
	沪杭高铁	168	2010 年 10 月	83	83
	成灌高铁	65	2010 年 5 月	17	17
	昌九高铁	131	2010 年 9 月	17	17
	长吉城际	113	2010 年 12 月	27	25
	东环高铁	308	2010 年 12 月	22	22
	广珠城际铁路	177	2011 年 1 月	60	60
在建	汉宜高铁	291	在建		
	贵广高铁	857	在建		

数据来源：广发证券发展研究中心

同时,对现有的40个靠近省会城市、大型港口和主要内陆口岸的集装箱办理站和100个代办站同步进行改造,即将形成遍及全国的较为完善的铁路集装箱运输网络。

根据现场调研情况，在传统场站的850米标准到发线上完成一次集装箱班列整列装卸作业平均需要18个小时，而在拥有1050米到发线和4台标准门吊的集装箱场站内，完

成一次集装箱班列整列装卸作业平均只需4个小时，仅这一项便可缩短周转时间1天。

图7：传统的连接锁具需要人工配合操作



数据来源：中铁集装箱公司、广发证券发展研究中心

图8：新型连接锁具支持全机械化作业

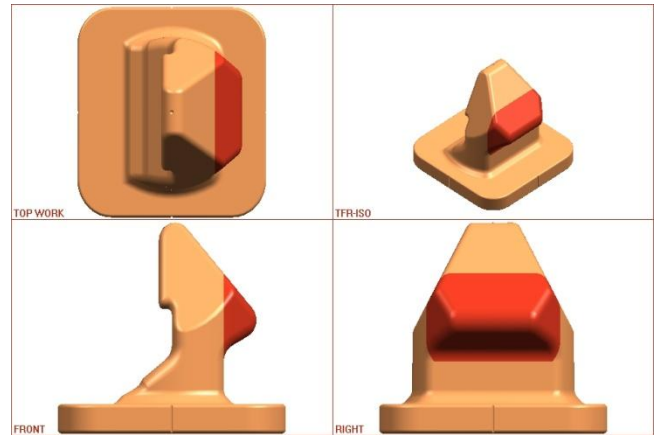


图9：传统集装箱吊装设备由老式吊钩简易改造而成



数据来源：中铁集装箱公司、广发证券发展研究中心

图10：中心站、专办站配有专业高效的吊装设备



铁路集装箱中心站与传统集装箱办理站相比所具有的先进场站基础和一流设施设备，保证了未来随着运能逐步释放，将能够支持创新型运输产品，在中心站与中心站、专办站之间大量开行客车化快速直达、阶梯直达和循环班列等新产品，提高中心站大列进大列出的比例，提升运力资源利用效率。

表7：已开通运营的铁路集装箱中心站设计能力

站名	开通时间	占地面积/ hm ²	2010年1-11 月到发量 /TEU	近期设计能 力/万TEU	远期设计能 力/万TEU
上海	2005-12-09	90.14	40200	100	186
昆明	2006-11-04	82.0	295017	35	56
重庆	2009-12-10	60.04	179580	58	111

成都	2010-03-16	84.26	209791	72	138
郑州	2010-04-28	75.31	38073	49	103
大连	2010-07-18	116.21	4622	157	261
青岛	2010-08-30	66.75	2995	65	126
武汉	2010-08-31	62.56	677	53	105
西安	2010-12-01	67.71		57	121

数据来源：中铁集装箱运输有限责任公司，广发证券发展研究中心

表8：铁路集装箱中心站各发展阶段承运发送效率对比

承运发送	起步阶段	成长阶段	成熟阶段
一个订单流转的环节数	17	10	8
客户需到中心站次数	7	1	0
完成一个订单业务时间	2~4天	1~2天	24h之内
订单提报方式	人工或半人工	网络	网络
对信息系统依赖程度	低	中	高

数据来源：中铁集装箱运输有限责任公司，广发证券发展研究中心

表9：铁路集装箱中心站各发展阶段到达交付效率对比

承运发送	起步阶段	成长阶段	成熟阶段
一个订单流转的环节数	17	10	6
客户需到中心站次数	1~2	1	0
完成一个订单业务时间	2~3天	1~2天	24h之内
订单提报方式	人工或半人工	网络	网络
对信息系统依赖程度	低	中	高

数据来源：中铁集装箱运输有限责任公司，广发证券发展研究中心

根据铁道部的年度规划，2015年将建成18个全路性物流中心（即集装箱中心站）、33个区域性物流中心、1000个战略装车点，形成覆盖全路的铁路物流节点，构建以运输带动物流、以物流拉动运输的铁路运输新格局。

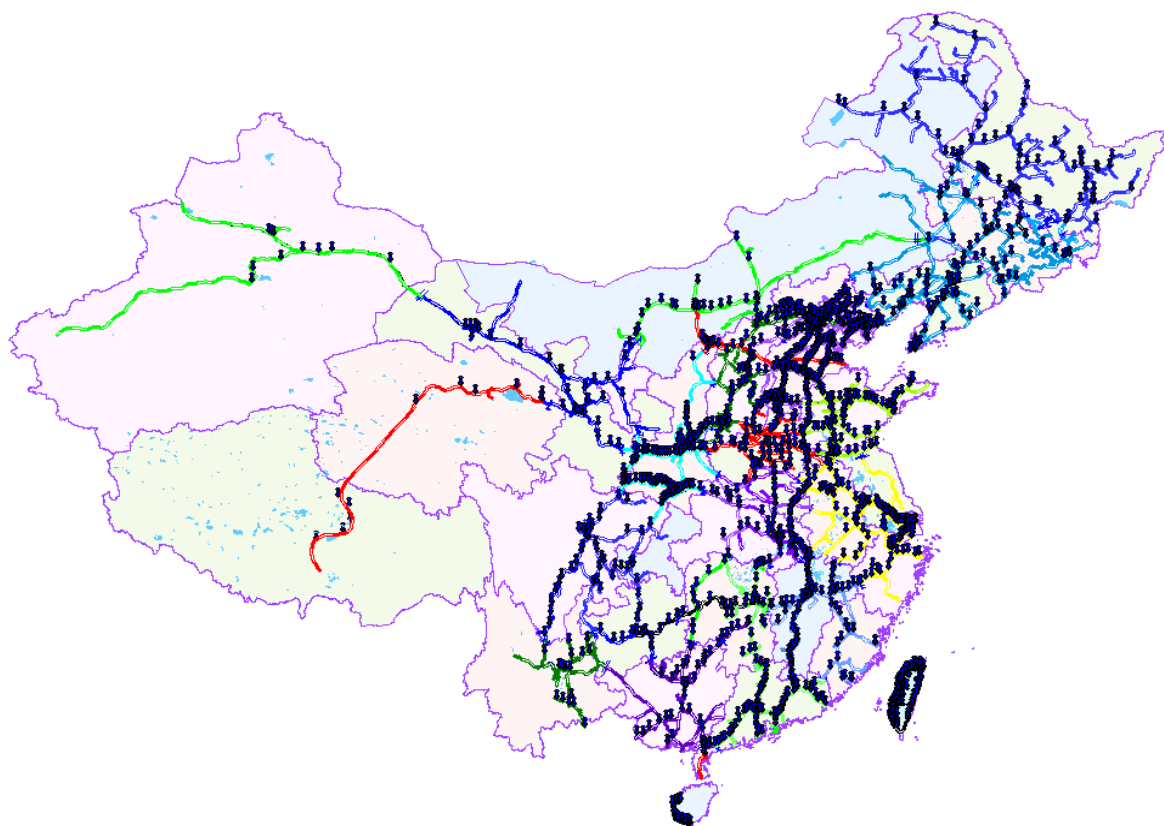
随着干线通道能力释放、节点作业效率提升，铁路运输将重获发展空间，但要实现与其他运输方式有效分工，发挥在干线运输中的比较优势，在综合物流体系中重新起到骨干作用，还需要改变现有运输组织模式，提高运作效率。

组织变革催生快捷运输方式

我国铁路运输货源分布广、装车地分散、车流去向多，导致铁路货运营业站规模偏小、布局分散。全路年发到量5万吨以下货车站约1000个，占货运营业站总数31%的车

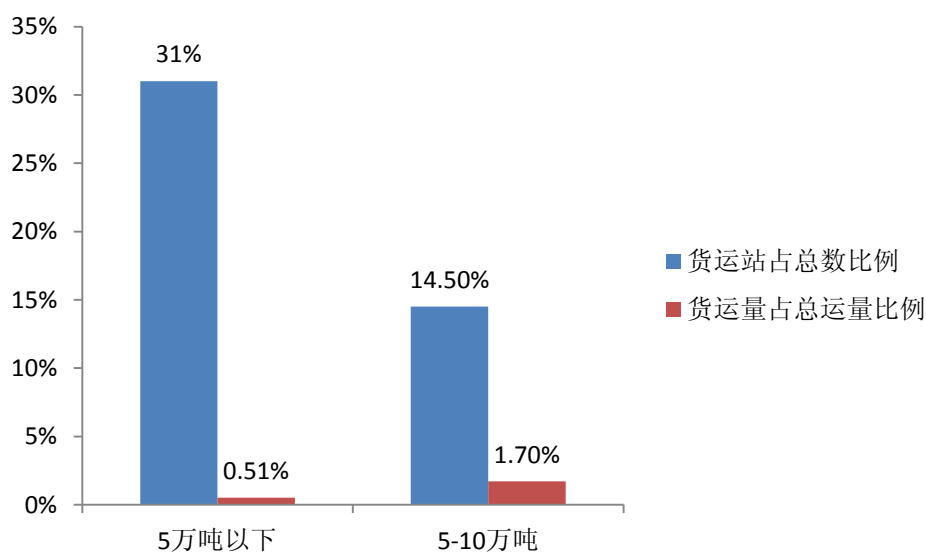
站发到量仅占全路总发送量的0.51%，按照平均60吨静载重计算，日均装卸车仅2.2车。

图11：铁路货运场站规模小、数量多、分布广



数据来源：铁道部，广发证券发展研究中心

图12：大量货运站作业量极少

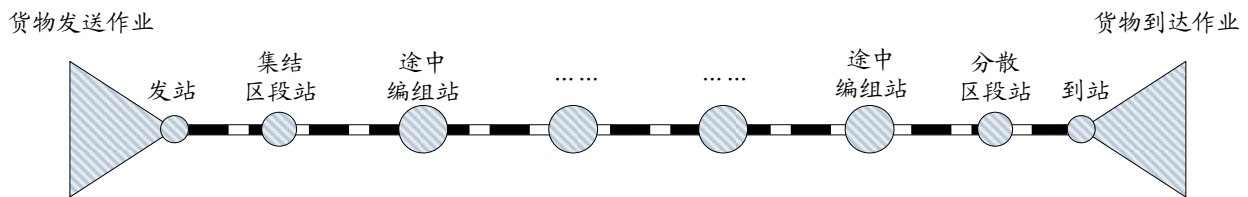


数据来源：铁道部，广发证券发展研究中心

基于这种网络布局，传统铁路货运组织强调点、线能力协调，或者增加线路能力，或者增加技术站的能力，货运生产需要经过货流——车流——列流多重环节，

即货流集结——车流集结——列流集结……车流集结——货流集结的过程。

图13：传统运输组织模式集疏系统作业环节复杂

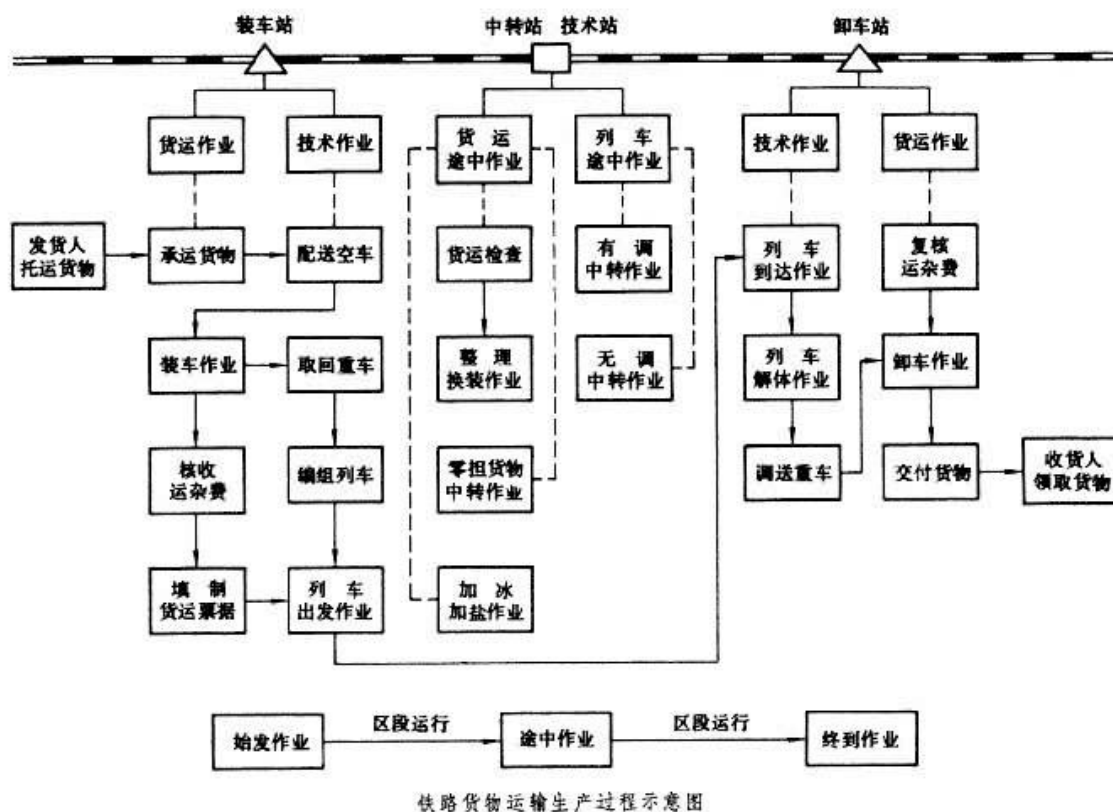


数据来源：广发证券发展研究中心

在这个过程中，货物在装车后转入技术站进行集结、编组、出发，长途车流途中要经过多次在编组站内的中转改编作业，最后通过小运转、摘挂列车才能送至卸车站卸车。途中货物随货车经过多次集结、改编、运行才能送达目的地。

这种运输组织方式对干线通过能力、机力、车辆、土地、人工成本等运力资源的占用带来了很大的负担，对效率造成很大的损失，也使得铁路特种集装箱与公路运输相比周转时间长、运输效率低，与铁路整车比同样需要随车底多次改编，灵活、便捷的竞争优势大打折扣。

图14：传统运输组织模式途中作业环节复杂



数据来源：广发证券发展研究中心

为改变这一局面，需要货源组织的源头开始，关闭部分中小场站，通过集中货流和车流，在装车站组织列车，利用装卸站直接发到列车、整列卸车，变车流集结

为货流集结，使车流组织向货流组织的两端延伸，从而减少在站停留时间，加快货车周转，缩短货物送达时间。这也是各发达国家铁路运输组织发展的主流方向。

表 10：货源组织集约化是各国发展铁路运输的主流方向

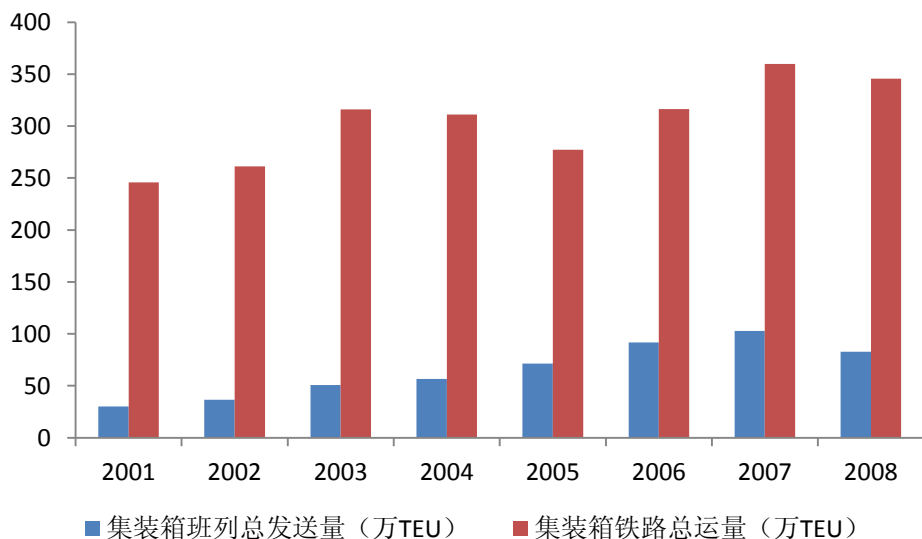
美国	20世纪70年代开始，关闭了8千多个货运站和年均运量在9千吨以下的专用线。
法国	到1980年，将4549个客货运站减少到2930个
原西德	1950-1970年，将6千多个零担货物的办理站减少到400多个，关闭了3千6百多个日均装车小于2车的货运站，减负50%
前苏联	货运作业集中到2千8百个货运站，在7百个货运站重点装备高效率的机械化装卸设备
日本	将原有的3515个车站逐步合并减少，尤其1987年民营化以后进一步减少，并废弃了铁路网上所有的编组站和区段站。目前日本铁路货运公司在全国有323个货运站，其中140个为集装箱货运站。

数据来源：广发证券发展研究中心

我国铁路运输正通过做大货流强度、路企无缝运输、货流列流对接等方式逐步实现货源组织集约化，并大量开行五定班列与建设战略装车点。

目前五定班列运行线覆盖全国主要90个城市8大港口，基本形成了高附加值快捷运输网络。五定班列的开行实际上打破了我国铁路货运传统上按编组计划组织行车的运营方式，为客户提供了相对更为可靠和高质量的运输服务。

图 15：集装箱铁路总运量与集装箱班列运量



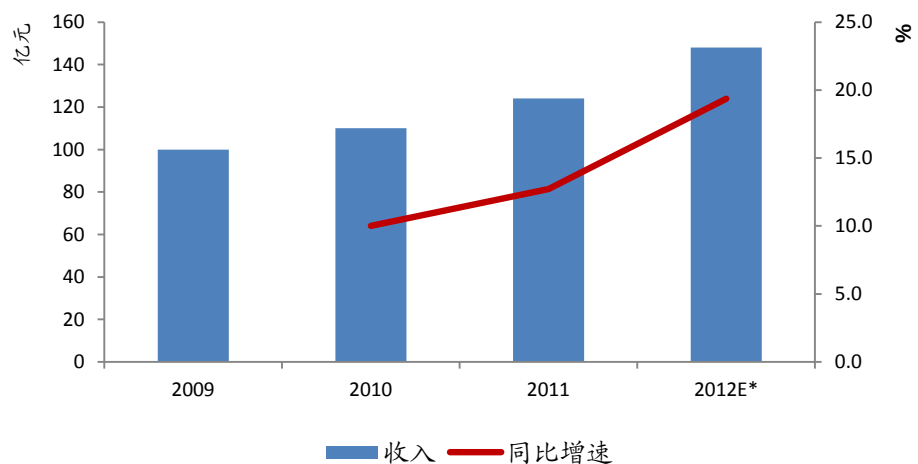
数据来源：中铁集装箱运输有限责任公司，广发证券发展研究中心

货源组织集约化发展过程中，将不可避免地使铁路装卸场站远离实际货源地，要维持甚至扩大铁路货源吸引区，保证货源只能依靠发展集装箱多式联运，利用公路完成短途驳运实现货流集结。美国、法国、德国的铁路集装箱联运在货源组织集约化过程中便获得了高速增长。

- 1999年，美国铁路完成联合运输运量904万箱（辆），是1980年运量的3倍。目前，联合运输已成为美国铁路增长速度最快的产品，收入已占铁路运输总收入的17%左右。以多式联运为主的高效能陆路运输已逐渐发展成为美国铁路货运的代表。
- 法铁公司及其参控股的150多家公路运输公司共同组成一个多式联运集团公司，公铁联运运量占法国铁路承运总货物得24.9%。
- 2001年德国铁路货运公司完成的周转量中，装车运输占79.3%，联合运输占20.7%。联运运量中国际联运占60%以上，其中又以对意大利、奥地利等南欧国家运量最大（分别占41%和15%）。

在大规模基础设施建设逐步完成，运能紧张问题初步缓解，经济属性将逐渐显现时，铁路运输将由限制型运输逐步转为适应型运输，铁路集装箱在这一重大变革中迎来历史性发展机遇。

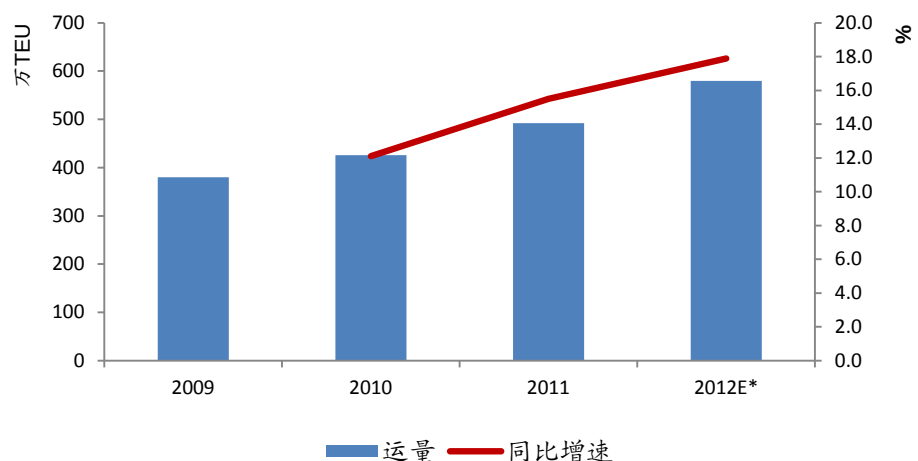
图16：2012年铁路集装箱运费收入增速将提升到19.4%



* 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17：2012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

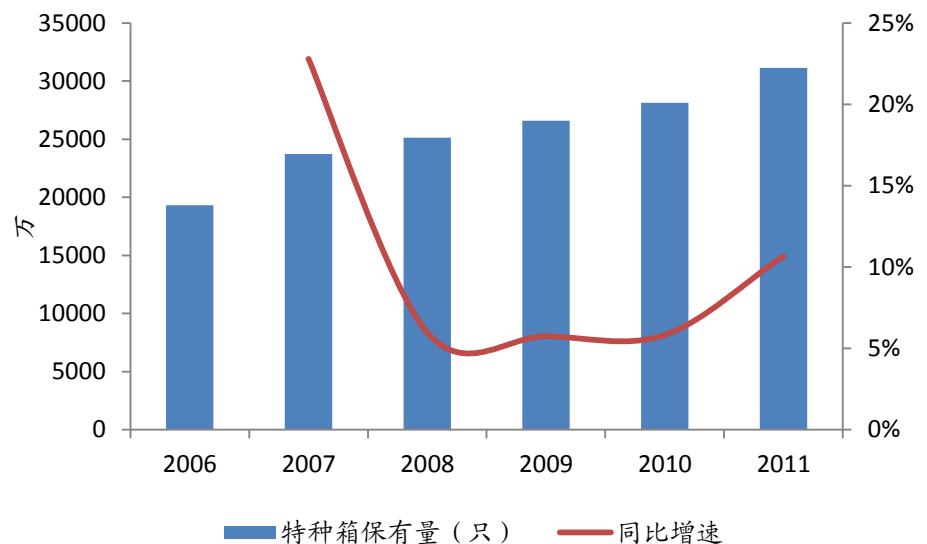
公司变革：转型与扩张双轮驱动，高弹性谁人能敌

公司优势：全产业链的垄断型铁路特箱物流服务商

公司是国内铁路特种集装箱资产及业务的垄断性经营主体，享有其他类型运输企业不可比拟的市场、客户、管理、技术、信息等方面资源，依托铁路系统平台优势，背靠大股东中铁集装箱公司，拥有完善的业务体系，覆盖从市场开拓、产品研发到上线后检修维护的完整生命周期，形成难以超越的系统性垄断优势。

- 公司在2006年3月出资3.96亿元，收购全部国铁特种箱运输业务资产，正式进入并实质性垄断铁路特种集装箱运输市场后，每年投入1至2亿元用于购置新箱，持续扩大特种箱保有量。

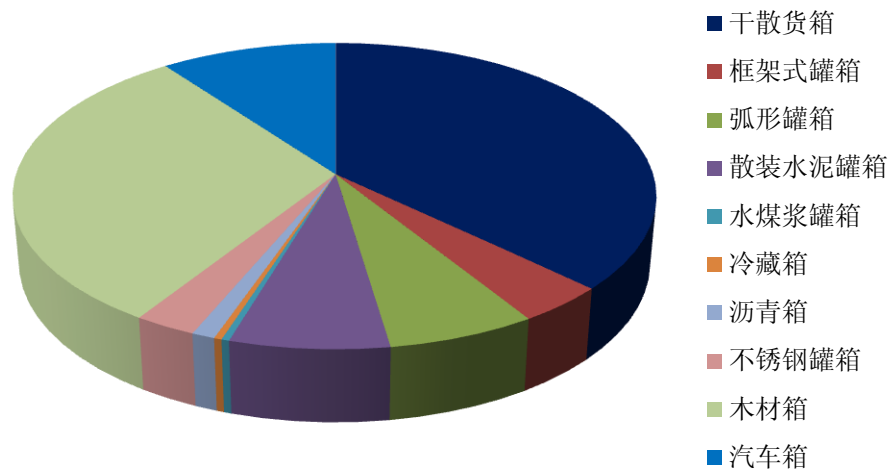
图18：过去5年共投入约7.5亿元购置特种箱



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

- 截至目前，特种集装箱保有量共计约3万1千只，主流箱型多达10大类，分别服务不同细分市场，以满足不同市场的特定需求，发挥铁路特种箱专货专箱、专箱专用的特点。

图19：公司目前拥有10大类主流箱型

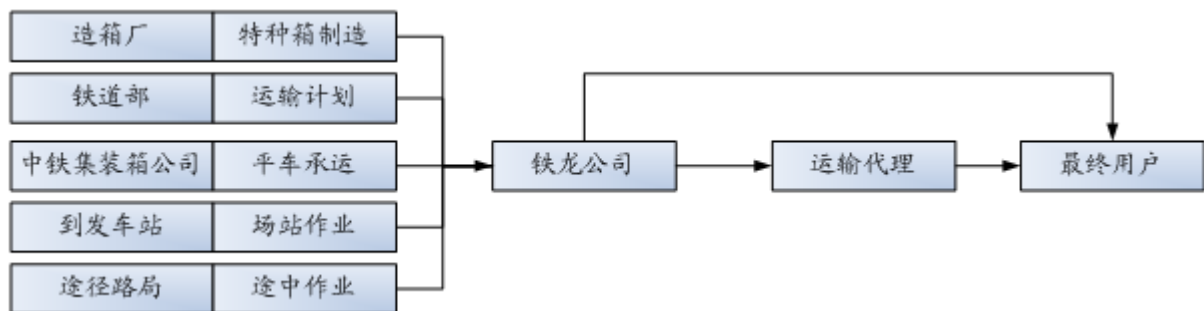


数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

铁路运输是一个庞大、复杂的系统工程，与未来潜在的竞争对手相比，铁龙所具备的全网络铁路运输组织与业务经营能力难以复制。

- 铁路运输调度工作，实行集中统一指挥、分级管理的原则，由铁道部调度中心统一下达运输计划，18个下属路局据此扩充管内计划，由分管的场站具体操作发送、解编、编组、通过、到达等作业。
- 完成一次特种箱运输需要协调铁道部调度中心、发站、到站、途径路局、中铁集装箱公司等多个关联机构，还涉及平车运转、特箱调度和专用设备管理等，涉及环节多、利益关联复杂。

图20：铁路特种箱运输产业链示意图



数据来源：广发证券发展研究中心

- 铁龙具备路内企业的机制优势，铁道部在运输计划安排上给予支持。
- 公司多位高管成员都拥有超过20年得铁路行业从业经验，业务水平与人脉资源是整合产业链上下游资源的重要保证。
- 公司大股东中铁集装箱公司直接隶属于铁道部，是我国铁路集装箱运输的唯一承运人，下属的18家分公司分拆自18家铁路局，与各地路局紧密合作。
- 公司的特种箱业务通过收购各地特种箱运输企业重组而成，现在仍有多家下属企业分布在各地。

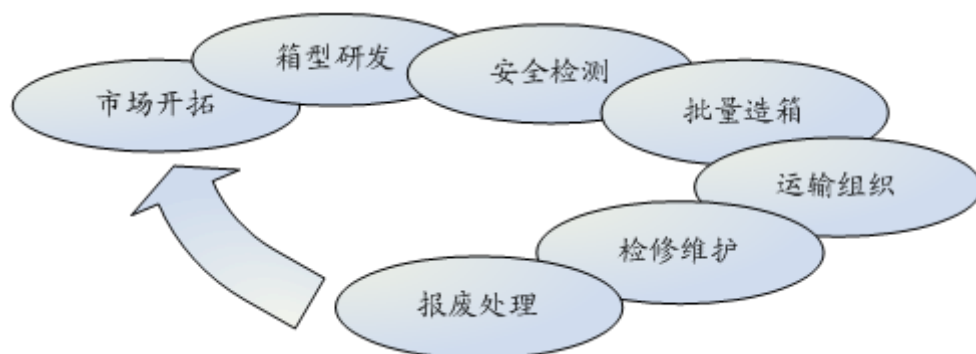
图21：铁龙特种箱修箱站点遍布全国



数据来源：公司宣传资料，广发证券发展研究中心

- 利用在国内铁路特种箱资产及业务垄断性优势，公司整合了从特种箱研发、运用到维修、报废的各项资源，主导铁路特种箱完整生命周期中各环节的工作，与路内外相关企业、科研机构形成长期战略合作。

图22：公司主导铁路特种箱生命周期中各环节工作



数据来源：广发证券发展研究中心

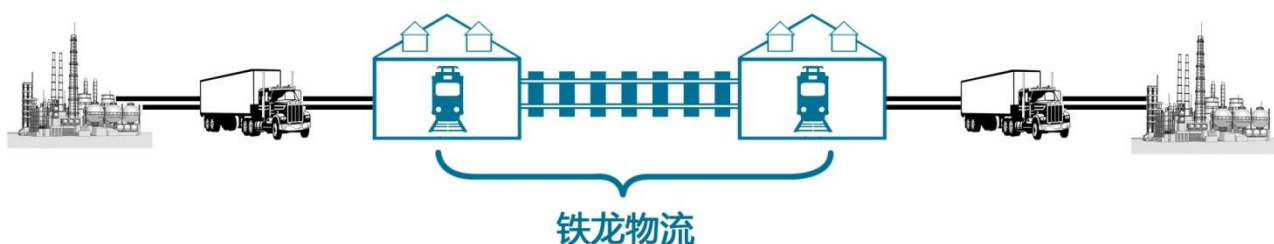
转型方向：提供全程服务，延伸价值链的同时绕开价格管制

传统的铁路特种箱运输业务仅承担铁路系统内部场站到场站的运输，从铁路场站到工厂或仓库间的短途驳运、仓储中转等作业由货主自行负责，或交给货运代理承担。公司按照固定费率收取特种集装箱使用费(铁路线上运输部分)。这种方式看似操作简单，成本低，但弊端突出。

- 线上运输定价受限，需报国务院审批，无法根据市场供需状况报价
- 货运需求零散，发运时间不稳定

➤ 特种箱离开车站后难以监控，出站后容易被货主长期占用，降低使用效率

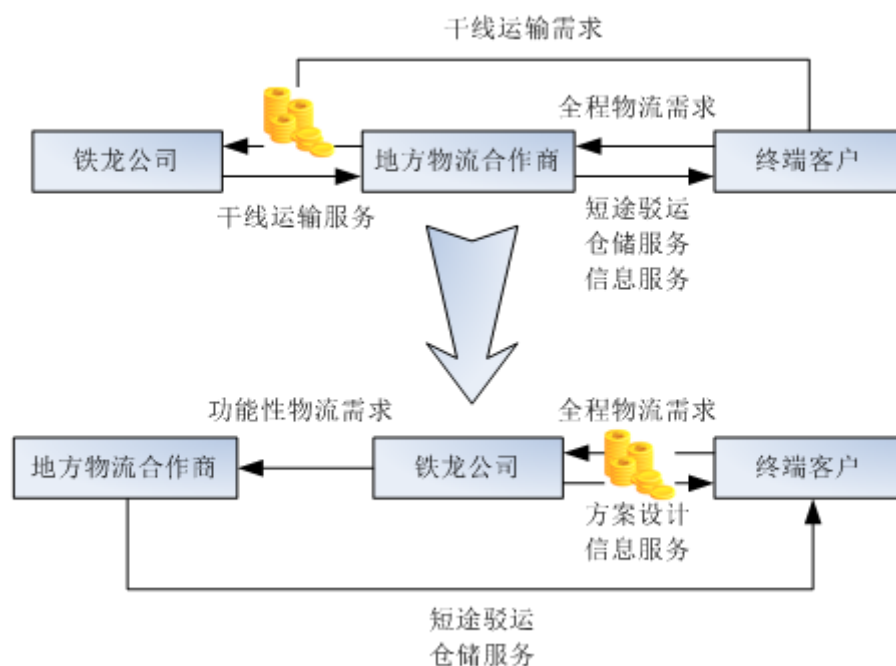
图23：传统的站到站特种箱运输业务



数据来源：广发证券发展研究中心

特种箱全程物流通过拓展铁路两端的物流业务，实现门到门服务。这种经营模式面向终端客户，直接与货主签署全程物流承包合同，实现市场化定价，能够集中货源、提高效率、增加收益并全程监管特种箱的使用情况。

图24：公司自主开展全程物流服务



数据来源：广发证券发展研究中心

公司正在推进的业务模式转型将所提供的传统的线上运输业务拓展为全程物流服务，并通过与终端客户形成战略合作，提供差异化全程物流解决方案，服务不同的客户需求、不同的货源特点，最大限度地满足客户的个性化需要。

表 11：铁龙特种箱运输转变运营管理方式

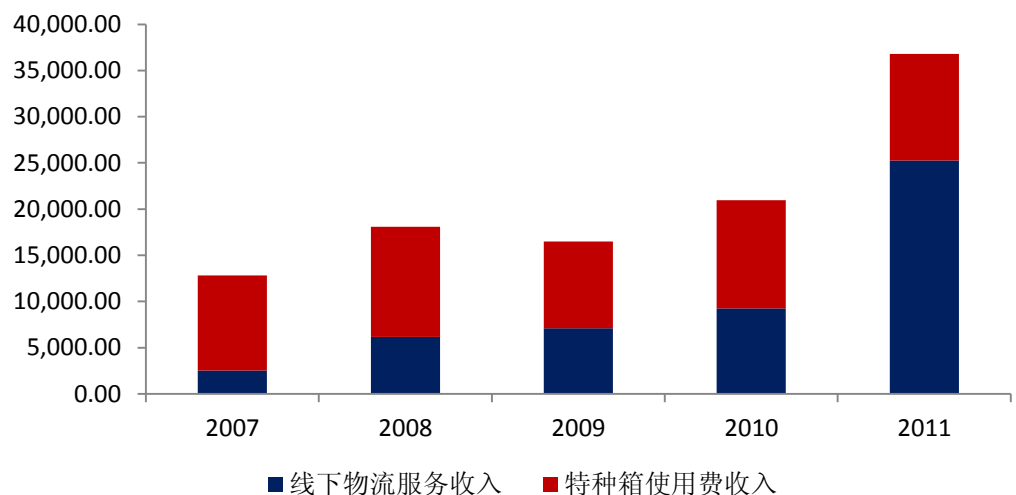
	过去	现在	未来
定位	基础设施供应商	商业化运营商	物流解决方案服务商
管理模式	“坐商”	主动式管理	市场/服务链控制者

市场开发主体	特箱分公司	特箱分公司 +科技开发中心	特箱分公司 +科技开发中心 +铁洋等子公司
服务对象	铁路系统老客户	路外国内客户	全球客户
客户管理	依托母公司系统	三个系统平台 +每日电话会议	服务流程标准化 +全面信息系统支持

数据来源：广发证券发展研究中心

从2011年的中报业绩来看，线下物流业务收入比重大幅度提升，公司已逐步从价格竞争向服务竞争转型，将铁路特种箱运输的资源垄断优势转变为全程物流服务的市场竞争优势。

图25：线下物流服务收入爆发式增长（各年中报数据）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

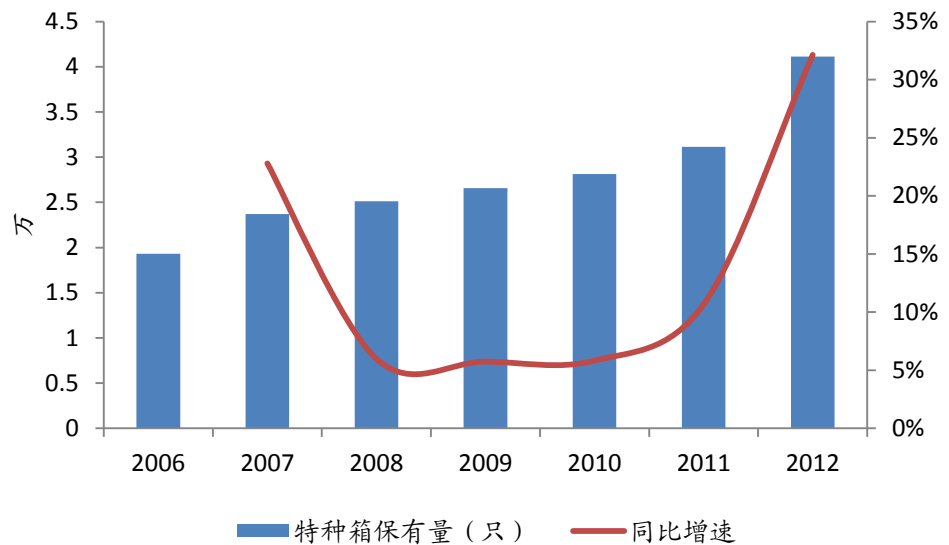
扩张方式：数量、种类、周转率、费率同时提升

根据公司此前公布的造箱与投放计划，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。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，特种箱业务将步入增长快车道。

（1）数量扩张：保有量增速大幅提高

假设此次公告的7000只特种箱在未来一年内陆续制造并投入使用，加上在造的2000只不锈钢罐箱，铁路特种箱保有量将比现在大幅增长32%。

图26：特种箱保有量未来一年计划增长32%



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

我们预计随着铁路运能逐步释放，铁路特种箱保有量与运输规模还将大幅增长。

对于公司而言，一方面不锈钢罐箱（化工箱）、沥青箱、冷藏箱等新箱型已初步完成市场开发、确定业务流程，具备快速上量形成规模的条件；另一方面考虑到未来铁路系统改革的不确定性，长期或将引入竞争，公司也具有利用先发优势，快速扩张以抬高市场进入壁垒的动力。

对于铁道部而言，在满足战略性大宗货物运输需求之外，运力相对富余之时，发展运输效率高、经济效益好、能够支持多式联运的集装箱运输无疑是当然之选，因而特种箱造箱放松审批是大概率事件。

图27：我国集装箱运量在铁路货运中占比远低于发达国家

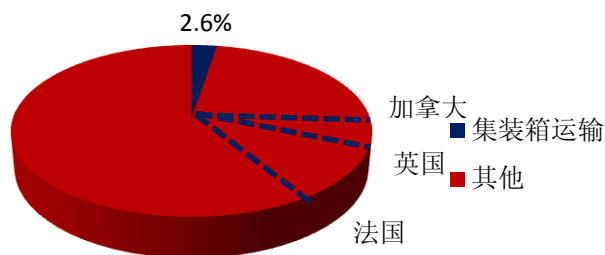
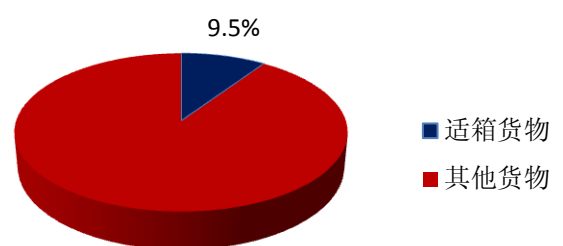


图28：现有铁路承运货物中9.5%属于集装箱适运货物



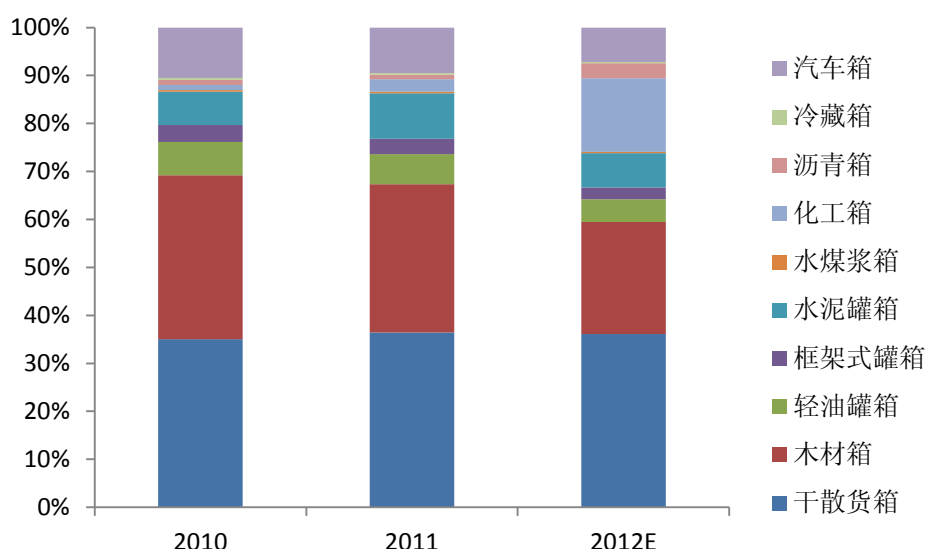
数据来源：铁道部，广发证券发展研究中心

在特种箱资源稀缺，供给量远不能满足潜在市场需求的现实环境下，特种箱保有量的增长将直接为特种箱运输业务贡献业绩。

（2）种类优化：高端箱大规模投放

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。

图29：化工箱占比大幅提升



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

(3) 周转率提高：运能释放带来大幅上升空间

运能释放后，集装箱班列大量开行将成为可能。集装箱班列可降低列车途中作业次数、缩减中转车停留时间，直接提高特种箱运输周转效率，而周转效率提升又将带动运输收入提高。

根据市场草根调研数据，2010年罐箱的平均周转时间约为50天，年均周转率仅为7.3次。在未来铁路运能释放，以及各项提效措施能够有效实施的情况下，罐箱的周转效率有大幅上升空间。以下分别将平均周转率提高5%、10%、20%、30%、50%，按上述计算方法，计算在此四种情况下的经济效益。

表 12：周转效率提高对罐式集装箱运输收入的影响

周转率提高百分比	5%	10%	20%	30%	50%
周转次数增量 Δn	0.36	0.73	1.45	2.18	3.63
年发送量增量 ΔT (TEU)	363	726	1452	2178	3630
收入增量合计 I (万元)	249	499	997	1496	2493
箱使用费增量 I_U (万元)	40	80	159	239	398
运杂费增量 I_T (万元)	209	419	838	1257	2095

数据来源：广发证券发展研究中心

2010年干散货箱的平均周转时间约为12天，年均周转率为30次，但平均运距较短。以下分别将平均周转率提高5%、10%、20%、30%、50%，分析在此几种情况下的经济效益变化情况。

表 13：周转效率提高对干散货箱运输收入的影响

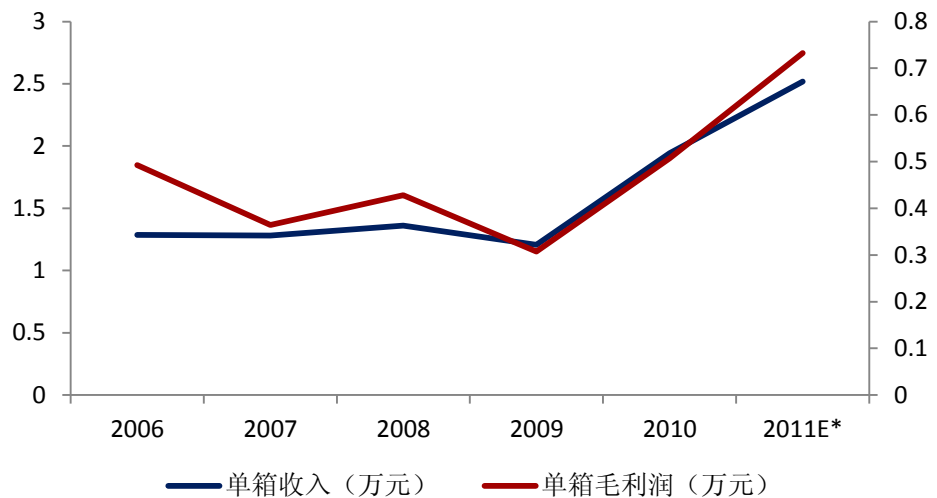
周转率提高百分比	5%	10%	20%	30%	50%
周转次数增量 Δn	1.48	2.97	5.93	8.90	14.84
年发送量增量 ΔT (TEU)	14901	29802	59604	89406	149010
收入增量合计 I (万元)	2050	4100	8201	12301	20502
箱使用费增量 I_U (万元)	194	387	775	1162	1937
运杂费增量 I_T (万元)	1856	3713	7426	11139	18565

数据来源：广发证券发展研究中心

(4) 费率提升：延伸物流服务增强盈利能力

受限于国家对铁路运输价格的管控，铁路运输较之公路运输价格低廉。以广州到济南为例，目前通过公路运输，一车普货的运费1万多元，通过铁路运输，运费至少便宜一半。铁路特种箱业务由于具备将全程业务打包、市场化定价的能力，通过延伸物流服务，将铁路运费限制变为优势，大幅提高单箱盈利能力。

图30：单箱收入与单箱利润近两年快速增长



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

* 假设下半年单箱利润与上半年相同，2011E数据由半年报业绩扩大两倍得到

盈利预测与投资评级

假设本次公告中的3500只干散货箱及2500只罐箱于2012年四季度初建成并投入使用，余下1000只罐箱在2013年投放，据此测算2011~2013年公司每股收益分别为0.40元、0.59元和0.79元，对应于2011、2012年的市盈率为23倍和15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。

表 14：分业务项目估值

	2012E EPS	P/E	P
沙鲛线	0.24	15	3.6
特种箱	0.22	40	8.8
房地产	0.09	0	0
客运	0.03	10	0.3
其他	0.01	10	0.1
合计	0.59		12.8

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

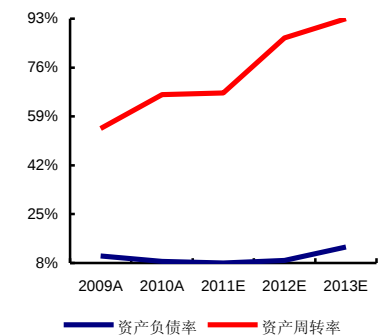
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,501	1,953	2,231	1,885	2,482
货币资金	940	538	1,084	95	0
应收及预付	112	189	185	285	389
存货	447	1,224	963	1,505	2,093
其他流动资产	2	2	0	0	0
非流动资产	1,569	1,548	1,820	3,057	3,919
长期股权投资	58	51	51	51	51
固定资产	1,419	1,369	1,629	2,854	3,705
在建工程	21	29	37	45	53
无形资产	58	64	68	72	76
其他长期资产	12	35	35	35	35
资产总计	3,070	3,501	4,051	4,942	6,402
流动负债	290	190	215	333	761
短期借款	0	0	0	0	304
应付及预收	290	190	215	333	456
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	454	881
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	2,239	3,012	4,043
归属母公司股东权益	2,739	3,188	3,712	4,485	5,516
少数股东权益	2	3	3	4	5
负债和股东权益	3,070	3,501	4,051	4,942	6,402

利润表

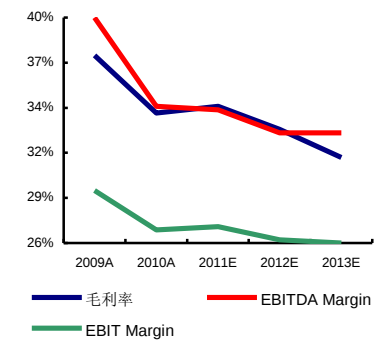
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1567	2186	2534	3877	5261
营业成本	978	1441	1660	2595	3609
营业税金及附加	54	71	58	97	132
销售费用	25	21	18	31	37
管理费用	50	61	109	131	105
财务费用	-6	-7	-3	-2	9
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	699	1032	1376
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	699	1032	1376
所得税	121	123	175	258	344
净利润	350	477	524	774	1032
少数股东损益	1	0	0	1	1
归属母公司净利润	349	476	524	773	1031
EBITDA	625	754	869	1275	1731
EPS (元)	0.35	0.47	0.40	0.59	0.79

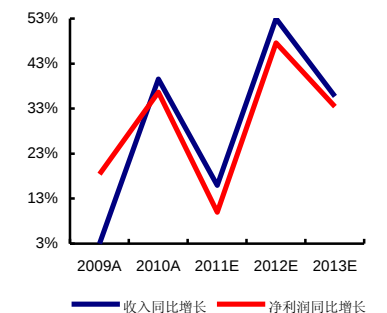
资产负债率趋势



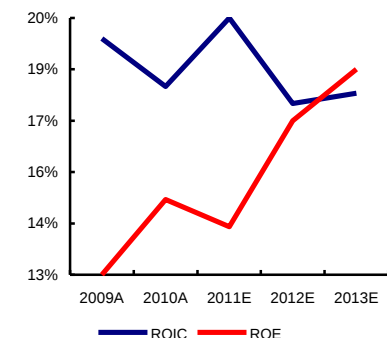
经营利润率趋势



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

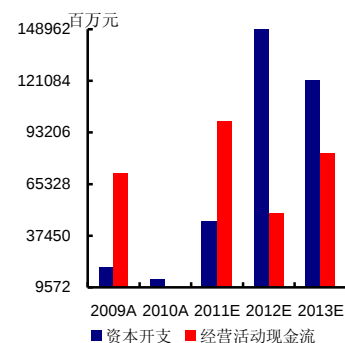
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	712	96	992	495	818
净利润	350	477	524	774	1,032
折旧摊销	164	163	180	252	352
营运资金变动	190	-551	294	-525	-569
其它	8	7	-7	-6	3
投资活动现金流	-223	-438	-445	-1,483	-1,208
资本支出	-205	-141	-452	-1,490	-1,215
投资变动	-25	-297	7	6	7
其他	6	0	0	0	0
筹资活动现金流	-101	-60	0	0	295
银行借款	0	0	0	0	304
债券融资	-40	0	0	0	0
股权融资	0	1	0	0	0
其他	-61	-61	0	0	-9
现金净增加额	388	-402	546	-988	-95
期初现金余额	553	940	538	1,084	95
期末现金余额	940	538	1,084	95	0

主要财务比率

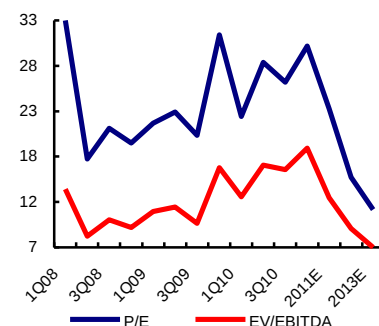
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	2.9%	39.5%	15.9%	53.0%	35.7%
营业利润	21.9%	26.8%	16.2%	47.6%	33.4%
归属于母公司净利润	18.4%	36.6%	9.9%	47.6%	33.4%
获利能力					
毛利率	37.6%	34.1%	34.5%	33.1%	31.4%
净利率	22.3%	21.8%	20.7%	20.0%	19.6%
ROE	12.7%	14.9%	14.1%	17.2%	18.7%
ROIC	19.6%	18.2%	20.2%	17.7%	18.0%
偿债能力					
资产负债率	10.7%	8.9%	8.3%	9.2%	13.8%
净负债比率	-34.3%	-16.9%	-29.2%	-2.1%	5.5%
流动比率	5.18	10.30	10.37	5.66	3.26
速动比率	3.54	3.58	5.62	0.87	0.35
营运能力					
总资产周转率	0.55	0.67	0.67	0.86	0.93
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	0.59	0.79
每股经营现金流	0.71	0.10	0.76	0.38	0.63
每股净资产	2.73	3.17	2.84	3.44	4.23
估值比率					
P/E	31.7	30.4	23.1	15.1	11.3
P/B	4.0	4.5	3.3	2.6	2.1
EV/EBITDA	16.2	18.5	12.7	9.1	6.9

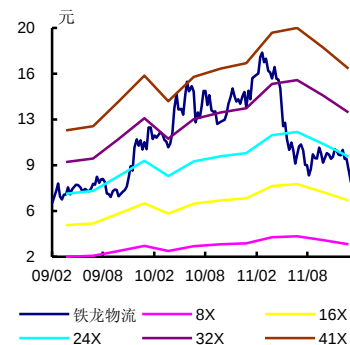
资本支出与经营活动现金流



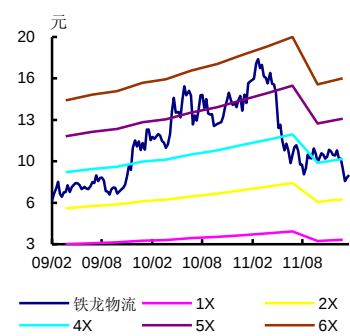
相对估值



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）：政策加码拓展成长空间，业务储备确保安全边际	谢平	2012-01-09
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)：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。