

铁龙物流 (600125) \ 交通运输

——短期受益超载超限整治, 梳理长期看好逻辑

事件:

货车强制性国标GB1589-2016于7月发布、《超限运输车辆行驶公路管理规定》8月底发布、交通部与公安部为期1年的公路货车违法超限超载整治于9月21日正式开展;

9月份前两周国家铁路集装箱日均装车完成11753车, 同比增幅52.2%。其中, 9月10日集装箱装车完成12955车, 再度刷新集装箱单日装车历史最高纪录。

投资要点:

➤ GB1589实施, 为铁水运输领域带来利好

此次治超执法力度强度较大, 公路运力出现了明显收缩, 部分企业已经上调公路运价(30%左右)。相比于公路, 铁路运输在长途运输中成本更低, 且铁路运输稳定性强、受天气影响小。此次新规的出台, 将导致部分长途货运向铁路运输转移, 利好铁路运输行业。

➤ 特种集装箱领域的垄断资质

铁龙物流拥有中国铁路特种集装箱业务的独家经营权, 公路货运价格的上涨、铁路站到门运输能力的提升和相关危险化工品铁路运输标准的推进将为特种箱业务的增长起到催化作用。

➤ “白货”地位在铁路货运中不断提升

随着大宗商品需求疲弱、铁路运力不再紧张, 提振“白货”市场也成为当下铁总应对经济型态势和产业结构调整的关键对策, 近期铁路单日集装箱装车量屡创新高, 铁龙物流拥有的普通箱将会直接对应这方面的需求。

➤ 铁总改革预期将逐步兑现

铁总改革主要表现在两方面: 货运改革与投融资改革。货运改革中公司主要受益于白货地位的增强和多式联运的推进; 投融资改革中或将体现公司唯一铁路专业运输公司上市平台的价值。

➤ 风险提示

宏观经济疲弱、沙鲛线货运量继续下滑

财务数据和估值	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	5,905.66	6,316.02	5,709.68	6,002.59	6,496.60
增长率(%)	37.96%	6.95%	-9.60%	5.13%	8.23%
EBITDA(百万元)	673.77	579.18	629.12	686.26	754.66
净利润(百万元)	341.65	281.12	262.10	289.55	323.89
增长率(%)	-18.93%	-17.72%	-6.77%	10.47%	11.86%
EPS(元/股)	0.26	0.22	0.20	0.22	0.25
市盈率(P/E)	23.62	28.70	30.78	27.86	24.91
市净率(P/B)	1.72	1.66	1.57	1.49	1.41
EV/EBITDA	13.10	14.70	13.43	12.09	11.14

数据来源: 公司公告, 国联证券研究所

投资建议:

推荐
首次覆盖

当前价格:

6.66 元

目标价格:

元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1,306/1,306
流通A股市值(百万元)	8,708
每股净资产(元)	3.75
资产负债率(%)	27.67
一年内最高/最低(元)	11.01/5.89

一年内股价相对走势



陈晓 分析师

执业证书编号: S0590513120001

电话: 0510-85613713

邮箱: chenx@g.lsc.com.cn

王正成 联系人

电话: 0510-85613713

邮箱: wangzc@g.lsc.com.cn

相关报告

铁龙物流 2016 半年报点评: 总体业绩下滑, 新业务布局是看点

1. GB1589 实施，为铁水运输领域带来利好

与旧国标（2014）对比，新国标主要调整了：总质量限值、车辆尺寸、中置轴车型分类等相关技术标准。与此同时，新版超限车辆管理规定则主要变化了：统一超限认定标准、调整了大件运输许可流程、优化了大件运输车辆行驶公路管理、明确了违法超限运输的处罚标准。

根据我们的观察，此次治超执法力度强度较大，使得公路运力出现了明显收缩，部分相关企业已经上调公路货运运价（30%左右），导致企业的公路运输成本上升。相比于公路运输，铁路运输在长途运输中成本较低，仅为公路运输的 1/3 左右。且铁路运输稳定性强、受天气影响小，优势明显。此次新规的出台，将导致部分长途货运向铁路运输转移，利好铁路运输行业。

铁龙物流作为铁总旗下唯一的专业运输公司上市平台，在特种箱集装箱领域具有垄断性性质、在公铁、铁水联运方面具有丰富经验、目前也正积极推进铁路物流全程运输的相关业务，将会受到该项政策推行的利好。

2. 长期看好铁龙物流的逻辑梳理

2.1. 特种集装箱领域的垄断资质

铁龙物流母公司中铁集装箱，是铁总旗下三大铁路运输货物公司之一，负责国内铁路集装箱的设计与运营。铁龙物流作为其子公司，拥有中国铁路特种集装箱业务的独家经营权，涉及行业包括冷链、化工、汽车、建材，开展了钢材、粮食、矿石、水泥及冷鲜、液体化工品等运输，其中不锈钢罐箱（适用于液体存放）是公司未来发展的重点，上半年发送量同比增长达 24.6%。我们认为，公路货运价格的上涨、铁路站到门运输能力的提升和相关危险化工品铁路运输标准的推进将为特种箱业务的增长的起到催化作用。

2.2. “白货”地位在铁路货运中的不断提升

如将中美两国的铁路货运结构对比，最明显的特征是：我国“白货”占比不到 10%，而美国却达到了 40%。“黑货”占绝大多数的运输结构导致了我国铁路货运对于煤炭、铁矿石、水泥等大宗商品的高依赖性，也是近来货运量持续走低的原因。随着大宗商品需求疲弱、铁路运力不再紧张，提振“白货”市场也成为当下铁总应对经济型态势和产业结构调整的关键对策，“黑降白增”将成为新常态。在铁龙物流保有的 4 万余只特种集装箱中，普通箱目前占比约在 60%。此类箱体的业务将直接受到白货增长的推动。从多方综合信息来看，目前白货引领的集装箱运输量增长强劲，今年 8 月份全铁路日均集装箱装车量同比增长幅度达 36.8%，9 月前 2 周增幅更达到了 52.2%。

2.3. 丰富的多式联运经验

集装箱运输优势在于标准化,而多式联运则是将集装箱作为运输主体从而进一步提升运输效率。铁龙物流自身经营着 14.7 公里的沙鲛线铁路,该铁路连接营口港和哈大铁路线,背靠沈大高速和 202 国道,是东北连通环渤海湾的重要枢纽,为公司在多式联运领域积累了丰富经验,是公司不断开拓多式联运项目全程物流的坚实基础。

2.4. 冷链业务长远布局

公司在冷链领域的布局很早,其中公司牵头的“贯通欧亚大陆的公铁联运冷链流通示范工程”成为了交通部与发改委多式联运示范工程项目入选的唯一冷链物流运输示范项目。公司与国开发展基金共同投资的大连冷链物流基地项目建成后也将成为东北地区最大的冷链物流基地,并与公司的冷藏箱业务形成协同效应。

目前我国的冷链运输痛点在于成本端。从美国的经验来看,长距离冷链运输中,两头公路,中间铁路的运输模式被认为是最经济和快捷的,而冷藏箱取代冷藏车也是行业发展的必然趋势。我们认为,随着铁路基建网络的不断完善、人工成本上升、安全因素和对物流信息电子化控制需求的增强,公司铁路冷藏箱的市场将会被逐渐打开。

2.5. 铁总改革的预期逐步兑现

铁龙物流受益于铁总改革,主要表现在两方面:货运改革与投融资改革。

货运改革方面,在传统黑货运输增长乏力之时,白货地位正逐步上升。面对新的业绩考核标准,目前各铁路局和专业运输公司都积极响应“总对总”战略,从被动接受货源转向积极寻找货源,铁路集装箱单日装车量也不断创出新高度,铁路货运集装箱率的不断提升将直接为公司带来业务。

投融资改革方面,,面临铁总负债居高不下的局面,在国家推动国企资产证券化的大背景下,铁龙物流作为铁总唯一的专业物流上市平台,价值颇大。而母公司中铁集装箱体内的普通集装箱资产与公司特种箱业务相近,市场占有量则更具吸引力。

3. 风险提示

宏观经济疲弱、沙鲛线货运量继续下滑

图表 1：财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	561.43	797.71	796.05	982.62	917.95	营业收入	5,905.6	6,316.0	5,709.6	6,002.5	6,496.6
应收账款+票据	260.72	213.45	206.24	259.30	92.25	营业成本	5,337.4	5,792.3	5,239.7	5,492.3	5,928.8
预付账款	525.99	456.81	407.00	568.00	589.00	营业税金及附加	20.01	20.22	11.99	12.61	13.64
存货	2,349.7	2,335.2	2,105.0	2,453.0	2,540.0	营业费用	30.33	40.58	37.68	39.02	40.93
其他	157.60	521.52	521.52	521.52	521.52	管理费用	72.80	86.79	91.35	97.24	104.60
流动资产合计	3,855.5	4,324.7	4,035.8	4,784.4	4,660.7	财务费用	46.32	42.36	11.87	9.17	7.46
长期股权投资	50.08	66.72	75.72	85.72	93.24	资产减值损失	0.23	1.60	0.00	0.00	0.00
固定资产	2,117.3	2,347.9	2,501.4	2,565.9	2,606.7	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	396.46	421.27	356.00	356.00	352.00	投资净收益	4.35	4.97	9.00	10.00	7.52
无形资产	50.53	122.76	119.34	115.93	112.51	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	24.59	22.57	20.68	18.78	16.89	营业利润	402.84	337.09	326.01	362.19	408.69
非流动资产合计	2,638.9	2,981.2	3,073.1	3,142.4	3,181.4	营业外净收益	43.73	37.05	19.63	19.63	19.63
资产总计	6,494.4	7,305.9	7,109.0	7,926.8	7,842.1	利润总额	446.57	374.14	345.64	381.82	428.32
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税	105.59	93.68	84.16	92.95	105.20
应付账款+票据	755.40	775.45	344.90	829.46	438.21	净利润	340.98	280.46	261.48	288.86	323.12
其他	286.22	1,021.1	993.20	1,037.6	1,021.0	少数股东损益	-0.67	-0.66	-0.62	-0.68	-0.76
流动负债合计	1,041.6	1,796.5	1,338.0	1,867.0	1,459.2	归属于母公司净	341.65	281.12	262.10	289.55	323.89
长期带息负债	745.60	596.02	596.02	596.02	596.02	主要财务比率					
长期应付款	0.00	30.12	30.12	30.12	30.12		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
非流动负债合计	745.60	626.14	626.14	626.14	626.14	营业收入	37.96%	6.95%	-9.60%	5.13%	8.23%
负债合计	1,787.2	2,422.7	1,964.2	2,493.2	2,085.3	EBIT	-10.46%	-15.62%	-14.15%	9.38%	11.47%
少数股东权益	22.12	21.46	20.84	20.15	19.39	EBITDA	-6.92%	-14.04%	8.62%	9.08%	9.97%
股本	1,305.5	1,305.5	1,305.5	1,305.5	1,305.5	归属于母公司净	-8.80%	-17.72%	-6.77%	10.47%	11.86%
资本公积	157.80	157.80	157.80	157.80	157.80	获利能力					
留存收益	3,221.8	3,398.5	3,660.6	3,950.1	4,274.0	毛利率	9.62%	8.29%	8.23%	8.50%	8.74%
股东权益合计	4,707.2	4,883.2	5,144.7	5,433.6	5,756.7	净利率	5.77%	4.44%	4.58%	4.81%	4.97%
负债和股东权益总	6,494.4	7,305.9	7,109.0	7,926.8	7,842.1	ROE	7.29%	5.78%	5.12%	5.35%	5.65%
现金流量表						ROIC	7.45%	5.49%	4.80%	5.08%	5.55%
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	偿债能力					
净利润	309.69	258.90	237.76	264.14	300.88	资产负债率	27.52%	33.16%	27.63%	31.45%	26.59%
折旧摊销	182.26	164.43	273.05	296.79	320.52	流动比率	3.70	2.41	3.02	2.56	3.19
财务费用	49.97	48.91	10.42	7.65	5.82	速动比率	1.29	0.82	1.05	0.97	1.10
存货减少	-449.71	14.51	230.27	-348.00	-87.00	营运能力					
营运资金变动	485.54	-64.14	-401.46	314.92	-261.79	应收账款周转率	32.28	61.69	54.25	48.29	70.42
其它	2.69	1.87	0.00	0.00	0.00	存货周转率	2.27	2.48	2.49	2.24	2.33
经营活动现金流	580.44	424.47	350.05	535.50	278.43	总资产周转率	0.91	0.86	0.80	0.76	0.83
资本支出	601.65	253.73	356.00	356.00	352.00	每股指标 (元)					
长期投资	620.05	1,043.9	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.26	0.22	0.20	0.22	0.25
其他	593.98	658.31	14.72	14.72	14.72	每股经营现金流	0.44	0.33	0.27	0.41	0.21
投资活动现金流	-627.72	-639.40	-341.28	-341.28	-337.28	每股净资产	3.59	3.72	3.92	4.15	4.39
债权融资	369.00	596.10	0.00	0.00	0.00	估值比率					
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	市盈率	23.62	28.70	30.78	27.86	24.91
其他	-20.76	-86.81	-10.42	-7.65	-5.82	市净率	1.72	1.66	1.57	1.49	1.41
筹资活动现金流	348.24	509.29	-10.42	-7.65	-5.82	EV/EBITDA	13.10	14.70	13.43	12.09	11.14
现金净增加额	300.97	294.36	797.71	796.05	982.62	EV/EBIT	17.96	20.52	23.74	21.30	19.37

数据来源：公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。

所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话：021-38991500

传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064

