

公司研究/首次覆盖

2017年01月24日

交通运输/铁路运输 II

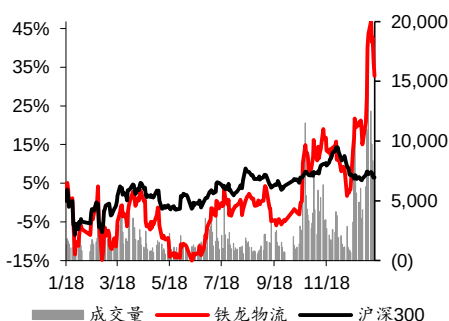
投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 9.56
合理价格区间(元): 10-10.5

沈晓峰 执业证书编号: S0570516110001
研究员 021-28972088
shenxiaofeng@htsc.com

郑路 021-28972077
联系人 zhengl@htsc.com

股价走势图



资料来源: Wind

联运标杆，业绩拐点叠加改革预期 铁龙物流(600125)

特箱产能释放，业绩拐点将至叠加改革预期

公司加大铁路特种集装箱投资力度，有望逐渐改变目前业务庞杂、主业不突出、业绩下滑局面。长期来看，铁路货运，特别是铁路集装箱货运市场空间和边际改善空间较大，行业行政性准入壁垒较强，公司垄断地位稳固。2017年国企改革预期强烈，铁路作为被指名行业，政策、方案有望持续落地，估值依然有一定提升空间。

垄断经营特种集装箱，多式联运具备长期发展潜力

铁路多式联运已在欧美证明是未来运输主流方式，具备长期稳定发展潜力，我国已将联运作为未来物流发展重要形式，鼓励大力发展。铁龙物流经营的铁路特种箱较普通箱可实现无包装运输，灵活定制、专货专箱，有望成为铁路高端货运重要组成部分。公司作为垄断经营企业，有望伴随多式联运行业快速发展成为标杆企业。

新一轮特箱投产，有望拉动业绩增长

目前公司已经完成上市初木材箱等老式箱型的淘汰，长期制约发送量增长因素消除。随着铁总货运改革深化、下游需求向好，公司2016年购置1.65万只新箱，将特箱规模扩张至约4万只左右。从公司历史购置来看，其购置新箱后，对收入盈利均有一定拉动作用，特别是落后产能退出基本完成，对业绩拉动弹性有望超预期。

铁路临港物流与委托加工板块受益大宗企稳，下行空间有限

公司经营沙鲅铁路，作为营口港疏港线，受到近2年钢铁煤炭大宗商品去产能影响，货量、收入和盈利显著下滑，但2016年下半年起，我国大宗商品产销回暖，公司临港物流业务有望企稳。公司2014年起发展的钢铁委托加工业务同样将受益于钢铁行业价格回暖，下行空间有限。

盈利拐点将至，改革预期提升估值，首次覆盖“增持”评级

随新购箱上线，预计2017年特箱板块收入增长13%，同期钢价回升拉动委托加工收入上升，临港运输板块有望企稳。因此预计2016-18年净利润为2.62/2.90/3.09亿元，其中2016年同比下滑6.8%，为近年业绩低点。2017年以来，铁路板块改革预期显著升温。公司作为铁总重要的上市平台，存在混改、资产注入等资本运作的可能性。公司目前PE45倍（基于我们2016E业绩），已经包含部分预期，但随着改革政策持续细化，公司估值有望继续提升。因此我们给予公司2017年45倍-48倍PE估值，根据2017年预测EPS0.22元，目标价10-10.5元。首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：大宗商品量价下跌导致业务量继续下滑。特种箱需求不足。铁路改革进度低于预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	1,306
流通A股(百万股)	1,306
52周内股价区间(元)	6.03-10.32
总市值(百万元)	12,181
总资产(百万元)	7,128
每股净资产(元)	3.80

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	5,906	6,316	6,364	6,798	6,918
+/-%	37.96	6.95	0.76	6.82	1.76
净利润(百万元)	341.65	281.12	261.90	290.21	309.43
+/-%	(18.93)	(17.72)	(6.84)	10.81	6.63
EPS(元)	0.26	0.22	0.20	0.22	0.24
PE(倍)	35.65	43.33	46.51	41.97	39.36

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

以铁路特种集装箱为核心业务的多样化运营公司	4
铁路特种集装箱为核心，具备垄断和先发地位	5
垄断经营我国铁路特种箱	5
全程物流模式正逐渐取代租箱模式	5
长期视角下，我国铁路集装箱具备广阔发展空间	6
箱型按需变化，新一轮造箱有望提升收入盈利规模	8
临港物流、委托加工等其他业务下降空间有限	13
铁路货运及临港物流业务跟随经济周期企稳	13
居中增信，开展委托加工贸易业务	14
冷链基地稳步推进，铁路改革提升估值	15
冷链基地稳步推进	15
铁路改革预期升温，政策催化估值提升	15
PE/PB-Bands	15

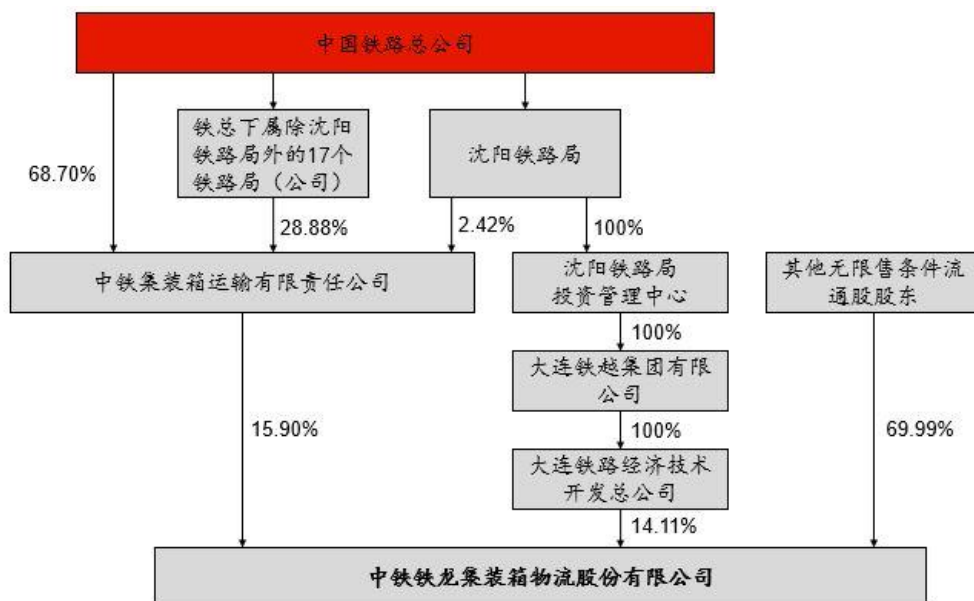
图表目录

图表 1: 铁龙物流股权结构 (1H2016)	4
图表 2: 铁路物流收入结构 (1H2016)	4
图表 3: 铁龙物流毛利贡献结构 (1H2016)	4
图表 4: 铁路特种集装箱自动化装载	5
图表 5: 铁路特种集装箱卸货	5
图表 6: 特种箱线上经营业务流程	6
图表 7: 特种箱物流业务流程	6
图表 8: 美国铁路运量增速与多式联运增速	8
图表 9: 美国海铁联运集装箱运量占铁路总运量比重	8
图表 10: 中国港口海铁联运集装箱吞吐量 (万 TEU) 及其增速 (右轴)	8
图表 11: 宁波港海铁联运集装箱吞吐量占整体吞吐量比例	8
图表 12: 公司主要箱型及特点	9
图表 13: 公司不同箱型特种集装箱发送量 (单位:TEU)	10
图表 14: 特种箱业务量及其增速 (右轴)	11
图表 15: 特种箱业务收入 (百万元) 及其增速 (右轴)	11
图表 16: 铁路集装箱运价	11
图表 17: 特种箱业务毛利 (百万元) 及毛利率 (右轴)	11
图表 18: 公司历史购置集装箱情况汇总	12
图表 19: 沙鲛铁路示意图	13
图表 20: 铁路货运与临港物流业务收入 (百万元) 及增速 (右轴)	13
图表 21: 铁路货运与临港物流业务毛利 (百万元) 及毛利率 (右轴)	13
图表 22: 委托加工业务收入 (百万元) 及增速 (右轴)	14
图表 23: 委托加工业务毛利 (百万元) 及毛利率 (右轴)	14
图表 24: 铁龙物流历史 PE-Bands	15
图表 25: 铁龙物流历史 PB-Bands	15

以铁路特种集装箱为核心业务的多样化运营公司

铁龙物流是铁总专业运输子公司中铁集装箱旗下以特种集装箱为主业的运输企业。公司自 1998 年上市以来经过多次业务重组，形成以铁路特种集装箱、铁路货运、临港运输物流为主业，兼营加工贸易、铁路客运、地产、商品混凝土、酒店、出租汽车等的业务结构。在目前 A 股 3 家铁路上市公司中，601006 大秦铁路、601333 广深铁路分别直属于铁总下 18 个铁路局（公司）中的太原铁路局和广铁公司，而铁龙虽然有部分股权属于沈阳铁路局，多项业务也在沈阳铁路局辖内经营，但从股权关系上并不从属于地方铁路局。

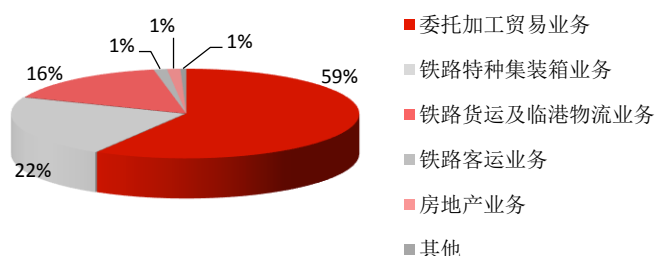
图表1：铁龙物流股权结构（1H2016）



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

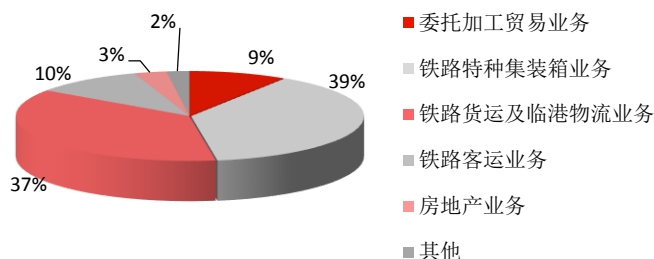
铁路特种集装箱、铁路货运及临港物流为核心。公司 2016 年上半年委托加工贸易收入占比高达 59%，但由于贸易类业务低毛利的原因，该业务毛利润贡献仅为 9%，公司传统主业铁路特种集装箱、铁路货运及临港物流业务依然是公司盈利主要来源，两项毛利贡献占比分别达到 39% 和 37%。

图表2：铁路物流收入结构（1H2016）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表3：铁龙物流毛利贡献结构（1H2016）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

铁路特种集装箱为核心，具备垄断和先发地位

铁路特种集装箱业务是公司核心业务板块，2016 年上半年收入贡献占比 22%，毛利润贡献占比 39%，在各板块中收入和盈利较为稳定。

垄断经营我国铁路特种箱

铁路特种集装箱垄断企业。公司铁路特种集装箱业务源自 2006 年收购母公司中铁集装箱公司的全部特种箱资产及业务。我国铁路上运输的集装箱主要包括三类：1) 中铁集装箱拥有的普通箱和铁龙拥有的特种箱；2) 生产企业的自备箱；3) 海运箱。同时，铁龙母公司中铁集装箱公司是在国铁上运输的所有集装箱的唯一实际承运人，铁龙在铁路特种集装箱行业中具备显著垄断能力。

与铁路普通集装箱相比，特种箱可以实现无包装运输，并可以更灵活地根据客户的要求而专门设计制造，实现专货专箱、专箱专用，装卸、转运较普通货车有显著效率优势。目前铁龙提供的特种集装箱种类以干散货箱、框架罐箱为主，另有沥青箱、冷藏集装箱等。干散货箱主要用于运输固体颗粒物和粉末状等无包装货物，例如矿砂、焦炭、氧化铝、粮食等，箱体结构强度大，箱顶有两个带密封盖的矩形开口，可进行机械化装箱，可以运输成件、贵重、高档、易碎货物。罐箱用于运输液体货物，例如低危化品、葡萄酒等。铁龙目前共拥有约 4 万只特种集装箱，其中干散箱约 3 万只，罐箱约 1 万只。

图表4： 铁路特种集装箱自动化装载



资料来源：公司微信公众号、华泰证券研究所

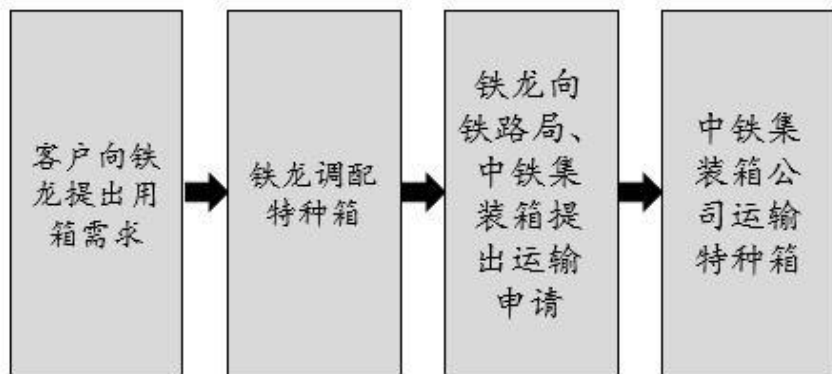
图表5： 铁路特种集装箱卸货



资料来源：公司微信公众号、华泰证券研究所

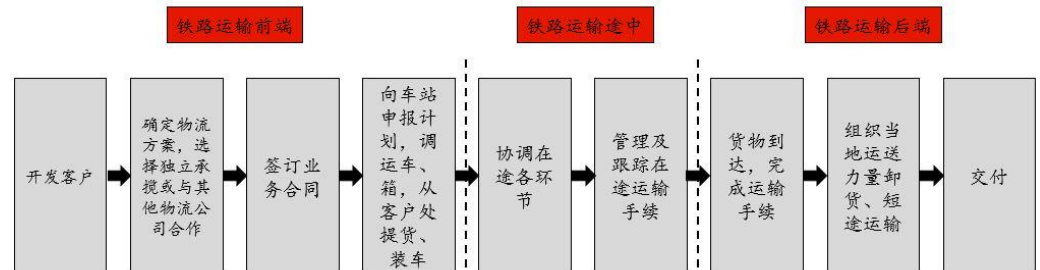
全程物流模式正逐渐取代租箱模式

特种集装箱的经营方式主要分为两类，一类是租箱模式，即通过出租铁路特种箱资产在铁路线上经营，收取特种箱使用费，另一类门到门物流模式，通过提供包括铁路两端提货卸货业务在内的物流服务，获得物流服务收入。铁龙上市之初主要通过第一种模式运营，近年第二种模式逐渐成为主流。

模式一：租箱模式，即铁路特种集装箱资产的铁路线上经营**图表6： 特种箱线上经营业务流程**

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

在该模式下，特种箱使用费全部计入铁龙主营业务收入，作为实际运输方，中铁集装箱收取特种箱使用费收入的 20% 作为综合服务费用，同时铁龙还需要向客户收取并支付给中铁集装箱相关铁路运费。此外，铁龙自行承担特种箱资产相关的折旧、维修费、运营管理费、研发费用等。在实际清算中，铁龙直接从铁总清算中心获得轧差后的净额（特种箱使用费收入-20% 综合服务费）。

模式二：特种箱物流业务**图表7： 特种箱物流业务流程**

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

公司整合特种箱铁路两端经营业务，提供包括铁路线上运输、线下汽车运输在内的门到门物流服务，该模式下铁龙直接与终端客户协商，收取市场化定价的物流费用。相比租箱模式仅服务铁路站到站，物流模式下铁龙在提供更完善服务的情况下更多参与到客户物流方案设计中，有效提升用户黏度，正逐渐成为特种箱经营的主要模式。

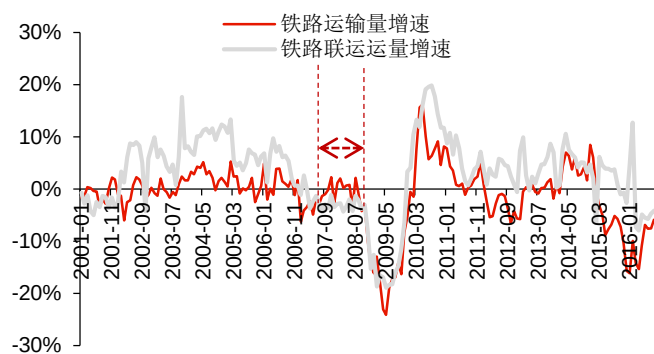
长期视角下，我国铁路集装箱具备广阔发展空间

多式联运及其配套的集装箱是物流未来发展方向。首先，铁路运输集装箱化能够兼具铁路运输长距离运输的运量、成本优势和转运至公路后的高效和灵活优势。其次，我国铁路货运正从服务传统大宗商品转为服务成件商品等“白货”，集装箱需求上升。虽然由于我国铁路货运长期服务大宗商品为主的黑货造成硬件设施、运输组织，以及返程空箱等问题依然无法满足铁路集装箱多式联运的需求，但参考美国铁路多式联运的发展，在未来相当长的一段时间内，铁路多式联运都将有稳定发展的空间。

扶持政策明确。2017 年 1 月 4 日，我国交通运输部等十八个部门发布关于进一步鼓励开展多式联运工作的通知。其中明确“大力发展集装箱多式联运，加快推进铁路货物集装箱化、零散货物快运化运输”的方向。目前我国铁路集装箱的发展主要依赖东部沿海海铁联运与西向“一带一路”中欧班列在我国东西两侧共同拉动。铁路集装箱是“白货”运输的重要载体。货改后，铁路集装箱运输需求快速上升，铁路在货改中对批量零散货物按照重量或者体积的“一口价”收费，免费提供铁路通用集装箱，并且对自备集装箱给予免费存放 50 天优惠，此外大量增加集装箱办理点。2016 年 8 月，全国集装箱办理站点超过 1500 个，集装箱日均装车同比增长 37.1%。

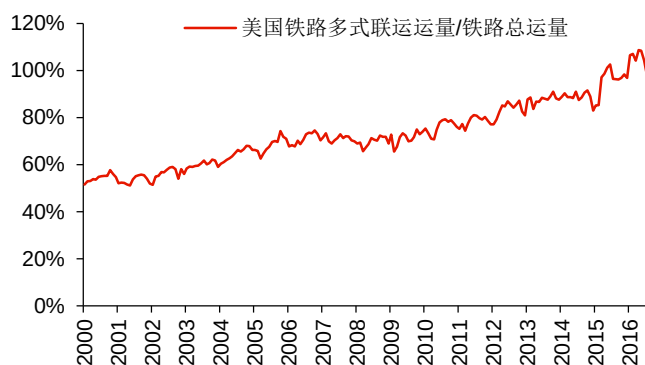
在公司层面，铁龙物流已联合南宁铁路局等企业以《贯通欧亚大陆的公铁联运冷链物流通道示范工程建设实施方案》，成功申报了交通部、发改委的多式联运示范工程，成为首批 16 个示范项目之一。

图表8: 美国铁路运量增速与多式联运增速



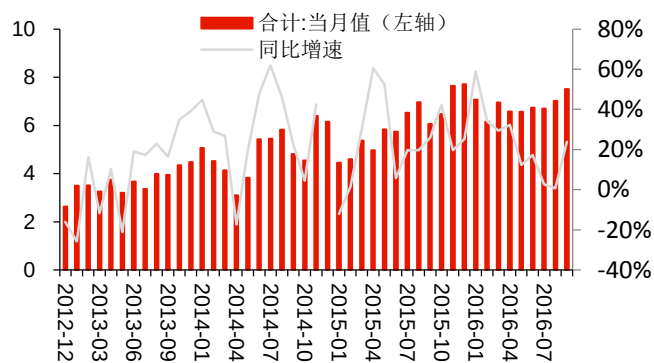
资料来源: Association of American Railroads、华泰证券研究所

图表9: 美国海铁联运集装箱运量占铁路总运量比重



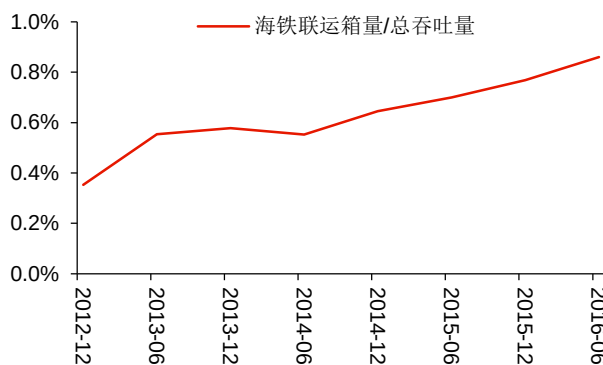
资料来源: Association of American Railroads、华泰证券研究所

图表10: 中国港口海铁联运集装箱吞吐量(万 TEU)及其增速(右轴)



资料来源: 中国港口协会、华泰证券研究所

图表11: 宁波港海铁联运集装箱吞吐量占整体吞吐量比例



资料来源: 中国港口协会、华泰证券研究所

箱型随需变化, 新一轮造箱有望提升收入盈利规模

干散箱、罐箱替代木材箱成为主要箱种。铁路物流 2007 年收购中铁集装箱特种箱业务时, 共有 19,409 只特种箱, 其中木材箱占比 50%以上, 数量达到 10,000 只, 此外干散货箱共有 3,849 只, 清油、水泥、水煤浆罐箱、汽车箱等其他箱型 5,560 只。受经济危机冲击, 国内木材需求骤减, 公司主要上游客户俄罗斯上调出口关税, 2009 年木材箱发送量同比减少 8.2 万 TEU 至 11.8 万 TEU, 降幅 41%。因此, 一方面, 公司及时根据下游需求变化对集装箱业务品种和服务模式进行改革, 决定逐渐退出木材箱, 大力发展干散、罐箱业务; 另一方面推进经营模式升级, 在 2010 年即开始探索全程物流业务, 大幅提升产品吸引力, 改变铁路货运服务落后的局面。

图表12： 公司主要箱型及特点

箱型	特点	货种	图例
干散货集装箱	适用范围广，运输过程中货物处在密封状态，无货损货差，也不会造成环境污染，是一种绿色环保运输工具 最大载重：27.38 吨	氧化铝、铝锭、硫磺和化肥、粮食、铝矾土、水泥孰料等大宗散堆装货物	
敞顶干散箱	顶部为软篷布设计，箱体适装散货以及需要上装的货物。端部设对开门，可兼容普通货物。强度满足世界范围内的铁路、公路以及海洋运输 最大载重：32.27 吨	煤炭、焦炭	
弧形罐式集装箱（轻油罐箱）	装卸方便，运输安全，装载加固措施简单有效；环保节能，节省包装，减少中间操作环节，节省开支，品质有保证；方便门到门的装卸运输，提高效率 最大载重：24.18 吨	植物油、润滑油、乙二醇等液态非危险品	
20 英尺框架罐式集装箱（不锈钢）	具备外保温层、蒸汽加热系统 最大载重：25.54-26.09 吨	非危险液体、苯、乙醚或乙醇溶液、甲醛溶液、车用汽油、航空燃料、煤油、柴油、甲苯、二甲苯	
水泥罐式集装箱	水泥罐箱集包装、运输、仓储于一体，可进行铁路公路联运，装卸方便、保证货物品质、节约包装、绿色环保、实现门到门运输 最大载重：25.48-25.53 吨	散装水泥、粉煤灰、重晶石粉等气力卸车的粉、粒状货物	

资料来源：公司微信公众号，公司官网，华泰证券研究所

箱型转变，收入未受发送量减少影响。从整体箱型结构来看，干散与不锈钢罐箱替代木材、水泥箱。受到下游需求变化影响，公司不同箱型发送量虽然在 2011 年后逐渐下降，但单位运价上升，收入基本保持稳定增长。2011 年起至 2015 年期间，公司特箱发送量从 61.6 万 TEU 下降至 54 万 TEU，不同箱型增减不一。下降 7.6 万 TEU 主要源于木材箱发送量减少 7.3 万 TEU，水泥罐箱减少 6.4 万 TEU，轻油罐箱减少 1.1 万 TEU。同期，公司重点布局的干散货箱发送量增长 2.6 万 TEU，不锈钢罐箱增长 4.1 万 TEU，干散箱发运量占比从 2011 年的 68% 上升至 2015 年的 82%。不锈钢罐箱占比从 1% 增长至 9%，并且在 2016 年上半年继续保持同比增长 24.26% 的高增速。

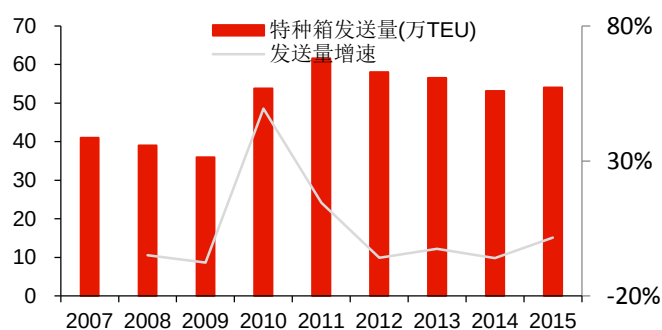
公司毛利率逐年下降主要源于相对低毛利率的全程物流模式占比增加。虽然铁总定价的租箱收入逐年增长，但公司全程物流业务定价面临公路等市场竞争压力，在市场扩张期内盈利能力有所下降，目前随着物流业务占比已超过单纯租箱模式，未来下降空间有限。

图表13： 公司不同箱型特种集装箱发送量（单位:TEU）

特种箱类型	2011		2012		2013		2014		2015	
	数量	占比	数量	占比	数量	占比	数量	占比	数量	占比
木材箱	73,166	12%	46,747	8%	28,975	5%	6,364	1%	-	0%
干散货箱	416,357	68%	433,150	75%	450,055	80%	431,808	81%	442,106	82%
轻油罐箱	19,262	3%	15,599	3%	14,746	3%	12,643	2%	8,428	2%
水泥罐箱	88,508	14%	60,008	10%	32,967	6%	31,089	6%	24,641	5%
水煤浆箱	446	0%	86	0%	192	0%	698	0%	-	0%
框架式罐箱	8,258	1%	7,548	1%	7,265	1%	9,279	2%	16,392	3%
不锈钢罐箱	6,419	1%	13,191	2%	26,160	5%	36,767	7%	47,066	9%
冷藏箱	2,297	0%	1,733	0%	2,673	0%	1,937	0%	1,198	0%
非标通用箱	1,257	0%	1,325	0%	1,320	0%	455	0%	-	0%
沥青罐箱	275	0%	784	0%	908	0%	590	0%	622	0%
合计	616,245	100%	580,171	100%	565,261	100%	531,630	100%	540,453	100%

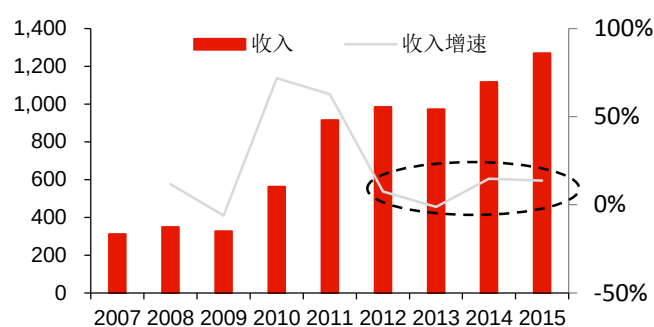
资料来源：铁龙债券公告，华泰证券研究所

图表14: 特种箱业务量及其增速(右轴)



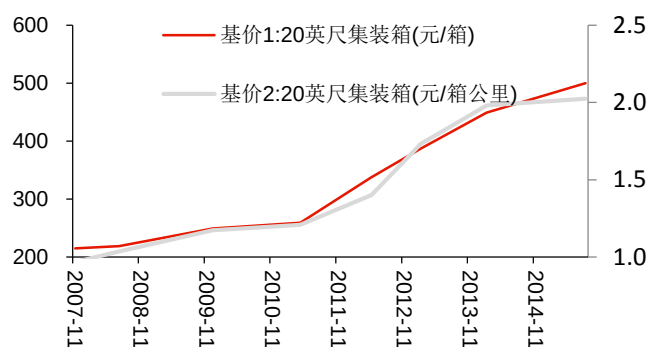
资料来源:公司公告, 华泰证券研究所

图表15: 特种箱业务收入(百万元)及其增速(右轴)



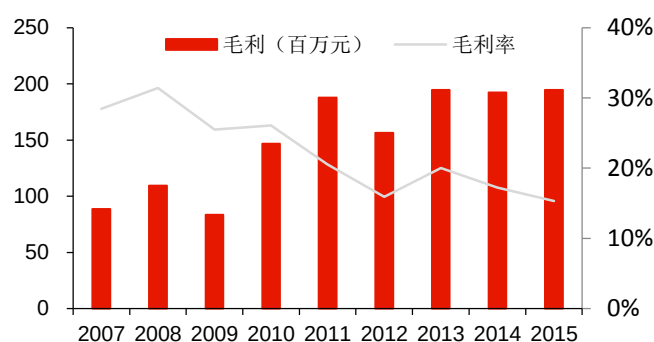
资料来源:公司公告, 华泰证券研究所

图表16: 铁路集装箱运价



资料来源:铁总, 华泰证券研究所

图表17: 特种箱业务毛利(百万元)及毛利率(右轴)



资料来源:公司公告, 华泰证券研究所

新一轮造箱启动, 有效拉动业绩增长。从公司购置集装箱历史来看, 公司在 2007 年收购中集特箱获得 3,849 只干散箱后, 同年购入 12,000 只干散箱, 此后在 2011 年和 2014 年分别增加 3,500 只和 2,500 只, 产能增长较为平缓。而各箱型中发送量增长最显著的罐箱保有量基本保持稳定增长, 进而保证了公司不锈钢罐箱+框架式罐箱发送量自 2011 年的 1.47 万 TEU 增长至 2015 年的 6.35 万 TEU, 并在 2016 年继续保持 20% 以上的增长。2016 年公司启动了新一轮的大规模购置, 分别购置 12,000 只干散货箱和 4,500 只各类罐箱。本次购置一方面来自下游需求增长, 铁路集装箱在部分货物运输中装卸自动化程度高、联运效率成本优势显著等特点受到市场认可, 另一方面铁总也正努力改变过于依赖煤炭、钢铁的货种结构, 鼓励铁路集装箱的发展。在此背景下, 公司 2016 年扩张的干散货和罐箱产能将有望在未来几年拉动公司收入和业绩增长。

图表18: 公司历史购置集装箱情况汇总

董事会决议日期	购买箱型	购买数量 (只)	投资额 (亿)	单只成本(万)
2016/3/25	干散货箱	12000	9.25	
2016/3/25	罐箱	4500		
2014/8/28	不锈钢框架式罐箱	2000	3.8	19.0
2014/8/28	散装氧化铝箱 (干散)	2000	0.82	4.1
2014/4/9	不锈钢/碳钢框架式罐箱	3000	4.31	
2014/4/9	干散货箱	2500		
2012/3/9	不锈钢框架式罐箱	3500	6.3	18.0
2011/8/19	沥青箱	2000	2.4	12.0
2011/8/19	22T6 型框架式罐箱	1500	3	20.0
2011/8/19	干散货箱	3500	1.15	3.3
2011/3/25	20 英尺散装水泥罐箱	1000	0.9	9.0
2010/8/31	22T6 型框架式罐箱	1000	1.9	19.0
2010/3/19	铁路冷藏集装箱	250	0.75	30.0
2009/8/21	铁路冷藏集装箱	250	0.7	28.0
2007/4/27	干散货箱	12000	3.955	3.3
2006/3/21	干散货箱	1850	0.555	3.0

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

临港物流、委托加工等其他业务下降空间有限

铁路货运及临港物流业务跟随经济周期企稳

收购沙鲛，运营营口港疏港铁路。铁龙 2005 年收购了沙鲛铁路支线，成为独立的铁路承运人，铁路货运及临港物流业务主要指铁龙在沙鲛铁路从事的铁路货物运输及相关的仓储、装卸、短途运输等物流延伸服务业务。沙鲛铁路是营口港唯一疏港铁路，终止于营口港前鲛鱼圈车站，另一端在沙岗车站与哈大线接轨，主要运输煤炭等大宗货物。经过 2008 年和 2010 年两次扩建改造，设计年最大输送能力由 2400 万吨/年提升至 8962.7 万吨/年。在铁路货运中，铁龙以铁路承运人身份与托运人签订货物运输合同，办理承运、货物运输和交付业务并收取运费。临港物流业务是指公司对营口港区域各企业单位的到发货物提供仓储、转运、装卸等各项业务，收取各项服务费用。铁龙货场目前是营口地区除营口港外吞吐量最大的货物仓储集散地。

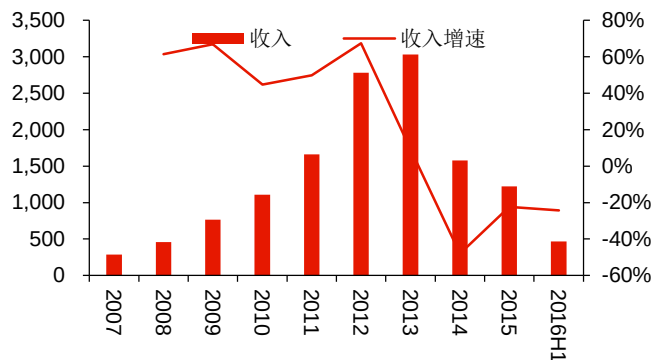
图表19： 沙鲛铁路示意图



资料来源：百度地图，华泰证券研究所

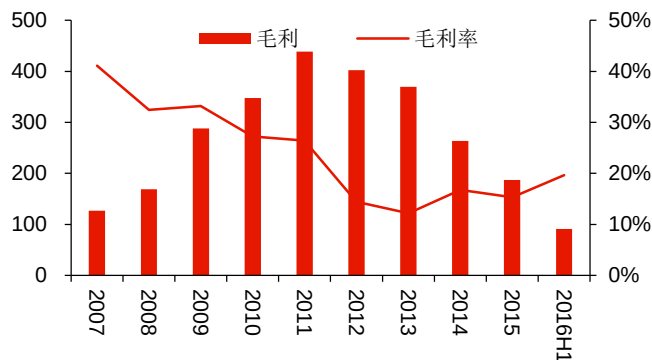
依托港口吞吐，业务量企稳。由于沙鲛铁路作为营口港疏港线，其运输货量与营口港吞吐量直接相关，营业收入受 2014 年我国大宗商品产销下滑、营改增等因素影响显著下滑，但目前随着上游大宗商品需求回暖有望在 2017 年企稳。由于铁路运价逐年提升，公司货种也由煤炭逐渐拓展至化肥、氧化铝等与特种集装箱具备协同效应的货种，公司成本端无重大开支，公司毛利率逐年改善。

图表20： 铁路货运与临港物流业务收入（百万元）及增速（右轴）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表21： 铁路货运与临港物流业务毛利（百万元）及毛利率（右轴）



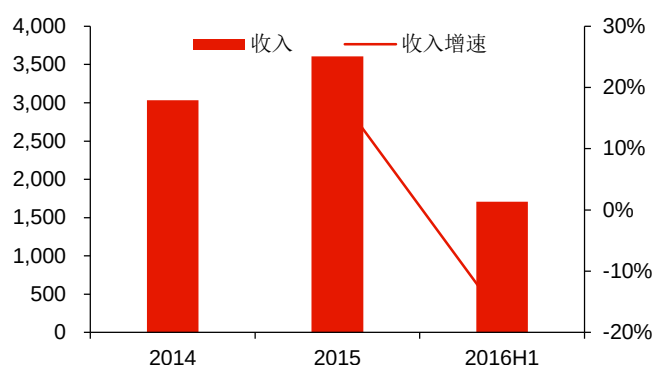
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

居中增信，开展委托加工贸易业务

供应链居中增信，委托加工业务稳步开展。公司委托加工贸易业务始于 2014 年 5 月，铁龙负责从其物流客户采购铁矿石等原材料，交于钢厂加工，支付加工费后产成品销售给钢厂原有客户以及部分铁龙开发的新客户。该业务模式中由于铁龙出面采购和销售，作为铁总子公司信用显著强于地方钢厂，因此可以获得订单和账期优惠。公司在业务中起到居中增信作用，有效降低了因上下游经营压力较大而急剧增加的交易成本，例如高额保证金、预付款等，因此在钢铁行业下行情况下能够稳定发展。

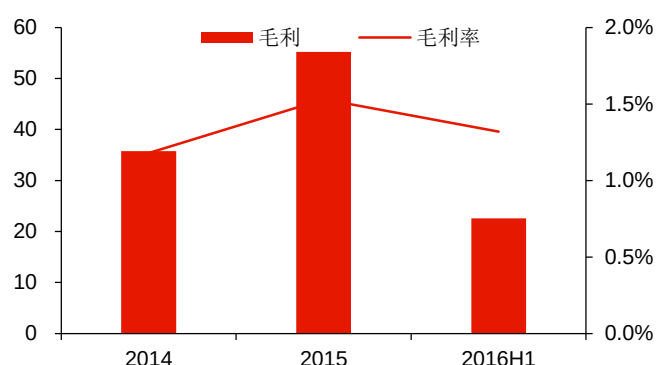
受益行业回暖。随着钢铁行业去产能逐渐推进，行业价格已基本企稳，根据华泰证券钢铁组预测，2017 年钢价均价将同比上升 15%，公司钢贸业务有望回暖，特别是盈利压力将有所缓解。

图表22： 委托加工业务收入（百万元）及增速（右轴）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表23： 委托加工业务毛利（百万元）及毛利率（右轴）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

冷链基地稳步推进，铁路改革提升估值

冷链基地稳步推进

冷链基地布局未来，冷藏箱协同显著。公司在 2016 年初决定扩大大连冷链物流基地项目规模，投资额由 3.65 亿元提升至 8.63 亿元。公司有望通过公司冷鲜食品供应链综合运营平台的资源整合优势，以及辽南区域现代农业产业集群和东北亚航运中心的综合优势，以冷藏箱运输和冷库仓储为载体，建设立足大连、辐射东北区域，水果类、肉类、水产品等大宗冷鲜货品高端品质专业化区域分拨中心。在冷链运输板块，铁龙具备显著差异优势。首先，铁龙自备铁路冷藏集装箱适用于全程冷链运输而无需频繁装卸货，有效保证了货损率较低。其次，大连作为北方重要港口，大宗冷鲜货品吞吐量较大，较水产品、肉类冷鲜品货源地较近。目前，公司项目建设进度略慢于计划，但整体进度稳定，未来有望整合冷链产业资源，拉动自身冷藏箱业务发展，实现业务板块更多向高端高毛利“白货”发展。

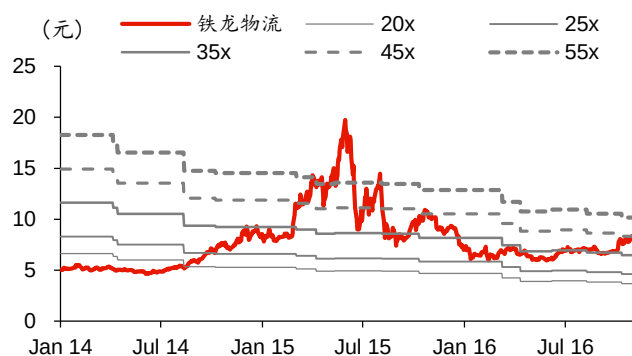
铁路改革预期升温，政策催化估值提升

我们预计公司 2017 年起业绩重回增长通道。各主要业务板块中，特种集装箱业务随着新购箱逐渐上线，2017 年收入较 2016 年同比增长 13%。根据华泰证券钢铁组预测，2017 年全年钢材均价较 2016 年上升 15%，铁龙物流委托加工业务收入将有望上升 5.8%。此外，临港运输板块有望在 2017 年企稳。基于以上预测，我们预计 2016-2018 年公司收入分别同比增长 0.76%，6.82%和 1.76%，净利润分别 2.62 亿元，2.90 亿元，和 3.09 亿元，其中 2016 年依然较 2015 年下滑 6.8%，将会是近年业绩的低点。

2016 年底至 2017 年初，铁路板块改革预期显著升温。铁龙物流作为铁总重要的上市平台，存在混改、资产注入等资本运作的可能性，因此公司估值从 2015 年牛市启动初期到铁总提出改革前的 PE 35 倍提升至 45 倍（基于我们 2016 年预测业绩 2.62 亿元）。目前估值已经包含部分铁路改革预期，虽然具体改革形势还未确定，但随着改革政策持续细化，公司估值有望继续提升。因此，我们给予公司 2017 年 45 倍-48 倍 PE 估值，根据预测 EPS0.22 元，目标价 10-10.5 元。首次覆盖给予“增持”评级。

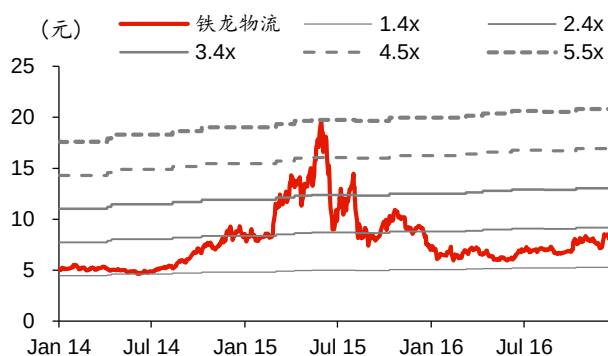
PE/PB-Bands

图表24：铁龙物流历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表25：铁龙物流历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	4,052	4,564	4,151	3,975	4,063
现金	755.97	1,035	451.70	212.10	207.54
应收账款	82.06	80.64	129.47	106.75	112.49
其他应收账款	77.76	111.07	71.37	81.01	94.18
预付账款	525.99	456.81	505.79	496.20	486.27
存货	2,350	2,335	2,688	2,722	2,751
其他流动资产	260.77	545.53	304.62	356.49	411.63
非流动资产	2,652	2,996	3,080	3,317	3,144
长期投资	50.08	66.72	66.72	66.72	66.72
固定资产投资	2,117	2,348	2,644	2,986	2,865
无形资产	50.53	122.76	122.76	122.76	122.76
其他非流动资产	434.38	458.56	247.08	141.86	89.42
资产总计	6,704	7,560	7,231	7,292	7,206
流动负债	1,118	1,889	1,420	1,859	1,555
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	315.47
应付账款	186.41	362.01	274.21	174.21	74.21
其他流动负债	931.16	1,527	1,146	1,685	1,165
非流动负债	879.61	787.23	757.52	172.26	175.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	879.61	787.23	757.52	172.26	175.00
负债合计	1,997	2,676	2,178	2,031	1,730
少数股东权益	22.12	21.46	21.04	20.45	19.83
股本	1,306	1,306	1,306	1,306	1,306
资本公积	157.80	157.80	157.80	157.80	157.80
留存公积	3,222	3,399	3,569	3,777	3,993
归属母公司股	4,685	4,862	5,032	5,240	5,456
负债和股东权益	6,704	7,560	7,231	7,292	7,206

现金流量表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	579.06	422.72	535.93	343.75	478.20
净利润	340.98	280.46	261.48	289.62	308.81
折旧摊销	182.26	164.43	229.83	280.27	316.19
财务费用	46.32	42.36	13.37	21.59	29.56
投资损失	(17.65)	(25.94)	(36.07)	(50.16)	(69.76)
营运资金变动	35.84	(49.63)	93.01	(204.88)	(113.21)
其他经营现金	(8.68)	11.05	(25.69)	7.30	6.62
投资活动现金	(627.72)	(639.40)	(279.22)	(466.66)	(72.81)
资本支出	601.65	253.73	315.29	516.82	142.57
长期投资	0.21	13.94	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(25.86)	(371.72)	36.07	50.16	69.76
筹资活动现金	348.24	509.29	(839.56)	(116.69)	(409.95)
短期借款	(375.00)	0.00	0.00	0.00	315.47
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	723.24	509.29	(839.56)	(116.69)	(725.42)
现金净增加额	299.59	292.62	(582.84)	(239.60)	(4.56)

利润表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	5,906	6,316	6,364	6,798	6,918
营业成本	5,337	5,792	5,889	6,283	6,383
营业税金及附加	20.01	20.22	11.81	12.62	12.84
营业费用	30.33	40.58	42.32	44.87	45.66
管理费用	72.80	86.79	108.19	115.57	117.60
财务费用	46.32	42.36	13.37	21.59	29.56
资产减值损失	0.23	1.60	1.19	1.19	1.19
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	17.65	25.94	36.07	50.16	69.76
营业利润	416.14	358.06	333.95	369.84	397.86
营业外收入	31.49	23.60	23.36	26.15	24.37
营业外支出	1.06	7.52	2.99	3.55	3.78
利润总额	446.57	374.14	354.31	392.44	418.45
所得税	105.59	93.68	92.83	102.82	109.63
净利润	340.98	280.46	261.48	289.62	308.81
少数股东损益	(0.67)	(0.66)	(0.42)	(0.58)	(0.62)
归属母公司净利润	341.65	281.12	261.90	290.21	309.43
EBITDA (倍)	644.72	564.84	577.15	671.71	743.60
EPS (元)	0.26	0.22	0.20	0.22	0.24

主要财务比率

会计年度 (%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	37.96	6.95	0.76	6.82	1.76
营业利润	(21.67)	(13.96)	(6.73)	10.75	7.57
归属母公司净利润	(18.93)	(17.72)	(6.84)	10.81	6.63
获利能力 (%)					
毛利率	9.62	8.29	7.46	7.58	7.73
净利率	5.79	4.45	4.12	4.27	4.47
ROE	7.29	5.78	5.20	5.54	5.67
ROIC	7.33	5.62	4.81	5.00	5.53
偿债能力					
资产负债率 (%)	29.79	35.40	30.12	27.86	24.01
净负债比率 (%)	0	27.98	0	29.34	18.23
流动比率	3.63	2.42	2.92	2.14	2.61
速动比率	1.52	1.18	1.03	0.67	0.84
营运能力					
总资产周转率	0.98	0.89	0.86	0.94	0.95
应收账款周转率	42.09	63.48	49.61	47.11	51.68
应付账款周转率	39.87	21.12	18.51	28.02	51.39
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.26	0.22	0.20	0.22	0.24
每股经营现金流(最新摊薄)	0.44	0.32	0.41	0.26	0.37
每股净资产(最新摊薄)	3.59	3.72	3.85	4.01	4.18
估值比率					
PE (倍)	35.65	43.33	46.51	41.97	39.36
PB (倍)	2.60	2.51	2.42	2.32	2.23
EV_EBITDA (倍)	19.29	22.02	21.55	18.52	16.73

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com