



铁龙物流(600125.SH)

【联讯交运公司深度】铁龙物流：特箱高增长，静待混改催化释放新活力

2017年06月26日

投资要点

买入(首次评级)

当前价：8.53元
目标价：11元

交运行业研究组

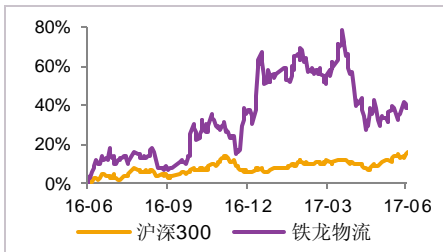
分析师：牛永涛

执业编号：S0300517050002
电话：13810660508
邮箱：niuyongtao@lxsec.com

研究助理：陈梦洁

电话：18701150220
邮箱：chenmengjie@lxsec.com

股价相对市场表现(近12个月)



资料来源：聚源

盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	6312	7070	7636	8017
(+/-)	-0.06%	12.00%	8.00%	5.00%
归母净利润	242	315	341	354
(+/-)	-14.07%	30.29%	8.31%	3.92%
每股净资产	3.86	4.21	4.60	5.01
P/B	2.21	2.03	1.85	1.70

资料来源：联讯证券研究院

相关研究

《【联讯交运公司点评】铁龙物流：特箱业务稳步增长，铁改升温预期注入新活力》

2017-04-14

◇ 铁路特箱行业龙头，进入盈利高增长周期

铁龙物流是全国唯一铁路集装箱上市平台，铁路特箱行业龙头。2016年，公司特种集装箱保有量为42,210只，垄断铁路特箱业务。公司特箱业务实现的收入、利润逐年增长，2016年公司总计完成铁路特种箱发送量68.75万TEU，较上年同期54.04万TEU，同比增长27.22%，特箱业务对公司营业利润贡献大，实现的毛利占总毛利比为42.1%。

2016年公司对特种箱业务板块进行了重组，成立了特种箱事业部，构建了以专业公司和区域公司相结合的业务结构。同时根据市场需求变化，充分利用造箱成本较低的有利时机加大新箱投资，研发的豆粕箱、卷钢箱、玻璃箱等新箱型已进入试运阶段，实现特箱业务资产规模的扩大。2016年陆续投入1.8万只特种集装箱，2017年将投资5.89亿元购置19200只特种集装箱，其中包括18200只各类干散货集装箱及1000只各类罐式集装箱。新旧箱型更新换代，预期2017年将迎来新一轮的产能释放，进入盈利高增长周期。集装箱联运将继续受益国家一带一路、多式联运战略，带来特箱业务的持续、长期、稳定增长。

◇ 沙鲮运量企稳，货运及大宗回暖提振业绩

2016年面对货源量下降的整体经济形势，沙鲮铁路公司以“稳定既有货源，扩大现有货源份额，实现铁路营销上量”为营销思路，主动对接市场需求，增加公司货源营销辐射面，有效提升了市场竞争力。公司2016年铁路货运及临港物流业务营业收入为10.58亿元，同比减少13.48%；营业成本为9.01亿元，同比减少13%；毛利率为14.85%，同比减少0.46个百分点。全国铁路货运市场自2016年第四季度起大幅反弹，2017年前4个月全国铁路货运量为12.15亿吨，同比增长15.4%。叠加去年四季度起铁路提价、公路治超及大宗商品价格回稳等利好，公司铁路运量走出底部区域并实现强势反弹，预计2017年沙鲮铁路发送量有望达到4500万吨，实现20%增速。

◇ 布局冷链、能源新市场，铁改联运升温注入新活力

积极布置特种集装箱市场同时，公司逐步向冷链、新能源等前瞻性业务领域拓展。2017年初公司在南宁成立了铁盛洋合资公司，建立铁路冷链发展新模式，大连冷链物流基地的建立和“百色一号”冷藏班列的开行及冷藏箱市场多年运营经验奠定了冷链良好的发展格局。另外，设立的中铁铁龙新能源科技发展有限公司将开展以LNG罐箱运输为主的公铁联运领域能源相关业务，尝试危险品物流运输。这些新领域的拓展有望成为公司新的利润增长点。

2017年年初铁总提出将推进铁路资产资本化运营，开展混合所有制改革，加大综合经营开发力度，重点推进铁路资产证券化，混合所有制改革等。



同时，十三五规划中提到国家要积极规划建设不同等级集装箱装卸场站，发展集装箱铁水联运，认可铁路集装箱联动程度高，成本效率优势等优点；鼓励改变煤炭、矿石、钢材等低毛利散杂货运输结构，发展铁路集装箱运输。公司作为铁总特种集装箱业务的唯一上市平台，具有其独特地位，相关政策、方案有望陆续落地，且很有可能涉及集装箱及多式联运运输，长期利好公司未来发展。

◇ 盈利预测

我们调整了预期的公司 2017~2019 年营业收入分别为 70.70 亿元、76.36 亿元、80.17 亿元，归母净利润分别为 3.15 亿元、3.41 亿元、3.54 亿元，每股净资产为 4.21 元，4.60 元，5.01 元，对应的 P/B 分别为 2.03x、1.85x、1.70x。考虑到公司是铁路特箱龙头，将受益铁路混改及多式联运发展，给予 2.6 倍估值，目标价 11 元，给予“买入”评级。

◇ 风险提示

宏观环境下滑，货运大宗商品下滑，政策推进不及预期等。



投资案件

投资评级与估值

我们调整了预期的公司 2017~2019 年营业收入分别为 70.70 亿元、76.36 亿元、80.17 亿元，归母净利润分别为 3.15 亿元、3.41 亿元、3.54 亿元，每股净资产为 4.21 元，4.60 元，5.01 元，对应的 P/B 分别为 2.03x、1.85x、1.70x。考虑到公司是铁路特箱龙头，将受益铁路混改及多式联运发展，给予 2.6 倍估值，目标价 11 元，给予“买入”评级。

关键假设点

(1)特种集装箱业务：公司是铁总旗下唯一特箱上市平台，铁路特箱运输龙头。2016 年公司陆续投入 1.8 万只特种集装箱，2017 年将投资 5.89 亿元购置 19200 只特种集装箱，其中包括 18200 只各类干散货集装箱及 1000 只各类罐式集装箱。公司利用低成本投产新箱，优化箱型结构，实现新老箱型的更替，我们预计 2017 年将迎来产能的释放，收入进入快速增长周期。另外，集装箱物流业务新运营模式逐步取代传统线上经营成为主流运营模式，但受公路、航空等其他市场竞争的压力，毛利率相对较低，而随着新旧业务模式的逐渐替代，预期未来特箱业务毛利率趋于稳定，维持在 16%左右。

(2)铁路货运业务：全国铁路货运市场自 2016 年第四季度起大幅反弹，2017 年前 4 个月全国铁路货运量为 12.15 亿吨，同比增长 15.4%。叠加去年四季度起铁路提价、公路治超及大宗商品价格回稳等利好，公司铁路运量走出底部区域并实现强势反弹，我们预计 2017 年沙鲛铁路发送量有望达到 4500 万吨，实现 20%增速。

(3)委托加工贸易业务：2017 年一季度，国内钢胚均价达到 3000 元/吨，3 月份一度突破 3400 元/吨，较 2016 年同比增长近 70%。占公司总营收比近 60%的委托加工贸易业务将直接受益于钢胚价格的上升，带动整体营业收入增长；但由于毛利率较低预计对公司利润贡献有限。

股价表现的催化剂

- 1、铁路混改逐步推进，新资本进入带来利好；
- 2、集装箱多式联运市场需求渐增，十三五规划逐步推进；
- 3、铁路货运回暖，沙鲛货运订单充足。

核心风险提示

宏观环境下滑，货运大宗商品下滑，政策推进不及预期等。



目 录

一、公司概况：铁总旗下唯一特箱公司，逐步完善业务布局	6
(一) 铁总旗下特箱业务唯一上市平台	6
(二) 核心业务“特箱+铁路运营”，冷链、多式联运、新能源拓展新市场	6
(三) 一季度业绩超预期，盈利能力持续增强	7
二、铁路特箱行业龙头，进入盈利高增长周期	8
(一) 特种集装箱垄断地位，箱型结构逐渐优化	8
(二) 集装箱物流服务新运营模式逐步取代传统线上经营	12
三、沙鲛运量企稳，货运及大宗回暖提振业绩	13
(一) 运营沙鲛铁路支线，地理位置得天独厚	13
(二) 沙鲛铁路支线，到发量回稳反弹，业务收入预期反弹	14
四、委托加工贸易受益钢胚上涨，房地产业务将逐渐退出	15
(一) 委托加工贸易受益钢胚上涨，毛利贡献有限	15
(二) 房地产市场低迷，业务将逐渐退出	15
五、布局冷链、能源新市场，铁改联运迎全新发展机遇	16
(一) 积极拓展冷链、能源新市场	16
(二) 受益“一带一路”及“十三五规划多式联运规划”	17
(二) 铁改升温注入新活力	17
六、盈利预测及投资建议	17
七、风险提示	18

图表目录

图表 1： 公司股权结构	6
图表 2： 2016 年各业务营业收入占比	7
图表 3： 2016 年各业务毛利占比	7
图表 4： 2012-2017Q1 营业收入（百万）及同比增速	8
图表 5： 2012-2017Q1 归母净利润（百万）及 ROE	8
图表 6： 特种集装箱主要箱型介绍	8
图表 7： 2016 年底重要在建项目（单位：亿元）	10
图表 8： 2012~2016 年公司特种集装箱发送量（单位： TEU）	10
图表 9： 2014~2016 年公司特种集装箱数量变化（单位：只）	11
图表 10： 特种集装箱业务营收及毛利（单位：亿元）	11
图表 11： 特种集装箱到发量（单位：万 TEU）	11
图表 12： 特种集装箱业务毛利率	12
图表 13： 特种集装箱物流服务运营模式	13
图表 14： 沙鲛铁路支线	13
图表 15： 铁路货运业务营收情况（单位：亿元）	14
图表 16： 铁路货运及临港物流业务到发量（单位：万吨）	14



图表 17: 全国铁路货运月度同比增速 (%)	14
图表 18: 铁路货运及临港物流业务毛利 (单位: 亿元)	14
图表 19: 钢胚价格指数	15
图表 20: 委托加工业务营收及毛利 (单位: 亿元)	15
图表 21: 2016 年底公司房地产项目情况	16
图表 22: 太原颐和天成项目	16
图表 23: 房地产业务营收及毛利 (单位: 亿元)	16
图表 24: 公司各项业务盈利预测 (单位: 百万元)	18
附录: 公司财务预测表 (单位: 百万元)	19

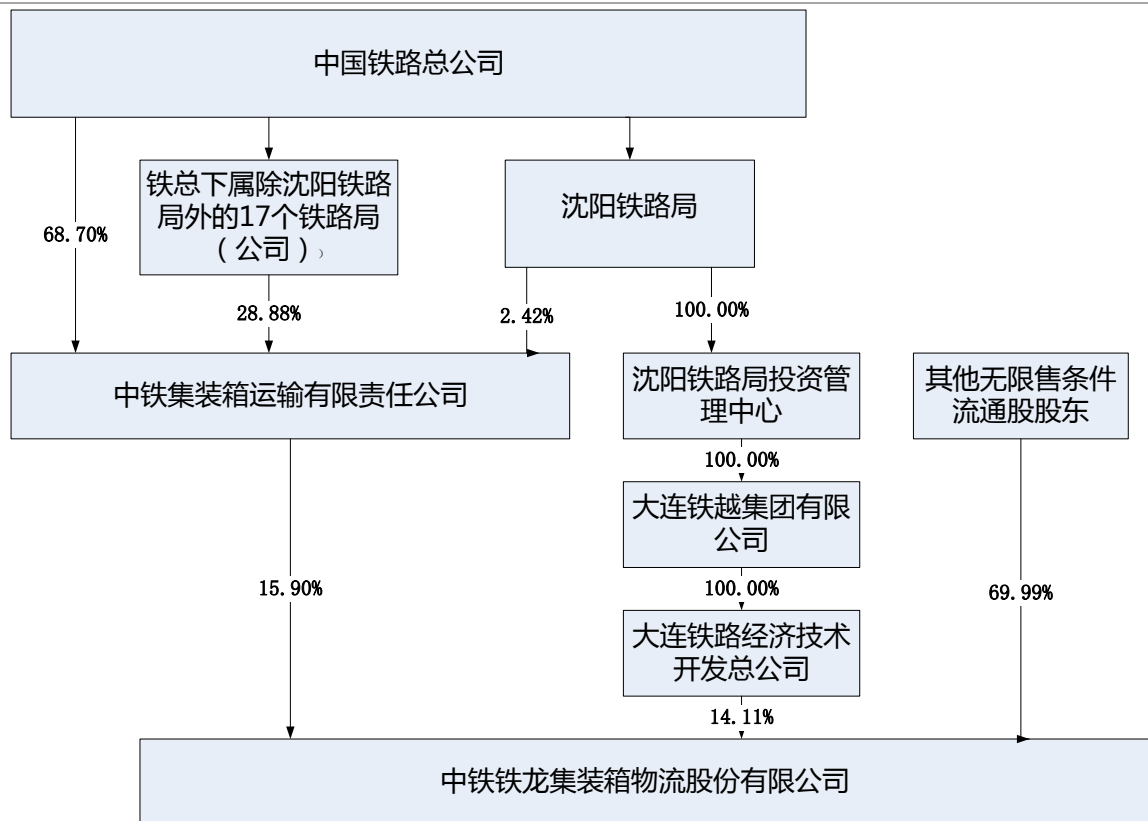


一、公司概况：铁总旗下唯一特箱公司，逐步完善业务布局

（一）铁总旗下特箱业务唯一上市平台

中铁铁龙集装箱物流股份有限公司，成立于1993年，1998年5月在上海证券交易所上市，成为中国铁路第一家A股上市公司。公司控股股东为中铁集装箱运输有限责任公司，持股207,554,700股，占比15.90%。大连铁路经济技术开发区总公司持股184,193,104股，占比14.11%。中铁集装箱运输有限责任公司和大连铁路经济技术开发区总公司均为铁路系统国有股东。此外，包括中国证券金融股份有限公司、科威特政府投资局、幸福人寿保险股份有限公司、中央汇金资产管理有限责任公司在内的其他流通股股东合计持股占总股本的69.99%。

图表1：公司股权结构



资料来源：公司公告，联讯证券

公司实际控制人为中国铁路总公司，中国铁路总公司同时也是A股上市公司大秦铁路（601006.SH）和广深铁路（601333.SH）的实际控制人。公司于2006年1月收购中铁集装箱公司全部铁路特种集装箱资产及业务，成为中铁总旗下唯一经营特箱业务的公司。沈阳铁路局间接拥有公司部分股权，且公司在其辖内经营各项业务，但股权关系上并不直接从属地方铁路局。

（二）核心业务“特箱+铁路运营”，冷链、多式联运、新能源拓展新市场

公司分别于2005年10月收购沙岗站及沙鲅铁路支线，2006年1月收购中铁集装箱公司全部铁路特种集装箱资产及业务，形成特种集装箱业务、铁路货运及临港物流业务为核心，委托加工贸易、地产、酒店、商品混凝土为辅的业务结构。公司积极应对市



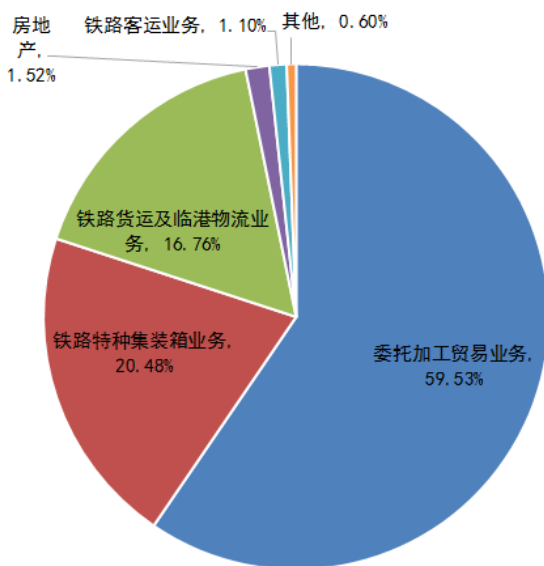
场波动和行业变革，特箱业务板块在事业部新体制下不断提升箱周转率，提高物流服务水平。沙鲮铁路已进入运营稳定期，专用铁路特有的区域优势以及公司稳定的物流服务水平基本可保障货运量和收入的稳定增长。此外，公司积极拓展冷链、多式联运、新能源新市场，发掘新机遇。2017年初公司在南宁成立了铁盛洋合资公司，建立铁路冷链发展新模式，大连冷链物流基地的建立和“百色一号”冷藏班列的开行及冷藏箱市场多年运营经验奠定了冷链良好的发展格局。设立的中铁铁龙新能源科技发展有限公司将开展以LNG罐箱运输为主的公铁联运领域能源相关业务，尝试危险品物流运输。能源化工业务拓展是特种箱业务升级的体现，罐式集装箱运输危险品是能源化工物流发展的必然，目前公路运输为主的能源化工物流将合理地大量转换为铁路运输，公司已积极为这种转变做储备。

目前公司拥有子公司13家，累计投资5.08亿元；合营及联营企业6家，累计投资0.67亿元。2016年对公司净利润影响达到10%以上的子公司包括北京中铁铁龙多式联运有限公司，铁龙营口实业有限责任公司及中铁铁龙（营口）国际物流贸易有限公司。

（三）一季度业绩超预期，盈利能力持续增强

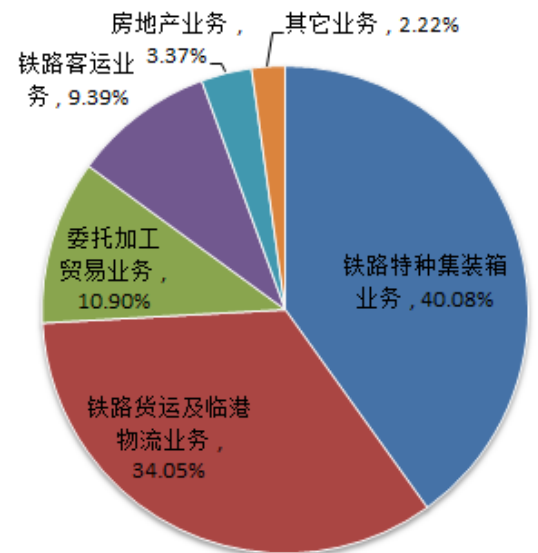
2017年第一季度公司实现营业收入20.33亿元，同比增加46.65%；归属上市公司股东净利润为8821万元，同比增加65.15%；扣非后归属上市公司股东净利润8374万元，同比增加68.91%；EPS为0.07元，同比增加65.85%。一季度业绩增速较2016年实现反弹，主要原因是伴随钢材价格上涨委托加工贸易业务营收上涨，铁路货运业务走出阴霾，沙鲮铁路运量反弹。此外，特种集装箱业务箱型结构不断优化，发送量及毛利均对业绩做出贡献。

图表2：2016年各业务营业收入占比



资料来源：WIND，联讯证券

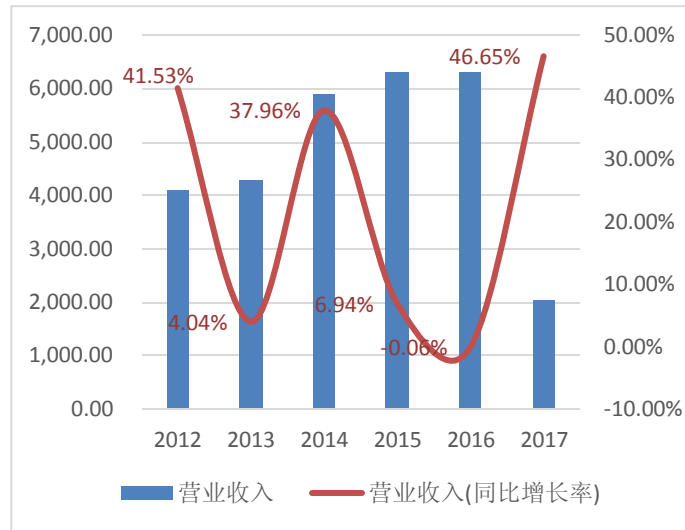
图表3：2016年各业务毛利占比



资料来源：WIND，联讯证券

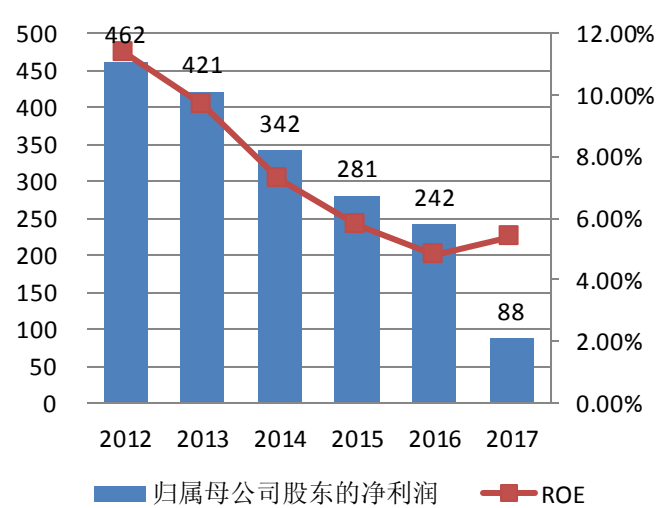


图表4: 2012-2017Q1 营业收入(百万)及同比增速



资料来源: WIND, 联讯证券

图表5: 2012-2017Q1 归母净利润(百万)及 ROE



资料来源: WIND, 联讯证券

二、铁路特箱行业龙头, 进入盈利高增长周期

(一) 特种集装箱垄断地位, 箱型结构逐渐优化

公司于 2006 年 1 月收购了中铁集装箱公司的全部铁路特种集装箱资产及业务, 开始经营铁路特种集装箱运输物流业务并逐步成为公司的战略性核心业务板块, 目前公司经营铁路特种集装箱包括干散箱、液体化工品罐箱、液体食品罐箱、冷藏箱、沥青箱等。

图表6: 特种集装箱主要箱型介绍

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。	氧化铝和铝锭、硫磺和化肥对流业务及粮食、铝矾土、水泥孰料等大宗散堆装货物。	



<p>冷藏集装箱</p>	<p>装运需冷冻或需保持一定温度的货物。</p>	<p>速冻食品、水果蔬菜等冷藏保温货物</p>	
<p>框架罐式集装箱</p>	<p>由端框、侧梁组成，罐体由圆筒体、封头、人孔、进料口、卸料口、液位计（标尺）等组成，设加热装置、温度计、外保温层等。 装运液体货物</p>	<p>装运液体货物，植物油、润滑油、植物油酸、二辛脂、添加剂等液体普通货物</p>	
<p>弧形罐式集装箱</p>	<p>由侧梁、端梁和纵梁组成。侧梁、端梁、纵梁为方管型结构，其原有焊缝朝外侧，不与液面接触。下端梁设有加强护板，下侧梁靠近角件一端贴焊加强板。</p>	<p>为客户提供植物油、润滑油、乙二醇等一系列液态非危险品物流服务。</p>	
<p>水泥罐式集装箱</p>	<p>装卸方便，装载过程可在 15 分钟内完成，卸车作业不到 20 分钟。装卸时实现了直接对接对卸，有效避免了受潮情况发生，保证了货物品质。</p>	<p>水泥</p>	

资料来源：公司官网，联讯证券



铁路集装箱包括通用集装箱与特种集装箱。通用箱适用多种普通件杂货的运输，特种箱适用某种状态或特殊性质货物的运输。特种集装箱不遵循集装箱国际标准，尺寸形状根据用途来确定的。全路共有铁路产权的集装箱 31 万只，其中通用箱约为 27 万只，特种箱约为 4 万只。**2016 年，公司特种集装箱保有量为 42,210 只，垄断全国特箱业务。**其中，20 英尺干散货集装箱、20 英尺框架式润滑油罐式集装箱、20 英尺不锈钢罐式集装箱和 20 英尺石油沥青罐箱的保有量有所增长。

前几年核心木材箱受金融危机需求下降及俄罗斯进口木材量下降的影响，业务量及毛利有所下降，2015 年公司停止木材箱发送业务，转变优化箱型结构，大力发展干散箱、罐箱业务。2016 年公司总计完成铁路特种箱发送量 68.75 万 TEU，较上年同期 54.04 万 TEU，同比增长 27.22%，改变 2011 年以来公司特箱发送量下降趋势，实现反弹。其中干散货箱发送量增加 12.2 万 TEU，水泥罐箱发送量增加 1.1 万 TEU，不锈钢罐箱发送量增加 0.95 万 TEU。为适应新建公路、基建等需求的增加，公司 2016 年新购置 454 只沥青箱，当年实现发送量 0.24 万 TEU，同比增长 285.85%。箱型结构发生改变，但收入情况较为稳健。**2016 年受集装箱运费及使用费率下浮影响，特箱业务实现收入 12.93 亿元，同比增加 1.96%。特箱业务为所有细分业务中唯一毛利率正向增长业务，2016 年该业务实现的毛利占总毛利比为 42.1%。**

2016 年公司对特种箱业务板块进行了重组，成立了特种箱事业部，构建了以专业公司和区域公司相结合的业务结构。同时根据市场需求变化，充分利用造箱成本较低的有利时机加大新箱投资，研发的豆粕箱、卷钢箱、玻璃箱等新箱型已进入试运阶段，实现特箱业务资产规模的扩大。**2016 年陆续投入 1.8 万只特种集装箱，截止 2016 年底，特种箱购建项目累计投入资金 4.16 亿元，未来预计投入资金 0.82 亿元，项目进度为 90.00%。2017 年将投资 5.89 亿元购置 19200 只特种集装箱，其中包括 18200 只各类干散货集装箱及 1000 只各类罐式集装箱。**公司利用低成本投产新箱，优化箱型结构，实现新老箱型的更替，2017 年将迎来产能的释放，收入进入快速增长周期，预期特箱板块将实现持续、稳健增长。

图表7： 2016 年底重要在建项目（单位：亿元）

项目名称	项目预计总投资	资金来源	项目进度	累计投入金额 2016 年底	累计投入占预算比例
特种箱购建	4.98	自筹	90%	4.16	83.53%
冷链基地项目	8.63	自筹	36%	3.06	35.46%
混凝土基地工程	1.37	拆迁补偿款	95%	0.96	70.07%

资料来源：铁龙物流债券公告，联讯证券

图表8： 2012~2016 年公司特种集装箱发送量（单位：TEU）

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
木材箱	46,747	28,975	6,364	-	-
干散货箱	433,150	450,055	431,808	442,106	564,550
轻油罐箱	15,599	14,746	12,643	8,428	5,587



水泥罐箱	60,008	32,967	31,089	24,641	35,444
水煤浆箱	86	192	698	-	-
框架式罐箱	7,548	7,265	9,279	16,392	21,519
不锈钢罐箱	13,191	26,160	36,767	47,066	56,531
冷藏箱	1,732	2,673	1,937.25	1,198	1,444.5
非标通用箱	1,325	1,320	455	-	-
沥青罐箱	784	908	590	622	2,400
合计	580,170.5	565,261	531,630.25	540,453.00	687,475.5

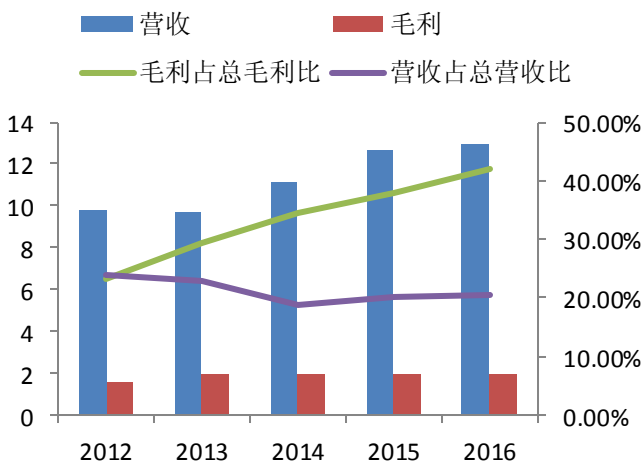
资料来源：铁龙物流债券公告，联讯证券

图表9： 2014~2016 年公司特种集装箱数量变化（单位：只）

特种箱类别	2014 年	占比	2015 年	占比	2016 年	占比
干散货集装箱	17163	58.04%	20776	58.57%	25264	59.85%
弧型罐式集装箱	1736	5.87%	1700	4.79%	1658	3.93%
散装水泥罐式集装箱	3060	10.35%	3060	8.63%	3058	7.24%
框架式润滑油罐式集装箱	1496	5.06%	2472	6.97%	3696	8.76%
水煤浆箱	100	0.34%	100	0.28%	98	0.23%
冷藏集装箱	200	0.68%	200	0.56%	200	0.47%
不锈钢罐式集装箱	5513	18.64%	6821	19.23%	7441	17.63%
鲜活水产品冷藏箱	1	0.00%	1	0.00%	1	0.00%
石油沥青罐箱	300	1.01%	300	0.85%	754	1.79%
电石箱	0	0.00%	40	0.11%	40	0.09%
合计	29569	1	35470	1	42210	1

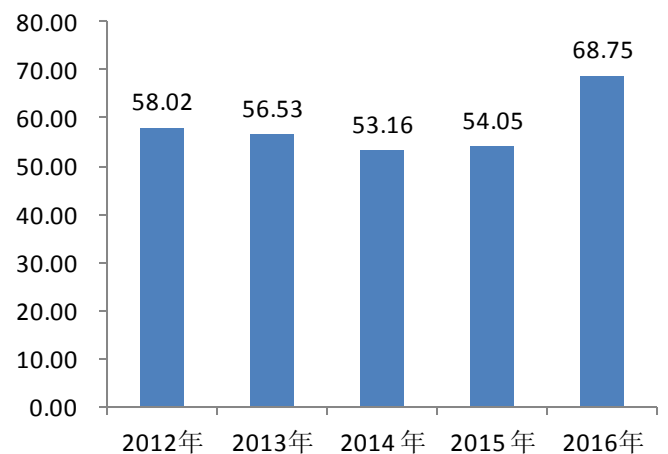
资料来源：铁龙物流债券公告，联讯证券

图表10： 特种集装箱业务营收及毛利（单位：亿元）



资料来源：WIND，联讯证券

图表11： 特种集装箱到发量（单位：万 TEU）



资料来源：WIND，联讯证券



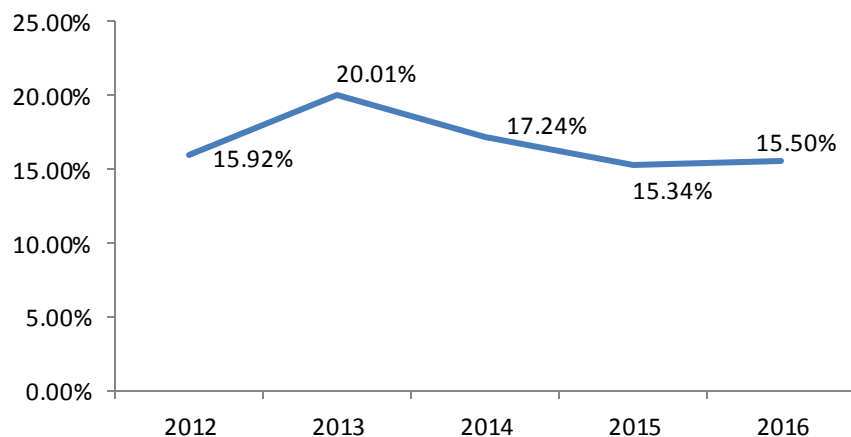
（二）集装箱物流服务新运营模式逐步取代传统线上经营

公司特箱业务主要包括铁路特种集装箱线上经营业务及特种集装箱物流服务模式两种。前者主要通过出租特种集装箱向货主收取集装箱使用费盈利，其中使用费收入的 20% 作为综合服务费向中铁集装箱支付；后者盈利模式向客户提供“门对门”的一站式服务，采用市场化运作模式获得物流服务收入。

一是铁路特种集装箱线上经营业务。公司作为铁路特种箱的所有权人，负责经营铁路特种箱业务及铁路特种箱的购置、维修，确保集装箱箱体符合铁路运输的安全质量要求，承担由于箱体问题所引发的事故、损失责任。**收入主要来源于向货主收取的特种集装箱使用费。**同时，公司与中铁集装箱签署《铁路特种箱运输及综合服务协议》约定每年向中铁集装箱支付特种箱使用费收入总额的 20% 的综合服务费用。特种集装箱使用费用由货运办理站根据货票收取，并全部上缴中国铁路总公司，由铁道部资金清算中心轧差（特种箱使用费收入扣除 20% 综合服务费的净额）向公司清算。

二是特种集装箱物流服务，向客户提供“门对门”的一站式服务。目前特种集装箱物流业务线上物流部分主要由公司负责，两端物流服务大部分与相关物流公司联合共同完成。特种箱铁路两端物流业务采用市场化运作模式，以市场定价为收费标准，通过与终端客户签订物流业务合同，直接从终端客户获得物流收入；通常向小客户预收物流费用，大客户定期进行结算，结算周期为 1-3 个月。具体业务流程为：客户向公司提出特种箱使用需求、公司调配特种箱、铁路局运输特种箱。而特种集装箱物流业务是货物门到门的全程物流，不仅包括铁路线上流程还包括两端物流。**公司上市初期主要通过第一种模式运营，近年来集装箱物流业务新运营模式逐步取代传统线上经营成为主流运营模式。但受公路、航空等其他市场竞争的压力，毛利率相对较低，而随着新旧业务模式的逐渐替代，预期未来特箱业务毛利率趋于稳定，维持在 16% 左右。**

图表 12：特种集装箱业务毛利率



资料来源:WIND, 联讯证券



图表13: 特种集装箱物流服务运营模式



资料来源: 铁龙债券公告, 联讯证券

三、沙鲛运量企稳，货运及大宗回暖提振业绩

(一) 运营沙鲛铁路支线，地理位置得天独厚

公司拥有沙鲛铁路支线全部资产，开展铁路货物运输及相关仓储和短途运输等物流延伸业务。沙鲛支线东起哈大铁路沙岗站，西止营口港前鲛鱼圈站，背靠沈大高速和 202 国道，是哈大铁路连接营口港的重要铁路运输通道和东北连通环渤海经济带的重要枢纽，辐射东北，主要运输煤炭、粮食、钢铁等大宗货物。它全长 14.17 公里，电气化复线，自动化调车，拥有独特的区位和资产优势。

图表14: 沙鲛铁路支线



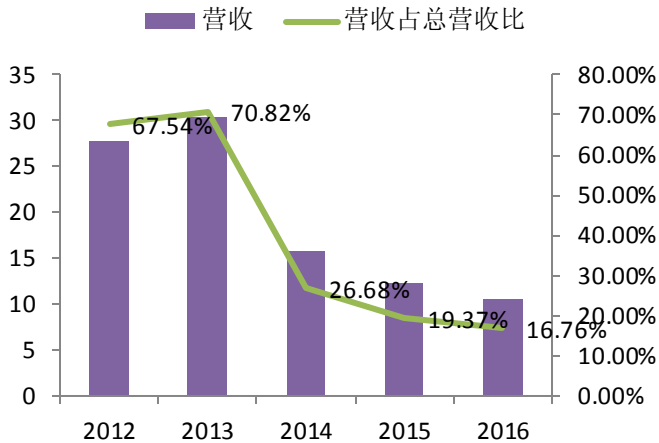
资料来源: 百度, 联讯证券



(二) 沙鲛铁路支线，到发量回稳反弹，业务收入预期反弹

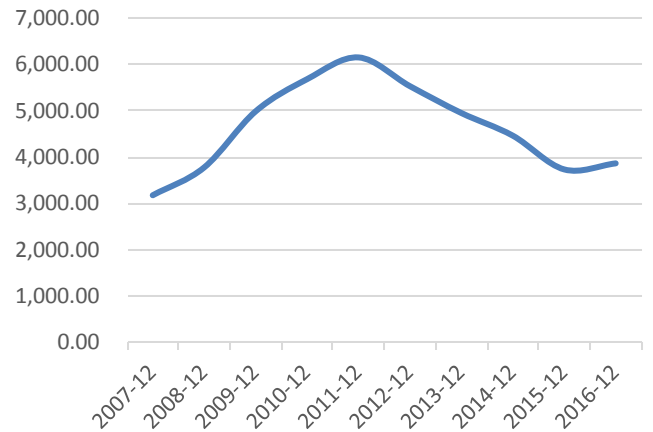
沙鲛铁路支线经过 2008 年和 2010 年两次扩能改造，年最大输送能力由 2400 万吨/年提升至 8962.7 万吨/年。近几年受国家经济结构调整，煤炭等大宗货物运输需求下降影响，支线的货物到发量逐年下滑，同时由于铁路运价下调，报告期内运杂费下浮、营改增等因素影响，货运毛利下降。

图 15: 铁路货运业务营收情况 (单位: 亿元)



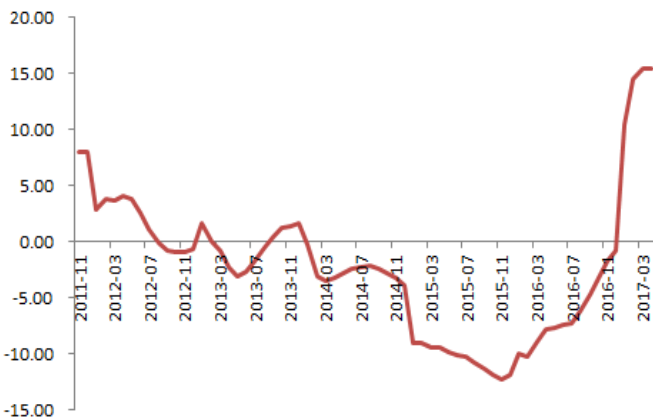
资料来源: WIND, 联讯证券

图 16: 铁路货运及临港物流业务到发量 (单位: 万吨)



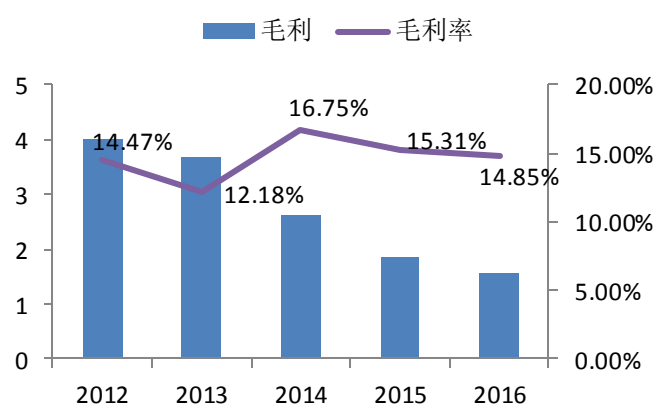
资料来源: WIND, 联讯证券

图 17: 全国铁路货运月度同比增速 (%)



资料来源: WIND, 联讯证券

图 18: 铁路货运及临港物流业务毛利 (单位: 亿元)



资料来源: WIND, 联讯证券

2016 年面对货源量下降的整体经济形势，沙鲛铁路公司以“稳定既有货源，扩大现有货源份额，实现铁路营销上量”为营销思路，主动对接市场需求，增加公司货源营销辐射面，有效提升了市场竞争力。公司 2016 年铁路货运及临港物流业务营业收入为 10.58 亿元，同比减少 13.48%；营业成本为 9.01 亿元，同比减少 13%；毛利率为 14.85%，同比减少 0.46 个百分点。全国铁路货运市场自 2016 年第四季度起大幅增加，2017 年前 4 个月全国铁路货运量为 12.15 亿吨，同比增长 15.4%。叠加去年四季度起铁路提价、公路治超及大宗商品价格回稳等利好，公司铁路运量走出底部区域并实现强势反弹，预计 2017 年沙鲛铁路发送量有望达到 4500 万吨，实现 20% 增速。



四、委托加工贸易受益钢胚上涨，房地产业务将逐渐退出

(一) 委托加工贸易受益钢胚上涨，毛利贡献有限

公司自 2014 年 5 月起开始开展钢材委托加工贸易业务,负责从物流客户采购外矿、地矿、焦炭等主要原材料,委托第三方钢厂加工,第三方生产出钢坯产品后由公司进行销售。2014 年,公司销售委托加工的钢坯 136.6 万吨,委托加工贸易业务实现营业收入 30.34 亿元,毛利率 1.18%。2015 年,销售委托加工的钢坯 222.6 万吨,较上年底同比增加 62.96%,实现收入 36.07 亿元,同比增长 18.90%,毛利率为 1.53%。2016 年销售委托加工钢胚等 212.2 万吨,同比减少 4.67%,实现销售收入 37.58 亿元,同比增加 4.19%,毛利率 1.45%。钢坯销量带动营业收入增长,2016 年委托加工贸易业务营收占总营收比为 59.53%,营收占比列各项业务第一,成为公司主营收入最高的项目,但该业务利润贡献率较低,毛利率在 1.5%左右,远低于其他铁路相关业务,毛利贡献仅为 9.71%。

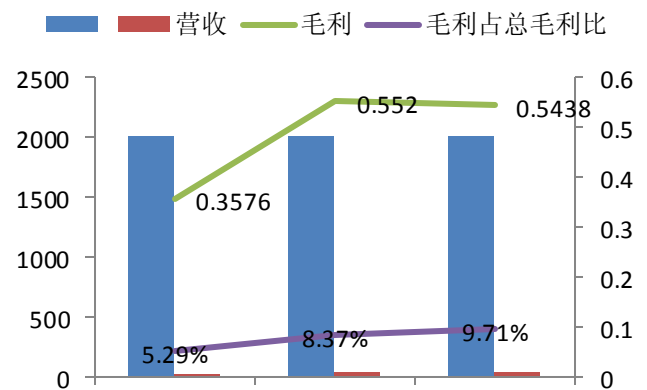
2017 年一季度,国内钢胚价格均价达到 3000 元/吨,3 月份一度突破 3400 元/吨,较 2016 年同比增长近 70%。占公司总营收比近 60%的委托加工贸易业务将直接受益于钢胚价格的上升,带动整体营业收入增长;但由于毛利率较低预计对公司利润贡献有限。

图表19: 钢胚价格指数



资料来源: 西本新干线, 联讯证券

图表20: 委托加工业务营收及毛利 (单位: 亿元)



资料来源: WIND, 联讯证券

(二) 房地产市场低迷, 业务将逐渐退出

受房地产行业整体低迷影响,公司已开始控制房地产业务规模,努力加快既有楼盘的资金回笼。2016 年公司房屋销售年量较 2015 年有所下降,同时受营改增政策等因素影响,实现营业收入 0.96 亿元,较上年减少 13.37%,毛利率为 17.59%,同比下降 5.41 个百分点。截至 2016 年底,公司房地产开发业务主要有大连连海金源项目和太原颐和天成项目。



图表21: 2016 年底公司房地产项目情况

项目名称	累计销售面积 (万平方米)	剩余可售面积 (万平方米)	2016 年销售收入 (亿元)	已销售但未确认收入的销售面积 (万平方米)
大连连海金源项目	6.3	2	0.7	0.24
太原颐和天成项目	1.71	17.56	0.15	1.34

资料来源: 公司公告, 联讯证券

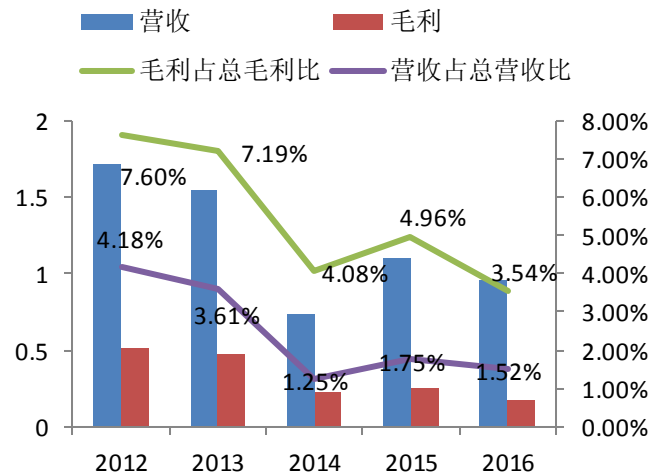
总体看, 公司房地产业务销售量有所增加, 但未确认收入的销售面积较多, 同时受营改增政策等因素影响, 营业收入有所下降, 公司将逐步控制其规模, 减少资金占用, 预计未来公司房地产业务对公司整体利润的贡献度将会下降, 公司面临房地产去化压力。

图表22: 太原颐和天成项目



资料来源: 公开信息, 联讯证券

图表23: 房地产业务营收及毛利 (单位: 亿元)



资料来源: WIND, 联讯证券

五、布局冷链、能源新市场，铁改联运迎全新发展机遇

(一) 积极拓展冷链、能源新市场

积极布置特种集装箱市场同时, 公司逐步向冷链、新能源等前瞻性业务领域拓展。2016 年公司决定扩大大连冷链物流基地项目规模, 拟使用自有资金投资 8.63 亿元在大连普湾新区临港工业区建设冷链物流基地(一期)项目, 占地 38.3 万平方米。截止 2016 年底, 冷链物流基地项目累计投入资金 3.06 亿元, 未来预计投入资金 5.57 亿元。2017 年初公司在南宁成立了铁盛洋合资公司, 建立铁路冷链发展新模式。大连冷链物流基地的建立及冷藏箱市场多年运营经验奠定了冷链业务良好的发展格局, 冷藏集装箱可以实现运输一站式无缝连接, 立足大连辐射预期将整个东北冷链运输市场。目前冷链基地项目建设进度为 36%, 进展稳健, 预期高毛利“白货”业务将为公司业绩注入新活力。

能源化工业务拓展也是特种箱业务升级的体现, 罐式集装箱运输危险品是能源化工物流发展的必然, 我国目前公路运输为主的能源化工物流将合理地大量转换为铁路运输, 公司已积极为这种转变做储备, 设立的中铁龙新能源科技发展有限公司将开展以 LNG



罐箱运输为主的公铁联运能源相关业务，尝试危险品物流运输。这些新领域的拓展有望成为公司新的利润增长点。

（二）受益“一带一路”及“十三五规划多式联运规划”

2016 年铁路集装箱发送量达 761 万标箱，同比增长 39.5%，中欧班列累计开行 2964 列。2017 年 3 月国家发改委、交通运输部、中铁总联合印发《“十三五”铁路集装箱多式联运发展规划》，预计到 2020 年中国集装箱运量达到铁路货运量 20%左右，其中，集装箱铁水联运量年均增长 10%以上，中欧班列年开行 5000 列左右。公司运营营口港唯一联通铁路沙鲅铁路，同时拥有 4 万只特种集装箱资产及相关运营经验，此外，公司拥有“中欧班列”管理经营权，其控股 51%的控股子公司上海铁洋多式联运有限公司对成都亚欧班列物流有限公司实施整体托管经营，每年收取班列公司当年增加的净利润的 15%作为托管费用。公司“贯通欧亚大陆的公铁联运冷链物流通道示范工程”项目入选首批 16 家多式联运国家级示范工程就是一个开通新市场案例。

目前，中国集装箱铁水联运比例不足 5%，而发达国家一般保持在 30%以上的水平，预期每提高多式联运比重 1 个百分点可以降低物流总费用约 0.9 个百分点。“十三五规划”中指出，要统筹港口与铁路规划对接，加快推进疏港铁路建设及扩能，实现铁路与港口高效衔接，推进港站一体化，提高铁路集疏运比重。其中重点疏港项目就包括了营口港的鲅鱼圈港区。

六月中旬辽宁省大连港、锦州港、营口港三港口发布整合公告，将合作建立辽宁港口统一经营平台，以大连港集团有限公司、营口港集团有限公司为基础，以市场化方式设立辽宁港口集团。沙鲅铁路支线承担了营口港 40%-50%的疏港货物运量。辽宁港口整合预期带来营口港货物吞吐量的提高，水涨船高，沙鲅铁路支线承担营口港的疏港货物运量也将随之提高。

国家积极规划建设不同等级集装箱装卸场站，发展集装箱铁水联运，认可铁路集装箱联动程度高，成本效率优势等优点；同时，中铁总也鼓励改变煤炭、矿石、钢材等低毛利散杂货运输结构，发展铁路集装箱运输。伴随十三五规划的推进及一带一路政策的延伸，集装箱下游市场需求增长将进一步拉动公司主营业务的增长。

（二）铁改升温注入新活力

2017 年铁总提出将推进铁路资产资本化运营，开展混合所有制改革，加大综合经营开发力度，重点推进铁路资产证券化，混合所有制改革等。随着价改先行，铁路作为混合所有制改革的重点领域，市场化改革进程升温。公司作为铁总特种集装箱业务的唯一上市平台，具有其独特地位，相关政策、方案有望陆续落地，且很有可能涉及集装箱及多式联运运输，长期利好公司未来发展。

六、盈利预测及投资建议

关键点假设

（1）特种集装箱业务：公司是铁总旗下唯一特箱上市平台，铁路特箱运输龙头。2016 年公司陆续投入 1.8 万只特种集装箱，2017 年将投资 5.89 亿元购置 19200 只特种集装箱，其中包括 18200 只各类干散货集装箱及 1000 只各类罐式集装箱。公司利用低成本投产新箱，优化箱型结构，实现新老箱型的更替，我们预计 2017 年将迎来产能的释放，



收入进入快速增长周期。另外，集装箱物流业务新运营模式逐步取代传统线上经营成为主流运营模式，但受公路、航空等其他市场竞争的压力，毛利率相对较低，而随着新旧业务模式的逐渐替代，预期未来特箱业务毛利率趋于稳定，维持在 16%左右。

(2) 铁路货运业务：全国铁路货运市场自 2016 年第四季度起大幅增加，2017 年前 4 个月全国铁路货运量为 12.15 亿吨，同比增长 15.4%。叠加去年四季度起铁路提价、公路治超及大宗商品价格回稳等利好，公司铁路运量走出底部区域并实现强势反弹，我们预计 2017 年沙鲛铁路发送量有望达到 4500 万吨，实现 20%增速。

(3) 委托加工贸易业务：2017 年一季度，国内钢坯价格均价达到 3000 元/吨，3 月份一度突破 3400 元/吨，较 2016 年同比增长近 70%。占公司总营收比近 60%的委托加工贸易业务将直接受益于钢坯价格的上升，带动整体营业收入增长；但由于毛利率较低预计对公司利润贡献有限。

图表 24：公司各项业务盈利预测（单位：百万元）

亿元	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	6,312	7,070	7,636	8,017
(+/-)	-0.06%	12.00%	8.00%	5.00%
归母净利润	242	315	341	354
(+/-)	-14.07%	30.29%	8.31%	3.92%
每股净资产（元）	3.86	4.21	4.60	5.01
P/B	2.21	2.03	1.85	1.70

资料来源：联讯证券研究院

估值与投资建议

我们调整了预期的公司 2017~2019 年营业收入分别为 70.70 亿元、76.36 亿元、80.17 亿元，归母净利润分别为 3.15 亿元、3.41 亿元、3.54 亿元，每股净资产为 4.21 元，4.60 元，5.01 元，对应的 P/B 分别为 2.03x、1.85x、1.70x。考虑到公司是铁路特箱龙头，将受益铁路混改及多式联运发展，给予 2.6 倍估值，目标价 11 元，给予“买入”评级。

七、风险提示

宏观环境下滑，货运大宗商品下滑，政策推进不及预期等。



附录：公司财务预测表（单位：百万元）

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E	现金流量表	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	4,277	4,705	5,176	5,693	经营活动现金流	468	515	567	624
货币资金	768	687	598	500	净利润	242	315	342	355
应收账款	93	121	158	205	折旧摊销	189	208	229	251
其它应收款	50	65	84	109	财务费用	33	47	50	53
预付账款	397	516	671	872	投资损失	-21	-6	-3	-2
存货	2,688	3,494	4,543	5,905	营运资金变动	-3	187	194	199
其他	281	-179	-878	-1,899	其它	28	-235	-244	-234
非流动资产	3,229	3,552	3,907	4,298	投资活动现金流	55	55	60	66
长期股权投资	66	66	66	66	资本支出	282	310	341	375
固定资产	2,494	2,619	2,750	2,888	长期投资	66	66	66	66
无形资产	408	429	450	473	其他	-292	-321	-346	-374
其他	261	439	641	872	筹资活动现金流	-814	-651	-716	-788
资产总计	7,507	8,257	9,083	9,991	短期借款	0	0	0	0
流动负债	1,605	1,846	2,123	2,442	长期借款	80	80	80	80
短期借款	0	0	0	0	其他	-894	-731	-796	-868
应付账款	326	424	551	717	现金净增加额	-290	-81	-89	-98
其他	1,279	1,422	1,572	1,725					
非流动负债	867	910	956	1,004	主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
长期借款	80	80	80	80	成长能力				
其他	787	830	876	924	营业收入	-0.06%	12.00%	8.00%	5.00%
负债合计	2,472	2,757	3,079	3,445	营业利润	-12.49%	30.48%	8.54%	4.35%
少数股东权益	22	21	20	19	归属母公司净利润	-14.07%	30.29%	8.31%	3.92%
归属母公司股东权益	5,012	5,480	5,984	6,527	获利能力				
负债和股东权益	7,507	8,257	9,083	9,991	毛利率	7.71%	8.50%	8.50%	8.50%
					净利率	3.83%	4.45%	4.46%	4.42%
利润表	2016	2017E	2018E	2019E	ROE	4.88%	5.99%	5.94%	5.66%
营业收入	6,312	7,070	7,636	8,017	ROIC	12.52%	14.57%	13.13%	11.60%
营业成本	5,826	6,469	6,987	7,336	偿债能力				
营业税金及附加	10	14	15	16	资产负债率	32.94%	33.38%	33.90%	34.48%
销售费用	48	45	49	51	流动比率	2.66	2.55	2.44	2.33
管理费用	102	106	109	114	速动比率	0.99	0.66	0.30	-0.09
财务费用	33	47	50	53	营运能力				
资产减值损失	1	1	3	5	总资产周转率	0.84	0.90	0.88	0.84
公允价值变动收益	0	0	0	0	应收帐款周转率	72.56	65.85	54.71	44.19
投资净收益	21	21	21	21	应付帐款周转率	16.93	17.25	14.33	11.57
营业利润	313	409	444	463	每股指标(元)				
营业外收入	18	18	18	18	每股收益	0.19	0.24	0.26	0.27
营业外支出	1	1	1	1	每股经营现金	0.36	0.39	0.43	0.48
利润总额	330	425	460	480	每股净资产	3.86	4.21	4.60	5.01
所得税	87	110	119	124	估值比率				
净利润	242	315	342	355	P/E	44.89	35.54	32.81	31.59
少数股东损益	1	1	1	1	P/B	2.21	2.03	1.85	1.70
归属母公司净利润	242	315	341	354					
EBITDA	514	617	672	715					

资料来源：公司财务报告、联讯证券



分析师简介

牛永涛：北京交通大学博士，现任联讯证券交运及设备行业研究组长、首席分析师，曾任宏源证券交运行业研究组长、首席分析师，在铁路系统工作多年，曾参与国家铁路“十三五”规划编制，2016年10月份加盟联讯证券研究院，对交通运输行业政策与发展有深刻认识，实地调研近百家上市公司，坚持价值投资，擅长底部推荐。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com