

公司研究/中报点评

2017年08月25日

交通运输/铁路运输 II

投资评级：中性（调低评级）

当前价格(元): 12.93
合理价格区间(元): 12.3-12.5

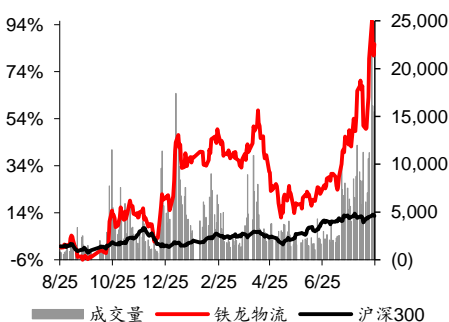
郑路 执业证书编号: S0570517070001
研究员 021-28972077
zhenglu@htsc.com

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

相关研究

- 1《铁龙物流(600125,增持): 受益钢价、货运回暖, 业绩超预期》2017.04
- 2《铁龙物流(600125,增持): 业绩低点已至, 改革支撑估值》2017.03
- 3《铁龙物流(600125,增持): 联运标杆, 业绩拐点叠加改革预期》2017.01

股价走势图



资料来源: Wind

高增长, 高估值

铁龙物流(600125)

1H17 收入+76.5%, 归母净利润+45.5%, 业绩略超预期

铁龙公布 1H17 业绩, 营业收入同比增长 76.5%至 51.4 亿元, 毛利润同比增长 36.4%, 毛利率同比下滑 1.9 个百分点, 归母净利润同比增长 45.5%至 1.8 亿元。2Q 当季, 收入同比增长 103.7%, 环比增长 52.8%, 归母净利润同比增长 31.2%, 环比增长 8.3%。受益于钢铁行业和临港大宗运输的高景气度, 业绩增速略超此前预期。

钢价大涨贡献主要收入增量, 主要业务板块同时回暖

由于钢价基数在 2H16 有所提升, 铁路收入全年维持高增长但增速有所回落。上半年, 上游行业复苏拉动, 公司三大业务板块显著复苏。其中, 钢材的委托加工贸易业务量同比增 40.6%, 收入同比增 130.9%至 39.4 亿元, 占本期收入 76.7%, 钢铁量价齐升贡献主要收入增量。铁路货运及临港物流业务量同比增 37.1%, 收入增长 24.3%至 5.8 亿元, 占本期收入 11.2%。特种集装箱业务量同比增 38.1%, 收入受核算方式影响降低 19.0%至 5.3 亿, 主要为代收代付运费从收支端同时减少, 毛利率因此提高 8.1pp 至 22.7%。房地产、铁路客运和其他业务收入合计 0.9 亿元, 同比增 6.2%。

盈利能力维持稳定, 业绩高增长确定性强

行业需求拉动而非牺牲盈利能力, 业绩增长确定性高。上半年, 特种集装箱、铁路货运及临港物流、委托加工贸易业务毛利润分别 1.2/1.3/0.5 亿元, 分别增长 26.3%/44.3%/139.7%, 公司合计毛利润 3.4 亿元, 同比增长 36.3%。特箱业务投放基本完成, 由于干散箱占比提升, 单箱盈利略有下降, 毛利润增长低于规模增长。铁路货运及临港物流业务经营杠杆高, 毛利润增速高于业务量增长。委托加工贸易单吨盈利显著提升, 毛利润基本维持稳定。主要服务的大宗商品行业需求大幅下行可能性不高, 全年业绩高增长确定性高。

铁路改革潜在标, 较高估值包含预期, 下调至“中性”

公司业绩有较高增长, 但目前估值较高。估值更多反应了市场对公司作为铁路改革潜在标的的预期。从下半年开始, 铁总高层公开接触、邀请知名企业参与铁路混改, 铁路改革迈出实质步伐的预期逐渐升温, 但目前并未有明确改革方案出台, 存在较大不确定性。自我们 2017/5/2 日报告推荐以来, 公司股价已达到我们当初目标价区间。本期业绩超预期, 上调公司 2017-19 年业绩预测至 3.44/3.64/3.92 亿元 (前值: 3.22/3.53/3.77 亿元), 但考虑基于最新业绩预测的 2017 年估值已达到 49 倍, 为我们认为的合理估值上限, 因此下调评级至“中性”, 目标价 12.3-12.5 元。

风险提示: 铁路改革不及预期, 钢价快速下跌, 大宗商品需求不及预期。

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)	6.60-13.62
总市值 (百万元)	16,880
总资产 (百万元)	7,792
每股净资产 (元)	3.91

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	6,316	6,312	11,084	12,291	13,100
+/-%	6.95	(0.06)	75.59	10.89	6.58
归属母公司净利润 (百万元)	281.12	241.56	344.12	364.14	392.02
+/-%	(17.72)	(14.07)	42.46	5.82	7.66
EPS (元, 最新摊薄)	0.22	0.19	0.26	0.28	0.30
PE (倍)	60.05	69.88	49.05	46.36	43.06

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 公司主要业务板块业务量当期同比增速

	铁路特种集装箱业务	铁路货运及临港物流	委托加工贸易
1H15	2%	-14%	393%
2H15	1%	-19%	-7%
1H16	15%	-4%	-10%
2H16	39%	11%	2%
1H17	38%	37%	41%

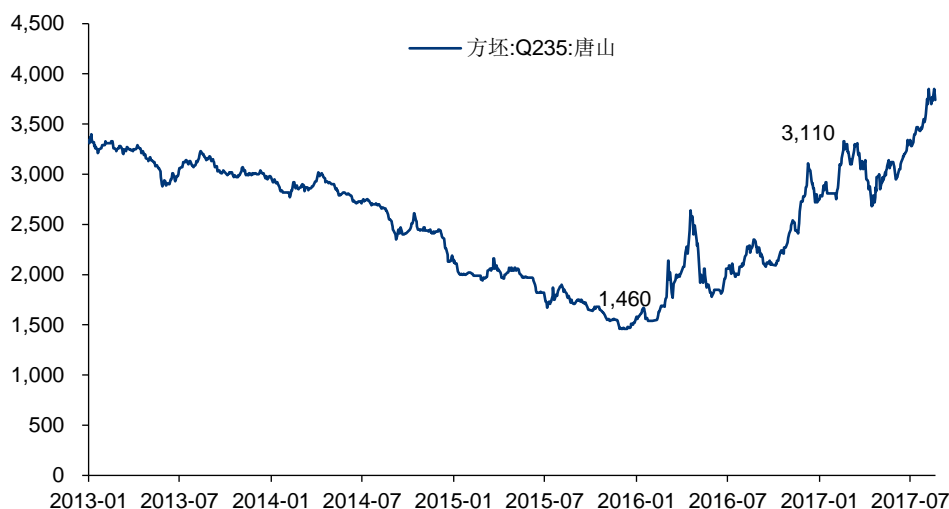
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表2: 业务板块收入、毛利润、毛利率(百万元)

	1H17 营业收入	1H16 营业收入	yoy	1H17 毛利率	1H16 毛利率	yoy	1H17 毛利润	1H16 毛利润	yoy
特种集装箱	527.8	651.6	-19.0%	22.7%	14.5%	8.1%	119.6	94.7	26.3%
铁路货运及临港物流	578.3	465.4	24.3%	22.8%	19.6%	3.2%	131.8	91.4	44.3%
委托加工贸易	3,939.3	1,705.8	130.9%	1.4%	1.3%	0.1%	54.0	22.5	139.7%
铁路客运	28.0	36.1	-22.2%	59.9%	69.8%	-9.9%	16.8	25.2	-33.3%
房地产	48.1	36.0	33.8%	18.7%	20.8%	-2.2%	9.0	7.5	19.8%
其他	17.3	16.0	8.1%	30.2%	32.5%	-2.4%	5.2	5.2	0.2%
合计	5,139	2,911	76.5%	6.5%	8.5%	-1.9%	336.1	246.5	36.3%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

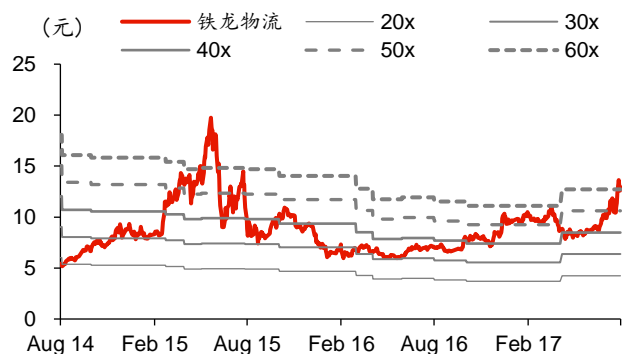
图表3: 国内钢胚价格(元/吨)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

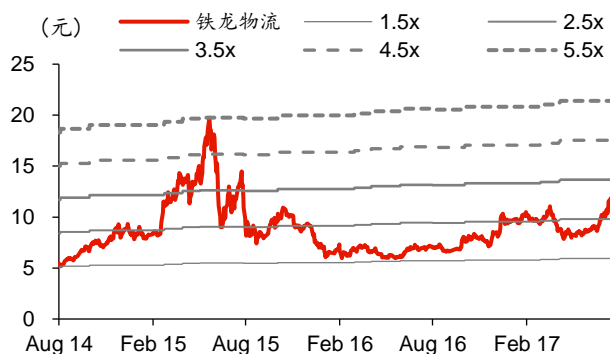
PE/PB - Bands

图表4: 铁龙物流历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: 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)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	4,564	4,277	6,991	7,734	8,132
现金	1,035	768.04	1,528	1,734	1,749
应收账款	80.64	93.35	147.51	147.22	149.06
其他应收账款	111.07	49.74	87.34	96.85	103.23
预付账款	456.81	397.06	426.94	412.00	419.47
存货	2,335	2,688	4,520	5,015	5,346
其他流动资产	545.53	281.24	280.96	328.82	365.64
非流动资产	2,996	3,229	3,227	3,302	3,177
长期投资	66.72	65.51	65.51	65.51	65.51
固定投资	2,348	2,494	2,607	2,736	2,639
无形资产	122.76	408.33	408.33	408.33	408.33
其他非流动资产	458.56	260.89	146.63	91.26	63.40
资产总计	7,560	7,507	10,218	11,036	11,309
流动负债	1,889	1,605	4,060	5,216	5,216
短期借款	0.00	0.00	1,507	1,316	1,257
应付账款	362.01	326.14	291.52	326.56	314.74
其他流动负债	1,527	1,279	2,261	3,574	3,645
非流动负债	787.23	867.03	858.96	267.48	266.28
长期借款	0.00	80.00	80.00	80.00	80.00
其他非流动负债	787.23	787.03	778.96	187.48	186.28
负债合计	2,676	2,472	4,919	5,484	5,483
少数股东权益	21.46	22.13	21.94	21.91	22.19
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	3,399	3,549	3,814	4,067	4,341
归属母公司股	4,862	5,012	5,278	5,530	5,804
负债和股东权益	7,560	7,507	10,218	11,036	11,309

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	422.72	468.48	(502.14)	843.19	915.22
净利润	280.46	242.23	343.93	364.11	392.30
折旧摊销	164.43	188.96	213.93	241.97	263.59
财务费用	42.36	33.16	6.44	19.80	13.20
投资损失	(25.94)	(20.96)	(22.84)	(24.89)	(27.12)
营运资金变动	(49.63)	18.10	(1,065)	232.87	271.56
其他经营现金	11.05	6.99	21.67	9.32	1.69
投资活动现金	(639.40)	54.81	(190.00)	(291.25)	(111.03)
资本支出	253.73	281.70	213.98	315.57	138.43
长期投资	13.94	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(371.72)	336.51	23.98	24.32	27.40
筹资活动现金	509.29	(813.76)	1,452	(345.38)	(789.17)
短期借款	0.00	0.00	1,507	(191.91)	(58.78)
长期借款	0.00	80.00	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	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	509.29	(893.76)	(55.75)	(153.47)	(730.39)
现金净增加额	292.62	(290.47)	759.58	206.56	15.02

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	6,316	6,312	11,084	12,291	13,100
营业成本	5,792	5,826	10,457	11,602	12,366
营业税金及附加	20.22	9.63	20.58	22.82	24.32
营业费用	40.58	48.37	55.42	61.45	65.50
管理费用	86.79	101.94	105.30	116.76	124.45
财务费用	42.36	33.16	6.44	19.80	13.20
资产减值损失	1.60	1.38	15.50	16.00	17.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	25.94	20.96	22.84	24.89	27.12
营业利润	358.06	313.32	446.17	476.80	516.29
营业外收入	23.60	17.76	24.28	21.88	21.31
营业外支出	7.52	1.44	3.16	3.29	3.85
利润总额	374.14	329.64	467.29	495.39	533.75
所得税	93.68	87.41	123.37	131.28	141.44
净利润	280.46	242.23	343.93	364.11	392.30
少数股东损益	(0.66)	0.67	(0.19)	(0.02)	0.28
归属母公司净利润	281.12	241.56	344.12	364.14	392.02
EBITDA	564.84	535.44	666.54	738.58	793.08
EPS (元)	0.22	0.19	0.26	0.28	0.30

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	6.95	(0.06)	75.59	10.89	6.58
营业利润	(13.96)	(12.49)	42.40	6.87	8.28
归属母公司净利润	(17.72)	(14.07)	42.46	5.82	7.66
获利能力 (%)					
毛利率	8.29	7.71	5.65	5.60	5.60
净利率	4.45	3.83	3.10	2.96	2.99
ROE	5.78	4.82	6.52	6.58	6.75
ROIC	5.62	5.04	5.47	6.16	7.04
偿债能力					
资产负债率 (%)	35.40	32.94	48.13	49.69	48.48
净负债比率 (%)	27.98	3.24	32.28	36.34	24.38
流动比率	2.42	2.66	1.72	1.48	1.56
速动比率	1.18	0.99	0.61	0.52	0.53
营运能力					
总资产周转率	0.89	0.84	1.25	1.16	1.17
应收账款周转率	63.48	59.57	75.57	68.48	72.60
应付账款周转率	21.12	16.93	33.86	37.54	38.57
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.22	0.19	0.26	0.28	0.30
每股经营现金流(最新摊薄)	0.32	0.36	(0.38)	0.65	0.70
每股净资产(最新摊薄)	3.72	3.84	4.04	4.24	4.45
估值比率					
PE (倍)	60.05	69.88	49.05	46.36	43.06
PB (倍)	3.47	3.37	3.20	3.05	2.91
EV_EBITDA (倍)	29.63	31.26	25.11	22.66	21.11

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、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