

铁龙物流 (600125)

证券研究报告

2024年08月05日

铁路市场化改革，特种箱业务高增长

铁路市场化改革，释放制度红利

铁路市场化改革，铁路货运的增长潜力较大。高铁主导铁路客运后，非高铁线路的货运能力大大增强。中共中央、国务院《关于全面推进美丽中国建设的意见》要求：到2035年，铁路货运周转量占总周转量比例达到25%左右，而2023年仅为14.7%。二十届三中全会《决定》要求：推进能源、铁路等行业自然垄断环节独立运营和竞争性环节市场化改革。铁路货运市场化改革，有助于降低交易成本、吸引更多货物，释放制度红利。

主动发掘需求，特种箱业务高增长

铁龙物流积极开拓特种箱业务，保有量和发送量持续增长，带动收入和利润较快增长。2018-2023年，铁路特种箱业务收入年化增速8%，毛利润年化增速14%，毛利率累计提升6个百分点。罐箱价值更高，发送量占比上升带动单箱利润上升；罐箱周转速度加快，意味着需求较好、运价较高，带动特种箱业务毛利率上升。铁龙物流立足发展特种箱装备谱系化，加大各类铁路特种箱的投资投放，聚焦千万级白货细分市场开发，未来特种箱保有量和发运量有望继续较快增长。

“公转铁”推动铁路货运份额上升

“公转铁”推动铁路货运份额上升，但是也面临价格竞争的压力。铁龙物流依托沙鲛铁路开展铁路货运和临港物流业务。2006-2016年铁路货运份额下降，铁龙物流的货运量随运输需求、铁路运能扩张波动。2017-2020年“公转铁”政策，推动营口港的铁路货运份额从2016年的11%，回升到2020年的28%。2018年开始“承运清算”，进一步推动铁龙物流的铁路货运收入和毛利增长。但是铁路货运面临公路运输的竞争，当运输需求下滑时，铁龙物流的货运收入和毛利也下滑。

盈利预测与目标价

2024-2026年铁龙物流的盈利有望持续较快增长。铁路特种箱业务积极购置集装箱、结构改善、周转加快，带动盈利较快增长；铁路货运和临港物流业务可能继续下滑。预测2024-26年EPS为0.41、0.45、0.53元，同比增长13%、12%、17%。综合AE估值法和可比公司2024年Wind一致预期PE，给予目标价7.45元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：大宗散货运输需求下降风险，特种箱减值风险，铁路行业政策变化风险，地产项目存货跌价风险，供应链管理业务客户集中度过高风险

投资评级

行业	交通运输/铁路公路
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	6.04元
目标价格	7.45元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,305.52
流通A股股本(百万股)	1,305.52
A股总市值(百万元)	7,885.35
流通A股市值(百万元)	7,885.35
每股净资产(元)	5.56
资产负债率(%)	26.46
一年内最高/最低(元)	6.77/4.80

作者

陈金海 分析师
SAC执业证书编号：S1110521060001
chenjinhai@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《铁龙物流-年报点评报告:年报符合预期，关注铁改弹性》2019-03-29
- 《铁龙物流-季报点评:利润增长较快，长期看好公转铁趋势》2018-10-25
- 《铁龙物流-半年报点评:铁路中的高增长，看好全年业绩放量！》2018-08-30

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12,002.10	14,693.13	14,977.23	15,223.47	15,965.38
增长率(%)	(32.93)	22.42	1.93	1.64	4.87
EBITDA(百万元)	1,028.30	1,023.06	1,162.04	1,271.32	1,432.45
归属母公司净利润(百万元)	337.49	470.78	529.71	591.22	690.97
增长率(%)	0.05	39.49	12.52	11.61	16.87
EPS(元/股)	0.26	0.36	0.41	0.45	0.53
市盈率(P/E)	23.36	16.75	14.89	13.34	11.41
市净率(P/B)	1.18	1.12	1.07	1.01	0.95
市销率(P/S)	0.66	0.54	0.53	0.52	0.49
EV/EBITDA	5.86	6.77	5.44	4.81	3.80

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 铁路特种箱运输，享受改革红利	4
1.1. 铁路特种集装箱物流企业	4
1.2. 规模增长，业务结构优化	5
1.3. 铁路市场化改革带来红利	6
2. 主动发掘需求，特种箱业务高增长	7
2.1. 铁路特种箱业务快速增长	7
2.2. 铁路特种箱的收费和成本稳定	9
2.3. 罐箱周转加快，毛利率上升	9
3. “公转铁”推动铁路货运份额上升	10
3.1. 铁路货运及临港物流业务波动	10
3.2. “公转铁”推动运量份额上升	11
3.3. 市场定价面临竞争压力	12
4. 供应链和房地产业务平稳发展	13
4.1. 供应链管理业务稳健经营	13
4.2. 房地产业务主动控制规模	14
5. 盈利预测与目标价	14
5.1. 预计盈利持续增长	14
5.2. 目标价	15
6. 风险提示	16

图表目录

图 1：铁龙物流股权结构图（截至 2024 年 3 月底）	4
图 2：2023 年铁龙物流的营业收入主要来自供应链管理	4
图 3：2023 年铁龙物流的毛利润主要来自铁路特种箱和铁路货运	4
图 4：铁龙物流主要业务的营业收入呈增长趋势	5
图 5：铁龙物流的铁路相关业务的毛利贡献上升	5
图 6：铁路特种集装箱和铁路货运及临港物流业务的毛利率较高	5
图 7：铁路特种集装箱业务的毛利润占比大幅上升	5
图 8：非高铁的客运量和旅客周转量占比都大幅下降	6
图 9：非高铁的客运量和旅客周转量都大幅下降	6
图 10：2023 年美国铁路货运公司的销售净利率多数高于中国	6
图 11：2023 年美国铁路货运公司的 ROIC 多数高于中国	6
图 12：铁龙物流的铁路特种箱业务营业收入增长	7
图 13：铁龙物流的铁路特种箱业务毛利润大幅增长	7
图 14：铁龙物流的特种箱以干散货箱和罐箱为主	8
图 15：铁龙物流的罐箱主要是不锈钢罐箱、液体罐箱	8
图 16：铁龙物流的特种箱发送量中主要是干散货箱	8
图 17：铁龙物流的罐箱发送量中主要是液体罐箱	8

图 18: 特种箱保有量增加, 导致“营业收入/保有量”下滑	9
图 19: 业务拓展导致“营业收入/发运量”下滑	9
图 20: 铁龙物流 2022-23 年毛利率上涨, 主要来自特种箱业务	10
图 21: 特种箱业务毛利率上升, 伴随着罐箱周转次数明显上升	10
图 22: 特种箱业务单箱毛利上升, 伴随着罐箱发送量占比上升	10
图 23: 2023 年罐箱价格远远高于标准箱价格	10
图 24: 铁路货运及临港业务到发量变化	11
图 25: 铁路货运及临港业务的营业收入和毛利润波动	11
图 26: 2018 年以来, 辽宁省的铁路货运量份额上升	12
图 27: 2017-2020 年, 铁龙物流发运量/营口港吞吐量上升	12
图 28: 2018 年以来, 铁路货运与临港物流的单吨收入下滑	13
图 29: 2018 年以来, 铁路货运与临港物流的单吨毛利下滑	13
图 30: 供应链管理业务的营业收入趋于稳定	13
图 31: 供应链管理业务的毛利润趋于稳定	13
图 32: 房地产业务的营业收入下降	14
图 33: 房地产业务的毛利润下降	14
表 1: 铁路货运定价从政府定价到政府指导价, 再到市场定价	12
表 2: 铁龙物流主要房地产开发项目的销售情况 (截止 2023 年底)	14
表 3: 铁龙物流的核心财务指标预测	15
表 4: 铁龙物流的贴现率核心假设	15
表 5: 铁龙物流的超额利润与贴现值	16
表 6: 铁龙物流的可比公司 2024 年 Wind 一致预期 EPS 和估值	16

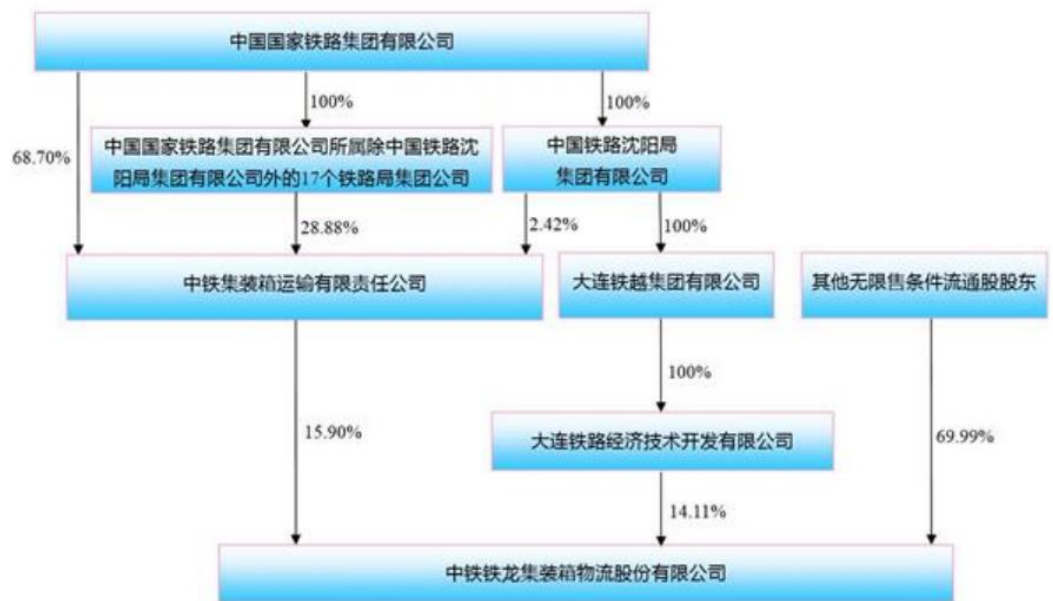
1. 铁路特种箱运输，享受改革红利

铁龙物流是经营铁路特种集装箱、铁路货运与临港物流等业务的央企。2014 年以来，铁龙物流的收入和毛利润规模呈增长趋势，业务结构不断优化，铁路主业利润占比上升。高铁分流客运后，铁路货运的发展潜力较大。国铁集团的新一轮货运改革已经开始，有望释放制度红利。铁龙物流以特种箱谱系化发展为主线，明确了特箱“十四五”时期发展总体目标、主要任务和保障措施，加快建设成世界一流的现代物流企业。

1.1. 铁路特种集装箱物流企业

铁龙物流是一家依托于铁路运输系统的大型现代化物流运输企业，实际控制人为国铁集团。铁龙物流于 1993 年 2 月经大连市经济体制改革委员会批准，由原大连铁路分局、大连铁路经济技术开发总公司等五家发起人共同发起成立，1998 年 4 月在上海证券交易所上市，是中国铁路系统首家铁路 A 股上市公司。

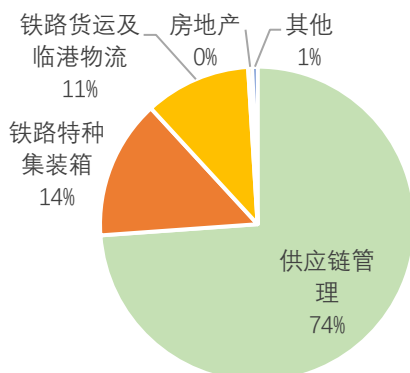
图 1：铁龙物流股权结构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：Wind，天风证券研究所

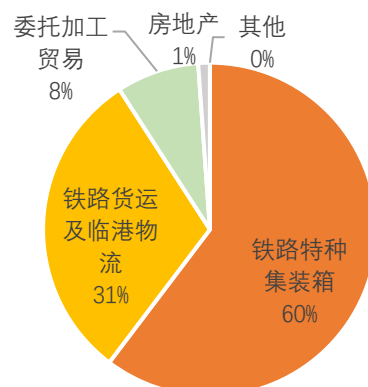
铁龙物流的业务涵盖铁路特种集装箱业务、铁路货运及临港物流业务、供应链管理业务、房地产业务等。2005 年，铁龙物流收购连接哈大铁路干线沙岗站与营口鲅鱼圈港的沙鲅铁路支线，开展铁路货运及仓储、短途运输等物流延伸业务；2006 年，铁龙物流收购集装箱公司全部铁路特种集装箱资产及业务，开始经营铁路特种集装箱运输物流业务，并逐步成为公司的战略性核心业务板块；2014 年以来，铁龙物流利用长期经营物流供应链的优势积累，开始开展以钢材为主的委托加工贸易业务，规模稳步提升。

图 2：2023 年铁龙物流的营业收入主要来自供应链管理



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：2023 年铁龙物流的毛利润主要来自铁路特种箱和铁路货运



资料来源：Wind，天风证券研究所

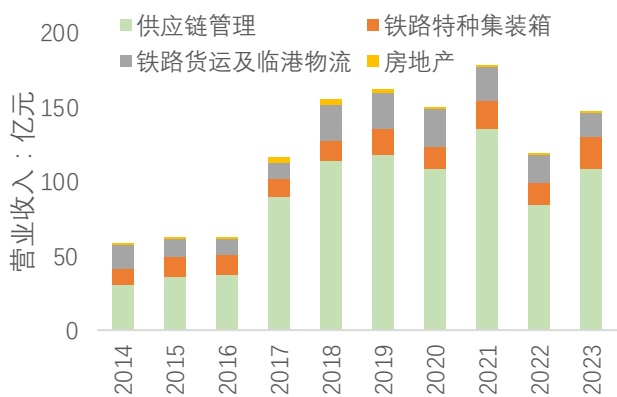
铁龙物流是中国全面经营铁路特种集装箱资产及业务的重要主体。同普通集装箱相比，特种集装箱具有许多优势，比如无包装运输、专货专箱、专箱专用等特点，大幅降低了客户的成本，并可以根据不同的客户需求、不同的货源特点，进行有针对性的物流方案设计和产品开发，为客户提供差异化的服务和产品，最大限度地满足客户需要，客户资源稳定。

铁龙物流的两大战略核心板块在稳定大宗物资运输基本盘的基础上，立足铁路白货运输主战场开展专项攻坚，着力推动特箱谱系化发展，持续拓展沙鲛铁路货源市场，在新箱型研发创新与市场运用上取得新成效，在主业建设上持续实现新突破，有效放大了特种箱资产规模、做大了专业物流市场规模、巩固了区域多式联运物流枢纽地位，实现了经营质的有效提升和量的合理增长，稳健支撑公司迈入了新的发展阶段。

1.2. 规模增长，业务结构优化

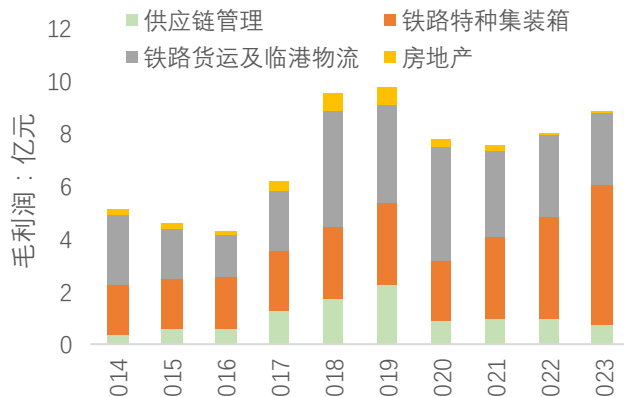
铁龙物流的收入和毛利润规模呈增长趋势。铁龙物流的主营业务板块包括铁路特种集装箱业务、铁路货运及临港物流业务、供应链管理业务、铁路客运业务、房地产业务及其他业务。供应链管理业务的收入水平及占比均呈较大波动；铁路特种集装箱业务、铁路货运水平基本保持稳定。铁路货运清算政策的变化，加大沙鲛铁路区域货源营销及港口的互利合作，导致铁路货运及临港物流业务毛利润占比波动。房地产业务收入和毛利润都出现萎缩。

图 4：铁龙物流主要业务的营业收入呈增长趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

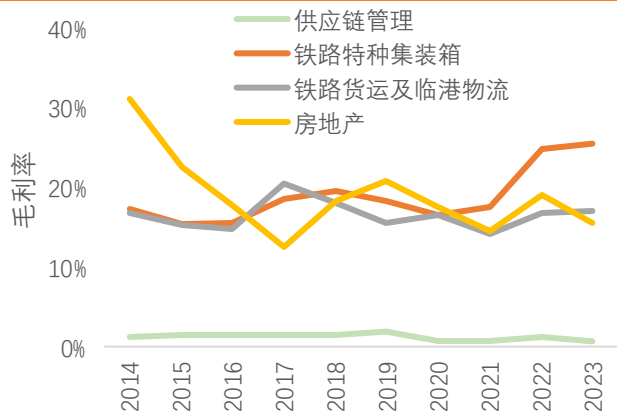
图 5：铁龙物流的铁路相关业务的毛利贡献上升



资料来源：Wind，天风证券研究所

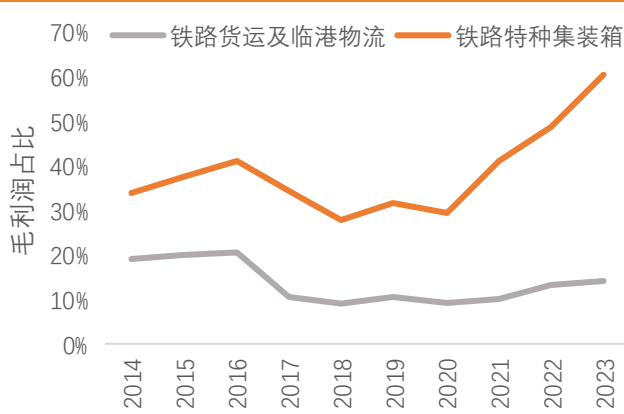
铁龙物流的业务结构优化，铁路主业利润占比上升。铁路特种集装箱业务和铁路货运及临港物流业务的毛利率较高，铁路特种集装箱业务的毛利润占比大幅提高。这与铁龙物流深化特箱供给侧改革、加大铁路特种箱的投资投放有关。2023 年特种箱保有量突破了 11.3 万只，比年初增长 8.7%。特种箱资产结构不断优化，以框架式卷钢箱为代表的新箱型稳健放量，推进大容积装备产品的替代升级，特箱发送量、经营效益均创历史新高。

图 6：铁路特种集装箱和铁路货运及临港物流业务的毛利率较高



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：铁路特种集装箱业务的毛利润占比大幅上升



资料来源：Wind，天风证券研究所

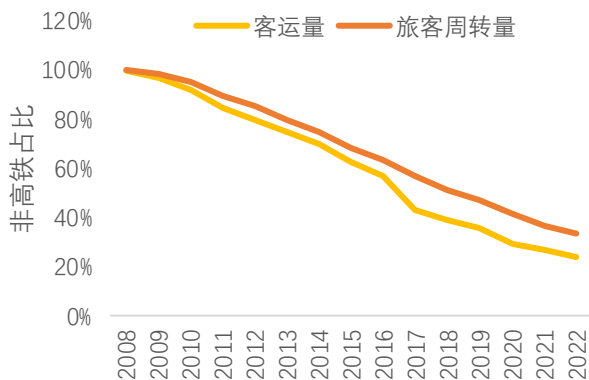
铁龙物流加强市场开发，探索临港物流发展新思路。在腹地经济增速偏低的影响下，铁龙物流主动求变，创新开展管内运输新模式，有效降低综合物流成本，实现了大宗货源短途

运输“公转铁”。铁龙物流主动融入东北腹地货源市场开发，在粮食、钢材等重要品类上不断寻求到达货源增量，成功开发了本钢到沙鲮铁路卷钢箱直达班列，不断探索临港物流创新发展的新思路，在逆境中彰显了发展韧性。

1.3. 铁路市场化改革带来红利

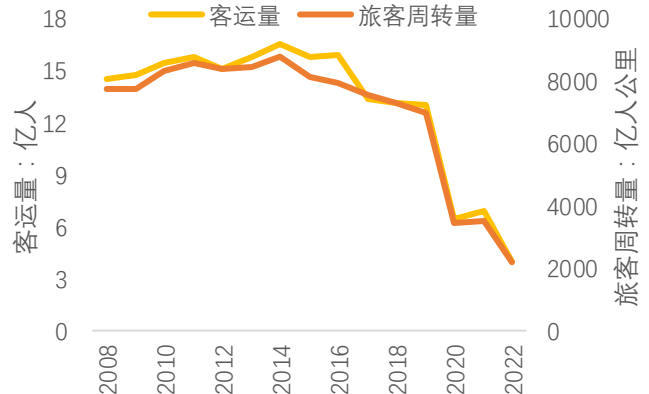
高铁分流客运后，铁路货运的发展潜力较大。随着高铁发展，高铁客运量占比大幅上升，非高铁的客运量及其占比都大幅下降。意味着普铁线路的货运能力大幅上升，未来货运增长潜力较大。2023 年铁路货运周转量占比 14.7%，2023 年 12 月中共中央、国务院发布的《关于全面推进美丽中国建设的意见》要求：到 2035 年，铁路货运周转量占总周转量比例达到 25% 左右。这种潜力的释放，需要铁路货运市场化改革。

图 8：非高铁的客运量和旅客周转量占比都大幅下降



资料来源：Wind，天风证券研究所

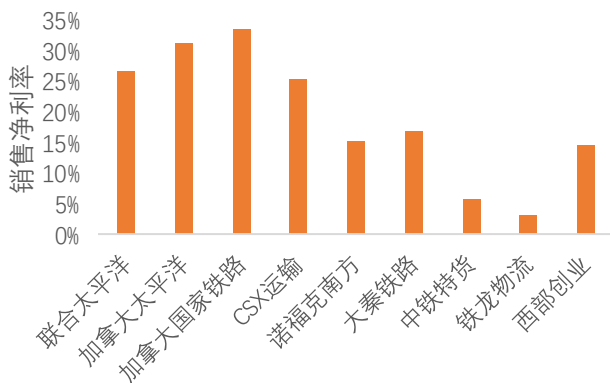
图 9：非高铁的客运量和旅客周转量都大幅下降



资料来源：Wind，天风证券研究所

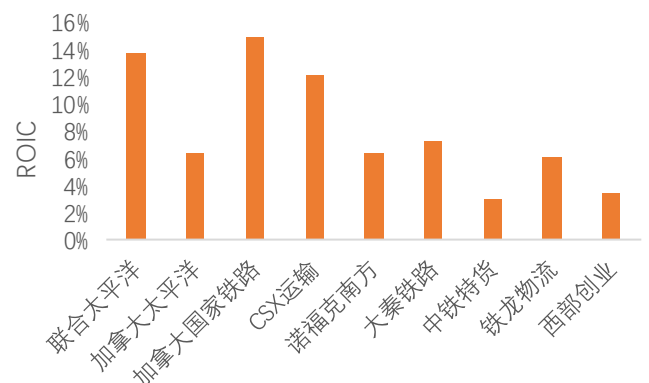
中国铁路货运公司的盈利能力改善空间较大。2023 年美国主要铁路货运上市公司的销售净利率和 ROIC 水平都较高，多数高于中国；而 2010 年之前，大秦铁路和铁龙物流的销售净利率、ROIC 水平还高于多数美国铁路货运上市公司。我们认为，如果未来中国铁路货运改革顺利推进，国内铁路货运公司的盈利能力或有较大提升空间。

图 10：2023 年美国铁路货运公司的销售净利率多数高于中国



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：2023 年美国铁路货运公司的 ROIC 多数高于中国



资料来源：Wind，天风证券研究所

国家高度重视铁路市场改革。2024 年 7 月，二十届三中全会《决定》提出：推进能源、铁路等行业自然垄断环节独立运营和竞争性环节市场化改革，健全监管体制机制。国铁集团的新一轮货运改革已经开始，以各铁路局为经营主体的行业格局将被强化，新规则新机制即将建立。国铁集团深化运输供给侧结构性改革，加快推动铁路货运向现代物流转型，大力推进货运增量提质；全面优化路网能力利用和运输组织，提升运输组织效率效益，进一步推动铁路运输提质增效创效。

国铁集团主动对接服务国家重大战略，展开了新一轮的货运改革。一方面，加快推动铁路货运向现代物流转型，扎实推进现代物流组织体系建设，建立物流中心运行机制，实现物流资源统一利用、业务统一管理、市场统一开发；大力开展物流总包和合同制运输，稳定

客户预期，加快构建以铁路为骨干的现代物流体系。另一方面，大力推进货运增量提质，按照巩固大宗、做好批量的思路，积极开展“总对总”战略合作，推动国家“公转铁”政策落地，加快推进铁路专用线建设，巩固大宗货物基本盘；扩大班列开行范围，打造高铁快运、多联快车、铁海快线等品牌，增强铁路在高附加值货物运输市场的竞争力。

铁龙物流以加强战略顶层设计为支撑，主动对标国铁集团构建六个现代化战略部署，融入和支撑铁路货运物流发展新格局，经过系统调研、科学论证形成了公司特种箱业务未来三年规划。《规划》以推动铁路特种箱高质量发展为主题，以特种箱谱系化发展为主线，明确了特箱“十四五”时期发展总体目标、主要任务和保障措施，确定了特箱业务发展思路，为公司加快建设世界一流的现代物流企业，提供了清晰的目标任务和具体可行的实施路径。

铁龙物流健全和完善考核激励机制。强化内外监督制衡，用制度规范职能部门和经营单位的考核；健全公司治理结构，完善薪酬考核激励机制，激发企业内部动能；建立干部上下交流和挂职锻炼机制，有效形成岗位晋升与职位晋升双通道发展道路；聘请专业团队对激励体系建设进行咨询，以增量创效为原则，出台新的激励办法，完善市场化激励机制和人才队伍建设。

2. 主动发掘需求，特种箱业务高增长

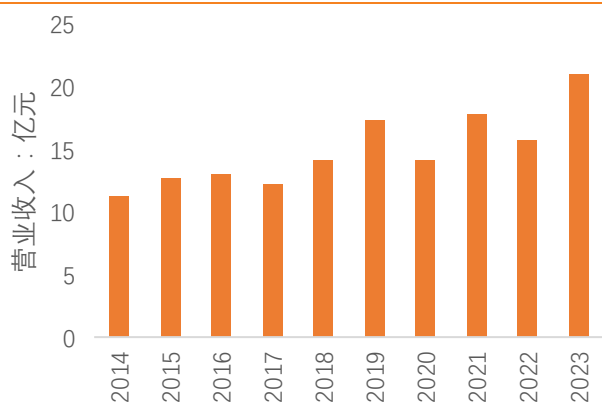
铁龙物流积极开拓特种箱业务，保有量和发送量持续增长，带动收入和利润较快增长。2018-2023年，特种箱业务收入年化增速8%，毛利润年化增速14%，毛利率累计提升6个百分点。罐箱价值更高，发送量占比上升带动单箱利润上升；罐箱周转速度加快，意味着需求较好、运价较高，带动特种箱业务毛利率上升。铁龙物流立足发展特种箱装备谱系化，加大各类铁路特种箱的投资投放，聚焦千万级白货细分市场开发，未来特种箱保有量和发运量有望继续增长。

2.1. 铁路特种箱业务快速增长

铁路特种集装箱业务是铁龙物流的核心业务之一。2006年1月，按照原铁道部《关于出售特种箱有关问题的批复》（铁政法函【2005】997号），铁龙物流收购集装箱公司全部铁路特种集装箱资产及业务，作为铁路特种箱的所有权人，负责经营铁路特种箱业务，并负责铁路特种箱的购置、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。铁龙物流运营的铁路特种集装箱主要包括各类干散货集装箱、各类罐式集装箱、冷藏箱、卷钢箱等。

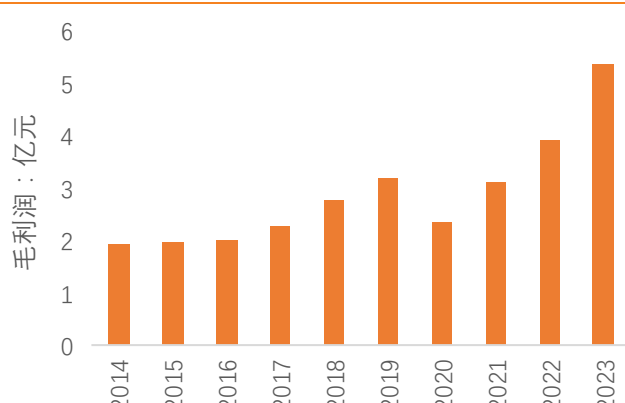
特种箱业务不断调整优化，利润占比上升。铁龙物流根据市场需求不断优化特种箱结构、增大规模、拓展全程物流，铁路特种集装箱业务的利润占比不断提高。2016年，铁龙物流对特种箱业务板块进行重组，成立了特种箱事业部，构建了以专业公司和区域公司相结合的业务结构。铁龙物流在特种箱事业部以下设立5个专业经营公司，按照干散货、化工品及葡萄汁、冷藏箱、沥青、植物油细分市场进行划分，并由特种箱事业部统一进行管理。

图 12：铁龙物流的铁路特种箱业务营业收入增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：铁龙物流的铁路特种箱业务毛利润大幅增长

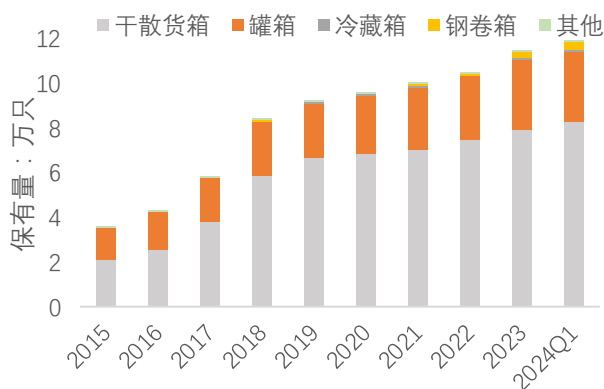


资料来源：Wind，天风证券研究所

铁龙物流主要发送特种箱为干散货箱、不锈钢罐箱、框架式罐箱及水泥罐箱，且以干散货箱为主。干散货箱运输货物品类广泛，主要包括煤炭、硫磺、磷肥、水泥熟料、粮食、氧化铝、电解铝、铁矿石等。由于干散货箱办理站点多，凡是 20 英尺和 40 英尺通用集装箱办理站和具备散堆装货物装卸条件的车站、专用线和专用铁路均可方便办理，业务范围遍及南宁局、上海局、呼和局、沈阳局、西安局、昆明局等多个铁路局，且兼有机械化装卸及集装化运输的优势和敞车的优点，成为公司主要发送特种箱。

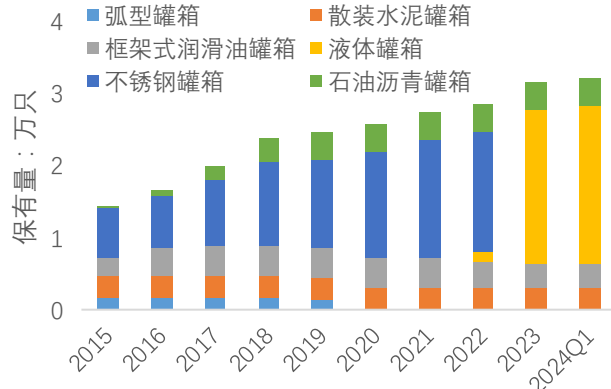
罐箱专用性强，对安全性、密封性要求较高，具有“专箱专用”的特点，因此种类繁多。其中，水泥罐箱主要运输水泥、粉煤灰，由于公路散装水泥运输受公路治超等因素影响导致成本不断上升，而水泥罐箱具备密封良好、低污染、装卸速度快等特点，具有较大的需求前景，2015 年来发送量保持较高水平；不锈钢罐箱、框架式罐箱主要用于运输流质液体，如乙二醇、BDO、重油蜡油、葡萄汁、植物油等，发送量显著提高。

图 14：铁龙物流的特种箱以干散货箱和罐箱为主



资料来源：Wind，天风证券研究所

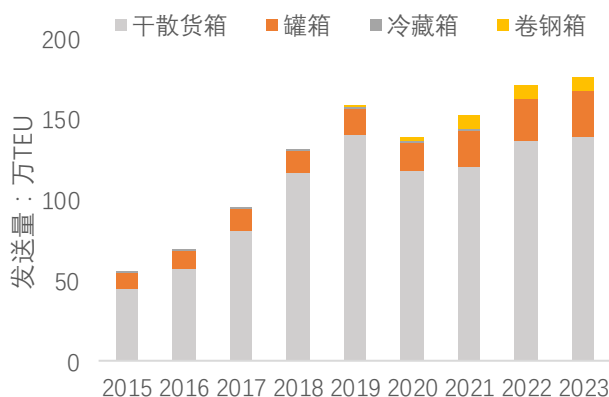
图 15：铁龙物流的罐箱主要是不锈钢罐箱、液体罐箱



资料来源：Wind，天风证券研究所

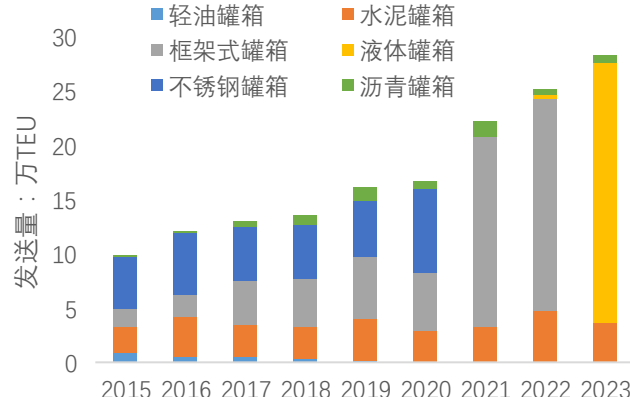
铁龙物流开发白货市场、投放特种箱，实现业务大幅增长。铁龙物流通过扩大特种箱资产规模、注重白货市场的开发、做大专业物流和全程物流规模，实现铁路特种集装箱业务收入的较大幅度增长。铁龙物流立足发展特种箱装备谱系化，以深化特箱供给侧改革为投资主线加大各类铁路特种箱的投资投放，满足白货入箱需求，同时聚焦千万级白货细分市场开发，大力开展白货运输上量攻坚。

图 16：铁龙物流的特种箱发送量中主要是干散货箱



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：铁龙物流的罐箱发送量中主要是液体罐箱



资料来源：Wind，天风证券研究所

铁龙物流的特种箱保有量和运量有望继续增长。铁龙物流紧盯国铁改革目标，拓展与中铁多联公司箱型项目合作；拓展卷钢箱运用市场，卷钢箱保有量突破 3000 只；坚持“调研、研发、试运、储备、转化”发展路径，一手抓新箱型研发创新，一手抓新箱型市场开发，磷酸罐箱下线并投入铁路运输，丰富了低危品入箱品类；“罐改集”工作得到了相关铁路局集团公司的大力支持，为柴油入箱试运创造有利条件。

特种箱购置议案已经通过董事会审核。铁龙物流基于对未来一段时期的新箱需求拟定投资购箱计划。2022 年 9 月铁龙物流股东大会批准购置 2.7 万只特种箱。2024 年 4 月，铁

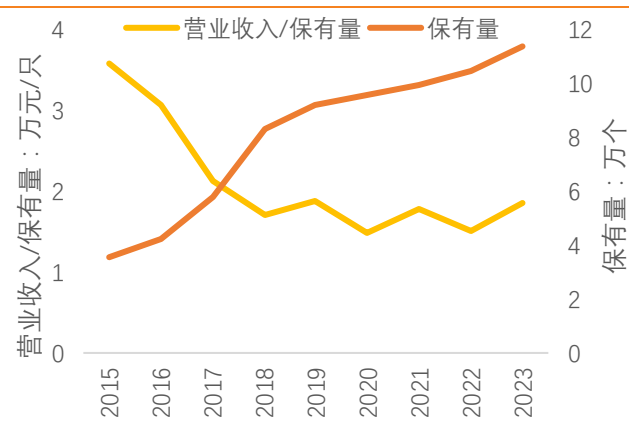
龙物流十届五次董事会审议通过了购置 3.49 万只特种箱的议案，2024 年 5 月股东大会审议通过。这批特种箱将根据市场和客户需求变化，及时调整购箱数量、种类及进度，有序投入经营使用。未来公司将根据市场的需求及变化，有序放大特种箱资产规模。

2.2. 铁路特种箱的收费和成本稳定

铁路特种集装箱运输及物流业务包括铁路运输和门到门运输。铁路特种集装箱的铁路线上经营业务，由托运人或发货地外运机构依照铁路运输计划的安排，填写铁路运单并办理托运交货、装箱、交付运输费用后，铁龙物流作为代理方进行发车准备并完成铁路线上运输，最终由收货人依据铁路货运单据到铁路系统指定地点进行货物验收及提取，特种集装箱使用费由货运办理站根据货票收取并上缴国铁集团后由国铁集团向公司结算。特种集装箱现代物流服务业务，即提供“门对门”的现代物流服务，特种箱现代物流服务业务环节除包括集装箱的铁路线上运输部分外，还包括客户开发、物流方案策划、门到门短途汽车运输等。

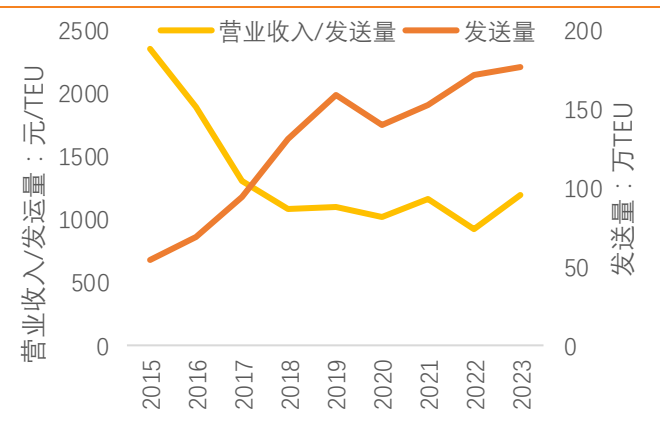
收费方面，铁龙物流向货主收取的特种集装箱使用费标准按照《铁路货物运价规则》及国铁集团有关规定执行，不同的集装箱适用费率不同。2015-2018 年，铁龙物流快速拓展业务，特种箱保有量和发运量都大幅增长，导致单箱收入明显下滑。2019 年开始，特种箱保有量和发运量增速放缓，单箱收入趋于稳定。我们认为，这是从高盈利货种向低盈利货种渗透、高盈利客户向低盈利客户渗透导致的。

图 18：特种箱保有量增加，导致“营业收入/保有量”下滑



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：业务拓展导致“营业收入/发运量”下滑



资料来源：Wind，天风证券研究所

运费收入结算清晰，账期较短。特种集装箱铁路线上经营业务部分，特种集装箱使用费由货运办理站根据货票收取并全部上缴国铁集团，由国铁集团在特种集装箱使用费基础上扣除 20% 的综合服务费后向公司清算。特种集装箱物流业务，公司主要通过预收运费的方式进行结算。对于部分与公司有长期稳定业务合作的客户，公司一般采用定期结算的方式，予以 1-2 个月的账期。

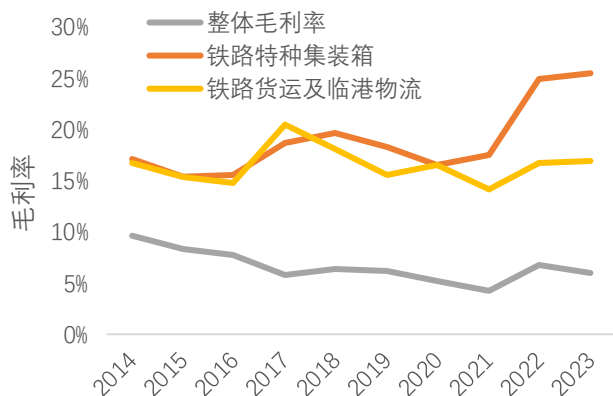
特种箱的铁路运输费用是使用费收入的 20%。铁龙物流根据与国铁集团签署的《铁路特种集装箱服务协议》，向国铁集团支付综合服务费用（特种箱使用费收入总额的 20%），同时承担与特种箱资产相关的折旧、维修费、运营管理费用、研发费用等。

2.3. 罐箱周转加快，毛利率上升

特种箱业务毛利率上升，伴随着罐箱周转次数上升。2021-2023 年铁龙物流毛利率大幅上升，主要是特种箱业务毛利率大幅上升带动的。而特种箱业务毛利率上升，与罐箱发送量占比上升、罐箱周转次数上升相关，这背后或许与铁龙物流创新完善定价体系、及时调整客户策略、巩固专业特色市场优势相关。

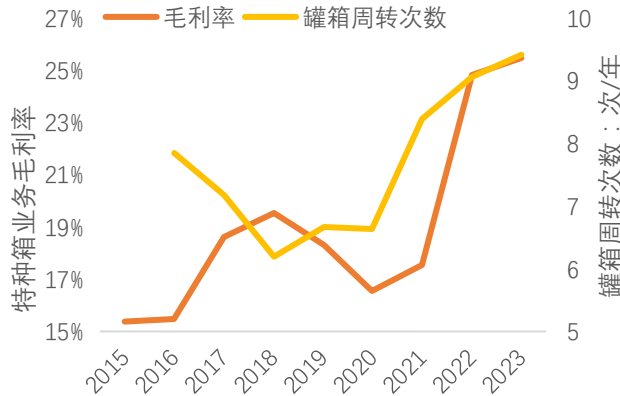
罐箱周转次数上升，意味着需求较好、运价较高。2021-2023 年，铁龙物流的罐箱发送量增速高于保有量增速，导致罐箱周转次数增加。罐箱周转速度加快，意味着需求较好，资产周转效率提高，运价也可能较高。

图 20：铁龙物流 2022-23 年毛利率上涨，主要来自特种箱业务



资料来源：Wind，天风证券研究所

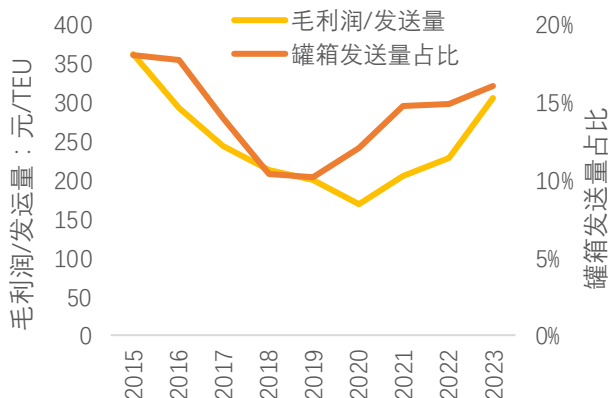
图 21：特种箱业务毛利率上升，伴随着罐箱周转次数明显上升



资料来源：Wind，天风证券研究所

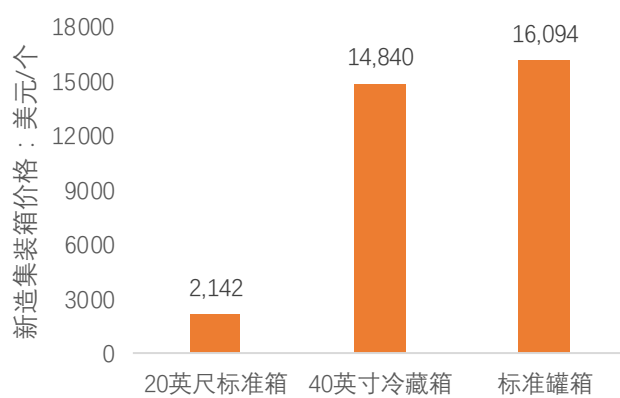
罐箱价值更高，单箱利润可能更高。2023 年罐箱价格远远高于标准干货箱价格，从资产回报率的角度看，罐箱的单箱利润应该高于干货箱。2021-2023 年，铁龙物流的罐箱发送量占比明显上升，单箱利润也明显上升。

图 22：特种箱业务单箱毛利上升，伴随着罐箱发送量占比上升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 23：2023 年罐箱价格远远高于标准箱价格



资料来源：Drewry，天风证券研究所

3. “公转铁”推动铁路货运份额上升

“公转铁”推动铁路货运份额上升，但是也面临价格竞争的压力。铁龙物流依托沙鲅铁路开展铁路货运和临港物流业务。2006-2016 年铁路货运份额下降，铁龙物流的货运量随运输需求、铁路运能扩张波动。2017-2020 年“公转铁”政策，推动营口港的铁路货运份额从 2016 年的 11%，回升到 2020 年的 28%。2018 年开始“承运清算”，进一步推动铁龙物流的铁路货运收入和毛利增长。但是铁路货运面临公路运输的竞争，当运输需求下滑时，铁龙物流的货运收入和毛利也下滑。

3.1. 铁路货运及临港物流业务波动

铁路货运及临港物流业务，包括在沙鲅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。铁路货运业务，是以铁路承运人的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，由沙鲅铁路分公司经营。临港物流业务，是对营口港和营口经济技术开发区各企业单位到发货物提供仓储、转运、装卸等各项业务，收取各项服务费用，由铁龙营口实业公司和铁龙冷链发展公司经营。

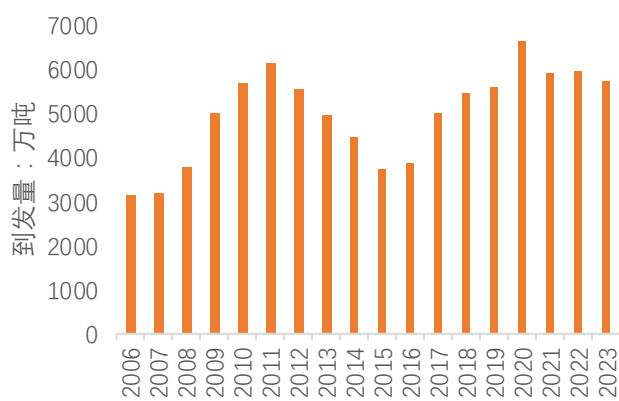
铁龙物流于 2005 年 10 月收购沙鲅铁路支线，之后两次扩能改造。截止 2017 年末，沙鲅铁路总里程为 162 公里（含专用线），区间长度为 14.4 公里，设计最高运行速度为 100 公里/小时。2008 年、2012 年对该铁路支线进行两次扩能改造，运能从 2400 万吨/年提升至 8500 万吨/年。铁龙物流投资建设的大连冷链物流基地于 2021 年投入实际运营。

临港物流业务由接卸钢材向多品类扩展。营口实业拥有 3 个现代化仓储物流基地，毗邻营口港及沈大高速公路，总面积 29.6 万平方米，主要从事东北各钢厂铁路运输钢材集港运输、仓储业务。近年来，营口实业以现有钢材仓储业务为依托，强力推进多元化业务的开展，接卸仓储产品由钢材向多品类扩展，先后开展了接卸集装箱、镁碳砖、大理石装卸等业务，极大的拓宽了经营范围。

铁路货运及临港业务到发量出现波动。2008-2011 年，营口港吞吐量增长、辽宁省煤炭和铁矿产量增长带动运输需求增长，沙鲅铁路严密组织、精细管理，多装多卸，生产能力得到最大发挥，促使运量增长。2012-2015 年，受到煤炭等大宗货物运输需求下降影响，到发量出现下滑。2017 年环渤海区域直接禁止柴油货车入港与公路治超力度加强，使得大量大宗能源商品重新由公路运输回到铁路运输，推动运量增长。2020 年，疫情防控影响人员流动和货车通行，部分公路运输货物转移到铁路运输。

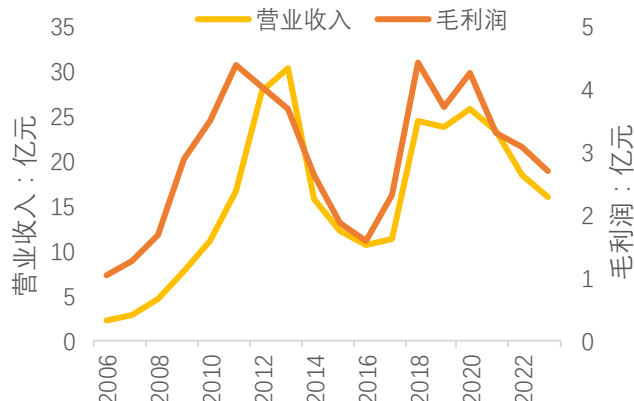
沙鲅铁路积极应对部分品类大宗物资运量下滑的不利局面，主动求变，加强与客户、港口和铁路局集团公司沟通协调，优化运输组织，创新开展管内运输新模式，通过简化流程、降低综合物流成本方式开发新项目，促进大宗货源短途运输“公转铁”。

图 24：铁路货运及临港业务到发量变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 25：铁路货运及临港业务的营业收入和毛利润波动



资料来源：Wind，天风证券研究所

铁路货运及临港业务收入和毛利润也随到发量波动。毛利润和到发量波动趋势比较吻合，但是 2012-2013 年营业收入和到发量出现背离，原因是成立营口国际物流贸易公司拓展物流代理和运贸一体化业务，带动平均单吨到发量对应的营业收入大幅增长。2021-2023 年运输需求下滑、单吨收入下降，导致营业收入减少。

2018 年实施“承运清算”促使收入和利润大幅增长。从 2018 年 1 月 1 日起，中国国家铁路集团有限公司开始实施新的《铁路货物运输进款清算办法(试行)》，按照新清算办法，铁路运输企业货物运输收入的清算方式由原来的“分段计算、管内归己，直通清算”改为以承运企业为核算主体的“承运清算”方式，即承运企业发送货物从货主收取的（货票）收入扣除铁路建设基金等项目后全部计入承运人收入，并向货物途经的其他铁路运输企业支付机车牵引、线路使用、车辆服务、到达服务、综合服务费用。在新清算办法执行后，按照全程运输距离确认运费收入，较大幅度提高铁龙物流铁路运输业务的收入及利润水平。

3.2. “公转铁”推动运量份额上升

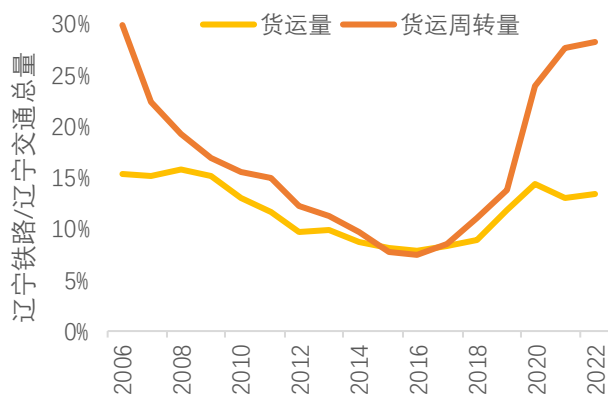
“公转铁”政策扭转铁路运量份额下滑趋势。铁路运能紧张、配套设施不健全、多式联运开展受限等导致铁路运量份额下降。在环保治理全面趋严及物流降费增效背景下，“汽车排放治理+运输结构调整+油价上涨”，助力铁路货运结构实现长期结构性改善。

2017 年 2 月，环保部联合国家发改委、能源局等发布《关于印发〈京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案〉的通知》，明确指出“大幅提升区域内铁路货运比例，加快推进港铁联运煤炭。9 月底前，天津、河北及环渤海所有集疏港煤炭主要由铁路运输，禁止环渤海港口接收柴油货车运输的集疏港煤炭”。

2018 年 9 月，国务院常务会议通过了《推进运输结构调整三年行动计划(2018-2020 年)》，

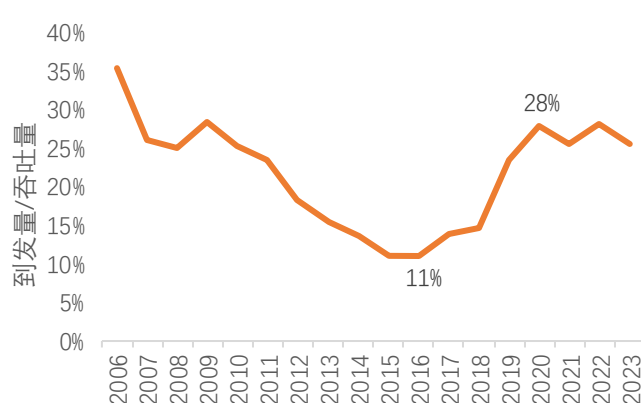
计划要求减少公路特别是大宗产品公路货运量，增加铁路运输量，提高沿海港口集装箱铁路集疏港比例；以京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原为主战场，以推进大宗货物运输“公转铁、公转水”为主攻方向。

图 26：2018 年以来，辽宁省的铁路货运量份额上升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 27：2017-2020 年，铁龙物流发运量/营口港吞吐量上升



资料来源：Wind，天风证券研究所

铁路运量份额仍有上升空间。一是总量偏低，整体结构不合理。据铁龙物流 2020 年债券募集说明书的数据，中国铁路集装箱运量仅占铁路货运量的 5.4%，远低于发达国家铁路 30%-40% 水平，铁路集装箱运输占沿海港口集疏运比例较低，比较优势尚未有效发挥。二是设施设备不足，协同衔接效应差。铁路集装箱数量少，专用场站、专用载运机具及衔接转运设施规模小，铁水、公铁衔接不顺畅，标准化和先进技术应用滞后。三是服务供给有待提升。市场供需对接不充分，运输组织方式较为传统，全程物流服务刚起步，时效性、便捷性不强。四是市场开放水平亟待提高。多式联运经营主体欠缺，标准规则不统一，信息开放共享不足，市场化改革仍需深化。如果这些问题解决，铁路运量份额有望上升。

3.3. 市场定价面临竞争压力

铁路货运价格，从政府定价到政府指导价、再到市场定价。2014 年，铁路货运价格从政府统一定价改为政府指导价，统一运价为上限；同年，部分货物实行市场调节价。2015 年，运价上浮不超过统一运价的 10%、下浮不限；2017 年，进一步放松为上浮不超过 15%、下浮不限。铁龙物流灵活实施市场化运价，加强跨局营销协调，尽最大努力增运上量。

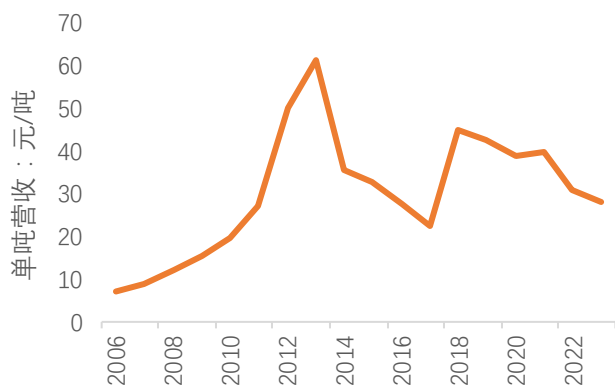
表 1：铁路货运定价从政府定价到政府指导价，再到市场定价

时间	文件	出台部门	定价规则
1990.02.28	《铁路货物运价规则》(铁运字【1990】33 号)	铁道部	
1990.09.07	《铁路法》	全国人大常委会	统一政府定价
2005.04.01	《铁路货物运价规则》(铁运【2005】46 号)	铁道部	
2013.08.09	《关于改革铁路投融资体制加快推进铁路建设的意见》(国发【2013】33 号)	国务院	由政府定价改为政府指导价
2014.01.30	《关于调整铁路货物运价有关问题的通知》(发改价格【2014】210 号)	国家发改委	政府指导价，以统一运价为上限
2014.12.23	《关于放开部分铁路运输产品价格的通知》(发改价格【2014】2928 号)	国家发改委	铁路散货快运价格、铁路包裹运输价格实行市场调节价
2015.01.29	《关于调整铁路货运价格、进一步完善价格形成机制的通知》(发改价格【2015】183 号)	国家发改委	政府指导价以统一运价为基础，上浮不超过 10%、下浮不限
2017.12.14	《关于深化铁路货运价格市场化改革等有关问题的通知》(发改价格【2017】2163 号)	国家发改委	以政府指导价以统一运价为基础，上浮不超过 15%、下浮不限
2018.12.29	关于进一步清理规范铁路货物运输相关收费的通知(发改价格【2018】1959 号)	国家发展改革委	深入清理规范地方政府收费合理降低地方铁路运价水平

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

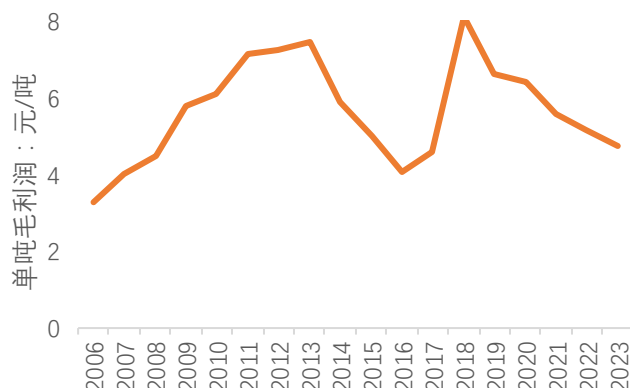
竞争压力导致 2018 年以来单吨收入和毛利下滑。铁路运输面临公路运输的竞争，价格是竞争的重要手段。2019 年沙鲮铁路积极应对区域市场货源下降和公路运输竞争等，采取以价保量等策略，实现了区域内大宗货物回流铁路。2020 年合理利用价格杠杆，稳固既有货源，承接新增货源、最大限度实现保量增收。2021-2023 年运量下滑，单吨收入和毛利润也随之下降。

图 28：2018 年以来，铁路货运与临港物流的单吨收入下滑



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 29：2018 年以来，铁路货运与临港物流的单吨毛利下滑



资料来源：Wind，天风证券研究所

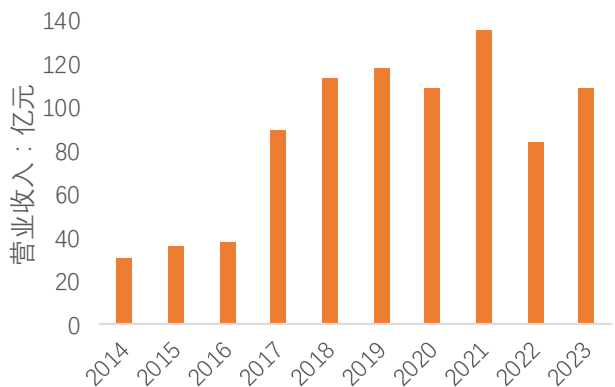
4. 供应链和房地产业务平稳发展

铁龙物流主动控制供应链管理和房地产开发业务规模，预计未来平稳发展。供应链管理业务主要是大宗商品贸易和钢材委托加工，收入和毛利润规模趋于稳定，资金风险可控，未来有望稳健经营、控制业务规模。房地产开发业务的存量项目销售缓慢、存在减值风险，新项目稳步推进，未来有望加快存货产品出清，精心策划打造高端差异化地产项目。

4.1. 供应链管理业务稳健经营

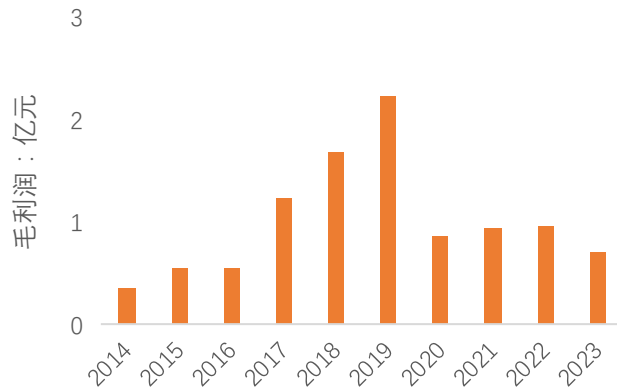
供应链管理业务主要是钢材委托加工、大宗物资贸易等。2014 年 5 月，为了缓解公司经营压力，拓展新的利润增长点，铁龙物流开展钢材委托加工贸易业务：子公司中铁铁龙（营口）国际物流贸易有限公司采购主要原材料（如铁矿石、焦炭等），委托钢铁生产厂商进行加工，并与钢铁厂商约定加工费，最后由公司进行销售，由此获取利润。2017 年钢材价格上涨、钢材销量增长带动收入和毛利润增长。2020 年根据市场、政策等外部环境变化，将委托加工贸易业务优化为大宗物资贸易等供应链管理业务。

图 30：供应链管理业务的营业收入趋于稳定



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 31：供应链管理业务的毛利润趋于稳定



资料来源：Wind，天风证券研究所

供应链管理业务资金风险可控。由于铁矿石、焦炭等钢材生产的主要原材料价格相对透明、

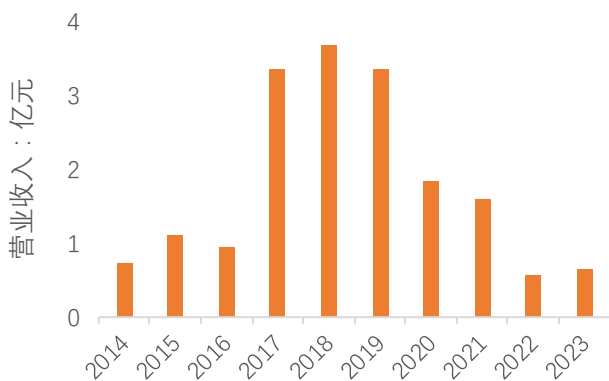
国内外供应商众多，采购价格主要根据市场价格确定。采购结算方式上，原则上采取先供货、再付款的方式，外矿采购主要以预付款为主。原材料销售客户是吉林鑫达钢铁有限公司，销售额占比约为 100%。钢材销售方面，主要依靠代加工钢铁生产厂商的固有客户资源，且全部针对国内客户进行销售。结算方式方面，全部采取预收货款的形式以控制资金风险。

供应链管理业务稳健经营、控制规模。由于供应链管理业务与主业相关度较低，不属于战略发展方向，因此，铁龙物流一直强调经营模式稳健、控制业务规模。供应链管理业务对公司收入贡献大，但毛利率水平低，对公司利润贡献有限。

4.2. 房地产业务主动控制规模

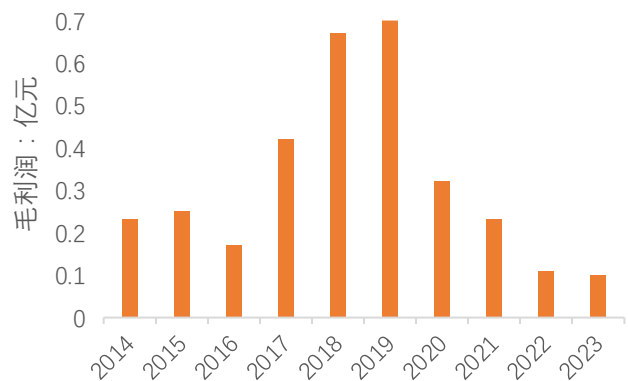
房地产业务属于公司风险控制型的业务板块。近年来受房地产行业整体低迷及公司适当控制房地产业务规模等因素影响，房地产业务的利润贡献占比下降。2023 年房地产业务立足可持续发展，主动调整发展策略，谋定思动，在行业发展深度调整和产业价值深刻重塑的历史时期，加快存货产品出清，精心策划打造高端差异化地产项目。

图 32：房地产业务的营业收入下降



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 33：房地产业务的毛利润下降



资料来源：Wind，天风证券研究所

既有项目缓慢销售，新项目稳步推进。既有项目为已建成的连海金源项目及颐和天成项目，存量高端住宅销售进展仍较慢，存货价值 9.62 亿元，形成一定资金占压，存在跌价风险，2023 年存货跌价准备 0.99 亿元。新增连兴里项目正稳步推进，计划投资额 9.76 亿元，预计 2024 年开盘销售，2026 年有望验收交房。

表 2：铁龙物流主要房地产开发项目的销售情况（截止 2023 年底）

项目	竣工时间	投资额 亿元	剩余可售面积 万平方米	已售未结算面积 万平方米	存货金额 亿元	存货减值准备 亿元
大连连海金源	2012 年 6 月	未知	0.27	0.01	0.62	0.00
太原颐和天成	2017 年 12 月	未知	6.81	0.44	9.00	0.99
大连连兴里	2026 年 6 月	9.76	3.97	0.00	6.30	0.00

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

5. 盈利预测与目标价

2024-2026 年铁龙物流的盈利有望持续较快增长。铁路特种箱业务积极购置集装箱、结构改善、周转加快，带动盈利较快增长；铁路货运和临港物流业务可能继续下滑。预测 2024-26 年 EPS 为 0.41、0.45、0.53 元，同比增长 13%、12%、17%。综合 AE 估值法和可比公司 2024 年 Wind 一致预期 PE，取两个估值结果的平均值，给予铁龙物流的目标价为 7.45 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

5.1. 预计盈利持续增长

假设 2024-26 年特种箱数量增长、毛利率上升。根据购箱计划，未来特种箱保有量将继续增长，我们假设增速为 8%。特种箱数量结构改善，有望使收入增速高于箱量增速，我们假设高 5 个百分点。特种箱周转效率加快，有望使毛利率上升，我们假设每年提高 0.5 个百分点。

假设 2024-2026 年铁路货运量和单吨收入继续下滑。经济增速下降和结构转型影响铁矿、煤炭等大宗商品需求，假设运量每年下滑 3%，单吨收入下降导致收入每年下降 5%。参考 2018-2023 年毛利率，假设未来毛利率维持稳定。

假设供应链和房地产业务平稳发展。假设 2024-2026 年供应链管理业务收入和毛利率保持稳定；假设 2026 年连兴里项目竣工结算带动房地产业务收入和利润增长，未来没有新增项目。

表 3：铁龙物流的核心财务指标预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入：亿元	178.94	120.02	146.93	149.77	152.23	159.65
yoy	18%	-33%	22%	2%	2%	5%
毛利润：亿元	7.59	8.01	8.87	9.91	10.77	12.22
yoy	-4%	6%	11%	12%	9%	14%
毛利率	4.2%	6.7%	6.0%	6.6%	7.1%	7.7%
铁路特种集装箱业务						
收入：亿元	17.69	15.71	21.00	24.78	28.00	31.64
保有特种箱：万只	9.90	10.47	11.30	12.20	13.18	14.23
毛利润：亿元	3.11	3.90	5.36	6.57	7.56	8.70
毛利率(%)	17.6%	24.8%	25.5%	26.5%	27.0%	27.5%
铁路货运及临港物流业务						
收入：亿元	23.34	18.38	15.98	15.18	14.42	13.70
铁路货运到发量：万吨	5892	5951	5728	5556	5389	5228
毛利润：亿元	3.30	3.08	2.71	2.57	2.45	2.32
毛利率(%)	14.1%	16.8%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
净利润：亿元	3.37	3.37	4.71	5.30	5.91	6.91
yoy	-16%	0%	39%	13%	12%	17%
ROE	5.2%	5.1%	6.7%	7.2%	7.6%	8.3%

资料来源：Wind，天风证券研究所

5.2. 目标价

根据 AE 估值法和可比公司 2024 年 Wind 一致预期 PE，取两个估值结果的平均值，给予铁龙物流的目标价为 7.45 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

根据 AE 估值法，铁龙物流的每股价值为 8.11 元。铁龙物流的供应链管理业务导致现金流波动较大，难以用 DCF 估值法。但是铁龙物流的 ROE 较高，可以用 AE 估值法。

表 4：铁龙物流的贴现率核心假设

指标	假设	依据
无风险利率	3%	2010 年以来十年期国债收益率平均 3.04%
风险溢价	4%	股票投资者预期回报率在 7% 左右
贝塔	1	2013 年以来铁龙物流相对沪深 300 指数的贝塔 1
半显性期增长率	5%	积极发展特种箱业务带动利润较快增长
永续增长率	2%	业务进入成熟期，增长速度放缓

资料来源：Wind，天风证券研究所

根据估值模型，铁龙物流的超额利润及贴现值如表 5。

表 5：铁龙物流的超额利润与贴现值

指标	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	终值
超额利润：亿元	0.10	0.42	1.08	1.56	1.64	1.72	1.81	1.90	2.00	2.10	2.20	2.31	47.15
贴现：亿元	0.09	0.38	0.91	1.24	1.22	1.20	1.17	1.15	1.13	1.11	1.09	1.07	21.79
现值：亿元													33.56

资料来源：Wind，天风证券研究所

根据可比公司 2024 年 Wind 一致预期 PE，铁龙物流的每股价值为 6.8 元。铁龙物流以铁路货运为主，因此选取 A 股铁路货运公司作为可比公司。

表 6：铁龙物流的可比公司 2024 年 Wind 一致预期 EPS 和估值

代码	名称	股价（元）	EPS（元）				PE	
		2024/8/5	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E
601006.SH	大秦铁路	6.93	0.79	0.63	0.65	8.77	11.01	10.74
001213.SZ	中铁特货	4.06	0.14	0.18	0.22	28.51	22.49	18.75
						18.64	16.75	14.74
600125.SH	铁龙物流	6.04	0.36	0.41	0.45	16.73	14.89	13.34

注：数据截止 2024 年 8 月 5 日

资料来源：Wind，天风证券研究所

6. 风险提示

大宗散货运输需求下降风险。中国经济整体稳定，但以房地产为首的多个行业仍然处于严峻的转型期，从而影响着大宗品类的产业链。如果东北地区经济增长放缓，或营口港吞吐量下滑，铁路货运及临港物流业务可能受到影响。

特种箱减值风险。铁龙物流持续加大干散货箱、框架式罐箱、沥青罐箱等特种箱的购建力度，固定资产快速增长。如果未来运输需求下滑、特种箱周转效率下降，那么特种箱将面临一定的减值风险。

铁路行业政策变化风险。随着铁路行业市场化改革的深化，铁路货运的定价规则、清算制度等相关政策体系均可能发生较大的调整变化，从而可能对铁龙物流成长性及经营状况、盈利能力造成重大影响。

地产项目存货跌价风险。由于房地产行业下行，颐和天成项目的存量高端住宅销售进展仍较慢，存在跌价风险。新增的连兴里项目正稳步推进，未来销售存在较大不确定性。

供应链管理业务客户集中度高风险。供应链管理业务下游客户集中度很高，若主要客户出现经营风险，将对公司供应链业务业绩产生不利影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,920.95	1,624.58	2,321.71	2,531.09	3,217.01
应收票据及应收账款	689.51	586.33	714.18	607.71	778.60
预付账款	154.35	160.99	158.47	164.66	172.08
存货	1,568.67	2,317.53	1,619.37	2,362.78	1,787.14
其他	188.70	179.28	209.42	182.44	218.94
流动资产合计	4,522.19	4,868.72	5,023.14	5,848.68	6,173.77
长期股权投资	177.65	185.19	185.19	185.19	185.19
固定资产	4,305.31	4,509.16	4,527.50	4,509.68	4,460.11
在建工程	23.51	43.12	26.56	18.28	14.14
无形资产	251.77	242.21	230.04	217.87	205.70
其他	131.54	161.68	153.79	145.89	138.00
非流动资产合计	4,889.78	5,141.36	5,123.08	5,076.92	5,003.15
资产总计	9,411.97	10,010.08	10,146.23	10,925.61	11,176.92
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	887.74	1,251.39	915.65	1,276.30	1,008.00
其他	309.67	283.05	497.27	500.08	533.58
流动负债合计	1,197.41	1,534.44	1,412.92	1,776.37	1,541.58
长期借款	140.00	9.00	100.00	100.00	100.00
应付债券	747.93	748.96	748.96	748.96	748.96
其他	446.84	453.32	453.32	453.32	453.32
非流动负债合计	1,334.77	1,211.28	1,302.28	1,302.28	1,302.28
负债合计	2,717.96	2,951.72	2,715.21	3,078.65	2,843.86
少数股东权益	26.69	26.10	27.97	30.05	32.48
股本	1,305.52	1,305.52	1,305.52	1,305.52	1,305.52
资本公积	158.13	158.13	158.13	158.13	158.13
留存收益	5,204.04	5,570.37	5,941.17	6,355.02	6,838.70
其他	(0.37)	(1.77)	(1.77)	(1.77)	(1.77)
股东权益合计	6,694.01	7,058.36	7,431.02	7,846.95	8,333.06
负债和股东权益总计	9,411.97	10,010.08	10,146.23	10,925.61	11,176.92

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	342.45	472.64	529.71	591.22	690.97
折旧摊销	369.16	391.98	420.38	448.27	475.88
财务费用	46.35	31.36	(3.81)	(9.04)	(16.00)
投资损失	(6.42)	12.27	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	174.84	(819.77)	223.09	(244.82)	133.93
其它	(90.28)	48.03	2.66	2.97	3.47
经营活动现金流	836.11	136.51	1,172.03	788.59	1,288.25
资本支出	352.78	598.56	410.00	410.00	410.00
长期投资	64.52	7.55	0.00	0.00	0.00
其他	(524.59)	(770.60)	(820.00)	(820.00)	(820.00)
投资活动现金流	(107.28)	(164.50)	(410.00)	(410.00)	(410.00)
债权融资	(279.03)	(136.63)	94.81	9.04	16.00
股权融资	(104.53)	(145.01)	(159.71)	(178.26)	(208.33)
其他	(31.14)	12.60	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(414.70)	(269.04)	(64.90)	(169.22)	(192.34)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	314.13	(297.03)	697.13	209.38	685.92

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	12,002.10	14,693.13	14,977.23	15,223.47	15,965.38
营业成本	11,200.68	13,805.99	13,986.10	14,146.84	14,742.88
营业税金及附加	28.33	31.65	32.26	32.79	34.39
销售费用	65.83	70.57	71.93	73.11	76.68
管理费用	144.75	133.19	135.76	138.00	144.72
研发费用	11.87	9.33	9.51	9.67	10.14
财务费用	11.93	4.68	(3.81)	(9.04)	(16.00)
资产/信用减值损失	(107.96)	0.65	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.42	(12.27)	0.00	0.00	0.00
其他	163.34	(12.27)	0.00	0.00	0.00
营业利润	476.90	661.62	745.48	832.10	972.57
营业外收入	0.70	0.77	1.00	1.00	1.00
营业外支出	0.49	0.10	0.50	0.50	0.50
利润总额	477.12	662.28	745.98	832.60	973.07
所得税	134.67	189.64	213.60	238.41	278.63
净利润	342.45	472.64	532.37	594.19	694.44
少数股东损益	4.96	1.87	2.66	2.97	3.47
归属于母公司净利润	337.49	470.78	529.71	591.22	690.97
每股收益(元)	0.26	0.36	0.41	0.45	0.53

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-32.93%	22.42%	1.93%	1.64%	4.87%
营业利润	-2.34%	38.73%	12.68%	11.62%	16.88%
归属于母公司净利润	0.05%	39.49%	12.52%	11.61%	16.87%
获利能力					
毛利率	6.68%	6.04%	6.62%	7.07%	7.66%
净利率	2.81%	3.20%	3.54%	3.88%	4.33%
ROE	5.06%	6.69%	7.16%	7.56%	8.32%
ROIC	5.94%	8.54%	8.73%	10.06%	11.28%
偿债能力					
资产负债率	28.88%	29.49%	26.76%	28.18%	25.44%
净负债率	-14.90%	-11.81%	-19.37%	-21.01%	-28.02%
流动比率	3.27	2.80	3.56	3.29	4.00
速动比率	2.14	1.47	2.41	1.96	2.85
营运能力					
应收账款周转率	19.69	23.03	23.03	23.03	23.03
存货周转率	7.68	7.56	7.61	7.65	7.69
总资产周转率	1.30	1.51	1.49	1.44	1.44
每股指标(元)					
每股收益	0.26	0.36	0.41	0.45	0.53
每股经营现金流	0.64	0.10	0.90	0.60	0.99
每股净资产	5.11	5.39	5.67	5.99	6.36
估值比率					
市盈率	23.36	16.75	14.89	13.34	11.41
市净率	1.18	1.12	1.07	1.01	0.95
EV/EBITDA	5.86	6.77	5.44	4.81	3.80
EV/EBIT	9.02	10.84	8.52	7.44	5.69

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com