

公司研究/年报点评

2020年03月27日

交通运输/铁路运输 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 4.93
合理价格区间(元): 5.70~6.05

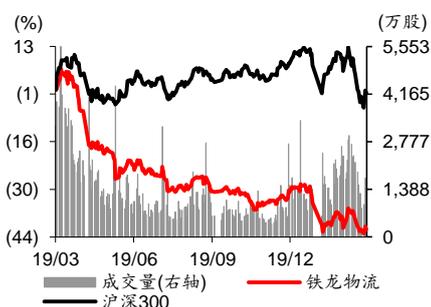
沈晓峰 执业证书编号: S0570516110001
研究员 021-28972088
shenxiaofeng@htsc.com

林霞颖 执业证书编号: S0570518090003
研究员 0755-82492284
linxiaying@htsc.com

相关研究

- 1 《铁龙物流(600125 SH,增持): 业绩符合预期, 沙鲛线降费成拖累》2019.08
- 2 《铁龙物流(600125,买入): 受益清算改革, 业绩高增长》2019.03
- 3 《铁龙物流(600125,买入): 业绩符合预期, 铁路改革受益标的》2019.01

一年内股价走势图



资料来源: Wind

业绩低于预期, 沙鲛线拖累盈利

铁龙物流(600125)

2019年, 收入同比增加4.7%, 归母净利同比降低10.5%, 业绩低于预期
3月26日, 公司发布2019年报: 1) 营业收入同比增长4.67%至163.68亿元, 归母净利润同比降低10.48%至4.55亿元, 扣非净利同比降低8.99%至4.35亿元; 2) 业绩低于预期7.7% (我们盈利预测为4.93亿元)。业绩下滑主要因为: 1) 沙鲛线运费下浮及为客户降费; 2) 供应链的利润贡献下降。我们预测2020-2022年EPS为0.36、0.38、0.42元, 调整目标价至5.70-6.05元, 维持“增持”评级。

特种箱业务保持高增长, 房地产交付规模保持平稳

2019年, 公司毛利润同比增加554万元, 增幅为0.56%; 各业务板块表现分化, 其中运营表现最好的是特种箱业务。受益于需求增长与产能释放, 特种箱业务经营成效显著。2019年, 公司完成集装箱发送量158.85万TEU, 同比增长22.00%。运量提升带动盈利改善, 该业务实现毛利润3.17亿元 (占总毛利的31.71%), 同比增长14.99%。房地产交付规模保持平稳, 实现毛利润0.70亿元 (占总毛利7.01%), 同比增加5.20%。

沙鲛线降费与供应链业务小幅拖累业绩

2019年, 沙鲛铁路到发量完成5579万吨, 同比增长2.55%。但是受运费下浮及为客户降费的影响, 其铁路货运及临港物流业务实现毛利润3.70亿元 (占总毛利36.94%), 同比减少16.48%。钢材供应链业务实现毛利润2.22亿元 (占总毛利22.23%), 同比增长32.32%; 但考虑销售费用中运杂费因此增加0.71亿元, 我们测算该业务税前利润贡献下降0.16亿元。

疫情对各业务有利有弊, 长期看好铁路多式联运赛道

新冠肺炎疫情爆发以来, 铁路货运仍保持良好增长态势。据中国经营报, 2月, 全国铁路货运量同比增长4.5%, 其中铁路集装箱运量同比增长39.5%。我们看好铁路多式联运赛道, 与公司特种箱业务的长期增长潜力。据《2018-2020年铁路货运增量行动方案》, 国铁集装箱运量年均增速目标为20%, 其中集装箱多式联运力争年均增长30%以上。此外, 新冠肺炎疫情对煤炭、铁矿石等大宗商品的需求均产生冲击, 或对公司的沙鲛线运量以及钢材供应链的量价产生不利影响。

调整目标价至5.70-6.05元, 维持“增持”评级

公司未来看点包括: 1) 特种箱业务扩张; 2) 铁路货运量增长; 3) 铁路改革。考虑新冠肺炎疫情的影响, 我们调整2020\2021年的归母净利预测至4.65\4.97亿元 (前次5.57\6.32亿元), 并引入2022年预测5.50亿元。考虑可比公司的2020PE均值为16.5x, 我们基于16-17x 2020PE (前次19-20x 2019PE) 以及2020E EPS 0.356元, 下调目标价至5.70-6.05元 (前次为7.20-7.50元)。维持“增持”评级。

风险提示: 特种箱发展不及预期, 疫情影响超预期, 铁路改革进展缓慢。

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)	4.83-9.18
总市值 (百万元)	6,436
总资产 (百万元)	2,607
每股净资产 (元)	4.57

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	15,638	16,368	15,779	17,031	17,532
+/-%	33.85	4.67	(3.60)	7.93	2.94
归属母公司净利润 (百万元)	507.92	454.68	465.22	497.12	549.70
+/-%	53.54	(10.48)	2.32	6.86	10.58
EPS (元, 最新摊薄)	0.39	0.35	0.36	0.38	0.42
PE (倍)	12.67	14.16	13.83	12.95	11.71

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 铁龙物流季度营业收入



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 铁龙物流季度归母净利润



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表3: 利润简表

	2019年 年报	2018年 年报	同比 增速	2019年 第四季度	2018年 第四季度	同比 增速
单位	百万元	百万元	%	百万元	百万元	%
营业收入	16,368	15,638	4.67	4,289	3,596	19.26
营业成本	15,368	14,644	4.95	4,077	3,350	21.72
毛利润	1,000	995	0.56	212	247	-14.21
毛利率 (%)	6.11	6.36	-0.25	4.93	6.86	-1.92
税金及附加	37	34	6.74	8	9	-6.56
销售费用	213	145	46.24	70	59	18.89
管理费用 (含研发费用)	126	110	14.95	38	32	18.80
财务费用	34	46	-26.44	9	14	-34.32
投资净收益	11	25	-53.89	5	7	-30.22
其他项目	24	7	255.81	3	9	-67.14
营业利润	626	691	-9.36	94	150	-36.83
利润总额	626	693	-9.61	95	139	-31.97
减: 所得税	172	184	-6.38	29	38	-24.38
净利润	454	509	-10.77	66	101	-34.81
减: 少数股东损益	-1	1	/	-0	2	/
归属于母公司所有者的净利润	455	508	-10.48	66	100	-33.54

资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表4: 可比公司表

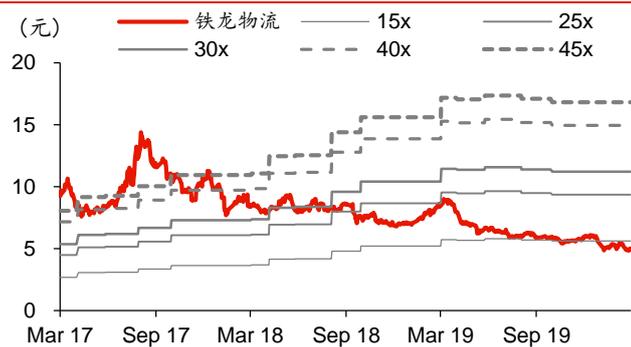
代码	证券简称	市盈率 PE			市净率 PB		
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
601816.SH	京沪高铁	30.67	27.13	23.75	2.03	1.70	1.64
601006.SH	大秦铁路	6.94	7.38	7.22	0.88	0.82	0.77
601333.SH	广深铁路	21.59	14.83	12.95	0.57	0.56	0.55
	平均值	19.73	16.45	14.64	1.16	1.03	0.99

注明: 收盘价采用 2020/3/26 数值, EPS 和 BPS 来自 Wind 一致预期。

资料来源: Wind、华泰证券研究所

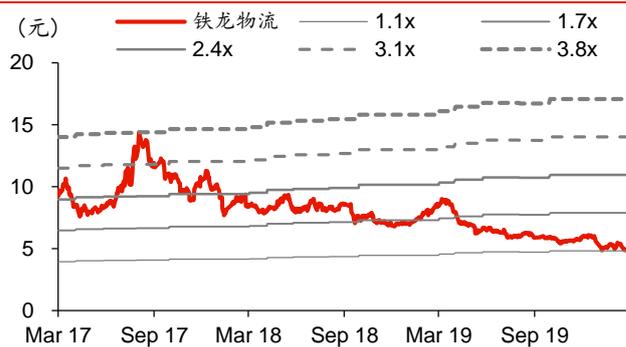
PE/PB - Bands

图表5: 铁龙物流历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表6: 铁龙物流历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

风险提示: 特种箱发展不及预期, 疫情影响超预期, 铁路改革进展缓慢。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	5,007	5,083	4,793	5,155	5,329
现金	1,120	1,265	1,126	1,244	1,288
应收账款	230.12	181.79	175.25	189.15	194.71
其他应收账款	91.94	41.65	40.15	43.34	44.61
预付账款	166.50	203.02	194.73	210.04	215.46
存货	2,930	3,020	2,923	3,138	3,227
其他流动资产	469.07	372.42	334.05	330.47	358.95
非流动资产	4,575	4,808	5,200	5,639	6,176
长期投资	57.74	84.76	89.00	93.45	98.12
固定投资	3,779	3,800	4,448	5,014	5,617
无形资产	390.60	382.24	361.62	341.43	321.09
其他非流动资产	347.37	540.99	301.70	190.25	139.25
资产总计	9,582	9,892	9,993	10,794	11,505
流动负债	2,648	3,163	2,193	2,627	2,950
短期借款	280.00	0.00	0.00	232.75	468.32
应付账款	867.33	642.01	615.77	664.22	681.33
其他流动负债	1,501	2,521	1,577	1,730	1,800
非流动负债	1,243	735.20	1,485	1,502	1,495
长期借款	320.00	400.00	400.00	400.00	400.00
其他非流动负债	922.69	335.20	1,085	1,102	1,095
负债合计	3,891	3,898	3,678	4,129	4,445
少数股东权益	23.48	22.69	21.98	21.50	20.82
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	4,205	4,507	4,829	5,181	5,575
归属母公司股东权益	5,668	5,971	6,293	6,644	7,038
负债和股东权益	9,582	9,892	9,993	10,794	11,505

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	847.02	741.77	734.02	912.63	986.75
净利润	508.80	453.99	464.52	496.64	549.02
折旧摊销	274.20	316.62	346.05	390.83	427.51
财务费用	45.55	33.51	51.96	71.18	79.33
投资损失	(24.63)	(11.36)	(11.93)	(12.52)	(13.15)
营运资金变动	40.57	(230.77)	(62.37)	(51.97)	(49.88)
其他经营现金	2.53	179.78	(54.21)	18.49	(6.08)
投资活动现金	(667.20)	(223.79)	(715.28)	(809.93)	(942.24)
资本支出	836.26	444.53	740.36	823.89	956.64
长期投资	0.00	24.00	4.24	4.45	4.67
其他投资现金	169.05	244.74	29.33	18.42	19.07
筹资活动现金	284.80	(382.98)	(157.39)	14.71	0.35
短期借款	30.00	(280.00)	0.00	232.75	235.58
长期借款	245.00	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	9.80	(182.98)	(157.39)	(218.03)	(235.23)
现金净增加额	464.63	135.04	(138.65)	117.42	44.85

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	15,638	16,368	15,779	17,031	17,532
营业成本	14,644	15,368	14,740	15,900	16,309
营业税金及附加	34.35	36.66	35.34	38.15	39.27
营业费用	145.42	212.67	205.02	221.28	227.78
管理费用	109.98	126.42	121.87	131.54	135.41
财务费用	45.55	33.51	51.96	71.18	79.33
资产减值损失	(7.18)	0.00	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	24.63	11.36	11.93	12.52	13.15
营业利润	690.70	626.08	636.84	681.35	753.66
营业外收入	2.06	0.52	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.23	0.62	0.00	0.00	0.00
利润总额	692.52	625.98	636.84	681.35	753.66
所得税	183.72	171.99	172.32	184.71	204.65
净利润	508.80	453.99	464.52	496.64	549.02
少数股东损益	0.88	(0.69)	(0.71)	(0.48)	(0.68)
归属母公司净利润	507.92	454.68	465.22	497.12	549.70
EBITDA	1,010	976.21	1,035	1,143	1,261
EPS (元, 基本)	0.39	0.35	0.36	0.38	0.42

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	33.85	4.67	(3.60)	7.93	2.94
营业利润	55.46	(9.36)	1.72	6.99	10.61
归属母公司净利润	53.54	(10.48)	2.32	6.86	10.58
获利能力 (%)					
毛利率	6.36	6.11	6.59	6.64	6.97
净利率	3.25	2.78	2.95	2.92	3.14
ROE	8.96	7.61	7.39	7.48	7.81
ROIC	8.97	7.77	7.61	7.73	7.91
偿债能力					
资产负债率 (%)	40.60	39.41	36.81	38.25	38.64
净负债比率 (%)	15.55	29.97	10.87	15.33	19.53
流动比率	1.89	1.61	2.19	1.96	1.81
速动比率	0.78	0.65	0.85	0.77	0.71
营运能力					
总资产周转率	1.70	1.68	1.59	1.64	1.57
应收账款周转率	74.01	70.72	78.55	83.07	81.17
应付账款周转率	16.18	20.36	23.44	24.84	24.24
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.39	0.35	0.36	0.38	0.42
每股经营现金流(最新摊薄)	0.65	0.57	0.56	0.70	0.76
每股净资产(最新摊薄)	4.34	4.57	4.82	5.09	5.39
估值比率					
PE (倍)	12.67	14.16	13.83	12.95	11.71
PB (倍)	1.14	1.08	1.02	0.97	0.91
EV_EBITDA (倍)	6.21	6.43	6.07	5.49	4.98

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，沈晓峰、林霞颖，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

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。本公司的销售人员、交易人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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。投资者应当考虑到本公司及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

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利。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。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师沈晓峰、林霞颖本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

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

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

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

法律实体披露

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：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司