



中铁特货（001213.SZ）成立于2003年，是铁道部直属的大型专业运输企业，目前注册资本为40亿元人民币。中国铁投直接持有公司85%的股权，为公司控股股东；国铁集团持有中国铁投100%股权，为公司的实际控制人。依托铁路运输资源优势，公司发展至今已形成商品汽车物流、冷链物流和大件货物物流三大主营业务板块。

2018年至2020年公司商品汽车运输业务量实现了快速增长，报告期各期，公司总营业收入分别为78.84亿元、86.47亿元、84.58亿元，对应实现净利润4.02亿元、5.68亿元、3.53亿元。随着疫情逐步得到控制，公司经营业绩已稳步回升，2021年1-3月，公司营业收入较去年同期增长65.19%，净利润由去年同期-3753.63万元增长至1.36亿元，同比大幅提升。

从收入结构来看，公司主营业务收入形成了商品汽车物流为主，冷链物流、大件货物物流服务作为有效补充的模式。作为公司目前最主要的收入来源，商品汽车物流业务于2018年至2020年分别实现收入72.67亿元、79.65亿元、75.47亿元，占总营收的比例分别达到了92.17%、92.11%、89.23%。

| 分业务    | 2018年 | 2019年 | 2020年 |
|--------|-------|-------|-------|
| 商品汽车物流 | 72.67 | 79.65 | 75.47 |
| 冷链物流   | 4.09  | 4.11  | 4.37  |
| 大件货物物流 | 1.57  | 1.55  | 1.73  |
| 其他业务收入 | 0.51  | 1.17  | 3.00  |
| 合计     | 78.84 | 86.47 | 84.58 |

目前公司与多家汽车生产厂商建立了长期、稳定的合作关系，服务客户包括一汽股份、东风汽车集团、上汽集团、兵装集团、北汽集团、广汽集团、长城汽车、吉利汽车、比亚迪等众多汽车制造企业或其下属公司，形成了良好的客户基础，为业务稳步发展提供了良好支撑。

## 背靠国铁集团优质资源 全国性运输网络构筑核心竞争力

过去20年，中国汽车工业快速发展，已成为全球最大的汽车市场。汽车工业的成长，催生了汽车物流的庞大需求。2003年，原铁道部为有效统筹管理全国铁路运营，设立18个地方铁路局（公司）和3个专业运输公司来经营全国范围内的铁路客、货运输业务，在此情势下，中铁特货应运而生。成立之初，公司便面向市场独立经营，确立了从事商品汽车物流、冷链物流和大件货物物流业务的发展方向。18年来，公司始终坚持主业发展，已经成长为国内商品汽车综合物流领域龙头企业。

公司总部设在北京，下设16个分公司、3个机械保温车辆段、2个全资子公司，并拥有郑州圃田、武汉吴家山、西安新筑、上海闵行、柳州、广州等55个物流基地，装卸点100多个，形成全国性、区域性、地区性三级特货商品汽车物流基地网络，为做大做强铁路运输商品汽车物流业务提供良好保障。

2018年度、2019年度和2020年度，公司商品汽车运输量分别为578万辆、657万辆和608万辆，按照我国同期汽车销量计算，公司在商品汽车物流行业的市场份额分别为20.58%、25.49%和24.01%，行业地位领先。

从行业特点来看，在我国汽车工业发展过程中，国内逐步形成了六大汽车产业集聚区，分别在长三角集群、珠三角集群、京津冀集群、中三角集群、成渝西部集群、东北集群。除了传统造车行业以外，新势力电动汽车项目也布局其中。同时，后市场商流的交易链层级众多，市场分散在全国各地。上下游地理位置的分散化决定了大范围物流资源整合成为必需。

汽车物流行业具有显著的规模效应，只有在网络覆盖能力、运力保障能力、服务质量水平、信息化管理等方面能力突出的企业，才能发挥规模经济的优势。公司经过多年的精耕细作和快速发展，已发展成为目前国内商品汽车物流领域主要的独立第三方物流企业，竞争优势十分突出。

一是拥有优质的铁路运力资源。由于我国铁路行业具有全网全程的特点和自然垄断属性，铁路特种货物运输不同于其他充分竞争的一般商品及服务。中铁特货作为铁路系统内部特

### 投资要点：

- 1、**中铁特货是中国国家铁路集团直属的专业运输公司。公司业务范围遍布全国各地，拥有针对商品汽车物流、冷链物流、大件货物物流的铁路专业运输设备和全程物流解决能力。**
- 2、**拥有优质的铁路网络资源。公司作为国铁集团旗下的重要物流企业，充分依托铁路网络资源的天然优势，形成了高效的物流网络，在全国主要城市均设有作业点并使用铁路物流基地服务，具备承接全国范围内的商品汽车运输业务的能力。**
- 3、**客户基础优势显著，市场份额领先。公司与一汽股份、东风汽车集团、上汽集团等头部汽车生产厂商建立了较为稳定的合作关系。2015年至2020年，公司在商品汽车物流行业的市场份额分别为20.58%、25.49%和24.01%，成为我国商品汽车运输领域领先服务提供商。**
- 4、**网络效应及多式联运能力构筑核心竞争力。公司运输量大，且全国网络布局完善，规模效益逐步显现。而且在碳中和背景下，铁路的绿色环保、节能高效等显著优势可得到有效的发挥，货运结构的调整是大势所趋。**
- 5、**物流行业拥有巨大成长空间。根据国家统计局、国家发改委相关数据，2014年至2020年全国社会物流总额由213.5万亿元增长至300.1万亿元，年均复合增长率达到5.84%，总体运行态势趋稳提质，为公司物流业务开展提供了广阔市场空间。**

种货物运输的主要运营平台承担了绝大部分特种货物运输任务。截至2020年末，公司铁路商品汽车物流专用运输车辆保有量为19979辆。

二是网络覆盖范围广。公司作为国铁集团旗下的重要物流企业，充分依托铁路网络资源的天然优势，形成了高效的物流网络，在全国主要城市均设有作业点并使用铁路物流基地服务，具备承接全国范围内的商品汽车运输业务的能力。公司下设哈尔滨、沈阳、北京、呼和浩特、郑州、武汉、西安、济南、上海、南昌、广州、南宁、成都、昆明、兰州和乌鲁木齐16家分公司，已经形成了健全的营销和服务网络。

三是建立了现代化物流体系。通过深化与汽车制造企业的合作，并依托铁路成熟的物流体系，使得汽车制造企业生产的商品汽车可以有计划、成规模、快捷高效地通过铁路运输实现门到门全程物流。

四是中长距离运输成本优势。相较于公路、水路运输而言，铁路运输服务具有物流价格较低、货运量大、安全性高、受气候影响小、全天候运输等优点，特别是在中长距离的物流中优势尤为明显。近年来，汽车生产厂商受日益上升的劳动力、土地租金等各方面成本压力，纷纷向中西部地区扩张建厂，汽车生产厂商布局趋于分散。在长距离的区域间集中大批量运输的过程中，特货公司的运输规模及价格优势将愈发显著。此外，随着“公路治超”整治行动的深化，公路运输价格有所回升，铁路运输的价格优势将得到进一步凸显。

报告期内，公司商品汽车物流业务的毛利率分别为9.66%、11.32%、10.66%，规模效益得到充分释放，盈利情况较好。

## 物流行业空间广阔 提质增效凸显优势

从业务的成长性来看，近年来得益于中国经济平稳较快的增长以及众多的政策支持，物流行业快速发展。根据国家统计局、国家发改委相关数据，2014年至2020年全国社会物流总额由213.5万亿元增长至300.1万亿元，年均复合增长率达到5.84%，呈现稳中有升的发展态势（图1）。

汽车物流是物流领域的重要组成部分。与其他物流种类所不同的是，汽车物流以汽车或相关产品为服务对象，实现汽车供应链上原材料、零部件、整车以及售后配件在各个环节之间的实体流动，是集现代运输、仓储、保管、搬运、包装、产品流通及物流信息于一体的综合性服务行业，具有复杂程度较高的特点。中铁特货主要从事的业务为汽车供应链上的整车流通过、仓储和保管环节。

作为汽车产业链的重要支撑，过去数年汽车物流的发展受到了我国汽车产销市场持续性增长的直接带动。根据中国汽车工业协会的统计数据，2014年至2020年间，汽车年产量由2372万辆上升至2523万辆，复合年均增长率1.03%。从汽车保有量的角度考量，截至2020年底，全国汽车保有量达2.81亿辆，人均汽车保有量仅为0.20辆人，与发达国家仍有差距，随着社会经济的发展，未来我国汽车行业仍有上升空间。

汽车产业已经从快速成长长期进入平稳发展阶段，短期增量增长逐步让位于长期存量调整，迎来转型升级的关键期。国内的汽车物流企业主要是围绕主机厂发展起来的，汽车物流行业企业发展与上游汽车厂商息息相关。

从竞争格局来看，行业内企业数量众多，但大多数规模较小。许多大型汽车制造企业会自建物流流企业，如上汽集团下属的安吉物流、一汽股份下属的一汽物流、长安集团作为第一大股东长安民生物流等，这些大型

汽车物流企业占据了较大市场份额。运力不充足或者没有自建物流子公司的汽车厂商，倾向于选择与第三方物流企业合作。

从运输方式来看，一直以来，在汽车物流行业公、铁、水三种方式并存，其中公路运输占比达到总量约60%。随着公路治超行动的开展，公路超载超限运输商品汽车的情况得到有效治理。公路运能下降、运输成本上涨，为铁路和水路运输的发展创造机会。此外，铁路和水运相关的基础设施建设和多式联运近年来受到国家大力支持，政策环境也将推动商品汽车物流运输方式形成新的竞争格局。

公司商品汽车物流业务的服务模式以全程物流服务为主，从起运地货物接收开始到在最终目的地将货物安全交付收货人为止，为客户提供高质量“门到门”一体化物流解决方案。由于公司自有铁路专用运输车辆并承担铁路承运人的角色，公司的“门到门”服务模式建立在“站到站”的基础上，在实际运输环节中，除铁路站到站运输以外，由客户到车站以及由车站到配送目的地的两端配送环节由公司向第三方公路运输企业采购实施，使得公司将优势更多地集中在铁路运输上。

由于国内汽车生产制造企业市场集中度较高，公司客户集中度同样处于较高水平，2018年度、2019年度和2020年度，公司前五大客户合计销售金额占营业收入比例分别为69.79%、68.56%和62.30%，客户基础稳固。

长期来看，碳中和背景下多式联运的“结构性减碳”是大势所趋，将为铁路货运创造良好的发展机遇。银河证券研报指出，中国交通运输行业碳排放占全社会比重约为11%—15%，其中公路运输占交通运输碳排放比例超70%。目前，公路货运仍是主要的货运方式，低碳化发展是未来重中之重，而加快货运结构调整是大势所趋，碳强度较低的铁路运输需求量存在较大的增长潜力。

## 冷链物流蓬勃发展 打造新的业绩增长点

在商品汽车物流之外，公司还大力发展冷链物流，力图打造新的业务增长点。冷链物流业务是公司目前三项主营业务之一，报告期内冷链物流业务收入规模呈现逐年稳步上升趋势，2019年度和2020年度分别实现收入4.11亿元、4.37亿元，占主营业务收入的比重分别达到了4.82%和5.36%。

从冷链物流的发展情况来看，近年来随着消费结构升级、居民食品安全意识不断提高、生鲜电商的高速发展，冷链物流的需求随之快速增长。2015年至2019年间，我国冷链物流需求总量自2015年的10530万吨增长至2019年的23308万吨，年均复合增长达21.97%（图2）。前瞻产业研究院预测，随着人们对食品质量的重视和生活水平的日益提高，冷链市场需求将进一步扩大，预计至2025年我国冷链物流市场规模将突破5500亿元。

虽然行业成长快速，但是由于我国冷链物流起步较晚，目前行业还处于初级发展阶段，总体竞争格局分散，整体呈现出小、散、乱的特征。根据冷链委统计，2019年冷链物流百强企业冷链业务营业收入合计达549.76亿元，但占总体市场的份额仅为16.21%，其余的市场份额被大量的中小型冷链公司所占。且我国约90%的冷链企业是区域性运输企业，行业至今没有出现特大型综合冷链物流服务商，这为中铁特货的壮大提供了机会。

在冷链物流领域，公司自成立以来，一直专注于铁路冷链物流业务，经过十余年的精耕细作，公司的冷链业务经营模式正在从中长距离“站到站”铁路干线运输向“门到门”全程冷链物流发展。目前已成长为该细分行业的具有较强竞争力的企业，公司被冷链委评为冷链百强物流企业。

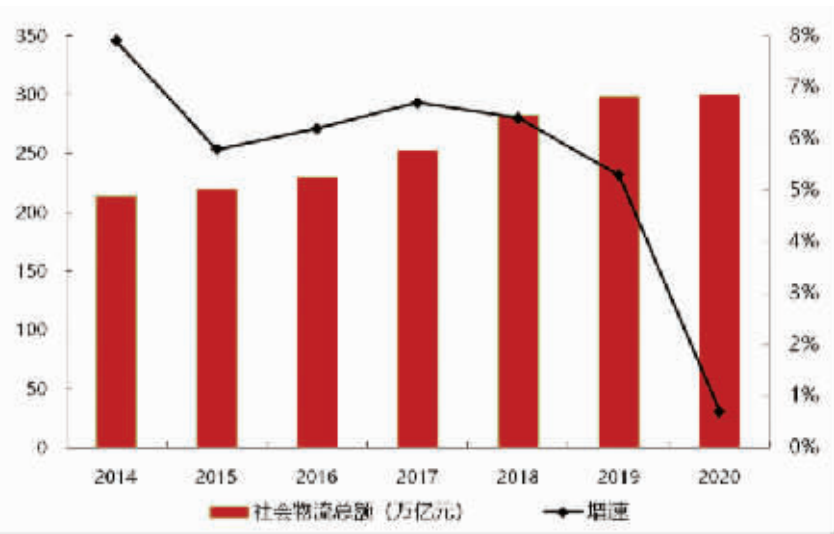


图 1:2014-2020 年社会物流总额及增长情况

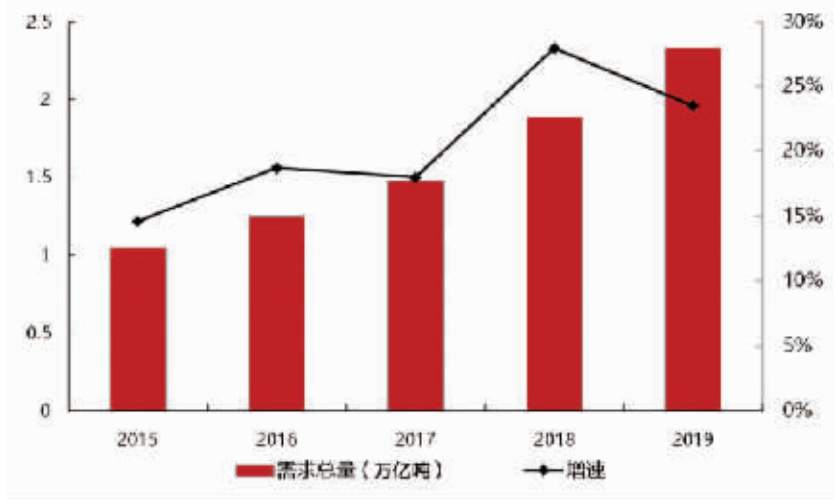


图 2:2015-2019 年中国冷链物流需求总量

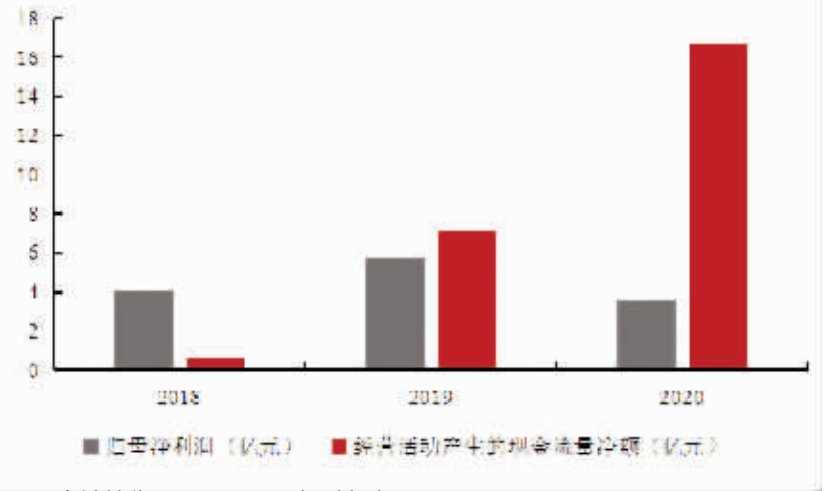


图 3:中铁特货 2018-2020 年财务表现

公司的冷链货源覆盖了如蒙牛、伊利、双汇等食品行业领先企业。截至2020年末，公司拥有铁路冷链物流专用运输车合计3658辆。报告期内，公司的冷链业务发运量分别为137.70万吨、147.39万吨和145.31万吨，复合年均增长率为2.72%。

从整体业务规模来看，中铁特货公司冷链物流业务相对较小，尚未形成规模效应，还需要继续投入以抢占市场份额。按照2019年中国冷链市场需求总量23308万吨计算，2019年度公司所占的市场份额约为0.63%。公司冷链物流作业以铁路运输为核心，铁路运输具有大批量、集中调度的运输特点，而现阶段公司冷链物流业务量较少，尤其是在面向零散型冷链运输需求提供服务时较难实现规模效益。本次公开发行股票并上市后，公司资本规模和融资能力将得到改善，业务规模将进一步扩大，有利于提升公司的核心竞争力。

## 核心业务盈利稳健 经营活动现金流表现良好

在竞争优势凸显的同时，公司业绩表现亮眼。盈利能力方面，招股书显示，中铁特货2018年-2020年归母净利润分别为4.02亿元、5.68亿元和3.53亿元，主营业务毛利率分别为7.82%、9.14%、8.21%。在疫情影响下，公司仍然取得了可观的利润（图3）。

产控制力，在业务发展过程中更容易实现规模经济，同时保证物流服务质量和可操控性，大规模资本投入成为构建核心竞争力

通过本次公开发行A股股票，可为公司拓宽更为多元化的融资渠道，公司服务能力与资产规模将进一步扩大，并同步提升其信息化水平，推动综合物流服务能力转型升级。

中报业绩预告中铁特货同样释放了未来业绩向好的信号。招股书显示，公司预计2021年1-6月可实现营业收入42.06亿元至44.15亿元，较去年同期增长22.42%至28.51%；归属于母公司股东的净利润为2.57亿元至2.78亿元，较去年同期增长54.36%至66.61%。

## 募投项目加速扩张 拉动业务高质量增长

公司本次拟向社会公开发行不超过44444万股人民币普通股，拟募集资金17.60亿元，投资于物流仓储基地收购项目、冷链物流专用车辆和设备购置项目和信息化平台建设项目。

具体来看，物流仓储基地收购项目拟使用本次IPO募集资金8.64亿元，收购9处铁路沿线物流仓储基地。收购项目覆盖中、东、西部核心城市，包含广州、成都、重庆、沈阳、西安、郑州、柳州、哈尔滨、贵阳等地9处物流基地，均为省会城市或区域经济重镇，运输条件便利，具备良好的区位优势和长期业务发展潜力。且拟收购物流仓储基地临近商品汽车生产基地，可以进一步增强客户黏性。

冷链物流专用车辆和设备购置项目拟使用募集资金7.95亿元，用于购置性能更加优良的冷链运输装备，并及时对老旧生产设备进行替换。公司作为铁路系统内重要的冷链物流企业，每年承担了绝大部分的铁路冷链运输业务。未来随着市场逐渐成熟、中国冷链体系的完善和规模化效应的提升，预计冷链物流业务板块的亏损将逐渐收窄，并在将来带来可观的经济回报。因此，虽然目前公司的冷链物流业务处于亏损状态，但鉴于冷链物流市场广阔，发展潜力巨大，公司有必要提前进行战略布局，规模化投入运力，以抢占市场先机并赢得先优势。

此外，还将有近7000万元募集资金投入到信息化平台建设项目中。特货公司致力于从传统铁路运输企业向现代物流企业转型，信息化建设必不可少。本项目实施后，将全面提升公司业务的标准

化、智能化和信息化，以保障信息化平台的功能实现和稳定运作。通过实施本次募投项目，一方面以收购区域中心城市铁路沿线的物流仓储基地为契机，进一步扩大商品汽车、冷链网络整体布局，实现运送、仓储、调配一体化，将综合提升公司的特货运输能力；另一方面，随着公司专业运输车辆及设备的规模扩大，公司能够进一步优化运输组织、提高物流效率、完善服务质量，为冷链客户提供更优质的铁路特货物流服务，从而加强与客户的合作关系、扩大市场份额。

根据公司的发展规划，未来2到3年内，公司将致力于在商品汽车物流主干线沿线建设物流基地，形成覆盖全国、布局合理、功能完善、节能环保、安全有序

## 公司估值

估值方面，中铁特货2017年至2020年总营收复合年增长率为11.56%。考虑到公司盈利能力较为稳健，基于过去三年的平均净利率，预测公司未来三年的归母净利润分别为4.16亿元、4.64亿元、5.18亿元。按照发行后总股本44.44亿股计算，未来三年对应的每股收益EPS分别约为0.09元、0.10元、0.12元。

参考招股书选取长久物流、大秦铁路、广深铁路、铁龙物流、京沪高铁作为同业可比公司。其中，铁龙物流由于上市较早数据不全，不予考虑。Wind数据显示，21家可比公司首市市盈率（摊薄）均值为21倍。上市后公司普遍存在估值大幅提升的情况，截至2021年9月7日，同在铁路体系内的京沪高铁当前市盈率（TTM）近44倍，同样经营汽车物流业务的长久物流PE（TTM）近31倍。

结合中铁特货拥有的优质铁路资源和良好的财务质量，且2021年上半年业绩表现较好，我们给予中铁特货35-40倍估值，按2022年分部估值为181-207亿元。考虑到市场存在超前反应，给予中铁特货181-207亿元的合理估值区间，对应每股价格区间为4.08-4.66元/股。（CIS）