

铁路运输III



王爽 裴力军

交通运输行业研究员

021-38565912

wangsh@xyzq.com.cn

铁龙物流（600125）

最具投资价值的铁路股

强烈推荐（维持）

2009年11月4日

投资要点

事件：

公司股票开盘半小时内涨停。

点评：

我们认为公司股票涨停有信息面和基本面两个方面的支持：信息面主要是巴菲特大手笔收购美国铁路 BNSF；基本面是铁龙物流质地优良，价值低估；可能近期出台的物流振兴规划细则对公司形成利好。当然，若从一个更深入的层面讲是我们该如何看待铁路的投资价值。

● 我们对巴菲特选择 BNSF 的理解：

- 1) 铁路路网具有较强的自然垄断特性，而且美国未来主要要靠提高运营效率来增加周转量，在建铁路可能较小。这样铁路行业就有了较高的进入壁垒和提价能力。
- 2) 铁路的大运量、较高速度、较低成本的特性使其在综合物流中的地位越来越重要，美国腹地宽阔，各种运输方式将以铁路为主骨架构建综合运输网络，这将赋予铁路较强的价值延展能力。
- 3) 相对公路而言，油价波动对铁路影响极小，而对公路运输的运营成本影响较大，在油价向上的大背景下，铁路的成本优势将越来越明显。
- 4) 铁路对环境污染相对最小，是未来应该提倡的运输方式。

● 对我国铁路发展的看法：

- 1) 我国腹地宽阔，资源分布不平衡，以第二产业为主，石油类能源紧缺，环境问题日益严重，铁路是我们构建运输主骨架的必然选择。
- 2) 铁路大规模建设才刚刚开始，总体运营效率还有待提升，客货运输关系国计民生，因此，铁路体制改革是个艰辛而漫长的过程。
- 3) 铁路的融资模式还有待研究，客运专线的定位依旧模糊。
- 4) 大秦铁路资产优质，是我国煤炭运输主要通道，因为他太重要，所以铁道部对其放松管制是个艰难的选择；广深铁路城际动车定价已经市场化，普客提价设计铁道部的整体客运提价方案，由于普客涉及较多的弱势群体，这方面我们的政策抉择是否仅应该以盈利与否为评价标准？这方面需要太多的探讨，而且需要发改委的审批。因此，资产盈利能力好，从事营口港疏港铁路运营以及特种箱运营的铁龙物流应该是最有活力的一个，最先体现铁路运输的市场价值，享受到独家运营的超额收益。

附录:

铁龙物流公司调研报告《小荷初露尖尖角》摘要——强烈推荐评级，目标价 9.55 元

- 公司是铁道部三大资本平台之一，大股东中铁集装箱是铁道部下属三个专业货运公司之一。目前公司的收入和利润主要来源于铁路特种集装箱、铁路货运（沙鲛线）及临港物流、铁路客运及房地产业务。
- 特种箱 3 年后进入爆发成长期。铁路特种箱的独家运营权给公司提供了一定的进入壁垒，铁路运输份额的扩大、集装箱化率的提升为公司带来广阔的成长空间。预计至 2015 年，累计投资 30 多亿，冷藏箱发送量突破 10 万 TEU，罐箱散货箱增长 6 倍，利润 5 亿以上，相当于当前 7 倍。
- 沙鲛线量价齐升，是近两年增长点。营口港吞吐量增长、鞍钢新厂运输需求以及公司开展运贸一体化业务将拉动沙鲛线运量增长；延伸物流服务提高单位货运量收入。预计 09 年发送量达到 4900 万吨，实现利润 2.4 亿，比 08 年增加近 1 亿。
- 其他业务：房地产年初有 7 万多平未售项目，我们预计有 1 亿的净利润，当前已售出 4 万多平，目前没有其他项目储备；客运业务较为稳定，其中合作经营部分将在 2014 年到期，租赁部分于 2020 年到期。
- 上调评级至强烈推荐：预计公司 09-11 年 EPS 为 0.40, 0.42, 0.47 元（乐观预计 09 年可能有 0.42 元），扣除房地产业务为 0.35, 0.40, 0.47 元，主业动态 PE 为 20/18/15，DCF 合理估值在 9.55 元，PB 估值底线在 5.5 元。公司无有息负债，经营现金流就能支撑起未来所需的投资。
- 风险提示：宏观方面来看，公司业务风险来自需求的增长幅度和铁路建设的进程；公司自身来看，风险来自经营管理以及再投资的能力。

巴菲特三年内持续增持 BNSF:

巴菲特最近三年连续加仓，2007 年底持股 17.5%，2008 年底增持后超过 20%，2009 年第一季度继续增持至 22.61%。

1 月 3 日巴菲特旗下伯克希尔·哈撒韦公司 3 日宣布，该公司将斥资 340 亿美元收购全美第二大铁路运营商北伯林顿铁路公司。

根据双方达成的协议，伯克希尔·哈撒韦公司将以每股 100 美元现金收购北伯林顿约 77.4% 的股份，达到对后者 100% 持股。此报价比北伯林顿公司 2 日收盘价高出 31.5%。

伯克希尔·哈撒韦公司还将承担北伯林顿 100 亿美元的债务，使得整个交易总价达到 440 亿美元，创下该公司历史上最大规模的并购案。

伯克希尔·哈撒韦公司董事长兼首席执行官巴菲特 3 日在一份声明中说，对北伯林顿公司的投资不仅是对该公司、其管理团队和铁路运输行业的豪赌，更是对“美国经济未来的豪赌”。

此项交易已经获双方公司董事会批准，预计将于明年第一季度完成。

BNSF 和美国铁路简介:

BNSF 运营北美最大的铁路运输网，拥有 51500 公里运营网络，6700 台机车，遍及美国 28 个州和加拿大 2 个省，每年运送超过 500 万个集装箱和拖车，为世界最大的铁路多式联运承运公司。

UPS 最看重的是铁路运输的可靠性，和 BNSF 合作大量运送隔夜快递包裹。随着 BNSF 管理系统技术的提升，可靠性与快捷性不断提高，双方在探讨更重货物的运输合作。越来越多的物流甚至航空公司都在加强与铁路网的合作。最近几年铁路运输费率不断上升，仅 2005 年就大涨 9%，为 20 年来最大涨幅。

国外的研究表明，客运每公里能耗，飞机是城际列车的 3 倍，小汽车是城际列车的 6 倍；货运每公里能耗，卡车是火车的 8 倍。BNSF 认为，只要油价高于 25 美元，铁路运输就有比较成本优势。

由于铁路采用高新技术，重载列车牵引重量不断增加，最高平均牵引重量达 3.9 万吨。自 1980 年全面发展重载运输以来，铁路货运占美国货运市场份额从 1980 年的 35% 增加到 2000 年的 41%，车辆平均载重增加了 15.1%，虽然运价已降至每吨公里 1.6 美分，运行成本却下降了 60%，线路维修成本下降了 42%，

劳动生产率提高了 2.71 倍。

在人工上，两个铁路工人就可以驾驶 9000 英尺长的火车，而运输同样的重量却需要 300 个卡车司机驾驶 300 辆卡车。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1092	1482	1723	2061
货币资金	553	940	1253	1548
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	122	97	97	105
其他应收款	4	6	5	5
存货	395	411	346	377
非流动资产	1557	1584	1577	1608
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	60	56	57	57
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	1416	1450	1455	1487
在建工程	2	1	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	56	54	51	49
资产总计	2650	3066	3301	3669
流动负债	183	261	197	220
短期借款	40	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	49	46	40	43
其他	95	215	157	176
非流动负债	14	10	11	11
长期借款	0	0	0	0
其他	14	10	11	11
负债合计	197	271	208	230
股本	1004	1004	1004	1004
资本公积	459	459	459	459
未分配利润	773	1074	1329	1626
少数股东权益	1	3	4	5
股东权益合计	2452	2795	3093	3438
负债及权益合计	2650	3066	3301	3669

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	295	402	417	470
折旧和摊销	161	129	148	170
资产减值准备	1	8	-4	3
无形资产摊销	2	2	2	2
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	8	-14	-22	-28
投资损失	-4	-3	-3	-3
少数股东损益	1	1	1	1
营运资金的变动	162	-109	-11	22
经营活动产生现金流量	319	614	560	589
投资活动产生现金流量	-212	-140	-149	-197
融资活动产生现金流量	-310	-87	-99	-97
现金净变动	-203	388	312	295
现金的期初余额	915	553	940	1253
现金的期末余额	712	940	1253	1548

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1523	1609	1483	1624
营业成本	995	952	824	890
营业税金及附加	57	60	57	62
销售费用	29	31	28	31
管理费用	47	50	46	50
财务费用	8	-14	-22	-28
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	4	3	3	3
营业利润	389	533	553	622
营业外收入	4	17	1	1
营业外支出	3	17	1	1
利润总额	390	533	553	622
所得税	95	130	134	151
净利润	295	403	418	471
少数股东损益	1	1	1	1
归属母公司净利润	295	402	417	470
EPS (元)	0.29	0.40	0.42	0.47

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	-3.6%	5.7%	-7.8%	9.5%
营业利润增长率	-3.9%	36.9%	3.8%	12.6%
净利润增长率	4.7%	36.4%	3.8%	12.6%
盈利能力(%)				
毛利率	34.7%	40.8%	44.5%	45.2%
净利率	19.3%	25.0%	28.1%	28.9%
ROE	12.0%	14.4%	13.5%	13.7%

偿债能力(%)

资产负债率	7.4%	8.8%	6.3%	6.3%
流动比率	5.96	5.67	8.76	9.39
速动比率	3.80	4.10	7.00	7.67

营运能力(次)

资产周转率	0.55	0.56	0.47	0.47
应收帐款周转率	14.06	11.83	11.79	12.55

每股资料(元)

每股收益	0.29	0.40	0.42	0.47
每股经营现金	0.27	0.61	0.56	0.59
每股净资产	2.44	2.78	3.08	3.42

估值比率(倍)

PE	24.65	18.07	17.41	15.46
PB	2.96	2.60	2.35	2.11

投资评级说明

行业评级 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐 电话: 021-38565929 Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍 电话: 021-38565916 Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉 电话: 021-38565911 Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜 电话: 021-38565936 Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华 电话: 021-38565933 Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜 电话: 021-38565936 Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦 电话: 021-38565941 Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱 电话: 021-38565915 Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。