

分析师： 吴云英 (8621)68751160 wuyy@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120001

联系人： 姜捷 (8621)68751781 jiangjie@cjsc.com.cn

高分红在即，改革慢行凸显中长期投资价值

事件描述

近日我们调研了大秦铁路，重点就以下问题与公司管理层进行了沟通：

1. 铁路改革的实施进度，以及改革的基本思路
2. 公司量价提升空间和提升时点
3. 多经业务对公司业绩的影响
4. 资产注入的意向

事件评论

第一，铁路改革慢行，运能释放为先

任何一个行业的改革都不是自己主导的，从铁道部出发肯定是不愿意放弃垄断权的，所以改革只有通过政府自上而下的推行。此次铁路改革旨在理顺铁道部和各个铁路局的管理权限，基本思路是：政企分开，打破垄断，引入竞争；就是把一部分权利还给铁路局，形成市场经营主体。

铁路改革势在必行，但到目前为止还没哪个更好的方案出台，每个方案都有严重缺陷，全路改革会议从3月一直延后至6月。铁路向来是收支两条线，成本比较真实，但运输收入清算不清晰，均交由铁道部统一分配，比如太原-广州途径7-8个铁路局，每个铁路局的付出很清楚，但收入不透明。当初之所以拿大秦和广深铁路做改革是因为这两条都是尽头线，比较好算，太原就是纯粹的装车，但像北京那样的中间线，基本都呈交叉状，要算明白有多少钱是自己的就很困难，所以当前各铁路局首先需要把资产理顺。

诚然，铁道部当前政企不分的体系缺陷很大，但优势也很大，一是提升谈判过程中的议价能力，国外企业像西门子和通用要进中国铁路市场必须和铁道部谈、和南北车合作；二是建设能力强，铁道部资产负债率攀升至58%，但银行依然肯贷款，原因就在于铁道部依靠的是国家，但若成立公司的话，谁都没有办法支撑这么大的铁路建设投资，像大西高铁1000-1200亿元总投资，而且初期还看不到效益，银行不会给贷款；三是通过铁道部保持高度集中统一的安排和调度，才能满足国民经济发展所急需的产品运输，提高整体运输效率。所以，铁路究竟怎么改、改到什么程度还是需要研究的事，尤其铁路是大工业产物，300公里以上的运输才能出效益，小规模放权意义不大，从铁道部此次主动驱动的放权改革，规避主体化的图定客货列车运营权，而只选择新开线路所透露出的不充分决心来看，改革还有很长的路要走。

铁路改革固然要往前走，但当前核心问题是解决铁路运能，因为高度发达的铁路网是实现中西部发展、承接沿海经济向内陆转移的前提，而且运能的提升也能增加铁路客货盈利能力，所以铁路将保持适度超前发展，未来五年 2.8 万亿元铁路建设投资的拉动效应将非常明显。

第二，今年大秦线争取实现 4.5 亿吨运量，运价上调需看 CPI 走势

公司拥有和谐号机车 400 台和货车 3 万多辆，24 小时不停开行，日行 99 对列车，间隔时间 10-15 分钟，机车周转时间 1.25 天。先进的自动化装卸作业令装满一节车煤炭的时间仅需 56 秒，以这样的速度装满 2 万吨的整列可以把时间缩短在 100 分钟内。装车过程是煤炭从洗煤厂通过皮带直接抵达装车点，装车点有一个缓冲仓一个定量仓，缓冲仓大概有 300 吨的量，定量仓是 100 吨的量，通过定量仓往位于定量仓下面的列车车皮里装煤，之后在湖东站编组，通过大秦线直接运到秦皇岛港。公司每年 4 月和 9 月大秦铁路都会进行例行的铁路检修（开天窗），分别为 30 天和 15 天，平时每月日常检修 3 天，检修期间，从上午 6-9 点，大秦铁路列车停开。大秦铁路非天窗的日均运量约 130 万吨，天窗期的日均运量约 100 万吨。今年，通过增开 2 万吨列车，可以实现全年 4.4-4.5 亿吨运量水平。

铁路是否调价由发改委说了算，短期受 CPI 上行压力影响，提价预期不强，待物价稳定后，不排除国铁货物运价和电气化附加费上调可能。

第三，多经业务短期贡献有限

大秦铁路的核心竞争优势是重载运输，如果放弃核心竞争优势去做地产、贸易、物流和旅游只能产生边际效应。而且多经业务只有在资源、人才和技术储备都允许的情况下才可以做。其实每个铁路局都有上百家多经企业，太原铁路局也不例外，煤炭贸易和旅游公司全有，只不过没装进大秦。下一阶段，大秦铁路将致力于拓展主业衍生服务，实现从“站对站”到“门对门”的全程物流模式，预计将提供一定的业绩增量，但短期对主业影响不大。

第四，大秦铁路将成为西北和华北地区的融资平台

铁道部融资平台中，大秦铁路将作为西北和华北地区的整合者。由于盛部长刚上台不久还没到讨论收购方案的阶段，而就市场对于收购后对公司盈利减弱的担忧，我们认为通过低价收购和既有线运能提升，可以资产收购对业绩的增厚。

第五，低估值+高分红+中长期增长空间较大，维持“推荐”评级

短期来看，大秦铁路的主要特点是高安全边际和高分红，公司 2011 年 PE 不足 10 倍；2010 年每股现金分红 3 毛 5（分红在即），对应股息率 3.74%（税后），2011 年分红收益率有望提升至 5%。中长期来看，在高铁基本建成后改革将变得日趋重要，因为如何使线路营运赚钱、如何提高内部效益届时都要通过改革来解决，这不是技术和速度能够解决的。所以即使改革进度缓慢，但未来政企分开的推进和深化将不断把铁路推向新高峰，驱动铁路行业估值提升。考虑到大秦铁路提价预期、多经业务的壮大、外延式扩张与朔黄铁路 3.5 亿吨扩能，我们认为公司的中长期投资价值显著，维持“推荐”评级。

分析师介绍

吴云英，南开大学数学学士，经济学硕士，长江证券研究部首席分析师，研究领域为航运和港口。

姜捷，同济大学工商管理学士，法国兰斯高商金融学硕士，研究领域为公路、铁路和物流。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。