

铁路运输 III

李超

0755-82026813

lichao@cjis.cn

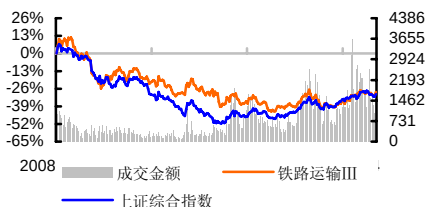
评级调整： 维持评级

行业基本资料

上市公司家数	5
总市值 (亿元)	1656
占 A 股比例 (%)	0.89%
平均市盈率 (倍)	28.47

行业表现

(%)	1M	3M	6M
铁路运输 III	8.70	18.09	2.48
上证综合指数	3.95	23.99	43.52



相关报告

《铁路行业 2009 年二季度投资策略：增长明确与估值优势并重》2009-3-30

《铁龙物流：铁路集装箱运输腾飞时代的领跑者》2009-3-26

《广深铁路：穿越珠三角迈向全国的客运走廊》2009-3-3

《铁路行业 2009 年投资策略：投资和改革双引擎开始加速》2008-12-18

《大秦铁路：煤炭运输动脉、盈利能力稳固》2008-11-21

铁路运输行业

看好

2009 年 3 月份运营数据点评

近日铁道部及相关部门陆续公布了交运行业 3 月份的运营数据，无论交运行业整体还是铁路行业，均展现出客运放缓、货运回暖的趋势。建议投资者继续重点关注行业成长空间广阔、业绩增长可预期性较强、一季报表现出色的广深铁路和铁龙物流。

投资要点：

■ **交运行业整体表现：客运增速高位回落、货运出现转暖迹象。**①一季度全社会客运周转量同比增长 5.57%。3 月份同比增长-0.77%，环比增长-12.53%，同比和环比增速均从高位大幅回落，我们分析这主要是春节之后长途旅游和探亲流的下降造成的，一般来说春节之后都会出现这一现象。②一季度货运整体表现不佳，同比增长-7.67%。3 月份与去年同期持平，但环比增长 21.75%，转暖迹象明显。目前仍难以确认宏观经济是否已经走出谷底，货运业务的表现仍需继续观察。

■ **铁路行业：铁路客运在交运行业整体中表现最差、货运强劲反弹。**①一季度铁路客运整体表现和去年同期持平，增长 0.01%。3 月份铁路客运周转量增速大幅回落，同比和环比分别增长-13.89%和-30.37%，成为拖累全社会客运周转量表现不佳的最主要因素。我们对铁路客运 2002 年以来的时间序列数据分析后发现，每年一季度即春运期间各个月份间波动都比较大，从 4 月份开始会进入较平稳的增长阶段。我们预期从第二季度开始铁路客运周转量会恢复到一个正常的增长水平。②一季度铁路货运周转量同比增长-3.02%，跌幅比去年四季度有所收窄。3 月份同比增长 1.7%，环比增长 29.25%，同比和环比数据强劲反弹。虽然能否持续还有待观察，但我们分析底部特征已经比较明显。

■ **维持行业“看好”评级。**由于我国铁路运力长期紧张，且短期内不会得到根本缓解，铁路运输需求的波动与铁路运输量之间有一定的缓冲空间。我们分析在宏观经济不明朗的情况下，除煤炭运输会受到较大扰动外，客运和其他货物运输量仍能保持温和增长。由于我国能源消费对煤炭严重依赖，煤炭运输的这种短期波动根本不会改变相关公司的长期投资价值。我们维持“看好”的行业评级。

■ **建议投资者重点关注“广深铁路”和“铁龙物流”。**①2008 年广深城际和长途车客运量分别同比增长 29.76%和 7.73%，成为公司收入增长的主要来源。09 年一季度除货运业务外，各项客运业务也均有不同程度的增长，行业发展空间广阔。②2008 年特种集装箱业务受益提价，收入持续增长。目前公司积极增加散装水泥箱和罐式集装箱，并在 3 月份与中石化普光公司签订了硫磺运输协议。09 年一季度收入同比增长 21.9%，净利润增长 35.49%。核心业务增长的可预期性相当强。③2008 年公司煤炭运输业务受到宏观经济影响出现较大波动。未来煤炭运输行业虽长期向好，但大秦线的潜能挖掘将遭遇瓶颈，将来运力会长期停滞在 4 亿吨规模，公司股票的债券性质愈发明显。

股票代码	股票名称	08EPS	09EPS	10EPS	11EPS	08PE	09PE	10PE	11PE	投资评级
601333	广深铁路	0.17	0.21	0.23	0.26	28.6	23.1	21.1	18.7	推荐
600125	铁龙物流	0.29	0.33	0.36	0.38	27.4	24.1	22.1	20.9	推荐
601006	大秦铁路	0.51	0.44	0.50	0.56	18.9	22.0	19.3	17.2	推荐

一、交运行业：客运增速高位回落、货运出现转暖迹象

3 月份全社会旅客周转量同比增长-0.77%，环比增长-12.53%，同比和环比增速均从高位大幅回落，我们分析这主要是春节之后长途旅游和探亲流的下降造成的，一般来说春节之后都会出现这一现象。整个第一季度客运周转量同比增长了 5.57%，这也反映出客运对宏观经济的敏感性更弱一些。

图 1：全社会客运周转量月度同比增速

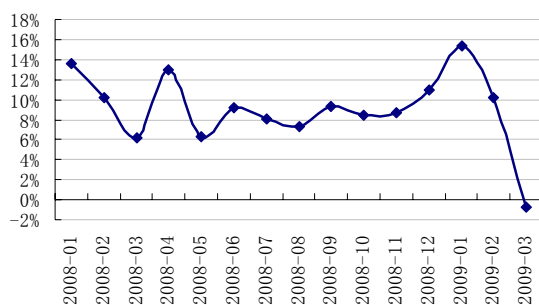
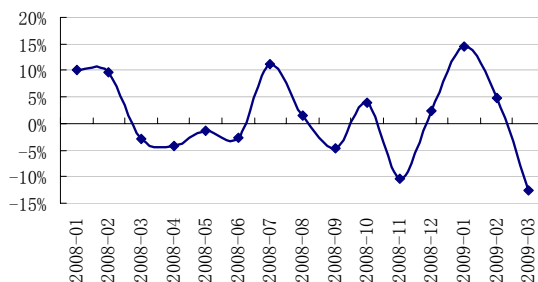


图 2：全社会客运周转量月度环比增速



资料来源：Wind、中投证券研究所

货运业务与宏观经济走势密切相关，受到宏观经济影响较大。3 月份全社会货运周转量与去年同期持平，环比增长 21.75%。虽然一季度整体表现不好，同比增长-7.67%，但转暖迹象明显。由于目前仍难以确认宏观经济是否已经走出谷底，货运业务的表现仍需继续观察。

图 3：全社会货运周转量月度同比增速

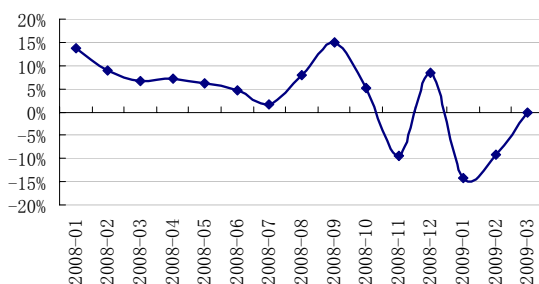
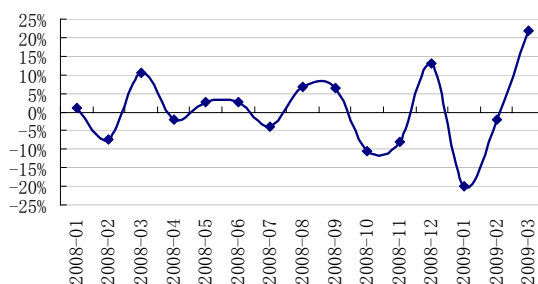


图 4：全社会货运周转量月度环比增速



资料来源：Wind、中投证券研究所

二、铁路行业：客运在行业中表现最差、货运强劲反弹

3 月份铁路客运周转量增速大幅回落，成为拖累全社会客运周转量表现不佳的最主要因素。同比和环比分别增长-13.89%和-30.37%。一季度整体表现和去年同期基本持平，同比增长 0.01%。我们分析铁路客运 2002 年以来的时间序列数据后发现，每年一季度即春运期间各个月份间波动都比较大，从 4 月份开始会进入较平稳的增长阶段。我们预期从第二季度开始铁路客运周转量会恢复到一个正常的增长水平。

图 5：铁路客运周转量月度同比增速

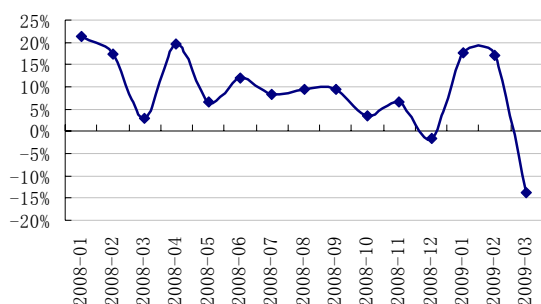
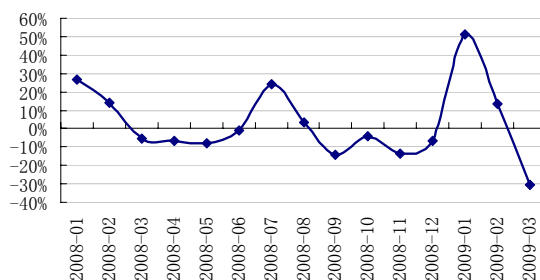


图 6：铁路客运周转量月度环比增速



资料来源：Wind、中投证券研究所

图 7：公路客运周转量月度同比增速

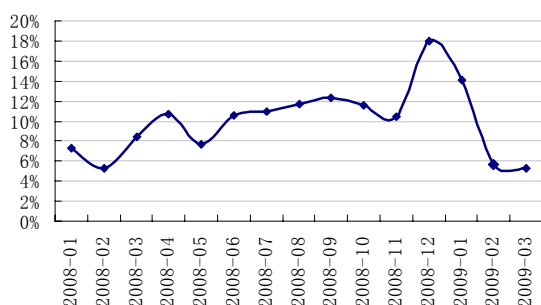
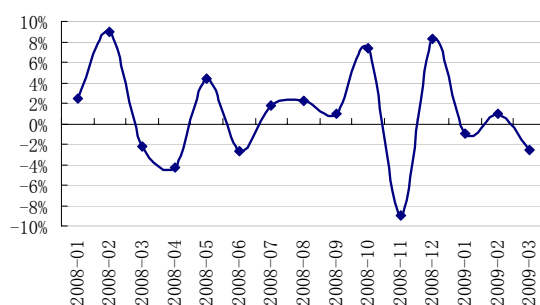


图 8：公路客运周转量月度环比增速



资料来源：Wind、中投证券研究所

图 9：民航客运周转量月度同比增速

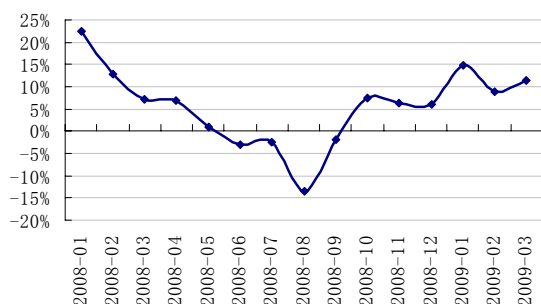
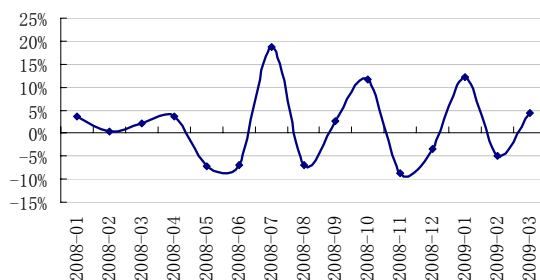


图 10：民航客运周转量月度环比增速



资料来源：Wind、中投证券研究所

3 月份铁路货运周转量同比增长 1.7%，环比增长 29.25%，同比和环比数据强劲反弹，整个一季度同比增长-3.02%。虽然能否持续还有待观察，但我们分析底部特征已经比较明显。

图 11: 铁路货运周转量月度同比增速

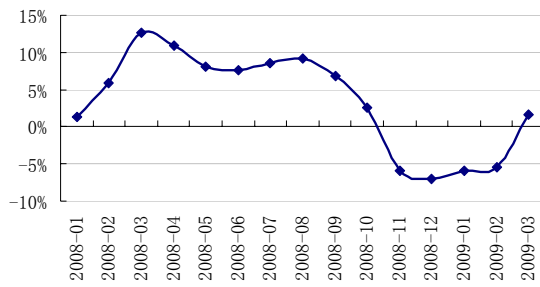
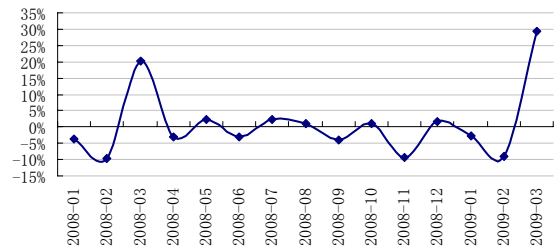


图 12: 铁路货运周转量月度环比增速



资料来源: Wind、中投证券研究所

由于我国铁路运力的一半都是用于煤炭运输,而煤炭消费的一半是用于火力发电,发电量变动成为分析铁路运输变动的重要指标。3 月份火电发电量同比和环比增速分别为-5.37%和 17.81%,同比虽有下滑,但环比仍延续了 2 月份的反弹趋势。

图 13: 全国总发电量月度同比增速

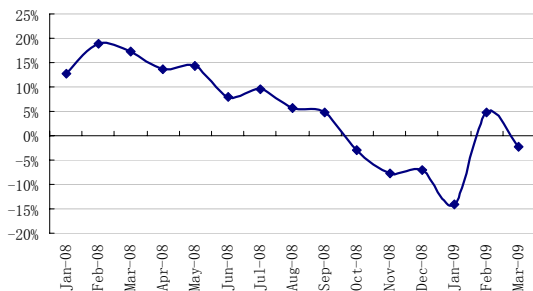
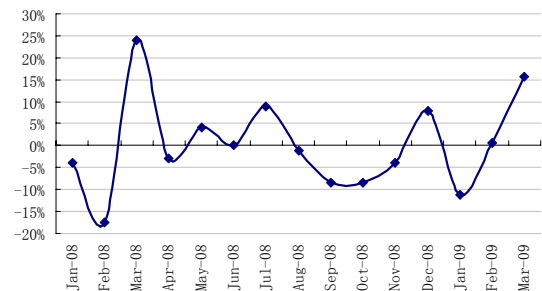


图 14: 全国总发电量月度环比增速



资料来源: 华通数据、中投证券研究所

图 15: 全国火电发电量月度同比增速

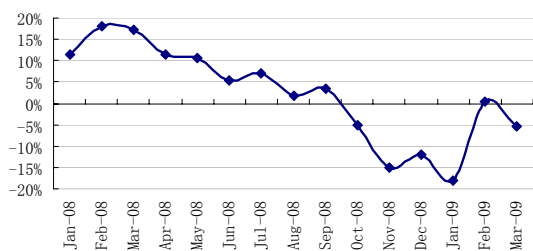
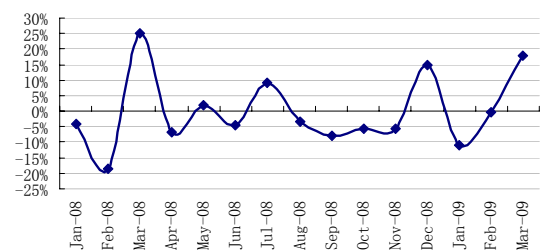


图 16: 全国火电发电量月度环比增速



资料来源: 华通数据、中投证券研究所

同时,3 月份全国直供电厂和重点港口的煤炭库存继续降低,已经达到正常水平。3 月份铁路煤炭运输量同比和环比增长了-6.45%和 9.54%。我们分析,随着港口和电厂煤炭去库存的基本完成,未来铁路煤炭运输量有望与火电发电量同步变动。

图 17: 全国直供电厂煤炭库存变动趋势

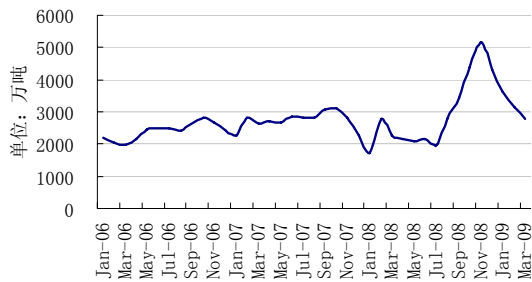
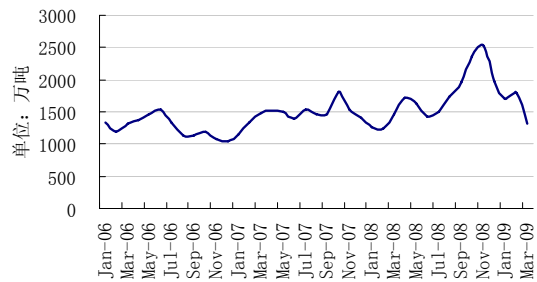


图 18: 全国重点港口煤炭库存变动趋势



资料来源: 中国煤炭资源网、中投证券研究所

图 19: 全国铁路煤炭运量月度同比增速

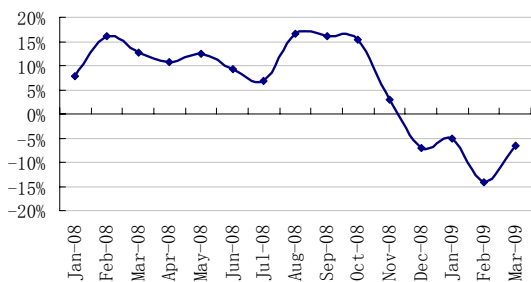
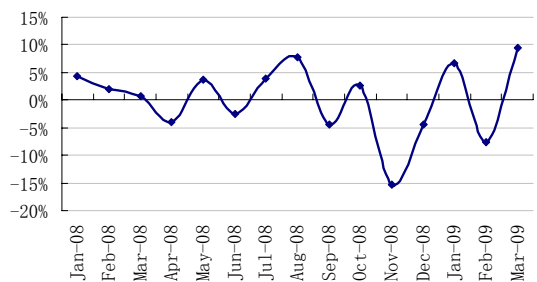


图 20: 全国铁路煤炭运量月度环比增速



资料来源: 中国煤炭资源网、中投证券研究所

三、公司：建议重点关注广深铁路和铁龙物流

3.1 广深城际和长途车是公司增长的主要动力

2008 年广深城际和长途车客运量分别同比增长 29.76%和 7.73%，成为公司营业收入增长的主要来源。直通车旅客发送量增长-2.85%，货物发送量和接运通过量分别增长-11.59%和 2.58%。从业务结构来分析，广深城际和长途车仍是公司直接收入的主要来源，合计占比 56%，在公司收入结构中的比重提高了 5 个百分点。

由于广深四线和动车组逐渐转入固定资产，折旧费用开始上升，2008 年全年折旧费用同比增长了 17.39%。同时，公司收购广坪段后人工工资福利成本也有所提高，全年增长了 13.18%。预计未来两年随着四线工程全部转入固定资产，公司折旧费用仍有小幅增加，成本的增加将影响公司业绩的表现。

2009 年一季度除货运业务外，公司各项客运业务均有不同程度的增长。城际列车旅客发送量增长了 7.54%，直通车增长了 6%，长途车增长了 4%；货运发送量和货运接运量分别增长了-20%和-20.4%。预计未来两年，广深城际可保持 7.5%左右的增长率，长途车业务增速在 5%-7%之间。受行业竞争和经济下滑影响，直通车和货运业务将会出现不同程度的负增长，但对公司整体盈利能力影响有限。

预计公司 2009 到 2011 年的营业收入分别为 120.4 亿、126.3 亿和 134.5 亿，年均增长 4.8%。净利润分别为 14.7 亿、16.3 亿和 18.1 亿，每股收益分别为 0.21、

0.23 和 0.26 元，年均增长 14.3%。公司目前股价是 2009 年 EPS 的 23 倍，短期估值基本合理。鉴于铁路行业发展的广阔前景和公司货运业务提价的预期，我们维持“推荐”的投资评级，建议关注长期投资价值。

图 21: 2007 年公司业务收入构成

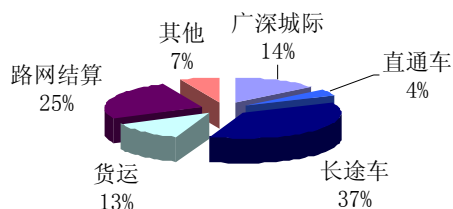
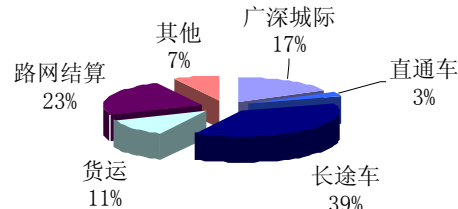


图 22: 2008 年公司业务收入构成



资料来源：公司资料、中投证券研究所

图 23: 广深铁路季度收入变动趋势

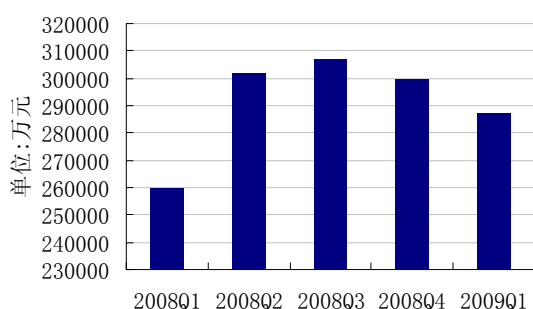
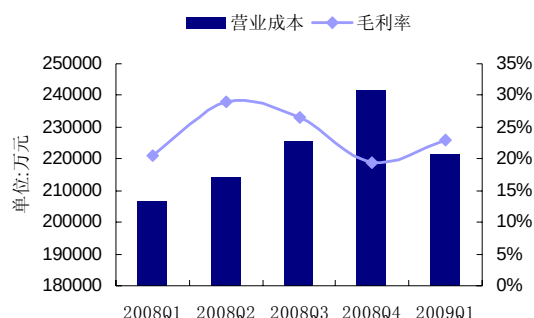


图 24: 广深铁路季度毛利率变动趋势



资料来源：公司资料、中投证券研究所

图 25: 广深城际旅客发送量月度变动趋势

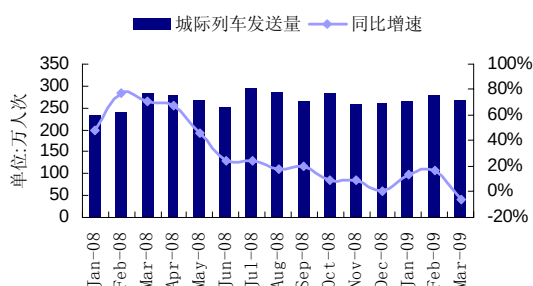
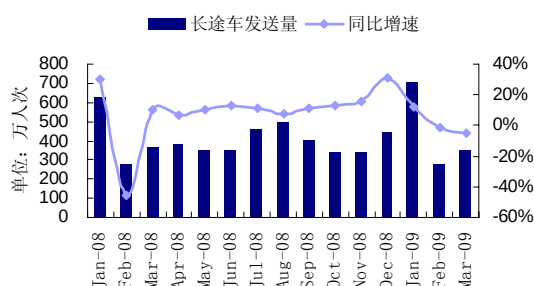


图 26: 长途车旅客发送量月度变动趋势



资料来源：公司资料、中投证券研究所

图 27: 直通车旅客发送量月度变动趋势

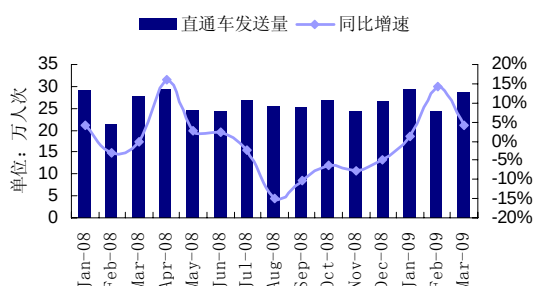
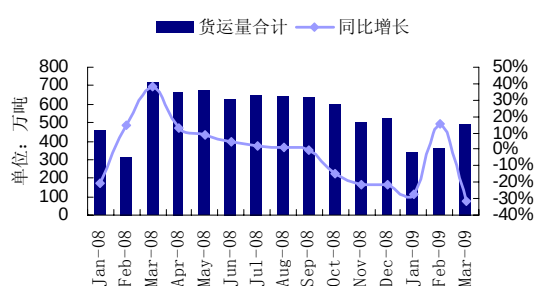


图 28: 货物合计运量月度变动趋势



资料来源：公司资料、中投证券研究所

3.2 铁龙物流核心业务增长的可预期性较强

2008 年特种集装箱业务受益提价，收入持续增长。去年化肥出口关税上调后，干散货箱的需求严重萎缩，全年完成特种箱发送量 39 万 TEU，较去年同期 39.5 万 TEU 同比下降 1.23%。由于从去年 8 月份开始铁路集装箱使用费统一上调了 30%，特种箱收入仍实现了 11.7% 的增长。

随着沙鲅铁路扩能工程竣工，08 年铁路货运及临港物流收入创历史最好水平。沙鲅线去年 10 月份完工后，运能开始逐步释放，08 年完成货物到发量 3780 万吨，比去年同期增加了 600 万吨，同比增长 18.9%。与此同时，临港物流收入也大幅提高。该部分业务营业收入同比增长 61.4%。

房地产业务是造成公司业绩波动的主要因素。受房地产市场调整影响，这部分业务收入从 2007 年的 7.1 亿下降到 2008 年的 3.7 亿，下滑比例接近 50%。这是造成公司整体收入同比下降的主要因素。目前公司开发的“动力院景”项目第三期还有约 7 万平米没有转化为收入。

展望 2009 和 2010 年，核心业务将快速发展，房地产业务逐步淡出。①公司积极开拓特种集装箱市场，从去年底到今年将陆续有 1500 只水泥箱和 1000 只框架式罐箱上线运营；同时今年 3 月份与中石化普光公司签订了硫磺运输协议，公司在今年将为该项目投入 2500 只干散货箱，预计 2009-2010 年特箱发送量可保持稳步增长。②随着沙鲅铁路运力的逐步释放，预计未来两年货物到发量和临港物流业务可持续保持高速增长。③至于房地产业务，由于市场还不明朗，在未来仍是扰动公司业绩的主要因素，我们分析随着核心业务的发展壮大，房地产业务将日渐式微。

公司 2009 年一季度已经表现出良好的成长性，营业收入同比增长 21.9%，净利润增长 35.49%。我们分析公司 2009-2011 年的营业收入分别为 15.6 亿、17 亿和 17 亿，归属于母公司的净利润分别为 3.3 亿、3.6 亿和 3.7 亿，每股收益分别为 0.33、0.36 和 0.38 元。维持“推荐”的投资评级，6-12 个月目标价格为 9 元，对应 2009 年 27 倍市盈率和 3.2 倍市净率。

图 29：铁龙物流季度收入变动趋势

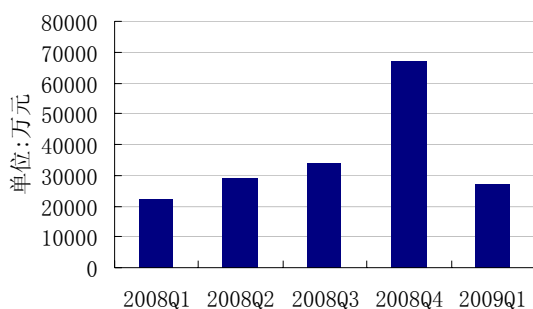
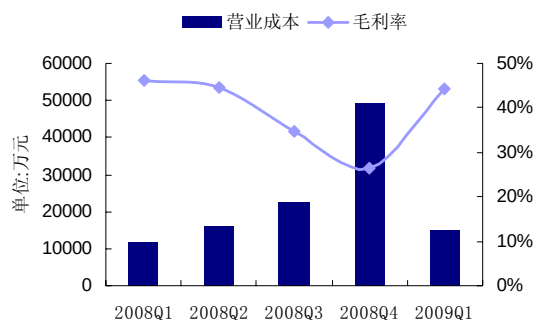


图 30：铁龙物流季度毛利率变动趋势



资料来源：公司资料、中投证券研究所

3.3 大秦铁路面临运量下滑和折旧增加的双重压力

2008 年公司煤炭运输业务受到宏观经济影响出现较大波动。前三季度大秦

线累计完成运输量 2.58 亿吨，同比增长 15.9%；但从第四季度，宏观经济开始放缓、电煤需求急剧下滑，第四季度大秦线完成运输量 8700 万吨，同比仅增长 1.3%，增速明显回落。2009 年第一季度延续了去年第四季度的情况，营业收入 48.5 亿元，同比下降 12%；净利润 14.6 亿，同比减少 30.01%。

影响公司业绩的除运量增速放缓外，还有 4 亿吨扩能改造的投资开始陆续转入固定资产，公司折旧从 2007 年的 16.9 亿大幅上升到 08 年的 24.8 亿，增幅高达 46.7%，未来两年仍将小幅增加。

我们分析随着宏观经济的逐渐回暖、发电量的回升以及电厂、港口煤炭去库存化的完成，尤其是秦皇岛港煤炭库存已经从去年 11 月份 870 万吨的高位下降到目前 320 万吨的历史低位，未来大秦线煤炭运输量有望跟随宏观经济和发电量而出现同步波动。即大秦线将从过去几年受运力瓶颈所限一直开足马力运输的格局，转变到以下游需求为主导的增长局面。

展望未来，虽然煤炭运输行业长期向好，但我们认为大秦线的潜能挖掘将遭遇瓶颈，将来的运力会长期停滞在 4 亿吨规模。我们认为公司制定的 2009 年 3.1 亿吨的目标有些保守，我们上调 1000 万吨到 3.2 亿吨。我们分析 2010-2011 年的运输量分别为 3.5、3.8 亿吨，2012 年实现 4 亿吨的终极目标。

在运量下滑和折旧增加压力下，2009 年将成为公司业绩低点。我们预计 2009-2011 年的营业收入分别为 211 亿、229 亿和 246 亿，净利润分别为 57 亿、65 亿和 73 亿，每股收益分别为 0.44、0.50 和 0.56 元。公司目前股价 9.33 元，是 2009 年 EPS 的 21.2 倍，短期估值基本合理。鉴于公司在西煤东运中的战略地位和稳固的盈利能力，我们维持“推荐”的投资评级，建议关注长期投资价值。

图 31：大秦铁路季度收入变动趋势

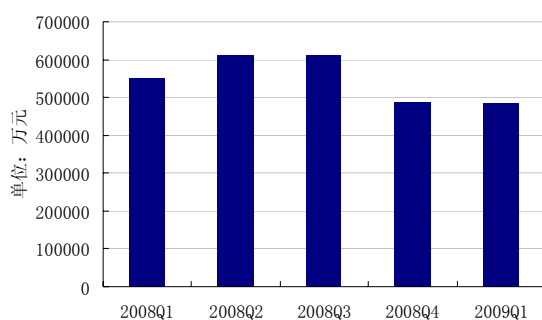
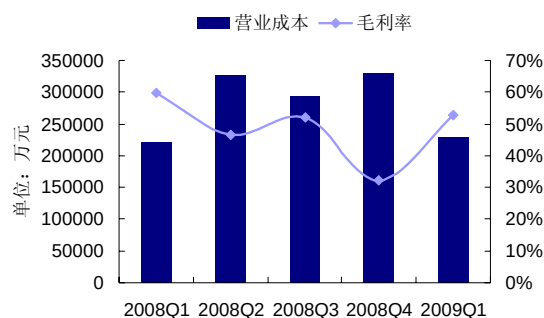


图 32：大秦铁路季度毛利率变动趋势



资料来源：公司资料、中投证券研究所

图 33：秦皇岛港煤炭运输量月度变动趋势（截至 3 月）

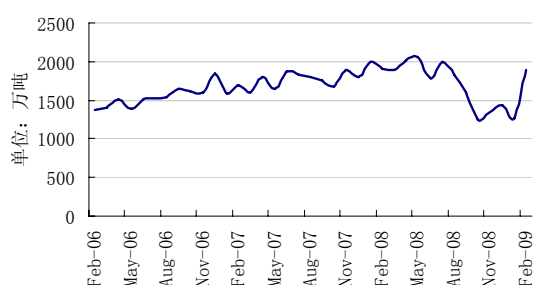
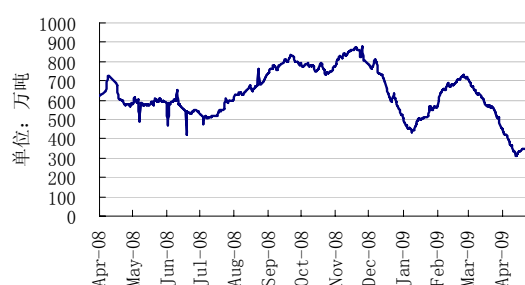


图 34：秦皇岛港煤炭库存量单日变动趋势（截止 4 月）



资料来源：中国煤炭资源网、中投证券研究所

3.4 同行业上市公司估值水平比较

表 1: 铁路运输类上市公司估值水平

市场	股票代码	公司名称	股价 09/4/27	货币	P/E				P/B			
					07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E
国内	601333 CH	广深铁路	4.65	CNY	47.00	23.37	21.14	19.06	2.98	1.47	1.42	1.36
	600125 CH	铁龙物流	7.61	CNY	37.37	24.47	22.06	20.24	4.06	2.82	2.56	2.32
	601006 CH	大秦铁路	9.33	CNY	54.39	16.69	15.89	14.47	8.04	2.93	2.67	2.53
中值					47.0	23.4	21.1	19.1	4.1	2.8	2.6	2.3
香港	66 HK	港铁公司	19.72	HKD	19.52	19.72	18.31	16.66	1.6	1.10	1.06	1.04
	525 HK	广深铁路	3.40	HKD	28.30	17.00	16.83	15.53	1.8	1.11	1.05	1.01
中值					23.91	18.4	17.6	16.1	1.7	1.1	1.1	1.0
日本	9020 JP	东日本铁道	5110	JPY	19.67	12.75	10.78	10.32	2.01	1.11	1.04	0.99
	9021 JP	西日本铁道	297200	JPY	19.17	11.27	16.86	13.19	1.64	0.88	0.86	0.82
	9022 JP	东海旅客铁道	541000	JPY	11.75	8.72	11.33	9.15	1.84	1.04	0.98	0.90
中值					19.2	11.3	11.3	10.3	1.8	1.0	1.0	0.9
北美	BNI US	伯灵顿北方	67.14	USD	13.53	12.80	11.22	10.09	2.45	1.98	1.94	1.91
	CSX US	CSX 公司	30.97	USD	12.90	10.82	9.54	8.36	2.11	1.48	1.38	1.32
	NSC US	诺福克南方	37.79	USD	10.97	11.36	9.95	9.12	1.92	1.44	1.42	1.41
	UNP US	联合太平洋	49.13	USD	13.71	12.54	10.89	9.91	2.01	1.57	1.50	1.48
	CNR CN	加拿大国家	49.44	CAD	11.69	13.48	12.14	11.17	1.94	2.05	1.91	1.91
	CP CN	加拿大太平洋	42.85	CAD	15.94	13.92	11.65	10.58	1.55	1.03	0.97	0.92
中值					13.2	12.7	11.1	10.0	2.0	1.5	1.5	1.4

资料来源: Bloomberg、中投证券研究所

表 2: A 股高速公路类上市公司估值水平

股票代码	公司名称	股价 (09/4/27)	P/E				P/B			
			2007A	2008E	2009E	2010E	2007A	2008E	2009E	2010E
000900.SZ	现代投资	16.24	10.99	9.64	9.13	7.43	2.07	1.84	1.74	1.64
000916.SZ	华北高速	4.16	14.55	15.78	15.57	14.62	1.20	1.26	1.17	1.10
600012.SH	皖通高速	4.91	15.74	12.11	12.62	11.74	1.76	1.49	1.37	1.27
600033.SH	福建高速	5.88	13.90	10.16	10.74	10.81	2.42	2.13	2.01	1.92
600035.SH	楚天高速	4.74	16.48	13.82	11.51	10.03	1.89	1.76	1.54	1.36
600269.SH	赣粤高速	9.89	10.52	10.80	10.20	9.30	1.84	1.63	1.46	1.30
600350.SH	山东高速	5.02	14.51	12.49	10.54	9.36	2.03	1.85	1.69	1.55
600377.SH	宁沪高速	5.83	18.34	17.59	16.19	14.50	1.87	1.84	1.79	1.72
600548.SH	深高速	5.14	16.63	18.32	16.60	12.08	1.54	1.48	1.42	1.34
中值			14.55	12.49	11.51	10.81	1.87	1.76	1.54	1.36

资料来源: Wind、中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

李超, 中投证券研究所交通运输行业分析师。南京大学管理学硕士, 2008 年加入中投证券研究所。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518048 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434