

铁路运量正在稳步回升中

铁路公路行业 09 年 8 月月报

报告关键点：

- 经济增长不如去年和运输淡季，导致6月份铁路客运周转量低增长。预计7、8月份，学生往返校高峰期到来，客运量可能有所回升。
- 铁路货运量正在稳步回升中，维持铁路行业“领先大市-A”评级
- 下半年，东部地区收入增长可能要好于中西部，维持公路行业“同步大市-A”评级

报告摘要：

- 铁路：
- 经济增长不如去年和运输淡季，导致6月份客运周转量同比下滑8.9%。09年6月，铁路旅客发送量为1.2亿人，同比增长0.5%，旅客周转量为545.8亿人公里，同比下滑8.9%。从各铁路局客运量看，广铁集团旅客发送量和周转量下滑明显，分别同比下滑6.7%、8.9%。我们推测，沿海地区铁路客运量下滑，导致铁路整体客运量增长缓慢。6月份是铁路运输淡季，目前经济并没有恢复到去年同期水平，因此铁路客运量偏低。而去年6月份，包含了端午小长假，导致去年同期基数偏高。因此6月份铁路客运周转量下滑严重。7、8月份，是学生来回学校的高峰期，预计7、8月份旅客发送量和周转量可能有所回升。
- 铁路货运量正在稳步回升。09年6月，铁路货运发送量为2.7亿吨，同比下降1.5%；货运周转量为2019.8亿吨，同比下降5.7%。国铁煤炭运量为1.1亿吨，同比下滑0.4%；煤炭日均装车辆为5.4万车/日，同比下滑1.15%。虽然铁路货运量和货运周转量同比增长率仍然为负值，但是近几个月在逐步回升。随着经济回暖，铁路运输货种需求回升，预计未来几个月，铁路货运量和货运周转量继续稳步回升。
- 铁路行业“领先大市-A”。受益于经济复苏，下半年铁路客运量、货运量将逐渐恢复。中长期来看，随着铁路建设的加快和不断的提速，铁路的市场份额可能逐渐扩大。运量回升和国铁提价预期，对上市公司股价有一定的催化作用，因此维持铁路行业“领先大市-A”投资评级。建议关注大秦铁路。
- 公路：
- 车流量正在恢复，但增幅较小。大多数路段在6月份，通行费收入增长率有一定的回升。但是通行费收入增长幅度并不明显，大都在-15%到15%以内。09年6月份和上半年的数据显示，高速公路车流量的增长仍然有明显的区域特征，即东部地区车流量的增长要明显低于中西部地区高速公路。
- 下半年，东部地区路段收入增长有望好于中西部地区。高速公路车流量自去年3季度开始出现系统性下滑，对比各高速公路，东部地区下滑的幅度要高于中西部地区，在08年4季度尤为明显。根据安信宏观小组的观点，中国经济已经处于“V”型右侧的快速恢复中。因此，我们认为随着经济的回暖，高速公路的车流量和通行费收入也正在恢复中。从外需的情况看，越来越多经济体显示企稳的迹象，中国出口增速已基本稳定下来，6月份甚至出现小幅回升的局面。因此，我们判断，随着外需的逐渐企稳，东部区域路段的车流量有望恢复稳定的增长，并可能逐渐回升。在去年同期低增长的情况下，下半年东部地区高速公路收入的增长有望好于中西部地区。
- 公路行业“同步大市-A”。目前，高速公路行业09年的动态市盈率均值为20倍。虽然整个板块的估值偏低，但是由于高速公路行业成长空间有限，整个行业缺乏上涨的催化剂，因此维持高速公路行业“同步大市-A”投资评级。四川成渝是高速公路板块中，唯一成长性比较明确的公司。但是其09年的动态市盈率接近36倍，目前的估值远高于行业平均水平，短期缺乏估值优势。

运输

同步大市-A

上次评级

同步大市-A

铁路运输

领先大市-A

公路与铁路

同步大市-A

报告日期

2009-08-03

首选股票

目标价

评级

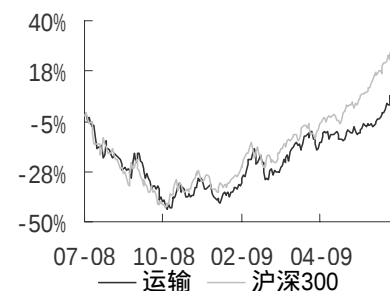
601006

大秦铁路

12.5

增持-A

12 个月行业表现



研究员

彭倩

助理行业分析师

021-68765110

pengqian@essence.com.cn

前期研究成果

铁路：运量回升，存在补涨空间

2009-07-08

公路：车流量可能正在恢复

2009-06-16

公路：经济减速影响仍然明显，未来车流量有望触底回升

2009-04-08

1. 铁路：领先大市，关注大秦铁路

1.1. 经济增长不如去年和运输淡季，导致 6 月份客运周转量下滑 8.9%

09 年 1 到 6 月份，铁路旅客发送量为 7.5 亿人，同比增长 5.1%，旅客周转量为 3904.3 亿人公里，同比下降 0.3%。09 年 6 月，铁路旅客发送量为 1.2 亿人，同比增长 0.5%，旅客周转量为 545.8 亿人公里，同比下滑 8.9%。

从主要铁路局的客运量情况看，大型铁路局中，上海铁路局、广铁集团的旅客发送量和旅客周转量在 6 月份都出现了下滑，广铁集团下滑的幅度尤为明显，客运量和客运周转量分别同比下滑 6.7%、8.9%。中型铁路局中，太原、武汉、西安铁路局的旅客周转量同比下滑 2% 左右，南昌铁路局的客运周转量下滑 7.3%。

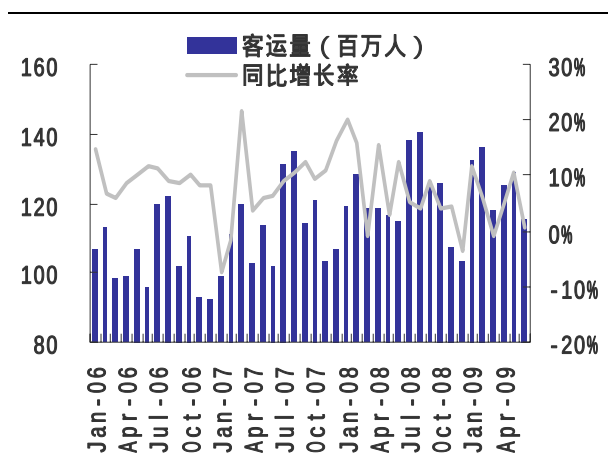
从公司运营数据看，广深铁路 6 月份的客运量同比下滑 9.5%，其中城际列车、直通车、长途车客运量分别同比下滑 5.6%、5.6%、12.6%。根据从公司了解的信息，我们认为造成客运量下滑的因素有两方面。首先，去年的 6 月份包含了一个端午小长假，造成去年同期客运量偏高，而 09 年 6 月份没有任何节日，6 月份是铁路运输的淡季，造成铁路客运量偏低。其次，广深铁路的各线路中，长途车 6 月份下滑的幅度最大。长途车中，农民工占有较大的比重。虽然目前经济在恢复中，但是广东地区的开工率并没有恢复到以前的水平，农民工的出行意愿降低。在去年高基数和淡季的情况下，广深铁路各线的客运量都出现了下滑。

广铁集团主要管辖广东、湖南、海南境内的铁路资产，这些铁路上的旅客群体与广深铁路长途车的旅客群类似。从客运量规模看，广铁集团的旅客发送量仅次于上海、沈阳、北京。而 6 月份，广铁集团客运量和客运周转量下滑的幅度要高于全国铁路平均值，说明沿海地区铁路客运量的下滑，导致了全国整体铁路客运量和客运周转量增长缓慢。

综合来看，我们认为随着经济的回暖，铁路客运量在逐渐的恢复过程中，但是由于经济并没有恢复到去年的水平，因此铁路客运量增长较慢。而在运输淡季，以及去年基数偏高的情况下，铁路客运量 6 月份下滑的幅度比较明显。

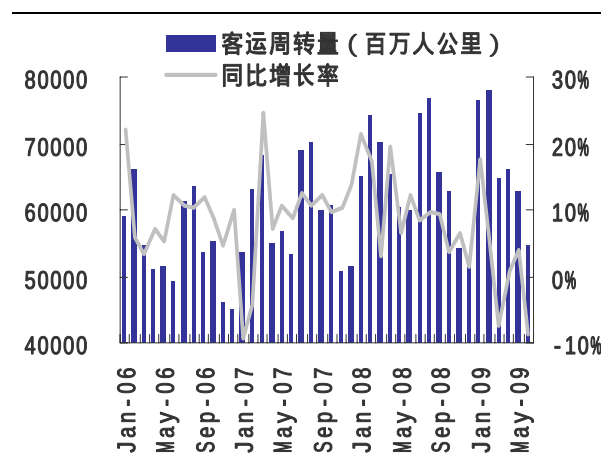
纵观 09 上半年每月的客运量情况，3 月份是铁路运输的淡季，也出现了客运量和客运周转量的下滑，由此也印证 6 月份，铁路客运周转量同比下滑，是季节性因素所致。7、8 月份，是学生来回学校的高峰期，预计 7、8 月份旅客发送量和周转量可能有所回升。

图 1 铁路客运量及增长率



数据来源：铁道部 安信证券研究中心

图 2 铁路客运周转量及增长率



数据来源：铁道部 安信证券研究中心

表 1:主要铁路局 6 月份客运量和客运周转量

	旅客发送量 (万人)	同比增长率	旅客周转量 (亿人公里)	同比增长率
哈尔滨	858	-2.52%	20	4.98%
沈阳	1,594	4.99%	56	1.46%
北京	1,429	4.23%	74	6.09%
太原	392	3.50%	10	-2.93%
呼和浩特	167	9.35%	8	10.03%
郑州	561	1.69%	45	5.10%
武汉	522	1.63%	36	-2.23%
西安	401	4.10%	31	-2.82%
济南	468	5.43%	32	4.70%
上海	2,041	-1.71%	82	-1.41%
南昌	601	-1.55%	47	-7.33%
广铁集团	1,195	-6.71%	75	-8.92%
南宁	227	9.49%	14	4.08%
成都	830	-3.51%	33	0.58%
昆明	203	11.56%	5	-0.65%
兰州	187	17.63%	21	16.40%
乌鲁木齐	101	14.11%	11	10.00%
青藏公司	43	24.68%	5	68.31%

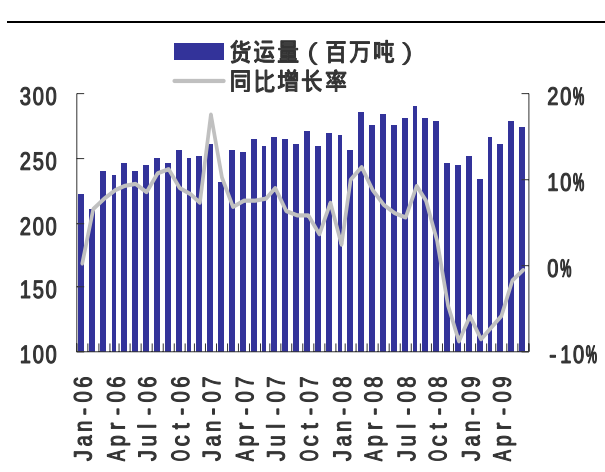
数据来源:铁道部

1.2. 铁路货运量正在稳步回升

09 年 1 到 6 月份,铁路货运发送量为 15.9 亿吨,同比下降 4.0%,货运周转量为 11952 亿公里,同比下降 5.1%。09 年 6 月,铁路货运发送量为 2.7 亿吨,同比下降 1.5%;货运周转量为 2019.8 亿吨,同比下降 5.7%。虽然铁路货运量和货运周转量同比增长率仍然为负值,但是近几个月在逐步回升。随着经济回暖,铁路运输货种需求回升,预计未来几个月,铁路货运量和货运周转量继续稳步回升。

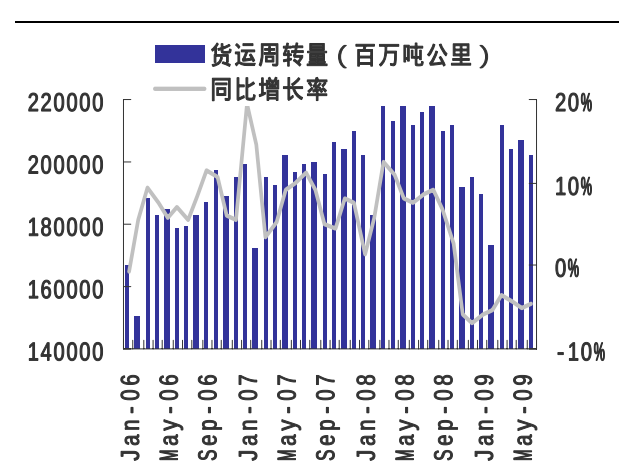
煤炭是铁路运输的主要货种。受经济回暖影响,近期铁路煤炭运输量显著回升:09 年 6 月,国铁煤炭运量为 1.1 亿吨,同比下滑 0.4%;煤炭日均装车量为 5.4 万车/日,同比下滑 1.2%。虽然国铁煤炭运量较去年同期仍然下滑,但是下滑的幅度在逐月缩小,增长率已经处于稳定的上升趋势中。

图 3 铁路货运量及增长率



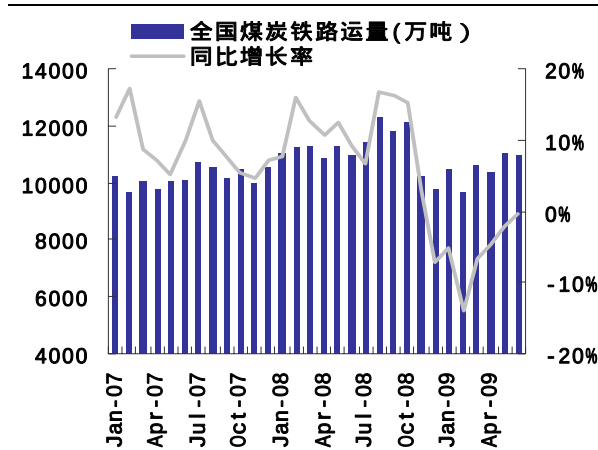
数据来源:铁道部 安信证券研究中心

图 4 铁路货运周转量及增长率



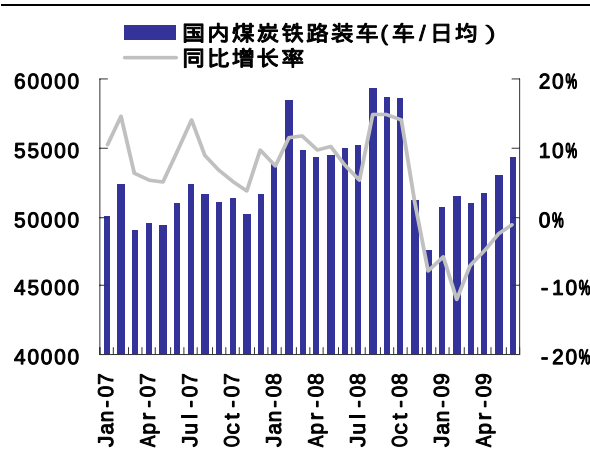
数据来源:铁道部 安信证券研究中心

图 5 国铁煤炭运量



数据来源：煤炭资源网 安信证券研究中心

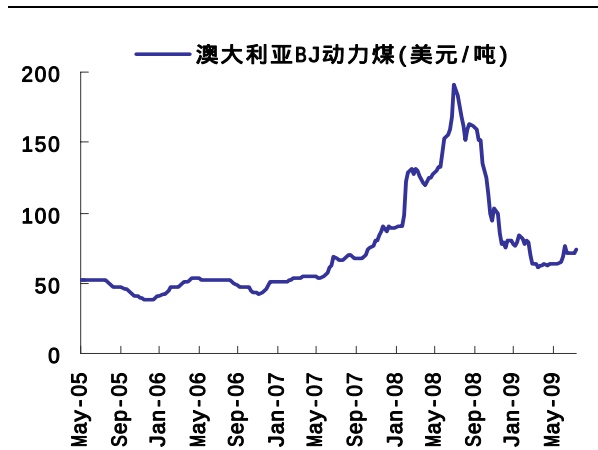
图 6 国铁煤炭装车量



数据来源：煤炭资源网 安信证券研究中心

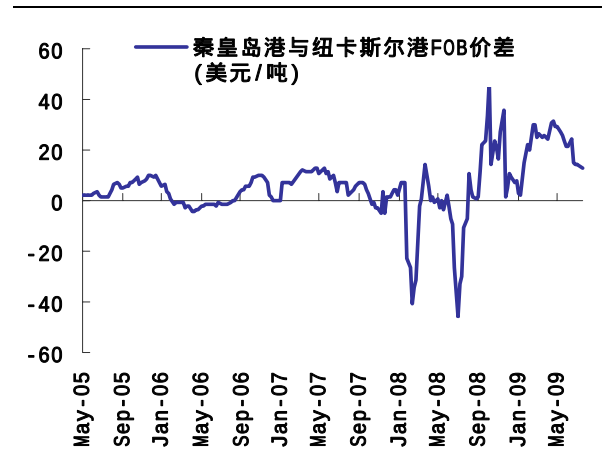
根据安信煤炭分析师的观点，澳大利亚的煤炭价格在中国需求的带动下，继续上涨，目前，价格已经攀升至 75 美元/吨，国内煤炭价格和澳大利亚的价差已经回落到 15 美元左右，考虑关税和海运费，国外的煤炭价格已经缺乏竞争优势，预计未来煤炭进口数将下降。煤炭的“进口替代”减少，北煤南运量增加，有利于铁路货运量的增长。

图 7 澳大利亚动力煤价格



数据来源：Bloomberg 安信证券研究中心

图 8 秦皇岛与纽卡斯尔港煤炭 FOB 价差



数据来源：Bloomberg 安信证券研究中心

1.3. 铁路行业“领先大市”，建议关注大秦铁路

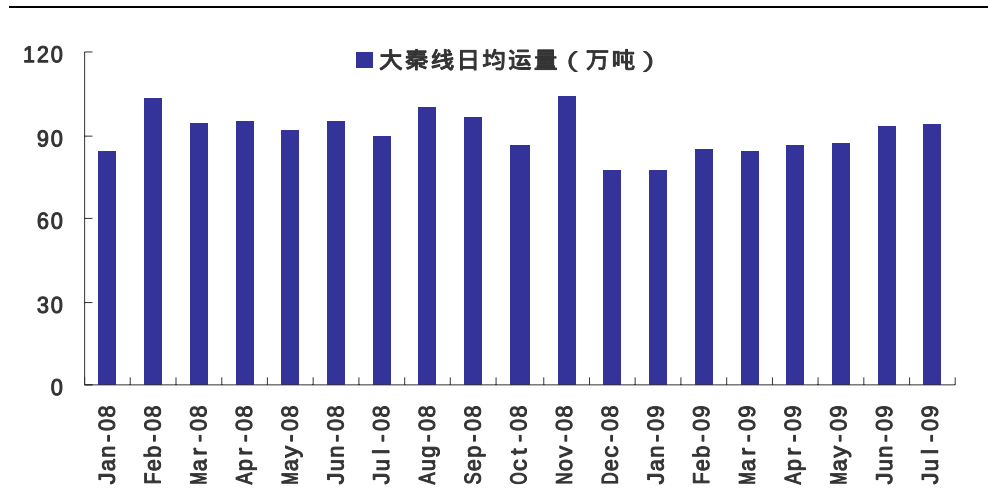
受益于经济复苏，下半年铁路客运量、货运量将逐渐恢复。中长期来看，随着铁路建设的加快和不断的提速，铁路可能逐渐吞噬一部分航空和公路的市场份额。09 年上半年，铁路的估值明显落后于沪深 300。09 年下半年，运量回升和国铁提价预期，对上市公司股价有一定的催化作用，因此维持铁路行业“领先大市-A”投资评级。

1.3.1. 大秦铁路

09 上半年，大秦线的煤炭运量约为 1.54 亿吨。据了解，大秦线 7 月份的日均煤炭运量为 94 万吨，大秦线的煤炭运量正在稳步上升。大秦线主要下水港秦皇岛港煤炭库存 7 月份开始下降。

受国内外价格“倒挂”的影响，上半年进口煤炭激增，挤压了内贸煤的市场份额。我们预计 7 月份起，煤炭“进口替代”状况可能会得到明显缓解。随着电力等下游行业复苏以及煤炭进口量减少，山西、内蒙等主要产煤区煤炭需求量将持续回升，从而带动大秦线运量的快速回升，并成为公司股价补涨的重要催化剂。维持 2009-2011 年 EPS0.43 元、0.52 元、0.58 元的盈利预测，维持“增持-A”投资评级。

图 9 大秦线煤炭日均运量



数据来源：公司数据 安信证券研究中心

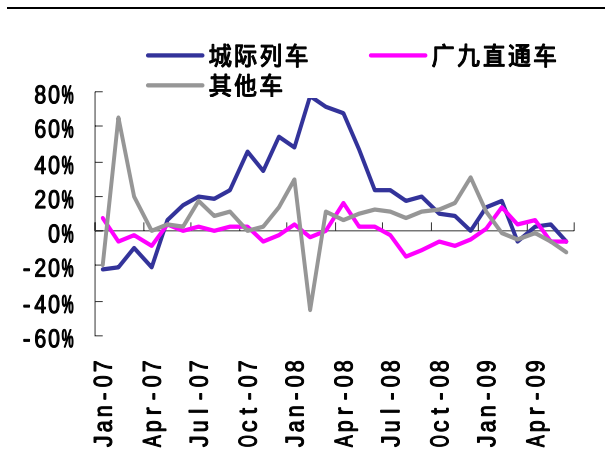
1.3.2. 广深铁路

6 月份，公司客运量为 570.8 万人，同比下滑 9.5%，其中城际列车、直通车、长途车客运量分别下滑 5.6%、5.6%、12.6%。上文中，我们指出，客运量同比下滑主要是季节性因素所致，随着 7、8 月份，学生往返学校高峰期到来，客运量可能将有所回升。

6 月份，公司货运量为 494.6 万吨，同比下滑 21.4%，其中货物接运到达量、货物接运通过量、货物发送量分别同比下滑 21.6%、32.7%、3.1%。预计 7、8 月份，货运量增长率可能继续是负值，但增幅可能逐渐收窄。

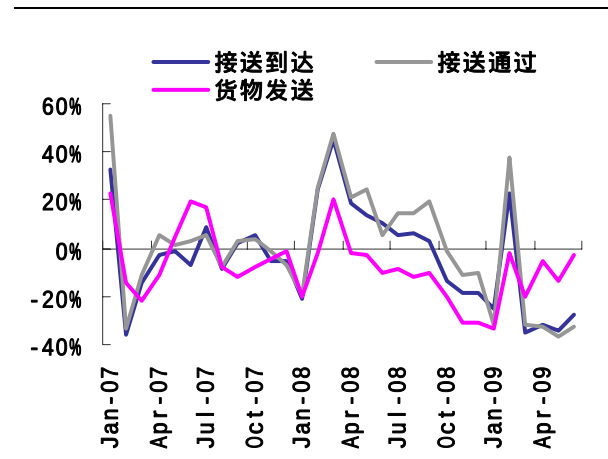
维持 09 年到 11 年的每股收益分别为 0.19 元、0.18 元、0.17 元的盈利预测，对应 09 年的 PB 为 1.6 倍，具有一定的安全边际，维持“增持 - B”投资评级。

图 10 广深各类型车客运量增长率



数据来源：公司数据 安信证券研究中心

图 11 广深货运量增长率



数据来源：公司数据 安信证券研究中心

2. 公路：同步大市

2.1. 6 月份多数路段收入在回升，但收入增长幅度较小

从各路段通行费收入增长率的趋势看，大多数路段在 6 月份，通行费收入增长率有一定的回升（详见附录 1 图）。但是通行费收入增长幅度并不明显，大都在 -15% 到 15% 以内。

在所有路段中，车流量比较差的是山东高速旗下的济青高速、济南黄河二桥。因受到黄河三桥分流的影响，济南黄河二桥近几个月的收入一直比较低靡，6 月份通行费收

入同比下滑了 39.8%。济青高速 6 月份的通行费收入同比下滑了 17.8%，低于我们的预期。据公司反映，目前济青高速周边并没有分流的道路，胶济铁路接近饱和，不会对进一步分流济青高速的车流量。我们推测，济青高速通行费收入低增长不会持续。

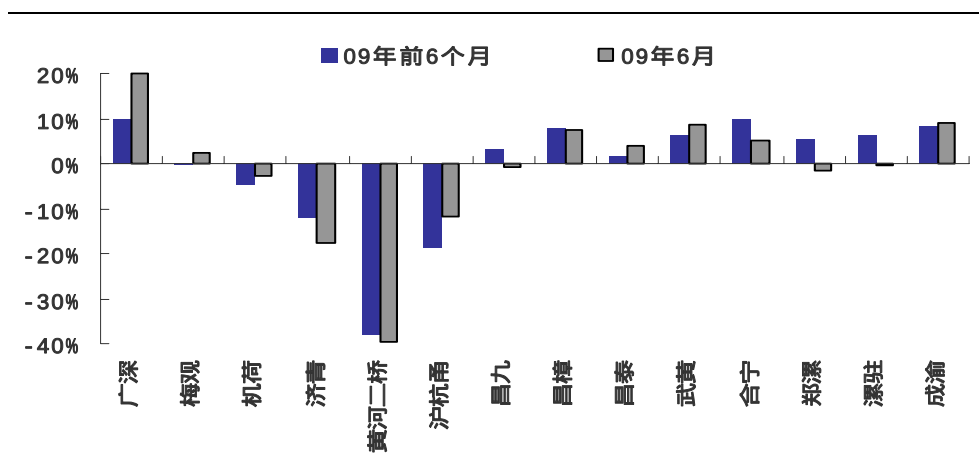
表 2：09 年 6 月个路段通行费收入增长率情况

类型	道路
通行费收入增长率大于 15%	广深、盐坝、九景、郑州黄河大桥
通行费收入增长率在 0 到 15%之间	梅观、阳茂、广梧、江中、昌樟、昌泰、合宁、武黄、成渝、成雅
通行费收入增长率在 - 15%到 0 之间	机荷、盐排、沪杭甬、昌九、高界、郑漯、漯驻
通行费收入增长率小于 - 15%	济青、济南黄河二桥

数据来源：安信证券研究中心

09 年 6 月份和上半年的数据显示，高速公路车流量的增长仍然有明显的区域特征，即东部地区车流量的增长要明显低于中西部地区高速公路。

图 12 典型道路通行费收入同比增长率

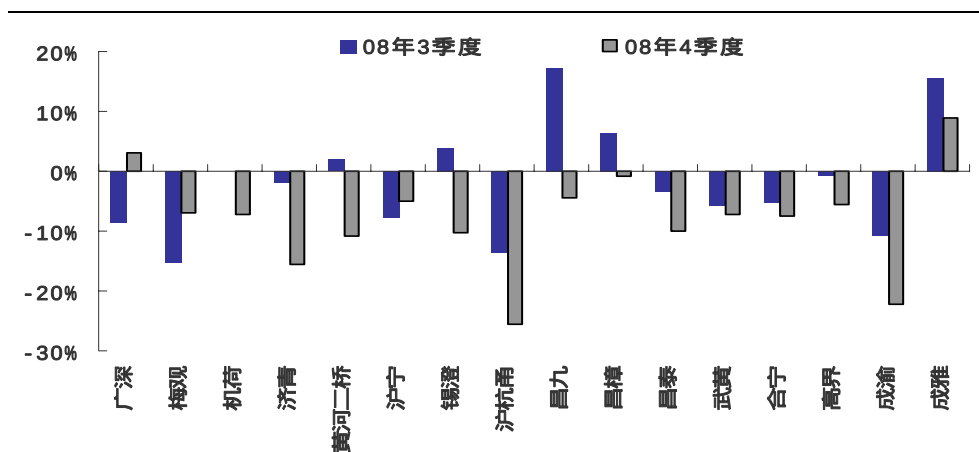


数据来源：公司数据 安信证券研究中心

2.2. 未来几个月，东部地区收入的增长可能要好于中西部地区

自去年 3 季度开始，由于宏观经济减速，高速公路的车流量都出现系统性的下滑。对比各高速公路，中西部地区的路段，除昌泰、成渝受到路网分流的影响外，其余道路通行费收入下滑的幅度要小于东部地区。东部地区道路收入的恶化在 4 季度尤为明显。

图 13 主要路段通行费收入同比增长率

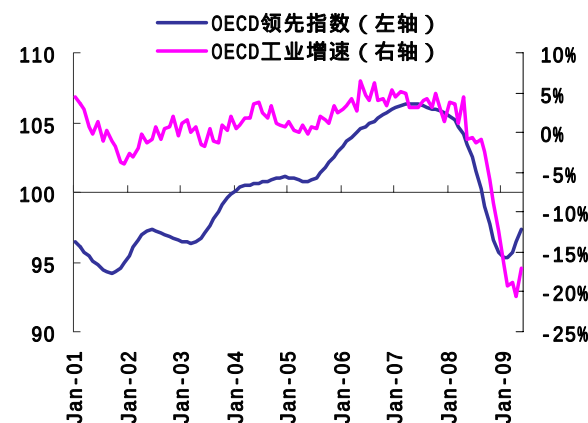


数据来源：公司数据 安信证券研究中心

注：沪宁、锡澄为车流量同比增长率

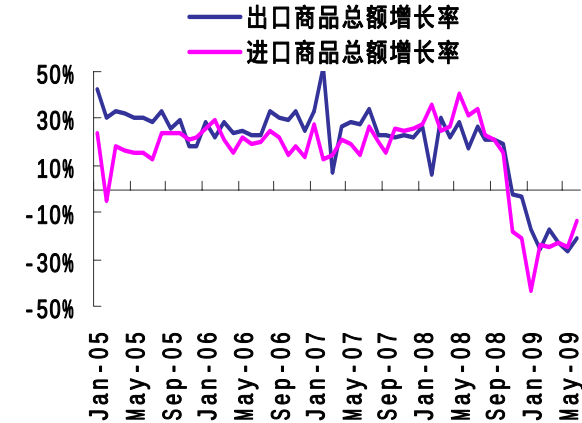
根据安信宏观小组的观点，中国经济已经处于“V”型右侧的快速恢复中。因此，我们认为随着经济的回暖，高速公路的车流量和通行费收入也正在恢复中。从外需的情况看，越来越多经济体显示启稳的迹象。OECD 领先指标和工业生产指数在今年 2 季度已经出现触底回升的局面，中国出口增速已基本稳定下来，6 月份甚至出现小幅回升的局面。因此，我们判断，随着外需的逐渐启稳，东部区域路段的车流量有望恢复稳定的增长，并可能逐渐回升。在去年同期低增长的情况下，下半年东部地区高速公路收入的增长有望好于中西部地区。

图 14 OECD 领先指数和工业增速



数据来源：Bloomberg 安信证券研究中心

图 15 中国进出口商品总额增长率



数据来源：CEIC 安信证券研究中心

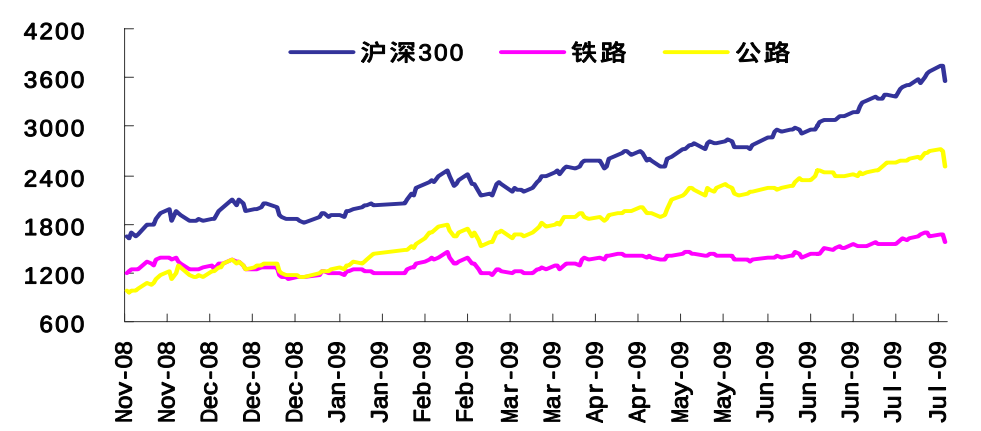
2.3. 增长空间有限，公路行业“同步大市”

目前，高速公路行业 09 年的动态市盈率均值为 20 倍。虽然整个板块的估值偏低，但是由于高速公路行业成长空间有限。在看好后市的背景下，整个行业缺乏上涨的催化剂，因此维持高速公路行业“同步大市 - A”投资评级。

随着外需的逐渐好转，东部地区路段的车流量有望逐渐回升。另一方面，去年下半年，东部地区路段车流量的基数偏低，因此，我们判断，自 3 季度开始到下半年，东部地区整体车流量的增长情况要好于中西部地区。可适当关注宁沪高速、山东高速。

四川成渝是高速公路板块中，唯一成长性比较明确的公司。但是其 09 年的动态市盈率接近 36 倍，目前的估值远高于行业平均水平，短期缺乏投资优势。

图 16 沪深 300 和铁路公路指数比较



数据来源：Wind 安信证券研究中心

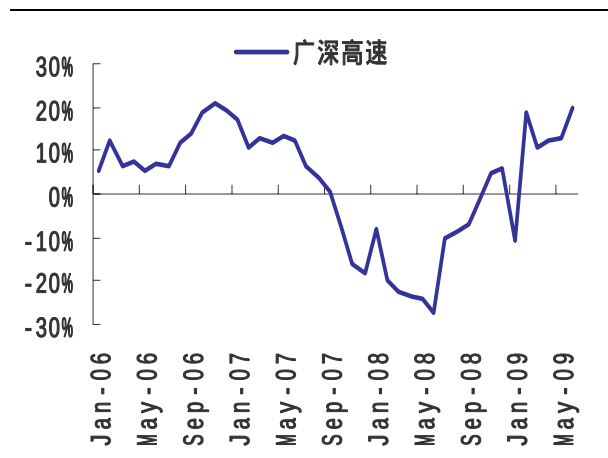
表 3：重点公司盈利预测和估值

铁路行业										
公司 名称	最新 评级	每股收益(元)			市盈率(X)			PB		现价 (2009.7.31)
		2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	
大秦铁路	增持-A	0.52	0.43	0.52	22	27	22	3.6	3.5	11.28
广深铁路	增持-B	0.17	0.19	0.18	31	28	29	1.7	1.6	5.30
铁龙物流	中性-A	0.29	0.31	0.34	28	26	24	3.2	2.9	8.05
公路行业										
公司 名称	最新 评级	每股收益(元)			市盈率(X)			PB		现价 (2009.7.31)
		2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	
宁沪高速	增持-A	0.31	0.33	0.37	21	19	17	2.0	1.9	6.41
山东高速	增持-B	0.37	0.31	0.36	16	19	16	2.2	2.1	5.82
赣粤高速	增持-A	0.94	0.87	0.92	12	13	13	1.7	1.6	11.73
四川成渝	中性-A	0.18	0.25	0.30	51	36	30	4.7	3.5	9.03
楚天高速	中性-A	0.32	0.34	0.41	17	16	13	1.9	1.7	5.49
皖通高速	中性-A	0.42	0.37	0.39	14	16	15	1.8	1.7	5.79

数据来源：安信证券研究中心

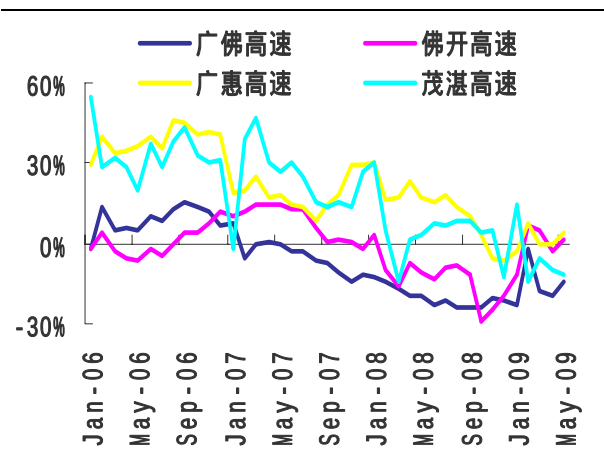
附录 1：主要公路公司运营数据

附图 1 广深高速通行费收入增速



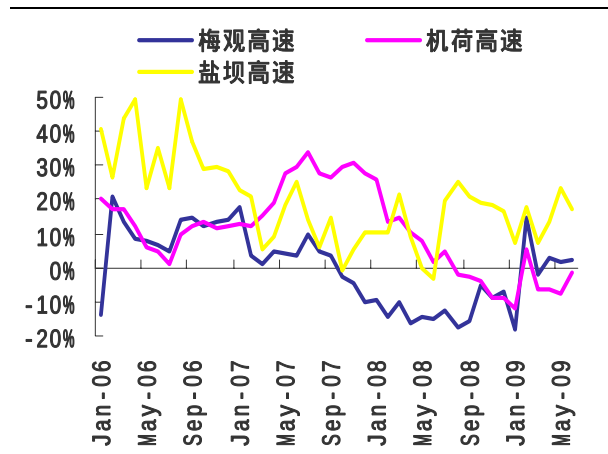
数据来源：公司数据 安信证券研究中心

附图 2 粤高速主要路段通行费收入增速



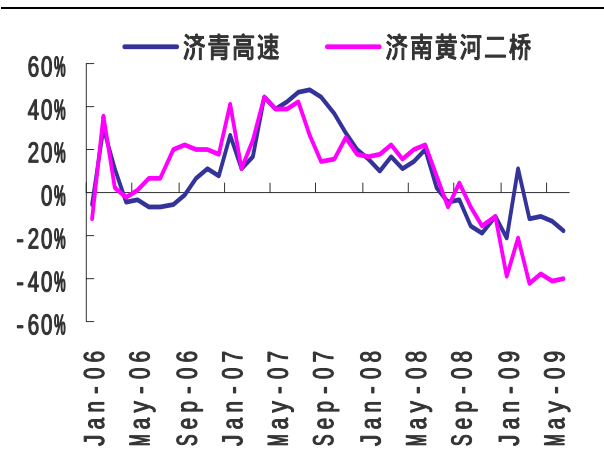
数据来源：公司数据 安信证券研究中心

附图 3 深高速主要路段通行费收入增长率



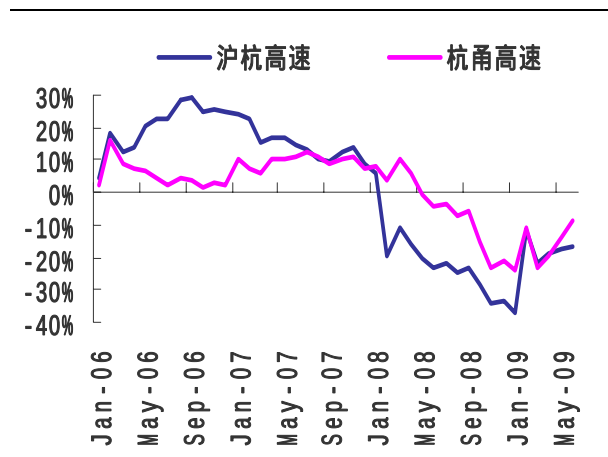
数据来源：公司数据 安信证券研究中心

附图 4 山东高速主要路段通行费收入增长率



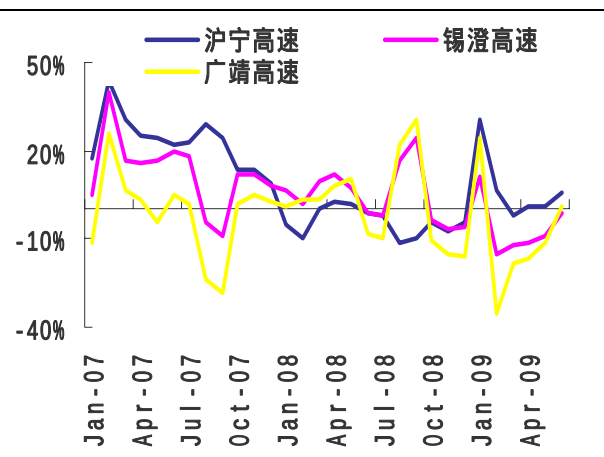
数据来源：公司数据 安信证券研究中心

附图 5 浙江沪杭甬主要路段通行费收入增长率



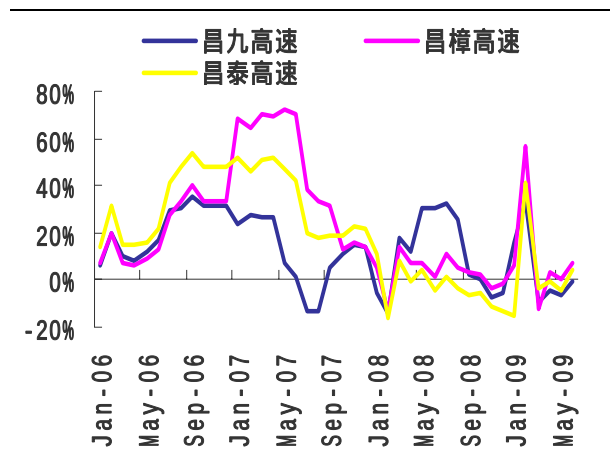
数据来源：公司数据 安信证券研究中心

附图 6 宁沪高速主要路段通行费收入增长率



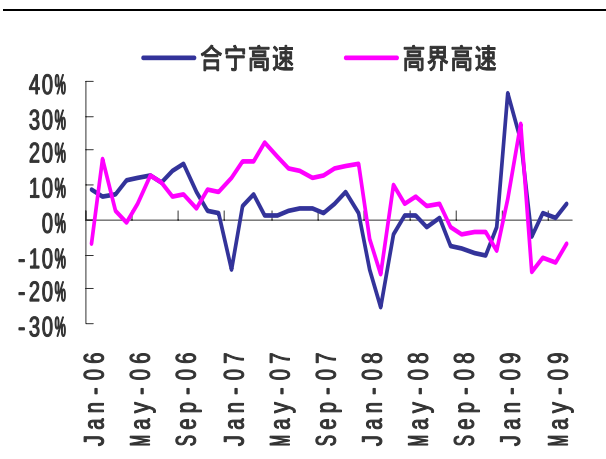
数据来源：公司数据 安信证券研究中心

附图 7 赣粤高速主要路段通行费收入增长率



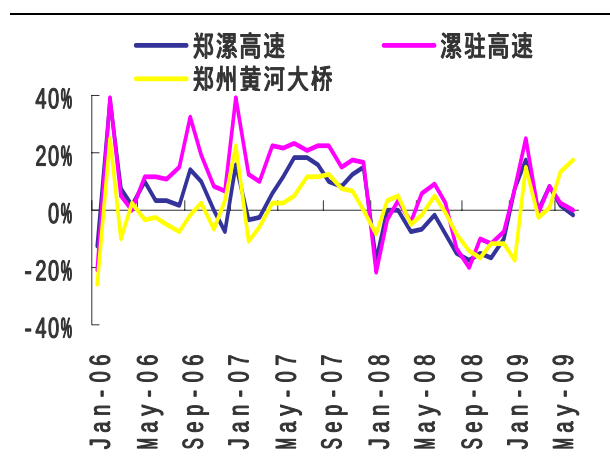
数据来源：公司数据 安信证券研究中心

附图 8 皖通高速主要路段通行费收入增长率



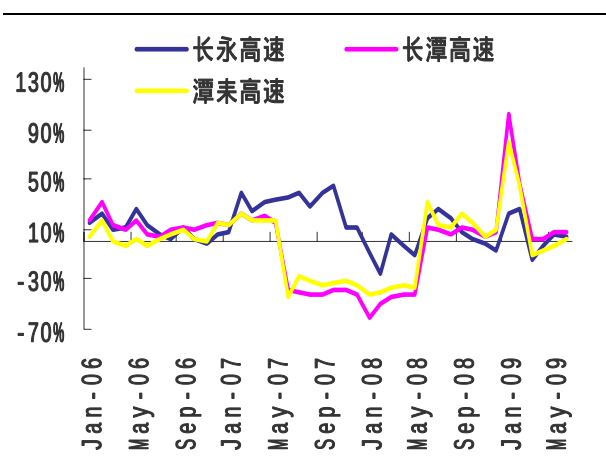
数据来源：公司数据 安信证券研究中心

附图 9 中原高速主要路段通行费收入增长率



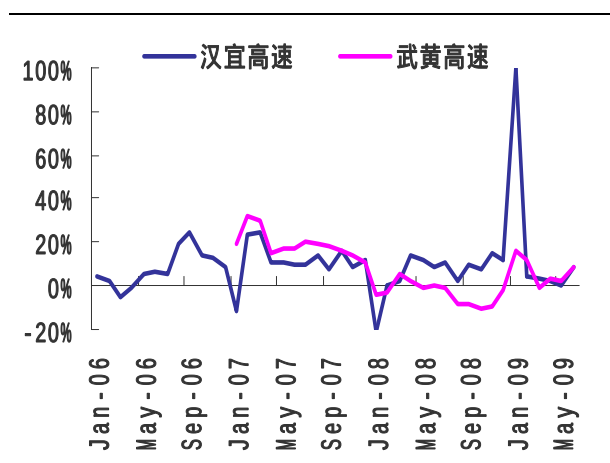
数据来源：公司数据 安信证券研究中心

附图 10 现代投资主要路段通行费收入增长率



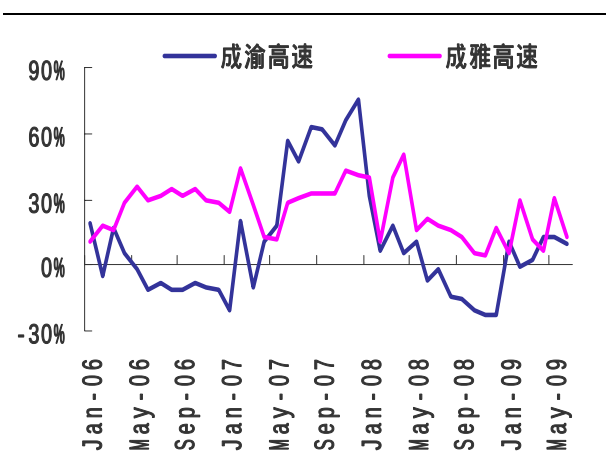
数据来源：公司数据 安信证券研究中心

附图 11 楚天高速主要路段通行费收入增长率



数据来源：公司数据 安信证券研究中心

附图 12 四川成渝主要路段通行费收入增长率



数据来源：公司数据 安信证券研究中心

作者简介

彭倩, 助理行业分析师, 华中科技大学财务管理学士, 金融工程硕士. 2007 年 7 月加盟安信证券.

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易, 并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有, 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。如引用发布, 需注明出处为安信证券研究中心, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10% 以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -10% 至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤

021-67865293

梁涛

021-68766067

张勤

021-68763879

周蓉

010-66581676

马正南

010-66581668

王远洋

0755-82558087

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essences.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.com.cn

凌洁

021-68765237

李国瑞

021-68763872

南方

021-68765206

李昕

010-66581689

潘琳

0755-82558268

张茜萍

0755-82558089

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034