

公路铁路：从“恢复”到“增长”

2010 年公路、铁路行业策略报告

报告关键点：

- 预计2010年高速公路行业车流量将加速增长，全年通行费收入增速有望在15%以上
- 预计铁路行业煤炭运量将持续正增长，行业存在资产注入预期
- 公路、铁路“领先大市-A”，首推大秦铁路、山东高速

报告摘要：

- 公路：**
- 低基数是近期收入快速增长的主因。** 三季度开始，主要上市公司通行费收入增长率在10%以上，10月份各公司通行费收入仍然保持高增长的趋势，增长率达到15%到20%。从2009年与2007年的复合增长率、以及2009年各季度环比看，收入增速在10%以内。典型道路货车的占比稳中有降。由此说明，近期通行费收入的高增长，主要是低基数因素所致。2009年三季度因经济增长带动车流量的增长，其实际增长率可能在5%以内。目前为止高速公路通行费收入增速仍有区域特征，即中西部地区增长快于东部地区。但是，相比一、二季度而言，这种差距在缩小。
- 预计2010年车流量将加速增长，全年收入增速有望在15%以上。** 2009以来，尤其是2009年上半年，虽然高速公路的车流量在恢复中，高速公路的通行费收入一直是负增长。表现为货车车流量的负增长和货车占比的下降，显示经济对车流量的负面影响一直存在。对比09年各季度通行费收入的同比、环比增幅，车流量的实际增速在加快，表明经济增长对车流量的贡献在加大。我们认为，在经济后复苏时期，经济对车流量的促进将愈益明显，2010年高速公路的车流量可能呈加速增长趋势。全年通行费收入平均增速有望在15%以上。
- 上调公路行业评级至“领先大市-A”。** 2009年以来高速公路车流量虽然在恢复，但是同比负增长，环比增速在5%左右，缺乏弹性，导致2009年整体涨幅落后大盘。预计2010年，在经济增长的动力下，高速公路车流量将加速增长，收入增幅有望在15%以上。目前行业整体估值偏低，存在补涨空间，因此上调高速公路行业评级至“领先大市-A”。建议关注赣粤高速、宁沪高速、山东高速。
- 铁路：**
- 预计铁路煤炭运量将持续正增长。** 2009年以来，铁路煤炭运量和装车量一直负增长。前10月，铁路煤炭运量同比下降4.7%，10月份，铁路煤炭运量同比下降2.3%。一方面与煤炭需求萎缩有关，另一方面与煤炭的“进口替代”有关。根据安信煤炭分析师的观点，2010年动力煤的需求增速要高于2009年，预计在10%左右。随着全球经济的复苏，2010年国际煤炭价格在逐渐回升，国内外煤炭的价差逐渐缩小，煤炭进口量将逐渐减少。预计2010年，铁路煤炭运量将持续正增长。
- 行业存在资产注入预期。** 从历年融资情况看，铁路建设的新增资金主要来自于贷款、中央投入、与地方政府企业合作。铁路建设仍需大量资金投入，面临资金压力，铁道部可能会进行权益融资。铁路行业存在资产注入预期。另一方面，现有铁路资产的盈利能力相当脆弱。铁路资产历年的ROE和ROA一直在下降，目前包含建设基金的ROE仅在4%左右。如何提高铁路资产的盈利能力，可能也将成为铁道部改革的一方面。
- 维持行业“领先大市-A”评级。** 我们认为2010年铁路货运量将持续回升，行业存在资产注入预期。因此，维持铁路行业“领先大市-A”评级，建议买入估值偏低的大秦铁路，建议关注存在资产注入预期的广深铁路、铁龙物流。

敬请参阅报告结尾处免责声明

运输

同步大市-A

上次评级

同步大市-A

公路与铁路

领先大市-A

铁路运输

领先大市-A

报告日期

2009-12-16

首选股票

目标价

评级

601006

大秦铁路

15

买入-A

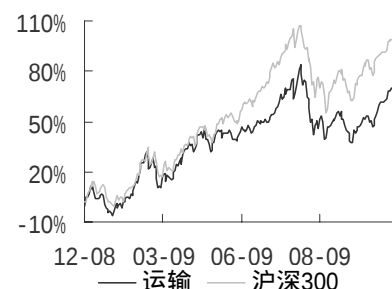
600350

山东高速

6.3

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

铁路运输：资产注入预期明确，大秦铁路首选

2009-11-06

公路铁路：运量正在稳步回升中

2009-08-04

铁路：运量回升，存在补涨空间

2009-07-07

1. 公路：预计车流量将呈加速增长趋势

1.1. 2009 年公路行业回顾

1.1.1. 低基数导致 2009 年三季度车流量快速增长

如下表 1 所示，2009 年三季度，高速公路通行费收入有明显增长，其中赣粤高速、宁沪高速、四川成渝、中原高速通行费收入增速在 10% 以上。重点上市公司中，除山东高速外，其余公司收入均开始正增长。10 月份各公司通行费收入仍然保持高增长的趋势，赣粤高速、四川成渝通行费收入同比增长 15% 到 20%，山东高速通行费收入 2009 年以来首次正增长。

从 09 年三季度与 07 年三季度复合增长率看，赣粤高速、四川成渝通行费收入复合增长率在 8% 左右，其余多数公司的复合增长率在 5% 以内。与二季度 2% 到 5% 的增速相比，增长率略有提高。从 09 年三季度与 09 年二季度环比看，多数公司通行费收入增速在 5% 左右（宁沪受费率上调影响，不可比）。

由此说明，高速公路的车流量已经开始正增长。而三季度开始各公司车流量的快速增长，主要去年 8 月份开始，各道路车流量开始迅速下滑，去年同期基数较低所致。经济恢复导致车流量的增长，其增长率可能在 5% 左右。

表 1: 重点公司各季度通行费收入增长率

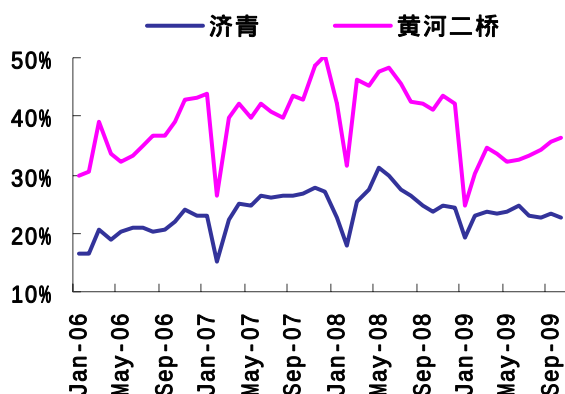
	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q3 与 07Q3 复合 增长率	09Q3/09Q2
赣粤高速	1.39%	9.67%	7.03%	-4.14%	12.68%	1.51%	10.86%	8.93%	6.86%
宁沪高速	-0.69%	0.59%	-9.41%	-10.43%	-1.65%	-2.39%	12.89%	1.13%	10.38%
四川成渝	23.06%	13.62%	1.53%	-8.08%	10.15%	17.62%	15.88%	8.47%	2.48%
中原高速	0.52%	7.18%	-2.50%	-3.54%	10.68%	6.43%	11.39%	4.21%	-0.81%
楚天高速	1.01%	5.02%	-0.39%	-10.12%	5.69%	-2.47%	6.53%	3.01%	11.60%
皖通高速	-9.54%	5.62%	0.75%	-6.51%	9.50%	-4.32%	5.63%	3.16%	5.64%
粤高速	7.61%	4.65%	0.95%	-8.25%	-2.77%	-1.51%	2.49%	1.72%	2.74%
山东高速	13.88%	14.42%	-1.13%	-9.74%	-10.79%	-16.24%	-5.56%	-3.37%	5.58%

数据来源：公司数据 安信证券研究中心

2009 年以来，客车、货车车流量均在恢复，9、10 月份，多数路段货车车流量开始正增长。但是对比典型道路车型结构（如下图 1、2、3、4）可以看出，截至 10 月份，除了济南黄河二桥以外，其余道路货车的占比并没有回升，反而是略有下降。济南黄河二桥货车的占比出现明显回升，主要是路网分流的影响。2008 年底，济南黄河三桥开通后，分走了二桥的车流量，导致二桥的车流量和货车占比迅速下滑。目前，分流基本结束，二桥货车车流量出现自然回升。

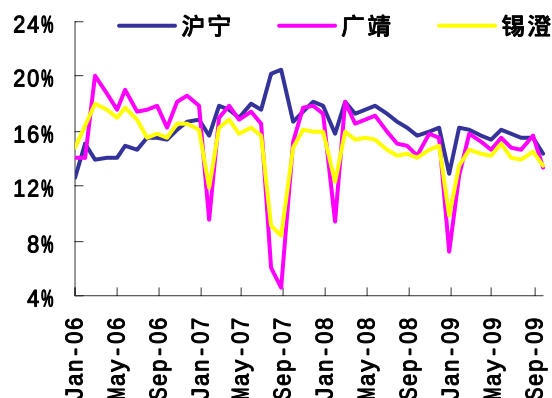
例如宁沪高速、赣粤高速、皖通高速，这些公司典型道路货车的占比稳中有降。说明虽然货车的车流量在恢复增长，但是货车车流量增长的动力并不强，货车的占比还未恢复到金融危机之前的水平。另一方面也印证了，三季度开始车流量的迅速增长，主要是低基数原因。

图 1 山东高速主要道路货车占比



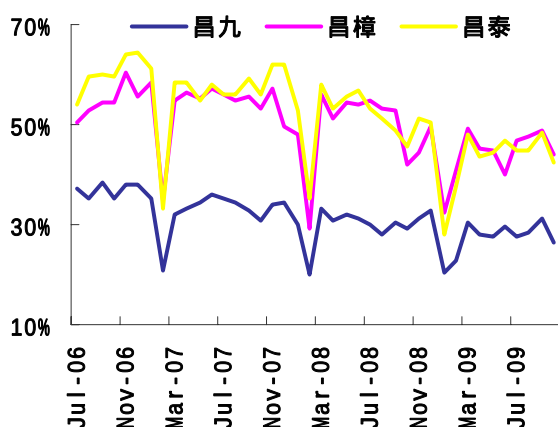
数据来源：公司数据 安信证券研究中心

图 2 宁沪高速主要道路货车占比



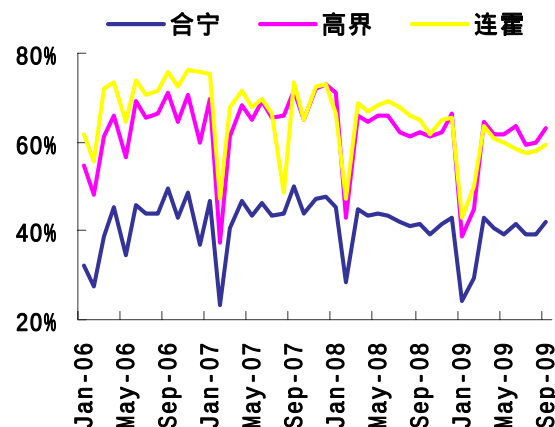
数据来源：公司数据 安信证券研究中心

图 3 赣粤高速主要道路货车占比



数据来源：公司数据 安信证券研究中心

图 4 皖通高速主要道路货车占比



数据来源：公司数据 安信证券研究中心

1.1.2. 中西部地区车流量增速仍快于东部地区，但差距在缩小

根据各道路 09 年三季度收入增长率（如下图 5），可以把这些道路分为四类：1）成渝、成雅、昌樟、昌泰、合宁、沪宁，这些高速通行费收入增长率在 10% 以上；2）昌九、武黄、郑漯、漯驻、佛开、梅观、机荷，这些高速通行费收入增长在 5% 以内；3）高界、济青、沪杭甬通行费收入仍在下滑，下滑幅度在 10% 以内；4）广佛、黄河二桥通行费收入下滑幅度接近 30%。

第一类道路通行费收入增速较高。除沪宁高速是费率上调因素外，其余道路共同点在于：都分布在中西部地区，并且货车的占比相对较高。

第二类道路中，昌九、武黄、郑漯、漯驻通行费收入增速在 5% 以上，佛开、梅观、机荷通行费收入增速在 2% 到 4%。这些道路的货车的占比，较第一类公司少。

第三、四类道路，则是受到路网分流影响，导致通行费收入大幅减少。

通过对比可以看出，目前为止高速公路通行费收入增速仍有区域特征，即中西部地区增长快于东部地区。但是，相比一、二季度而言，这种差距在缩小。

Bar chart showing the percentage change in passenger volume for 16 airports, comparing the period 09Q2/08Q2 (blue bars) and 09Q3/08Q3 (pink bars). The Y-axis represents the percentage change, ranging from -45% to 30%.

机场	09Q2/08Q2 (%)	09Q3/08Q3 (%)
成渝	14%	14%
成雅	16%	16%
昌樟	1%	15%
昌泰	0%	10%
合宁	1%	14%
沪宁	1%	10%
昌九	-2%	8%
武黄	3%	8%
郑漂	1%	8%
漂驻	2%	8%
佛开	1%	8%
梅观	2%	2%
机荷	-2%	2%
高界	-2%	-2%
济青	-2%	-2%
沪杭甬	-2%	-2%
广佛	-2%	-2%
黄河二桥	-2%	-2%

高速公路通行费增长率表现的这种区域性特征，我们认为主要有两方面原因。

另一方面,2009 年国内经济的增长,主要依赖于经济刺激政策以及固定资产投资的拉动。金融危机的负面影响仍在蔓延,外需虽然在恢复,但是并没有实现增长。相对而言,东部沿海地区外向型经济占比高,受到外需萎缩的影响更大,因而道路车流量恢复比较缓慢。而固定资产投资主要集中在中西部地区,因此中西部地区道路车流量相对恢复要快。

The chart displays the contribution of consumption and investment to GDP growth. The blue line (消费品零售) shows a steady increase from 10% in Jan-06 to a peak of 24% in Sep-08, followed by a sharp decline to 13% in Jan-09 and a recovery to 17% by Sep-09. The pink line (固定资产投资) shows more volatility, starting at 26% in Jan-06, peaking at 33% in May-06, and then fluctuating between 20% and 39% until Sep-09.

Time	消费品零售 (%)	固定资产投资 (%)
Jan-06	10	26
May-06	14	33
Sep-06	14	20
Jan-07	15	24
May-07	16	28
Sep-07	18	26
Jan-08	20	21
May-08	22	28
Sep-08	24	29
Jan-09	13	27
May-09	15	39
Sep-09	17	33

Line chart showing the percentage of total trade volume for exports and imports from Jan-06 to Sep-09. The Y-axis represents the percentage, ranging from -60% to 60%. The X-axis shows time in quarters, with labels for Jan-06, May-06, Sep-06, Jan-07, May-07, Sep-07, Jan-08, May-08, Sep-08, Jan-09, May-09, and Sep-09.

Legend:

- 出口商品总额 (Exports Total Volume)
- 进口商品总额 (Imports Total Volume)

The chart illustrates that both export and import volumes as a percentage of total trade volume were relatively stable between 20% and 40% from 2006 to early 2008. Starting in late 2008, both metrics declined sharply. Exports fell to approximately -20% by Jan-09, while imports fell more severely to about -40%. Both metrics showed a slight recovery through Sep-09, with exports ending near 0% and imports around -10%.

Time	出口商品总额 (%)	进口商品总额 (%)
Jan-06	28	28
May-06	25	22
Sep-06	32	25
Jan-07	50	15
May-07	25	20
Sep-07	25	25
Jan-08	25	35
May-08	20	38
Sep-08	22	22
Jan-09	-20	-40
May-09	-25	-25
Sep-09	0	-10

数据来源：Wind 安信证券研究中心

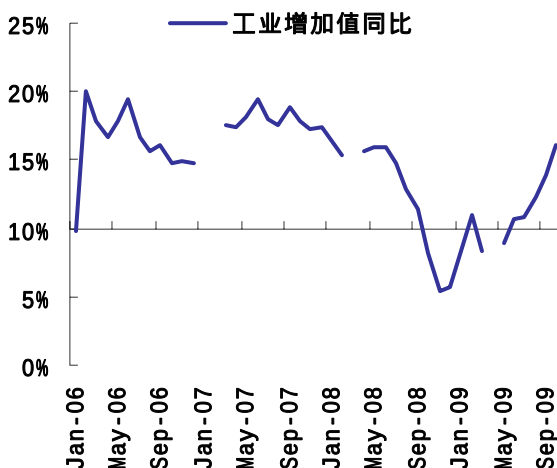
工业增加值正在回升中，10 月份，工业增加值同比增长 16.1%，较 9 月份上升了 2.2 个百分点。当月工业增加值环比增长 0.8%，较上月增速减慢 0.3 个百分点，可能是

受到了节假日因素的影响。

从外需角度看,10 月份出口增速继续回升,出口同比增长 - 13.7%,较 9 月增速提升 1.3 个百分点。OECD 工业增加值增速继续回升。从细项数据看,以钢铁为例,中国钢铁产量仍在继续加速、价格也出现小幅上升的局面,这些方面的数据发展暗示驱动钢铁行业进来数据变化的力量可能主要来自于国际需求好转以及国际补库存的影响。有色行业也如此。另外机电产品出口增速回升态势进一步明朗,显示外需对经济的拉动作用已经开始显现。

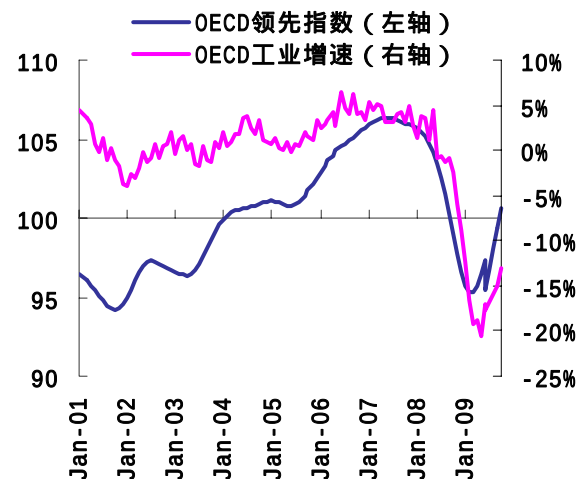
这些数据都表明经济正处于“V”型右侧上升阶段。

图 8 工业增加值同比增长率



数据来源：CEIC 安信证券研究中心

图 9 OECD 领先指数和工业增速



数据来源：Bloomberg 安信证券研究中心

1.2.2. 经济对车流量的促进愈益明显，收入增速有望在 15% 以上

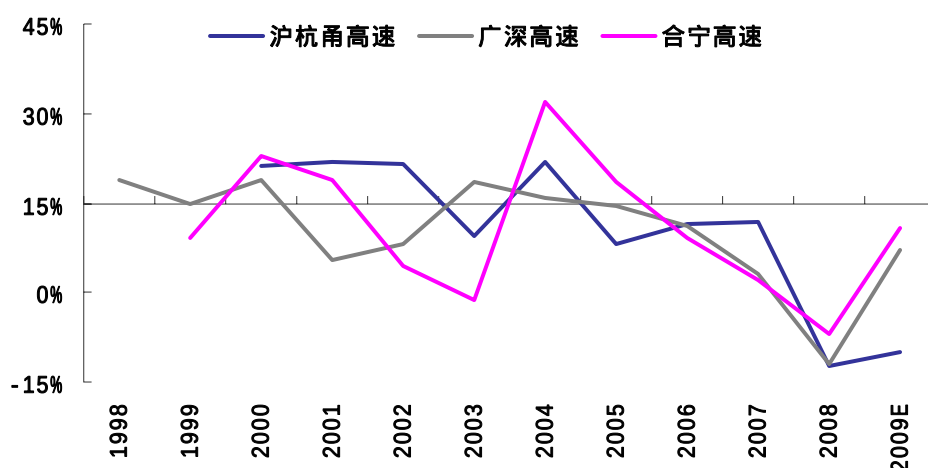
高速公路的发展可以以 2006 年为分界点。在 2006 年之前，大规模的公路建设，公路里程迅速增长，各地路网纷纷贯通，“诱增”了高速公路车流量的增长。而在 2005 年前后，主要省份相继实行了“计重收费”的政策，使得各公司的收费系数均有所提高。在经济高增长、路网贯通、收费系数提高等因素的影响下，2006 年之前高速公路车流量和通行费收入增长迅速。

2006 年之后，因路网不断建设，新建的道路反而对以前道路产生了分流影响。即路网贯通，由以前的“诱增”转变成为了“分流”，反而使得原道路车流量减少。对于本身带有公益性质的公路而言，其费率上调的可能性较小。高速公路车流量的增长主要依赖于区域经济的发展，而同时伴随着周边路网的分流，因此高速公路车流量增速逐渐放慢。以典型的道路为例（如下图 10），98 年到 07 年长周期中，沪杭甬、广深、合宁高速通行费收入增速在逐渐减慢。

我们判断，在长周期的过程中，高速公路通行费收入增速处于缓慢下行阶段。但是从图 10 可以看出，除了 03 年合宁高速大修、以及 08 年、09 年经济下滑的因素外，在经济正常增长的轨道下，三个典型道路通行费收入增速在 15% 左右。

下表 2 是主要上市公司历年通行费收入增长率。除了道路维修、路网分流（05 年沪宁高速扩建、06 年山东实行计重收费、06、07 年路网对皖通分流、05、06 年路网对四川成渝分流）外，在经济正常增长的轨道下，主要上市公司 03 年到 07 年的通行费收入均保持在 15% 以上。

图 10 典型道路历年通行费收入增长率



数据来源：公司数据 安信证券研究中心

表 2: 主要公司历年通行费收入增长率

	赣粤高速	宁沪高速	山东高速	楚天高速	皖通高速	四川成渝
2003	32.94%	15.17%	-	-	15.92%	-
2004	66.94%	15.17%	43.00%	-	41.99%	-
2005	19.39%	-27.48%	17.55%	31.46%	30.50%	6.91%
2006	37.34%	74.64%	5.56%	19.37%	5.15%	6.31%
2007	30.38%	23.06%	26.76%	16.96%	2.10%	29.48%
2008	3.81%	-5.15%	14.65%	-1.39%	-2.52%	2.25%
2009E	8.43%	7.20%	-3.03%	6.26%	3.90%	39.52%

数据来源：公司数据 安信证券研究中心

2009 以来，尤其是 2009 年上半年，虽然高速公路的车流量在恢复中，高速公路的通行费收入一直是负增长。其表现为货车车流量的负增长和货车占比的下降，显示经济对车流量的负面影响一直存在。从 09 年各季度车流量的同比和环比看，虽然目前车流量的高增长，主要动力不是来源于经济恢复。但是同比和环比在加速，表明经济增长对车流量的贡献在加大。在 2010 年经济后复苏时期，经济对车流量的促进将愈益明显，高速公路的车流量可能呈加速增长趋势。

在经济增长轨道下，典型道路收入增速在 15% 左右，主要公司通行费收入增速在 15% 以上。2010 年车流量增长的动力主要来自于经济增长。我们认为 2010 年全年，高速公路通行费收入平均增速有望在 15% 以上。

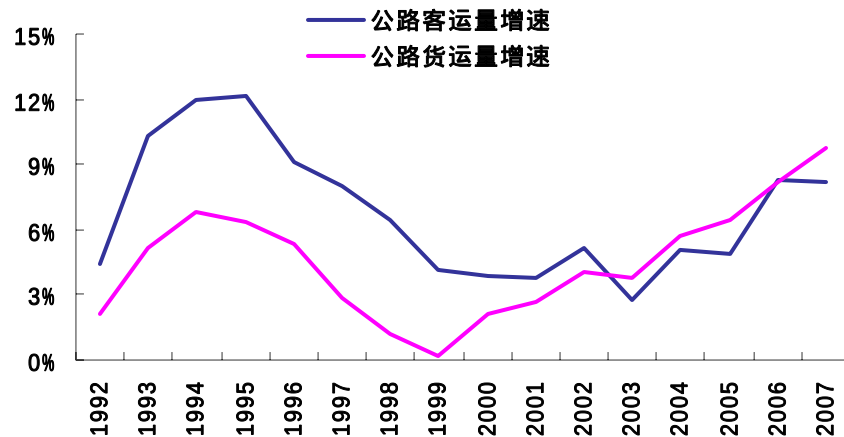
1.2.3. 货车占比、出口导向型道路车流量增长快

相对于客运而言，货运对经济更加敏感。如下图 11 所示，在经济下行阶段（1997 年到 1999 年），公路货运量的增速下降的幅度要大于公路客运量；在经济上行阶段（2000 年到 2007 年），公路货运量的增速上升的幅度要大于公路客运量。因此，我们认为，在 2010 年经济后复苏时期，货车占比高的路段，其通行费收入增长的幅度较大，客运占比较高的路段，其通行费收入增长相对稳定。

2009 年经济增长，主要来自于大规模的固定资产投资的拉动。由于这些投资主要集中在中西部地区，因此在 2009 年我们可以看到，中西部地区工业增加值的增速要高于东部沿海地区，中西部地区道路通行费收入增速高于沿海地区道路。根据安信宏观小

组的观点，近几个月的数据显示，外需对经济的拉动作用正在显现。因此，我们判断，2010 年出口导向型的路段，其通行费收入的增速较高。

图 11 公路货运量增速较客运更敏感



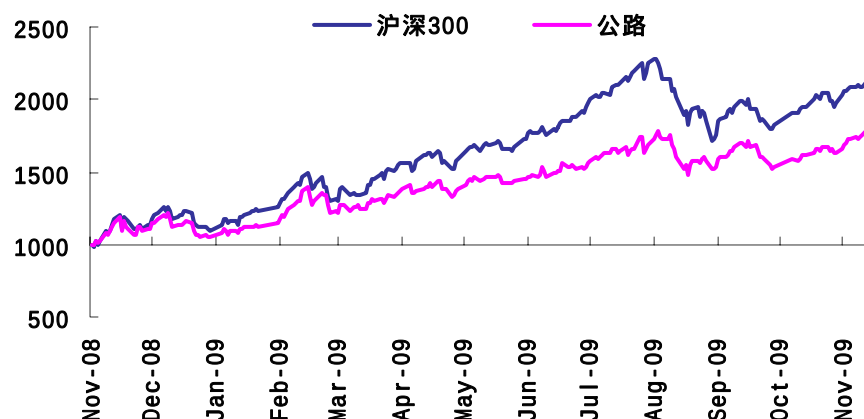
数据来源：CEIC 安信证券研究中心

1.3. 高速行业“领先大市 - A”，关注赣粤、宁沪、山东

2009 年以来，虽然高速公路的车流量一直处于恢复中，但是其同比在负增长，环比增速在 5% 左右，恢复的力度远小于其他行业。2009 年以来，其涨幅要远落后于大盘。我们判断在 2010 年经济复苏的后期，高速公路车流量将加速增长，通行费收入的平均增速可能在 15% 以上，目前估值偏低，行业存在补涨空间，因此上调高速公路行业评级至“领先大市 - A”。

在主要上市公司中，我们建议关注三类公司：1) 货车占比，出口导向型的公司：赣粤高速；2) 受益于费率上调，通行费收入可能超预期的公司：宁沪高速；3) 分流基本结束，车流量将恢复增长的公司：山东高速。

图 12 公路行业与沪深 300 指数对比



数据来源：Wind 安信证券研究中心

表 3：公路行业重点公司盈利预测和估值

公司 名称	最新 评级	每股收益(元)			市盈率(X)			PB		现价 (2009.11.30)
		2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2009E	2010E	
赣粤高速	增持-A	0.47	0.45	0.54	17	18	15	2.3	2.0	8.13
宁沪高速	增持-A	0.31	0.42	0.48	24	17	15	2.1	2.1	7.34
山东高速	增持-A	0.37	0.29	0.35	15	18	15	1.9	1.8	5.38
皖通高速	中性-A	0.42	0.42	0.46	15	15	14	1.7	1.5	6.38

四川成渝	中性-A	0.18	0.29	0.35	50	31	25	3.0	2.7	8.85
楚天高速	中性-A	0.32	0.33	0.40	18	18	15	1.8	1.7	5.93

数据来源：安信证券研究中心

2. 铁路：货运量持续增长，存在资产注入预期

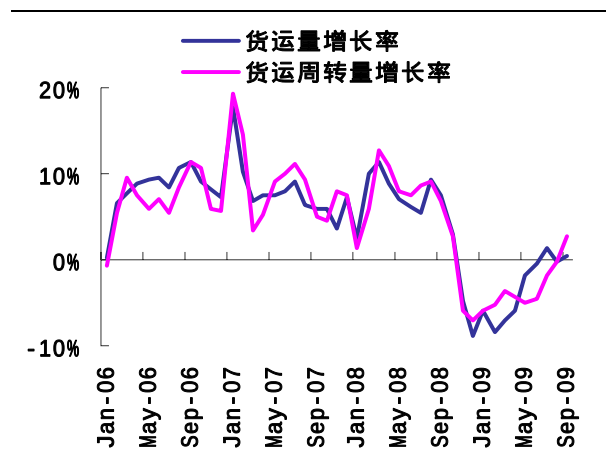
2.1. 运量判断

2.1.1. 预计铁路货运量将持续正增长

2009 年前 10 月，铁路货运量和货运周转量分别同比下降 1.9%、2.4%。2009 年 10 月，铁路货运量和货运周转量分别同比增长 5.3%、6.2%。从下图 13 可以看出，2009 年以来，铁路货运量和货运周转量都在稳定回升。铁路货运量和货运周转量已经连续两个月实现正增长。

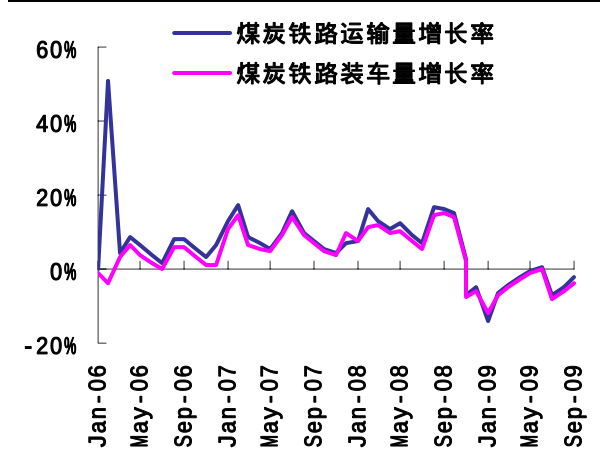
铁路货运中，约 50% 的货运量是煤炭。2009 年前 10 月，铁路煤炭运量同比下降 4.7%，2009 年 10 月份，铁路煤炭运量同比下降 2.3%。2009 年以来，铁路煤炭运量和装车量一直负增长。一方面与煤炭需求萎缩有关，另一方面与煤炭的“进口替代”有关。2009 年以来，国内煤炭因为供给收缩，煤价反而稳中有升。国际煤炭需求低迷，煤炭价格下降，同时海运费较低。国内外煤炭价格出现“倒挂”，大量煤炭进口，挤压了国内煤炭的市场份额，导致国内煤炭运量的下降。

图 13 铁路货运及货运周转量增长率



数据来源：CEIC 安信证券研究中心

图 14 煤炭铁路运量增长率



数据来源：煤炭资源网 安信证券研究中心

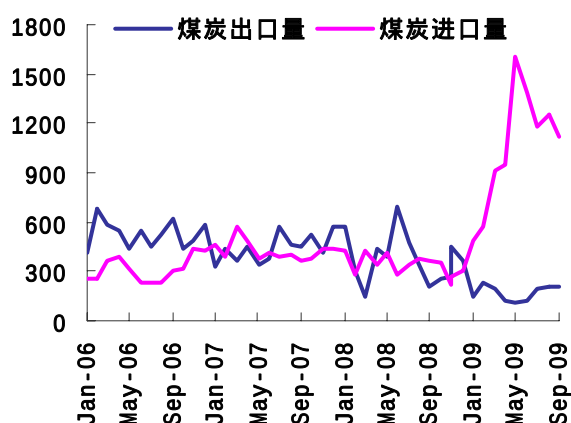
根据安信煤炭分析师的观点，由于火电发电量增速下降，2009 年动力煤的需求增速大约为 5%。随着火电发电量的增长，2010 年动力煤的需求增速在 10% 左右。随着全球经济的复苏，2010 年国际煤炭价格在逐渐回升（如下图 18），国内外煤炭的价差逐渐缩小，煤炭进口量将逐渐减少。据了解，11 月 11 日，大秦铁路完成运量 110.3 万吨，创下历史最高水平，并且自 11 月 20 日至 30 日连续保持日运量 105 万吨以上。预计铁路煤炭运量在 2010 年有望持续正增长。

图 15 火电发电量增长率



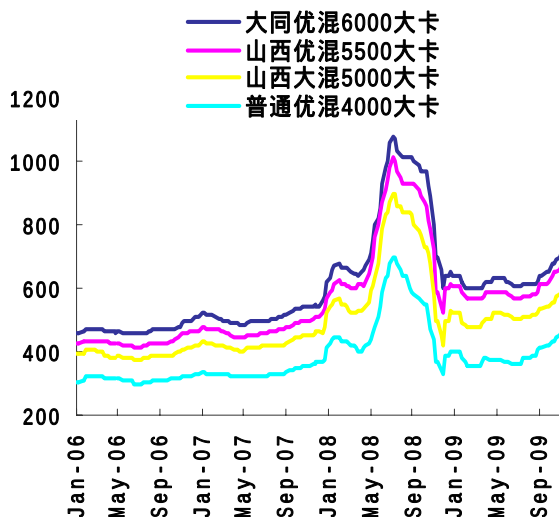
数据来源：煤炭资源网 安信证券研究中心

图 16 煤炭进出口量（万吨）



数据来源：煤炭资源网 安信证券研究中心

图 17 秦皇岛煤炭平仓价（上限）（元/吨）



数据来源：煤炭资源网 安信证券研究中心

图 18 澳大利亚 BJ 动力煤价格



数据来源：煤炭资源网 安信证券研究中心

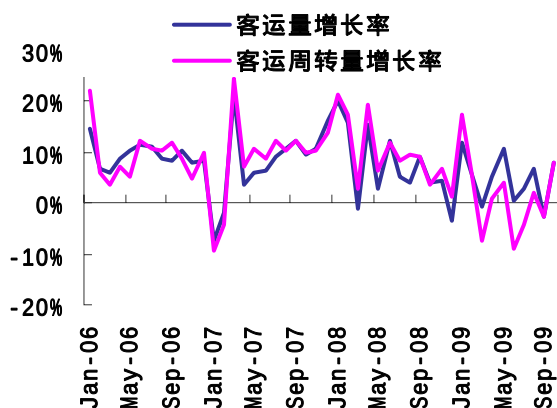
2.1.2. 铁路客运量可能维持低增长

2009 年前 10 月，铁路旅客发送量和旅客周转量分别同比增长 4.8%、2.6%。2009 年 10 月，客运量和客运周转量分别同比增长 2.8%、7.8%。纵观 2009 年月度数据，客运量和客运周转量都没有明显的恢复增长趋势。

从广深铁路的客运数据看，2009 年前 10 个月，城际列车、直通车、长途车客运量分别同比增长 3.8%、5.6%、- 3.9%。2009 年 10 月，城际列车、直通车、长途车客运量分别同比增长 12.0%、11.2%、- 12.7%。如下图所示，城际列车、直通车的客运量正在恢复中，而长途车客运量仍然在下滑。

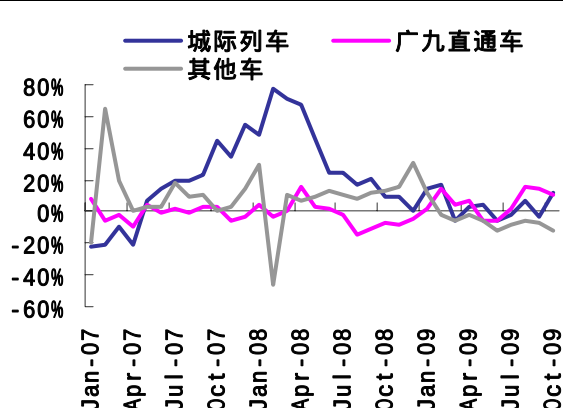
城际列车、直通车主要是广深港沿线短途旅客。这两类列车客运量的回升，显示广深港区域间来往加强，表明区域间的经济活动在恢复。长途车主要是广萍线上以“Z”、“T”、“K”开头的直快、特快、普快，主要运输广东、江西、湖南沿线的旅客。长途车旅客下降，我们认为一方面与农民工返乡后，不再回城有关。另一方面，也可能是广萍沿线的高端旅客转移到航空上。2010 年，长途车客运量增速可能仍然较低，铁路整体客运量可能回升，但增长率可能维持低位。

图 19 铁路客运及客运周转量增长率



数据来源：CEIC 安信证券研究中心

图 20 广深铁路各类型车客运量增长率

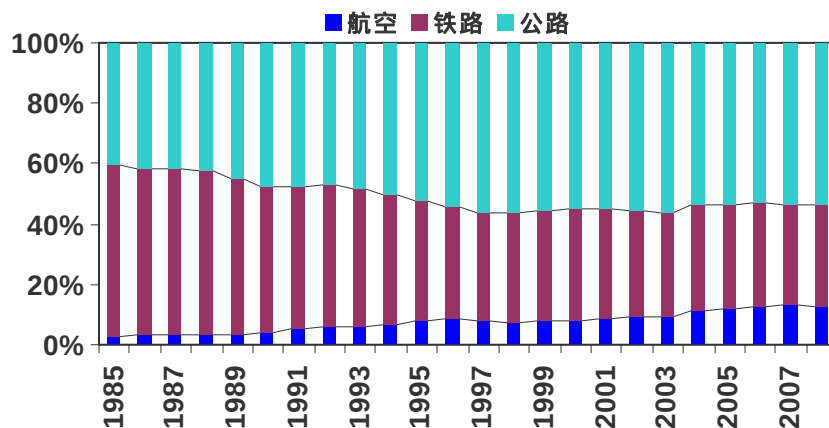


数据来源：公司数据 安信证券研究中心

2.2. 铁路市场的长期前景值得期待

下图 21 可以看出，各种客运交通工具中，航空、公路的市场份额在扩大，而铁路的市场份额在减少。我们认为主要有以下原因：1）铁路建设投资不足，导致铁路营业里程增长缓慢。而飞机数量、以及公路里程在迅速扩大；2）消费升级以及汽车保有量的增加，促进航空、公路客运量增加；3）铁路运输效率低。机车中以直快、特快为主，动车以及高铁的占比小。

图 21 航空、铁路、公路客运周转量占比



数据来源：CEIC 安信证券研究中心

根据调整后的《中长期铁路网规划》（调整方案），在 2020 年全国铁路营业里程规划目标由原 10 万公里调整为 12 万公里，客运专线建设目标由 1.2 万公里调整为 1.6 万公里以上。在维持原“四纵四横”客运专线基础骨架不变的情况下，增加了 4000 公里客运专线。规划建设新线由 1.6 万公里调整为 4.1 万公里。

据了解，2009 年将开通武汉 - 广州客运专线、郑州 - 西安、福州 - 厦门等客运专线，2010 年京沪高铁、哈尔滨 - 大连客专、沪杭客专也将陆续投入运营。从下表 4 可以看出，目前部分铁路已经对航空形构成了竞争。随着客运专线的投入使用，铁路的客运市场份额有望逐渐扩大。在客专投入使用后，原铁路线可能改为货运，有助于提高铁路货运的效率。长远看，铁路市场的前景值得期待。

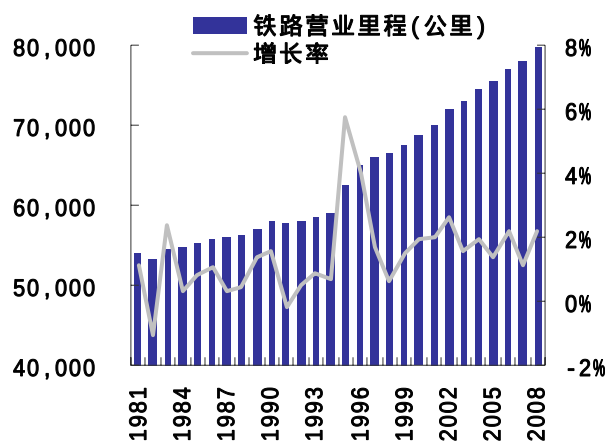
表 4: 铁路与航空时间价格比

起讫点	铁路（动车组）				航空		
	里程(km)	运行时间	票价 (软座)	开行 对数	飞行时间	全价 (元)	班次 (对)
北京-太原	508	3-3.5 小时	189	9	1 小时左右	590	9
北京-沈阳	703	4 小时左右	261	11	1 小时左右	700	15
北京-济南	495	3-3.5 小时	184	5	1 小时左右	630	5
北京-郑州	689	5 小时左右	256	5	1 小时 20 分	690	10
上海-济南	968	7 小时 17 分	360	1	1 小时 20 分	760	8
上海-郑州	998	6.5 小时	371	2	1 小时 40 分	800	9
上海-武汉	821	5 小时左右	305	4	1.5 小时左右	810	12
上海-南昌	817	5 小时 20 分	303	1	1-1.25 小时	710	6
北京-上海	1463	10 小时左右	543	5	2-2.5 小时	1130	44
郑州-武汉	536	大约 4 小时	192	3	无航班		
郑州-太原	643	4.5 小时	239	1	1 小时左右	410	1

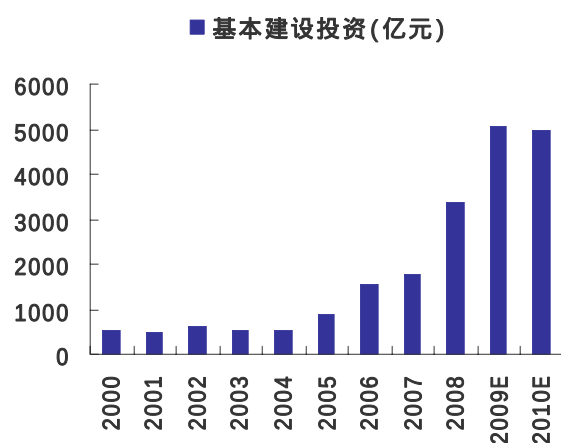
数据来源: 安信证券研究中心

2.3. 关注铁道部改革

由于铁路投资不足, 过去十几年内, 铁路营业里程增长率仅在 2% 左右。到 2020 年, 如果 12 万公里以上铁路全面建成, 总投资规模要 5 万亿, 意味着以后每年投资规模在 3300 亿左右。据了解, 2009 年到 2010 年, 每年的基本建设投资额可能在 6000 亿左右。

图 22 铁路营业里程及增长率


数据来源: CEIC 安信证券研究中心

图 23 历年铁路基本建设投资额 (亿元)


数据来源: 铁道部 安信证券研究中心

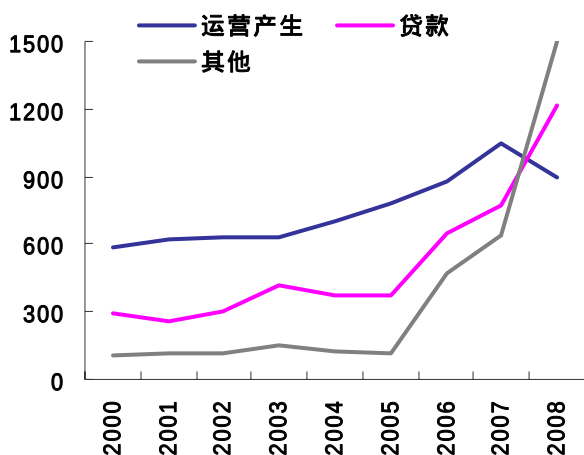
2005 年之前, 每年铁路基本建设投资额在 500 到 800 亿元之间。2006 年, 基建投资额首次突破千亿元, 2008 年达到 3376 亿元的新高。在铁路基本建设中, 大约 85% 以上的资金来自于铁道部。铁道部的资金主要来自于三方面: 1) 运营产生的资金, 包含折旧、建设基金和净利润; 2) 银行贷款以及发行债券; 3) 其他方式, 如铁路资产权益融资、中央投入、与地方企业和政府合作。2005 年到 2008 年间, 铁道部新增资金主要来自于贷款和其他方式。大规模的铁路建设投资, 铁路建设的资金缺口 (铁道部资金运用 - 资金来源) 主要靠历年累计的净利润弥补。

2009 年，铁道部计划完成基本建设投资 5057 亿元，前 10 个月累计完成计划投资的 77%。据了解，铁道部计划在 2009 年发行 1500 亿债券用于铁路建设，截至 2009 年 12 月，铁道债发行了 1000 亿，铁道债的发行规模远不如预期。按照目前的进度，2009 年铁路基本建设投资可能不能按计划完成。

面临庞大的资金压力，铁道部可能会拿出部分铁路资产进行权益融资。大秦铁路的资产注入方案已经获批。资产注入后，太原局整体的铁路资产都进入了上市公司。未来，铁道部有可能会拿出一些铁路资产注入到广深铁路、铁龙物流。

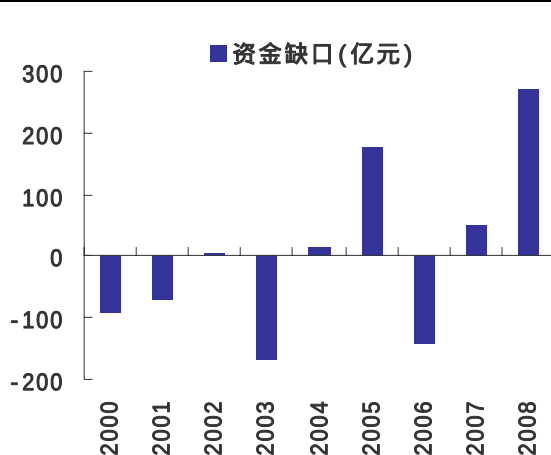
另一方面，现有铁路资产的盈利能力相当脆弱。铁路资产历年的 ROE 和 ROA 一直在下降，目前包含建设基金的 ROE 仅在 4% 左右。如何提到铁路资产的盈利能力，也是目前面临的问题。

图 24 铁道部资金来源（亿元）



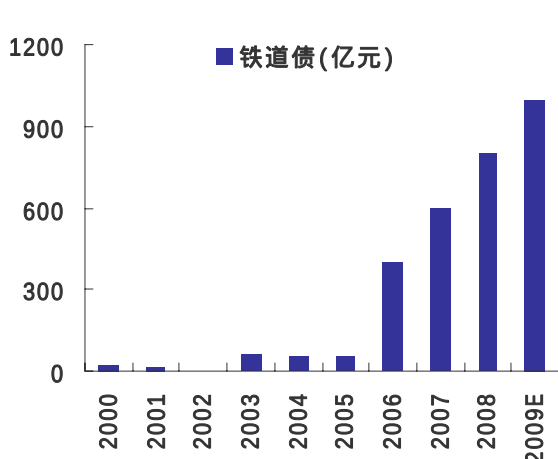
数据来源：铁道债 安信证券研究中心

图 25 历年铁道部资金缺口



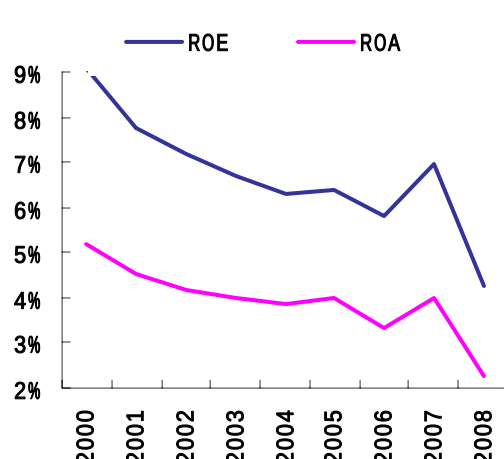
数据来源：铁道债 安信证券研究中心

图 26 铁道债发行额



数据来源：铁道债 安信证券研究中心

图 27 铁道部 ROE 和 ROA（含建设基金）

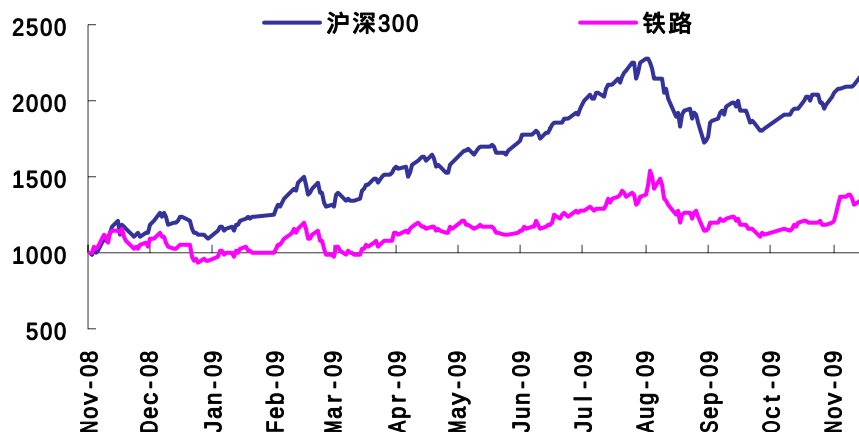


数据来源：铁道债 安信证券研究中心

2.4. 铁路行业“领先大市 - A”，建议买入大秦铁路

我们认为 2010 年铁路货运量将持续回升，行业存在资产注入预期。长期来看，铁路运力逐渐释放，铁路客货运市场前景值得期待。为了提高铁路资产的盈利能力，铁道部可能会实行一些改革措施。因此，维持铁路行业“领先大市 - A”评级，建议买入估值偏低的大秦铁路，建议关注存在资产注入预期的广深铁路、铁龙物流。

图 28 铁路行业与沪深 300 指数比较



数据来源：Wind 安信证券研究中心

表 5：铁路行业公司盈利预测和估值

公司 名称	最新 评级	每股收益(元)			市盈率(X)			PB		现价 (2009.11.30)
		2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2009E	2010E	
大秦铁路	买入-A	0.51	0.46	0.54	21	24	20	3.39	3.08	10.9
广深铁路	增持-B	0.17	0.19	0.20	28	25	24	1.30	1.26	4.86
铁龙物流	增持-A	0.29	0.36	0.40	38	31	28	3.56	3.21	11.12

数据来源：安信证券研究中心

车流量有望加速增长

山东高速(600350.SH)公司快报

报告关键点：

- 在经济增长和09年低基数影响下，预计2010年公司车流量持续正增长
- 预计公司车流量和盈利恢复的弹性最大，维持“增持-A”评级

报告摘要：

- **路网分流，导致公司收入下滑幅度居高速公路之首。** 2009年以来，公司通行费收入一直负增长。截至10月份，公司原有“三路四桥”累计收入同比下降9.8%，其中济青、济南黄河二桥收入分别同比下降8.4%、33.0%。公司通行费收入如此大幅下降，一方面是因为外需的萎缩导致车流量下降，另一方面是受到荣乌高速山东段，黄河三桥分流的影响。经济因素和路网分流，导致公司通行费收入下降的幅度位于高速公路之首。
- **在经济增长以及2009年低基数的影响下，预计2010年公司车流量持续正增长。** 虽然公司收入下滑幅度巨大，但是自2009年6月份以来，济青、黄河二桥的车流量一直在回升。10月份，济青高速通行费收入同比增长1.6%，再次实现正增长。黄河二桥收入下降的幅度已经由之前的40%缩小到20%以内。随着经济的恢复，济青、二桥的车流量将继续回升。另一方面，荣乌高速、黄河三桥对公司的分流已经接近一年，分流基本结束。在2009年低基数以及2010年经济增长的双重因素下，预计济青、二桥的收入将持续正增长。公司通行费收入增长的幅度可能高于其他公路公司。
- **德齐北段车流量有望快速回升。** 公司在08年9月收购的路产中，德齐北段最为优良。但是由于08年四季度开始的经济减速、以及08年底三桥通车导致的分流，使得德齐北段车流量迅速下滑。2009年通行费收入下滑幅度可能在30%左右。此项优质路产的收购，并未增厚公司业绩。预计2010年德齐北段车流量将快速回升，德齐北段对公司的盈利贡献将逐渐体现。
- **车流量加速增长，公路业务毛利率将快速回升。** 大多数公路公司都采用车流量折旧法，其公路业务的毛利率相对稳定。公司采用直线折旧法，因此在车流量下降阶段，其毛利率将快速下滑，在车流量增长的阶段，其毛利率将快速回升。由于08年四季度至今车流量的大幅下滑，公路业务毛利率已经由08年中期的74.2%下降至09年中期的60.6%。预计在2010年，公司车流量将加速增长，公路业务毛利率也将快速回升，公司盈利能力将快速恢复。
- **维持“增持-A”评级。** 小幅上调2009年到2011年的每股收益为0.29元、0.35元、0.4元。考虑到2010年公司车流量恢复明确，在所有高速中，公司车流量和盈利能力恢复的弹性最大，给予2010年18倍市盈率，6个月目标价为6.3元，维持“增持-A”评级。

评级：
增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格：
6.30 元

期限： 6 个月 上次预测： 5.80 元

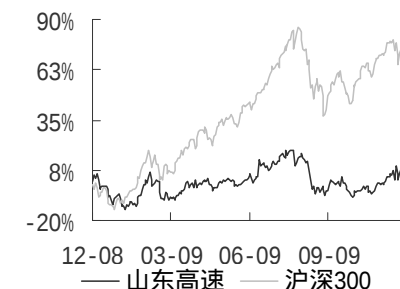
现价： 5.49 元

报告日期：
2009-12-04

市场数据

总市值(百万元)	18,467.26
流通市值(百万元)	3,659.63
总股本(百万股)	3,363.80
流通股本(百万股)	666.60
12 个月最高/最低	4.47/6.25 元
十大流通股东(%)	8.64%
股东户数	130,071

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	3.47	(13.09)	(76.02)
绝对收益	8.96	5.32	7.72

研究员

彭倩

021-68765110

助理行业分析师

pengqian@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3,153.8	3,665.9	3,659.0	4,026.3	4,308.6
Growth(%)	24.1%	16.2%	-0.2%	10.0%	7.0%
净利润	1,164.5	1,241.2	988.6	1,177.9	1,349.0
Growth(%)	28.2%	6.6%	-20.3%	19.1%	14.5%
毛利率(%)	61.8%	58.1%	50.7%	52.7%	53.4%
净利润率(%)	36.9%	33.9%	27.0%	29.3%	31.3%
每股收益(元)	0.35	0.37	0.29	0.35	0.40
每股净资产(元)	2.48	2.64	2.79	2.96	3.08
市盈率	15.9	14.9	18.7	15.7	13.7
市净率	2.2	2.1	2.0	1.9	1.8
净资产收益率(%)	14.0%	14.0%	10.5%	11.8%	13.0%
ROIC(%)	18.5%	18.1%	9.4%	10.6%	12.4%
EV/EBITDA	9.0	9.7	9.2	7.9	6.9
股息收益率	2.3%	2.8%	2.7%	3.2%	5.1%

前期研究成果

山东高速：盈利能力将明显改善，存在补涨空间

2009-08-25

山东高速：黄河三桥对二桥的分流比较明显

2009-06-17

山东高速：经济减速和路网分流导致主要路段收入下滑

2009-04-23

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-12-4**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3,153.8	3,665.9	3,659.0	4,026.3	4,308.6	成长性					
减: 营业成本	1,204.9	1,536.3	1,802.5	1,904.3	2,007.7	营业收入增长率	24.1%	16.2%	-0.2%	10.0%	7.0%
营业税费	96.7	109.9	112.3	124.8	133.6	营业利润增长率	25.5%	-1.6%	-21.2%	19.2%	14.5%
销售费用	7.7	25.8	18.3	20.1	21.5	净利润增长率	28.2%	6.6%	-20.3%	19.1%	14.5%
管理费用	162.1	191.8	204.9	225.5	241.3	EBITDA 增长率	20.9%	12.1%	4.3%	9.8%	7.0%
财务费用	-10.2	126.4	185.2	147.0	92.8	EBIT 增长率	24.8%	6.6%	-16.4%	14.3%	10.1%
资产减值损失	-	-0.2	-37.0	-	-	NOPLAT 增长率	27.0%	18.7%	-17.9%	14.3%	10.1%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	21.4%	58.0%	1.6%	-6.0%	-7.8%
投资和汇兑收益	-0.6	-10.1	-60.0	-40.0	-20.0	净资产增长率	10.0%	6.7%	5.5%	6.2%	4.0%
营业利润	1,692.0	1,665.8	1,312.8	1,564.6	1,791.8	利润率					
加: 营业外净收支	18.3	0.7	-	-	-	毛利率	61.8%	58.1%	50.7%	52.7%	53.4%
利润总额	1,710.3	1,666.4	1,312.8	1,564.6	1,791.8	营业利润率	53.7%	45.4%	35.9%	38.9%	41.6%
减: 所得税	547.0	423.7	328.2	391.1	447.9	净利率	36.9%	33.9%	27.0%	29.3%	31.3%
净利润	1,164.5	1,241.2	988.6	1,177.9	1,349.0	EBITDA/营业收入	62.6%	60.4%	63.1%	63.0%	63.0%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	53.3%	48.9%	40.9%	42.5%	43.7%
货币资金	1,468.9	326.4	776.7	1,207.3	1,613.0	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	821	825	729	614	524
应收帐款	143.4	41.7	160.4	176.5	194.8	流动营业资本周转天数	-215	-174	-98	-41	-38
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	185	101	68	106	135
预付帐款	5.1	3.8	3.8	3.8	3.8	应收帐款周转天数	1	1	1	1	1
存货	11.3	55.3	17.3	18.3	19.3	存货周转天数	1	3	4	2	2
其他流动资产	0.3	0.0	-0.0	-0.0	0.0	总资产周转天数	1,255	1,273	1,389	1,229	1,112
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	788	959	1,186	1,054	917
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	27.9	533.4	436.4	399.4	362.4	ROE	14.0%	14.0%	10.5%	11.8%	13.0%
投资性房地产	15.0	30.0	28.3	26.6	24.9	ROA	10.0%	8.7%	7.1%	8.7%	10.3%
固定资产	9,142.4	7,657.8	7,168.2	6,572.7	5,977.1	ROIC	18.5%	18.1%	9.4%	10.6%	12.4%
在建工程	109.3	30.0	-	-	-	费用率					
无形资产	696.1	5,548.0	5,326.3	5,097.5	4,863.7	销售费用率	0.2%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%
其他非流动资产	38.2	51.0	34.4	30.6	26.8	管理费用率	5.1%	5.2%	5.6%	5.6%	5.6%
资产总额	11,658.0	14,277.5	13,951.8	13,532.7	13,085.7	财务费用率	-0.3%	3.4%	5.1%	3.7%	2.2%
短期债务	100.0	2,710.0	2,198.1	1,496.9	997.5	三费/营业收入	5.1%	9.4%	11.2%	9.8%	8.3%
应付帐款	804.0	1,241.4	716.1	652.1	687.6	偿债能力					
应付票据	40.0	35.0	74.1	78.3	82.5	资产负债率	28.5%	37.7%	32.7%	26.6%	21.3%
其他流动负债	356.0	311.0	305.7	255.7	205.7	负债权益比	39.8%	60.5%	48.7%	36.2%	27.0%
长期借款	-	750.0	1,300.0	1,100.0	700.0	流动比率	0.55	0.10	0.32	0.63	1.00
其他非流动负债	342.4	329.4	272.0	272.0	272.0	速动比率	0.54	0.09	0.31	0.62	0.99
负债总额	3,321.5	5,382.4	4,566.6	3,607.5	2,804.2	利息保障倍数	-164.97	14.18	8.09	11.64	20.31
少数股东权益	21.2	22.8	18.8	14.3	9.1	分红指标					
股本	3,363.8	3,363.8	3,363.8	3,363.8	3,363.8	DPS(元)	0.13	0.16	0.15	0.18	0.28
留存收益	4,951.5	5,508.5	6,002.8	6,591.8	6,996.5	分红比率	36.1%	42.3%	50.0%	50.0%	70.0%
股东权益	8,336.5	8,895.1	9,385.4	9,969.8	10,369.4	股息收益率	2.3%	2.8%	2.7%	3.2%	5.1%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	1,163.3	1,242.8	988.6	1,177.9	1,349.0	EPS(元)	0.35	0.37	0.29	0.35	0.40
加: 折旧和摊销	339.9	646.0	811.4	824.3	829.4	BVPS(元)	2.48	2.64	2.79	2.96	3.08
资产减值准备	-0.0	-0.2	-37.0	-	-	PE(X)	15.9	14.9	18.7	15.7	13.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.2	2.1	2.0	1.9	1.8
财务费用	11.0	5.5	138.9	185.2	147.0	P/FCF	45.1	-41.2	22.1	17.6	13.3
投资收益	0.6	10.1	60.0	40.0	20.0	P/S	5.9	5.0	5.0	4.6	4.3
少数股东损益	-1.2	1.6	-4.0	-4.5	-5.2	EV/EBITDA	9.0	9.7	9.2	7.9	6.9
营运资金的变动	-344.0	-1,107.7	-613.0	-121.2	30.7	CAGR(%)	0.3%	2.6%	17.7%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	1,519.7	1,943.0	1,391.2	2,063.6	2,316.7	PEG	54.8	5.6	1.1	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-1,313.8	-3,558.5	-80.0	-3.0	17.0	ROIC/WACC	2.0	2.0	1.0	1.2	1.4
融资活动产生现金流量	-221.8	437.8	-641.4	-1,637.2	-1,936.5	REP	1.2	0.9	1.7	1.5	1.3

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

资产优良，估值偏低

大秦铁路(601006.SH)公司快报

报告关键点：

- 大秦线日均运量创出新高，预计2010年运量为3.6亿吨左右
- 公司仍具成长性
- 风险因素已经释放，估值偏低，建议买入

报告摘要：

- 大秦线日均运量创出新高，预计2010年运量为3.6亿吨。据了解，11月份，大秦线日均运量为105万吨，并且创下单日运量110.3万吨的历史新高，说明大秦线的煤炭运量正在快速增长。根据安信煤炭研究员预测，由于火电发电量的恢复，2010年动力煤需求增速在10%左右，高于2009年5%左右的增速。考虑到大秦线煤炭运量的恢复以及2010年动力煤需求旺盛，大秦线2010年的运量可能超出之前我们预计的3.6亿吨。
- 我们认为公司仍具成长性：1) 目前铁路运力仍然紧张，决定铁路煤炭运量的关键因素主要来自于需求。而大秦线是主要煤炭运输通道之一，如果煤炭需求旺盛，仍需大秦线运输，未来大秦线的运量很可能突破其4亿吨产能的限制。2) 朔黄线是另一条“西煤东运”的重要通道。近年来其每年运量在1.3亿吨左右，已经饱和。根据安信煤炭研究员了解的情况，在2011年朔黄线可能会完成一些改造，如增加机车、增加牵引等，从而扩大其运能。朔黄线远期的规划产能达3.5亿吨，仍具增长空间。3) 考虑到铁道部面临的资金压力和改革预期，未来可能会继续注入其他资产。
- 估值偏低，建议买入。前期公司股价滞涨，压力主要来自于小非解禁。目前小非解禁的风险因素已经基本释放。不考虑资产注入，2009年到2010年的盈利预测为0.46元、0.54元。资产注入后，则2009到2010年的盈利预测分别为0.55元、0.64元，对应市盈率分别为20倍、17倍。公司目前的估值较低，存在长期投资价值，维持6个月目标价为15元，建议买入。

评级：
买入-A

上次评级：增持-A

目标价格：
15.00 元

期限：6 个月 上次预测：13.00 元

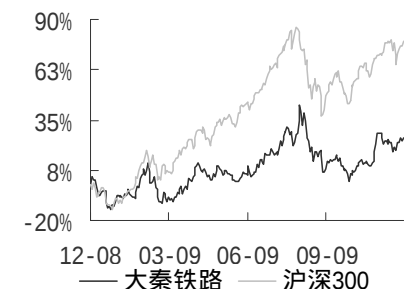
现价：11.09 元

报告日期：
2009-12-04

市场数据

总市值(百万元)	143,912.24
流通市值(百万元)	143,912.24
总股本(百万股)	12,976.76
流通股本(百万股)	12,976.76
12 个月最高/最低	7.53/13.15 元
十大流通股东(%)	79.33%
股东户数	260,573

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	0.77	(6.55)	(58.95)
绝对收益	6.26	11.86	24.79

研究员

彭倩
助理行业分析师

021-68765110

pengqian@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	20,860.3	22,595.3	22,188.6	24,373.7	26,434.7
Growth(%)	25.9%	8.3%	-1.8%	9.8%	8.5%
净利润	6,109.4	6,679.5	5,945.1	6,945.0	7,695.9
Growth(%)	38.4%	9.3%	-11.0%	16.8%	10.8%
毛利率(%)	51.8%	48.2%	46.9%	47.6%	48.2%
净利润率(%)	29.3%	29.6%	26.8%	28.5%	29.1%
每股收益(元)	0.47	0.51	0.46	0.54	0.59
每股净资产(元)	2.89	3.11	3.27	3.59	3.94
市盈率	23.6	21.5	24.2	20.7	18.7
市净率	3.8	3.6	3.4	3.1	2.8
净资产收益率(%)	16.3%	16.6%	14.0%	14.9%	15.0%
ROIC(%)	18.9%	20.0%	16.1%	17.8%	14.9%
EV/EBITDA	12.8	12.5	12.7	11.8	10.7
股息收益率	2.7%	0.0%	1.7%	1.9%	2.1%

前期研究成果

大秦铁路：三季度盈利好转

2009-10-29

大秦铁路：运量回升带来上涨空间

2009-08-28

大秦铁路：下半年大秦线运量有望持续回升

2009-07-02

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-12-4**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	20,860.3	22,595.3	22,188.6	24,373.7	26,434.7	成长性					
减: 营业成本	10,061.2	11,708.8	11,785.6	12,770.3	13,699.1	营业收入增长率	25.9%	8.3%	-1.8%	9.8%	8.5%
营业税费	693.0	743.3	732.2	804.3	872.3	营业利润增长率	41.1%	-4.4%	-10.6%	16.8%	10.8%
销售费用	-	-	-	-	-	净利润增长率	38.4%	9.3%	-11.0%	16.8%	10.8%
管理费用	882.3	1,128.5	1,065.1	1,096.8	1,189.6	EBITDA 增长率	27.3%	5.3%	-2.6%	14.0%	8.2%
财务费用	-48.5	152.6	679.0	442.3	412.5	EBIT 增长率	35.7%	-2.3%	-4.5%	12.7%	10.0%
资产减值损失	0.2	-0.0	-0.0	-	-	NOPLAT 增长率	33.1%	11.8%	-5.0%	12.7%	10.0%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	5.3%	18.4%	2.0%	31.2%	3.5%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	6.3%	7.4%	5.1%	9.8%	9.9%
营业利润	9,272.1	8,862.1	7,926.8	9,260.0	10,261.2	利润率					
加: 营业外净收支	-73.2	57.9	-	-	-	毛利率	51.8%	48.2%	46.9%	47.6%	48.2%
利润总额	9,198.9	8,920.0	7,926.8	9,260.0	10,261.2	营业利润率	44.4%	39.2%	35.7%	38.0%	38.8%
减: 所得税	3,089.5	2,240.5	1,981.7	2,315.0	2,565.3	净利率	29.3%	29.6%	26.8%	28.5%	29.1%
净利润	6,109.4	6,679.5	5,945.1	6,945.0	7,695.9	EBITDA/营业收入	52.4%	51.0%	50.5%	52.5%	52.3%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	44.2%	39.9%	38.8%	39.8%	40.4%
货币资金	7,789.6	4,677.7	8,358.7	11,189.7	14,316.4	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	526	642	797	743	643
应收帐款	1,013.5	1,936.3	2,006.1	1,135.2	1,231.2	流动营业资本周转天数	-82	-185	-248	-112	40
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	143	130	148	174	193
预付帐款	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6	应收帐款周转天数	12	13	12	13	14
存货	190.2	675.1	645.8	244.9	262.7	存货周转天数	3	7	11	7	3
其他流动资产	-	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	总资产周转天数	795	904	1,054	986	898
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	570	590	658	699	744
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	65.2	-	-	-	ROE	16.3%	16.6%	14.0%	14.9%	15.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	12.0%	10.7%	8.8%	10.5%	11.7%
固定资产	34,142.0	46,452.2	51,800.2	48,744.4	45,688.7	ROIC	18.9%	20.0%	16.1%	17.8%	14.9%
在建工程	3,049.9	3,798.4	-	-	-	费用率					
无形资产	4,830.6	4,726.6	4,622.7	4,518.7	4,414.8	销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	90.1	91.2	89.9	89.9	89.9	管理费用率	4.2%	5.0%	4.8%	4.5%	4.5%
资产总额	51,107.6	62,424.3	67,524.9	65,924.4	66,005.2	财务费用率	-0.2%	0.7%	3.1%	1.8%	1.6%
短期债务	-	-	2,500.0	-	-	三费/营业收入	4.0%	5.7%	7.9%	6.3%	6.1%
应付帐款	11,182.5	20,502.9	21,515.5	5,634.2	1,522.9	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	26.6%	35.4%	37.2%	29.4%	22.5%
其他流动负债	2,389.2	1,600.4	1,136.0	249.8	-175.6	负债权益比	36.2%	54.8%	59.4%	41.7%	29.0%
长期借款	-	-	-	13,500.0	13,500.0	流动比率	0.66	0.33	0.44	2.14	11.74
其他非流动负债	1.9	0.6	0.9	0.9	0.9	速动比率	0.65	0.30	0.41	2.09	11.54
负债总额	13,573.6	22,103.9	25,152.4	19,384.9	14,848.2	利息保障倍数	-190.02	59.09	12.67	21.94	25.88
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	12,976.8	12,976.8	12,976.8	12,976.8	12,976.8	DPS(元)	0.30	-	0.18	0.21	0.24
留存收益	24,557.2	27,343.7	29,395.8	33,562.8	38,180.3	分红比率	63.7%	0.0%	40.0%	40.0%	40.0%
股东权益	37,534.0	40,320.5	42,372.5	46,539.5	51,157.1	股息收益率	2.7%	0.0%	1.7%	1.9%	2.1%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	6,109.4	6,679.5	5,945.1	6,945.0	7,695.9	EPS(元)	0.47	0.51	0.46	0.54	0.59
加: 折旧和摊销	1,820.8	2,616.2	2,609.4	3,086.7	3,159.7	BVPS(元)	2.89	3.11	3.27	3.59	3.94
资产减值准备	0.2	-0.0	-0.0	-	-	PE(X)	23.6	21.5	24.2	20.7	18.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.8	3.6	3.4	3.1	2.8
财务费用	220.9	-48.5	152.6	679.0	442.3	P/FCF	-	330.2	18.8	27.8	24.8
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	6.9	6.4	6.5	5.9	5.4
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	12.8	12.5	12.7	11.8	10.7
营运资金的变动	1,818.4	-1,375.7	509.3	-15,495.7	-4,650.5	CAGR(%)	4.4%	4.8%	11.8%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	9,133.0	8,747.4	9,742.8	-5,021.7	6,617.5	PEG	5.4	4.5	2.1	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-3,506.7	-7,906.8	65.2	-	-	ROIC/WACC	1.9	2.1	1.7	1.8	1.5
融资活动产生现金流量	-4,274.2	-3,952.3	-557.1	7,779.7	-3,490.8	REP	2.1	1.7	2.1	1.5	1.7

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

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

南方

021-68765206

周蓉

010-66581676

李昕

010-66581689

张茜萍

0755-82558089

李瑾

0755-82558084

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essences.com.cn

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

深圳联系人

lijin@essence.com.cn

凌洁

021-68765237

李国瑞

021-68763872

张勤

021-68763879

马正南

010-66581668

潘琳

0755-82558268

王远洋

0755-82558087

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

上海

上海市浦东新区 528 号上海证券大厦北塔 2008 室

邮编: 200120

电话: 021-68801200

北京

北京市西城区金融大街 28 号院盈泰中心二号楼三层

邮编: 100032

电话: 010-66578819

深圳

深圳市福田区金田路 4018 号安联大厦 35 层

邮编: 518026

电话: 0755-82825555