

铁路行业

推荐

铁路改革向好的方向推进

——3 月月报

2011 年 4 月 18 日

重点公司

重点公司	10E	11E	评级
大秦铁路	0.73	0.92	强烈推荐
广深铁路	0.22	0.25	推荐
铁龙物流	0.47	0.52	推荐

相关报告

铁路运输 II:《铁路行业: 2011 年春运简报及 2010 年度回顾》2011-3-17

铁路运输 III:《大秦铁路: EPS 增长推动股价, 上调评级至强烈推荐》2011-1-17

铁路运输 III:《大秦铁路 (601006): 从 200 元价差谈起》2010-10-22

分析师 王爽

021-38565912

wangsh@xyzq.com.cn

SAC:S0190210030003

投资要点

- 加息增加铁道部财务压力, 固定资产投资或低于计划: 根据初步测算, 若 2011 年铁道部固定资产投资规模能完成 8500 亿元, 铁道部 11 年应付债券、银行贷款本利和将达到 1200 亿元, 面临较大财务压力。同时考虑到今年货币紧缩政策影响, 我们估计 11 年铁道部固定资产投资完成额或低于计划。
- 铁路经营权下放方案或近期出台: 3 月中旬, 铁道部召开内部会议, 研讨如何放权地方铁路局。获得下放的权力包括: 依据管辖内的客流量可自行增开列车, 或根据客流的变化调整列车运行频次。而在此之前, 地方铁路局在管辖范围内无权调整及增开列车。此项改革的关键之处在于铁道部与地方铁路局的“分成”清算办法, 收入如何在路网、车辆以及铁路揽货等业务间分配, 目前争议较大。我们认为铁路改革在向好的方向推进, 道路是曲折的, 但前途是光明的。
- 铁路客、货运运距增长: 3 月在客运方面, 全国铁路客运量为 1.41 亿人, 同比增长 0.04%, 旅客周转量为 840.16 亿人公里, 同比增长 12.44%。货运方面, 全国铁路货运量为 3.4 亿吨, 同比增长 7.5%, 货运周转量为 2634.79 亿吨公里, 同比增长 13.92%。在客、货发送量涨幅不大的情况下, 客货周转量增速突出, 表明铁路客、货运运距明显增长。
- 大秦线依然为东煤西运主干线: 2011 年 3 月, 大秦线煤炭运量为 3911 万吨, 同比增长 14.81%。在其他煤运线路趋于饱和时, 大秦线煤炭运量增长迅速, 增长率高于全国铁路煤运平均增长率。未来大秦线煤炭运能依然有较大提升空间。
- 广深铁路 3 月客运量同比增长 3.11%, 增速稳定: 2011 年 3 月广深铁路客运发送量为 699.69 万人, 同比增长 3.11%。
- 全国铁路固定资产投资完成额稳步增加: 2011 年 3 月铁路运输业固定资产投资完成额为 324.58 亿元, 当月同比增长 49%。根据历年经验, 一季度固定资产投资完成额占全年比重较小, 因此 11 年全年固定资产投资完成额增长率会保持平稳。
- 综合考虑资产的盈利能力以及估值水平, 我们维持对大秦铁路的强烈推荐评级。考虑到铁路改革给上市公司带来新的机会, 我们给予广深铁路推荐评级。

目 录

1、2011 年铁道部应付银行利息及债券本息将达到 1200 亿元	3 -
2、铁路经营权下放方案或近期出台	4 -
3、2011 年 3 月全国铁路客、货周转量同比增长 13%左右	4 -
3.1 2011 年 3 月全国铁路营运数据	4 -
3.2 大秦线煤炭运量同比增长 14%	5 -
3.3 广深铁路客运量同比增长 3.11%，增速稳定	6 -
4、2010 全国铁路固定资产投资完成额同比增长 49%	7 -
5、铁路上市公司估值分析及投资策略	8 -
6、附件 1：要闻剪影	9 -
附件 2：高铁“四纵四横”规划情况	10 -
图 1 全国铁路客运量 （亿人）	4 -
图 2 全国铁路旅客周转量 （亿人公里）	4 -
图 3 全国铁路货运量 （亿吨）	5 -
图 4 全国铁路货运周转量 （亿吨公里）	5 -
图 5 煤炭铁路运输量：全国、大秦线、侯月线 （万吨）	5 -
图 6 广深铁路：客运量 （百万人）	6 -
图 7 广深铁路：客运量同比增长率	6 -
图 8 广深铁路：货运量	7 -
图 9 全国铁路固定资产投资完成额 （亿元）	7 -
图 10 铁道部营业收入 （百万元）	8 -
表 1 铁道部 2011 年应付银行利息及债券本息测算	3 -
表 2 铁道部财务数据摘要	8 -
表 3 上市公司估值分析及投资策略	9 -
表 4 上市公司盈利预测	9 -
表 5 “四纵”高铁的建设及开通情况	10 -
表 6 “四横”高铁的建设及开通情况	11 -

1、2011 年铁道部应付银行利息及债券本息将达到 1200 亿元

截止 2010 年底，铁道部共负债 1.8 万亿元，其中有息负债 1.4 万亿元，包括发行债券总额 3685 亿元，银行贷款 1.1 万亿元。2011 年 1-3 月发行 180 天短期债券 300 亿元。按照债券平均年利率 4.1%，银行贷款平均年利率 5% 测算，铁道部需偿还存量债券、银行贷款本利和共计 1031 亿元。

根据铁道部发布的公告显示，2011 年中国铁路固定资产投资计划总规模为 8500 亿元。若该计划能完成，我们预计 2011 年新增债券发行总额在 1300 亿元左右，新增银行贷款 4350 亿元左右，2550 亿元来自其他融资渠道（例如地方政府的投资等）。因此，根据初步测算，2011 年新增债券、银行贷款产生的需付利息为 162 亿元。

综上所述，若 2011 年铁道部固定资产投资规模能完成 8500 亿元，铁道部 2011 年应付债券、银行贷款本利和将达到 1200 亿元。考虑到今年通货膨胀压力加剧、货币紧缩政策的影响，预计铁道部面临加息，财政压力将继续增大。

2011 年能否完成 8500 亿元的铁路固定资产投资，还受限于是否能取得至少 2550 亿元地方政府等其他渠道的财政支持，否则仅依靠债券、银行贷款等融资渠道，很难完成 8500 亿元的投资规模。因此，我们预测 2011 年固定资产投资或低于计划的 8500 亿元。

表 1 铁道部 2011 年应付银行利息及债券本息测算

百万元	本金	平均年利率	需还本金	需付利息
2010 年存量债券	368,500	4.10%	1,000	16,586
2010 年存量银行贷款	1,099,172	5.00%	0	54,959
2011 年新增短期债券	30,000	3.92%	30,000	588
预计 2011 年新增债券	130,000	4.50%	0	2,925
预计 2011 年新增贷款	435,000	6.12%	0	13,311
小计			31,000	88,369
总计				119,369

数据来源：Wind 数据库、兴业证券研究所

2、铁路经营权下放方案或近期出台

盛光祖接任铁道部长，积极推进铁路体制改革。3月中旬，铁道部召开内部会议，研讨如何放权地方铁路局。获得下放的权力包括：依据管辖内的客流量可自行增开列车，或根据客流的变化调整列车运行频次。而在此之前，地方铁路局在管辖范围内无权调整及增开列车。此项改革的关键之处在于铁道部与地方铁路局的“分成”清算办法，收入如何在路网、车辆以及铁路揽货等业务间分配，目前争议较大。我们认为铁路改革在向好的方向推进，道路是曲折的，但前途是光明的。

3、2011年3月全国铁路客、货周转量同比增长13%左右

3.1 2011年3月全国铁路营运数据

2011年3月全国铁路客、货周转量同比增长达13%左右，客、货运发送量同比增长稍低，分别为0.04%、7.5%。客运方面，全国铁路客运量为1.41亿人，同比增长0.04%，旅客周转量为840.16亿人公里，同比增长12.44%。货运方面，全国铁路货运量为3.4亿吨，同比增长7.5%，货运周转量为2634.79亿吨公里，同比增长13.92%。

环比方面：3月为春运结束后第一个月，受周期性影响，客运量、客运周转量相较2月春运期间有所回落；货运量、货运周转量相较2月有所回升。综合各方面因素，随着全国高铁不断陆续成熟、全国经济形势继续向好，预计今后全国铁路客、货运量依然会保持增长。

图1 全国铁路客运量

(亿人)

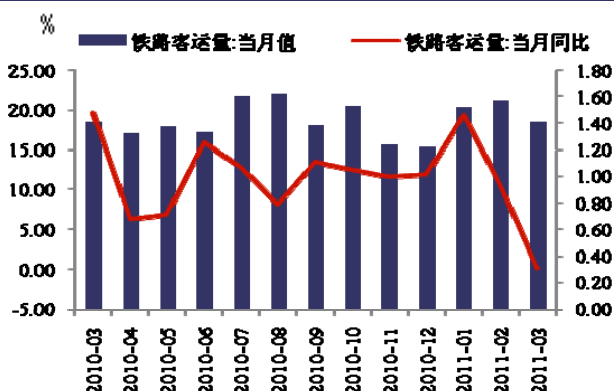
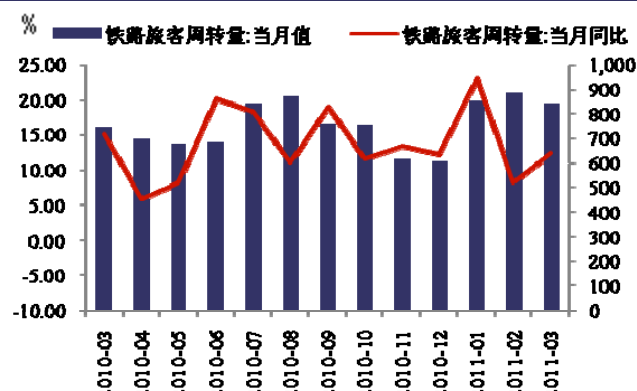


图2 全国铁路旅客周转量

(亿人公里)

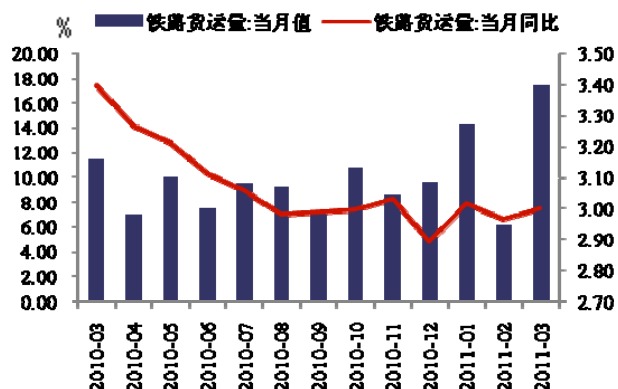


数据来源：Wind 数据库、兴业证券研究所

数据来源：Wind 数据库、兴业证券研究所

图 3 全国铁路货运量

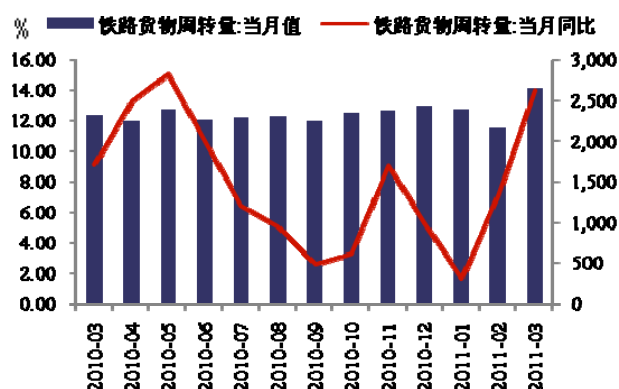
(亿吨)



数据来源: Wind 数据库、兴业证券研究所

图 4 全国铁路货运周转量

(亿吨公里)



数据来源: Wind 数据库、兴业证券研究所

3.2 大秦线煤炭运量同比增长 14%

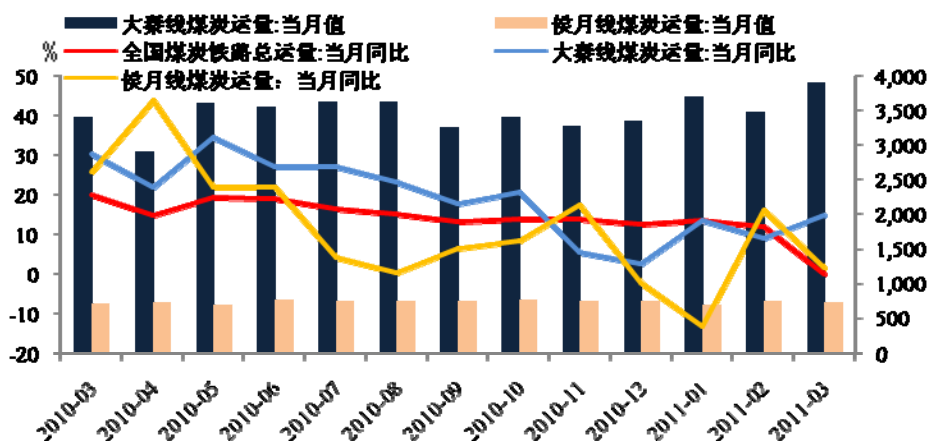
2011 年 3 月, 大秦线煤炭运量为 3911 万吨, 同比增长 14.81%。侯月线煤炭运量为 729 万吨, 同比增长 1.62%。

由于经济形势向好, 全国煤炭需求量增加, 而铁路运输又是煤炭运输最重要的运输手段之一, 2011 年 3 月铁路煤运输依然继续 2010 年的高增长势头, 大秦线煤炭运输量增长迅猛, 同比增长 14.81%。

据悉, 2011 年 4 月 1 日起, 大秦线开始为期一个月的大修, 因此我们预计大秦线 4 月煤炭运量会有所下降, 同时对于北方煤港的到货量将有大的影响。

图 5 煤炭铁路运输量: 全国、大秦线、侯月线

(万吨)



数据来源: Wind 数据库、兴业证券研究所

3.3 广深铁路客运量同比增长 3.11%，增速稳定

2011 年 3 月广深铁路客运发送量为 699.69 万人，同比增长 3.11%，其中广深城际列车旅客发送量为 322.61 万人，同比增长 0.83%，直通车旅客发送量 29.19 万人，同比增长 6.3%，其他车（普通列车）旅客发送量为 347.88 万人，同比增长 5.05%。

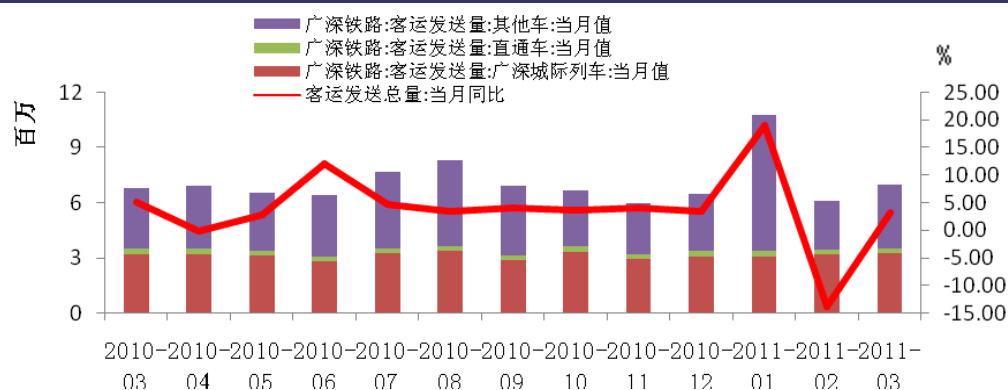
随着深圳地区经济发展、人均收入水平不断增加，广深城际列车、直通车成为广深铁路旅客发送量最重要的增长点。广深城际列车旅客发送量占广深铁路总旅客发送量近 50%，是其重要的组成部分。随着私家车拥有量的逐步提高，该业务是否会被高速公路分流值得关注。

直通车业务虽占旅客发送量比例不高，但因票价较高，因此占营业收入的比例不容小视，这项业务也是广深铁路增长最快的业务，3 月直通车业务依然保持 6% 的增长，我们相信在广深港高铁开通之前，该业务依然会保持较高增长率。

普通列车依然为广深铁路运量的主力军，3 月旅客发送量同比增长 5.05%，表明普通列车受受武广高铁开通影响并不大。

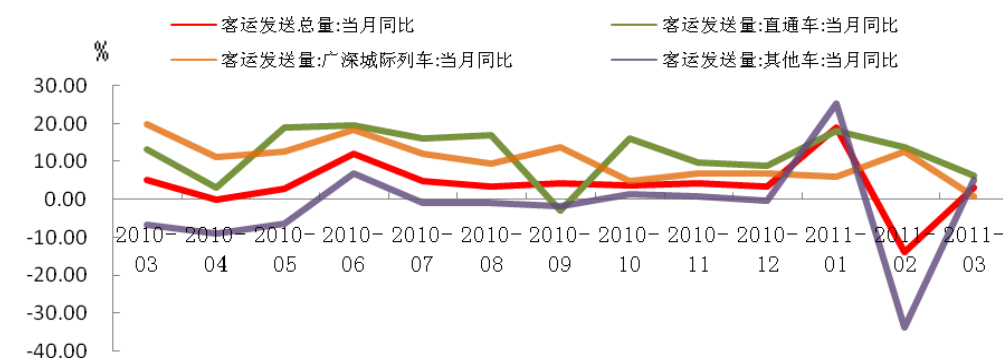
图 6 广深铁路：客运量

（百万人）



数据来源：Wind 数据库、兴业证券研究所

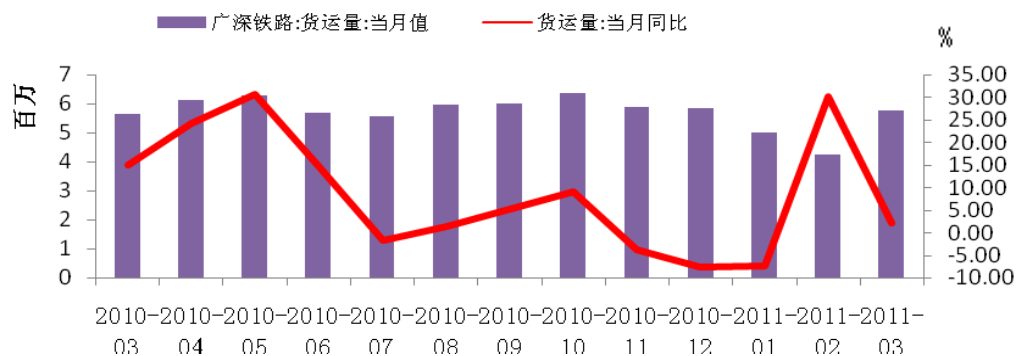
图 7 广深铁路：客运量同比增长率



数据来源：Wind 数据库、兴业证券研究所

货运方面，2011 年 3 月广深铁路货运量为 577.41 万吨，同比增长 2.3%。货运量小幅增长的主要原因是，武广高铁开通后京九线货运运能的释放，广坪段虽客运量有所下降，但货运量却有所上升。预计随着深证地区经济的持续发展，广深铁路涉及路段货运量将继续增长。

图 8 广深铁路：货运量



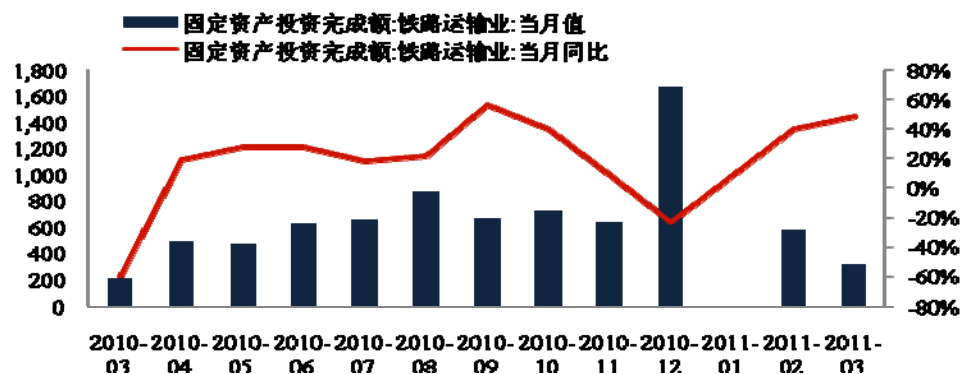
数据来源：Wind 数据库、兴业证券研究所

4、2010 全国铁路固定资产投资完成额同比增长 49%

2011 年 3 月铁路运输业固定资产投资完成额为 324.58 亿元，当月同比增长 49%，2011 年累计完成 911 亿元，同比增长 43%。但根据历年经验，一季度固定资产投资完成额占全年比重较小，因此 11 年全年固定资产完成额增长率会保持平稳。

铁道部 2 月 14 日发布的公告显示，2011 年中国铁路固定资产投资计划总规模为 8500 亿元。7000 亿元为基本建设投资，其中：基建大中型计划规模为 6990 亿元，基建小型计划规模为 10 亿元；而更新改造投资计划规模为 240 亿元；铁路机车车辆购置投资规模则为 1260 亿元。相比 2010 的计划，2011 年中国铁路固定资产投资计划同比约增长 3%，其中基本建设投资规模同比保持不变，仍为 7000 亿元；更新改造投资规模同比增长 12%，铁路机车车辆购置投资规模同比增长 26%。

图 9 全国铁路固定资产投资完成额 (亿元)



数据来源：Wind 数据库、兴业证券研究所

铁道部财务数据方面，2010 年 1、2、3 季度营业收入分别为 1214 亿元、1371 亿元、2106 亿元，同比增长 7%、22%、70%。同时，营业成本分别为 903 亿、1063 亿、1515 亿，同比增长-22%、-5%、160%。营业利润分别为 5.1 亿、19.9 亿、4.52 亿，同比增长-122%、54%、-61%。

表 2 铁道部财务数据摘要

亿元人民币	2009 Q1	2009 Q2	2009 Q3	2009 Q4	2010 Q1	2010 Q2	2010 Q3
营业总收入	1,130	1,129	1,237	2,026	1,214	1,371	2,106
同比增长%			61%	-36%	7%	22%	70%
营业总成本	1,153	1,116	583	2,026	903	1,064	1,516
同比增长%			139%	-33%	-22%	-5%	160%
利润总额	-24	13	12	613	5	20	5
同比增长%			-366%	28%	-122%	54%	-61%

数据来源：Wind 数据库、兴业证券研究所

图 10 铁道部营业收入 (百万元)



数据来源：Wind 数据库、兴业证券研究所

5、铁路上市公司估值分析及投资策略

铁路是我国重要的交通运输方式，未来发展中西部经济，以及铁路改革的推进将加强资本市场对铁路的关注程度。

我们从两个角度关注铁路股的投资价值，一是资产的盈利能力以及估值水平，在这个意义上，我们强烈推荐大秦铁路；二是铁路改革会给哪些公司带来新的机会，我们积极关注广深铁路，公司资产方面的整合可能会快于其他公司。

综上，我们维持大秦铁路强烈推荐评级，广深铁路、铁龙物流推荐评级。

表 3 上市公司估值分析及投资策略

公司简称	P	分红率	股息率	PE(TTM)	PB	EV/EBITDA	投资评级
大秦铁路	8.99	41.10%	3.34%	13.13	3.5	12.53	强烈推荐
广深铁路	3.81	42.11%	2.10%	15.59	1.1	7.18	推荐
铁龙物流	15.27	14.29%	0.39%	32.19	4.81	19.60	推荐

数据来源：兴业证券研究所

表 4 上市公司盈利预测

公司简称	EPS				PE			
	09A	10A/E	11E	12E	09A	10A/E	11E	12E
大秦铁路	0.5	0.73	0.92	0.99	18.0	12.3	9.8	9.1
广深铁路	0.17	0.22	0.25	0.27	22.4	17.3	15.2	14.1
铁龙物流	0.35	0.47	0.52	0.60	43.6	32.5	29.4	25.5

数据来源：兴业证券研究所

6、附件 1：要闻剪影

- **2011-3-25 银监会：**对商业银行发放的铁路贷款情况进行摸底，包括授信总额、贷款余额、贷款期限、还款方式、贷后管理等。以“铁公基”基建项目为主的中长期贷款，由于贷款期限过长、还款方式不合理，风险严重后延，恐对银行信用风险造成巨大隐患。由于铁路贷款多采用固定利率的定价方式，较基准利率下浮，且利率长期不变，在当前加息周期下，铁路贷款的利差空间也在缩小，对银行不利。
- **2011-4-1 发改委：铁路货运提价。**除大秦、丰沙大、京原、京秦四线的煤炭现行运价不变外，全国铁路普通货运价格每吨公里上调约 0.2 分或 2.9%。其中煤炭运价从人民币 0.0537 元/吨公里上调至人民币 0.0553 元/吨公里。这是 2009 年提价之后的第二次上调货运价格。
- **2011-4-1 大秦铁路：为期一个月的检修。**煤炭运输主通道大秦铁路开始为期一个月的检修，造成煤炭供应短期偏紧。大秦线检修给北方煤港的到货量造成较大影响，数据显示，4 月 1 日秦皇岛港的煤炭铁路调进量为 55 万吨，较前一日下挫 23%。而包括秦皇岛港、曹妃甸港和京唐港在内的北方三大煤炭中转港，合计调进量较前一日减少近 30 万吨。
- **2011-4-10 铁道部：铁路经营权下放方案或近期出台。**3 月中旬，铁道部中高层人士曾召开内部会议，研讨如何放权地方铁路局。知情人士透露，该会议对于铁路局自主经营放权范围的争议较少，但对于铁道部与地方铁路局的“分成”清算办法争议较大。后者获得下放的权力包括：依据管辖内的客流量可自行增开列车，或根据客流的变化调整列车运行频次。而在此之前，地方铁路局在管辖范围内无权调整及增开列车，所有的运行都归铁道部说了算。

附件 2：高铁“四纵四横”规划情况

按照我国 08 年高速铁路规划，到 2012 年全国将基本形成“四纵四横”铁路快速客运通道，建成客运专线 42 条，总里程 1.3 万公里，其中时速 250 公里的线路 5000 公里，时速 350 公里的线路 8000 公里，其中“四纵”包括京沪、杭福深、京哈、京港客运专线，“四横”包括青太、徐兰、沪汉蓉、沪昆客运专线。届时，中国经济最发达、人口最密集的中心城市几乎全部被高铁网所覆盖。

表 5 “四纵”高铁的建设及开通情况

	线路走向	开工时间	通车时间	线路长度 (公里)	设计 时速	状态
京沪	北京 - 上海			1,318.0		
京沪客运专线	北京 - 上海	2008 年 4 月 18 日	2011 年 12 月	1,318.0	350	在建
合蚌可客运专线	合肥 - 蚌埠	2009 年 1 月 8 日	2011 年 12 月	131.0	350	在建
宁杭客运专线	南京 - 杭州	2008 年 12 月 27 日	2011 年 12 月	248.0	350	在建
杭福深(东南沿海)	杭州 - 深圳			1,600.0		
杭甬客运专线	杭州 - 宁波	2009 年 4 月 1 日	2011 年 12 月	150.0	350	在建
甬台温客运专线	宁波 - 台州 - 温州	2005 年 10 月 27 日	2009 年 9 月 28 日	282.4	250	建成 通车
温福客运专线	温州 - 福州	2004 年 12 月 24 日	2009 年 9 月 28 日	298.4	250	建成 通车
福厦客运专线	福州 - 厦门	2005 年 9 月 30 日	2010 年 4 月 26 日	273.0	250	建成 通车
厦深客运专线	厦门 - 深圳	2007 年 11 月 23 日	2011 年底 - 2012 年	502.0	250	在建
京哈	北京 - 哈尔滨			1,700.0		
京沈客运专线	北京 - 沈阳	2009 年 10 月 项目建议书获批	2014 年	687.0		筹建
哈大客运专线	哈尔滨 - 沈阳 - 大连	2007 年 8 月 23 日	2011 年底	904.0	350	在建
盘营客运专线	盘锦 - 营口	2009 年 5 月 31 日	2012 年	89.4	350	在建
秦沈客运专线	秦皇岛 - 沈阳	1999 年 8 月 16 日	2003 年 10 月 12 日	404.6	200-250	建成 通车
京港	北京 - 香港			2,320.0		
京石客运专线	北京 - 石家庄	2008 年 10 月 7 日	2011 年底	281.0	350	在建
石武客运专线	石家庄 - 武汉	2008 年 10 月 15 日	2011 年底	840.7	350	在建
武广客运专线	武汉 - 广州	2005 年 6 月 23 日	2009 年 12 月 26 日	1,068.6	350	建成 通车
广深港客运专线	广州 - 深圳	2005 年 12 月 18 日	2010 年 12 月	104.6	350	在建
	深圳 - 香港	2011 年春季前	2015 年	26.0	200	在建

数据来源：兴业证券研究所

表 6 “四横”高铁的建设及开通情况

	线路走向	开工时间	通车时间	线路长度 (公里)	设计 速度	状态
青太	青岛-太原			871.4		
胶济客运专线	青岛-济南	2007 年 1 月 8 日	2008 年 12 月 21 日	362.5	250	建成通车
石济客运专线	济南-石家庄	2010 年内	2013 年	319.0	250	筹建
石太客运专线	石家庄-太原	2005 年 6 月 11 日	2009 年 4 月 1 日	189.9	250	建成通车
徐兰	徐州-兰州			1,400.0		
徐郑客运专线	徐州-郑州	2010 年下半年	2013 年底	356.7	350	筹建
郑西客运专线	郑州-西安	2005 年 9 月 25 日	2010 年 2 月 6 日	505.0	350	建成通车
西宝客运专线	西安-宝鸡	2009 年 11 月 28 日	2012 年 12 月	138.0	350	在建
宝兰客运专线	宝鸡-兰州	2010 年内	2015 年	401.0	350	筹建
沪汉蓉	上海-武汉- 成都			2,078.0		
合宁铁路	南京-合肥	2005 年 7 月 21 日	2008 年 8 月	166.0	250	建成通车
合武铁路	合肥-武汉	2005 年 10 月	2009 年 4 月 1 日	351.0	250	建成通车
汉宜铁路	武汉-宜昌	2008 年 9 月 17 日	2012 年 4 月	293.1	250	在建
宜万铁路宜昌至利川段	宜昌-利川	2004 年 1 月	2010 年 11 月	377.0	160	在建
渝利铁路	利川-重庆	2008 年 12 月 29 日	2012 年底	260.4	250	在建
遂渝铁路二线	重庆-遂宁	2009 年 1 月 18 日	2011 年底	131.0	250	在建
达成铁路遂宁至成都段	遂宁-成都	2005 年 6 月	2009 年 7 月 7 日	198.0	160	建成通车
成渝客运专线	重庆-成都	2010 年 3 月 22 日	2014 年	308.0	350	在建
沪昆	上海-昆明			2,252.0		
沪杭客运专线	上海-杭州	2009 年 2 月 26 日	2010 年 10 月	160.0	350	在建
杭长客运专线	杭州-长沙	2009 年 12 月 22 日	2013 年 6 月	933.0	350	在建
长昆客运专线	长沙-昆明	2010 年 3 月 26 日	2015 年	1,159.0	250	在建

数据来源：兴业证券研究所

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% ~ 5%之间
- 回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。