

重分红，觅增长

——公铁板块 12 月月报

运输 同步大市-A

上次评级

同步大市-A

报告日期
2012-01-04
报告关键点：

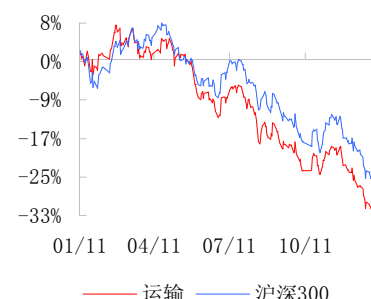
- 2011年铁路板块大幅跑赢沪深300指数、交运行业指数；
- 经济增速放缓对各公司业务量的影响已经开始显现；
- 公铁板块投资策略：重分红，觅增长。

报告摘要：

- **铁路板块股价走势明显好于公路板块。**2011年，交通运输行业指数下跌32.7%，跑输沪深300指数7.7个百分点，主要受周期性板块航空、航运板块拖累，这两个板块全年跌幅都超过40%，铁路、公路板块跌幅分别为9.2%、33.8%。其中：铁路板块指数在交运行业中各板块中表现最好，全年跑赢行业指数23.5个百分点，跑赢沪深300指数15.8个百分点；公路板块全年小幅跑输行业指数1.1个百分点，跑输沪深300指数8.8个百分点。12月，交运行业指数依旧跑输大盘，铁路、公路板块跑赢交运行业指数，当月铁路、公路板块分别下跌2.5%、10.9%，分别跑赢行业指数9.0个百分点、0.7个百分点。
- **低估值、高股息收益率公司股价表现良好。**2011年，公路铁路板块中有正收益的仅有广深铁路，涨幅为4.4%，其PB仅1倍，大秦铁路基本持平，其他个股均有不同程度下跌，跌幅居前的有海南高速、四川成渝、湖南投资、国恒铁路、现代投资，跌幅都在38%以上。12月份，广深铁路、宁沪高速、大秦铁路三只股票获得正收益，分别为6.7%、1.1%、0.1%，跌幅靠前的为现代投资、五洲交通、四川成渝、湖南投资、国恒铁路，跌幅均超过15%。
- **通行费收入增速逐月收窄。**2011年1-11月，样本路段实现通行费收入121亿元，同比增长4.8%，较去年同期增速下降13.5个百分点。2010年通行费收入的大幅下降主要是由于乘用车销量的大幅提升以及经济增长带来货车车流的提升，而2011年乘用车销量增速大幅下降，经济增速放缓导致货车车流增长明显放缓，从而导致2011年通行费收入增速明显放缓。
- 2011年1-11月，大秦线累计完成煤炭运量4.02亿吨，同比增长8.2%，11月份大秦线量为3799.6万吨，同比增长16.6%，增速持续三个月提升，11月运量基本与10月持平，预计全年大秦线完成运量4.4亿吨，较去年增长8.6%。2011年1-11月，广深铁路旅客发送量为8306万人，同比增长5.9%，其中11月完成发送量618万人，同比增长3.7%，近两个月发送量处于年内较低水平；完成货物运量6273万吨，同比增长1.0%，其中11月实现运量598万吨，同比增长1.6%。武广高铁通车后货运能释放对公司广坪线、广深线影响相对有限。
- **股价破净公司集中在公路板块，公铁估值都处于历史低位。**截至2011年12月31日收盘，交通运输行业中一共有14只股票股价跌破净资产，占比为17.5%，其中公路板块占8家，公路板块共有19家公司，破净公司占比达到42%。目前来看，公路、铁路板块整体成长性一般，特别是公路板块，在此背景下，如果投资公铁板块公司，应该寻找价值股，而分红可以作为价值的重要衡量指标。股息收益率排名前5的公司分别是宁沪高速、皖通高速、大秦铁路、福建高速、深高速，股息收益率均超过4.1%。
- **投资策略：重分红，觅增长。**铁路板块，铁路体制的系统性改革短期内难有实质性进展，但不排除在现有体制框架下对组织结构、清算体系等各方面的改进，十八大可能是比较敏感的时间窗口。综合考虑估值及基本面，配置角度推荐大秦铁路，成长性角度推荐铁龙物流。公路板块，目前估值已经处于历史低点，2011年的整体下跌主要与严厉的政策预期有关，而实际政策并不会如此严厉，而供给层面通车里程增速也将放缓，因此我们认为在2012年公路板块大幅跑输沪深300指数的可能性较低，重点关注高股息收益率且分红能够持续的公司，如宁沪高速、深高速等。
- **风险提示：**经济增速放缓对公司业务量影响超过预期。

敬请阅读本报告正文后各项声明

首选股票	目标价	评级
600377 宁沪高速	6.6	增持-A
601006 大秦铁路	12.0	买入-A
600125 铁龙物流	13.1	买入-A
600548 深高速	4.5	增持-B
601333 广深铁路	4.5	增持-A

12 个月行业表现

汪立

 010-66581690
 执业证书编号

谢红

执业证书编号

行业分析师

 wangli1@essence.com.cn
 S1450511050002

行业分析师

 xiehong@essence.com.cn
 S1450511090001

前期研究成果

十月公路建设投资首现同比下降，政策悲观预期改善

2011-11-29

政策阴影渐渐散去

2011-10-20

政策预期已充分反映，适当布局低估股——铁路公路深度分析报告

2011-8-11

1. 股价表现回顾：全年铁路跑赢交运指数、公路小幅跑输交运指数

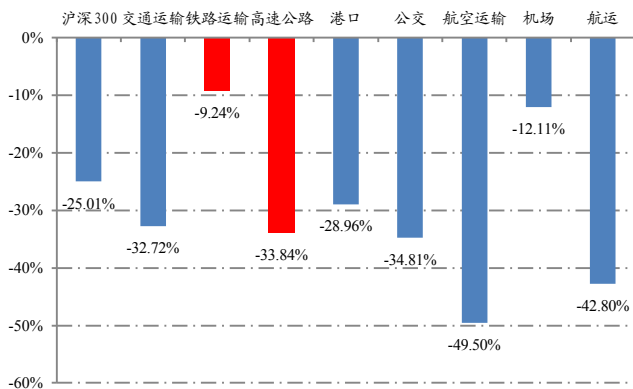
1.1. 铁路股价整体表现明显好于公路

2011 年，交通运输行业指数下跌 32.7%，跑输沪深 300 指数 7.7 个百分点，主要受周期性板块航空、航运板块拖累，这两个板块全年跌幅都超过 40%，铁路、公路板块跌幅分别为 9.2%、33.8%。其中：铁路板块指数在交运行业中各板块中表现最好，全年跑赢行业指数 23.5 个百分点，跑赢沪深 300 指数 15.8 个百分点；公路板块全年小幅跑输行业指数 1.1 个百分点，跑输沪深 300 指数 8.8 个百分点。行业表现符合我们 2011 年 5 月发布的《变革与机遇——公路铁路年报及一季报综述》中的观点（相对公路，我们更看好铁路的投资机会）。

剔除宏观背景因素，全年影响两个板块走势的最主要因素都是政策；其中铁路板块是改革因素，我们一直认为运力释放和铁路体制改革是投资铁路运输股的必要条件，随着高铁建设铁路运力释放渐渐成为现实，但是体制改革已经明显滞后，今年更换铁道部部长带来铁路改革预期，必然对铁路运输股股价产生一定支撑；而公路板块则是持续受制于政策面，政策面抑制估值，例如：绿色通道范围扩大、降低收费标准传言、央视聚焦物流顽症报道、行业政策趋紧等，必然导致行业估值下降，因此公路板块跑输大盘符合预期。

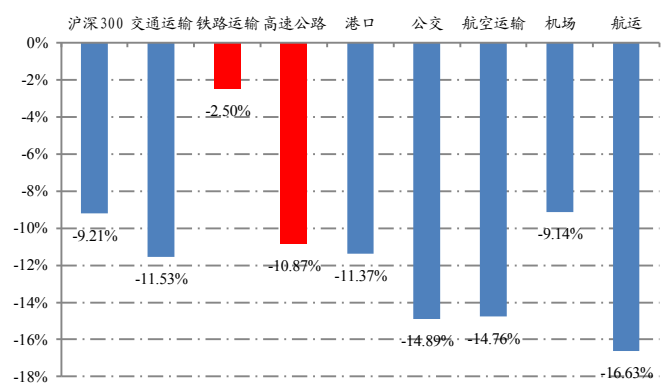
从 12 月来看，交运行业指数依旧跑输大盘，铁路、公路板块跑赢交运行业指数，当月铁路、公路板块分别下跌 2.5%、10.9%，分别跑赢行业指数 9.0 个百分点、0.7 个百分点。

图 1：2011 年全年各版块涨跌一览



资料来源：WIND、安信证券研究中心

图 2：12 月公路铁路均跑赢交运行业指数



资料来源：WIND、安信证券研究中心

1.2. 公司表现：低估值、高股息公司股价表现较好

2011 年，公路铁路板块中有正收益的仅有广深铁路，涨幅为 4.4%，其 PB 仅 1 倍，大秦铁路基本持平，其他个股均有不同程度下跌，跌幅居前的有海南高速、四川成渝、湖南投资、国恒铁路、现代投资，跌幅都在 38% 以上。

12 月份，广深铁路、宁沪高速、大秦铁路三只股票获得正收益，分别为 6.7%、1.1%、0.1%，跌幅靠前的为现代投资、五洲交通、四川成渝、湖南投资、国恒铁路，跌幅均

超过 15%。

图 3：2011 年全年各公司涨跌幅一览

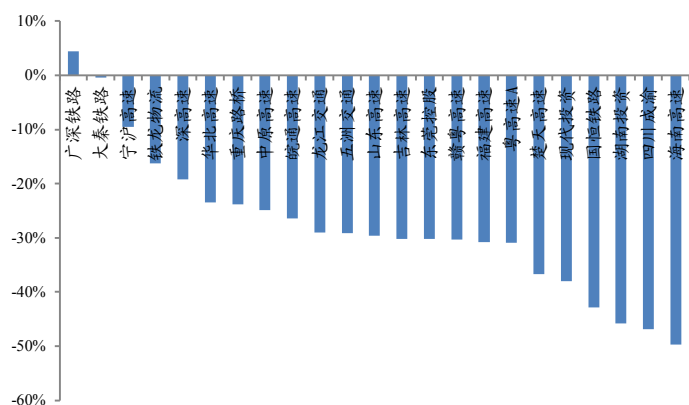
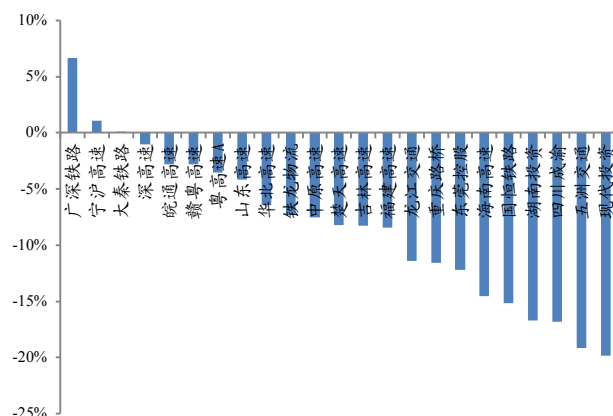


图 4：12 月各公司涨跌幅一览



资料来源：WIND、安信证券研究中心

资料来源：WIND、安信证券研究中心

2. 行业动态跟踪：经济增长放缓影响开始显现

2.1. 通行费收入增速逐月放缓

我们以公布月度通行费收入的公司（6 家）为样本，统计了通行费收入变化情况。整体来看，2011 年前 11 个月通行费收入依然保持增长，但是增速呈放缓态势，11 月收入同比略有下降，各月通行费收入增速明显低于 2010 年同期水平。

2011 年 1-11 月，样本路段实现通行费收入 121 亿元，同比增长 4.8%，增速较去年同期增速下降 13.5 个百分点。2010 年通行费收入的大幅下降主要是由于乘用车销量的大幅提升以及经济增长带来货车车流的提升，而 2011 年乘用车销量增速大幅下降，经济增速放缓导致货车车流增长明显放缓，从而导致 2011 年通行费收入增速明显放缓。

图 5：样本路段各月收入增速一览

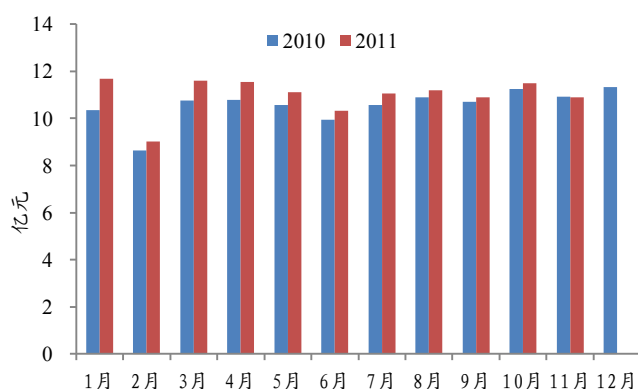
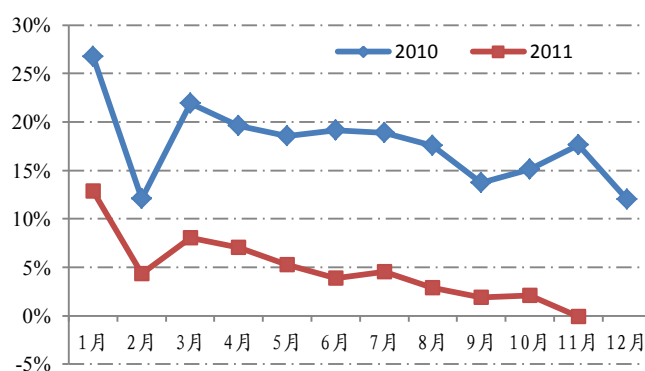


图 6：样本路段通行费收入同比增速一览

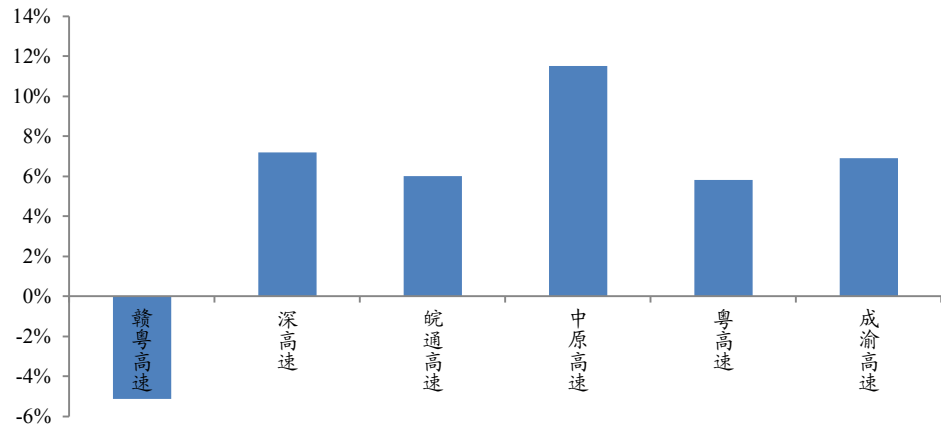


资料来源：各公司网站、安信证券研究中心

资料来源：各公司网站、安信证券研究中心

从各公司情况来看，2011 年 1-11 月仅有赣粤高速通行费收入同比下降，其他公司均保持一定增长，仅中原高速通行费收入同比增速超过 10%，其他公司通行费收入同比增速都在 10% 以内。

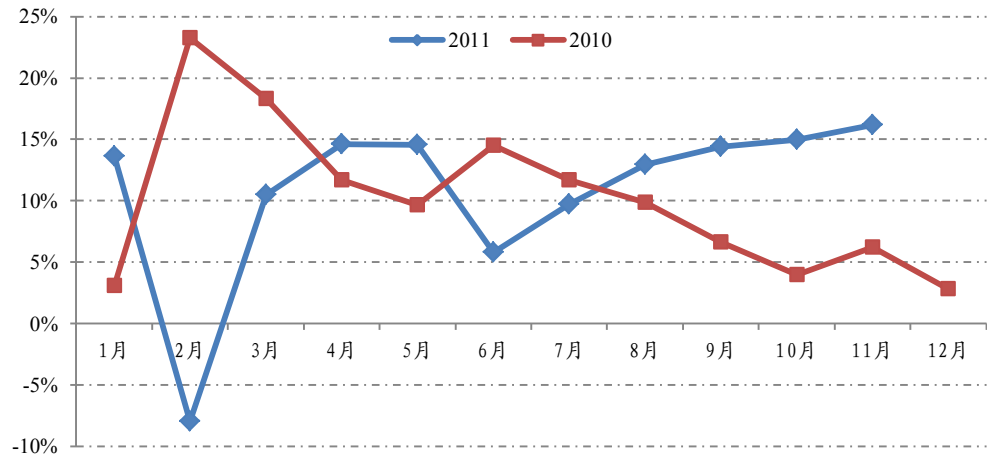
图 7：各公司 2011 年前 11 月通行费收入同比增速



资料来源：各公司网站、安信证券研究中心

宁沪高速核心资产是沪宁高速江苏段，从 7 月份开始沪宁高速江苏段日均车流量同比增速持续提升，其中 10 月份创下了月度日均车流量的最高纪录。但是从增长的源泉来看，一类车是车流增长的主要动力，由于一类车收费标准最低，所以总体来看单车收入水平将会有所下降，所以收入增速将会明显低于车流量增速。

图 8：宁沪高速公路各月车流量同比增速



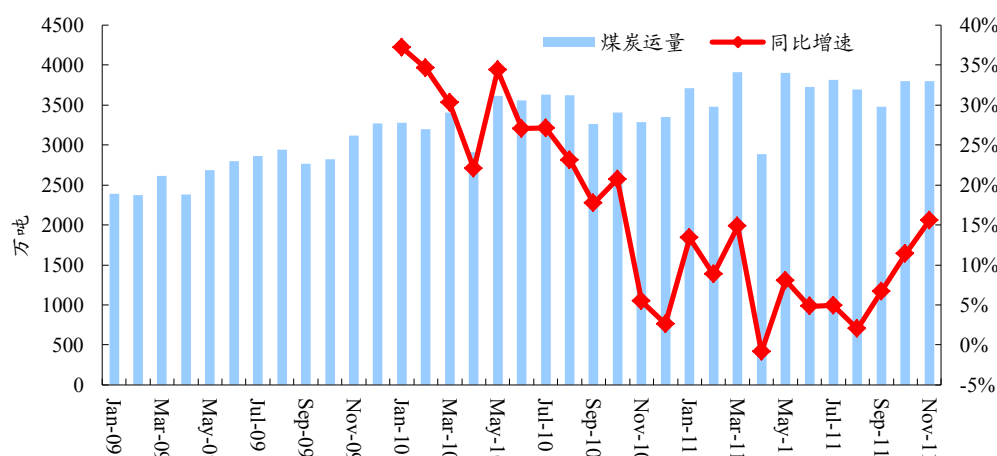
资料来源：宁沪高速网站、安信证券研究中心

2.2. 大秦线运量保持较快增速，广深铁路业务量增速放缓

➤ 预计 2011 年大秦线运量 4.4 亿吨，同比增长 8.6%

2011 年 1-11 月，大秦线累计完成煤炭运量 4.02 亿吨，同比增长 8.2%，11 月份大秦线量为 3799.6 万吨，同比增长 16.6%，增速持续三个月提升，11 月运量基本与 10 月持平，预计全年大秦线完成运量 4.4 亿吨，较去年增长 8.6%。

图 9：大秦线各月煤炭运量



资料来源：煤炭资源网、安信证券研究中心

➤ 广深铁路：客运持续同比增长，货运保持平稳

2011年1-11月，公司旅客发送量为8306万人，同比增长5.9%，其中11月完成发送量618万人，同比增长3.7%，近两个月发送量处于年内比较低的水平。其中：广深城际发送量同比增长6.1%，直通车发送量同比增长18.6%，其他车发送量同比增长4.9%。

完成货物运量6273万吨，同比增长1.0%，其中11月实现运量598万吨，同比增长1.6%。2011年一共出现四个月货运量同比下降，分别在1月、4月、5月、10月，其中1月是由于季节性因素影响，武广高铁通车后货运运能释放对公司广坪线、广深线影响相对有限。

图 10：广深铁路客运发送量增速一览

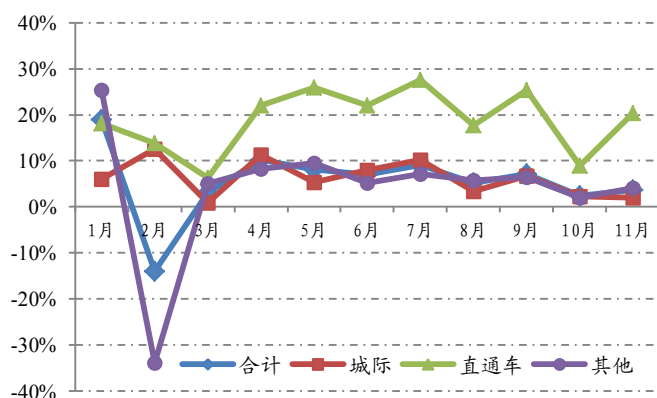
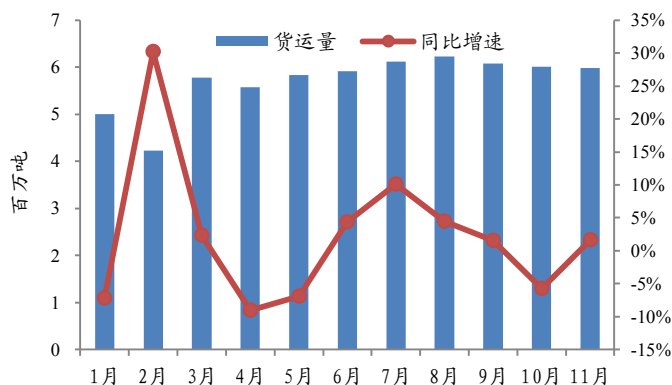


图 11：广深铁路货运运量增速一览



资料来源：公司网站、安信证券研究中心

资料来源：公司网站、安信证券研究中心

2.3.公路建设投资增速放缓，铁路投资下降

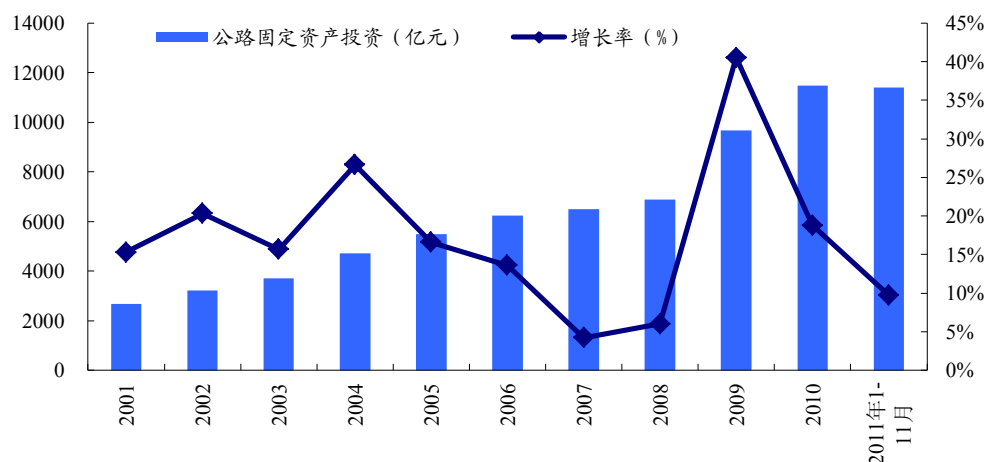
➤ 公路建设投资放缓，缓解供给压力

2008年底，政府通过加大基础设施建设力度来递减国际金融危机的负面影响，公路建设投资开始加速，2009年公路投资同比增长40.5%，2010年回落至18.8%，2011年继续回落，前11月公路投资同比增速已经降至10%以内。公路固定资产投资下降是必然趋势，目前我国高速公路基本网络已基本建成，公路投资的回报率持续下降，继续加大投资

并不明智。另外从收费公路清查情况来看，各地收费公路负债 2.3 万亿，每年的收费约为 3000 亿元，大部分地区负债率水平在 60-80%之间，现金流趋紧必然导致投资增速下降。

目前，新建高速公路成本上升明显，而收费标准多年来变化不大，并且新路通车还会分流现有路网车流，导致原有路段盈利能力下降，新路自身建成初期亏本几成定局。随着公路建设投资放缓，供给增长将放缓，有利于缓解分流压力以及新路通车对上市公司盈利的负面影响。

图 12：公路建设投资明显放缓

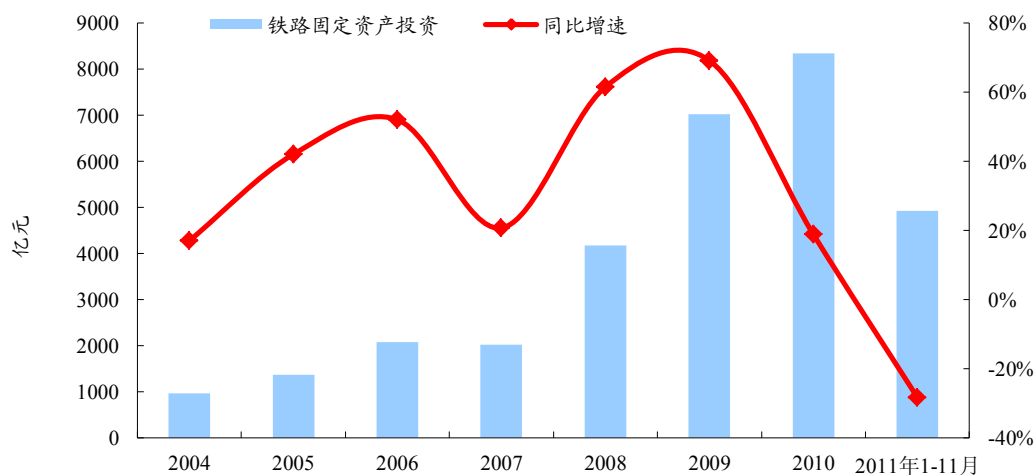


资料来源：交通部网站、安信证券研究中心

➤ 铁路投资下降

2011 年 1-11 月，铁路固定资产投资为 4916 亿元，同比下降 28.4%，11 月投资为 626.6 亿元，同比下降 42.4%，环比增长 86.7%。其中，基本建设投资为 290 亿元，环比增长 41.4%，11 月的投资增长主要体现在设备方面，我们估计是由于铁道部筹资后支付欠款确认的固定资产投资增多。

图 13：公路建设投资明显放缓



资料来源：交通部网站、安信证券研究中心

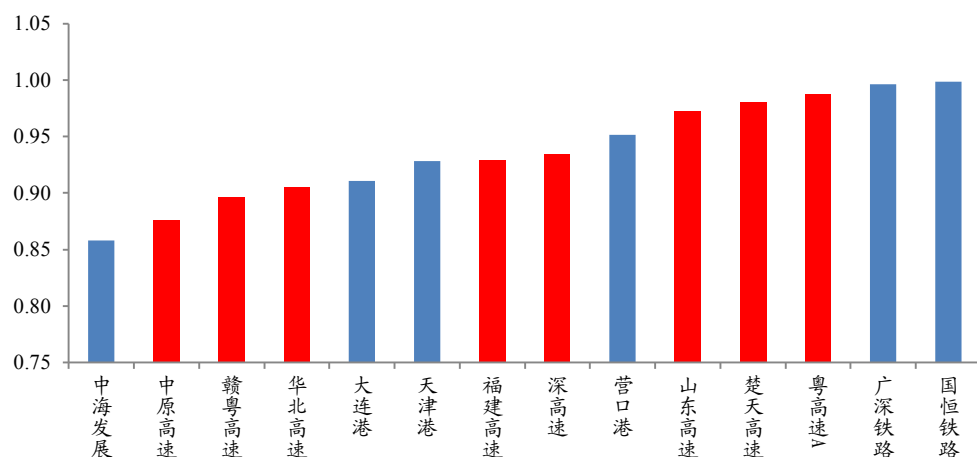
根据铁道部部长在 12 月 23 日全国铁路工作会议上披露, 2012 年铁路安排固定资产投资 5000 亿元, 其中基本建设投资 4000 亿元, 新线投产 6366 公里, 按此计算明年铁路固定资产投资同比仍将下降 8-10%。

3. 估值跟踪: 公路板块破净成常态, 股息收益率凸显价值

3.1. 交运股价破净公司集中在公路板块

截至 2011 年 12 月 31 日收盘, 交通运输行业中一共有 14 只股票股价跌破净资产, 占比为 17.5%, 其中公路板块占 8 家, 公路板块共有 19 家公司, 破净公司占比达到 42%。

图 14: 交运板块破净公司一览

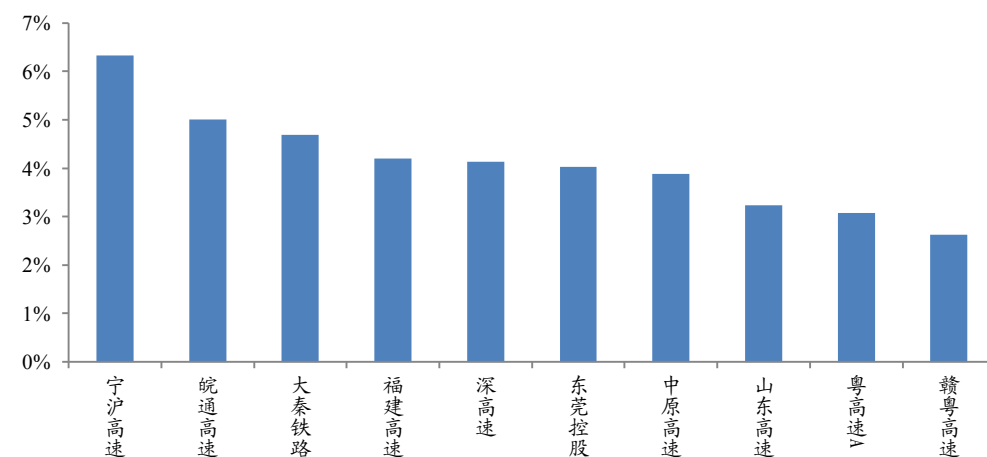


资料来源: WIND、安信证券研究中心

3.2. 高股息收益率凸显价值

目前来看, 公路、铁路板块整体成长性一般, 特别是公路板块, 在此背景下, 如果投资公铁板块公司, 应该寻找价值股, 而分红可以作为价值的重要衡量指标。股息收益率排名前 5 的公司分别是宁沪高速、皖通高速、大秦铁路、福建高速、深高速, 股息收益率均超过 4.1%。

图 15: 公铁板块股息收益率前十名

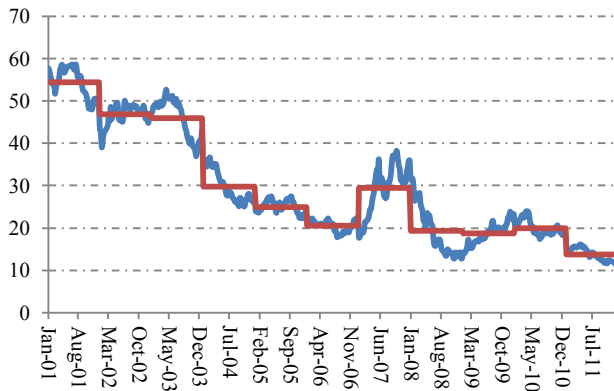


资料来源: WIND、安信证券研究中心

3.3. 公铁估值历史回顾

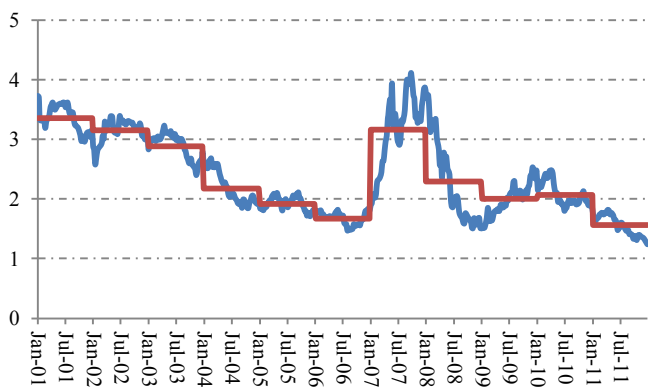
从 2001 年以来，公路板块估值一直处于下降通道当中，在 07 年大牛市中曾有一波反弹，但是整体来看公路板块估值持续下降。目前公路板块静态 PE 为 11 倍，不仅明显低于历史中枢，也明显低于 2011 年平均水平；静态 PB 为 1.2 倍，也是处于历史新低水平。

图 16：公路历史静态 PE 估值一览



资料来源：WIND、安信证券研究中心

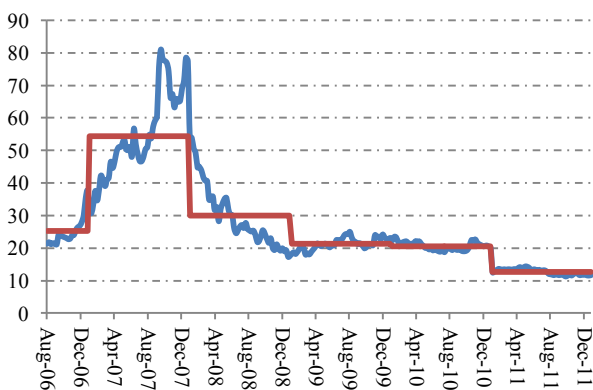
图 17：公路历史静态 PB 估值一览



资料来源：WIND、安信证券研究中心

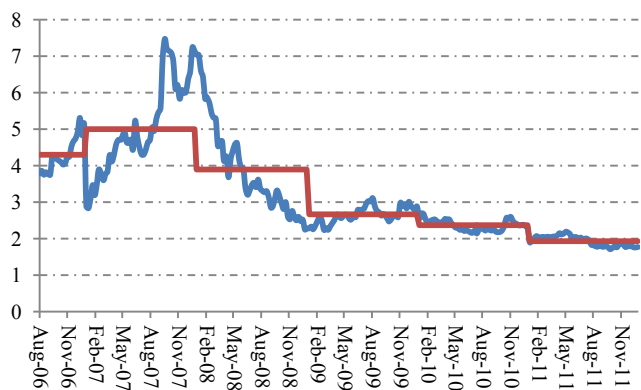
铁路板块公司较少，其中大秦铁路市值占比高，导致行业估值主要看大秦铁路估值情况，因此我们取用大秦上市数据作为参考。铁路板块估值的分界点是 08 年国际金融危机，自此之后铁路板块估值进入下降通道。目前铁路板块静态 PE 为 11.7 倍，比 2011 年均值低 8.2%；铁路板块静态 PB 为 1.8 倍，比 2011 年均值低 8.3%。

图 18：铁路历史静态 PE 估值一览



资料来源：WIND、安信证券研究中心

图 19：铁路历史静态 PB 估值一览



资料来源：WIND、安信证券研究中心

4. 投资策略：重分红，觅增长

由于目前公路、铁路板块整体成长性较低，因此分红价值凸显，首推高股息收益率并且分红能够持续的公司，如：宁沪高速（600377）、大秦铁路（601006）。

公路板块，目前估值已经处于历史低点，2011 年的整体下跌主要与严厉的政策预期有关，而实际政策并不会如预期般严厉，而供给层面通车里程增速也将放缓，因此我们

认为在 2012 年公路板块大幅跑输沪深 300 指数的可能性较低，重点关注高股息收益率且分红能够持续的公司，如宁沪高速、深高速等。考虑分红持续性，主要是考虑上市公司后期的资本支出情况，有大规模在建、新建项目、扩建项目的公司对资金需求迫切，提升分红的可能性很低，因此我们认为应该避开这类公司。

铁路板块，虽然盛部长在铁路工作会议中提到政企分开、落实铁路运输企业的市场地位，但是并没有具体方案。铁路体制的系统性改革短期内难有实质性进展，铁路运输企业的边界模糊，责权不明确，很难成为真正市场主体。铁路改革是一项系统工程，需要国务院、发改委、财政部等多个部委协同解决，在当前政府换届的大背景下，体制改革的可能性较小，但不排除在现有体制框架下对组织结构、清算体系等各方面的改进，十八大可能是比较敏感的时间窗口。

铁路上市公司均为参与高铁建设，资产负债情况都明显好于铁道部。目前来看，经济增速放缓对各公司的业务都有一定负面影响，可能会在年报和一季报中体现出来。综合考虑估值，配置角度推荐大秦铁路，成长性推荐铁龙物流。

表 1：公路板块重点公司盈利预测与估值

代码	简称	股价（元）	总市值（亿元）	A股流通市值（亿元）	每股收益（元）			PE			PB	评级
					2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E		
600377	宁沪高速	5.69	286.65	214.26	0.49	0.53	0.60	11.5	10.7	9.5	1.63	增持-A
600368	五洲交通	5.11	28.40	28.40	0.38	0.67	0.77	13.3	7.6	6.6	1.14	增持-A
000828	东莞控股	4.47	46.47	46.47	0.34	0.44	0.51	13.2	10.2	8.8	1.49	增持-A
600548	深高速	3.87	84.40	55.47	0.34	0.36	0.45	11.3	10.8	8.6	0.93	增持-B
600012	皖通高速	4.19	69.50	48.84	0.47	0.56	0.63	8.9	7.5	6.7	1.15	增持-B
600035	楚天高速	3.35	31.21	31.21	0.43	0.44	0.50	7.8	7.6	6.7	0.98	增持-B
601107	四川成渝	3.47	106.11	40.16	0.37	0.40	0.45	9.3	8.7	7.7	1.18	增持-B
600269	赣粤高速	3.80	88.75	88.75	0.54	0.54	0.60	7.1	7.0	6.3	0.90	中性-B
平均		4.4	91.1	70.8	0.4	0.5	0.6	10.3	8.8	7.6	1.2	

数据来源：WIND、安信证券研究中心

表 2：铁路重点公司盈利预测与估值

代码	简称	股价（元）	总市值（亿元）	A股流通市值（亿元）	每股收益（元）			PE			PB	评级
					2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E		
601006	大秦铁路	7.46	1,109.06	1,109.06	0.70	0.81	0.92	10.7	9.2	8.1	1.8	买入-A
601333	广深铁路	3.52	249.34	189.29	0.22	0.27	0.31	16.0	13.0	11.4	1.0	增持-A
600125	铁龙物流	9.28	121.12	73.87	0.36	0.42	0.57	25.7	22.1	16.3	3.4	买入-A
平均		6.8	493.2	457.4	0.4	0.5	0.6	17.4	14.8	11.9	2.1	

数据来源：WIND、安信证券研究中心

分析师简介

汪立，交通运输行业分析师，主要研究领域公路、铁路、物流。北京交通大学工学学士、中国科学院管理学硕士。3年证券行业研究经验，先后就职于天相投资顾问公司研究部、国都证券研究所，2011年加入安信证券研究中心。

谢红，交通运输行业分析师，主要研究领域为航空、机场。北京大学光华管理学院企业管理硕士、清华大学电子信息工程专业学士。在国内大型航空公司从事核心生产经营分析工作2年，2009年加入中投证券研究所，2011年加入安信证券研究中心。

分析师声明

汪立、谢红分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%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

黄方祥	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
张勤	上海联系人	梁涛	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@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: 200123

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