铁路跨越式发展 资金缺口巨大

●2007 年铁路工作会议明确表示将加速推进再融资。铁道部表示将进一步扩大股份制改革试点,推动大秦、广深、铁龙三家上市公司实现再融资,继续推进新的股份制改革项目,争取股份制改革更大突破。

● “十一五”期间铁路建设资金紧缺,尤其是缺乏资本金,而“存量换增量”模式是当前从资本市场募集资金的较好可行的股权融资模式。

□中信证券 于军

全国铁路工作会议于上月在北京召开。铁道部在铁路投融资方面表示:(1)推动大秦、广深、铁龙三家上市公司实现再融资,继续推进新的股份制改造项目,争取改造工作更大突破;(2)充分发挥各专业运输公司的体制优势,积极引进战略投资者,探索专业运输公司股份制改造;(3)进一步扩大铁路建设债券发行规模;(4) 完善吸引社会投资的配套措施,争取更多的社会资金投资铁路建设;由铁道部统筹资金筹集工作,建立统借统还机制,充分发挥铁道部信用等级高、资产规模大、筹资渠道广的优势,提高筹融资能力。

铁路大建设需巨额资金

2006 年铁路建设完成投资 1553 亿元,同比增长 76%;完成新线铺轨 1040 公里、复线铺轨 997 公里;投产新线 1605 公里、复线 705 公里、电气化铁路 3960 公里。

铁道部预计,2007 年铁路基本建设投资预计达 2560 亿元,新线铺轨 2099 公里,复线铺轨 2347 公里,电气化铁路投产 2019 公里。

目前,我国发达完善的铁路网建设正在全面展开,必然需要巨额建设资金。

2007 年铁路将重点推进投融资体制改革,将大力发展合资铁路,深入探索多元化融资方式,不断扩大合资建路规模和社会投资比例,新建铁路普遍实现投资主体多元化。

依据铁道部的资本金出资的最低比例 35%匡算,铁道部 2007 年需要资本金 896 亿元。资本金的来源主要有 4 个方面:(1)还本付息后的建设基金预计在 300 亿元左右;(2) 线路基础设施和机车车辆等折旧约 260 亿元;(3)留存利润约 70 亿元;(4)从资本市场进行股权融资。据此匡算,铁道部的资本金缺口在 250 亿元以上,迫切需要进行股权融资。而“存量换增量”模式是当前从资本市场募集资金的较好可行的股权融资模式。

推动大秦、广深和铁龙等实现再融资

2006 年,大秦铁路公司上市和广深铁路公司首发 A 股上市,铁道部分别募得资金 150 亿元和 103 亿元,充分认识到利用证券市场融资的重要性。此外,还成功发行了铁路建设债券 400 亿元。

铁道部表示将进一步扩大股份制改革试点,推动大秦、广深、铁龙三家上市公司实现再融资,继续推进新的股份制改革项目,争取股份制改革更大突破。

铁道部将利用大秦铁路和广深铁路作为融资平台,同时可能还会有 1-2 家运输主业公司 IPO,完成在资本市场的布局。

深化铁路基础性改革

加快站段生产资源、内设机构、劳动组织整合步伐,巩固和扩大运输生产力布局调整成果。继续搞好社会职能移交。规范推进主辅分离、辅业重组改制,以突出主营业务、做大做强骨干企业、提高核心竞争力为目标,进一步精简辅业管理层和法人数量,实现专业化、规模化、集约化经营。对于具备条件的辅业企业,探索实行股份制改革。

从 2007 年全国铁路工作会议透露的信息来看,铁路在“十一五” 期间将是跨越式发展和渐进式改革。

铁龙物流(600125)
双加速带来爆炸性成长机遇

□群益证券 陶陟峰

铁龙物流主业未来面临“铁路行业景气大幅攀升”及“整体上市与股价相互强化”两大重大利好,“行业景气提升”及“经营规模扩大”形成之“双提速”,为公司带来爆炸性成长机遇。

“十一五”铁路大建设规模空前,其中“大力发展铁路集装箱运输”为重要内容之一,规划将在 2006~2008 年在经济发达、集装箱集疏运量大的区域经济中心和铁路网重要枢纽,建设 18 个集装箱中心站,建设 40 个左右靠近省会城市、大型港口的集装箱办理站,合理布局 100 个左右集装箱办理点。预计 2008 年起将进入内地铁路集装箱长达十年以上的快速增长期。

铁龙物流为内地集装箱运输垄断者中铁集装箱运输有限责任公司旗下惟一上市公司,存在较强“后续持续收购资产”甚至“中铁集运整体上市”预期,预计 2007 年底、2008 年初中铁集运将实施整体上市,对铁龙物流构成重大实质利好。

2006 年中铁集运将旗下所有特种集装箱业务资产注入铁龙物流,这意味着铁龙物流成为特种箱业的惟一垄断经营者。中铁集运手中仍持有普通集装箱资产,后期中铁集运注入或整体上市路径估计如下:

1、2007 年底、2008 年初或将成中铁集运进行资产运作的时间点。原因是:

a. 目前中铁集运的资产规模较小,整体上市意义不大,估计中铁集运的思路是先迅速做大资产,再整体上市。

b. 中铁集运目前的运作方式(与香港新创建、中集集团等公司合资共同建设 18 个集装箱站),印证了这种判断(先做大资产)。

c. 对于铁龙物流来说,2007 年业绩增长仍将超过 50%,无注入资产必要,而 2008 年增速则面临放缓,因此,2007 年底到 2008 年初为资产运作最佳时点。

2. 铁龙物流的估价与整体上市预期将形成自我强化循环,而政府部门积极推动的央企整体上市政策,将成就这一循环的最终结局——中铁集运借铁龙物流整体上市。

广深铁路(601333)
潜在资产收购扩大盈利

□中金证券 梁耀文

作为我国铁道部重要的融资平台,广深铁路进一步获得资产注入的可能性比较大。2007 年铁路巨大的资本开支使得公司资产注入提上议事日程。

以客运业务为主的铁路运营商

广深铁路股份有限公司(“广深铁路”)目前主要经营广深铁路、广坪线的旅客及货物的铁路运输,运营里程为 481 公里。公司主要收入来源为客运业务,预计 2006、2007 年客运业务收入占比仍将高达 78%及 65%。

腹地经济发展将带来稳定的客运需求

受益于广东省居民人均消费的增长,预计未来 4 年广东省客运周转量年复合增长率为 12.8%。而路网的完善以及火车提速将使得铁路客运周转量市场份额逐步提升,实现更高的 18.1%的年复合增长。

弹性价格机制增强公司市场竞争力

公司的票价机制具有较高的灵活性,而且公司的业务定位亦比较多元化。若公司的整体票价上浮 0.01 元 / 人公里,则 2007 年盈利水平将上升 19%。若广深本线业务的票价上浮 0.01 元 / 人公里,则公司 2007 年盈利将上升 4%。

潜在资产收购将进一步扩大公司盈利规模

“十一五”期间,铁道部的建设面临较大的资金缺口,因此股权融资将成为铁道部募集资金的重要途径。作为我国铁道部重要的融资平台,广深铁路进一步获得资产注入的可能性比较大。2007 年铁路巨大的资本开支使得公司资产注入提上议事日程。参照前例,铁道部资产注入对于盈利、净资产收益率的增厚仍然值得期待。

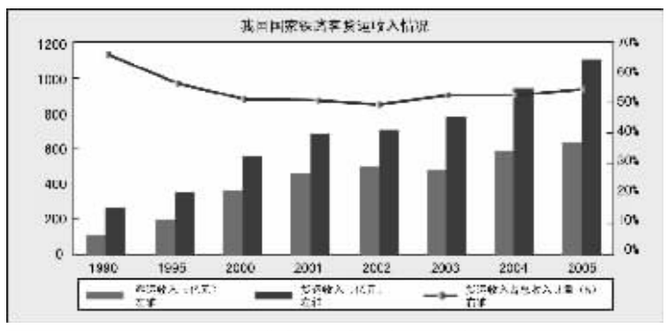
跨越式发展才刚刚起步

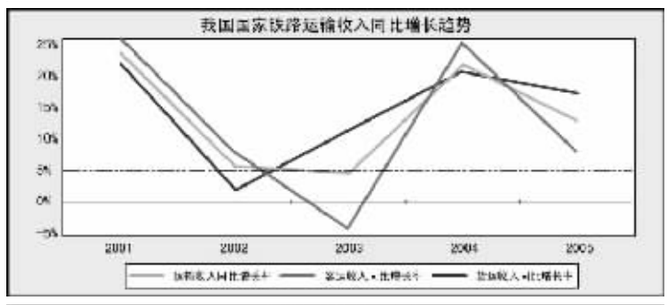
□民族证券研发中心 王晓艳

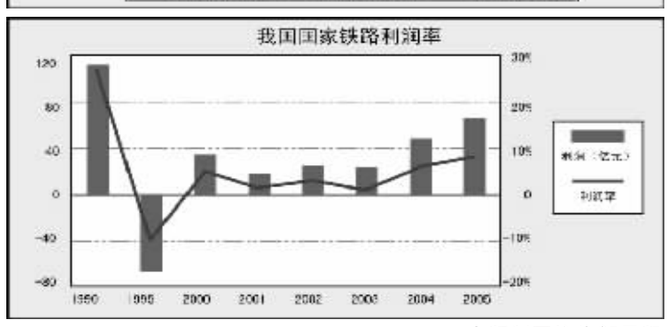
我国铁路行业将在未来 20 年内保持快速增长,而随着铁路改革深入进行,铁路投融资体制将会更多样化,铁道部也将根据区域化和专业化对铁路资产进行分步上市,届时铁路运输类上市公司将成为 A 股光彩夺目的一部分!

国民经济发展推动铁路运输量增长

铁路在国民经济的发展中处于重要的地位,是能源、矿类等重要物资的主要运输方式。从经济性和可行性方面考虑,能源、矿类等物资体积大、质量大、运距大、价值小,因此,铁路是其主要的运输方式。伴随着国民经济的持续增长,特别是我国目前处在原材料需求大幅度增长的发展阶段,国民经济的增长将推动原材料物资的铁路运输量。根据美国的数据来看,在人均 GDP 达到 5000 美元之前,铁路运输量的增长基本和 GDP 的发展保持同步状态,此后 GDP 快速上升,而铁路运输量则保持相对稳定的增长速度。我国目前人均 GDP 尚不到 2000 美元,未来 20 年,铁路运输量的增长将和 GDP 的增长保持同步状态。







本版制图均为郭晨凯

煤炭运输系统是铁路重要组成部分

由于我国的能源结构是以煤炭为主,煤炭分别占一次能源生产和消费总量的 76%和 69%,并且在未来相当长的时期内,我国的能源结构仍将以煤炭为主,因此,煤炭运输系统的正常运行对保障国民经济的发展起到至关重要的作用。

目前,我国的铁路运输系统中,煤炭的运输周转量占铁路运输周转量的比重达到 30%以上,占铁路货运量的比重达到 45%以上,但是仍然不能够满足我国的煤炭运输需求。“十一五”期间,煤炭运输系统是我国铁路部门的重点建设任务之一。

铁道部将围绕十大煤炭外运地区运输需求,在建设客运专线等相关线路、释放既有线货运能力同时,加快煤运通道建设和既有线扩能改造力度,建成运力强大、组织先进、功能完善的煤炭运输系统,我国的铁路煤炭运输系统进一步呈现高效化、专业化的特征,煤炭运输系统将得到进一步的发展。

铁路货运具有良好前景

铁路在安全性、经济性、环保、节能等方面均具有不可比拟的优势,是重要的中长线运输方式之一。目前,我国的铁路运输收入中货运收入占比一直在 50%以上,20 世纪 90 年代虽有所下降,但是现在又开始逐步提高,整体来看,铁路货运的运营收入保持相对稳定的增长趋势。

从盈利能力来看,自 1999 年铁路扭亏为盈后,国家铁路的利润开始逐年上升。不过,国家铁路的利润率却并没有突破 5%,对以铁道部为主的投资主体的回报并不算高,未来随着铁路运营机制的改革和不断完善,铁路投融资体制的进一步健全,铁路的利润率将会逐步提高,给包括公共投资者在内的投资主体带来稳定的投资回报。

铁路干线运输向规模化、集约化方向发展

美国铁路的发展历史在某种程度上也是美国铁路规模化、集约化的发展历史。

尽管美国的小铁路在美国铁路数量中占有大量的席位,其灵活的运营方式使得小铁路成为美国铁路运输系统中不可或缺的一部分,并给干线运输系统提供了大量的货源。但是,铁路的高额运营成本需要规模化、集约化的运营方式来摊薄。美国铁路在 100 多年的发展过程中,干线运输公司只剩下 7 家,并且只有 4 家是名副其实的全国性铁路公司。铁路公司的大规模并购使得铁路运输的单位成本不断下降,铁路公司的资源得到进一步整合,铁路运输的效率得以提升,铁路运输的竞争力逐步提高。

我国铁路运输的运营模式是自然垄断下的“网运合一”,不是美国竞争机制下的“网运合一”。目前,我国的铁路管理体制改革的总体方案还处在研究和设计阶段,无论采取哪种模式:“网运分离”、“网运合一(区域公司)”或者“网运分离 + 区域公司”,都是要将竞争机制引入铁路行业,提高铁路行业的管理水平和盈利能力。在改革的过程中,应该注意充分发挥铁路行业运营的规模效应和集约效应,尤其是干线网络,这是铁路行业与其他交通运输行业在成本竞争中不可忽略的因素。

大秦铁路(601006)
铁路融资大平台

□中信证券 于军

基于建设资金需求和推进铁路改革等因素,大秦铁路的资产收购估计将很快实施。预计 2007 年至少出台相关收购方案,甚至完成收购也非常有可能。

收购可从两个方向演进

——从路局区域管理的方向。山西国铁干线从北到南为“一纵八横”格局,“一纵”即大同到风陵渡的同蒲线;“八横” 即京包、大秦、京原、石太、太焦、侯月、侯西线以及神华集团运煤专用的神朔线和朔黄线。太原铁路局管辖的线路基本都在山西省境内。

——从煤炭运输通道的方向。按照运输通道划分可以分为北、中、南三大运输通道:北通道京包、大秦、神朔线、朔黄线、北同蒲线;中通道京原、石太、太焦、邯长线;南通道侯月、侯西、南同蒲线。

拟收购资产情况汇总

1、太原局的主要线路资产

大秦铁路未来资产收购的方向首先是着眼大股东太原铁路局的线路资产及运营资产等。

2、“三西”煤炭运输通道

北通道有京包、集通、朔黄、大秦、丰沙大、京原、北同蒲铁路,除供应京、津、冀地区以及一部分运往东北地区,大部分通过天津港、秦皇岛港、黄骅港、唐山港转海运;中通道有石太、邯长铁路,大部分经石德铁路转青岛港海运;南通道有南同蒲、太焦、侯月、陇海铁路,经日照港、连云港转海运。

收购模拟测算

较为可行收购方案:太原铁路局整体上市

从前述收购路径和煤炭运输通道的归属情况来看,较为可行的收购方案应该是太原铁路局整体上市,具有很强的可行性和操作性。大秦铁路的远期收购方向可以是国铁煤炭运输系统。在太原铁路局整体上市之后,可以通过不断收购煤运通道干线来整合煤炭运输系统。

煤运通道的收购模式在目前的条件下,尽管线路资产都属于铁道部,但由于经营权限跨路局,要进行改制、剥离等需要较长时间。太原铁路局将一些干线注入大秦铁路的模式,一是拟收购的线路资产规模较小;二是收购后太原局的运营线路将变得更小,不如一次性实施整体上市;三是从改制评估等操作层面来看,整体上市更具有可操作性。

收购模式:再融资(增发+贷款)模式(宝钢模式)

基于大秦铁路的现金流和资产负债率,较好的资产收购模式可参照宝钢股份再融资收购集团资产的模式,同时,考虑合适比例的贷款支付收购价款。具体来说,太原局整体上市可以有两个具体的操作途径:

(1) 收购太原局的运营资产。主要干线和支线的线路基础设施、机车和车辆等运营资产,对太原局进行剥离,多种经营等其他业务不进入收购范围,太原局的负债不考虑进收购。有些类似于广深铁路收购羊城公司(广坪线)运营资产。依据太原局的净资产规模和评估增值情况,采用贷款负债收购运营资产应该是最佳模式。

(2)太原局整体上市。在对太原局辅业进行剥离后,运营资产以及多种经营等业务进行整体上市。此操作需要考虑太原局的负债。

基于整体上市的模拟测算

拟收购资产评估价值推算为 250亿-300 亿元之间。依据大秦铁路招股说明书的资料,截至 2005 年 12 月 31 日,太原局未经审计的财务数据为:总资产为 583.2 亿元,净资产为 336.0 亿元;大秦铁路公司的总资产为 378.48 亿元,净资产为 182.36 亿元。

经推算,拟收购资产的营业里程为 1820.1 公里,其中与北同蒲和丰沙大线路规格和运输密度相当的干线营业里程为 1320.5 公里。

据上述数据推算,拟收购资产的评估价值将在 250 亿-300 亿元之间,假设主要干线增值率为 160%,支线和机车车辆等其他运营资产增值率为 50%。

同时,考虑负债情况,太原局拟收购运营资产的总资产规模将在 300 亿-350 亿元之间。

太原铁路局管辖的主要干线

	太原铁路局管辖			全线情况			
	起终站	营业里程	线路规格	起终站	营业里程	所属路局	所在行政区
石太线	太原北 - 赛鱼	172.9	复线电气化国铁Ⅰ级	石家庄 - 太原	235.4	太、京	晋、冀
京原线	原平 - 灵丘	181.0	单线内燃国铁Ⅰ级	北京石景山 - 原平市	419.0	太、京	晋、京、冀
太焦线	修文 - 夏店	190.8	单线内燃国铁Ⅰ级	修文 - 月山	381.7	太、郑	晋、豫
南同蒲线	榆次 - 风陵渡	478.9	复线内燃国铁Ⅰ级	榆次 - 华山	498.6	太、武	晋、陕
侯月线	侯马北 - 嘉峰	150.7	复线电气化国铁Ⅰ级	侯马 - 月山	221.0	太、郑	晋、豫
侯西线	侯马 - 禹门口	76.2	单线内燃国铁Ⅰ级	侯马 - 西安新丰镇	289.0	太、西	晋、陕
北同蒲线	宁武 - 太原北	70.0	复线电气化国铁Ⅰ级	大同 - 太原北	335.2	太	晋
		1320.5			2379.9		

资料来源:中信证券研究部 (不含大秦铁路公司,单位:公里)

太原铁路局 2005-2007 年生产经营情况

年度	货物发送量(万吨)	货物周转量(亿吨公里)	旅客发送量(万人)	日均装车(车/日)	运输收入(亿元)	利润总额(亿元)
2005年	38,222	1,906	3,130	17,000	234.90	86.97
2006E	41,680	2,180	3,190	17,670	269.77	99.88
2007E	47,120	2,551	3,655	19,200	317.60	117.58

资料来源:中信证券研究部

不同收购方案的模拟测算

	收购模式	总股本	太原局持股比例	摊薄 EPS 增加	2008年预测 EPS
方案 1	全部贷款支付 300 亿元	1297675.713	72.94%	0.18	0.76
方案 2	增发10亿股本募集100亿元,贷款200亿元	1397675.713	67.72%	0.16	0.74
方案 3	增发 30 亿股本募集 300 亿元	1597675.713	59.25%	0.12	0.70

注:以 2007 年底完成整体上市,2008 年全年计入。2008 年预测 EPS 为调整后的盈利预测。

资料来源:中信证券研究部