

2009-1-7

铁路行业专题之二：铁路运输

行业巨额投资或触发未来运价提升

◇ 报告起因：铁路建设投资将加速

◆ 运价的相对优势使得铁路运量受宏观经济下滑影响较小

相对于其他交通运输方式而言，铁路的运输价格处于最低水平（水运除外），单位运价的相对较低使得其在宏观经济下滑背景下增长相对稳定，内在推动力为交通运输下游行业在成本控制的压力下逐步在交通运输子行业内尽可能的进行客货运量转移，根据对未来铁路主要运输货种生产量以及宏观经济增速的预测，我们预计铁路运输在 09 年增速将有所下降，但仍将保持相对较快的增速。

◆ 铁路建设的滞后和国家积极财政政策的要求使得铁路未来投资加速

目前的铁路规模与经济活动规模不匹配，铁路规模滞后于经济发展需求，铁路密度在全球处于较低水平，与之对应的铁路客运强度和货运强度在全球处于极高水平，并且近年来呈不断上升趋势，铁路行业需要继续加大投资以缓解目前的铁路运输压力。

◆ 行业巨额投资或触发未来运价提升

首先：我们认为中国铁路目前执行的定价体制及其所引发的投融资体制是造成铁路行业投资不足的重要原因，目前铁路运输实行价格管制，从货物运输中收取建设基金作为财政性资金投入铁路建设，新形成的固定资产按“公共产品”的性质进行处理，不计算回收回报，政府所核定的运输价格实际上只是弥补简单再生产成本费用的价格。”在目前的铁路定价体制下，会产生如下的结果：1、铁路客运价格低估明显；2、如果单独考量铁路货物价格，也被低估，但是铁路货物运输同时征收铁路建设基金，因此同时考虑货物运输价格和铁路建设基金，中国的铁路货物运输价格相对于铁路客运价格而言低估程度有所降低，同时由于铁路货物运输征收铁路建设基金，因此铁路货运价格被铁路建设基金挤压明显；3、由于目前的铁路定价基础为弥补简单再生产成本费用的价格，再投资所需资金从铁路建设基金中获取，因此造成铁路运输行业投资的收益率很低，难以吸引外部资金进入，中国铁路的投资资金只能主要依赖于铁路建设基金和以铁路建设基金作为抵押所取得的政策性贷款。

其次：我们认为同时中国铁路行业目前的运输格局使得部分繁忙线路“私人产品”特征超过“公共产品”特征；“商业性”属性超过“公共性”属性，这部分繁忙线路具备了实施运价提升的内生基础和外在要求。

最后：我们认为近两年在国家积极财政政策的支持下，预计政府对铁路行业的投资的支出会显著提升，近期来看铁路运输行业投资资金来源中国内贷款定会显著增加；同时国家会加大预算内资金的投入力度，但从中长期而言，上述两个措施可持续性不强，只有运价形成机制上进一步市场化，同时考虑运量分配、收入结算等环节的公平性，只有在此基础上才能吸引外部投资资金的进入，同时提升了铁路行业的债务融资能力。

◆ 运价每 1% 提升将显著提升铁路运输行业企业税前利润超过 20%

假设铁路运输行业税前利润率达到交通运输行业平均水平，则目前铁路运价平均需提升 8%，同时根据我们的测算，铁路运输价格平均提升 1% 能够提升铁路运输行业总体税前利润水平超过 20%，可见预期的运价提升将显著提升铁路运输行业公司利润水平。

◆ 投资评级

考虑到铁路运输量未来增长相对稳定的趋势以及铁路运输价格长期的提升潜力，给予铁路运输行业“增持”的投资评级。

证券代码	公司名称	股价	EPS(元)			投资评级
			08E	09E	10E	
601006	大秦铁路	8.57	0.56	0.60	0.69	增持
601333	广深铁路	3.92	0.20	0.21	0.22	增持

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

首次

增持

分析师：

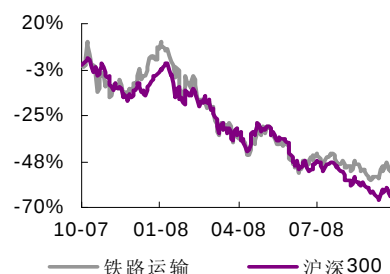
李军

021-22169157

lijun1978@ebsecn.com

行业主要数据图

行业与上证指数对比图



相关报告：

铁路业——投资拉动与行业变革带来铁路业发展黄金期；

——2009 年 1 月 7 日

铁路建筑业——政策频出 凸显铁路基建行业投资机会；

——2009 年 1 月 7 日

铁路设备业——行业需求增长，盈利能力提升保障铁路装备行业成长。

——2009 年 1 月 7 日

目 录

运价的相对优势使得运量增长受宏观经济影响较小	4
1、运价的相对优势	4
2、铁路运量增速受宏观经济的影响相对较小	5
3、预计铁路运输量仍保持相对较快速增长	5
行业巨额投资或触发未来运价提升	7
1、铁路发展滞后	7
2、铁路行业投资不足	8
3、中国铁路的定价与投融资体制是造成投资不足的重要原因	9
1)、中国铁路的定价体制	9
4、未来必将加大债务融资比例和政府投资，但可持续性不强	15
1)、债务融资额度有限	15
2)、财政收入增速下降考验政府资金投入力度	15
5、铁路行业巨额投资的可持续终究要依赖于自身盈利能力提升	15
6、繁忙线路具备“私人产品”和“商业性”特征，具备运价市场化基础	16
7、运价提升对铁路运输行业利润提升明显	17
铁路运输格局分析	18
投资评级与重点公司	20
1、大秦铁路——业绩稳定增长可期，长期运价提升或有惊喜	20
2、广深铁路——业绩稳定增长	21

图表目录

图表 1: 铁路客运价格远低于其他方式	4
图表 2: 铁路货运价格远低于其他方式	4
图表 3: 目前铁路行业请车满足率处于较低水平	4
图表 4: 公路、铁路受宏观经济下滑的影响相对较小	5
图表 5: 公路、铁路受宏观经济下滑的影响相对较小	5
图表 6: 煤炭为中国铁路运输的第一大货种	6
图表 7: 预计 09 年煤炭产量增速 6.5%，煤炭运输量同比增速 8%	6
图表 8: 预计 09 年石油产量增速 4%，石油运输量同比增速 0.5%	6
图表 9: 中国目前铁路里程远落后于美国	7
图表 10: 中国铁路密度在全球处于较低水平	7
图表 11: 中国铁路客运强度全球仅次于日本	8
图表 12: 中国铁路运输密度目前仍然处于较快增长	8
图表 13: 中国铁路年固定资产投资额连续低于计划投资额	9
图表 14: 中国铁路平均运距呈逐年上涨趋势	9
图表 15: 美国铁路客运价格价格远高于中国	10
图表 16: 美国铁路货运价格价格高于中国	11
图表 17: 美国城市间铁路客运价格近年来上涨较快	11
图表 18: 美国铁路货运价格近年来上涨较快	11
图表 19: 中国铁路客运价格存在低估	12
图表 20: 中国铁路货运价格存在低估	13
图表 21: 铁路行业 ROE 在所有行业中基本处于最低水平	13
图表 22: 铁路行业 ROE 在交通运输各行业中基本处于最低水平	14
图表 23: 铁路行业对于国家预算资金依赖严重	14
图表 24: 预计未来国家财政收入增速将下降	15
图表 25: 六大繁忙客运线路占据全国 60% 客运市场份额	16
图表 26: 六大繁忙货运线路占据全国 35% 货运市场份额	16
图表 27: 客运货运收入占总收入比超过 80%	18
图表 28: 使铁路行业税前利润率达到 10% 约需运价提升 8%	18
图表 29: 铁路部经营的国营铁路营业里程超过全国总里程 80%	19

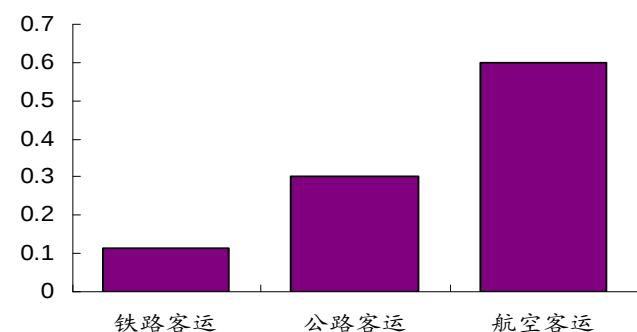
运价的相对优势使得运量增长受宏观经济影响较小

1、运价的相对优势

相对于其他交通运输方式而言，铁路的运输价格处于最低水平（水运除外），单位运价的相对较低使得其在宏观经济下滑背景下增长相对稳定，截至 08 年 9 月份，铁路客运量累计同比增长 11.80%，其他交通运输方式为公路客运量累计同比增长 7.4%；水运客运量累计同比增长-2.7%；航空客运量累计同比增长 1.7%，铁路客运量累计同比增长率在各种交通运输方式中最高；截至 08 年 9 月份，铁路货运量累计同比增长 7.40%，其他交通运输方式为公路货运量累计同比增长 13.7%；水运货运量累计同比增长 11.7%；航空货运量累计同比增长 3.8%，铁路货运量累计同比增长率在各种交通运输方式中低于公路和水运，但与年初的雪灾的重大影响有着较大关系（08 年 1 月份单月同比增速只有 2.3%），并且在 9 月份单月增长率已经恢复至 11.80%。

图表 1：铁路客运价格远低于其他方式

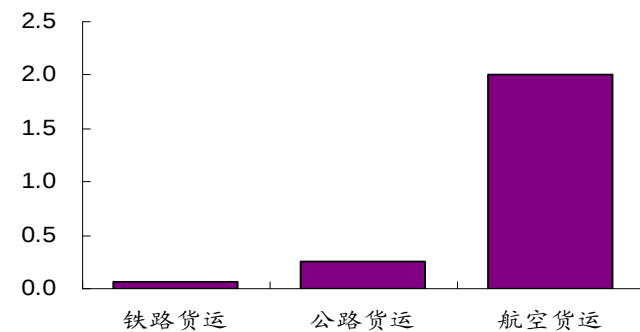
不同交通运输方式客运价格比较



资料来源：光大证券研究所

图表 2：铁路货运价格远低于其他方式

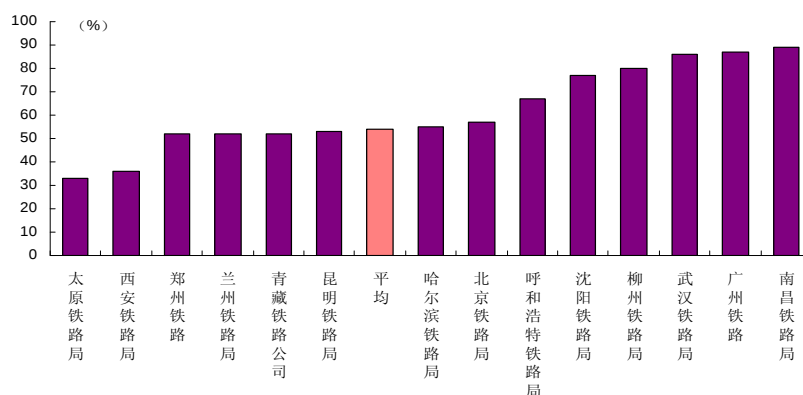
不同交通运输方式货运价格比较



资料来源：光大证券研究所

图表 3：目前铁路行业请车满足率处于较低水平

2006 年主要铁路局请车满足率情况

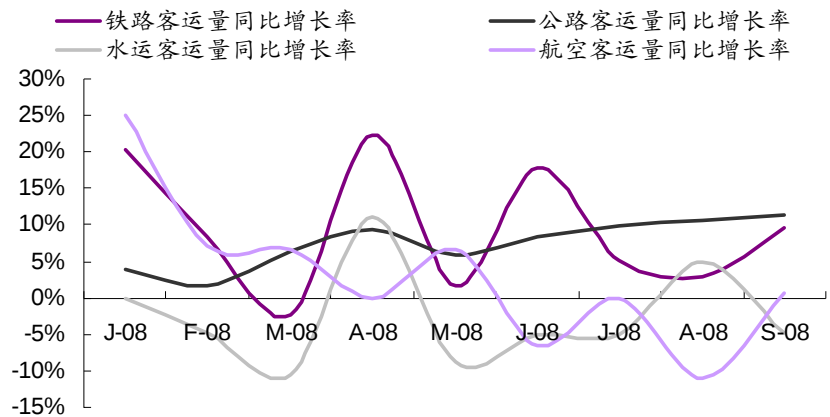


资料来源：光大证券研究所

2、铁路运量增速受宏观经济的影响相对较小

图表 4：公路、铁路客运受宏观经济下滑的影响相对较小

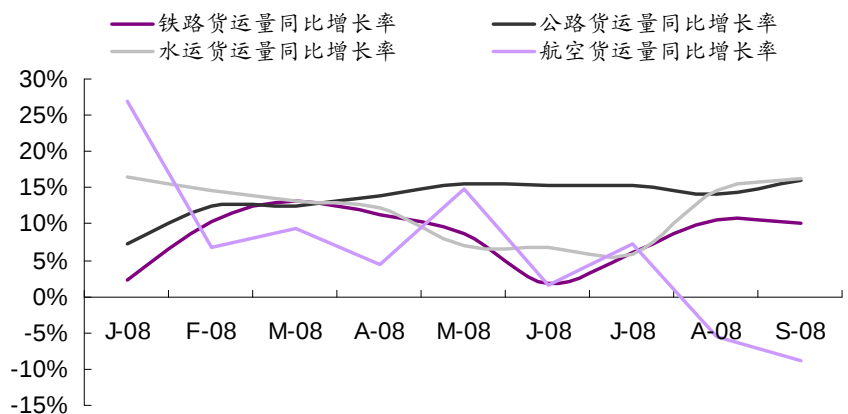
交运各子行业 08 年以来客运量月度同比增长率



资料来源：光大证券研究所、WIND

图表 5：公路、铁路货运受宏观经济下滑的影响相对较小

交运各子行业 08 年以来货运量月度同比增长率



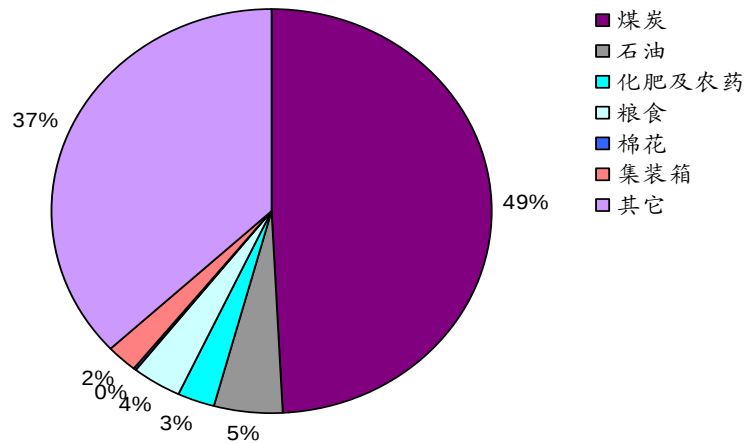
资料来源：光大证券研究所、WIND

3、预计铁路运输量仍保持相对较快速增长

基于铁路、公路等水运方式之间运价的比价关系以及不同交通运输的特点，我们认为在主要货种产量以及所导致的运输量增速下降的情况下，许多过去通过公路进行长途运输的货种将基于价格的考虑转向铁路运输，除非主要货种产量以及所导致的运输量出现同比大幅下降，同时根据我们煤炭、化工、农业等研究员的研究，在 09 年中国煤炭产量同比增速在 6% 左右，石油产量同比增速在 4% 左右，相比较 08 年将出现小幅下降，但考虑总体增速下降幅度不大，而且可能出现的运量转移，预计相应的 09 煤炭运输量同比增速在 6%-8% 之间；石油运输量同比增速在 0.5% 左右，铁路货运运输量在 09 年总体而言仍保持相对快速增长趋势。

图表 6: 煤炭为中国铁路运输的第一大货种

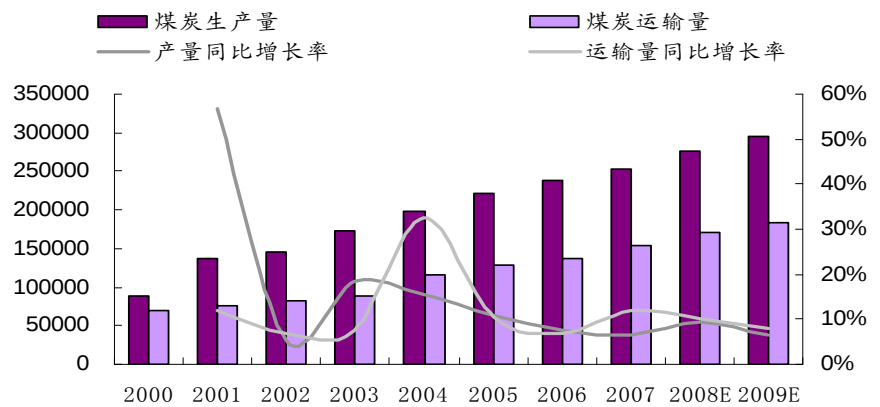
铁路货物运输主要货种构成



资料来源: 光大证券研究所、铁道部

图表 7: 预计 09 年煤炭产量增速 6.5%，煤炭运输量同比增速 8%

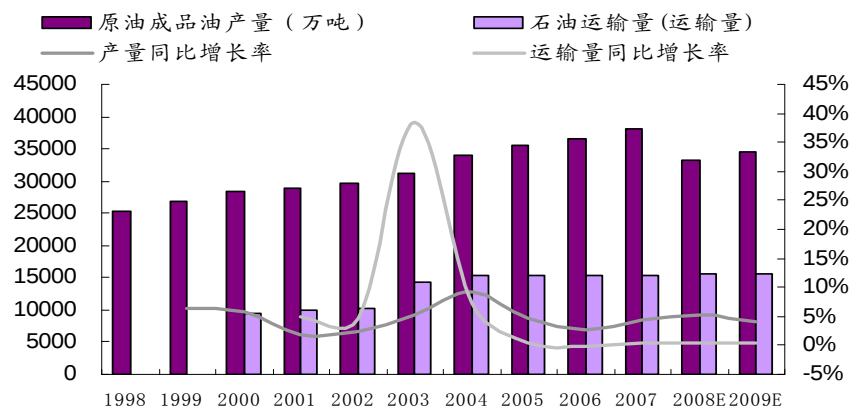
中国煤炭产量、运输量增长趋势



资料来源: 光大证券研究所、WIND

图表 8: 预计 09 年石油产量增速 4%，石油运输量同比增速 0.5%

中国石油产量、运输量增长趋势



资料来源: 光大证券研究所、WIND

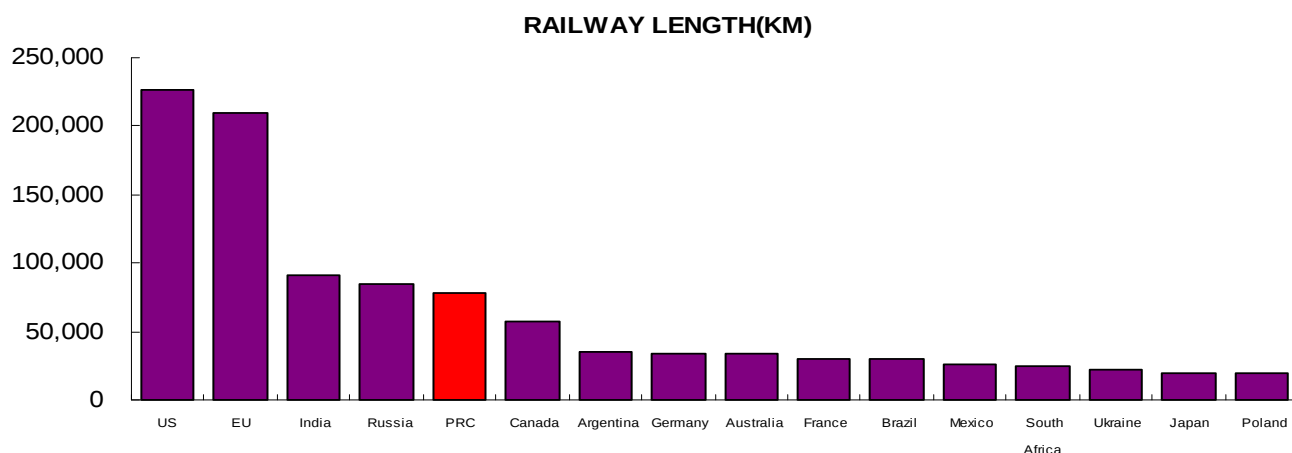
行业巨额投资或触发未来运价提升

1、铁路发展滞后

从中国铁路行业目前自身的发展状况来看，我们认为“量”与“质”两个方面落后于整个经济的需求，从“量”方面而言，目前的铁路规模与经济活动规模不匹配，从“质”方面而言，目前的行业管理体制不利于建立能够吸引其他资金的投融资体制的形成，从而严重影响了铁路未来投资计划的实现。

图表 9：中国目前铁路里程远落后于美国

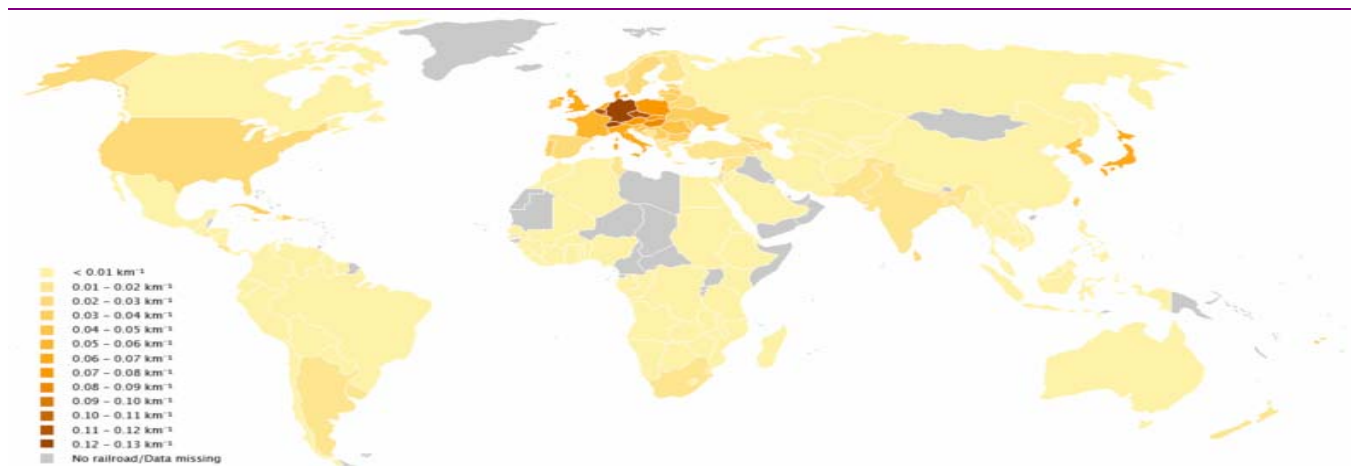
全球主要国家铁路里程比较图



资料来源：光大证券研究所

图表 10：中国铁路密度在全球处于较低水平

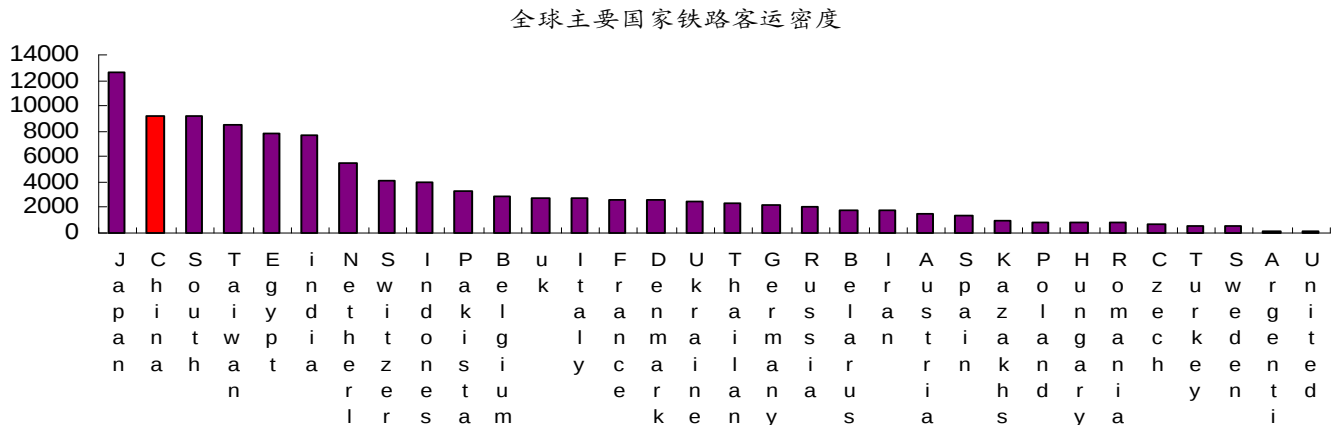
全球铁路密度示意图



资料来源：光大证券研究所

图表 11：中国铁路客运强度全球仅次于日本

全球主要国家铁路客运强度

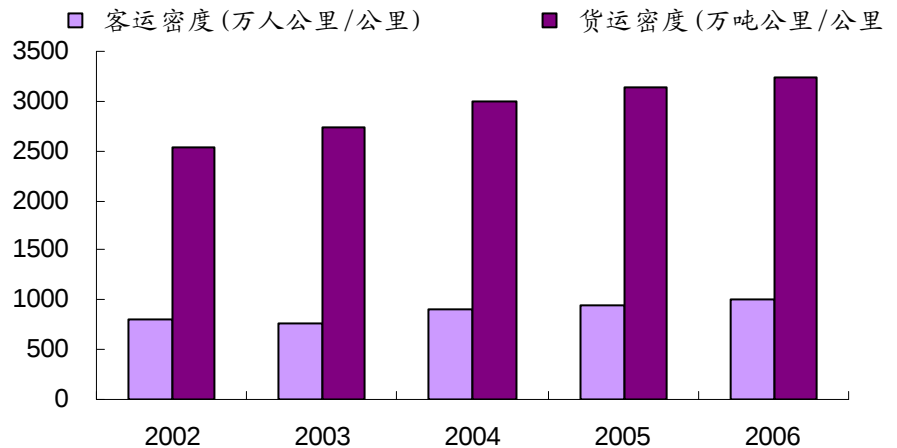


资料来源：光大证券研究所

图表 12：中国铁路运输密度目前仍然处于较快增长

中国铁路客运密度、货运密度发展趋势

目前中国铁路运输密度在极高的基础上继续保持增长趋势。



资料来源：光大证券研究所、铁道部

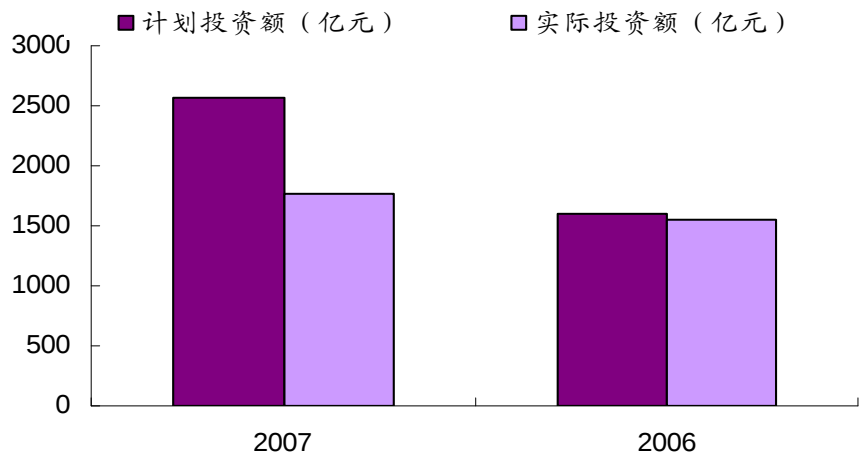
2、铁路行业投资不足

造成铁路行业滞后的主要原因在于投资严重不足，与其它交通运输子行业相比，铁路行业近几年实际投资额一直低于计划投资额，并且铁路行业平均运距有不断加大的趋势，进一步加大了对铁路投资的需求。

图表 13: 中国铁路年固定资产投资额连续低于计划投资额

近年来中国铁路实际固定资产投资与计划固定资产投资比较

铁路实际投资额连年低于计划投资额。

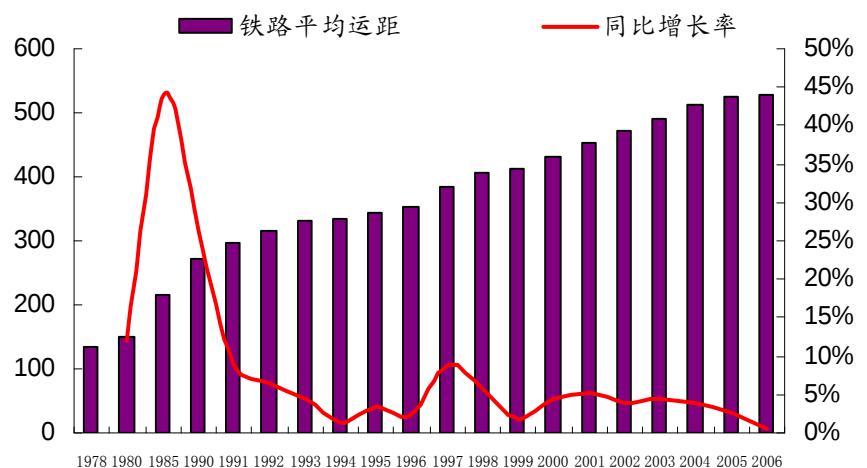


资料来源：光大证券研究所、铁道部

图表 14: 中国铁路平均运距呈逐年上涨趋势

中国铁路平均运距发展趋势

近年来，铁路平均运距继续保持不断扩大的趋势，进一步加大了对铁路投资额的需求。



资料来源：光大证券研究所、铁道部

3、中国铁路的定价与投融资体制是造成投资不足的重要原因

1)、中国铁路的定价体制

目前中国铁路基本上实行如下规则的定价体制：“铁路运输实行价格管制，从货物运输中收取建设基金作为财政性资金投入铁路建设，新形成的固定资产按‘公共产品’的性质进行处理，不计算回收回报，政府所核定的运输价格实际上只是弥补简单再生产成本费用的价格。”在目前的铁路定价体制下，会产生如下的结果：

一、中国铁路的投资资金主要依赖于铁路建设基金和以铁路建设基金作为抵押所取得的政策性贷款；

二、铁路客运价格低估明显；

三、如果单独考量铁路货物价格，也被低估，但是铁路货物运输同时征收铁路建设基金，因此同时考虑货物运输价格和铁路建设基金，中国的铁路货物运输价格相对于铁路客运价格而言低估程度有所降低，同时由于铁路货物运输征收铁路建设基金，因此铁路货运价格被铁路建设基金挤压明显；

四、由于目前的铁路定价基础为弥补简单再生产成本费用的价格，再投资所需资金从铁路建设基金中获取，因此造成铁路运输行业投资的收益率很低，难以吸引外部资金进入。

综上所述，我们认为造成目前铁路运输行业投资不足的主要原因为中国特有的铁路运输行业定价体制以及所引发的投融资体制，同时目前中国铁路行业存在的所有权与监管权两权合一、运量分配收入结算等问题也是阻碍外部资金投资的影响因素。

与其他交通运输行业已经完成管理体制改革不同的是，目前中国铁路行业仍然是行业管理部门与资产所属部门统一，均归属铁道部，此举导致铁路行业的投资、收益、管理均基本在在铁道部系统内单独完成，两权的合一阻断了外部资本畅通的进入到铁路行业内部。

目前铁路的路网权基本归属铁道部（除少量合资以及地方联营铁路除外），铁路运量的调拨、收入的结算均由铁道部统一进行，收入、资产边界的不清晰也使得外部资金对进入投资铁路行业心存疑虑。

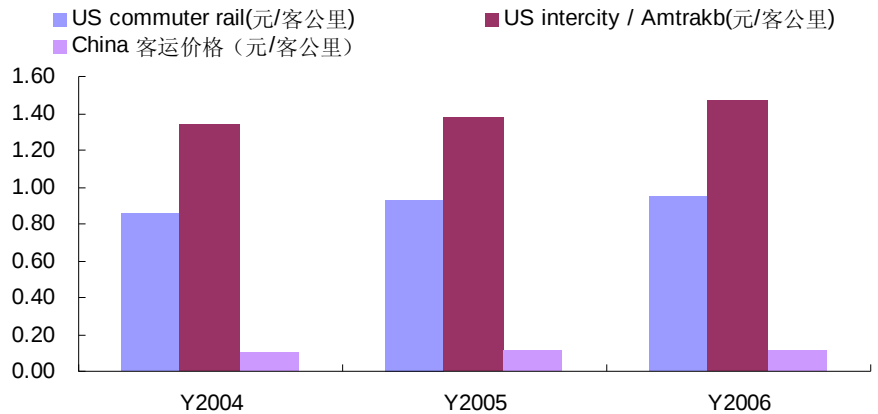
如下，我们可以从具体数据上对上述结论进行论证，首先我们发现中国的铁路客运价格低估明显、铁路货运价格也可能存在低估（与铁路客运相比而言低估的不那么明显主要原因为铁路货物运输同时对货主征收铁路建设基金）。

我们主要从“中美铁路运价对比”、“中国各交通运输行业运价对比”和“中国主要行业 ROE 比较”三个方面来说明中国铁路运价存在低估的事实。

a) 、美国铁路客运、货运价格均远高于中国

图表 15： 美国铁路客运价格价格远高于中国

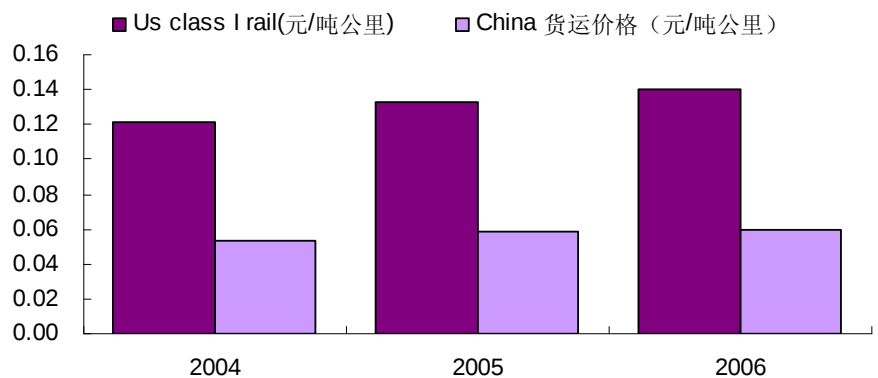
中国美国铁路客运价格比较



资料来源：光大证券研究所

图表 16： 美国铁路货运价格高于中国

中国美国铁路货运价格比较

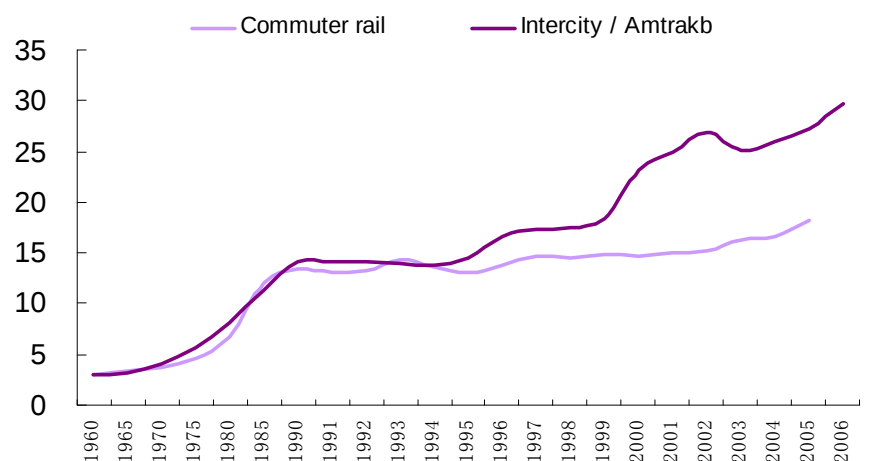


资料来源：光大证券研究所

图表 17： 美国城市间铁路客运价格近年来上涨较快

美国铁路客运价格发展趋势

单位：美分/客英里



资料来源：光大证券研究所、AAR

图表 18： 美国铁路货运价格近年来上涨较快

美国铁路货运价格发展趋势

单位：美分/吨英里



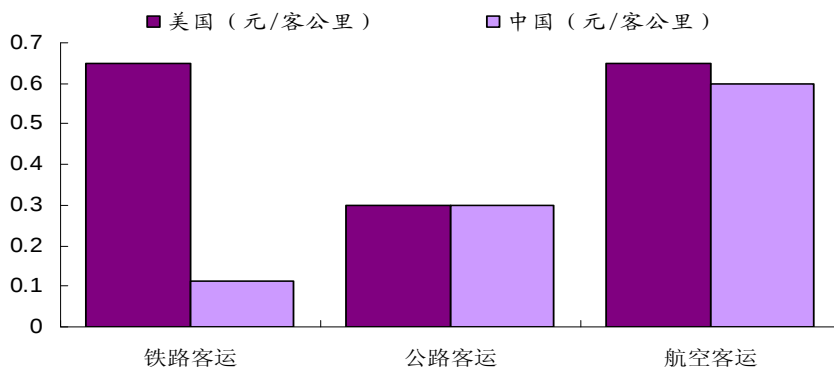
资料来源：光大证券研究所

a) 、中美不同交通运输方式之间运输价格比较

如果单纯从中美各种交通运输方式的运输价格绝对额来比较，因为考虑到两个的经济水平之间的差异，难以得出令人信服的结论，因此我们可以从另外一个角度来观察，目前美国航空客运价格大约为 0.65 元/客公里，中国大约为 0.60 元/客公里，中美的公路客运价格均大约为 0.30 元/客公里，目前美国的铁路客运也大约为 0.65 元/客公里，与航空客运价格大致相当，而中国的铁路客运价格则只有约 0.114 元/客公里，即如果美国的各种交通运输方式之间的比例是合理的话，则中国的铁路客运价格则明显存在低估。

图表 19： 中国铁路客运价格低估明显

中国美国各种客运交通方式费用比价



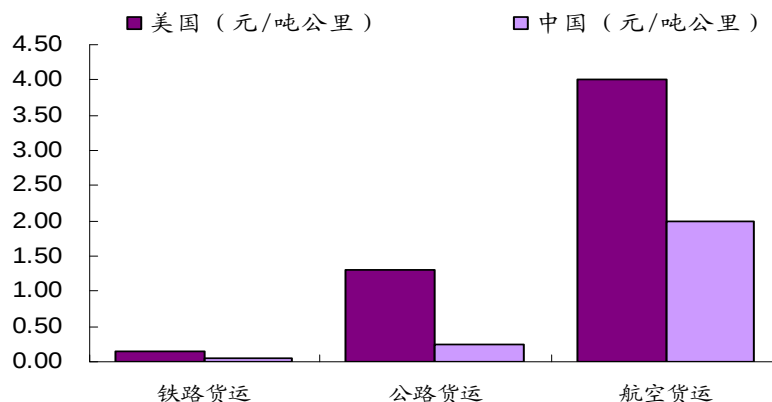
资料来源：光大证券研究所

对于铁路货运价格，目前中国的铁路货运价格约为 0.059 元/吨公里（不考虑铁路建设基金），美国目前约为 0.14 元/吨公里，如果考虑铁路建设基金（铁路建设基金约为 0.027 元/吨公里）后中美对比约为 1: 2 左右，与中美的航空货运价格比例基本一致，同时中国的铁路货运运输煤炭占据约 50%份额，而中国煤炭生产与使用地域的严重不均衡使得煤炭铁路运输更具紧张性，如果考虑这个因素我们认为中国的铁路货运价格首先被铁路建设基金挤压，同时也存在部分的低估，当然低估的程度远没有

客运那么大。

图表 20： 中国铁路货运价格被铁路建设基金挤压

中国美国各种货运交通方式费用比价



资料来源：光大证券研究所

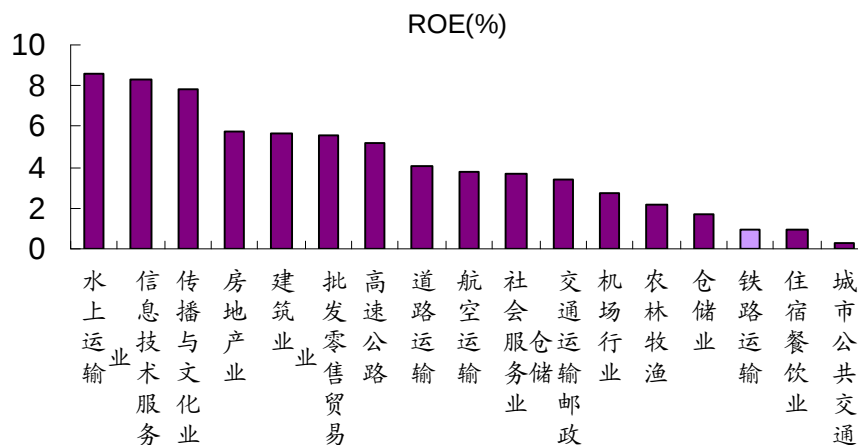
b) 、基于各行业 ROE 水平的对比分析

其实如果从证明的完备性上考虑，上述无论从绝对运价水平还是各种交通运输方式之间相对运价比例比较都难以从一个完整的角度对中国的铁路运价水平是否合理得出结论，因为绝对运价水平的差异可以从经济发展水平的差异来解释；各种交通运输方式之间相对运价比例不同可以从通过各种交通运输方式所需的时间等竞争要素来解释，但是如果我们再对交通运输各个子行业乃至所有行业的收益水平进行比较，就很容易发现铁路运输行业的 ROE 水平、销售利润率水平基本上处于所有行业的最低水平，并且处于交通运输各个子行业的最低水平，目前中国铁路行业的税前利润率在 5% 以下，而其他交通运输行业均超过 10%，美国一级铁路的净利润率也超过了 10%，由此我们可以得出如下结论“中国目前的铁路运输价格存在明显低估，未来将呈不断上涨趋势”。

图表 21： 铁路行业 ROE 在所有行业中基本处于最低水平

社会各子行业 ROE 水平对比

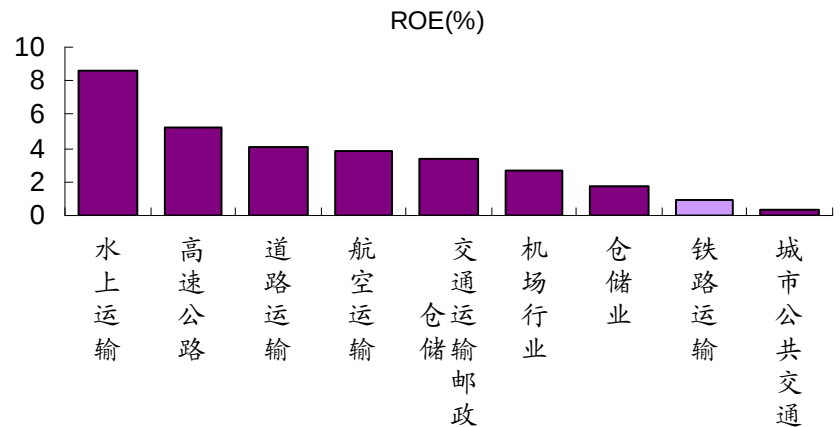
目前铁路行业 ROE 水平在 1% 左右，交通运输各子行业中仅高于城市公共交通过业，在全社会各行业中仅高于城市公共交通过业，ROE 水平如此之低的原因一方面原因在于铁路行业的资产负债率很低，目前只有 20% 左右，更为重要的是铁路运输价格水平受到国家管制，长期的低运价政策限制了铁路行业的利润增长空间。



资料来源：光大证券研究所

图表 22： 铁路行业 ROE 在交通运输各行业中基本处于最低水平

交通运输各子行业 ROE 水平对比



资料来源：光大证券研究所

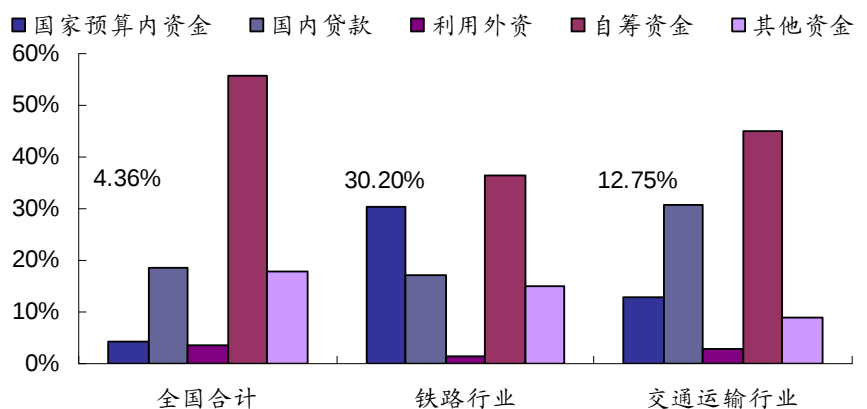
c) 、铁路运输行业投资严重依赖国家预算内资金

在运价收取基本为满足简单再生产，而投资资金主要来源于铁路建设基金的机制下，我们发现中国铁路运输行业的投资资金来源中国国家预算内资金占比远高于全国所有行业平均水平和交通运输行业平均水平，同时由于此种定价机制所导致的行业盈利能力低下，只能基本通过以铁路建设资金作为偿还抵押的贷款额也有限，以 06 年数据为例，铁路运输行业投资资金来源中国内贷款比例为 17.04%，而全国所有行业平均为 18.49%，交通运输行业平均为 30.79%。

图表 23： 铁路行业对于国家预算资金依赖严重

中国交通运输业投资资金来源分析

铁路行业投资总额中国国家预算内资金占比超过 30%，远超过全国平均 4.36% 的水平，并且也远超过交通运输行业整体 12.75% 的水平。



资料来源：光大证券研究所

4、未来必将加大债务融资比例和政府投资，但可持续性不强

近两年在国家积极财政政策的支持下，预计政府对铁路行业的投资的支出会显著提升，近期来看铁路运输行业投资资金来源中国内贷款定会显著增加；同时国家会加大预算内资金的投入力度，但从中长期而言，上述两个措施可持续性不强。

1)、债务融资额度有限

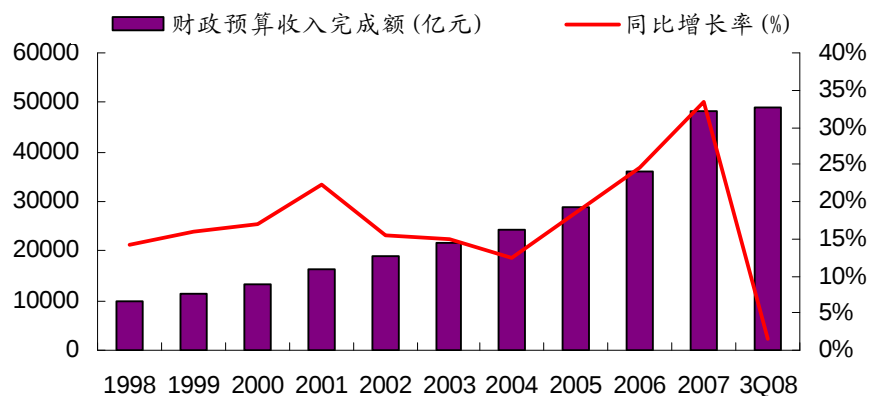
目前铁路行业资产负债率在全社会各个行业中最低，以 07 年的数据为例，铁路行业资产负债率不到 40%，以整个铁路行业约 8000 亿的所有者权益计算，如果将资产负债率提升至 65%，可以获得约 2000 亿的债务融资，但目前铁路运输行业盈利能力有限，每年的铁路建设基金基本用于投资支出和偿还现在债务利息，未来大规模的债务融资不可持续。

2)、财政收入增速下降考验政府资金投入力度

随着宏观经济的下滑和各种税制的改革，预计未来财政收入增速将有所下滑，此将影响政府未来对铁路行业的投资力度。

图表 24：预计未来国家财政收入增速将下降

中国财政收入发展趋势



资料来源：光大证券研究所

5、铁路行业巨额投资的可持续终究要依赖于自身盈利能力提升

全部依靠国家预算内资金完全不能满足未来铁路行业的投资需求，从道路交通行业的投资构成可以看出，“自筹资金”和“债务融资”是道路交通行业近年来投资大幅提升的主要推动力，债务融资额的大幅提升需要铁路行业改变目前不良的盈利水平，以目前铁路行业近 1% 的 ROE 水平和不足百亿的税前利润难以支撑未来铁路行业债务融资额的大幅提升，同时自筹资金即社会资金的进入也需要铁路行业在管理体制上进行适当变革，具体而言，应在运价形成机制上进一步市场化，运价水平应能充分反映出不同交通运输方式之间的竞争格局、社会平均投资收益率等因素，同时考虑运量分配、收入结算等环节的公平性，只有在此基础上才

能吸引外部投资资金的进入，同时提升铁路行业的债务融资能力。

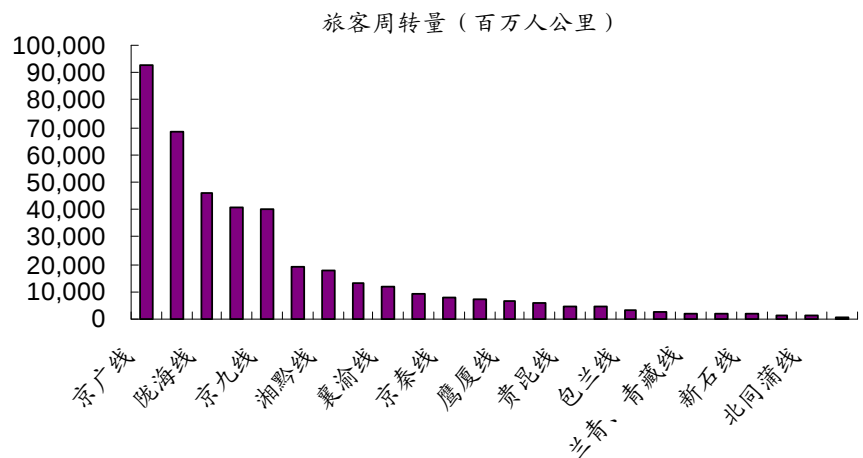
6、繁忙线路具备“私人产品”和“商业性”特征，具备运价市场化基础

目前中国铁路客货运输主要集中在干线铁路上，客运六大繁忙干线京广、京沪、京哈、陇海、沪杭浙赣和京九线全长约9800公里，仅占全国铁路里程约13%，但是目前的旅客周转量占到全国的约60%，平均客运运输密度为全国的4.5倍左右。

货运六大繁忙干线京广、陇海、津沪、京沈、兰新和哈大线总长约8300公里，营运里程占全国的约11%，但是目前的货邮周转量占到全国的约35%，平均运输密度为全国的约3倍。

图表 25： 六大繁忙客运线路占据全国 60% 客运市场份额

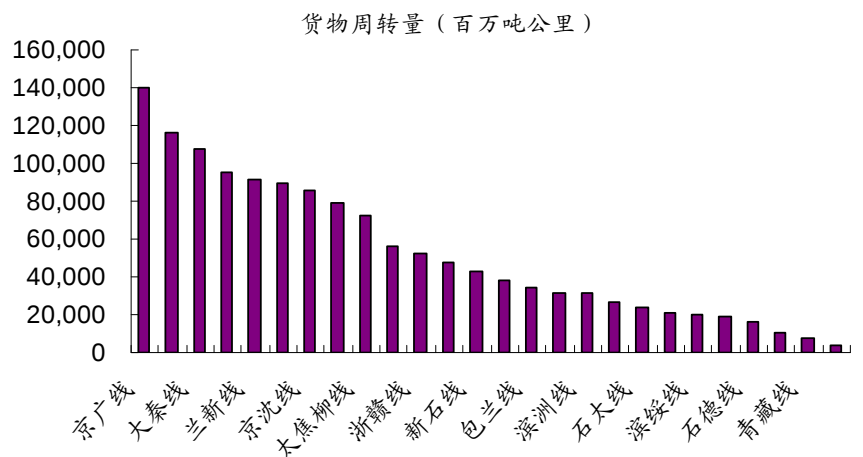
主要铁路线路旅客周转量



资料来源：光大证券研究所、铁道部

图表 26： 六大繁忙货运线路占据全国 35% 货运市场份额

主要铁路线路货物周转量



资料来源：光大证券研究所、铁道部

1) 繁忙铁路运输线路具有更多“私人产品”特性

铁路运输是准公共产品，在到达拥挤点之前，铁路运输明显符合“公共产品”的非竞争性和非排他性的特征，这也决定了大部分铁路运输作为

“公共产品”不可能完全通过市场机制，由追求利润最大化的民营部门有效提供，只能交由不以盈利为目的的政府来提供。然而，从包括中国在内的各国的实践看，正是由于政府不以盈利为目的，才导致了铁路运输经营的供应数量少、服务质量差等情况。

在运输产量达到或超过拥挤临界点时，铁路运输的公共性开始弱化，“私人产品”的特征开始加强，由非排他性转向具有一定程度的排他性，此时铁路运输的“私人产品”特征开始显现，此时，对于政府有两个选择：一、在超过拥挤临界点的运输线路继续加大投资，保持其“公共产品”特征，二、在这些线路上适当改变基于“公共产品”特征的铁路运输价格决定体制，在一定程度实行市场化定价。

2) 繁忙铁路运输线路具有更多“商业性”

同时，我们可以通过中国比较繁忙的线路的竞争环境分析可以看出，上述线路基本为连接经济相对发达地区的交通方式，对于这些地区，航空、公路等其他交通方式与铁路之间的竞争也较为激烈，此时铁路运输作为一般意义上的“公益性”已经弱化，其“商业性”属性更加突出，对于这类铁路线路，已经具备市场化运作的条件，能够通过商业化经营获取更多的回报，国家应考虑到其商业化属性，在运营中引入竞争，实施部分价格市场化以吸引社会资金进入。

3) 繁忙铁路运输线路进行运价改革实施市场化运作有利于提升铁道部“转移支付”能力

与邮政行业类似，铁路行业需要在繁忙环境线路实施运价提升获取一定收益以提升其“转移支付”能力，支持其“公益性”的实现，实现铁路运输作为国民经济重要基础设施的消除地区不平衡、内地与边疆联系、满足军事需要等功能的体现。

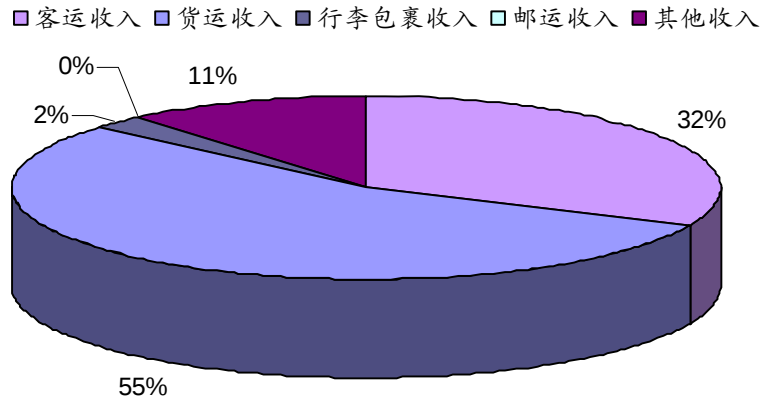
目前大秦铁路、广深铁路已经试点实行了类似于上述繁忙线路的“私人产品”、“商业性”改革，而京九、京沪等其他繁忙线路同时也具备类似的条件，未来具备证券化的条件。

7、运价提升对铁路运输行业利润提升明显

2006 年，铁路行业税前利润约为 80 亿元，行业总收入 2366 亿元，其中客运和货运收入共计约为 2000 亿元，由此我们可以得出如下结论：“客运和货运价格平均上涨 1%，能够增加铁路运输行业税前利润约为 20 亿元，对于税前利润的提升幅度超过 20%”。

图表 27： 客运货运收入占总收入比超过 80%

铁路运输行业收入构成

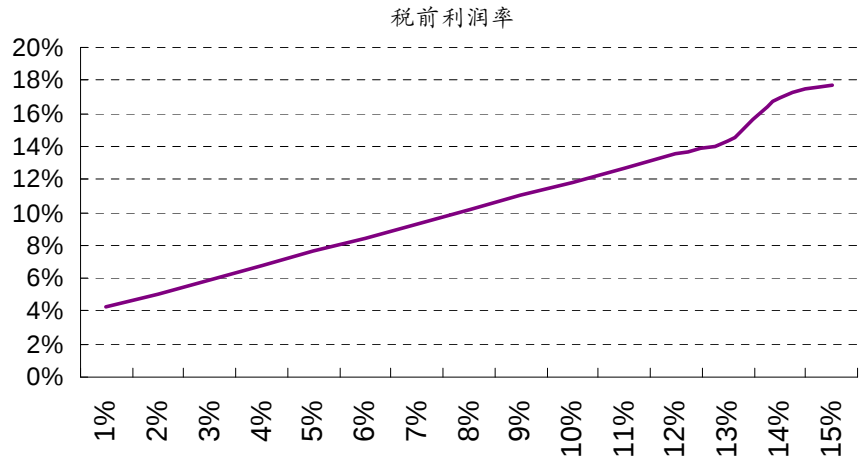


资料来源：光大证券研究所、铁道部

目前中国铁路运输业的税前利润率在 3.38% 左右，整个交通运输业的平均水平约为 10%，如果铁路行业的税前利率水平提升至和整体交通运输业一致的水平，并且客运货运同比例提升的话，则中国铁路运价水平需要平均提升 8% 左右。

图表 28： 使铁路行业税前利润率达到 10% 约需运价提升 8%

不同铁路运输提升水平对应的中国铁路运输业税前利润率



资料来源：光大证券研究所

铁路运输格局分析

目前中国铁路行业仍然实行典型的计划经济管理体制，铁路按照投资方的不同可以分为国家铁路、地方铁路、合资铁路，其中国家铁路占据绝对统治地位，国家铁路的营业里程超过全部铁路营业里程的 80%，国家铁路由铁道部由铁道部经营管理；地方铁路由地方政府管理和建设；合

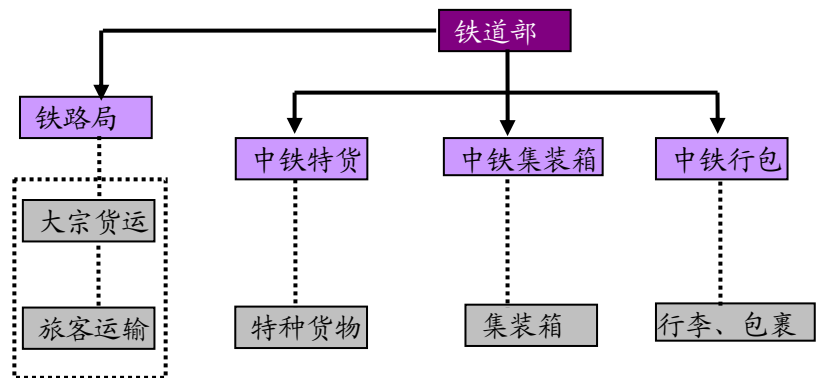
资铁路由铁道部、地方政府和其他投资主体投资建设和管理。

铁道部经营的国营铁路占全国营业里程超过 80%。

对于铁道部经营管理的国营线路，一般的旅客运输和大宗货运运输由18个铁路分局完成；对于特种货物的铁路运输及货物的装卸、仓储、配送等业务，由铁道部直属的中铁特货运输有限责任公司完成；对于铁路集装箱运输，自2005年8月1日起，铁道部开展铁路集装箱集中办理试点工作，在北京、济南、上海、成都、昆明、乌鲁木齐铁路局和广铁（集团）公司所属的8个地区、69个车站由中铁集装箱公司统一提供集装箱运输服务；对于铁路行李包裹与快件运输，2005年12月17日，在中铁行包快递有限责任公司与中铁快运股份有限公司的基础上成立新的中铁快运股份有限公司，该公司由18个铁路局（青藏公司）、北亚实业（集团）股份有限公司、广深股份有限公司等共21家股东投资成立。

图表 29： 铁道部经营的国营铁路营业里程超过全国总里程 80%

国营铁路经营主体及其业务框架



资料来源：光大证券研究所、铁道部

投资评级与重点公司

考虑到铁路运输量未来增长相对稳定的趋势以及铁路运输价格长期的提升潜力，以及主要铁路上市公司的估值水平，我们首次给予铁路运输行业“**增持**”的投资评级。

1、大秦铁路——业绩稳定增长可期，长期运价提升或有惊喜

◆08、09 年运量稳定增长，后续仍有提升空间

预计 2008 年大秦铁路主线煤炭运输量将为 3.4 亿吨；2009 年约为 3.7 至 3.8 亿吨，目前公司已基本完成大秦主线年运输量 4 亿吨的技术方案安排，并且制定了与其相配套的大功率机车购买、支线改造、电力系统改造、货源增长等配套方案，因此可以预计未来两年公司的运输量将稳步增长，同时大秦线年运输量达到 4 亿吨后，我们认为其实际运能仍然有进一步增长的空间。

◆资产收购提供外延式增长

目前太原局下属主要资产如侯月线、石台线、太焦线、京原线在 2010 年的合计运能将达到 3.4 亿吨/年；，同时我们认为如果大秦铁路进行资产收购，收购的资产可能还包括上游的一些煤炭产地至大同的煤炭运输铁路，可以看出公司的资产收购将大幅提高公司的年运输能力，实现公司在内生性增长的同时进行外延式发展。

◆长期而言公司将在铁路运价改革中获益：

展望未来，“三西地区”（山西、陕西、蒙西）的主要煤炭产量增量集中在蒙西地区，而内蒙古地区的煤炭主要集中在准格尔、伊克昭盟等地，准格尔、伊克昭盟等地的煤炭资源的煤炭外运线路主要为大准线、大包线、京包线，其中大准线为大同至准格尔煤田运输线路、大包线是大秦线与丰沙大线的煤炭集运线，京包线由包头至北京，经过大同，即上述三条线路均在地理上成为大秦线的上游集运线路，即未来“三西地区”的煤炭产量增量格局将为大秦铁路的战略地位增加更多的筹码，我们判断在未来的铁路运价改革中，大秦铁路因为其在西煤东运中不可替代的战略地位而使其获益，同时公司运价的提升能够提升公司潜在收购对象的收益水平，解决潜在的资产收购增厚有限的困境。

◆盈利预测与投资评级：

预计公司 08 年至 10 年 EPS 分别为 0.56 元、0.60 元、0.69 元，考虑到公司作为铁道部资产整合平台的确定性和长期的运价提升潜力，给与其“**增持**”的投资评级。

2、广深铁路——业绩稳定增长

◆广深本线扩能成为公司近两年业绩增长的主要动力

07 年广深四线的开通大幅提升了公司在广深城际列车的日开行能力（提高了约 100%），随着公司所订购的新型动车组的不断投入使用，未来广深本线具有提升日开车数量的潜力，广深本线运能的不断提升将成为公司近两年业绩增长的主要推动力。

◆广坪线具备运价提升潜力：

公司广深本线在 07 年提价后，目前运价已经高于与之产生强烈竞争关系的公路客运价格，考虑到经济下滑的影响，我们预计公司在短期内不会在提升广深本线价格以防客源的流失，但是广坪长途车目前运价较低，有望在未来铁路客运票价格改革中获益，估计广坪线客运价格提升 10% 将提升公司盈利水平 20%。

◆存在资产收购可能

目前公司大股东广深铁路集团拥有广梅汕铁路公司 70% 股权，广梅汕铁路公司管理铁路里程为 672.78 公里；石长铁路公司 66.7% 股权，石长铁路公司管理铁路里程 264 公里；粤海铁路公司近 69% 股权，粤海铁路公司正线里程约 700 公里，公司存在上市上述广深铁路集团资产的潜在可能。

◆盈利预测与投资评级：

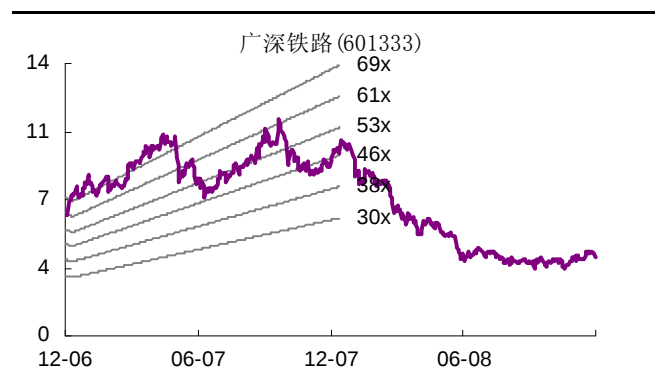
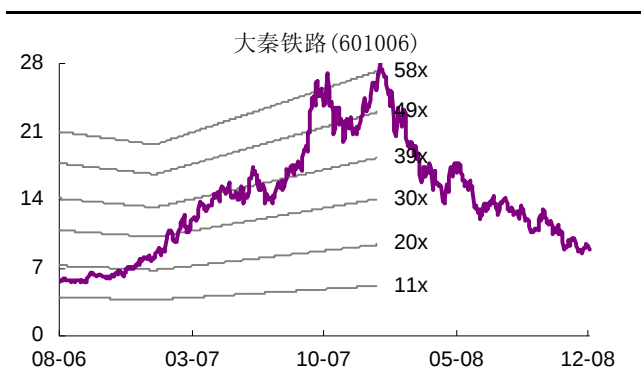
预计公司 08 年至 10 年 EPS 分别为 0.20 元、0.21 元、0.22 元，考虑到公司业绩增长的稳定性以及估值水平，给与其“增持”的投资评级。

行业重点上市公司评级与估值指标

证券 代码	公司 名称	价格	流通 A 股 (百万股)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)		投资评级	
				08E	09E	10E	08E	09E	10E	08E	09E	上次	本次
601006	大秦铁路	8.57	3,511	0.56	0.60	0.69	15.50	12.40	10.99	2.80	2.55	增持	增持
601333	广深铁路	3.92	2,748	0.20	0.21	0.22	16.83	14.43	12.63	1.28	1.22	--	增持

资料来源：光大证券研究所

上市公司 PE Band 图



资料来源：光大证券研究所

分析师介绍

李军，男，1978年生，交通运输行业分析师，上海交通大学管理学硕士，金融工程博士在读，2007年5月加盟光大证券研究所，2002年硕士毕业后先后从事过证券投资、投资银行、行业公司研究工作，具有丰富的证券市场投资与行业研究经验。

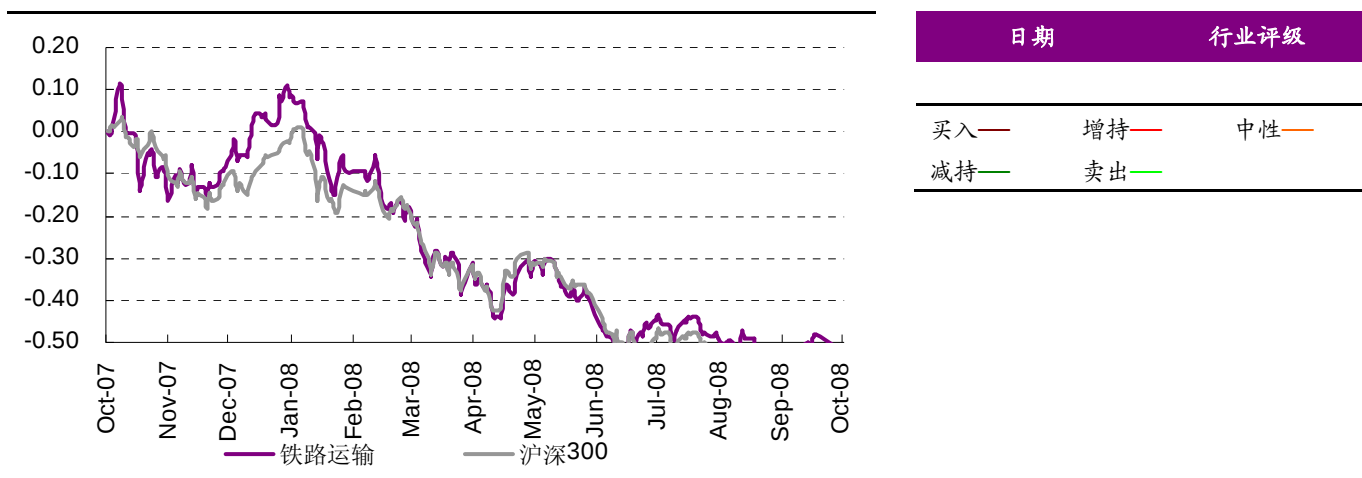
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

铁路运输

分析师：李军



资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市浦东南路528号证券大厦南塔15F.16F 邮编：200120
电话：021-68816000 传真：021-68818550

光大证券研究所

上海市浦东新区浦电路438号双鸽大厦17楼A-C座
电话：021-50818887（总机） 传真：021-50816915

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	贺燕萍	010-68561522	13911760013	heyp@ebsecn.com
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebsecn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	王汗青	010-68561122-1777	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebsecn.com
上海				
	戴茂戎	021-22169086	13585757755	daimr@ebsecn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	杨日昕	021-22169082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
深圳				
	陈扬	021-22169080	13916187675	chenyang@ebsecn.com
	高峰	021-22169085	13585940280	gaozheng@ebsecn.com
	凌洁	021-22169087	15921780908	lingjie@ebsecn.com
专题				
	陈扬	021-22169080	13916187675	chenyang@ebsecn.com
	凌洁	021-22169087	15921780908	lingjie@ebsecn.com
QFII				
	满国强	021-22169085	15821755866	mangq@ebsecn.com
	陶奕	021-22169096	13788947019	taoyi@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。