

动态报告/行业快评

铁路运输

客运提价传闻点评

谨慎推荐

2009 年 4 月 27 日

铁路客运和货运提价的逻辑

分析

唐建华

tangjianhua@guosen.com.cn 0755-82130468

师:

分析

孙菲菲

sunff@guosen.com.cn 0755-82133400

师:

事项:

针对 4 月起关于铁路提价的传闻,我们认为 1) 铁路投资加速,铁道部愿意出让的股比有限导致吸收的社会资金有限,2010 年负债率可能达 55%,大举增加负债能力有限,铁路提价有其必要性;2) 铁路客运基准价 13 年未涨,国内外价差大,客货运价比低,客运提价有其合理性;3) 货运收入占铁路运输收入 70%以上,且 05 年起每年提价一次,09 年也不应例外;4) 铁路运输股的资产注入仍然存在。维持对铁路运输行业的投资评级,目前情况下首选广深铁路,其业绩弹性为 2 倍,即广坪段硬席提价 30%,预测广深铁路的业绩可提升 59%至 0.33 元/股;建议在客运价格调整后,大秦线大修结束且山西煤炭需求逐步恢复后,关注大秦铁路。

评论:

■ 铁路投资加速,铁道部不愿意过多出让股权,2010 年负债率将达 55%,大举增加负债能力有限,铁路提价有其必要性。08 年旅客及货运周转率增速分别为 7.1%和 3.7%,铁路周转率增速长期落后于 GDP 增速,也落后于全社会平均运输量增速。按人口计算中国铁路路网密度为每万人 0.56 公里,仅为发达国家的 1/3~1/10,世界排名百位之后;按国土面积平均的路网密度,中国每万平方公里只有 74.89 公里,排名世界 60 位之后。我们在 08 年 5 月的铁路投资专题策略会上提出,大力发展铁路是我国发展工业化的需求,也是我国可以向美国学习的经验。

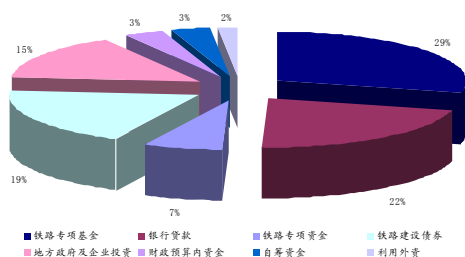
08 年 11 月国务院提出大规模投资铁路,其中国家 09 年的铁路的基本建设投资将达到 6000 亿元,09 年~12 年的 4 年间总投资额度为 27000 亿元,平均年投资 6700 亿元,对比 08 年,新增投资规模为 3400 亿元/年。目前铁路建设资金主要有五部分:第一部分是中央预算投入;第二部分是建设基金和更新改造资金,这是铁路建设资本金最主要的部分,每年大约有 1000 亿;第三部分来自地方政府和其他合资人的资金,08 年铁道部与各省市商议后,地方政府以征地拆迁费用入股或直接投资等形式参与铁路建设,目前地方政府及其他社会投资者出资占总投资规模约 30%左右;第四部分是加大铁路债券,09 年可能发行超过 1500 亿元,这与铁道部的资产负债率相关;第五部分是在资本市场上募集资金。

而且 2008 年 12 月,横跨山西、河南、山东,东至青岛董家口(暂定)的“山西省中南煤炭出海通道”(俗称第二条大秦线)经过半年的控股权之争,铁道部分别取得了山东段 70%、河南段 50%的股权事宜,从中可以看出,铁道部不但需要控股权,而且不愿意出让过多的股权。

08 年年初,铁道部总经济师黄氏在有关报告中也指出,09 年铁道部的债务将会进一步增大。这意味着铁道部贷款也是有难度的。据有关人士预测,2010 年到 2020 年铁路投资需求在 3460 亿元左右的话,铁道部每年新增有息负债 1500 亿元,2010 年铁道部的资产负债率会超过 55%。其大举增加负债的空间有限。

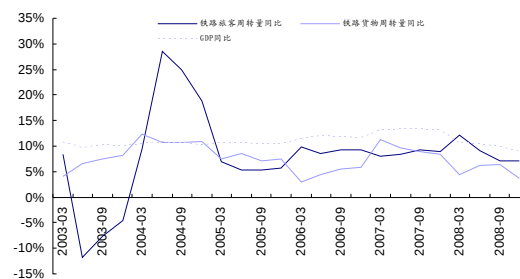
综上，我们认为 09 年铁路投资 6000 亿元中，30% 由地方政府出资解决 1800 亿元，如果债券解决 1500 亿元，那么铁道部需解决 2700 亿元/年，预计这与 08 年的运输收入基本持平，铁道部说 09 年铁路投资的资金有保障也基本是这个思路。但如果考虑提价，我们测算假设客运提价 30%，货运提价 8% 即 5 厘左右，可增收约 350~400 亿元/年，这样可以减少债务成本，降低铁道部的负债水平，相信也是有可能的。

图 1: 建设资金来源 (06Y)



数据来源：国家统计局 国信证券经济研究所

图 2: 旅客及货运周转量增速长期落后 GDP 增速



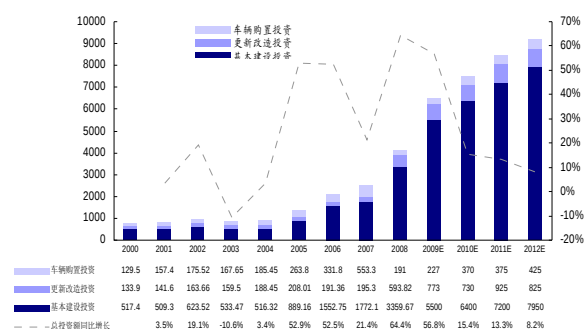
数据来源：WIND 国信证券经济研究所

表 1: 世界部分国家铁路路网密度

国家	人均铁路长度 (公里/每万人)	地均铁路长度 (公里/每万平方公里)
美国	5.55	260.0
英国	2.85	699.1
德国	4.40	1009.2
法国	5.00	538.3
日本	1.59	533.6
印度	0.63	191.7
中国	0.56	74.9

数据来源：国家统计局 国信证券经济研究所

图 3: 旅客及货运周转量增速长期落后 GDP 增速



数据来源：WIND 国信证券经济研究所

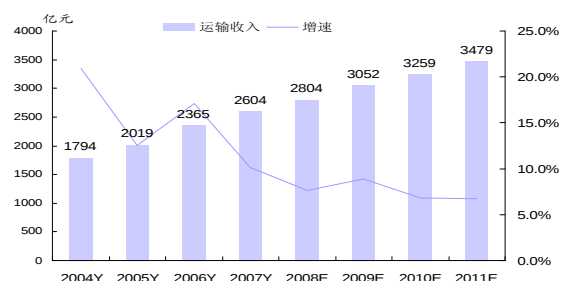
图 4：08 年的中长期铁路规划图



数据来源：铁道部 国信证券经济研究所

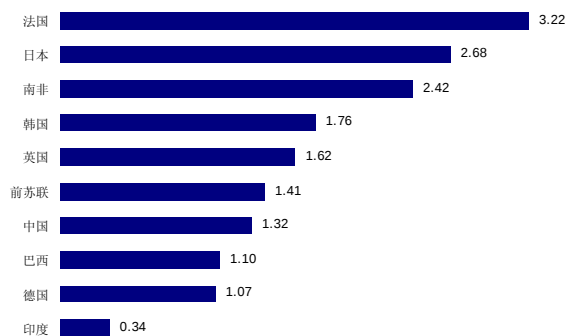
- **铁路客运基准价 13 年未涨，客运提价有其合理性。**我们认为，国铁客运基准价的提升和调整正逢其时。因为：
- 1) 随着全国铁路 6 次大提速，以及时速超过 200 公里/小时的高速列车不断新行，铁路购票的便捷度、车站候车、乘坐的舒适度都得到了显著提升，而至今国铁客运基准价自 1995 年提价 52% 以来，13 年未变过，维持在 0.0586 元/人公里水平，客运有提价的基础。（纵观 50 年来火车客运的票价格仅上调了三次，1952 年基本运价调高了 30% 至 0.017 元/人公里；37 年后的 1989 年运价上调 120% 至 0.0386 元；1995 年运价上调 52% 至 0.0586 元）；
 - 2) 铁路建设比以往更需要钱，陆东福副部长 08 年 11 月指出，“作为交通基础设施的铁路运价应该是**保本微利**的，要实现铁路可持续发展，也要为运输企业的生存发展创造比较好的环境”。
 - 3) 参考美国及其他国家的客运定价标准：美国唯一以旅客运输为主的铁路公司 Amtrak，其定价机制是不高于航空，略高于公路，即票价一般是民航票价的 50%，公路票价的 125%。目前其定价标准为：322km 以下均为每公里 56~64 美分（4.1 元/公里），1609km 以上每公里 13~19 美分（1.1 元/公里）。我们的高速铁路广深铁路折合的票价为 0.51-0.62 元/人公里，京津城际折合的票价为 0.48-0.58 元/人公里，即最舒适的短途票价目前低于美国平均的长途票价 50%。
 - 4) 我国客货运运价比相对不高，主要原因是在运力紧张期间货运让位于客运，以及政府限价的影响。在其它铁路运营市场化国家，运价比反映了客运与货运的线路建设运营状况。我们认为发达国家普遍客货运价比较高的原因，是其经济发展步入平稳增长期，货运运价相对稳定，而客运需求随着城市化率和人均 GDP 的提升不断提升。

图 5：铁道部运输收入（测算）



数据来源：交通部 国信证券经济研究所

图 6：2004 年世界各国客运/货运运价比



数据来源：WIND 国信证券经济研究所

综上，我们在 08 年就提出，1) 运价提升是铁路运输股更重要的关注理由：由于客货运价比低，且货运过去几乎每年或隔 18 个月提升一次，而客运基准价 13 年不调整，我国铁路客运相对于货运，其价格提升空间更大，且由于有听证会和涉及民生等因素，提升一次较困难，因此调整一次的幅度应较大；2) 根据投资大师彼得林奇的理论，在行业反转初期，应关注盈利能力更差的公司，广深铁路业绩弹性高于大秦铁路。

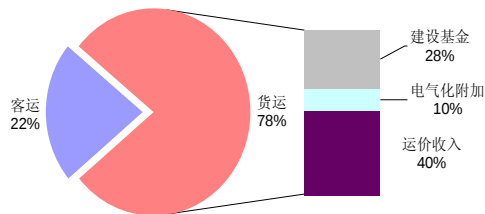
4) 提价对广深铁路的影响：广深铁路目前执行特殊运价政策：①广深城际，公司自主定价；②直通车，执行协议价格；③长途车，广深段上浮 50%，广坪段软席上浮 50%；④货运业务，广深段上浮 50%，广坪段上浮 20%。其中硬席票价有较大的提价空间，我们在表 5 中假设广坪段硬席收入占比 80%，对应广坪段的硬席提价幅度，公司的业绩弹性为 2 倍。

经济学家茅于軾 2009 年 2 月 3 日在《铁路春运不涨价的社会成本》文中也提出“春运不涨价使坐火车的旅客得到了实惠，但是他们因此而付出的代价并不低”。“票价是便宜了，但是买票需要付出额外的排队成本。光是由于排队所花的时间代价，恐怕就超过了涨价的那几块钱”。车票成了稀缺商品，给倒票创造了条件，还导致“春运期间造假票的非常猖獗”。另一方面，“因多半列车超员，服务质量根本就谈不上。最后仍然是让消费者吃了亏”。“如按照经济规律涨一点票价，把票价定在市场均衡上，以上这些问题基本上都不会发生。”他同时表示，“这纯粹是从经济效率考虑，涨票价对低收入的农民工是很不利的。但事实上不存在既能有效又平等的票价。”

■ 货运收入占运输总收入的 75%左右，货运提价有其连续性。根据我们的测算，全国铁路的运输收入中货运收入占比在 75%以上，我们认为客运基准价调整后，货运也将提升，因为

- 1) 客运基准价即使上涨 30%，考虑到附加费的上升等，一年的客运收入上涨约为 200 亿元，相对于 6000 亿元的年投资规模，属于杯水车薪；
- 2) 我国铁路货运自 05 年~08 年的 4 年间每年调价，幅度分别 5 厘、4.4 厘、2 厘和 3 厘，调价时间分别为 2005 年 4 月 1 日、2006 年 4 月 10 日、2007 年 11 月 5 日、2008 年 7 月 1 日，每年上调一次，因此我们预期 09 年仍会提价，考虑到我国与国外的货运也存在一定的价格差距，且 09 年 CPI 不象 08 年一样高企，我们预计幅度较往年可能是较高的水平，预计在 4~6 厘之间，即 8%~10%；
- 3) 美国铁路货运的盈利能力在 06 年为 11.3%，大秦铁路 08 年的资产回报率预计在 13%左右，国铁货运远低于此。从表 2 中美国一级铁路 06 年的平均吨公里收费为 0.23 元人民币，而我国目前综合基价 1 和基价 2，经过我们综合测算，07 年国铁平均吨公里收入约为 0.086 元/吨公里，二者差异 2.7 倍，有提升空间。

图 7：铁道部 08 年运输收入（分类为测算值）



资料来源：国信证券经济研究所测算

表 2：美国铁路货运统计

Operating Statistics	04Y	05Y	06Y
吨公里收入（美分）	2.35	2.62	2.84
当年汇率折合人民币（元/吨公里）	0.19	0.21	0.23
平均卡车载重（吨）	61.3	31	60.9
平均火车载重（吨）	3126	3115	3163
营运收入（十亿\$）	40.5	46.1	52.2
营运开支（十亿\$）	25.1	37.8	41
净利润（十亿\$）	2.9	4.90	6.50
利用率（%）	86.6%	82.1%	78.6%
平均资产回报率	6.2%	9.1%	11.3%

资料来源：AAR 国信证券经济研究所

■ 铁道部存量资产换增量的思想并未改变，资产注入仍存预期。大秦铁路和广深铁路是铁道部的主要的资本平台。我们对大秦的资产注入后的看法一直是方案应可增厚业绩 10~20%，但何时注入、什么资产会被注入、以何种方式注入都

难以预测。目前我们在 08 年的注入标的太原铁路局下属的其他铁路资产和朔黄线的基础上，认为从事煤炭运输线如侯月线等均有注入的可能，此类事宜最终决定权铁道部。

对于广深，广铁集团目前的运营线路是广深铁路目前的里程的 8 倍以上，而且 2010 年可能开始运营的广深港列车等，也有委托公司经营管理或将铁道部的股权注入公司的可能性。

■ **注意价格及铁道部的动向，维持行业谨慎推荐评级。** 综上，铁路的客运票价存在较强烈的提价预期，且在客运价格调整后，货运也存在着如同往年的提价预期。同时，铁道部存量资产换增量的指导思想并未改变，资产注入预期仍然存在，维持行业“谨慎推荐”的投资评级。我们认为当前应首选广深铁路，主要是因为其提价的预期更为强烈，且提价幅度更大，业绩弹性更高；我们也认为货运基本上是每年提价的，而且大秦铁路 5 月中旬将结束今年的大修，2、3 季度如果山西煤炭的需求回升，那么大秦铁路应重新受到市场关注。

表 4: 盈利预测及评级

中国市场	2009-4-24	股价	总市值	EPS				P/B	PE				
				07A	08E	09E	10E		07A	08PE	09PE	10E	
广深铁路	601333	4.8	33,859	0.2	0.2	0.21	0.2	1.5	11.7	8.2	6.0	5.2	谨慎推荐
大秦铁路	601006	9.6	124,317	0.47	0.53	0.43	0.46	3.2	23.4	16.5	12.0	10.4	谨慎推荐

数据来源：国信证券经济研究所

表 5: 广深铁路提价敏感性分析

提价幅度	原预测	30%	40%	50%
EPS(元)	0.21	0.33	0.38	0.42
业绩提升幅度		59%	79%	98%
提升弹性		2.0	2.0	2.0

数据来源：国信证券经济研究所

假设：假设广坪段硬席收入占比 80%，提价幅度仅指广坪段的硬席。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责声明

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。