

分析师： 吴云英 (8621)68751160 wuyy@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490208120194

联系人： 姜捷 (8621)68751781 jiangjie@cjsc.com.cn

行业灵活定价方向变革趋势带来新的增长机会

报告要点

政策信号频现，铁路体制改革有望在“十二五”期间寻求突破

近 20 年来，中国铁路进行了一系列改革探索。从 1986 年试行全行业经济责任“大包干”到 1993 年尝试建立现代企业制度试点，从 2000 年“网运分离”改革方案到后来转向“主辅分离”，从 2005 年初铁路机构大幅度精简到《关于鼓励支持和引导非公有制经济参与铁路建设经营的实施意见》的出台，中国铁路改革正行进在全方位大面积提速的轨道上。

去年 12 月 29 日，国务院法制办对外公布《铁路建设条例(征求意见稿)》，表示国家鼓励和支持通过多种融资渠道筹措铁路建设资金，扩大债券发行、股票市场融资规模。今年 4 月 28 日，国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，审议并原则通过《关于 2010 年深化经济体制改革重点工作的意见》，在会议确定的 2010 年重点改革任务中，提出了要深化铁路等国有企业和垄断性行业改革。

有关铁路改革的政策信号频频出台，预示着铁路建设的资金、管理、建设等方面都将在法律框架下格式化，这无疑也有利于加快铁路体制改革，预计“十二五”期间铁路体制改革将会有重大进展。

行业改革的一个重要方向可能是定价逐渐向自主定价方式转变

2009 年，铁路完成固定资产投资达 7000 亿元，投资建设创历史新水平，根据《中长期铁路网规划》，中国的铁路总长将从 2009 年年底的 8.6 万公里增加到 2020 年的 12 万公里以上，这种短期内大幅扩张铁路里程的方法无疑将缓解铁路的运力瓶颈，但巨额的投资需求也随之而来。虽然 2005 年铁道部就曾就投融资体制改革出具实施办法，但四年来成效很低。原因在于铁路系统实行统收统支，所有铁路的结算、资金分配都搅在一起，外资或社会资本看不清投资收益，也不敢贸然投资铁路。

铁路改革的关键在于明确铁路系统政企分开的思路，铁道部将会独立成为铁路资产和资金的管理方，而全国路网则分配给数个铁路公司各自运营，并逐步将定价权下放给运输企业，最终实现企业自主定价为主、国家定价、浮动价等多种价格形式并存的混合型运价形成机制。除了拓宽融资渠道这一方向，我们预期行业改革的一个重要方向将是定价向更灵活的方式转变。而这也给铁路类上市公司带来新的增长机会。本次报告尝试对运价变革方向做初次的一个分析。

行业变革大背景提供铁路行业公司新的投资机会

大秦铁路：估值低，一直以来我们认为大秦的增长有瓶颈，但即将注入的太原铁路局剩余主业资产和朔黄铁路的运能有长期增长空间。在铁路行业变革的大背景下，我们认为全球运营效率最高的大秦铁路的运价有向上浮动的空间；带来公司新的增长机会。测算若货运价格每吨公里提升 0.01 元/吨公里，则对大秦的增厚幅度可达到 25%。

铁龙物流：随着铁路运力加速释放、全国铁路 18 个集装箱的建成、铁路双层集装箱班列的开行、海铁联运比重的提升，公司特种集装箱业务增速有望加快。

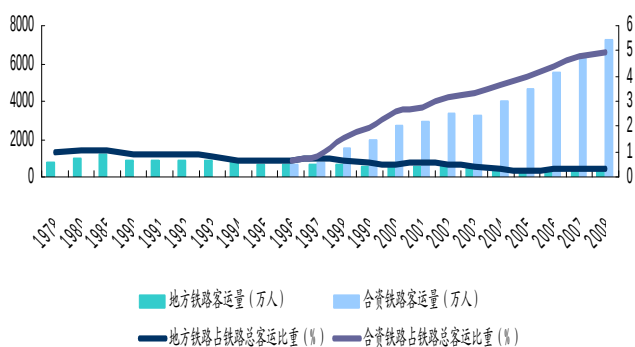
政策信号频现，铁路体制改革有望在“十二五”期间寻求突破

近 20 年来，中国铁路进行了一系列改革探索。从 1986 年试行全行业经济责任“大包干”到 1993 年尝试建立现代企业制度试点，从 2000 年“网运分离”改革方案到后来转向“主辅分离”，从 2005 年初铁路机构大幅度精简到《关于鼓励支持和引导非公有制经济参与铁路建设经营的实施意见》的出台，中国铁路改革正行进在全方位大面积提速的轨道上。

去年 12 月 29 日，国务院法制办对外公布《铁路建设条例(征求意见稿)》，表示国家鼓励和支持通过多种融资渠道筹措铁路建设资金，扩大债券发行、股票市场融资规模。今年 4 月 28 日，国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，审议并原则通过《关于 2010 年深化经济体制改革重点工作的意见》，在会议确定的 2010 年重点改革任务中，提出了要深化铁路等国有企业和垄断性行业改革。

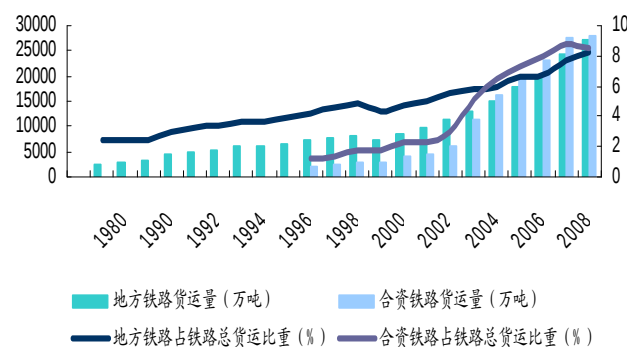
有关铁路改革的政策信号频频出台，预示着铁路建设的资金、管理、建设等方面都将在法律框架下格式化，这无疑也有利于加快铁路体制改革，预计“十二五”期间铁路体制改革将会有重大进展。

图 1：地方铁路和合资铁路客运量



资料来源：国家统计局，长江证券研究部

图 2：地方铁路和合资铁路货运量

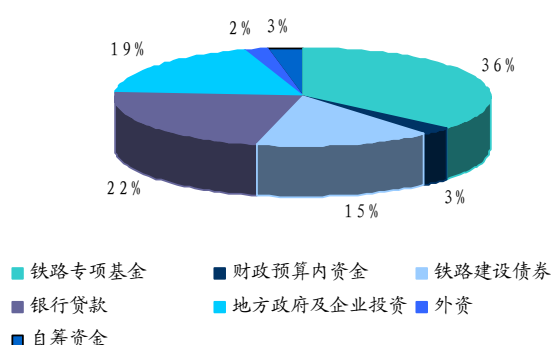


资料来源：国家统计局，长江证券研究部

铁路建设资金压力倒逼投融资体制改革

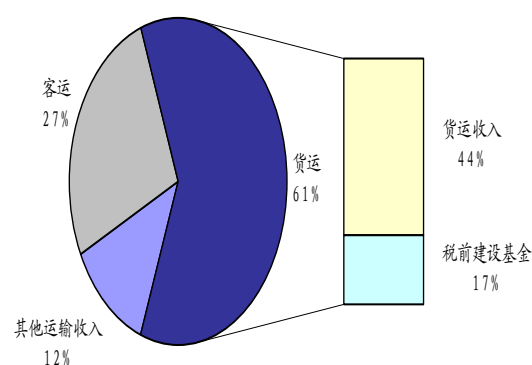
2009 年，铁路完成固定资产投资达 7000 亿元，投资建设创历史新高水平，根据《中长期铁路网规划》，中国的铁路总长将从 2009 年年底的 8.6 万公里增加到 2020 年的 12 万公里以上，这种短期内大幅扩张铁路里程的方法无疑将缓解铁路的运力瓶颈，但巨额的投资需求也随之而来。未来三年铁路投资每年至少 7000 亿元，铁道部当前筹措资本的途径比较单一，主要通过铁路建设基金、发行债券、银行贷款来融资，假设铁道部的资产负债率为 50%，债务融资成本为 5%，那么到 2012 年，铁道部财务费用将超过 1000 亿元。而且铁路现有的融资渠道又都存在局限性，铁路建设基金主要从运费中提取，铁路目前偏低的运价使其无力满足大量的项目建设资金的需求；商业银行由于吸收的储蓄存款期限相对较短，一般不愿意向投资规模大、回收周期长的项目提供大量的贷款；发行国债在一定程度上能起到积极的作用，但其发行量应为适度规模。如果国债发行过度，从而导致了通货膨胀，或是“挤出”了社会有效投资，市场有效配置资源的机制受到干扰，经济总量均衡被打破，经济的发展就会受到损害。这时国债发行就对国民经济产生了负效应。

图 3: 铁道部融资渠道 (2006Y)



资料来源：铁道部，长江证券研究部

图 4: 铁路收入构成 (2008Y)



资料来源：铁道部，长江证券研究部

为了避免铁路因此陷入长期亏损困境，目前铁路的管理体制和经营体制正在悄然改革，以打通铁路融资通道。虽然 2005 年铁道部就曾就投融资体制改革出具实操办法，但四年来成效很低。原因在于铁路系统实行统收统支，所有铁路的结算、资金分配都搅在一起，外资或社会资本看不清投资收益，也不敢贸然投资铁路。关键在于明确铁路系统政企分开的思路，铁道部将会独立成为铁路资产和资金的管理方，而全国路网则分配给数个铁路公司各自运营，并逐步将定价权下放给运输企业，最终实现企业自主定价为主、国家定价、浮动价等多种价格形式并存的混合型运价形成机制。除了拓宽融资渠道这一方向，我们预期行业改革的一个重要方向将是定价向更灵活的方式转变。而这也给铁路类上市公司带来新的增长机会。

本次报告尝试着对运价变革的方向做初次的分析。

表 1: 铁道部历年盈利状况

单位：亿元	2005	2006	2007	2008
运输收入合计	2546.49	2863.29	3170.67	3435.76
收入合计	3779.16	4234.1	4670.12	5333.88
运输成本合计	1826.4	2653.6	2462.98	2915.52
成本合计	3015.28	3417.94	3795.19	4670.94
营业利润	647.64	684.81	727.22	499.99
利润总额	551.63	561.58	673.44	461.13
减：税后建设基金	447	467.13	533.51	550.03
税前利润	104.63	94.45	139.93	-88.9
所得税	43.16	62.17	52.73	40.61
税后利润	61.47	32.28	87.2	-129.51

资料来源：铁道部，长江证券研究部

铁路运价提升势在必行

客运提价有其合理性

我国现行铁路客运票价体系是以 200 公里以内普通车型（无空调）、普通旅客列车硬座票价率为基准票价率，在基准票价率基础上，分别针对不同席别、列车速度等级、车型，并考虑递远递减因素，制定具体票价。铁路客运运价根据列车种类、车辆类型、设备条件、客票的使用期间等分为两大类：一是客票票价，包括硬座、软座客票票价；二是附加票价，包括加快、卧铺、空调票价。

票价=0.05861 元/人公里×计费区段里程（公里）×不同列车席别比例+保险费+空调费

保险费:不分软、硬座客票，均按硬座客票的基本票价的 2% 计算。

我国铁路定价一直实行国家定价制，铁路运价管理权限集中在中央政府，铁道部、各铁路局只有执行权和一定范围的浮动权。自 1995 年 10 月 1 日铁路客运基价提价 52% 以来，除了在 2004-2006 年的春节票价实行了硬座上浮 15%、其它席别上浮 20% 的制度，至今维持在 13 年前的基本运价水平，导致我国铁路客运价水平与其他运输方式相比偏低。客运空调硬卧运价仅相当于公路的一半左右，略高于民航的三分之一，硬座基价率就更低。

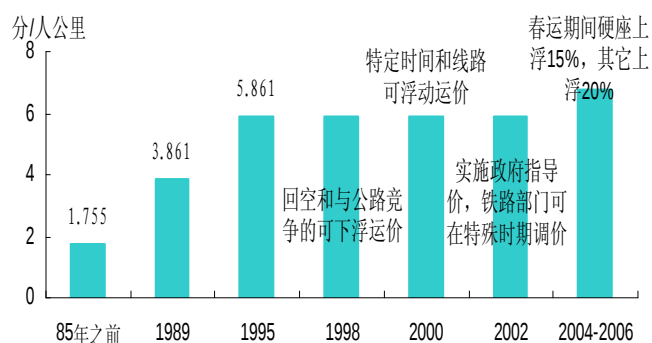
参考美国的客运定价标准：美国唯一以旅客运输为主的铁路公司 Amtrak，其定价机制是不高于航空，略高于公路，即票价一般是民航票价的 50%，公路票价的 125%。目前其定价标准为：322km 以下均为每公里 56-64 美分（4.1 元/公里），1609km 以上每公里 13-19 美分（1.1 元/公里）。我们的高速铁路广深铁路折合的票价为 0.51-0.62 元/人公里，京津城际折合的票价为 0.48-0.58 元/人公里，即最舒适的短途票价目前低于美国平均的长途票价 50%。如果单纯从中美各种交通运输方式的运输价格绝对额来比较，因为考虑到两国经济水平之间的差异，难以得出令人信服的结论，因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 0.40 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 0.12 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。而且从需求层面考虑，中国铁路客运的需求因为运力的限制越不亚于美国铁路的客运需求，所以它目前的客运价格就显得更加偏低。

另一方面，铁路行业依靠运量增长或产品结构升级来提高收入的幅度有限，而且随着铁路加速投资带来的成本大幅上升，依靠提价达到覆盖成本的效果将是铁道部的必经之路。尤其是在未来随着新建铁路的投产、动车组和城际列车等客车的增容反而使旅客运输效率下降的预期下，提价在所难免。

我国 30 多年的价格实践证明，在物价较低的时期，实施价格改革往往可以顺利进行，而在通货膨胀抬头时，价格改革比较难以顺利推进。2009 年第三季度通货紧缩可能进入尾声，物价水平在第二或第三季度将触底，第四季度将出现明显正增长，2009 年全年可能会是谷底，未来进入上升周期。因此，从这个角度看，2009 年是铁路运价改革的较好时机。

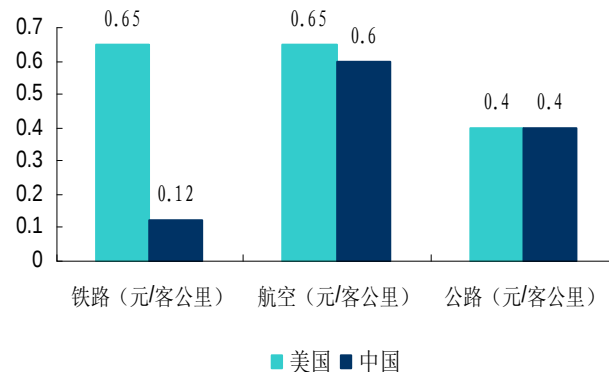
有学者研究认为，我国铁路合理运价是有很大上调空间。客运基准价率可在 5.861 分/人公里基础上上调 50% 左右，接近于 9 分/人公里的水平。

图 5: 铁路客运基准票价率调整历程



资料来源: 铁道部, 长江证券研究所

图 6: 中美铁路客运价格对比



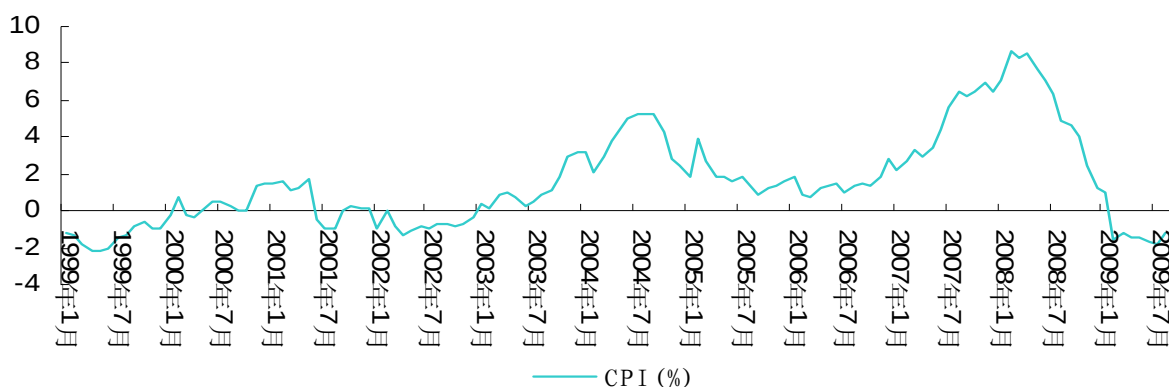
资料来源: 铁道部, 长江证券研究所

表 2: 铁路客运票价与其它运输方式的比较

	客运平均收入	硬座	硬卧	空调硬座	空调硬卧	空调软卧	动车组	城际列车
铁路运价率 (元/人公里)	0.12	0.0586	0.15	0.12	0.23	0.38	0.32	0.5
占航空运价比率 (0.6 元/人公里)	20.00%	9.77%	25.00%	20.00%	38.33%	63.33%	53.33%	83.33%
占公路运价比率 (0.3-0.5 元/人公里)	30.00%	14.70%	37.50%	30.00%	57.50%	95.00%	80-120%	125.00%

资料来源: 铁道部, 长江证券研究部

图 7: CPI 与客运价格变化



资料来源: Wind, 长江证券研究部

货运运价有望实行物价联动机制

铁路政企合一的体制对铁路运价的影响也很明显，各种价格矛盾都希望从运价中找到出路。在通货膨胀严重、物价上涨时，为稳定价格水平，维护社会稳定，铁路运输不能提价；在通货紧缩时期，为降低成本，减少企业负担，促进生产企业发展，铁路运价也不能调整。运价与物价脱节，不仅不能随物价变动，还要承担稳定物价的责任，形成死运价对活物价的局面，即不反映价值，也不反映供求，失去了价格机制的基本职能。具体到一些社会敏感商品，都要从铁路运价中得到优惠，化肥属农业生产资料，为减轻农民负担，增加农民收入，化肥要实行优惠运价，其它货物运价可以调整而化肥运价不能调整；为提高国内农产品市场竞争力，鼓励粮食和纺织品出口，免除粮食、棉花等农产品铁路建设基金；为减轻煤炭企业负担，还要求减免煤炭的铁路建设基金，等等，这只是初步了解的一些情况，可能还有更多。而另一方面，其它部门却很少给铁路提供优惠，铁路用煤是市场价；铁路用电执行大工业用电价格，电气化铁路用电还要铁路承担还本付息责任，电价比工业用电高，为弥补电价上涨造成的成本增加，对电气化铁路货运加收每吨公里 1.2 分钱的电力附加费；有的地方甚至对车站用水按服务业用水价格收费；铁路用油价格实际上也是市场价格。面对市场价格波动和燃料动力价格上涨，电价可以煤电联动，民航可以燃油加价，而铁路运价是定死的。一方面都向铁路要优惠，另一方面铁路很少能得到优惠，铁路运价实际上就是在这夹缝中艰难维持。所以要摆脱当前铁路的生存困境，要实行铁路货运的物价联动机制。

现行铁路货物运价体系包含了铁路基本运费、建设基金、电气化附加费、杂费及各种费用和代收款等。

- ✓ 铁路货物运输费率=基价 1+基价 2+电气化附加费+铁路建设基金
- ✓ 建设基金=费率×计量重量（箱数或轴数）×运价里程
- ✓ 电气化附加费=费率×计费重量（箱数或轴数）×电气化里程

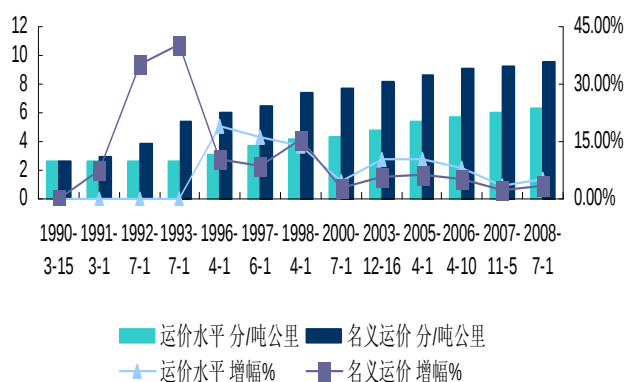
从历史规律来看，我国的铁路货运价格则主要采取时间间隔较短、一次性提价幅度较小、基本与能源等运营成本上涨幅度同步的成本推动型价，每年实行 5-15% 左右幅度的上调。我国铁路货运自 05 年~09 年的 5 年间每年调价，幅度分别为每吨公里 5 厘、4.4 厘、2 厘和 3 厘和 7 厘，调价时间分别为 2005 年 4 月 1 日、2006 年 4 月 10 日，2007 年 11 月 5 日、2008 年 7 月 1 日和 2009 年 12 月 13 日，每年上调一次。

另外，考虑到我国铁路货运收入占运输总收入的 78%，所以客运基准价即使上涨 50%，按 09 年 3885 亿元的计划运输收入水平，一年的客运收入上涨约为 420 亿元，相对于 6000 亿元的年投资规模，属于杯水车薪。面对铁路运输收入增速近年大幅下降的态势，货运提价将很快得到实施。

由于新建铁路造价较高、还贷压力大，加之投产初期运量较少，铁路新价一般高于统一运价水平。

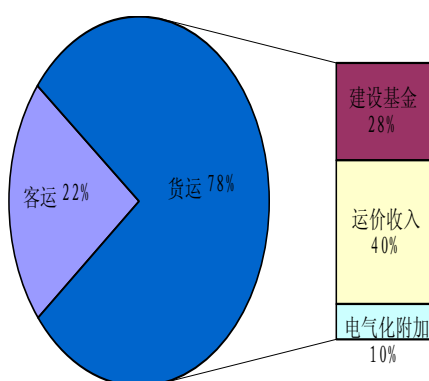
更重要的是随着大规模投资加速，财务负担会越来越重；投入运营线路里程的增长会大幅增加固定增产折旧。预计每年因财务费用和折旧增加而导致的成本上升将达到 300 亿元以上，且随着时间推移而快速增长。而且预计 2010 年 CPI、油价、钢材价格等会逐步回升，所以基于铁路行业保本微利的基本目标，在铁路折旧和利息会大幅增长的情况下，提高货运运价可能是比较实际的。

图 8: 国家铁路货物运价调整情况



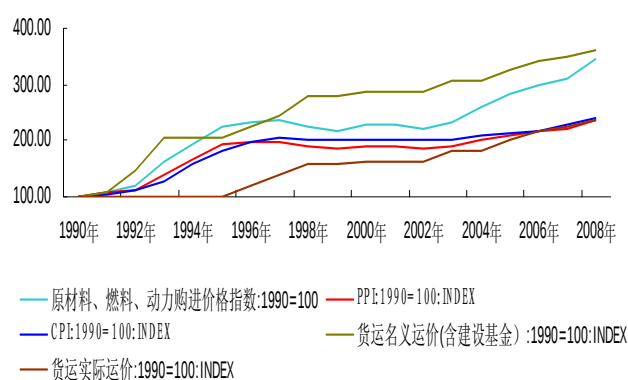
资料来源：铁道部,长江证券研究所

图 10: 铁路客运基准票价率调整历程



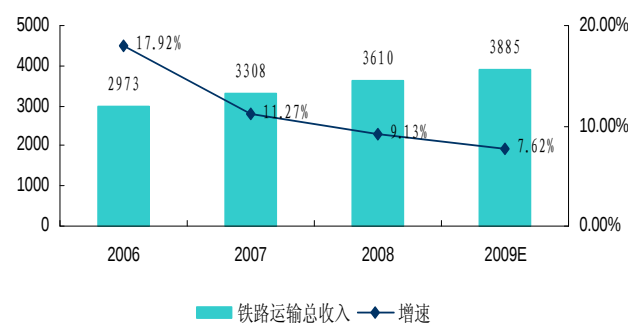
资料来源：铁道部,长江证券研究所

图 9: 铁路货运运价与几个价格指数的比较



资料来源：Wind,长江证券研究所

图 11: 铁路运输收入及增速



资料来源：中国交通年鉴,长江证券研究所

消费升级强化提价预期

随着 GDP 总量扩大和增长质量提高，居民消费水平和消费结构逐步升级，由此带动新时期客货运输需求，无论旅客运输还是货物运输都将上升一个档次，导致交通消费结构升级。于是提高客运品质和货运效率，使交通运输从“走得了”的较低级需求向“走得好”的高品质服务需求转变，不断满足个性化、多样性、快速化运输服务的要求成为铁道部的首要任务之一。据预测，2020 年全国铁路旅客和货物运输需求将分别达到 40 亿人和 40 亿吨，年均增长速度分别为 7% 和 4%。我国铁路将面临运量快速增长、运输质量要求越来越高的双重压力，必须提供足够的运输能力和高质量的运输服务，才能满足这一需求。

从历次的提速调图发展趋势分析，中国铁路在提高运输服务质量上实现了重大进步。在准确把握旅客货主需求的基础上，科学合理地确定客货列车开行方案，实现了运输产品结构的重大变化。在货运产品方面，一是进一步提高直达和循环直达列车开行数量，给重点物资提供了良好的运输方式；二是大力开行集装箱快运班列，以适应现代物流发展的需求；三是大幅增加特快行邮专列、快速行邮专列和冷藏快运专列的运行线，进一步优化货运产品结构。客运产品方面，一是推出一站直达特快列车，使主要城市间旅客出行更加快捷；二是大量增开“夕发朝至”列车，给旅客出行提

供了更大方便；三是进一步调整旅客列车等级，更加适应了旅客的不同层次需求；四是全面优化普通客车产品，在改造绿车皮的基础上，做好动车组替换客车的转移配置。

空调客车比例显著提升，达到客车保有量的 57.1%。到 2012 年，空调客车将占客车保有量的 66%以上。这种结构升级给货运和客运带来提价的基础，而且从客运和货运各自的定价机制分析，铁路客货运价提价预期强烈。

表 3： 中国铁路历次提速回顾

中国铁路历次大面积提速调图	时间	产品结构的主要变化
第一次大面积提速调图	1997 年 4 月 1 日	首次开行了快速列车和夕发朝至列车。首次开行了定点、定线、定时、定车次、定价格的“五定”货运列车。在旅客列车方面，增加了直通特快、直通快车、管内特快、管内快车数量；增加了卧铺数量，适当减少了座席数量。在货运方面，提高了直达列车比重。
第二次大面积提速调图	1998 年 10 月 1 日	开行了大城市间的城际客车，并且适当安排了短途客车、假日列车、民工专列等客车。首次开行了北京-厦门、哈尔滨-武昌等旅游热线直达列车。首次开行 8 对行包专列。开行了大宗货物直达列车。
第三次大面积提速调图	2000 年 10 月 21 日	夕发朝至列车、快速列车、城际列车、旅游列车、行包专列、“五定”班列、大宗货物直达列车等客货运输品牌数量进一步增加，基本上满足了广大旅客货主不同层次的运输需求。
第四次大面积提速调图	2001 年 10 月 21 日	对朝夕至列车时间段进行了优化，更加突出了“夕发朝至”的品牌效应。铺画了跨局旅游专列运行线，为开好旅游专列创造了条件。优化了“五定”班列开行方案，调整了五定班列始发、终到站。
第五次大面积提速调图	2004 年 4 月 18 日	客运方面，新增开了直达特快旅客列车，列车全部采用国内最先进的庞巴迪 25T 型客车；直达特快列车采用追踪连发方式。货运方面，新增加固定车底的冷藏快运专列和集装箱快运专列。
第六次大面积提速调图	2007 年 4 月 18 日	形成了新的三大系列客运产品以满足旅客的不同层次需求。第一系列是动车组列车。动车组票价将执行 1997 年国家批准的高等级软座快速列车价格。第二系列是一站直达和夕发朝至列车。第三系列是传统的普通旅客列车，尤其对中西部增开中长途普通旅客列车。进一步加强和改善了服务设备设施，一大批客运站实施了新站改造和无柱雨棚改造，全路新型空调列车开行数量增加，翻新改造多辆普通客车车辆。特别是在中西部地区增配了多辆高等级客车，西南、西北、东北及中部地区的旅客列车，在车辆设施、乘车条件、服务档次等方面都得到了显著提升。
第七次大面积提速调图	2009 年 4 月 1 日	新增直通旅客列车 89 对,其中动车组 41 对、直达特快列车 6 对、特快列车 2 对、快速列车 9 对、普通快车 28 对、普通客车 3 对。京沪线长编组卧铺动车组由现图的 4 对增加到 8 对。中部和华东地区的动车组开行数量明显增加。进一步增加了夕发朝至列车的开行数量。对既有运行速度较慢、客车车底条件比较差的普快列车,用新投入运用的 25G 客车进行替换,并采取措施压缩运行时分,共有 38 对普快列车改为快速列车。

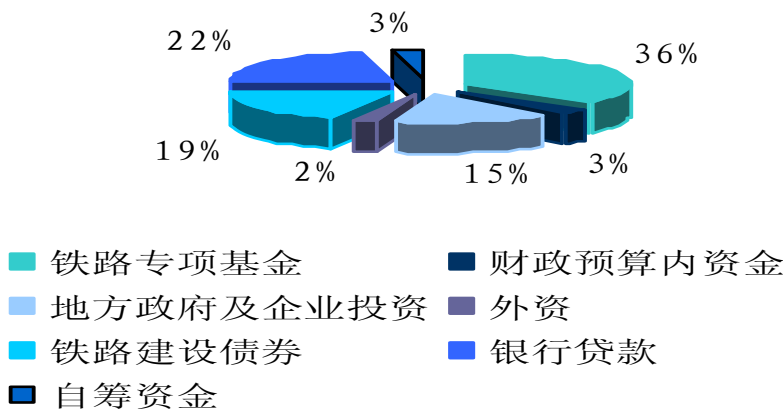
资料来源：铁道部，长江证券研究部

资产收购提供外延式增长

除了定价方式向更灵活的方向转变，拓宽融资渠道是另一个改革的方向。

从以往铁路运输行业的融资渠道分析，我国铁路建设资金主要来自于铁路建设基金、银行贷款和铁路建设债券。其中，最根本的是铁路建设基金，它既是铁路建设资金的主要来源，也是铁道部对长期建设贷款还本付息的资金来源，还是铁路建设债券和国外金融机构贷款的担保。由于铁路建设基金是向各个铁路货运企业收取，跟铁路货运量相关。在货运量保持稳定增长的情况下（00 年至 08 年年均复合增长约 6.85%），铁路建设基金大幅增长并不可能，建设基金将可能不够还本付息。因此，债务融资和银行贷款成为铁道部未来最主要的资金来源。去年，铁道部 800 亿元的铁路建设债券额度就已经无人能出其右，今年其债券融资规模再超去年，将发行 1000 亿元铁路建设债券。但债券融资依然有各种限制，融资额难以满足铁路建设巨额资金的需要。如铁道债作为企业债，我国公司法规定，发行公司流通在外的债券累计总额不得超过公司净资产的 40%。中期票据亦受净资产的 40% 限制。而铁道部资产负债率的升高也会使银行贷款难以持续，可见全部依赖借贷及发债融资也不太可能。因此，通过资本市场融资，引导社会资本进入就成为唯一的现实路径。投融资体制改革依旧会深化，各种存量换增量的股权融资模式会被加以考虑。

图 12：铁道部融资渠道



资料来源：铁道部，长江证券研究部

表 4：2009 年新发铁道债及新增利息费用

	债务总额（亿元）	利率（%）	利息费用（亿元）
中期票据（3 年期）	200	2.6	5.2
中期票据（5 年期）	150	2.58	3.87
中期票据（10 年期）	50	3.95	1.975
短期融资券（第一期）	200	1.48	2.96
短期融资券（第二期）	100	1.35	1.35
铁道债（10 年期）	200	4.8	9.6
铁道债（15 年期）	100	5	5

总额		29.955
----	--	--------

资料来源：铁道部，长江证券研究部

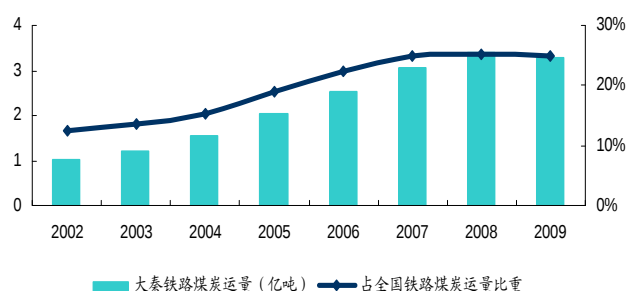
目前铁路运输行业三家上市公司本身就是铁道部进行既有铁路资产证券化的有力尝试的产物，2006 年，大秦铁路在上海证券交易所上市和广深铁路回归 A 股，铁道部分别募集资金 150 亿元和 103 亿元，还成功发行铁道建设债券 400 亿元。2007 年底，铁龙物流成功实施再融资，通过公开增发募集资金 70 亿元。但考虑到铁路行业存在的资产边界不清晰、产权模糊等问题使资产上市时会颇费周折，所以铁道部未来将很有可能把与上市公司相关的未上市资产以各种形式注入上市公司来直接受益。大秦铁路上市收购北同蒲、丰沙大等线路，广深铁路收购广坪线就是这一思路的具体体现。

行业变革大背景提供铁路行业公司新的投资机会

由于铁路客运运价调整要召开听证会，鉴于目前我国低收入人群仍占多数，所以铁路客运基价短期调整的可能性不大，主要还是通过动车组和高铁的运行来间接提高客运单位收入。相比之下，铁路货运价格有望从目前的成本推动逐渐向更灵活的定价方式转变，由此受益的上市公司主要是大秦铁路和铁龙物流。

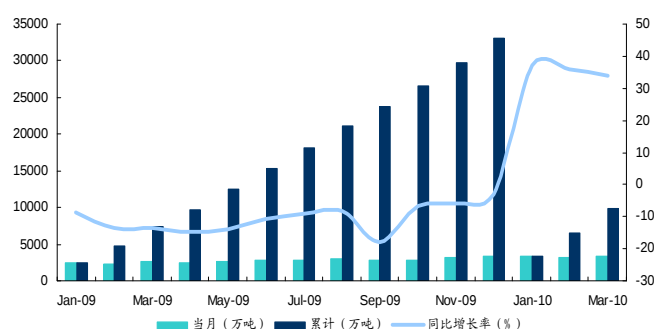
大秦铁路：估值较低，一直以来我们认为大秦的增长有瓶颈，但注入的太原铁路局剩余主业资产和朔黄铁路的运能都有长期增长空间。在铁路行业变革的大背景下，我们认为全球运营效率最高的大秦铁路的运价有向上浮动的空间；带来公司新的增长机会。测算若货运价格每吨公里提升 0.01 元/吨公里，则对大秦的增厚幅度可达到 25%。

图 13：大秦铁路年运量及占煤炭总运量比重



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 14：大秦铁路月度运量



资料来源：煤炭资源网，长江证券研究部

铁龙物流：看好特种集装箱业务长期增长前景，随着铁路运力加速释放、全国铁路 18 个集装箱的建成、铁路双层集装箱班列的开行、海铁联运比重的提升，公司特种集装箱业务增速将加快。

表 5：铁龙物流特种集装箱保有量（只）

种类	2006	2006	2007	2008	2009	合计
罐箱	2600			850	1364	4814
汽车箱	2661	300				2961
干散货箱	2031	1850	4500	500		8881
木材箱	10000					10000
冷藏箱					100	100
当年新增数量	17292	2150	4500	1350	1464	
累计箱子数量		19442	23942	25292	26756	

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 6：特种集装箱业务历年运量和收入增长情况

	2006	2007	2008	2009
特箱发送量（万 TEU）	39.6	41	39	36
发送量同比（%）		3.54	-4.88	-7.69
特箱收入（万元）	24976.33	31166.07	34800.1	32704.48
收入同比（%）		24.78	11.66	-6.02

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 7：行业重点上市公司估值指标与评级变化

证券代码	公司简称	股价	EPS（元）			P/E（X）			评级	
			09A	10E	11E	09A	10E	11E	上次	本次
601006	大秦铁路	9.09	0.50	0.57	0.64	18.18	15.95	14.20	推荐	推荐
600125	铁龙物流	13.46	0.35	0.47	0.62	38.46	28.64	21.71	推荐	推荐

资料来源：长江证券研究部

分析师介绍

吴云英，南开大学数学学士，经济学硕士，长江证券研究部首席分析师，研究领域为航运和港口。从事行业研究工作 6 年。

姜捷，同济大学工商管理学士，法国兰斯高等商学院金融学硕士，从事铁路公路运输行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其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头寸并进行交易，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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。