

推荐 (首次)

大规模基建推动正外部性，关注相对市场化的冷箱

2010 年 6 月 8 日

铁路行业 2010 年中期投资策略

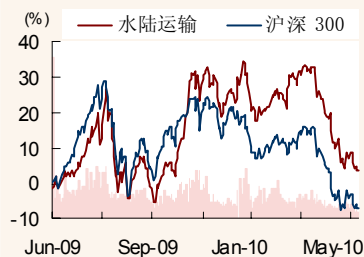
上证指数 2512

行业规模

		占比 %
股票家数 (只)	58	3.6
总市值 (亿元)	6947	3.5
流通市值 (亿元)	4964	3.9

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-11.9	-21.0	3.5
相对表现	-2.8	3.6	10.6



相关报告

- 1、《交通运输行业月报 (2010-5 月)-继续推荐航空，掘金中小市值公司》2010/5/7

姚俊 0755-25310463
yaoj@cmschina.com.cn
S1090209090316

研究助理

罗嫣嫣 0755-82960274
luoyanyan@cmschina.com.cn

经济结构转型初期和国家政策扶持背景下，大盘相对弱势时，铁路行业的传统防御性与铁路建设“黄金十年”叠加，有望取得相对收益。在铁道部改革市场化进程低于预期判断下，看好相对市场化的铁龙物流。

- **基础设施建设长期滞后，我们的供需模型表明铁路货运供需瓶颈持续扩大。** 2001-09 年，我国铁路里程年复合增长率仅 2.3%，同期公路为 9.5%。复线化率和电气化率年均仅增长 0.63 和 2ppt。
- **大规模基建时代来临，未来三年铁路基建投资额年均 6000 亿。** 地区经济和资源分布的不平衡决定未来对铁路运输需求仍巨大。挖潜基本到位，未来扩能唯有依靠基建。2013-2020 年铁路年均固定资产投资仍将达 3000 亿元。
- **融资渠道少，股权融资比重亟待扩大。** 铁道部 08 年底货币资金不到 600 亿，近两年每年亏损上百亿。从融资渠道来看，铁路建设基金一年约 500 亿，未来难大幅增长；银行贷款 09 年突破 1200 亿，近三年已翻番；债务融资工具 08 年底的存量额为 2130 亿元，09 年和今年以来新增 1700 亿和 700 亿。
- **股权融资需求促铁道部改革，而市场化进程可能低于预期。** 关键在于解决缺乏明确的主体边界和缺乏吸引力的资产回报率两大问题。从我国民航、电信、电力系统的改革历史和铁道系统的性质来看，预计铁路市场化改革将以政企分开为突破口，但定价机制短期尚难突破，资产回报率的吸引力仍需提高。
- **给予铁路行业“推荐”的评级。** 在经济结构转型初期和国家政策扶持的背景下，在大盘相对弱势时，铁路行业的传统防御性与铁路建设“黄金十年”叠加，有望取得相对收益。个股选择上，沿两条投资主线进行：

■ **铁道部改革市场化进程低于预期判断下看好相对市场化的业务。**

铁龙物流：预计 2010-12 年 EPS 为 0.44、0.53 和 0.66 元，“审慎推荐-A”评级。与市场观点不同，我们谨慎看待资产注入和定价机制改革，但认为这恰恰利好冷箱业务开展。冷箱未来空间巨大，且公司暂时具有经营资质的垄断性，但短期估值已不低，建议以长远眼光来看待公司。

■ **铁路大规模基建巨额资金缺口下的资产注入。**

大秦铁路：预计 2010-12 年 EPS 分别为 0.64、0.68 和 0.72 元，“审慎推荐-B”评级。今年运量可能超预期。长期来看，收购降低了整体资产的 ROE 水平，长期的吸引力要视铁道部改革的进程和成效而定。

广深铁路：预计 2010-12 年 EPS 为 0.21、0.22 和 0.20 元，“审慎推荐-B”评级。短期业绩难有惊喜，长期亦仍面临客运分流压力。建议关注资产注入预期和 PB 绝对低位时的投资价值。

重点公司主要财务指标

	股价	09EPS	10EPS	11EPS	10PE	11PE	PB	评级
铁龙物流	14.83	0.35	0.44	0.53	34	28	5.4	审慎推荐-A
大秦铁路	8.26	0.50	0.64	0.68	13	12	2.5	审慎推荐-B
广深铁路	3.73	0.19	0.21	0.22	18	17	1.1	审慎推荐-B

资料来源：招商证券

正文目录

一、铁路大规模基建来临，融资渠道拓宽迫在眉睫.....	4
1、我国铁路基础设施建设长期以来严重滞后.....	4
2、我国铁路运输供需缺口大.....	5
3、铁路大规模基础设施建设时代来临.....	5
二、铁道部改革是大趋势，而市场化进程可能低于预期.....	8
1、融资渠道要拓宽，市场化改革是趋势.....	8
2、政企分开是突破口，价格管制短期仍难放开.....	11
三、投资主线之一：铁道部改革的市场化进程低于预期判断下，看好相对市场化的冷链业务——铁龙物流.....	15
四、投资主线之二：关注铁路大规模基础设施建设巨额资金缺口下的资产注入——大秦铁路和广深铁路.....	18
1、大秦铁路：资产注入增厚公司业绩、打开长期增长空间的同时降低了 ROE 水平.....	18
2、广深铁路：存在资产注入预期，长期面临客运分流.....	20

图表目录

图 1: 我国铁路里程、复线化率和电气化率历史情况	4
图 2: 我国铁路机车与客、货车保有量历史情况	4
图 3: 我国铁路货运供需缺口	5
图 4: 我国铁路固定资产投资历史情况和未来规划	7
图 5: 铁道部近年盈利和资产负债率情况	11
图 6: 我国铁路货运平均运价历史情况	12
图 7: 我国铁路中长期客运专线网规划示意图	13
图 8: 2008 年至 2012 年, 我国高铁新增运营里程数及同比增速	16
图 9: 我国 18 个铁路集装箱货运站规划与建设情况	16
附图 1: 我国铁路运输-货运周转量情况	21
附图 2: 我国铁路运输-货运量情况	21
附图 3: 我国铁路运输-客运周转量情况	21
附图 4: 我国铁路运输-客运量情况	21
 表 1: 铁路中长期规划 (2008-调整) 提出的建设目标	6
表 2: 我国铁路六次大提速	6
表 3: 1995-2008 年间铁道部发行的尚未兑付的债务融资工具一览表	8
表 4: 2009 年铁道部发行的债务融资工具情况一览表	9
表 5: 2010 年初至今, 铁道部发行的债务融资工具情况一览表	10
表 6: 铁道部近年盈利情况	10
表 7: 当前建成和 2010 年底前即将建成的客运专线	13
表 8: 太原局运输主业相关资产和股权的价值评估	18
表 9: 收购方案简析	18
表 10: 本次收购对公司每股收益和每股净资产的影响	19
表 11: 广铁集团旗下主要资产	20
附表 1: 国内主要公司市场表现	21
附表 2: 国内主要公司估值表	21
附表 3: 国际地区主要同业公司估值表	22

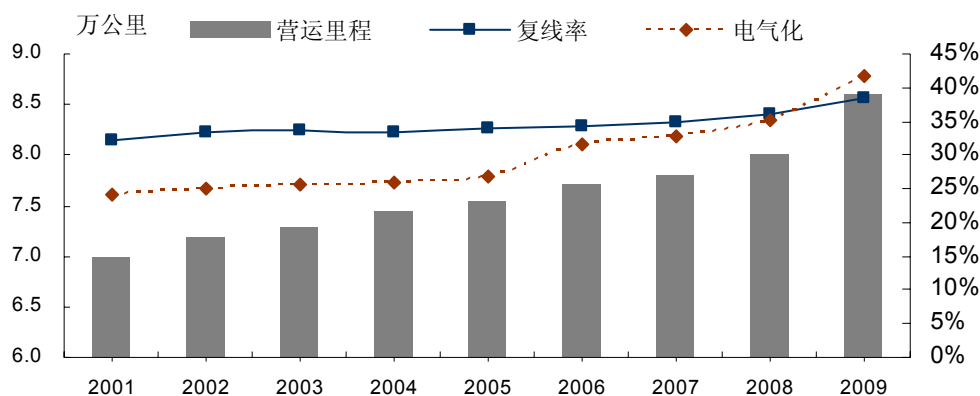
一、铁路大规模基建来临，融资渠道拓宽迫在眉睫

1、我国铁路基础设施建设长期以来严重滞后

长期以来，我们铁路基础设施建设严重滞后。从 2001 年至 2009 年的九年间的一组统计数据中可以管中窥豹（见图 1、2）：

- **铁路里程年复合增长率仅为 2.3%，铁路路网密度仅为 7.3 米/平方公里。**九年间，我国拥有的铁路里程 7 万公里上升至 8.6 万公里，仅增长 22.8%。
- **复线化率年平均上升 0.63 个百分点。**九年间，我国铁路复线化率从 32.3% 上升至 38%，仅上升约 5.7 个百分点，平均每年上升仅 0.63 个百分点。
- **电气化率年均上升 2 个百分点。**九年间，我国铁路电气化率从 24.% 上升至 42%，上升 18 个百分点，平均每年上升约 2 个百分点。电气化进程是铁路基础设施建设进程中较为令人瞩目的。

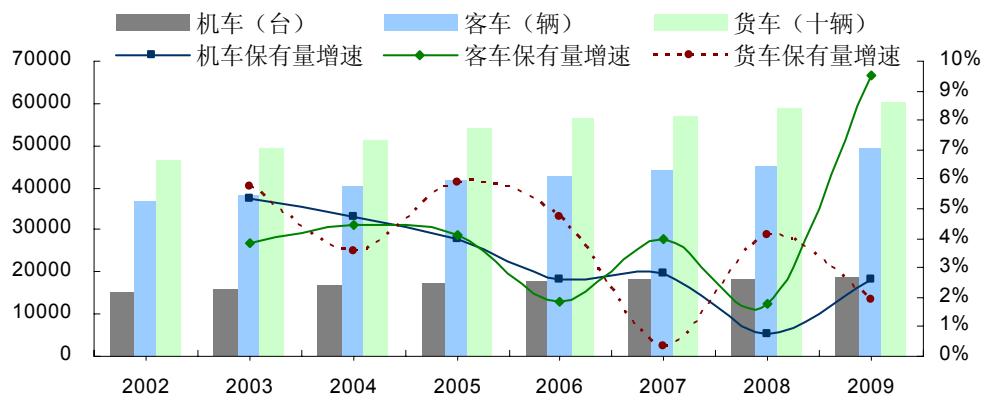
图1：我国铁路里程、复线化率和电气化率历史情况



资料来源：铁道部、招商证券研发中心

- **机车、客车和货车的保有量年复合增长率分别仅为 2.7%、3.2%和 2.9%。**九年间，我国的机车、客车和货车保有量从 1.5 万台、3.7 万辆和 46.6 万辆上升至 1.9 万台、4.9 万辆和 60.3 万辆，分别增长 27%、32%和 29.4%。

图2：我国铁路机车与客、货车辆保有量历年情况



资料来源：铁道部、招商证券研发中心

- **运输密度不断提高，09 年年运输密度为 3850 万吨公里/公里。**同期铁路客运周转量和货运周转量的年复合增长率分别达 6.1%和 6.5%，大幅高于营运里程 2.3%的年复合增长率。
- **与我国公路相比：同期我国公路里程年复合增长率为 9.5%。**2001 年至 2009 年的九年间，我国公路总里程从 170 万公里增长至 386 万公里，增长 127%，年复合增长率高达 9.5%。目前我国公路路网密度为 400 米/平方公里。与我国公路基础设施建设进程相比，我国铁路基础设施建设进程严重滞后。
- **与美国铁路相比：09 年底美国路网密度高达 24 米/平方公里。**09 年底美国拥有铁路总里程为 22.5 万公里，与美国铁路基础设施建设进程相比，我国铁路基础设施建设严重滞后。

2、我国铁路运输供需缺口大

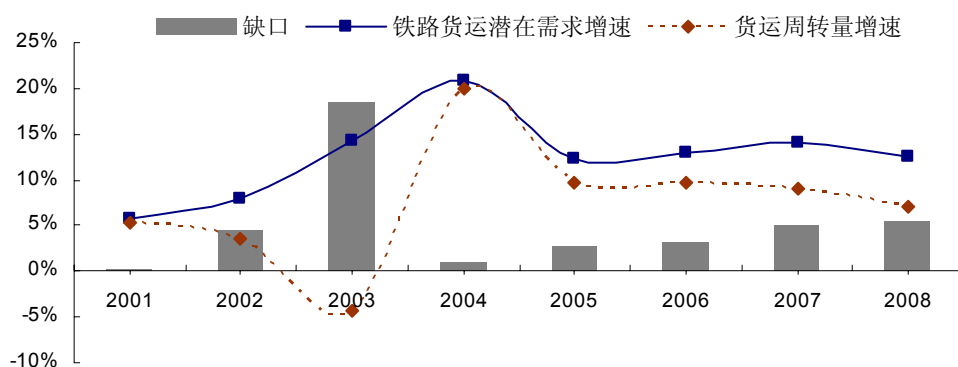
我国经济发展不平衡，大规模的人员流动仍需要通过铁路这种经济的运输方式进行。由于铁路整体运能不足，我国铁路一直奉行的是“客主货辅”的原则，即货运要为客运让路。

我国铁路货运供需模型：供需缺口持续扩大

国际经验表明，工业产值增长 1%，潜在的铁路货运需求增长 0.5%，即铁路货运需求增速相对于工业产值增速的弹性系数为 0.5。我们以 2001-至 2008-的我国工业产值增速的 0.5 倍替代潜在的铁路货运需求增速，以铁路货运周转量的实际增速作为铁路货运需求的实际满足情况。

从模型分析来看，我国铁路运输长期存在供给瓶颈，考虑到潜在需求一直高于实际周转量，多年的正缺口意味着瓶颈压力还在持续扩大。（见图 3）

图3：我国铁路货运供需缺口



资料来源：铁道部、招商证券研发中心

3、铁路大规模基础设施建设时代来临

我们认为铁路运输应是未来重点发展的运输方式，主要基于以下几个理由：

- **经济发展不平衡的局面在短时间仍难改变。**大规模人员流动，尤其是低收入阶层的人员流动仍需要通过铁路运输来完成。
- **资源需求与分布不平衡决定“西煤东运”将长期存在。**未来相当长一段时间内我

国在重工业化进程对煤炭资源的依赖仍然很大。煤炭产地和消费地的不统一使得煤炭运输需求在相当长时间内仍会持续旺盛。

■ 低碳经济要求大力发展铁路运输。

国家显然认识到了铁路运输这种古老而传统的运输方式对于未来经济发展的重要性。铁路中长期规划（2008-调整）确立了未来进行建设铁路基础设施建设的目标（见表1）。

表 1：铁路中长期规划（2008-调整）提出的建设目标

	2010-阶段目标	2020-总目标
营运里程	9 万公里	12 万公里
复线化率	45%	50%
电气化率	45%	60%
建设新线		4.1 万公里
新建客运专线	0.7 万公里	1.6 万公里
既有线新增二线		1.9 万公里
既有线电气化		2.5 万公里

资料来源：铁道部

现有铁路运能挖潜已基本到位。目前我国铁路运输平均利用率达 90%，京广、京沪、京哈、陇海等干线铁路的利用率已达 100%。加强基础设施建设，实现“客货分离”，是未来提升铁路运能的主要方向。从扩大运力的方式的角度来说，我国铁路经历了 6 次大提速，现有铁路运能挖潜已经基本到位（见表 2）。

表 2：我国铁路六次大提速

	日期	主要内容
1	1997-04	最高时速达 140 公里
2	1998-10	最高时速达到 140-160 公里
3	2000-10	重点提高陇海、兰新线、京九线和浙赣线速度
4	2001-11	实施新列车运行图
5	2004-04	新开 19 对直达特快列车，部分列车时速高达 200 公里
6	2007-04	客货运输能力分别增加 18%和 12%。主要干线开行时速 200 公里及以上动车组、大面积开行 5000 吨级货物列车

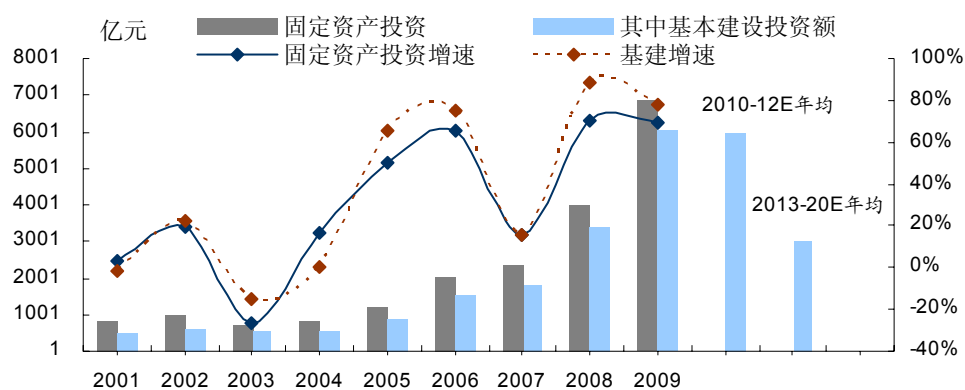
资料来源：铁道部

未来主要还是需要通过基建大投资提升运力，并通过“客货分离”的方式大幅提升运能。铁路大规模基础设施建设时代正来临。

2008 年之前，我国铁路固定资产投资一直处在较低的水平。

- 2001-2004 年的四年间的铁路基本建设投资额仅为 2200 亿，年均仅在 550 亿元。
- 2005 年起铁路固定资产投资明显增加，特别是金融危机漩涡下的 2008 和 2009 年，铁路基本建设投资额分别达 3400 亿和 6000 亿元。
- 根据国家相关规划，未来仍要加大铁路固定资产投资的力度。预计 2010-2012 年的 3 年间，年均基本建设投资额在 6000 亿元。2013-2010 年的 8 年间，年均投资额在 3000 亿元。据了解，今年仅在高铁建设上的投资就将达到 7000 亿元。（见图 4）

图4：我国铁路固定资产投资历史情况和未来规划



资料来源：铁道部、招商证券研发中心

二、铁道部改革是大趋势，而市场化进程可能低于预期

1、融资渠道要拓宽，市场化改革是趋势

大规模基础设施建设需要大量资金投入，铁道部的资金缺口很大。从铁道部公布的 2008 年财务报表来看，铁道部 2008 年底的流动资产共计 1842 亿，其中货币资金仅 592 亿元，与未来 4 年年均 6000 亿元，紧接着 8 年年均 3000 亿元的资金需求相比，缺口巨大。

目前铁道部融资渠道较为单一，主要依靠铁路建设基金、银行贷款和铁路建设债券。

■ 铁路建设基金：目前规模约一年几百亿，未来规模难有大幅增长

2005-2008 年铁道部收取的铁路基础建设基金（税后）合计约 2000 亿，年均在 500 亿元左右。在铁路建设基金按周转量收取的原则不变的假设下，建设基金爆发性增长的可能原因只有两个：

一是，铁路运输周转量爆发性增长。但是目前铁路利用率在 90% 以上，在铁路基础设施建设投入尚未跟上之时可能性不大。

二是，提高铁路建设基金的收取率提高。但考虑到此项费用最终由铁路运输使用者承担，提高建设基金收取率与提高运费率的效果基本等同，大幅提高并非易事。

■ 银行贷款情况：09 年突破 1200 亿，三年已翻番

铁道部 2007-09 年从国内外获得的贷款为 650 亿元，771 亿元和 1217 亿元，三年已翻番。资产负债率近年来也有所上升，2008 年底为 46.8%。

■ 债务融资工具：2010 年的存量债务融资额较 09 年有 50% 的增长

1995 年-2008 年间铁道部发行的到目前为止尚未兑付完成的债券、中期票据和短期融资券等合计 2130 亿元，需支付的年利息费用为 94.5 亿元。（见表 3）

表 3：1995-2008 年间铁道部发行的尚未兑付的债务融资工具一览表

名称	发行日期	期限（年）	利率	额度（亿元）	付息情况	年利息（亿元）
2001 年中国铁路建设债券	2001-12-26	15	5.10%	15	每年付息，最后一期利息随本金一并支付	0.8
2003 年中国铁路建设债券	2003-8-25	18	4.63%	30	每年付息，最后一期利息随本金一并支付	1.4
2004 年中国铁路建设债券	2004-10-12	10	R*+2.60%	35	每年付息，最后一期利息随本金一并支付	1.4
2005 年中国铁路建设债券	2005-7-29	15	4.85%	50	每年付息，最后一期利息随本金一并支付	2.4
2006 年第一期中 国铁路建设债券	2006-10-16	7	4.00%	10	每年付息，最后一期利息随本金一并支付	0.4
	2006-10-17	10	4.00%	65		2.6
	2006-10-17	20	4.15%	125		5.2
2006 年第二期中 国铁路建设债券	2006-11-15	10	3.75%	40	每年付息，最后一期利息随本金一并支付	1.5
	2006-11-15	20	3.95%	65		2.6
	2006-11-15	30	4.10%	35		1.4
2006 年第三期中	2006-12-18	5	3.65%	10	每年付息，最后一期利	0.4

名称	发行日期	期限(年)	利率	额度(亿元)	付息情况	年利息(亿元)
国铁路建设债券	2006-12-20	20	3.90%	50	息随本金一并支付	2.0
2007 年第一期中 国铁路建设债券	2007-11-28	7	5.38%	90	每年付息, 最后一期利 息随本金一并支付	4.8
	2007-11-28	10	5.60%	260		14.6
	2007-11-28	15	5.75%	100		5.8
2007 年第二期中 国铁路建设债券	2007-12-13	10	5.53%	150	每年付息, 最后一期利 息随本金一并支付	8.3
铁道部 2008 年第 一期中期票据	2008-4-22	3	5.08%	50	每年付息, 最后一期利 息随本金一并支付	2.5
铁道部 2008 年第 二期中期票据	2008-4-22	5	5.28%	150	每年付息, 最后一期利 息随本金一并支付	7.9
2008 年第一期中 国铁路建设债券	2008-9-22	10	4.59%	150	每年付息, 最后一期利	6.9
	2008-9-22	15	4.59%	50	息随本金一并支付	2.3
2008 年第二期中 国铁路建设债券	2008-10-16	10	3.85%	150	每年付息, 最后一期利	5.8
	2008-10-16	15	4.03%	50	息随本金一并支付	2.0
2008 年第三期中 国铁路建设债券	2008-11-12	7	3.58%	200	每年付息, 最后一期利	7.2
	2008-11-12	15	4.05%	100	息随本金一并支付	4.1
2008 年第四期中 国铁路建设债券	2008-11-25	10	3.96%	100	每年付息, 最后一期利 息随本金一并支付	4.0
合计				2130		94.5

资料来源: 中国债权信息网、招商证券研发中心(注: 04 年债券利率为按 4% 估算)

2009 年铁道部通过债务融资工具融资 1700 亿元;其中发行铁路建设债券 5 期, 共 1000 亿元; 发行中期票据 2 期, 共 400 亿; 发行短期融资券 2 期, 共 300 亿。新增利息费用支出 63.1 亿元。(见表 4)

这意味着, 保守估计 2010 年铁道部的存量债权融资额将增长 47%, 利息费用支出增加 67%。

表 4: 2009 年铁道部发行的债务融资工具情况一览表

名称	发行日期	期限(年)	利率	额度(亿元)	付息情况	年利息(亿元)
铁道部 2009 年度 第一期中期票据	2009-1-15	5	2.58%	150	每年付息, 最后一期利	3.87
	2009-1-15	10	3.95%	50	息随本金一并支付。	1.98
铁道部 2009 年第 一期短期融资券	2009-2-19	365 天	1.48%	200	到期一次性还本付息	2.96
铁道部 2009 年第 二期短期融资券	2009-3-16	365 天	1.35%	100	到期一次性还本付息	1.35
铁道部 2009 年度 第二期中期票据	2009-4-23	3	2.60%	200	每年付息, 最后一期利 息随本金一并支付	5.20
2009 年第一期中 国铁路建设债券	2009-9-22	10	4.80%	200	每年付息, 最后一期利	9.60
	2009-9-22	15	5.00%	100	息随本金一并支付	5.00
2009 年第二期中 国铁路建设债券	2009-10-22	10	4.70%	150	每年付息, 最后一期利	7.05
	2009-10-22	15	4.95%	50	息随本金一并支付	2.48
2009 年第三期中 国铁路建设债券	2009-11-4	10	4.70%	150	每年付息, 最后一期利	7.05
	2009-11-4	15	4.93%	50	息随本金一并支付	2.47

2009 年第四期中 国铁路建设债券	2009-11-18	10	4.65%	150	每年付息, 最后一期利 息随本金一并支付	6.98
	2009-11-18	15	4.88%	50		2.44
2009 年第五期中 国铁路建设债券	2009-11-26	10	4.60%	70	每年付息, 最后一期利 息随本金一并支付	3.22
	2009-11-26	15	4.84%	30		1.45
合计				1700		63.08

资料来源: 中国债券信息网、招商证券研发中心

2010 年初至今, 铁道部共通过债务融资工具融资 700 亿元。其中发行中期票据 1 期, 共 100 亿元; 短期融资券 3 期, 共 600 亿元。新增利息费用 18.75 亿元, 将从明年开始支付。(见表 5)

表 5: 2010 年初至今, 铁道部发行的债务融资工具情况一览表

名称	发行日期	期限(年)	利率	额度(亿元)	付息情况	年利息(亿元)
铁道部 2010 年第 一期短期融资券	2010-2-10	365 天	2.60%	200	到期一次还本付息	5.2
铁道部 2011 年第 二期短期融资券	2010-4-20	365 天	2.64%	200	到期一次还本付息	5.28
铁道部 2010 年第 一期中期票据	2010-4-28	7 年	3.05%	100	每年付息, 最后一期利 息随本金一并支付	3.05
铁道部 2010 年第 三期短期融资券	2010-5-12	365 天	2.61%	200	到期一次还本付息	5.22
合计				700		18.75

资料来源: 中国债券信息网、招商证券研发中心

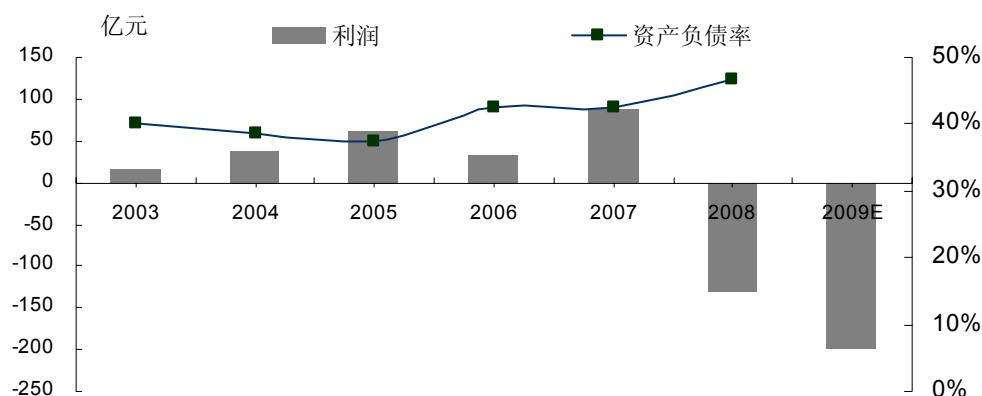
另外, 铁道部 2008 年以来的亏损也加剧了其对资金的需求和融资的难度。据相关报道称, 铁道部 2009 年的亏损在 200 亿左右, 吞噬了前几年所有的利润。(见表 6 和图 5)

表 6: 铁道部近年盈利情况

单位: 亿元	2005	2006	2007	2008
运输收入合计	2546	2863	3171	3436
收入合计	3779	4234	4670	5334
运输成本合计	1826	2654	2463	2916
成本合计	3015	3418	3795	4671
营业利润	648	685	727	500
利润总额	552	562	673	461
减: 税后建设基金	447	467	534	550
税前利润	105	94	140	-89
所得税	43	62	53	41
税后利润	61	32	87	-130

资料来源: 中国债券信息网、招商证券研发中心

图5：铁道部近年盈利和资产负债率情况



资料来源：中国债券信息网、招商证券研发中心

2、政企分开是突破口，价格管制短期仍难放开

鉴于未来融资需求巨大，在加大银行贷款、债务融资规模的基础上，打开股权融资空间、引入其他投资主体势在必行。这也是市场普遍预期铁道部将在巨额建设资金缺口的倒逼之下走上市场化改革道路的主要原因。

铁道部目前旗下的上市公司有三家，即大秦铁路、广深铁路和铁龙物流。铁路资产股权融资难，主要原因有二：

- **缺乏明确主体边界：**铁道部政企合一，全国铁道系统实行收支两条线，让股东难以看清投资标的的实际的收支情况。
- **回报率缺乏吸引力：**执行行政限价，运价长期偏低，无法给予股东具有吸引力的回报率。

我们赞同“铁道部市场化改革是大势所趋”的判断，但对其市场化进程持谨慎态度。我们认为以上两个根源问题，前者较为容易解决，而后者要一步到位则较为困难。主要理由是：

- **政企分开在其他行业有先例可循，相对容易执行，影响面稍小。**
- **运价改革牵一发动全身，对CPI的影响很大。加之今年通胀压力大，时机尚不成熟。**

回顾我国其他系统的市场化改革历史亦能从中得到一些启发。民航、电信和电力系统的市场化改革都实现了政企分开，并引入竞争。所不同的是，民航和电信系统的改革涉及了定价机制的改革。虽然尚未实现完全市场化定价，但毕竟有一定自主空间。而电力系统的改革则不涉及定价机制，仍实行行政限价。主要原因还是在于电价的变动的影响面之大非民航和电信所能及。

- **民航：**政企分开，引入竞争。目前形成了国航、南航、东航三大航空集团。票价上采取政府指导和市场调节相结合的方式。
- **电信：**政企分开，电邮分离，引入竞争。形成电信、移动和联通三家。收费上采取政府指导价和市场调节价相结合的方式。
- **电力：**政企分开，厂网分离，引入竞争。形成两大电网公司和五大发电集团。但定价上仍采取行政限价的方式。

从对国民经济的影响上来说，铁道系统与电力系统较为相似。电价上涨和铁路货运价格

上涨一样，对CPI、对国民经济众多产业的成本产生重要影响。特别是今年通胀压力较大，从短期时机上来讲也不成熟。

政企分开为突破口，定价机制尚难突破，资产回报率仍有待提高。我们认为铁道部的市场化改革将从政企分开作为突破口，但铁路运价的变动率一发动全身，定价机制短期尚难有大突破。但可以通过货运“小步快走”提升运价和客运结构性提价的方式增加铁路资产回报率的吸引力，以打通股权融资的通道。

■ 货运仍会采取“小步快走”的方式逐步提升运价。

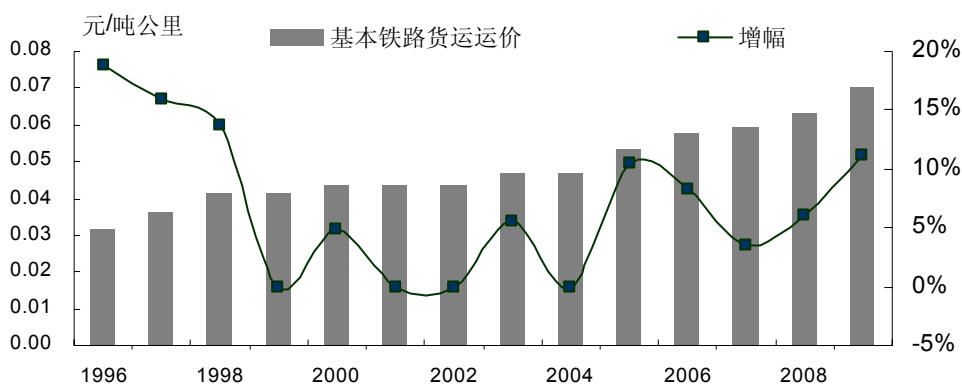
铁路货运一直以“小步快走”的方式进行，铁路基本货运运价基本上每年都上调一次，目前收费方式和标准是：

铁路货运运价=基价1+基价2或煤炭特殊运价+电气化附加费+铁路建设基金

- (1) 基价1：到发方均归统一主体，9元/吨；到发方分属不同主体，发送方收取5.5元/吨，到达方收取2.3元/吨。
- (2) 基价2：5.34分/吨公里
- (3) 煤炭特殊运价：7.51分/吨公里。大秦线和北同蒲线实行此运价，不收取基价2。
- (4) 电气化附加费：1.2分/吨公里
- (5) 铁路建设基金：3.3分/吨公里，替铁道部代收铁道部。

我国历年铁路基本货运平均运价（不包含铁路建设基金）见图6。

图6：我国铁路货运平均运价历史情况



资料来源：铁道部、招商证券研发中心（注：按历年铁路货运基本运价、平均运距、电气化率等估算，不包含铁路建设基金）

■ 客运则主要在“客运高速化”的过程中实现结构性提价，

客运运价已十五年未变，目前普客硬座5.86分/客公里，客运平均0.12元/客公里。我国铁路客运普通客车硬座的单位运价自1995年以来就一直保持在5.86分/客公里水平上。考虑到软硬卧、空调车、动车组、城际列车等其他高等级席别的运价，总体而言，铁路客运平均运价在0.12元/客公里左右。

结构性提价较为可能。铁路客运关系到很多低收入阶层人士的出行需要，提价需要开听证会，困难较大。通过提升高速铁路在铁路客运中的占比从而通过结构性调整来提高客运平均运价水平是较为可能的方式。

我国客运专线的建设规划和进程见图7和表7。

图7：我国铁路中长期客运专线网规划示意图



资料来源：招商证券研发中心

表 7：当前建成和 2010 年底前即将建成的客运专线

序号	线路	起讫点	里程（公里）	最高时速（公里/小时）	建成/预计建成时间
1	秦沈线	秦皇岛-沈阳	404.6	200	2003-10
2	遂渝线	达成铁路遂宁站-襄渝铁路北碚站	165.0	200	2006-11
3	合宁线	合肥-南京	156.0	200	2008-04
4	京津城际	北京-天津	113.5	330	2008-08
5	合武线	合肥-武汉	357.0	200	2008-09
6	胶济线	青岛-济南	362.5	250	2008-12
7	石太线	石家庄-太原	189.9	250	2009-04
8	达成线	达州-成都	386.0	200	2009-06
9	温福线	温州-福州	298.4	200-250	2009-07
10	郑西段	郑州-西安	456.6	200-350	2009-09
11	甬台温	宁波-温州	268.0	200-250	2009-09
12	福厦线	福州-厦门	260.4	200-300	2009-11
13	武广线	武汉-广州	995.0	320	2009-12
14	宜万线	宜昌-利川	377.0	200	2010-04
15	成灌城际	成都市-都江堰	65.5	250	2010-05
16	昌九城际	南昌-九江	131.3	250	2010-06
当前建成客运专线里程小计			4986.7		
17	沪宁城际	南京-上海	300.0	350	2010-07
18	沪杭甬	上海-杭州	153.7	350	2010-10
19	广珠城际	广州-珠海	187.0	200	2010-11
20	海南东环	海口-三亚	302.0	250	2010-12
21	长吉城际	长春-吉林	109.0	200	2010-12
22	龙厦城际	龙岩-厦门	171.0	200	2010-12
23	广深港	广州-深圳	105.0	350	2010-12
2010 年底将建成的客运专线里程			6314.4		

资料来源：铁道部、招商证券研发中心

3、给予行业“推荐”的评级，沿两大主线投资铁路股

未来一两年是中国经济的转型期，铁路运输符合国家产业政策发展方向，是未来的建设重点。铁路发展具有正外部经济性，高铁对人们生活方式、对中国经济结构、中国区域经济结构的改变的影响巨大。

给予行业“推荐”的评级。在经济结构转型初期和国家政策扶持的宏观背景下，以及大盘相对弱势时，铁路行业的传统防御性、债务投资需求与铁路建设“黄金十年”的叠加，铁路板块有望取得相对收益。

个股选择上，主要沿两条投资主线展开：

- 铁道部市场化改革进程低于预期判断下看好相对市场化的业务；
- 铁路大规模基础建设巨额资金缺口下的资产注入。

三、投资主线之一：铁道部改革的市场化进程低于预期判断下，看好相对市场化的冷箱业务——铁龙物流

总体来看，我们长期看好铁龙物流的冷箱业务发展前景。原因有二：

- 铁路冷藏箱未来发展空间巨大，而公司在经营资质上暂时具有相对垄断性。这点与市场主流观点相同。
- 谨慎看待铁路货运定价机制改革，并认为这对铁龙物流的冷箱业务来说恰恰是利好，这点与市场主流观点不同。

以下是得出上面两大结论的主要依据：

- **冷链物流业务前景广阔。**目前，我国各类易腐货品的年运输需求在 10 亿吨左右，且以年均 10% 的速度增长。而目前真正采用冷链运输的仅在 10% 左右，相比之下欧美发达国家则高达 80%-90%。另据统计，在没有冷链的保证下，各类易腐货品的运输损耗率高达 20% 左右。随着我国人均 GDP 和生活水平的提高，对冷链运输的需求会不断提高。
- **铁路冷藏箱替代冷冻车是大势所趋，冷链物流业务将是铁路冷藏箱的天下。**目前我国的冷链运输市场的份额情况是公路冷冻车运输占 90%，铁路冷藏箱运输仅占 10%。但未来冷藏箱代替冷冻车的趋势是明确的，冷藏箱相对于冷冻车的比较优势体现在：
 - 铁路冷藏箱能提供门到门服务，而冷冻车仅能提供站到站服务。
 - 公司冷藏箱在温度控制和信息化管理方面技术领先，全程实现 GPS 定位和 GPRS 实时监控。
 - 低碳经济，成本低廉，铁路运输是绿色运输方式，符合国家产业政策的支持方向。

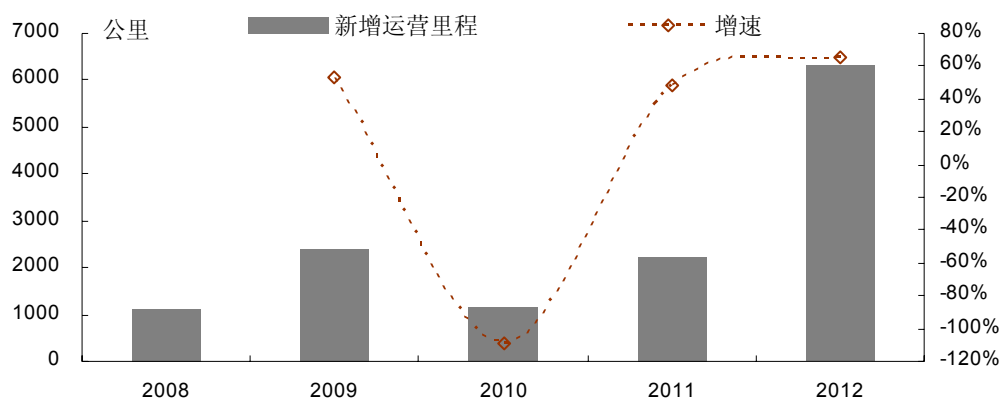
目前冷藏箱相对于冷冻车的劣势主要是配套不完善下运输组织效率低和货运运能瓶颈下的运输效率低，导致运输平均时间长，且波动性大。难以满足现代物流业精细化服务的要求。

- **配套不完善和货运运能瓶颈问题的解决有望在近几年内有大突破。**
 - **2010 年高铁和客运专线大规模建成后，整体运力和运输组织效率（客货分离）上大幅提高，全社会的货运运能将大幅释放。**

我国铁路运力一直很紧张，目前留给铁路集装箱货运的运能仅占总运能的 2.5%。高铁的大规模建成，一方面大幅提高了铁路的整体运力，另一方面通过改变运输组织方式，实现客、货运分线运营，改变目前客货运由于速度不同而导致的铁路线使用效率低下问题。再加上近年我国一直致力于提高复线化率，高铁大规模建成后铁路货运运能将得到充分释放。

从建设进度上来看，2012 年将是高铁建成投入运营的高峰年。（图 8）

图8：2008年至2012年，我国高铁新增运营里程数及同比增速

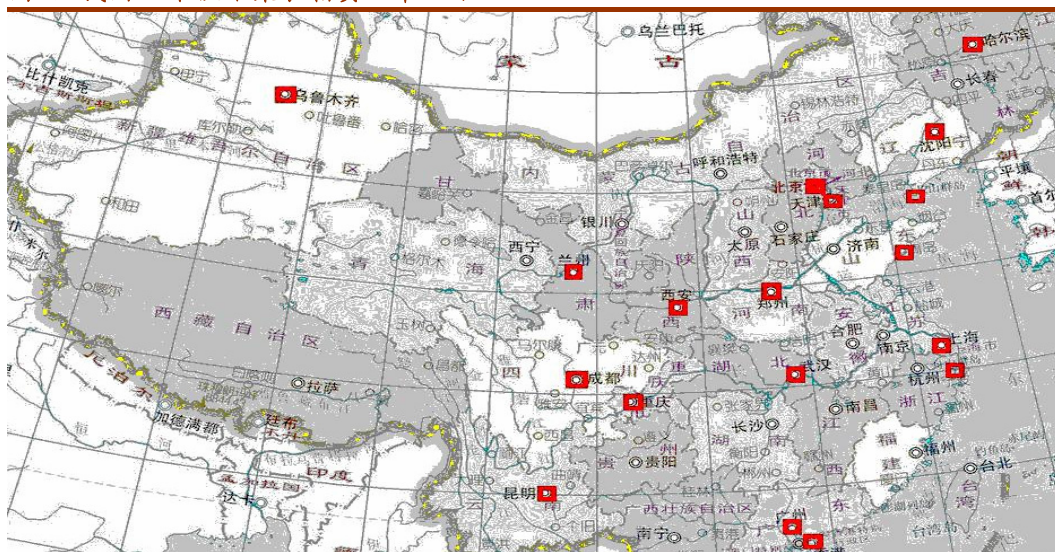


资料来源：铁道部，招商证券研发中心

- **2012年全国18个集装箱货运中心站将建设完成。**集装箱运输需要集疏运体系的支持以有效集中货源，实现集中发送的规模效应。货运站的建成将改变铁路集装箱业务零散办理下为求规模效应而牺牲效率的现状，相对公路运输形成全面竞争优势。

这18个集装箱中心站分别是：哈尔滨、沈阳、大连、北京、天津、郑州、西安、武汉、青岛、上海、宁波、广州、深圳、成都、重庆、兰州、乌鲁木齐、昆明。（见图9）

图9：我国18个铁路集装箱货运中心站



资料来源：招商证券研发中心

- **铁龙物流冷藏箱业务采取全程物流方式，与公路冷冻车进行市场化竞争。**公司冷藏箱业务均采取的是与相关货主企业签订合同协议，提供全程物流服务的方式进行。
 - 合同价格的制定直接影响与公路冷冻车的价格竞争优势。
 - 铁路货运运费其实是公司的成本项。我们谨慎看待铁路货运市场化定价改革的进程与成效，低廉的铁路货运运费实际上给公司留下了充足的盈利空间。

维持“审慎推荐-A”的投资评级。短期给予“审慎推荐”评级的原因是业绩释放需待 2012 年之后，而目前估值已不低，建议以长远眼光来看待公司。

- 前景较为明朗，但盈利释放仍需时日。铁路货运运力大规模释放和配套设施的完善是铁路集装箱运输得到空前大发展的两个重要条件，是一个逐步兑现的过程，预计爆发性的增长在 2012 年后。公司目前仅有 100 只冷箱投产，计划今年将达 500 只，依照现在的估计，实际还有可能低于预期。
- 今明两年的业绩增长主要还是依靠沙鲅线和房地产业务。
 - 沙鲅线今明两年运能已饱和，主要依靠线下物流业务保证收入的增长。二期工程 2011 年底建成，预计 12 年有跨越式增长。沙鲅线目前的设计能力为 4600 万吨，09 年全年实际运量为 4991 万吨，已饱和。二期扩建工程下半年开工，工期一年。预计投入 2.4 亿，完成后年设计运量达到 8000 万吨。营口港对沙鲅线的运力需求很高，预计扩能后沙鲅线运量将有跨越式的增长。
 - 动力院景项目对今年仍有贡献，头道坡项目计划今年底开发完成，最迟明年确认销售收入。动力院景项目仍有 2.35 亿收入尚待今年确认。另外，8 万平方米的头道坡商品住宅开发项目，计划今年底建成，最迟明年确认收入。总投资 5.6 亿，预计总的销售收入在 8 亿左右。
- 短期估值已不低，但我们建议以长远眼光来看待公司。预计公司 2011-12 的 EPS 分别为 0.44 元、0.53 元和 0.66 元。对应 2010 年 PE 约为 34 倍。

四、投资主线之二：关注铁路大规模基础设施建设巨额资金缺口下的资产注入——大秦铁路和广深铁路

资产注入对现有上市公司的影响偏中性，短期利好程度大于长期。巨额融资需求下，在铁道部提出“存量换增量”的思路。铁道部旗下融资平台大秦铁路、广深铁路和铁龙物流必然肩负重任。问题的关键仍然是要寻找一些盈利能力比较强，质量比较好的资产。

目前，大秦铁路已经公布了资产注入方案，而广深铁路也存在 2010 年公布资产注入方案的预期。相对来说，铁龙物流资产注入的可能性尚需在大股东中铁集运的集装箱资产盈利能力有大幅提升后。短期来看，我们相信注入能够增厚公司业绩；但长期来看，资产的盈利能力还是我们的关注重点。

1、大秦铁路：资产注入增厚公司业绩、打开长期增长空间的同时降低了 ROE 水平

资产注入方案：基本合理

大秦铁路 2009 年 11 月 10 日发布公告，拟发行不超过 20 亿股 A 股，募集不超过 165 亿元，用于收购太原局运输主业相关资产和股权，收购价格为 328 亿元。

拟收购的太原局运输主业相关资产和股权包括：太原局下属 20 个运输主业站段，共管辖 7 条铁路干线（南同蒲、北同蒲、京原、石太、太焦、侯月、侯西）和 5 条铁路支线（太岚、西山、兰村、忻河、介西）；以及朔黄公司 41% 的股权（朔黄公司旗下路产主要有朔黄线和黄万线），巨力公司 90% 的股权。

太原局辖下合计营运里程 1724.3 公里，朔黄公司辖下的按公司权益占比计的营运里程为 271 公里。本次合计收购的按公司权益占比计算的营运里程为 1995 公里。

总体来说，本次收购价格较低，收购的里程单价约为 1644 万元/公里，收购的 2010 年动态 PE 为 11.3 倍，PB 为 2 倍。与公司现有资产的里程单价、PE 和 PB 相比，分别折让 47.3%、3.6% 和 8.1%。（见表 8、9）

表 8：太原局运输主业相关资产和股权的价值评估

单位：亿元	账面值	评估值	增值率
太原局运输主业相关资产	104.5	186.2	78.18%
朔黄公司 41% 股权	59.3	140.6	137.10%
巨力公司 90% 股权	0.7	1.1	57.14%
合计	164.5	327.9	99.33%

资料来源：公司公告、招商证券研发中心

表 9：收购方案简析

	收购资产	公司现有资产	收购后公司资产	变动
拟收购价格/市值（亿元）	328	1082.9	1410.9	30.3%
按权益占比计算的里程（公里）	1995	1170.7	2895	147.3%
里程单价（万元/公里）	1644	9250	4874	-47.3%
股票数（亿股）	20	130	150	15.4%
PE（2010 年 EPS）	11.3	15.1	14.6	-3.6%
PB（2009 年 6 月 30 日 BPS）	2.0	2.8	2.5	-8.1%

资料来源：公司公告、招商证券研发中心（以 2010 年 6 月 4 日收盘价计算）

短期来看：对 2010 年的业绩增厚约 17%

初步估算，收购完成后，公司 2010 年的业绩将增厚至 0.64 元，本次收购能为公司带来的业绩增厚约 17%（表 10）。主要基于以下假设：

- 不考虑本次收购的情况下，公司 2010 年净利润将达 71.5 亿，EPS 0.55 元。
- 假设股权融资和公司现有流动资金（以 85 亿元计算）以外的资金缺口全部通过贷款融资解决。
- 贷款利率为 5%。
- 根据公司预测，目标业务 2010 年的盈利约 29 亿元。
- 考虑 20 亿股的股本增加。

长期来看：收购打开了公司外延式增长的空间，但同时降低了整体资产长期 ROE 水平

公司增长的可持续性一直倍受质疑：一方面，大秦铁路的产能利用率长期很高，挖潜不断侵蚀未来增长空间。另一方面，由于已实行特殊运价，难以在普铁提价进程中受益。

收购太原局相关资产后，公司的业务范围扩展至了整个山西省。收购的相关资产具有较高的成长性，长期增长空间打开。同时，由于太原局普铁客货运业务的进入，公司亦能从未来普铁客、货运提价中受益。

但我们要看到，由于公司原有的大秦线和丰沙大线实行的是煤炭特殊运价，资产的盈利能力显著高于其他铁路资产。收购后，公司资产的整体 ROE 水平被摊薄是必然的，由此带来的便是 PB 估值中枢的下移。（表 10）

表 10：本次收购对公司每股权益和盈利能力的影响

	收购标的	收购前	收购后	增厚
股票数（亿股）	20	130	150	15.4%
2010 年每股 EPS 预测（元）	1.45	0.55	0.64	17.1%
2009 年 6 月 30 日 BPS（元）	8.21	3.02	3.712	22.9%
ROE	17.7%	18.2%	17.3%	-4.7%

资料来源：公司公告、招商证券研发中心

首次给予“审慎推荐-B”的投资评级。预计 2010-12 年 EPS 分别为 0.64 元、0.68 元和 0.72 元。短期来看，公司今年运量可能超预期，大盘相对弱势下铁路的相对防御性和债务投资需求或显现。长期来看，公司收购完成后整体 ROE 下降，长期的吸引力要视铁道部市场化改革的进程和成效而定。

2、广深铁路：存在资产注入预期，长期面临客运分流

资产注入或渐行渐近

大秦铁路资产注入方案公布后，作为广铁集团下的融资平台，市场对广深铁路的资产注入预期增强也在情理之中。我们梳理了广铁集团旗下的资产，见表 11。

表 11：广铁集团旗下主要资产

主要资产	里程（公里）
京广线蒲圻以南至广州	1090
焦柳线西斋至牙屯堡	580
湘黔线大龙以东	547
湘桂线滩头湾以东	147.5
浙赣线礼陵以西	50
三茂线茂名以东	359
京九线定南以南	300
漳龙线琥市以南	255
石长	264
粤海铁路	162（其中轮渡航距 23 公里）

资料来源：公开资料，招商证券研发中心

与同大秦铁路相同，我们相信资产注入方案必然能为公司短期带来业绩增厚。但长期来看，公司现有的实行特殊定价的客运业务盈利能力高于集团相关资产的盈利能力。资产注入的结果必然是摊薄公司长期的 ROE 水平。

客运分流：目前暂不明显，长期仍面临较大的分流压力

武广高铁 2009 年 12 月开通以来，分流情况尚不明显，主要原因是：

- 高铁定价较高，长途旅客对价格较为敏感。高铁与普铁在目标客户定位上有所不同。
- 高铁站地处远郊，目前交通配套设施尚不完善，乘坐较为不便。

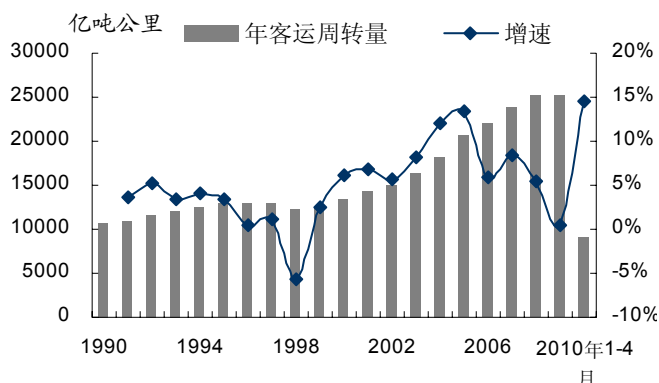
但随着高铁大规模建成和配套设施的完善，公司仍要面临较大的分流压力

- 出于“客货分离”的需要，普铁客车或主动或被动地逐步减少班次是可以预期的，对公司将构成较大影响。
- 但从好的方面看，“客货分离”的结果是普铁走货运，高铁走客运。客运分流的同时货运增加，公司或许可以借此实现更加均衡的收入结构。

首次给予“审慎推荐-B”的投资评级。预计公司 2010-12 的 EPS 分别 0.21、0.22 和 0.2 元，对应 10 年 PE 为 18 倍。短期来看，公司业绩难有惊喜；长期来看，亦面临客运分流的压力。建议关注公司的资产注入进程。另外，公司 PB 长期偏低，根源还在于低 ROE。目前 PB 仅为 1.1 倍，建议关注 PB 绝对低位时的投资价值。

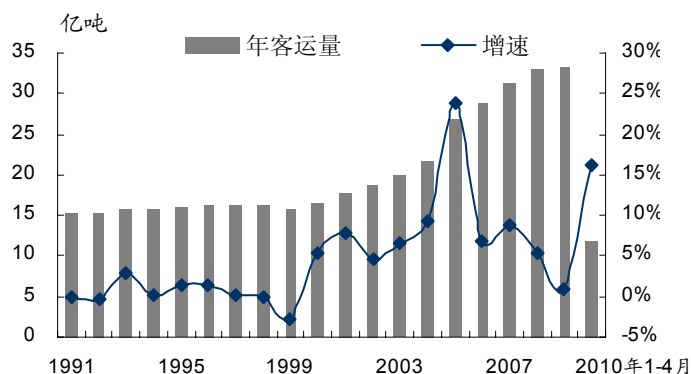
附：营运数据、市场表现和国内外主要公司估值

附图1：我国铁路运输年货运周转量情况



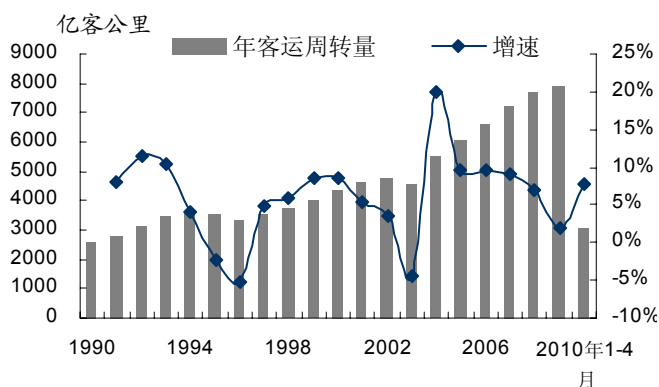
资料来源：Wind，招商证券研发中心

附图2：我国铁路运输年货运量情况



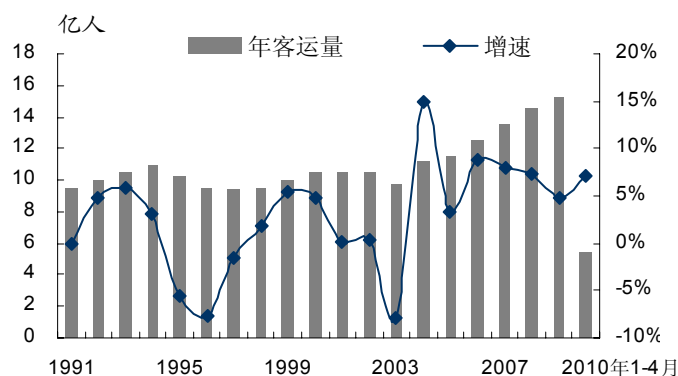
资料来源：Wind，招商证券研发中心

附图3：我国铁路运输年客运周转量情况



资料来源：Wind，招商证券研发中心

附图4：我国铁路运输年客运量情况



资料来源：Wind，招商证券研发中心

附表 1：国内主要公司市场表现

公司	股价	1月涨跌	3月涨跌	6月涨跌	一年涨跌
沪深 300	2696	-6.9%	-17.3%	-26.0%	-8.3%
铁龙物流	14.83	0.1%	25.7%	38.5%	100.7%
大秦铁路	8.26	-8.0%	-13.1%	-25.5%	-11.7%
广深铁路	3.73	-4.8%	-17.7%	-27.3%	-17.5%
算术平均		-4.2%	-1.7%	-4.8%	23.8%

资料来源：招商证券研发中心

附表 2：国内主要公司估值表

公司	评级	股价	EPS				P/E				BPS	P/B
			09	10E	11E	12E	09	10E	11E	12E		
铁龙物流	审慎推荐-A	14.83	0.35	0.44	0.53	0.66	42	34	28	22	2.73	5.4
大秦铁路	审慎推荐-B	8.26	0.5	0.64	0.68	0.72	17	13	12	11	3.31	2.5
广深铁路	审慎推荐-B	3.73	0.19	0.21	0.22	0.2	20	18	17	19	3.27	1.1
算术平均			0.3	0.4	0.5	1	26	21	19	18	3.1	3.0

资料来源：招商证券研发中心（统计日期：2010年6月8日）

附表 3: 国际地区主要同业公司估值表

公司	国家	股价	09	EPS		09	PE		09	PB	
				10E	11E		10E	11E		10E	11E
East Japan Railway	日本	5810	303.4	360	447.5	19.2	16.1	13.0	1.3	1.1	
Central Japan Railway	日本	748000	46574.6	45116	59710.6	16.1	16.6	12.5	1.3	1.2	
West Japan Railway	日本	320500	12837.3	14000	18899.4	25.0	22.9	17.0	0.9	0.9	
Hankyu Holdings	日本	393	8.6	15.7	20.3	46.0	25.0	19.3	1.1	1.0	
Container Corp Of India	印度	1269.9	59.9	68.893	77.259	21.2	18.4	16.4	4.4	2.9	
SMRT Corp	新加坡	2.1	0.1	0.118	0.128	19.8	18.0	16.6	4.2	3.6	
Union Pacific	美国	69.3	3.8	4.719	5.588	18.4	14.7	12.4	2.0	1.8	
Norfolk Southern	美国	53.4	2.8	3.625	4.361	19.1	14.7	12.2	1.9	1.7	
Csx Corp	美国	50.0	2.9	3.536	4.202	17.0	14.1	11.9	2.2	1.9	
Canadian National Railway	加拿大	60.0	4.0	3.866	4.517	15.2	15.5	13.3	2.5	2.1	
Canadian Pacific Railway	加拿大	58.1	3.7	3.586	4.367	15.8	16.2	13.3	2.0	1.7	

资料来源: 招商证券、Bloomberg (注: 收盘价及每股收益以各地本币计价, 盈利预测取自 Bloomberg)

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

姚俊，曾在招商局集团博士后科研工作站从事博士后研究，目前为招商证券研发中心交通行业研究员。

罗嫣嫣，上海交通大学交通运输（规划与管理）专业学士、硕士，美国乔治亚理工学院工业与系统工程专业硕士。09-5 月加盟招商证券研发中心，从事交通行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中的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征价。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。