



铁路体制改革步入快行道

我国铁路建设投资长期滞后于宏观经济，导致铁路在综合运输市场份额持续下滑，2008 年底政府提出 4 万亿投资加大对铁路建设资金投入，在缓解铁路运输紧张的同时，加大了铁道部债务负担，铁路投融资体制改革面临突破。

2000-2007 年我国铁路固定资产投资仅为同期公路建设投资的 30%，铁路运输在综合运输市场中的份额持续下降，2009 年同比 2000 年铁路客运周转量和货运周转量市场份额分别下降 4.06 和 10.08 个百分点，铁路运力紧张导致市场需求部分分流到公路和水运市场，不利于综合运输效率提升。

2008 年政府提出扩大内需以及再次调整国家中长期铁路规划方案，铁路建设规模迅速扩大，2008-2009 年铁路固定资产投资年均增长高达 65%，在大幅度提升铁路运能的同时，铁道部负债率也迅速突破 50%，截止 2009 年末达到 56%，铁路体制改革滞后导致铁路投资来源单一，更多依赖于银行借款和发行铁路建设债券，系统外资金来源有限。

铁道部“政企合一”的管理体制，导致市场化程度不足，铁路运价体系难以反应市场需求变化，在政府和市场责任划分不清的情况下，保本微利的定价策略不利于铁路建设的自身积累，同时蕴含铁道部未来逐步累积的债务风险。

我国铁路运营成本不清导致运价调整缺乏弹性和客观依据，运价调整往往被动依赖于通胀水平和行业扭亏，导致整体定价水平相对偏低，不利于吸引系统外资金。2008-2013 年我国铁路固定资产投资预计达到 4.4 万亿元，庞大资金压力将导致铁道部面临巨大债务风险，铁路投融资体制改革有其现实必要性。

2010 年 5 月国务院“新非公 36 条”提出“抓紧研究制定铁路体制改革方案，鼓励民间资本参与铁路干线、支线等建设，积极支持铁路企业加快股改上市，”，铁路体制改革有望步入快行道。

国外铁路管理体制特点表明，不同国家依据铁路发展历史和行业背景的不同而选择不同的运营模式，共同点是“政企分开，企业运营”方式。我国铁路改革“十五”期间部分尝试而有所反复，目前维持“政企合一，网运合一”的模式，改革略显滞后，国家“十二五规划”即将进入议事日程，可以预计的是铁路改革在面临巨大资金压力局面下，投融资方面有望取得进展。

目前铁路类上市公司相对有限，在经历了大盘大幅度下跌之后，投资价值逐步显现。大秦铁路已公布增发方案收购太原局资产和朔黄铁路部分股权，率先成为重要的区域性铁路运营公司。铁龙物流在收购了集团铁路特种箱业务之后，随着铁路集装箱运营环境的逐步改善，未来成长空间看好。广深铁路作为区域性铁路公司，在现有业务成长性有限情况下，铁路体制改革加速带来一定想向空间。

铁路

维持

增持

李磊

lilei@csc.com.cn

(010) 85130956

执业证书编号: S1440206070046

发布日期: 2010 年 07 月 21 日

股价表现



相关研究报告

10.04.01	大秦铁路 601006 年报点评: 2010 年运量计划大幅增长, 资产注入提升每股收益 10%
10.04.26	铁龙物流 (600125) 调研简评报告: 中期运营环境改善, 短期新业务尚未成熟



目 录

铁路投资滞后导致市场份额下降	1
铁路投资大幅度落后于公路投资	1
运输市场份额快速回落	2
2008-2012 年铁路跨越式发展，大幅度提升铁路行业债务风险	3
《中长期铁路网规划》大幅度调整	3
未来几年铁路基建投资规模巨大	4
未来几年铁道部偿债压力迅速提升	6
铁路制度改革成为化解行业未来债务风险的有效手段.....	8
投资主体多元化是行业改革政策的重要诉求.....	8
缺乏弹性的运价体制难以提升行业整体盈利水平.....	8
国外铁路管理体制的借鉴	9
美国：平行路径模式	9
日本：区域性铁路公司模式	10
法国：网运分离模式	10
制度变革中投资机会	11
中国铁路体制沿革	11
新《非公 36 条》推进铁路体制改革	12
相关上市公司投资评价和建议	13
风险分析	14



图表目录

图 1: 2000 年以来我国铁路运营里程增长缓慢.....	1
图 2: 近年来铁路运输需求持续低于宏观经济增长.....	1
图 3: 铁路和公路投资的巨大差异导致货运需求部分分流到公路运输, 综合运输效率难以提高	1
图 4: 2000 年以来铁路建设投资远远落后于公路投资.....	2
图 5: 我国综合运输市场份额趋势图 (客运周转量与货运周转量)	2
图 6: 2008 年我国铁路中长期路网规划获得较大提升.....	4
图 7: 预计 2008-2013 年铁路基本建设投资规模达到 3.48 万亿元	5
图 8: 2006 年铁路基本建设资金来源结构图.....	5
图 9: 2006-2013 年全国铁路营业收入 (含铁路建设基金) 预测图	6
图 10: 2006-2013 年全国铁路营业收入结构预测图	6
图 11: 2010-2013 年铁路固定资产投资预测表	7
图 12: 2006-2013 年铁道部债务总额预测一览表	7
图 13: 2008-2013 年铁道部资产负债率快速上升	7
图 14: 近年来国铁统一运价水平趋势图 (含铁路建设基金)	9
图 15: 铁道部运营管理组织结构图	11
表 1: 我国铁路发展规划	3
表 2: 中长期铁路路网建设投资规模	4
表 3: 铁路运营公司基本情况一览表	13



铁路投资滞后导致市场份额下降

铁路投资大幅度落后于公路投资

铁路运输是我国交通运输体系的主干，目前我国仍实行政企合一的管理体制，体制的天然性缺陷导致行业发展缓慢，在综合运输体系中的市场份额持续下降。

2002-2007 年我国铁路运营里程从 7.18 万公里增长到 7.8 万公里，年均增长仅 1.64%，远低于同期 GDP 年均 11.23% 的增速，图 2 所示，2004 年之后我国铁路客运需求和货运需求增速持续低于同期宏观经济发展，且差距逐步扩大。

图 1：2000 年以来我国铁路运营里程增长缓慢

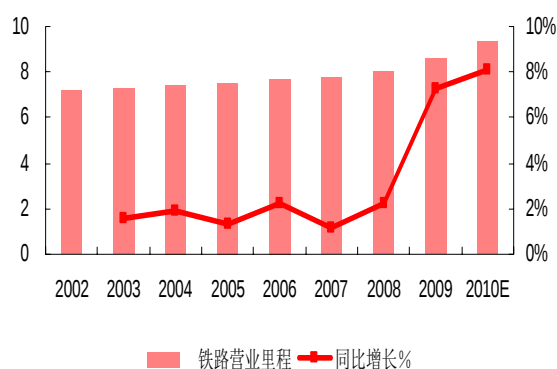
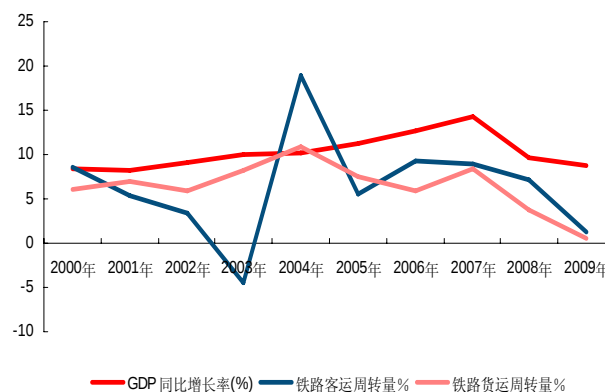


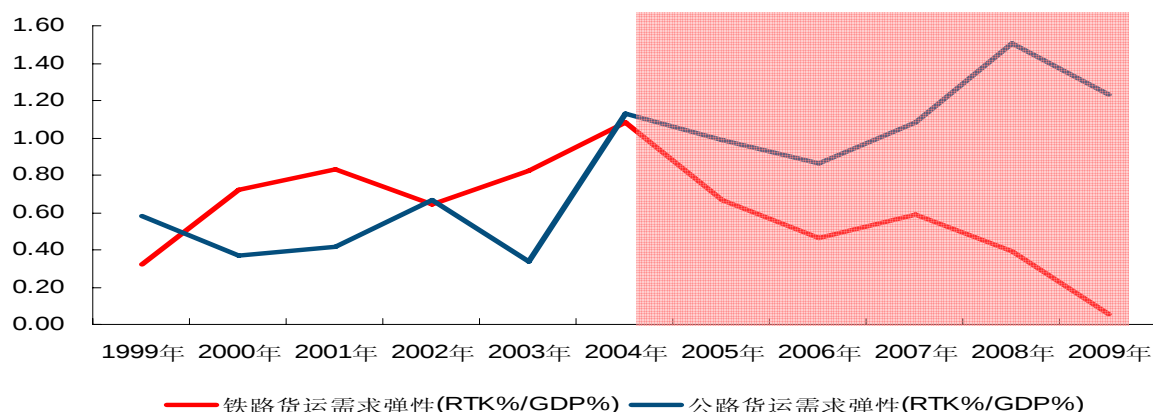
图 2：近年来铁路运输需求持续低于宏观经济增长



资料来源：中信建投证券研究所

在铁路行业发展缓慢的同时，我国公路建设却迎来了黄金发展时期，图 3 所示，2004 年之后，我国铁路货运需求弹性持续下滑，年均仅 0.43，而同期公路货运需求弹性持续上升，年均达到 1.18，铁路货运需求增长缓慢并不是宏观经济对铁路需求下降，而是铁路建设缓慢导致需求受到压制，部分铁运需求转移到公路市场。

图 3：铁路和公路投资的巨大差异导致货运需求部分分流到公路运输，综合运输效率难以提高

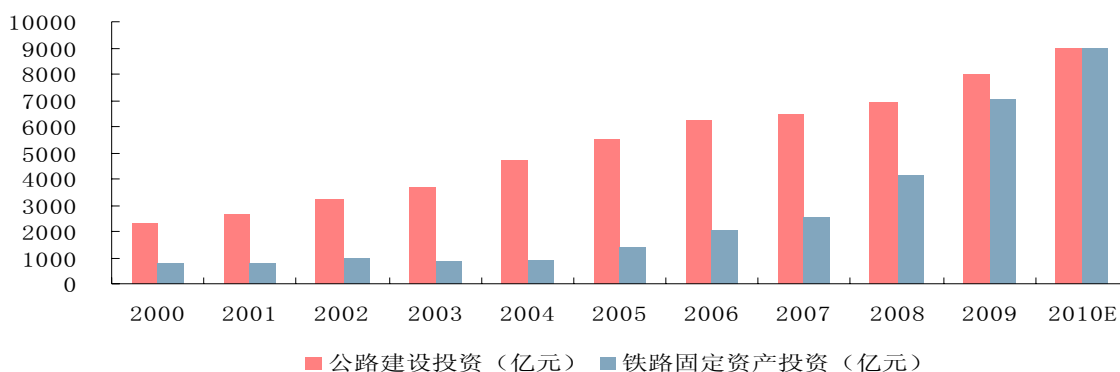


资料来源：中信建投证券研究所



铁路和公路行业发展的巨大差异来源于行业固定资产投资的不一致, 2000-2007 年铁路和公路行业固定资产投资年均金额分别为 1285 亿元和 4352 亿元, 铁路建设投资仅为同期公路建设的 29.53%, 铁路建设远远落后于公路建设。

图 4: 2000 年以来铁路建设投资远远落后于公路投资

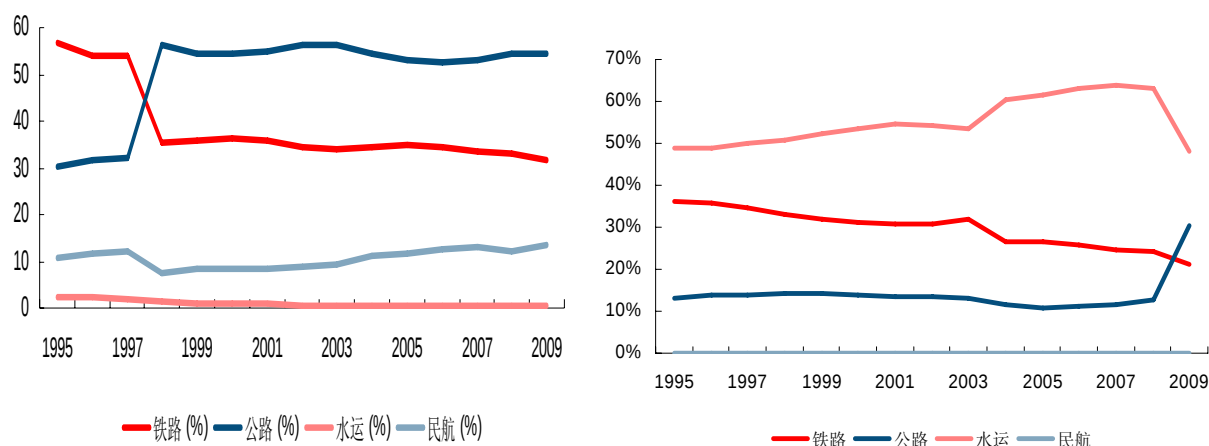


资料来源: 中信建投证券研究所、交通部、铁道部年报汇总。

运输市场份额快速回落

铁路投资建设的滞后带来的直接后果是, 铁路运输在国民经济综合运输体系中的市场份额持续下降, 2009 年铁路客运周转量和货运周转量分别占综合运输体系的 31.82% 和 21.18%, 同比 2000 年分别下降 4.06 和 10.08 个百分点, 而同期公路市场份额基本保持稳定, 维持在 54% 和 13% 一线, 2009 年受航运市场大幅度下滑影响, 公路货运市场份额快速提升到 30.53%。

图 5: 我国综合运输市场份额趋势图 (客运周转量与货运周转量)



资料来源: 中信建投证券研究所、统计局汇编



2008-2012 年铁路跨越式发展，大幅度提升铁路行业债务风险

《中长期铁路网规划》大幅度调整

2008 年欧美银行业金融危机全面爆发，为缓解全球性金融危机带来的不利影响，政府提出了“4 万亿”大规模经济刺激计划，其中一个重要的环节是大规模进行铁路固定资产投资，同时国务院对 2004 年批准的《中长期铁路网规划》进行了较大程度的调整，形成了《中长期铁路网规划（2008 年调整）》方案。

新方案的核心内容是将 2020 年全国铁路营业里程规划目标由 10 万公里调整到 12 万公里以上，电气化率由 50% 调整为 60% 以上，大幅度增加铁路运营里程和电气化率，在主要繁忙干线实现客货分线，基本形成布局合理、结构清晰、功能完善、衔接顺畅的铁路网络。

《2020 调整方案》主要内容是：

- （一） 客运专线，建设目标由 1.2 万公里调整为 1.6 万公里以上，在维持原“四横四纵”客运专线基础上，新增 4000 公里客运专线。包括杭甬深客运专线向北延伸至上海，杭长客运专线向西延伸至昆明，以及蚌埠～合肥、南京～杭州、锦州～营口、南昌～九江、柳州～南宁、绵阳～成都～乐山、哈尔滨～齐齐哈尔、哈尔滨～牡丹江、长春～吉林、沈阳～丹东等连接线。《调整方案》将城际客运系统由环渤海、长江三角洲、珠江三角洲地区扩展到长株潭、成渝以及中原城市群、武汉城市圈、关中城镇群、海峡西岸城镇群等地区。
- （二） 完善路网布局和西部开发性新线，将规划新线由 1.6 万公里调整为 4.1 万公里，包括国际铁路通道、区际干线布局、煤运通道建设以及西部路网覆盖面等。
- （三） 路网既有线路建设，将新建二线建设规模由 1.3 万公里调整为 1.9 万公里，既有线电气化建设规模由 1.6 万公里调整为 2.5 万公里。在原十个煤炭外运基地基础上，增加新疆煤运基地，加强“三西”煤炭下海和铁路直达中南、华东内陆煤运通道以及新疆煤炭外运通道建设。

表 1：我国铁路发展规划

单位：公里

		“九五”计划	“十五”计划	“十一五”规划	中长期铁路网规划（2008 年调整）
		1996-2000 年	2001-2005 年	2006-2010 年	2006-2020 年
全国铁路 营业里程	期末总计	68,650	75,000	90,000	120,000
	年均增加	1,252	1,400	3,000	3,000
客运专线	期末总计	-	-	7,000	16,000（可能大幅度调增）
	年均增加	-	-	1,400	1,067
复线	期末总计	21,480	25,000	40,500	60,000
	年均增加	900	1,000	3,100	2,333
电气化	期末总计	14,900	20,000	40,500	72,000
	年均增量	1,032	1,020	4,100	3,467

资料来源：中信建投证券研究所、铁道部网站

对 2010 年阶段目标调整为，全国铁路网营运里程由 8.5 万公里提高到 9 万公里以上，客运专线建设规模由 5000 公里调整到 7000 公里，复线率、电气化率均由 41% 调增到 45% 以上。

到 2012 年，作为客运骨干的“四横四纵”客运专线网基本建成，全国铁路营业里程将达到 11 万公里，复线率和电气化率将分别达到 50% 以上，其中，时速 200 公里及以上客运专线及城际铁路里程达到 1.3 万公里。

到 2020 年，全国铁路营业里程 12 万公里以上，电气化率由 50% 调整为 60% 以上，客运专线及城际铁路里程达到 16000 公里以上。

图 6：2008 年我国铁路中长期路网规划获得较大提升



资料来源：中信建投证券研究所、铁道部网站

未来几年铁路基建投资规模巨大

大规模铁路建设依赖于资金的持续投入，按照《2020 年调整方案》全部铁路基本建设投资（不含机车和更新）总额高达 4.11 万亿元。从实际进度来看，大部分投资都集中在 2013 年之前，预计 2008-2013 年铁路基本建设投资规模达到 3.48 万亿元，占全部规划投资的 85.4%，2020 年规划目标将大为提前，预计 2015 年就将全面完成。

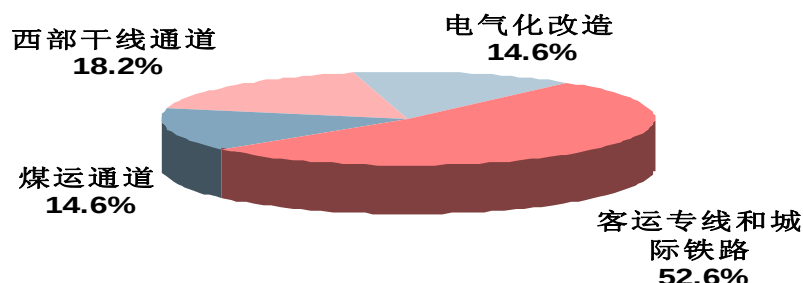
表 2：中长期铁路路网建设投资规模

	具体项目	建设规模（万公里）	单位造价（亿元/公里）	总投资（万亿）
客运专线和城际铁路	四纵四横、城际	1.8	1.2	2.16
	(1.2+0.6)			
煤运通道	包头西安、太原到银川	1	0.6	0.6
西部干线通道	贵州、南宁到广州、兰州到重庆	1.5	0.5	0.75
电气化改造		1.5		0.6
合计		4.3		4.11

资料来源：中信建投证券研究所



图 7：预计 2008-2013 年铁路基本建设投资规模达到 3.48 万亿元

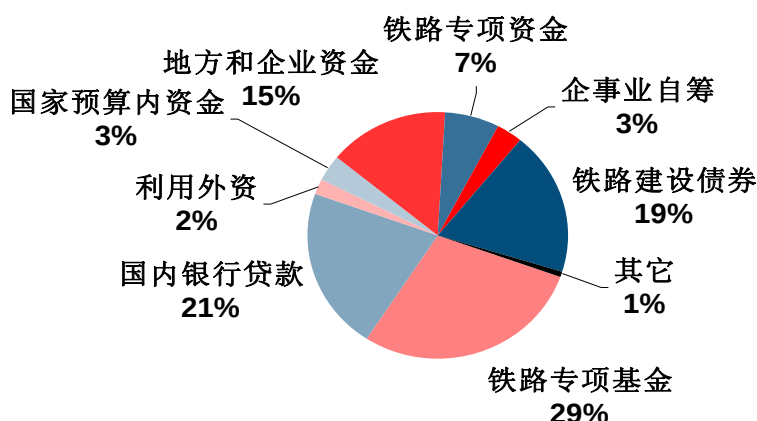


资料来源：中信建投证券研究所

2008 年开始我国铁路建设规模迅速提升，2008、2009 年新增固定资产投资分别为 4144 亿元和 7103 亿元，年增 64.42% 和 69.21%，增速同比 2000-2007 年的平均增速 18.23% 大为提高，铁路运营里程也由 2007 年的 7.80 万公里提高到 2009 年末的 8.6 万公里，2009 年增速提高到 7.3%，大大高于 2002-2007 年均 1.64% 的增速，我国铁路建设步入跨越式发展的黄金阶段。

在铁路运能达到有效提升的情况下，我们也看到铁路行业整体债务风险在逐步累积。从铁路建设资金来源来看，虽然铁道部 2006 年之后不再公告铁路建设资金来源，但从 2006 年资金来源结构可以看出基本趋势。

图 8：2006 年铁路基本建设资金来源结构图



资料来源：铁道部 2006 年年报

2006 年全国铁路基本建设投资 1552 亿元，其中国内银行贷款和铁路建设债券分别为 21% 和 19%，两者合计占到铁路基本建设资金的 40%，铁路专项资金（来源于铁路建设基金）占 29%，银行借款和铁路建设债券成



为铁路基本建设资金的主要来源。

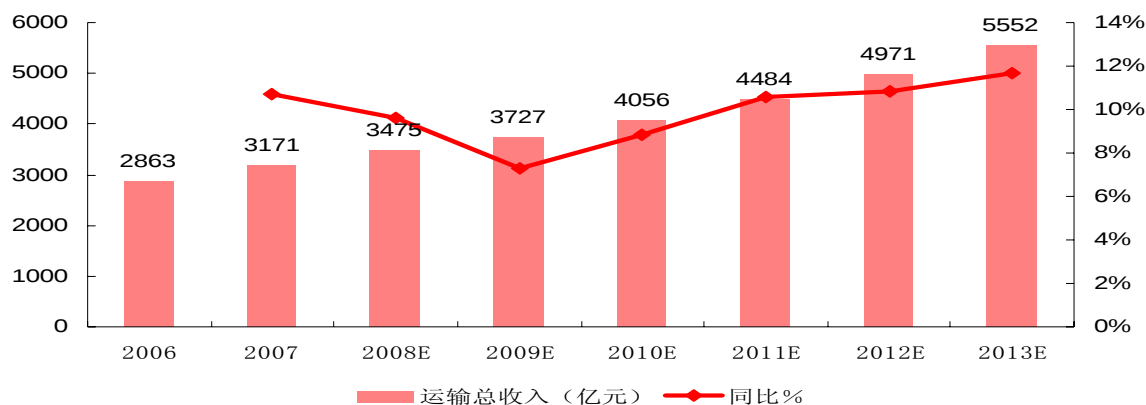
2008、2009 年铁路基本建设投资达到 3371 亿元和 6005 亿元，2010 年规划投资进一步提高到 7000 亿元。考虑到铁路专项资金受 2008-2009 年铁路货运增速下滑影响，增长有限，2009 年仅占不足 15%，且未来增长相对缓慢，大规模新增投资将严重依赖于银行借款和发行铁路建设债券。

未来几年铁道部偿债压力迅速提升

截止 2009 年末铁道部负债达到 13000 亿元，年增负债高达 4400 亿元，新增近 50%，占到 2009 年度全国铁路固定资产投资 7013 亿元的 62.74%，铁路投融资体制改革的滞后，导致债务融资（银行借款+铁路债券）成为铁路固定资产投资的主要来源，多元化投资主体尚未形成。

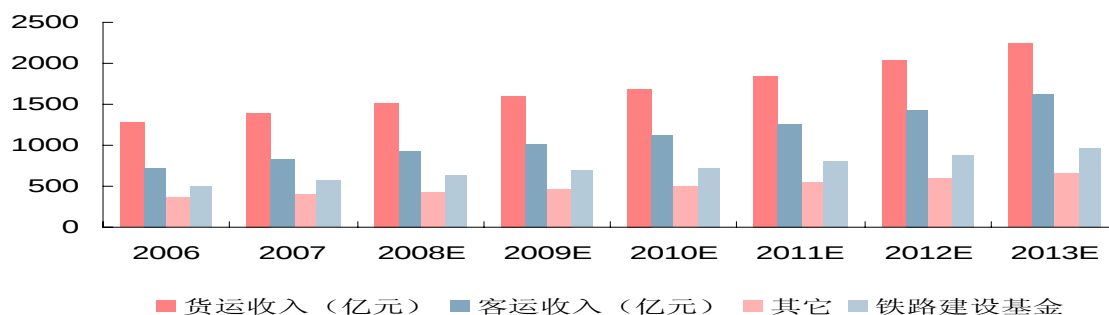
2010-2013 年全国铁路固定资产投资预计分别为 9000 亿元、10500 亿元、8400 亿元和 4900 亿元，合计 32800 亿元，按照 50% 的债务融资比例测算，到 2013 年末铁道部负债总额将高达 29400 亿元，按 5% 财务利息测算，年财务负担高达 1470 亿元，考虑到目前铁道部全年营业收入不足 4000 亿元，可以预见未来铁道部偿债风险将大为提高。

图 9：2006-2013 年全国铁路营业收入（含铁路建设基金）预测图



资料来源：2006、2007 年为铁道部年报、2008-2013 为预测数值

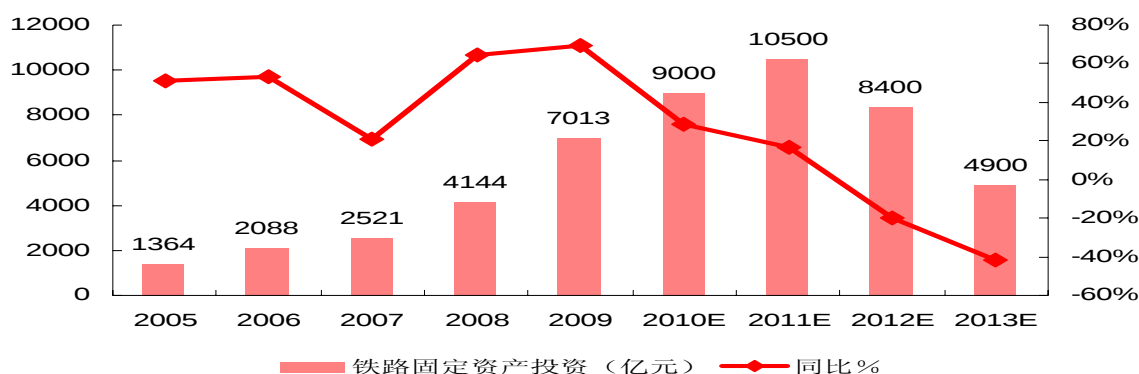
图 10：2006-2013 年全国铁路营业收入结构预测图



资料来源：2006、2007 年为铁道部年报、2008-2013 为预测数值

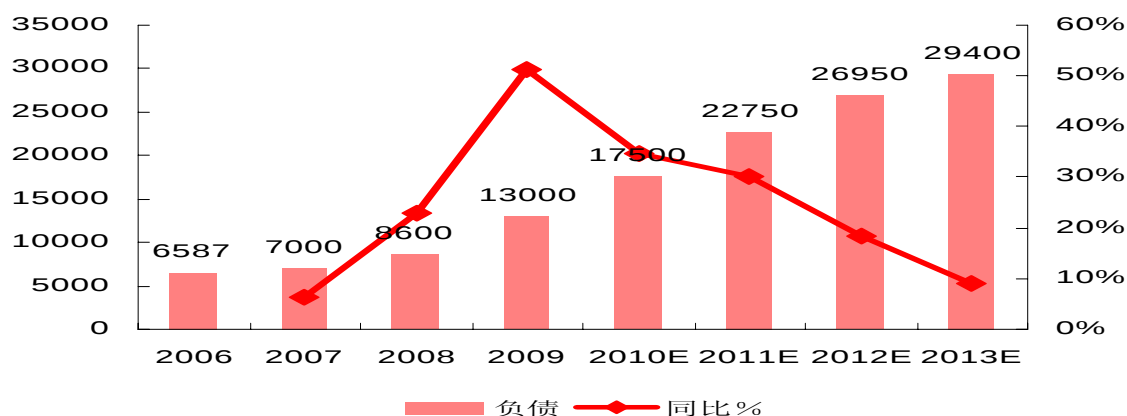


图 11：2010-2013 年铁路固定资产投资预测表



资料来源：中信建投证券研究所

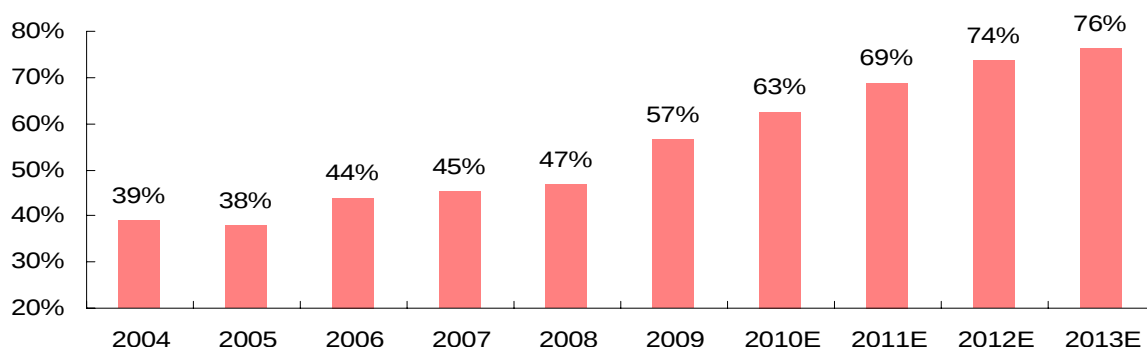
图 12：2006-2013 年铁道部债务总额预测一览表



资料来源：中信建投证券研究所

截止到 2009 年末铁道部资产负债率已突破 50%，达到 56.52%，考虑到 2010-2013 年铁道部债务融资规模仍巨大，铁路行业负债率将继续攀升，预测 2013 年末达到 76%，成为高杠杆行业之一。

图 13：2008-2013 年铁道部资产负债率快速上升



资料来源：中信建投证券研究所



从银行业对铁路基建投资支持力度以及铁道部所具有的政府信用来看，大规模铁路建设资金来源没有太大问题，铁路中长期基建贷款成为大型国有商业银行稳定的优质客户，虽然铁道部整体盈利有限，但隐含的政府担保信用成为铁道部获得高信用评级的决定性因素，同样的铁路建设债券在资本市场上同样因为政府隐含担保而获得高信用评级，发行没有问题。

从铁路未来发展来看，这种依托政府隐含担保在内的发展路径缺乏可持续性，铁路发展必须依赖内生可持续性的增长动力。由于目前铁路实行“政企合一”的管理体制，导致市场竞争机制难以建立，运价体制缺乏弹性，而固化的运价体系又难以确保铁路行业获得合理回报率，铁路自身滚存发展缺乏必要利润积累，同时也对系统外资金缺乏吸引力，未来铁路建设中逐步累积的债务风险将成为推动铁路投融资体制改革和定价机制改革的重要因素。

2000 年以来我国公路行业的快速发展表明，明晰的产权制度、确定的盈利模式、合理的定价体系成为吸引公路行业投资规模迅速扩大的重要驱动因素。铁路行业未来市场化改革，吸引多元化的投资主体成为未来发展趋势。

铁路制度改革成为化解行业未来债务风险的有效手段

投资主体多元化是行业改革政策的重要诉求

我国目前实行的政企合一的铁路管理体制，虽然在未来大规模铁路建设中获得比较有利的信用支持，但也累积较大的债务风险，行业未来发展可持续性面临较大压力。

行业内生型增长来源于两个前提条件，一是投融资体制改革突破，近年来财政资金支持相对有限，投资主体多元化是行业长期发展的重要支持因素，二是改变目前僵化的定价体系，在竞争性领域引入竞争机制，改变目前铁路行业整体利润率低下的局面，行业发展获得合理的回报率水平。

2010 年随着全球性金融危机的缓解，以及 2009 年政府大规模刺激经济政策实施中存在的问题，2010 年 5 月国务院发布了《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》，简称《新非公 36 条》，在铁路投资领域，《意见》提出“抓紧研究制定铁路体制改革方案，引入市场竞争，推动投资主体多元化，鼓励民间资本参与铁路干线、铁路支线、铁路轮渡以及站场设施建设，允许民间资本参股建设煤运通道、客运专线、城际轨道交通等项目。探索建立铁路产业投资基金，积极支持铁路企业加快股改上市，拓宽民间资本进入铁路建设领域的渠道和途径。”

其中“铁路体制改革方案”是核心内容，推动铁路行业政企分开、市场化运作、投资主体多元化是目的。目前我国铁路仍实行路网基础设施与客货运输一体化的组织结构，即“网运合一”的运营模式，同时铁道部负责对国家铁路实行高度集中、统一指挥的运输管理体制。在这一格局下，铁路运输各生产环节、部门并不是独立的市场主体，相互之间是以成本为基础的内部资金清算关系。

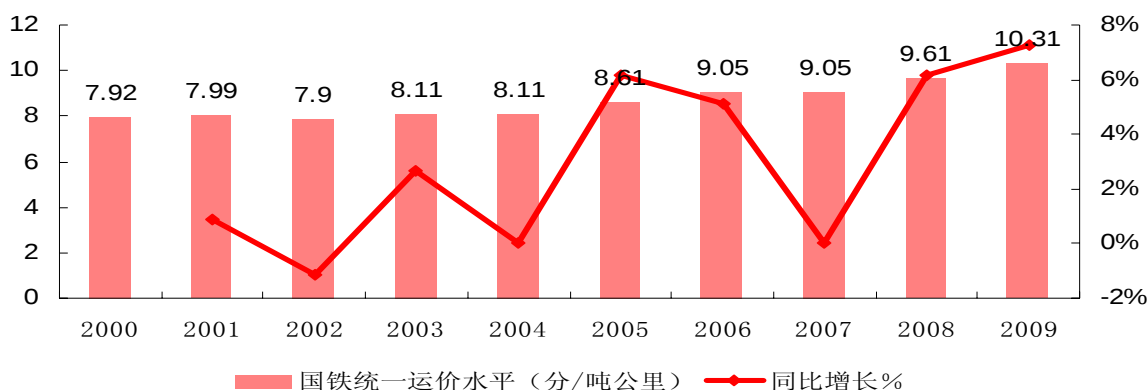
缺乏弹性的运价体制难以提升行业整体盈利水平

政企合一的管理体系造成政府职能和市场化运营企业界限不清，行政管理替代经营决策，在铁路运价体系制定中，由于铁路企业成本不清，导致保本微利成为指导原则，铁路行业投资回报低，对系统外资金缺乏有效



吸引力。受能源、人工、新建线路、改建项目投产影响，近年来我国铁路运营总成本维持上升趋势，运价调整往往被动跟随成本波动，难以针对市场变化和铁路运输特点进行调整，铁路运价体系缺乏弹性，运价调整难以改变铁路系统整体盈利能力低下的局面。

图 14：近年来国铁统一运价水平趋势图（含铁路建设基金）



资料来源：中信建投证券研究所

2004 年以来国铁统一运价水平逐步提高，从 2004 年的 8.11 分/吨公里，上调到 2009 年末的 10.31 分/吨公里，上涨 27.13%，期间 3.3 分/吨公里铁路建设基金没有变化，从每次价格调整幅度和时间点来看，铁路运价调整往往是被动跟随行业总成本上升而上升，对中国宏观经济周期性波动和铁路运输市场需求变化没有反应，整体定价体系缺乏必要的弹性，这种补丁式价格调整体系，导致铁路整体盈利能力长期维持在较低水平，2004-2009 年铁路运价（货运）虽累积上调了 27.13%，但铁道部为实体的盈利水平仍相对有限，铁路行业自身缺乏滚动发展的利润累积，对系统外资金也缺乏足够的吸引力。

截止到 2009 年末，铁道部负债总额达到 13000 亿元，2010-2013 年铁路固定资产投资高达 3.28 万亿元，以目前的投资资金来源结构和铁道部盈利水平，到 2013 年铁道部负债总额将高达 29400 万元，负债率将高达 76% 的水平，蕴含较大的债务风险。铁路行业急需吸引新的投资主体以及提升整体盈利水平，铁路改革逐步进入快行道，政企分开和寻求适合中国自身特点的铁路运营模式成为未来铁路行业的发展趋势。

由于铁路行业所具有的天然垄断性以及承担部分公用事业职能，因此各国对铁路行业改革，尤其是民营化改革比较谨慎，在各自铁路行业不同的发展历史背景条件下，形成不同运营模式，但总体一致的是政企分开、市场化改革。比较有代表性的是欧洲网运分离模式、北美平行路径模式和日本区域性铁路公司模式。

国外铁路管理体制的借鉴

美国：平行路径模式

美国铁路网由大小不等的 700 条铁路构成，运营总里程高达 27.3 万公里，居世界第一，铁路建设与运营一直以私有私营资本为主导，1971 年之前，美国铁路公司是客货兼营，之后变为单纯的货运公司，Amtrak 公司是美国唯一的铁路客运公司，拥有华盛顿至波士顿的自有铁路，其他地区的客运业务都租用别的公司线路，联邦政府每年给予公司一定的补贴，以满足公共服务的需要。



美国拥有发达的公路运输网络和成熟的航空运输体系，在综合运输系统中，铁路运输在客运市场份额仅 1%，公路和航空分别为 88.75% 和 10.25%，成为绝对主力，但国内货运市场中，铁路一直保持首要地位，达到 42%，公路和水运分别为 26% 和 15%，航空仅为 0.42%。

货运市场方面，美国铁路网由许多私人赢利性公司构成，有 7 大一级铁路公司和数百个二级区域性铁路公司和三级短途铁路公司构成，成典型的金字塔结构，各大公司拥有自己的车辆和线路，货物运输往往由多个运营公司联合完成。与客运不同，美国政府对铁路货运公司没有补贴，也不要求铁路公司承担任何非市场义务。货物运输产品以大宗货物重载运输和集装箱联合运输为主，轴重 30 吨以上货车占到总数的 65%。1990 年之后，美国国内铁路公司逐步由独立走向联合，1995 年美国柏林顿北方铁路（BN）和圣菲铁路（SF）合并，1996 年联合铁路公司与南太平洋公司（SP）合并，美国东部切西滨海铁路（SCX）、诺福克南方铁路（NS）与联合铁路公司合并。

美国联邦铁路管理局（FRA）作为国家管理铁路系统机构，不直接管理铁路企业，主要职责是铁路系统的安全监管，铁路企业管理由其成立相应的行业协会（如美国铁路协会 AAR）依照技术法规和标准自主管理，约束其经营行为。

日本：区域性铁路公司模式

日本铁路营业里程达到 2 万公里，其铁路改革以 1987 年民营化改革为标志，以组建区域性运输公司的方式，将全国铁路网按地区进行分割，**组建了 6 个区域性客运公司和 1 个全国性的货运公司**，改革特征体现在四个方面：（1）重新界定政府与铁路的关系：明确政府在铁路基础设施建设投资、补贴公益性服务等方面的职责，逐步取消对非公益性运营亏损的补贴。

（2）实行市场化经营：以市场为导向，对运输企业实行公司化改造，改革运价制度和财务制度；

（3）推进铁路投资主体多元化：对铁路企业实施改组上市、兼并重组、股权转让、特许经营等多种方式，引入社会资本，拓宽铁路融资渠道，改变主要由国家建设经营铁路的局面。

（4）采取渐进式改革的方式，在民营化改革前，先后 5 次实施内部改革，通过整合编组站、实行货运集中化，提高运输效率，为体制性变革奠定基础。

法国：网运分离模式

法国拥有铁路运营里程 2.93 万公里，1937 年法国对全国铁路实施国有化之后，铁路资本全部是国家资本，法国国营铁路公司 SNCF 成为唯一的铁路经营者，控制着法国全部铁路客运和货运市场。

法国主管铁路运输部门为海洋及公共交通总局下属的铁路与公共交通局（DTFC），DTFC 拥有比较大权利，除了负责大型铁路基础工程项目建设，决定项目融资方式外，还在国家和大区规划的框架下负责铁路运输基础设施的运营以及在各大区特定地点与公共交通有关的项目运作。DTFC 对法国国营铁路公司 SNCF 拥有直接管理权。

发展高速铁路是法国铁路建设的基本战略，目前法国客货分线运输里程占路网总里程的 32%。

不同国家铁路运营模式的选择依赖于各自的发展历史和行业背景，共同之处在于政企分开和市场化运营。我国整体宏观经济正处于工业化中后期，铁路运输需求仍处于高速增长阶段，铁路运输瓶颈制约成为综合运输体系中重要的短板。2008-2013 年大规模铁路建设规划方案的出台，在提升铁路行业供给能力的同时，也加大了铁路行业整体债务压力，选择符合中国具体国情的铁路运营模式成为未来化解债务风险重要的手段。

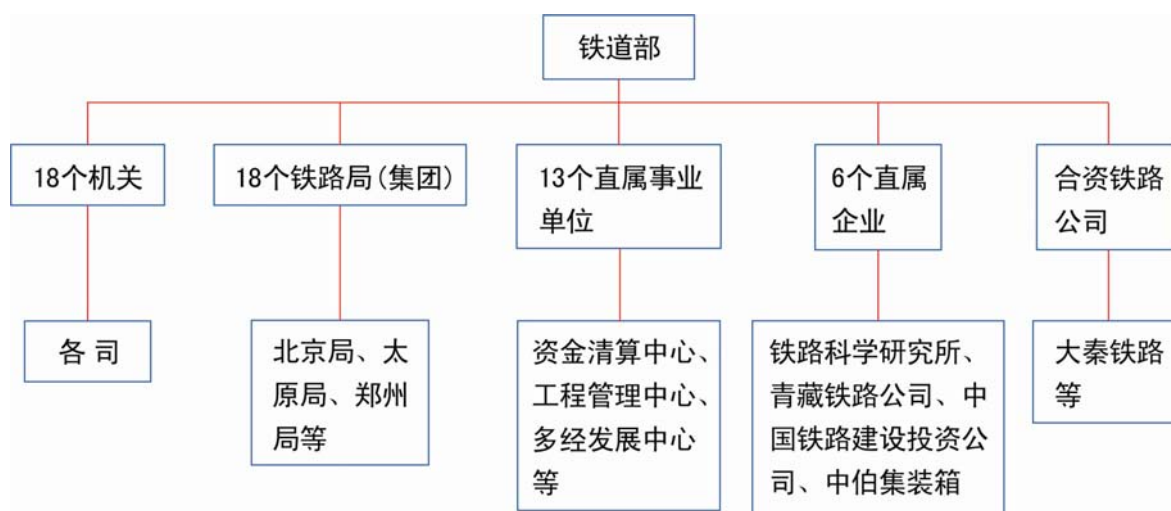
铁路体制改革有望在《国务院关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》的政策推动下，逐步进入快车道。

制度变革中投资机会

中国铁路体制沿革

中国铁路进入现代企业制度改革试点，以 1993 年广州铁路集团成立为标志，但在随后十多年间进展缓慢。“十五”期间铁道部尝试“网运分离”的改革模式，但在实践中遭遇多重制约，最终搁浅，2003 年开始中国铁路开始了“主辅分离”的改革，成立了中铁快运（2005 年与中铁行包合并）、中铁集装箱有限公司、中铁特货运输公司。2005 年铁道部对原 4 级管理体制精简，撤销铁路分局，改为铁道部—铁路局—站段三级管理体制，全国铁路系统包含 18 个行政机关、18 个铁路局（集团）、13 个直属事业单位以及 6 个直属企业单位，以及部分相对独立的合资铁路公司（如大秦铁路等），这一行政管理体制延续至今，尚未有大的突破。

图 15：铁道部运营管理组织结构图



资料来源：中信建投证券研究所

这一“政企合一”大一统的经营管理模式在实践中主要问题是：全国虽然成立了 18 个铁路局（集团）的运输企业，但各铁路局运输单位自主经营权较小，各局管内运输比重不大，跨局运力资源安排依靠行政分配，机车使用实行全路网统一调配和运用，铁路企业自主经营独立性有限；同时各铁路局不能直接从市场中取得经营收入，且没有产品服务定价权，为平衡全国 18 个铁路局，各铁路局的收入和盈利效益一定程度上依赖于铁道部内部清算的政策性调节，导致各铁路局更多关注运量等统计数据，成本控制与客户服务缺乏内在动力，整体铁路运输成本居高不下。最关键的是政府职能与市场化运作仍混为一体，经营性业务与政策性亏损（如承担公益性运输）难以区分，各铁路局（集团）难以做到自主经营和自负盈亏。



我们认为随着大规模铁路基础设施建设，铁道部承担的债务风险将逐步累积，在“政企合一、经营性业务和政策性业务不加分离”的运营模式下，铁路系统运输效率和成本控制能力难以提高，通过被动性的运价调整，铁路行业整体盈利水平仍将难以获得有效提高，行业多元化投资和自身积累能力提升的政策目标将难以实现。

新《非公 36 条》推进铁路体制改革

2010 年 5 月国务院提出的“鼓励和引导民间资本进入基础产业和基础设施领域”，明确提出“鼓励民间资本参与铁路干线、铁路支线、铁路轮渡以及站场设施的建设，允许民间资本参股建设煤运通道、客运专线、城际轨道交通等项目，积极支持铁路企业加快股改上市”，对资本市场而言，可以预计未来铁路类上市公司将增加，同时铁路类资产注入和并购值得预期，最为重要的是，随着“十二五规划”制定的到来，铁路体制改革的整体框架将逐步成熟，作为铁路行业改革重要窗口的上市公司有望率先受益。

大秦铁路（601006）：收购资产提升整体盈利水平和成长性

2009 年 11 月大秦铁路提出增发募集资金方案，拟公开增发 20 亿股，募集资金不超过 165 亿元，用于收购太原铁路局运输主业相关资产和股权，包括太原铁路局下属 20 个运输主业站段，共 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），以及太原铁路局所持有的朔黄铁路 41.16% 股权和太原铁路巨力装卸公司 90.2% 股权，本次收购资产评估价值 328 亿元。

收购完成后，大秦铁路营业里程从 1170.7 公里增长到 2895 公里，增 147%，客运周转量从 29.7 亿人公里增加到 125.2 亿人公里，增 321%，货运周转量从 2166 亿吨公里增长到 2803 亿吨公里，新增 29.41%，收购资产预计 2009、2010 年净利润分别为 22.3 亿元和 29 亿元，预计提升上市公司每股收益 EPS 10% 左右。

我们注意到本次收购太原局运输类资产为整体打包收购，包含路网资产和运输机车，客运业务和货运业务，从一定程度上是对目前铁路运营体制改革的尝试，即“网运合一”的区域性铁路运输集团整体上市，这或许是未来铁路体制改革的一个方向。

铁路物流（600125）：铁路基建跨越式发展提升中期业务发展空间

上市公司 2005 年通过收购沈阳铁路局沙鲅支线资产进入铁路货运和临港物流领域，同年底通过收购中铁集装箱运输公司特箱业务资产，进入铁路特种箱运输领域，2009-2012 年全国铁路集装箱中心站建设的加速推进，以及大规模铁路客运专线建设带来的铁路货运运量的有效释放，2010 年公司铁路特箱运输业务获得比较有利的经营环境。截止到 2009 年年末，全国 18 个铁路集装箱中心站，建成运营有 3 个（上海、成都和重庆），2010 年上半年成都、郑州、青岛、大连将先后投入运营，2010 年 7 月武汉和西安中心站建成投产，到 2010 年 7 月全国 18 个铁路集装箱中心站将运营 9 家，剩下的 9 家也将在 2012 年之前陆续建成，公司铁路特种箱业务（依附于铁路集装箱运输）运营环境在 2010 年获得明显改观。

目前铁路重载运输和集装箱运输是世界铁路运输发展的大趋势，而我国铁路集装箱运输量仅占我国铁路货运量的 3% 不到，未来成长空间巨大。2008-2013 年我国铁路跨越式发展带来了运输能力的有效提升，为铁路集装箱运输（包括特箱运输）奠定了良好基础，同时随着我国东部产业向中西部转移的趋势逐步形成，东、中、西部经济增长速度差异的逐步缩窄，大规模长距离的铁路集装箱运输需求（包括特箱运输）有望获得快速提升，公司未来成长性看好。



广深铁路（601333）：寄望未来铁路体制改革带来的外延式扩张

公司作为我国铁路系统现代企业制度建立的第一家标志性企业，2007 年通过国内 A 股上市，运营铁路线路从广州到深圳，延伸到广州以北坪石段，业务结构以客运为主，货运为辅，同时为其他铁路局机车提供服务的路网清算业务占有一定比例，2009 年公司客运、货运、路网清算业务占收入比重分别为 58.10%、9.77%和 25.07%。

由于公司现有铁路线路业务基本成熟，需求增长相对有限，公司未来成长性依赖于未来铁路体制改革带来的外延式扩张。

相关上市公司投资评价和建议

投资方面，2009 年受全球金融危机和国内经济增速放缓影响，铁路运输需求增速明显放缓，全年铁路客运周转量和货运周转量分别同比仅增长 1.3%和 0.5%，同比 2008 年下跌 6.5 个和 3.1 个百分点，铁路类相关上市公司业务受到较大影响。

进入 2010 年随着宏观经济迅速恢复，铁路运输需求获得恢复性上涨，2010 年 1-5 月全国铁路客运周转量和货运周转量分别同比增长 8.0%和 14.6%，货运需求提升明显。

大秦铁路 2010 年计划运输目标 3.8 亿吨，同比增长 5000 万吨，考虑到 2010 年全国电力需求恢复迅速以及货源“三西”煤炭产量快速提升，公司全年业务量有望突破 4 亿吨。上半年公司股价随大盘调整，大幅度回落，近期公开增发方案的明朗以及良好的防御性特征，预计增发收购资产提升上市公司每股收益 EPS10%左右，投资评级维持增持。

铁龙物流 2010 年随着全国集装箱中心站建设的加速推进，公司特箱业务经过多年培育，有望逐步进入快速成长期，中期随着大规模铁路运力的有效释放，重载运输和集装箱运输有望成为中国铁路运输发展的主要趋势，公司中期成长性看好，投资评级维持增持。

表 3：铁路运营公司基本情况一览表

公司 代码	公司名称	主营业务	EPS				评级	驱动因素
			2009	2010E	2011E	2012E		
601006	大秦铁路	煤炭重载货运专线、部分普铁客货混运	0.5	0.666	0.706	0.735	增持	绝对股价有吸引力，2010 年 Q1 煤运需求获得恢复性增长，电力需求复苏推动全年业务量有望超过 4 亿吨。
600125	铁龙股份	铁路特种集装箱运输、临港铁路货运及物流	0.347	0.461	0.583	0.673	增持	2010 年临港业务仍有超出预期可能，冷链业务 2010 年有望快速发展，中期特箱业务有潜力
601333	广深铁路	铁路客运、货运、路网业务	0.19	0.19	0.2	0.22	中性	2010 年武广、广深港客运专线开通影响因素不确定。
000594	国恒铁路	支线铁路货运、商品贸易、房地产	0.01	0.1	0.1	0.2	中性	支线铁路尚未进入国铁网路，短期业务量增长有限

资料来源：中信建投证券研究所



风险分析

需要说明的是目前世界铁路运输模式尚无成熟案例，我国铁路体制改革仍将在结合中国实际背景下试点展开，但“政企分开、市场化运作”是大趋势。

铁路行业整体盈利水平提升依赖于铁道部整体机构改革的推进，以及政府定价机制的逐步放松，尚无具体的时间表。



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。



分析师介绍

李磊：中国人民银行总行金融研究所金融学硕士 交通运输行业研究员（航空、铁路、公路），专注于交通运输行业周期性研究以及前瞻性分析，善于把握行业投资机会选择，《中国民用航空》定期撰稿人。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

周 李 (0755) 23942904 zhouli@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员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，且本报告中的资料、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。我们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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，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，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。