

## 2011 年公路铁路投资策略

### 行业“增持”评级

## 公路、铁路

#### 段落观点

公路旅客运输量实现稳步增长。10 月份，全社会公路运输完成客运量和旅客周转量分别为 27.1 亿人和 1,401.4 亿人公里，同比增长 8.1% 和 11.5%。公路货物运输量保持较快增长。10 月份，全社会公路运输完成货运量和货物周转量分别为 21.8 亿吨和 3,913.4 亿吨公里，同比增长 14.6% 和 17.0%。

#### 段落观点

2010 年前三季度，高速公路行业实现营业收入 242.39 亿元，同比增长 21.8%；归属于上市公司股东净利润 90.54 亿元，同比增长 22.44%。从今年前三季度的数据看，上市公司经营情况比去年有较好改善。一个原因是去年基数较低，另外宏观经济好转是最主要原因。我们认为，在行业宏观环境运行良好的前提下，行业可以保持在 10%~15% 左右的年增速。

#### 段落观点

我们认为在即将到来的 2011 年，高速公路行业的投资机会来自于两个方面：一是已有较为成熟的辅业支持，多元化经营初具规模的公司；二是资产质地优质，经营状况良好，价值被明显低估的公司。我们将依据上述两主线，寻找 2011 年高速公路板块的投资标的。

#### 段落观点

截止 2010 年 11 月底，全国共完成铁路固定资产投资 6,878 亿元，同比增长 35.58%。其中基础建设类投资和轨道设备类投资分别占比 87.5% 和 12.5%，年投资额度均达历史新高。全国铁路旅客货物累计发送量分别同比增长 9.4% 和 9.93%；周转量分别同比增长 11.5% 和 10.2%，维持了多年来平稳增长的态势。

#### 段落观点

2011 年我们整体看好铁路行业。拉动行业快速发展的原动力就是政府的高额投资和政策扶持。未来五年内对于铁路基础建设行业的投资金额仍将维持在高位，同比上涨 50%-70%。铁路行业的投资机会主要集中在：一是由于未来铁路建设地区集中，关注区域性龙头；二是存在资产注入和融资预期，可能成为铁道部吸引民间资本的企业；三是各自细分子行业拥有技术优势和未来发展潜力的龙头企业。

维持

标配

分析师：陈柏儒

投资咨询执业证书编号：

S0630209080135

联系信息：

010-59707113

[cbr@longone.com.cn](mailto:cbr@longone.com.cn)

联系人：何昕

联系信息：

010-59707150

日期

分析：2010 年 12 月 24 日

调研：无

#### 股价表现



#### 行业重点公司业绩预测/EPS

|      | 2010 | 2011 | 2012 |
|------|------|------|------|
| 东莞控股 | 0.38 | 0.46 | 0.55 |
| 五洲交通 | 0.47 | 0.68 | 0.74 |
| 悦达投资 | 1.10 | 1.29 | 1.41 |
| 中铁二局 | 0.82 | 0.98 | 1.23 |
| 晋亿实业 | 0.37 | 0.59 | 0.69 |
| 大秦铁路 | 0.74 | 0.82 | 0.98 |

## 正文目录

|                                             |           |
|---------------------------------------------|-----------|
| <b>一、多元化经营+估值修复，探寻 2011 年高速公路行业投资标的</b>     | <b>4</b>  |
| 1、2010 年公路运输经济运行情况回顾                        | 4         |
| 1.1、公路客运量、旅客周转量稳步增长                         | 4         |
| 1.2、公路货运量、货运周转量保持较快增长                       | 4         |
| 2、影响行业发展诸因素运行情况良好                           | 4         |
| 2.1、公路固定资产投资虽保持快速增长，但增速较去年同期已明显放缓           | 5         |
| 2.2、乘用车销量持续攀升，11 月创历史新高                     | 5         |
| 2.3、宏观经济指标走势平稳                              | 6         |
| 3、2011 年投资策略——多元化经营+估值修复                    | 6         |
| 3.1、从多元化经营角度，寻求投资标的                         | 6         |
| 3.2、从估值修复角度，寻求投资标的                          | 7         |
| 4、重点推荐公司简评                                  | 9         |
| 4.1、东莞控股(000828)：金融股权助公司业绩更上一层楼             | 9         |
| 4.2、五洲交通(600368)：主业完成质变，辅业锦上添花              | 9         |
| 4.3、悦达投资(600805)：收费公路提供持续现金流，汽车销售提供业绩持续增长动力 | 10        |
| <b>二、2011 年铁路行业 - 投资规模空前，行业发展迅猛</b>         | <b>11</b> |
| 1、2010 年铁路行业回顾                              | 11        |
| 2、支持行业发展的动力                                 | 12        |
| 3、2011 年各级产业链展望                             | 13        |
| 3.1、铁路基础设施建设 - 重点关注区域振兴                     | 13        |
| 3.1.1、投资规模不减，市场需求巨大                         | 13        |
| 3.1.2、建设地区集中，关注区域龙头                         | 14        |
| 3.2、铁路运输设备 - 需求量高速增长                        | 15        |
| 3.2.1、投资金额逐步加大                              | 15        |
| 3.2.2、铁路竣工，设备先行                             | 15        |
| 3.3、铁路运输 - 运量平稳增长，运力依然不足                    | 18        |
| 3.3.1、铁路运力瓶颈仍在                              | 18        |
| 3.3.2、融资、改制、提价谁会先行                          | 19        |
| 4、2011 年投资策略 - 三条主线                         | 20        |
| 5、重点推荐公司简评                                  | 21        |
| 5.1、中铁二局(600528)：增持                         | 21        |
| 5.2、晋亿实业(601002)：增持                         | 21        |
| 5.3、大秦铁路(601006)：买入                         | 21        |

## 图表目录

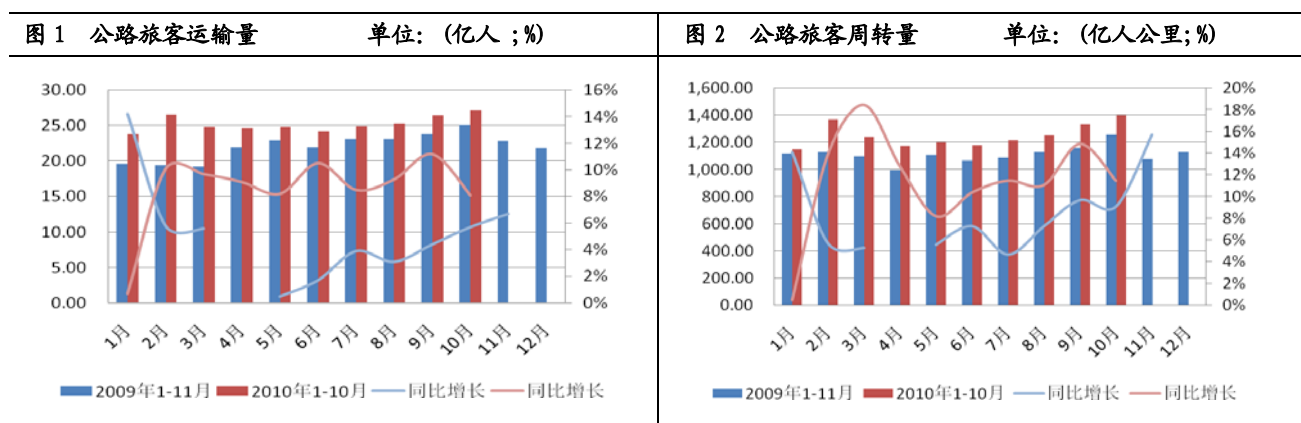
|      |                        |    |
|------|------------------------|----|
| 图 1  | 公路旅客运输量                | 4  |
| 图 2  | 公路旅客周转量                | 4  |
| 图 3  | 公路货物运输量                | 4  |
| 图 4  | 公路货物周转量                | 4  |
| 图 5  | 全社会交通固定资产投资额           | 5  |
| 图 6  | 公路建设固定资产投资额            | 5  |
| 图 7  | 民用汽车保有量比较              | 5  |
| 图 8  | 2010 年乘用车销量比较          | 5  |
| 图 9  | GDP 增速同比(季)            | 6  |
| 图 10 | 工业增加值增速同比(月)           | 6  |
| 图 11 | 各行业估值比较                | 8  |
| 图 12 | 铁路基础建设和设备投资(年)         | 11 |
| 图 13 | 铁路网络组成构架               | 12 |
| 图 14 | 铁路路网密度                 | 12 |
| 图 15 | 多视角看铁路建设               | 12 |
| 图 16 | ‘十二五’铁路基础建设投资          | 13 |
| 图 17 | ‘十二五’铁路基建投资增速          | 13 |
| 图 18 | 各国高铁营运里程               | 14 |
| 图 19 | 各国铁路路网强度               | 14 |
| 图 20 | 铁路轨道交通设备投资(月)          | 15 |
| 图 21 | 我国铁路机车保有量(年)           | 16 |
| 图 22 | 我国铁路货车保有量(年)           | 16 |
| 图 23 | 我国铁路客车保有量(年)           | 16 |
| 图 24 | 我国动车组保有量(年)            | 17 |
| 图 25 | 铁路旅客发送量                | 18 |
| 图 26 | 铁路旅客周转量                | 18 |
| 图 27 | 铁路货物发送量                | 18 |
| 图 28 | 铁路货物周转量                | 18 |
| 图 29 | 铁路年运量占全国运输总量           | 19 |
| 表 1  | 高速公路板块收入及利润情况          | 6  |
| 表 2  | 上市公司参、控股项目一览表          | 7  |
| 表 3  | 重点关注公司 PE 比较           | 8  |
| 表 4  | 铁路建设规划预期               | 11 |
| 表 5  | 重点中西部地区预期 ‘十二五’ 铁路建设规划 | 15 |

## 一、多元化经营+估值修复，探寻 2011 年高速公路行业投资标的

### 1、2010 年公路运输经济运行情况回顾

#### 1.1、公路客运量、旅客周转量稳步增长

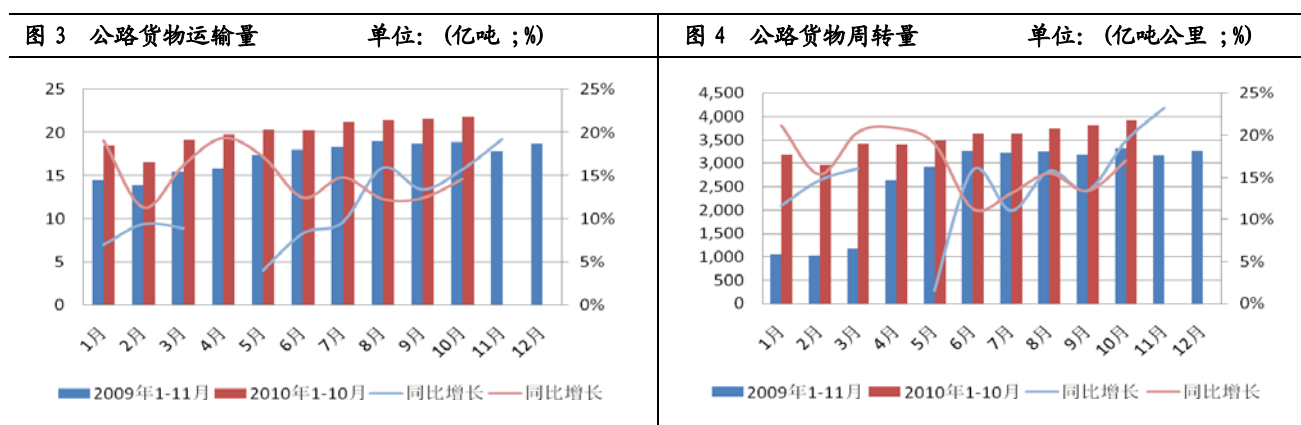
公路旅客运输量实现稳步增长。10 月份，全社会公路运输完成客运量和旅客周转量分别为 27.1 亿人和 1,401.4 亿人公里，同比增长 8.1%和 11.5%。1 至 10 月份，累计完成公路客运量和旅客周转量分别为 252.7 亿人和 12,525.4 亿人公里，同比分别增长 8.1%和 10.7%。



资料来源：东海证券研究所

#### 1.2、公路货运量、货运周转量保持较快增长

公路货物运输量保持较快增长。10 月份，全社会公路运输完成货运量和货物周转量分别为 21.8 亿吨和 3,913.4 亿吨公里，同比增长 14.6%和 17.0%。1 至 10 月份，累计完成公路货运量和货物周转量分别为 200.7 亿吨和 35,330.7 亿吨公里，同比增长 14.7%和 16.5%。

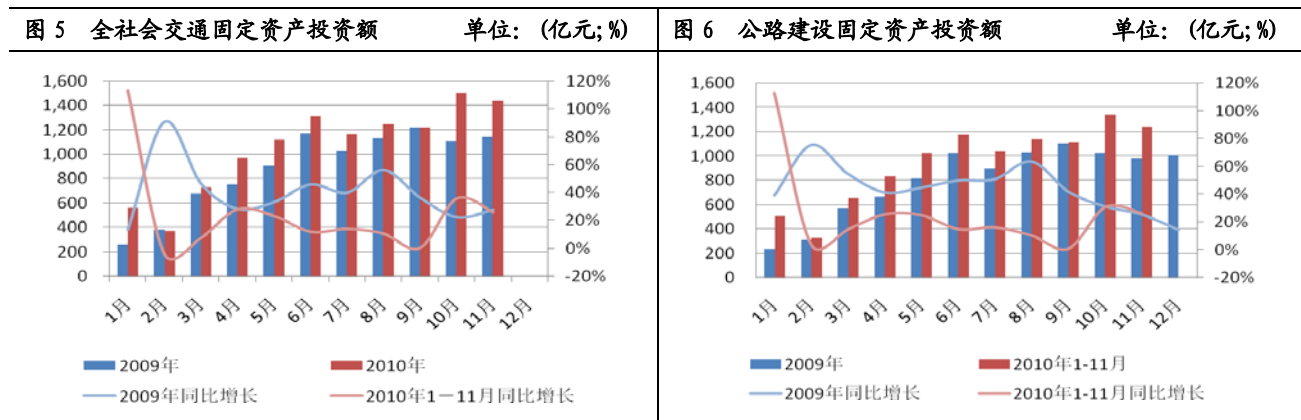


资料来源：东海证券研究所

## 2、影响行业发展诸因素运行情况良好

## 2.1、公路固定资产投资虽保持快速增长，但增速较去年同期已明显放缓

交通固定资产投资增速放缓。11月份，全社会完成交通固定资产投资1,444.1亿元，同比增长25.71%。1至11月份，全社会累计完成交通固定资产投资11,661.63亿元，同比增长18.82%，与上半年相比放慢2.58个百分点，与去年同期相比放慢18.9个百分点。年初至今，公路固定资产投资也呈现增速同比下降的态势。11月份，公路固定资产投资1,237.49亿元，同比增长26.34%。1-11月份，公路固定资产投资额为10,395.83亿元，同比增长20.08%，但是比去年同期下降24.33个百分点。

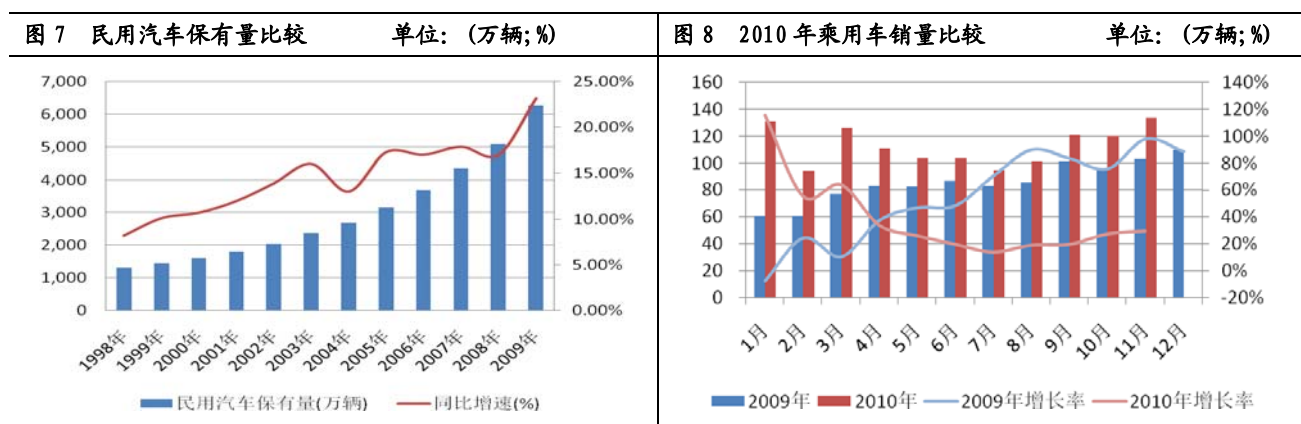


资料来源：东海证券研究所

## 2.2、乘用车销量持续攀升，11月创历史新高

2005年-2008年，我国汽车保有量增长较为稳定，但是增速有所放缓。2008年由于国内经济疲软导致需求不振，汽车保有量增速略有下滑。但是，汽车振兴规划的及时出台，有效的刺激了汽车销量的增长。2009年全国民用汽车保有量达6,280.61万辆，同比增长23.16%，增速创历史新高。

中汽协统计数据现实，11月全国乘用车销量为133.98万辆，同比增长29.27%，创历史新高。1-11月，全国乘用车销量达1,244.04万辆，同比增长35.05%。今年年初，全国乘用车销量延续了去年高速增长的趋势，但是一季度呈逐月下滑态势，二季度开始增速较去年明显放缓。不过我国乘用车火爆的销售局面，使得乘用车销量增速依然保持在20%以上。



资料来源：东海证券研究所

## 2.3、宏观经济指标走势平稳

我国三季度经济呈现企稳态势。2010 年前三季度国内生产总值为 268,660 亿元，按可比价格计算，同比增长 10.6%，比上年同期加快 2.5 个百分点。PPI 同比增长 4.3%，与上月持平；月环比折年率上升 3%，是连续 3 个月大幅下降后的首次回升。总体上看，宏观经济向好趋势已经基本明确。交通运输与宏观经济关联性极强，向好的宏观经济环境将有助与交通运输行业平稳发展，特别是对公路运输客、货运量增长提供有力支持。

图 9 GDP 增速同比(季)

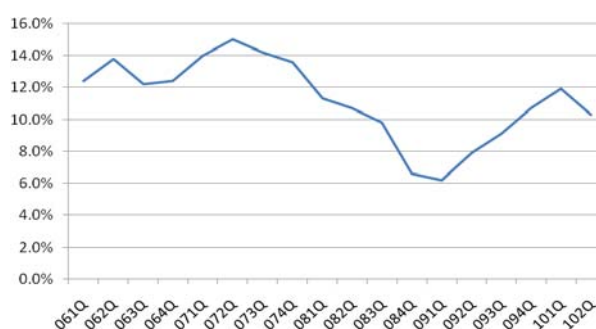
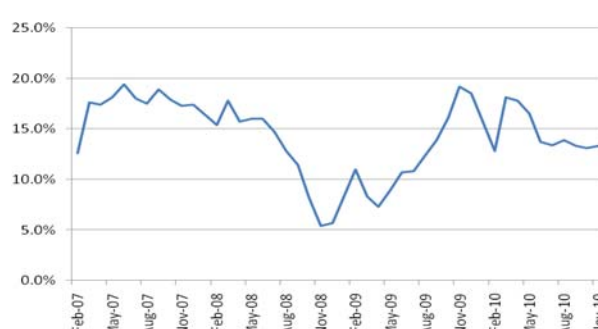


图 10 工业增加值增速同比(月)



资料来源：东海证券研究所

## 3、2011 年投资策略——多元化经营+估值修复

从上面影响行业发展的三个因素分析来看，高速公路板块所处宏观运行环境良好，这将给予行业一个较好的发展空间。2010 年前三季度，高速公路行业实现营业收入 242.39 亿元，同比增长 21.8%；归属于上市公司股东净利润 90.54 亿元，同比增长 22.44%。从今年前三季度的数据看，上市公司经营情况比去年有较好改善。一个原因是去年基数较低，另外宏观经济好转是最主要原因。我们认为，在行业宏观环境运行良好的前提下，行业可以保持在 10%~15%左右的年增速。

表 1 高速公路板块收入及利润情况

| 高速公路行业    | 营业收入(亿元) | 同比增长   | 归属母公司股东净利润(亿元) | 同比增长   |
|-----------|----------|--------|----------------|--------|
| 2009      | 285.92   | 7.99%  | 99.08          | 13.87% |
| 2010 年三季度 | 242.39   | 21.80% | 90.54          | 22.44% |

资料来源：东海证券研究所

影响高速公路上市公司业绩的变量较少，车流量和单车通行费标准基本上就决定了上市公司的收入情况，而车流量的增长要取决于宏观经济的状况，单车通行费收费标准则处于常年不变的状况。近期皖通高速上调了收费标准，这一举措将较为明显的提升公司业绩，上调通行费标准对公司明年的业绩增幅影响较大，但是长期看，高速增长势头无持续动力。

所以，我们认为在即将到来的 2011 年，高速公路行业的投资机会来自于两个方面：一是已有较为成熟的

辅业支持，多元化经营初具规模的公司；二是资产质地优质，经营状况良好，价值被明显低估的公司。我们将依据上述两主线，寻找 2011 年高速公路板块的投资标的。

### 3.1、从多元化经营角度，寻求投资标的

无论是延长收费年限，还是提高通行费标准，对上市公司业绩都只是能起到短期刺激的作用，无法给上市公司业绩带来爆发式增长，也无法带来持续快速增长，是治标不治本的方法。另外，通过修新路或者收购大股东路产的方式来扩张主业，是上市公司比较青睐的发展方式。但是我们认为，新修路产所处位置不如已有路产好，而且车流量需要三至五年的培育期，短期内甚至可能会摊薄公司业绩。所以我们认为，上述办法都不是解决高速公路上市公司快速发展的有效途径。

我们的观点：高速公路板块内上市公司若想在二级市场上有优异表现，只凭借“外力”是远远不够的，还需依自身现金流充裕的特点，积极发展辅业，真正实现多元化经营，为业绩提升另辟蹊径。从多元化经营角度考虑，我们推荐东莞控股(000828)和五洲交通(600368)。

**表 2 上市公司参、控股项目一览表**

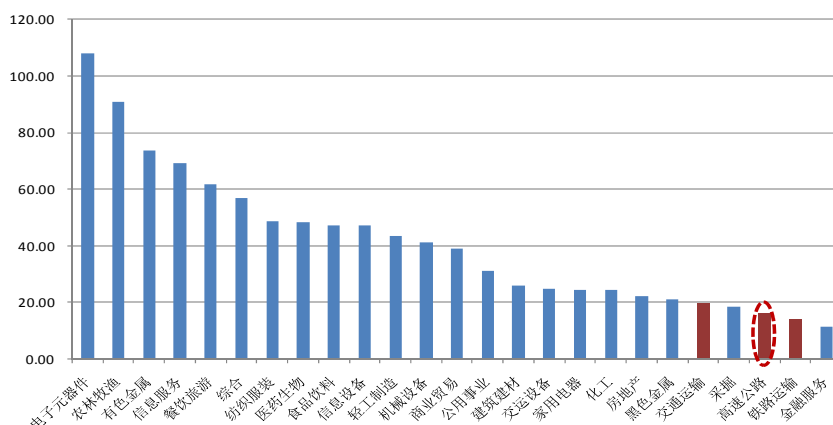
| 上市公司         | 参股、控股项目        |
|--------------|----------------|
| 东莞控股(000828) | 东莞证券 20%       |
|              | 东莞信托 9%        |
|              | 东莞长安村镇银行 5%    |
| 五洲交通(600368) | 凭祥国际物流园 70%    |
|              | 金桥农产品批发市场 70%  |
|              | 五洲房地产项目        |
|              | 现代国际房地产项目(已交付) |
| 悦达投资(600805) | 悦达起亚 25%       |
|              | 京沪高速沂淮段 21%    |
|              | 准格尔乌兰渠煤矿 100%  |
| 赣粤高速(600269) | 烟家山核电站 24.5%   |
|              | 铜鼓温泉小城镇        |
|              | 彭泽核电站 20%      |
|              | 国盛证券 12.98%    |
|              | 信达地产 6.58%     |
| 中原高速(600020) | 中原信托 33.28%    |
|              | 秉原投资控股 100%    |
|              | 英地置业 98.18%    |
|              | 高速房地产公司 19%    |
| 重庆路桥(600106) | 重庆银行 8.48%     |

资料来源：东海证券研究所

### 3.2、从估值修复角度，寻求投资标的

从估值角度看，由于受到收费年限问题的制约，高速公路板块估值始终无法得到提升。这也是高速公路板块在二级市场表现难以超越大市的一个主要原因。接下来，我们将从估值修复角度，寻找资产质地优质，经营状况良好，价值被明显低估的公司。从下图我们不难看出，交通运输板块在 A 股市场的一级行业分类中，估值水平极低，而公路、铁路子板块则要更低，仅次于金融服务，行业具有较好的安全边际。

图 11 各行业估值比较



资料来源：东海证券研究所

下表为我们重点关注的上市公司市盈率比较，可以看出悦达投资(600805)是板块内上市估值较低的上市公司，且完全符合我们投资策略的前提条件——‘资产质地优质，经营状况良好’。特别要说明的是悦达投资，悦达投资不仅主营业务经营情况良好、估值低，而且其参股的京沪高速沂淮段和悦达起亚也为公司带来了丰厚的投资收益。也就是说，我们的两条投资主线公司全都符合，所以我们重点推荐悦达投资。

表 3 重点关注公司 PE 比较

| 证券代码      | 证券简称  | 市盈率 (PE, TTM) |
|-----------|-------|---------------|
| 600106.SH | 重庆路桥  | 53.82         |
| 600368.SH | 五洲交通  | 25.18         |
| 000828.SZ | 东莞控股  | 21.26         |
| 601107.SH | 四川成渝  | 19.04         |
| 000916.SZ | 华北高速  | 18.28         |
| 000429.SZ | 粤高速 A | 17.88         |
| 600033.SH | 福建高速  | 17.07         |
| 600548.SH | 深高速   | 16.20         |
| 600012.SH | 皖通高速  | 14.45         |
| 600020.SH | 中原高速  | 14.44         |
| 600377.SH | 宁沪高速  | 14.06         |
| 600350.SH | 山东高速  | 13.77         |
| 600035.SH | 楚天高速  | 13.50         |
| 000900.SZ | 现代投资  | 12.68         |
| 600805.SH | 悦达投资  | 12.20         |
| 600269.SH | 赣粤高速  | 9.72          |

资料来源：东海证券研究所

## 4、重点推荐公司简评

### 4.1、东莞控股(000828)：金融股权助公司业绩更上一层楼

目前，公司拥有莞深高速一、二期、三期 100% 股权；龙林高速 100% 股权；虎门大桥 11.1% 股权。公司高速公路主业稳健发展，尤其是在去年四季度莞深高速三期石碣段通车后，困扰公司多年的北段断头路与其他高速公路实现联网，公司经营的各路段车流明显增加。

2010 年上半年，公司实现投资收益为 5,027 万元，同比下降 1.3%，占公司净利润的 30.1%。公司投资收益主要来源于持有东莞证券的 20% 股权，及持有虎门大桥的 11.11% 股权，分别有 2,311 万元和 2,267 万元。9% 东莞信托的股权也贡献了 450 万元的投资收益。公司未来看点之一便是手中持有的金融股权——东莞证券和东莞信托。

根据我们前期调研情况了解到，东莞证券做大做强的动力很强。2008 年东莞证券扩张了 5 家营业部，今年规划新建 10 家。东莞证券现阶段最主要的业务就是经纪业务，近两年资产管理业务也得到了较快的发展，推出了相应的理财产品。投行业务在之前的几年也有了较好的积累，今年的目标是完成 8,000 万的收入，东莞市与相同 GDP 规模的城市相比，符合上市要求的公司也有很多，但是上市公司却偏少。一般来说，本地公司 IPO 都由本地券商来，所以东莞证券投行业务未来有较为广阔的发展空间。今后，公司从所持东莞证券股权获得的投资收益将不可小觑。

预计公司 10、11、12 年能够实现基本每股收益 0.38 元、0.46 元、0.55 元/股，按照 12 月 23 日的收盘价 6.75 元计算，目前公司股价市盈率为 17.76X、14.67X、12.27X。我们给予公司“增持”评级。

### 4.2、五洲交通(600368)：主业完成质变，辅业锦上添花

目前公司主要经营坛百高速、筋岑高速、平王路、南梧路和金宜路五条收费公路，以及房地产和物流业务。今年 4 月 13 日，广西筋竹至岑溪高速公路建成通车，较上年同期相比增加了岑罗高速公路收入。又在 9 月份完成了坛百高速剩余 68% 股权的收购事宜，使得该段路产今后可以纳入公司报表。坛百收购完成后，高速公路营运里程将从原来的不足 30 公里，增加到 217 公里，公司收费公路业务将有一个质的飞跃。

公司拥有的金桥农批市场和凭祥物流园，将成为公司未来业绩出现爆发式增长的动力源泉。通过我们实地调研金桥农批市场的情况来看，一期预计在今年年底开业。预计 2010 年贡献收入 4 亿元，贡献净利润超过 5,000 万元。二期交易棚用地平整工作已基本完成，随时可以进行施工，半年左右即可完工，最快三个月就可以完成该项工程，一二期全部完成大概需要 2~3 年。交易行每套 160 平米，一期销售价为 6,000 元/平，二期销售价为 8,000 元/平。一期 2010 年可贡献收入 4.3 亿元左右，土地成本为 80 万元，建筑成本 1,500 元/平。市场成熟后每年交易量在 400 万吨以上，交易额可达 80 亿元以上。全部项目投产要到 2015 年，最快可在 2013 年完成。

五洲国际项目可供销售面积为 73,000 平方米，其中住宅面积 63,000 平方米、商业面积 10,000 平方米，住宅销售均价约为 9,500 元/平方米，周边商业地产项目价格在 4~5 万元/平方米左右，目前预售部分主要是住宅，合同规定交房时间为明年 2 月，预计明年将会进入结算期，大概可以贡献 2.7 亿元利润。

目前，凭祥物流园区已经摆脱亏损的状况。公司将“房地产物流”做为该项目未来发展的方向，随着东

盟自由贸易区规划逐步，我们相信公司该项业务将成为未来业绩增长的亮点。

预计公司 10、11、12 年能够实现基本每股收益 0.47、0.68、0.74 元/股，按照 12 月 23 日的收盘价 7.75 元计算，目前公司股价市盈率为 16.49X、11.40X、10.47X。我们给予公司“增持”评级。

#### 4.3、悦达投资(600805)：收费公路提供持续现金流，汽车销售提供业绩持续增长动力

公司目前有三块主营业务：分别是制造业、交通业和煤炭采掘业，并参股悦达起亚和京沪高速沂淮段。

2010 年中期，公司参股 25%的东风悦达起亚汽车有限公司，为公司贡献投资收益 2.83 亿元，占利润总额 67.7%。上半年悦达起亚共生产汽车 16 万辆，同比增长 65%；销售汽车 16.1 万辆，同比增长 77%，在全国乘用车行业市场占有率达 3%。受益于经济复苏，公司收费公路业务效益均有不同程度增长。今年上半年，为公司贡献投资收益 1.62 亿元，占利润总额 38.76%。京沪高速(公司拥有 21%股权)实现通行费收入 14.36 亿元，同比增长 20.53%；西铜高速实现通行费收入 3,012 亿元，同比增长 19.97%；徐州通达实现通行费收入 6,902 万元，同比增长 3.55%。今年上半年，乌兰渠煤矿销售煤炭 49.58 万吨，实现收入 8,446.36 万元。乌兰渠露天煤矿自去年下半年正常生产以来，通过强化采区管理，合理安排运输道路，提高了产量。

公司参股的悦达起亚汽车生产销售业务仍将持续快速发展；参股、控股的收费公路业务是將为公司提供稳定的现金流及投资收益；煤矿采掘业务则是公司未来的重点发展方向；制造业未来将成为影响公司业绩最不稳定因素。基于上述考虑，我们强烈看好公司未来发展前景。预计公司 10、11、12 年能够实现基本每股收益 1.10 元、1.29 元、1.41 元/股，按照 12 月 23 日的收盘价 15.63 元计算，目前公司股价市盈率为 14.21X、12.12X、11.09X。我们给予公司“买入”评级。

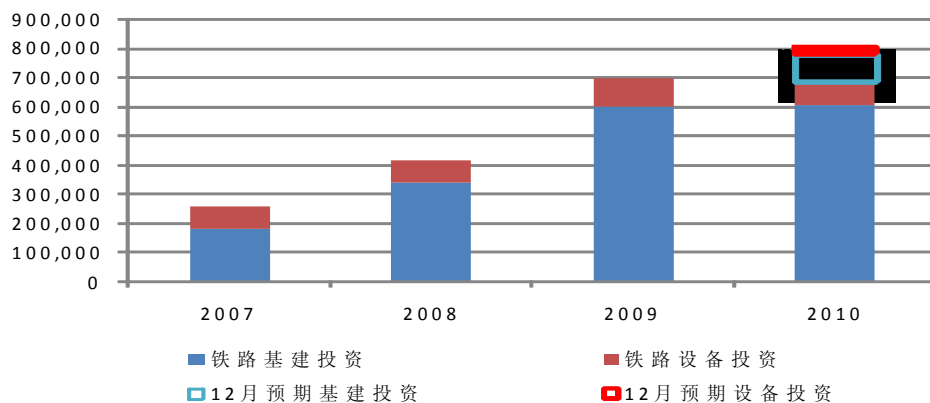
## 二、2011 年铁路行业 – 投资规模空前，行业发展迅猛

### 1、2010 年铁路行业回顾

2010 年 1-11 月全国共完成铁路固定资产投资 6,878 亿元，同比增幅 35.58%，较 2009 年增速略有下降，导致这一现象的主要原因是我国铁路建设一直滞后于经济发展和其他运输渠道的建设，2009 年我国对铁路建设投资金额不大导致基数较小。截止 11 月底基础建设类共计投资 6,067 亿元，同比增长 35.52%，轨道交通设备类投资 811 亿元，同比增长 39.75%。按年初铁道部计划用于我国 2010 年铁路固定资产投资的预算，2010 年 12 月单月，铁路基础建设投资和轨道交通设备投资分别仍有 933 亿元和 214 亿元左右将投放。我国铁路行业的快速发展主要依赖于来自中央和地方政府的投资，从基础建设、到轨道设备最终到铁路运输，带动整条产业链的快速增长。从目前来看，我国铁路建设的步伐刚刚提速，正带领整个产业链步入未来的黄金时期。

图 12 我国铁路基础建设和设备投资

单位：(亿元)



资料来源：CEIC 东海证券研究所

为抵御近年来最为严重的全球经济危机对我国经济的影响，政府推出了全面的救助政策，一改经济危机前的紧缩态势，转而采用宽松的货币和财政政策，目标是确保中国经济平稳发展。正因如此，铁路行业作为国内长时间滞后的于经济发展的行业受到了空前的关注与支持。2008 年 11 月底颁布的《中长期铁路网规划》（2008 调整版）在原有规划上提出了适度的超前和扩大建设规模，将原有建设规模增肥。原定计划中，到 2020 年预计我国铁路营业里程将达到 10 万公里，其中客运专线 1.2 万公里，复线和电气化铁路分别占比达到 45% 和 50%。根据新规划，到 2020 年全国铁路营业里程将达到 12 万公里以上，其中客运专线达到 1.6-2 万公里，铁路网络电气化和复线比例达到 60% 以上，主要繁忙干线实现客货分离。建造规模的扩大，预示着我国未来 10 年中用于铁路建设的投资也将相应增加。

表 4 铁路建设规划

|                   | 营业里程 | 客运专线 | 复线里程 | 电气化铁路 |
|-------------------|------|------|------|-------|
| 原有规划目标            | 10   | 1.2  | 4.5  | 5     |
| 铁路中长期规划（2008 调整版） | 12   | 2    | 6    | 7.2   |

资料来源：铁道部网站 东海证券研究所

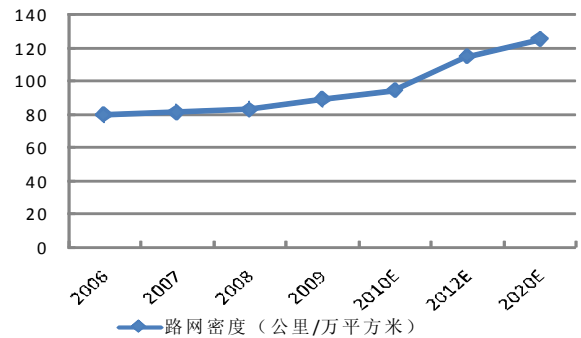
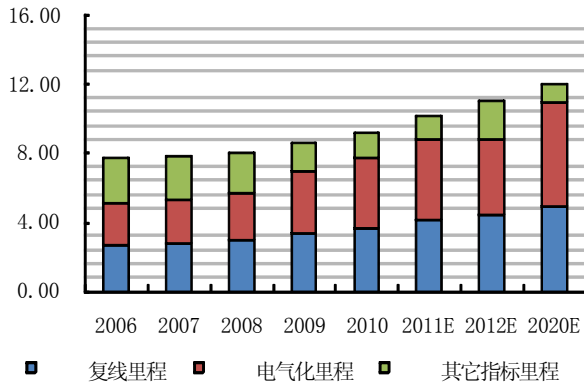
随着 2008-2009 年大面积的铁路建设开始建设,从 2010 年起我国进入了铁路建设的收获期,随着多条铁路相继竣工通车,国内铁路路网密度也随之出现明显增长,据不完全统计,截止 2010 年 1-11 月,我国铁路营业里程约为 9.07 万公里,其中复线和电气化铁路里程分别为 3.61 万公里和 3.92 万公里。基本符合铁道部对于我国铁路建设进程的规划。

图 13: 我国铁路网络组成构架

单位: (万公里)

图 14: 我国铁路路网密度

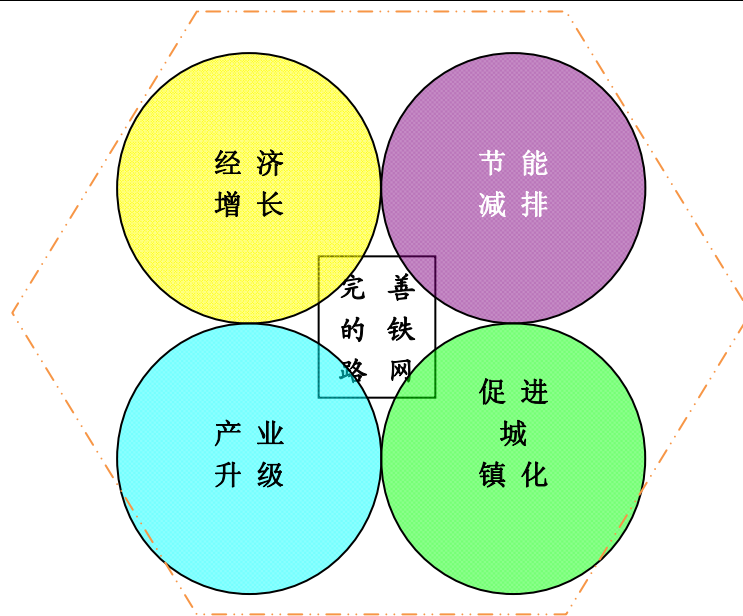
单位: (公里/万平方米)



资料来源: WIND 东海证券研究所

## 2、支持行业发展的动力

图 15 多个视角看铁路建设



资料来源: 东海证券研究所

我们认为我国大规模的铁路建设并不仅仅是因为我国铁路建设规模滞后这一单一原因,其目的应结合中国现阶段经济状况、产业升级的步伐、节能减排的目标和促进城镇化进程等多方面考虑。首先为防止中国经

济在 2008 年全球经济危机时进一步下滑，中央政府提出了全国将投资 5 万亿用于发展中国铁路网络的目标，时至今日可以初步肯定这一决策的正确性，同时国外欧美等国也先后计划效仿中国这一举措。提出在本国建设高速铁路网络，创造就业机会，带动经济增长。其次，我国在 2009 年超越日本，在产量上成为世界第二大制造大国，然而从质量方面看，我国更多制造业产能集中在中低端水平，附加值较低，主要依靠廉价劳动成本和资源与国外企业竞争。高端制造业领域里中国制造比例较少，很难与国外企业正面抗衡。高速铁路的建设作为中国铁路建设的排头兵备受瞩目，高铁所用轨道车辆、工程机械和上游行业的相关配件都隶属于高端制造业，与我国近期提倡的产业升级改变我国制造业‘大而不强’的现状，‘从制造业大国到制造业强国’的转变目标相互呼应。再次，‘促进区域协调发展，积极稳妥推进城镇化’这一目标作为我国未来发展的另一主要方针得到了高度重视，根据国外已有高铁国家的发展现状分析，在高速铁路建成后，其中沿线和节点城市的人口增长以及城镇发展速度都远高于其它地区。最后，相比较其他运输方式，铁路运输的主要优势在于，准确性、连续性和能耗等方面，单车运能明显高于其他交通工具，正因为这些原因全国范围内铁路建设的步伐才逐步加快。我们认为，中国铁路建设仍处于加速期，即使届时顺利完成《铁路中长期规划》的目标，对于中国铁路建设来看，也应属于一个新的起点而不是终点。

### 3、2011 年各级产业链展望

#### 3.1、铁路基础建设—重点关注区域振兴

我们的观点，2011 年作为整个产业链最先受益的铁路基础建设行业，已经度过快速增长期，未来增长速度趋于平缓。随着我国东部地区主要干线相继竣工，建设重点将逐步延伸至中西部地区。关注重点区域内拥有竞争优势的基础建设类企业。

##### 3.1.1 投资规模不减，市场需求巨大

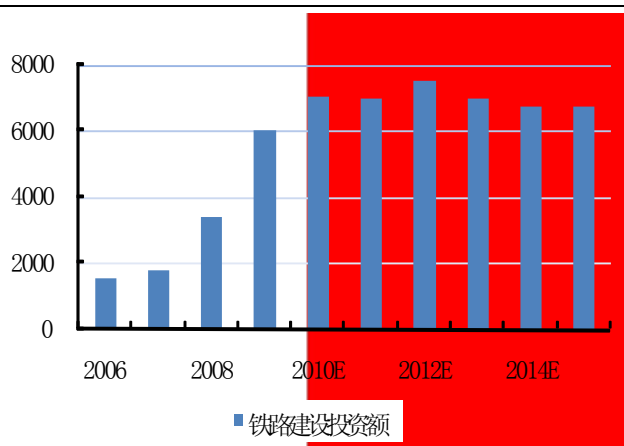
对于‘十二五’期间铁路基础建设的投资额度，市场上曾众说纷纭。近期在刚刚闭幕的第七届世界高铁大会上，我们最终得到证实，未来 5 年内我国对于铁路基础建设投资将达到 3-3.5 万亿元左右，同比‘十一五’期间的基础建设投资额度预计增长 50%-75%。

图 16：‘十二五’预计铁路基建投资

单位：(亿元)

图 17：‘十二五’基建投资增速

单位：(%)



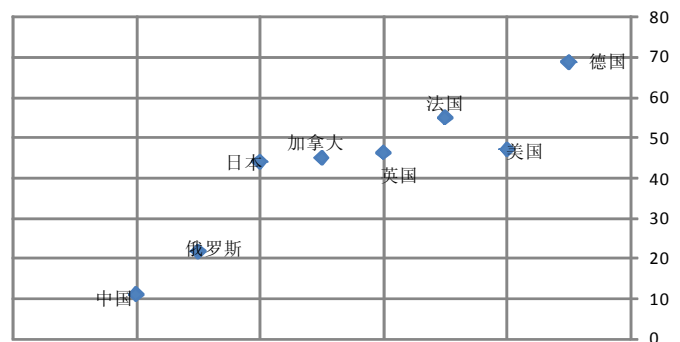
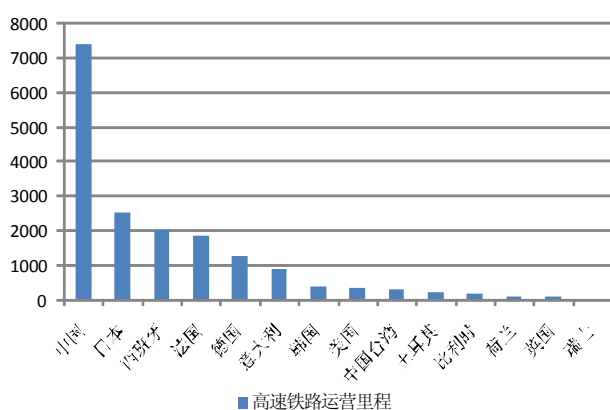
资料来源：WIND 东海证券研究所

截止 2010 年 10 月我国投入运营的铁路总计 9.07 万公里，其中高速铁路里程已达 7,055 公里，在建里程 1 万公里以上。已成为世界上在建规模最大，高速铁路运营里程最长的国家。然而从客观的角度来看虽然国内铁路建设近年内得到巨大成功，但是与国外主要国家相比我国铁路网络仍处于相对落后的位置。从铁路网强度上看，欧美国家中，德国铁路网强度高达 68.7 公里/百平方米，其次是法国 54.8 公里/百平方米，而中国在经过近年来大规模的铁路基础建设，铁路网密度仅为 10.9 公里/百平方米。与德国相差 6.3 倍。因此我们认为，我国铁路建设的步伐仍将继续加速。

图 18：各国高铁运营里程

单位：(公里)

图 19：我国铁路路网强度



资料来源：东海证券研究所

从整体投资金额上看，‘十二五’规划期间用于铁路基础建设的投资虽然高于‘十一五’规划。但是从单个年度上分析，平均每年 7000 亿元的铁路基础建设投资与 2010 年全年的投资额度相比并没有明显增幅。这也意味着行业内公司在未来 5 年从国内市场新接订单数量并不会像 2009-2010 年时出现爆炸式增长。作为国内铁路大建设的最先受益者，铁路基础建设行业已经度过了其高收入、高增长的年代，从而步入了高收入、平稳增长的时期。虽然铁路基础建设投资年增速开始放缓，但是投资金额仍将在未来 5 年中保持在高位。

### 3.1.2、建设地区集中，关注区域性龙头

2009 年以来，我国多次对中西部地区提出区域振兴计划，其中特别针对成渝经济区、甘肃省循环经济区等地，为了调节我国东西部经济失衡的状态。在各区域振兴规划中，中央政府都不约而同的提出了对于当地交通网络现状的改善。就目前状况看，虽然全国范围内的铁路网络建设已经持续了将近 5 年，然而目前我国现已投入运营和即将投入运营的铁路线路主要集中在渤海、长三角和珠三角等沿海地区，而中西部铁路网络的建设步伐在 2010 年下半年才逐渐加速。我们预计，2011 年铁路基础建设的重心将转移至我国中西部地区，其中四川、陕西、甘肃等地将成为重点地区。预计这些区域内投资额度和建造规模都会同比有大幅度增长。

表 5 重点中西部地区预期‘十二五’铁路建设规划

|     | ‘十二五’<br>投资规模 (亿元) | 同比<br>‘十一五’ 增长 | 主要兴建项目                                                                         |
|-----|--------------------|----------------|--------------------------------------------------------------------------------|
| 四川省 | 2,500              | 150%           | ‘7+2’ 工程, 包括 7 条铁路成兰铁路、成贵铁路、成西客专、成渝客专、成昆复线、成康段和巴达铁路; 2 处大规模电气化改造, 成都火车站和达万电气化。 |
| 陕西省 | 2,000              | 123%           | 铁路建设建设包括西宝客专、西成客专、西康二线、宁西二线、黄韩侯铁路及汉中站该工程等。                                     |
| 甘肃省 | 2,400              | 128%           | 重点打造 ‘兰白都市圈’, 铁路线路建设包括, 兰新客专、兰渝铁路、宝兰客专、银川至兰州扩能改造等项目。                           |
| 贵州省 | 3,000              | 139%           | 以贵阳市是为中心建设 ‘贵阳城市经济圈’, 铁路线路建设包括贵广客专、六沾复线、贵昆客专、同仁至玉屏铁路等, 还包括贵阳北站等电气化改造和扩能项目。     |

资料来源: 互联网 东海证券研究所

### 3.2、铁路运输设备

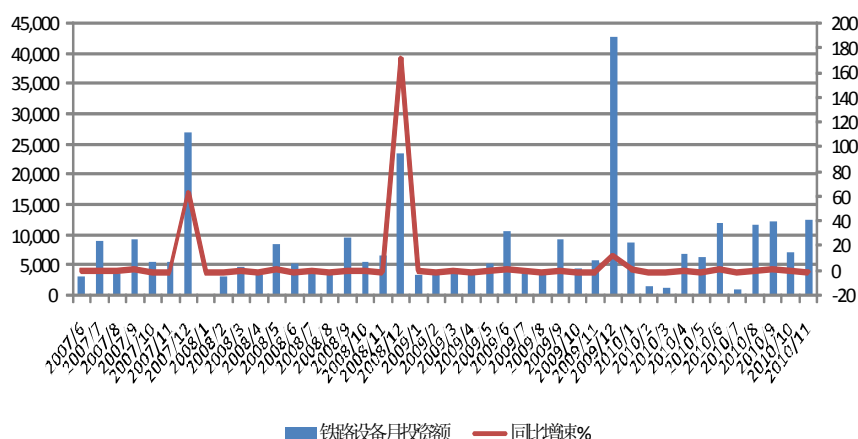
**我们的观点:** 对于 2011 年, 我国轨道交通装备制造商们仍将会把主要精力放在满足国内市场需求上, 对于国外市场的扩张将依然延续前期平稳增长的态势。大批量出口国外的时机尚不成熟。

#### 3.2.1、投资金额逐步加大

从 2010 年起我国铁路建设进入收获期, 即众多在建工程将陆续竣工通车, 轨道交通设备需求量快速增长。截止 11 月我国用于轨道交通设备购置金额总计 811 亿, 同比增长 39.75%。从历史数据上看, 铁道部在每年 12 月份对于轨道交通设备投资较其他月份都有明显提高, 我们预计 2010 年 12 月, 我国铁路基础建设投资额度将在 200-250 亿元, 全年将达到 1100 亿元左右。

图 20 铁路设备投资 (月)

单位: (亿元)



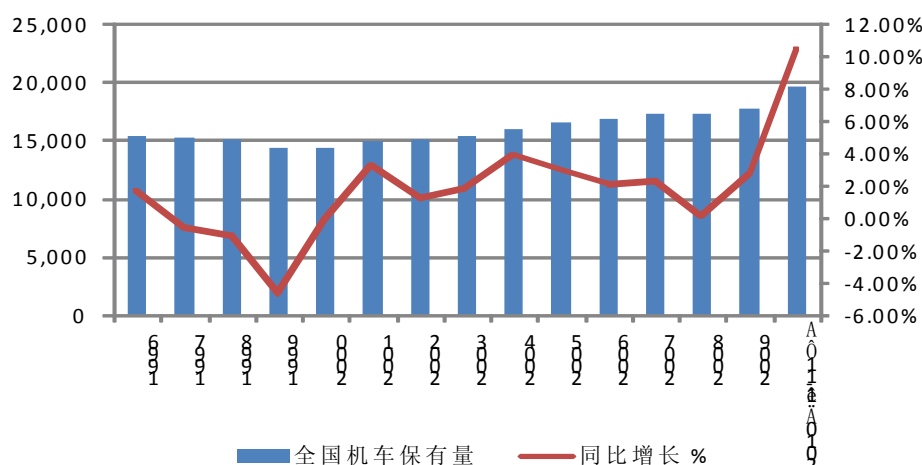
资料来源: CEIC 东海证券研究所

#### 3.2.2、轨道交通车辆需求旺盛

粗略估算截止 2010 年 10 月我国铁路机车、客车和货车保有量分别增加 1870 辆、5424 辆和 37358 辆，其中机车保有量突破 2 万台，大功率机车突破 2500 台，动车组突破 350 标列。高端车型如动车组、大功率电力机车和城轨地铁需求量增速明显，仍将成为行业未来主要收入增长点。

图 21 全国铁路机车保有量（年）

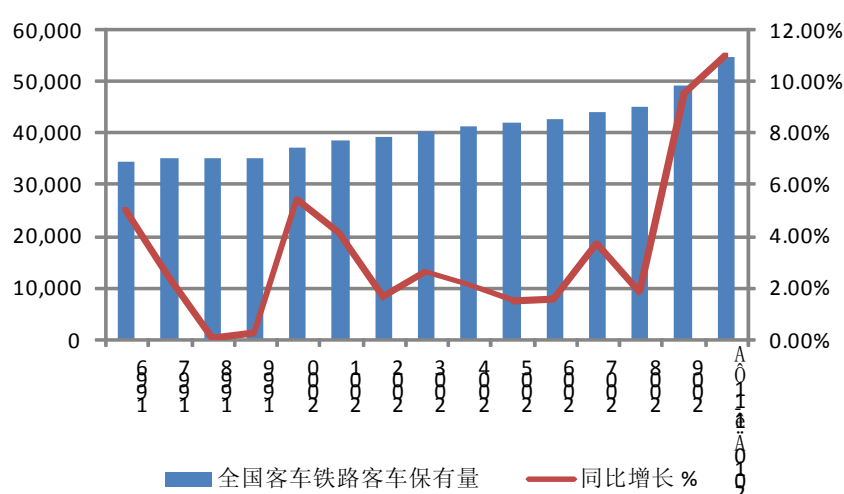
单位：（辆）



资料来源：VSAT 东海证券研究所

图 22 全国铁路客车保有量（年）

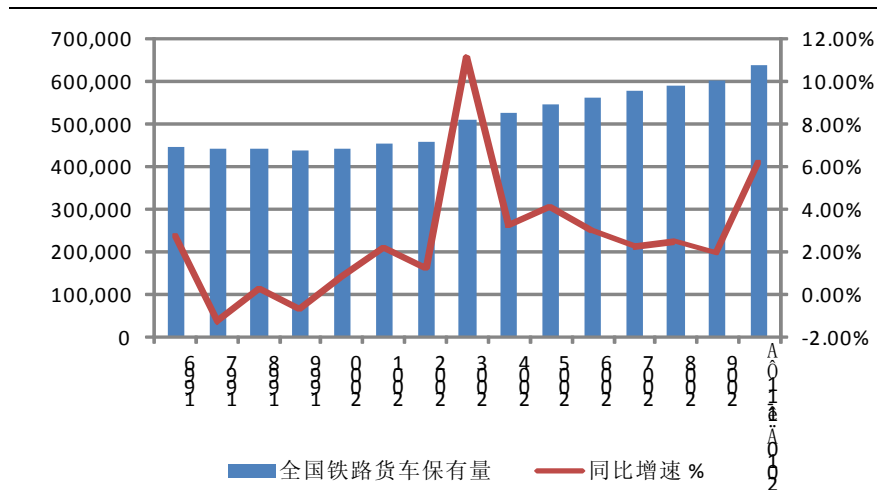
单位：（辆）



资料来源：VSAT 东海证券研究所

图 23 全国铁路货车保有量（年）

单位：（辆）



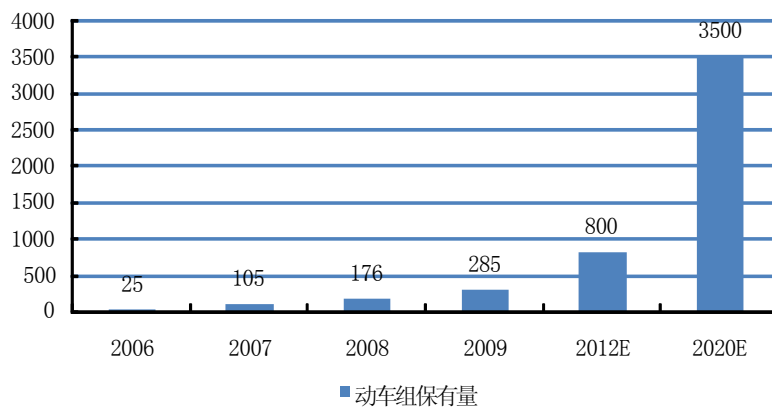
资料来源：VSAT 东海证券研究所

我国轨道车辆发展迅速，2004 年开始与 GE，庞巴迪，阿尔斯通等国外企业合作，引进先进技术改善我国铁路车辆，并在之后的数年中在这一基础上对已有技术进行吸收，改进和创新。最终，使我国在铁路交通车辆领域里达到世界先进水平。

我们认为在未来可预见的 1-2 年内我国对于轨道交通车辆的需求会保持高增长。根据铁道部之前的规划，到 2012 年我国投入运营的大功率机车和动车组保有量分别将达到 7900 台和 800 标列。这一目标与现在已经投入运营的保有量对比相差甚远。

图 24 全国动车组保有量（年）

单位：（辆）



资料来源：WIND 东海证券研究所

与已有高速铁路国家相比，我国对于动车组的需求仍处于起步阶段，动车组保有量和高速铁路比例远低于其他国家。其中法国、德国和日本动车组密度约在 1.85 辆/每公里，韩国和中国台湾地区略低一些动车组密度在 1.48 辆/公里。据不完全统计中国现阶段动车组密度约为 0.38 辆/公里。

对于进军海外市场，我们认为，轨道交通车辆行业比铁路建设产业链内其他行业更具备优势，一方面，国内轨道交通车辆生产商现已具有自主研发和生产的尖端车型，相比国外供应商，无论在技术上还是价格上

都具备优势。另一方面，我国轨道交通设备制造商借第七届世界高铁大会在中国举行之际，与美国 GE、法国阿尔斯通公司签订合作框架协议，目标拓展海外市场，这也为中国轨道交通装备制造业在拓展海外市场的道路上增添了新的优势。

### 3.3、铁路运输——运量平稳增长，运力依然不足

**我们的观点：**作为整个产业链最后受益的行业，现阶段铁路行业并不会获得超额收益的机会。重点关注可作为铁道部融资平台存在资产注入预期和价值低估的公司。

#### 3.3.1 铁路运力瓶颈仍在

2010 年我国铁路旅客发送量和周转量即 2 月份小幅下降后，保持平稳增长；铁路货物发送量和周转量增速呈现出前高后低的增长态势。截止 2010 年 11 月份全国铁路旅客货物累计发送量分别同比增长 9.4% 和 9.93%；周转量分别同比增长 11.5% 和 10.2%，维持了多年来平稳增长的态势。

图 25：2010 年 1-11 铁路旅客发送量 单位：(百万人) 图 26：2010 年 1-11 铁路旅客周转量 单位：(百万人公里)

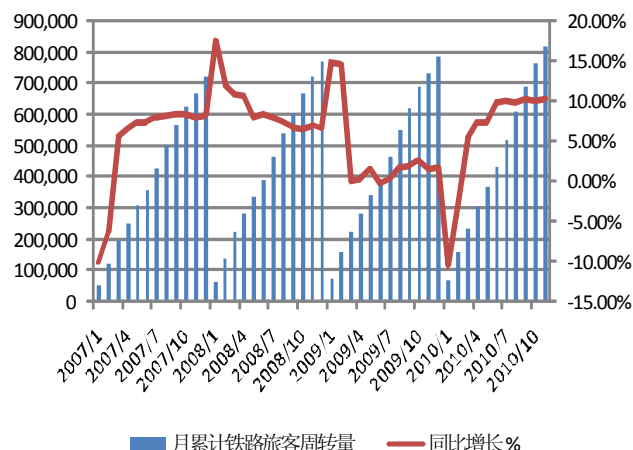
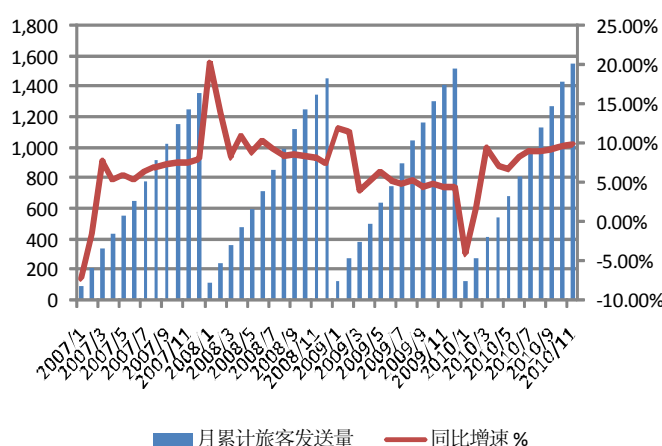
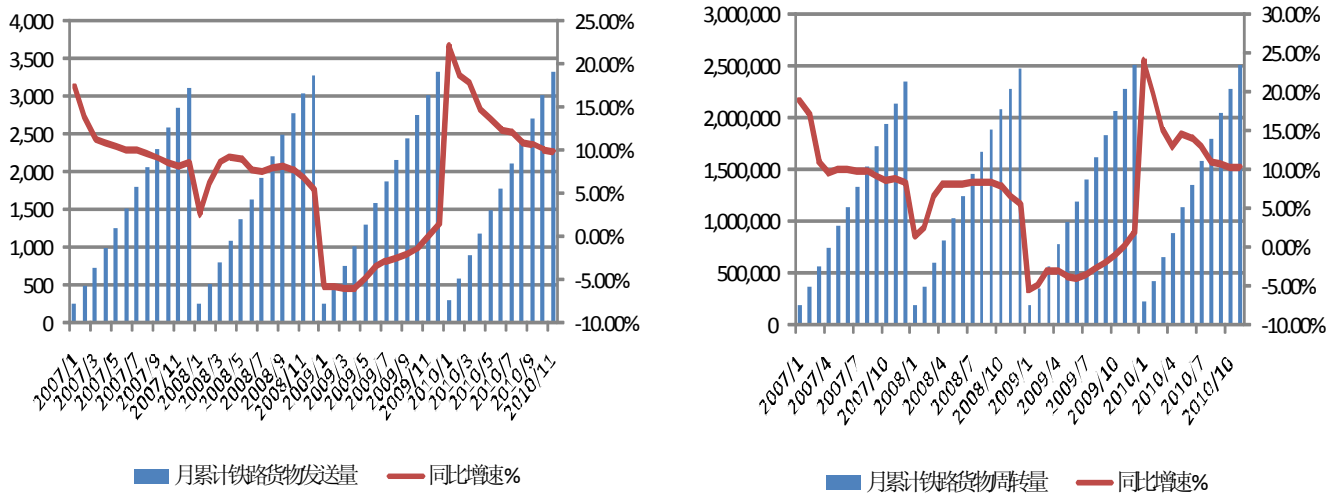


图 27：2010 年 1-11 铁路货物发送量 单位：(百万吨) 图 28：2010 年 1-11 铁路货物周转量 单位：(百万吨公里)

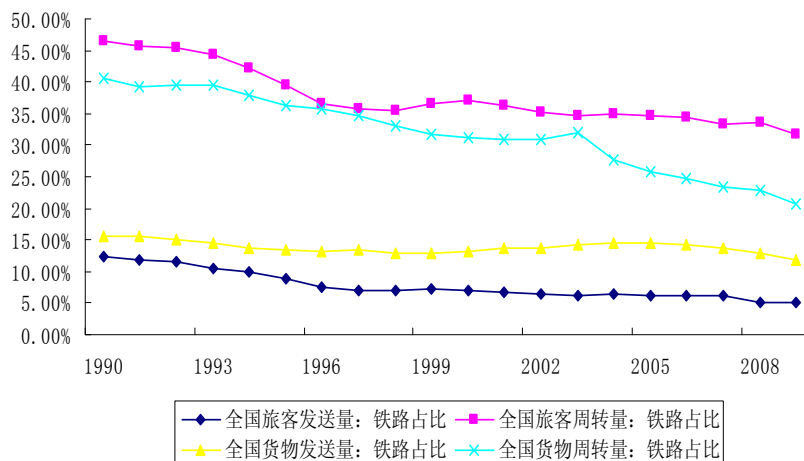


资料来源：CEIC 东海证券研究所

然而，铁路运输行业的运力瓶颈仍未得到有效解决，我国铁路运输网络的建设长时间滞后于其它运输途径的建设，铁路行业运力占全国交通运输行业客货发送量和周转量的比例逐年递减。尽管近年来在全国范围内铁路建设的步伐逐步加快，从国家到地方都受到的高度的关注。但由于铁路建设周期较长，新建运力很难在短时间内一次性得到全面释放，因此至今仍未能改变需求大于供给的窘态。1990 年我国铁路旅客和货物发送量分别占当年全国运输行业客货总发送量的 12.39% 和 15.52%；旅客和货物周转量分别占 46.42% 和 40.53%。到 2009 年底，铁路旅客和货物发送量占比降至 5.12% 和 11.80%，周转量分别降至 31.73% 和 20.67%。

图 29 铁路年运量占全国运输总量的比例

单位：(%)



资料来源：CEIC 东海证券研究所

### 3.3.2 融资、改制、提价谁会先行

要缓解我国铁路运力严重不足的局面，唯一的方法就是加快建设我国铁路建设的步伐。然而经过几年的铁路大规模建设，铁道部目前资产负债率已达历史新高，至此，如何继续筹集资金来完成我国铁路建设成为

不可避免的问题。近期铁道部提出了吸引民营资本投资铁路建设的倡导。希望利用上市公司平台融资、体制改革和提高客货运输价格等措施，继续完成振兴我国铁路运输业重任，然而在过去的半年中这一倡导进展步伐缓慢。

由于我国铁路运输行业一直处于政企合一的经营管理体制下，所以与国外铁路运营商相比有其独特性，长期以来国内铁路运输企业一方面在行业内垄断经营，处于绝对优势；另一方面，在很多时候又必须承担大量的公益性和政策性的职责。久而久之，最终导致了整个行业，价格体系不合理、缺乏机制灵活型和盈利能力低下等问题。由于政府和企业之间缺乏明确的界限，从公众的角度看，我国铁路运输企业更像是政府职能的一部分。即使目前我国铁路运输行业运力面临供不应求的局面，且铁路运输价格无论是客运还是货运都远低于国外其他国家。但是运输价格体系的改革并不存在太大单独变更的可能性，运价体系的改革必须从整个铁路运输行业体制的改革入手。目前我国铁路旅客运输价格体制，采用浮动加价体制，即在特殊节假日期间合理加价。其它时段除特别车型和个别线路出现价格调整外余下线路维持价格不变。与铁路客运相比铁路货运价格调整步伐相对统一，维持每年小幅上涨。最近一次上调货运价格是在 2009 年 12 月 13 日，调整后全国平均每吨公里由原来的 9.61 分提高至 10.31 分。而我国公路货运价格一般在每吨公里 40 分—45 分之间，可见铁路货运价格与公里相比仍有较大差距，也存在更大的上调空间。然而，我们认为短期内全面调整铁路客运价格的时机尚不成熟，在没有制定完善的方案之前铁道部仍会沿用原有的浮动价格的价格体系。而相反，铁路货运由于运输价格低廉需求量巨大，且和公路运输价格存在巨大差距，短期内可能出现价格上调。

由于铁路建设投资资本巨大，铁道部近年来负债比例激增，根据民生银行于 7 月份发布的《2010 年中国交通运输行业发展报告》显示，铁路建设资金来源中，债务融资的比例从 2005 年的 48.83%，上升至 2009 年的 70%。截止 2009 年底，铁道部负债合计预计超过 1 万亿元，资产负债率为 55%以上。按照这一比例计算我们预计 2010 年铁道部至少需要支付 400 亿元的利息，如果继续按照这种方式进行融资，到 2012 年单年利息支出有可能达到 1000 亿元。通过上市公司这一平台进行融资可能是铁道部当下少有的选择中，最快捷和最行之有效的方法。同时铁道部部长刘志军在 2010 年初的全国铁路工作会议上也表示，进一步规范大秦铁路、广深铁路和铁龙物流等铁路上市公司管理，充分发挥融资平台作用，加快已经成熟的股改项目上市的准备工作，择机上市融资。紧接着 2010 年 7 月大秦铁路公布非定向增发，用以收购大股东太原铁路局朔黄段铁路用以扩大运能，至此太原铁路局旗下资产全部整合上市。作为融资平台，大秦铁路起到了标杆的作用。我们预计，其余地方铁路局也同样会效仿太原局的做法，陆续整合优质资产，注入上市公司用以再融资。

#### 4、2011 年投资策略 三条主线

2011 年我们整体看好铁路行业。首先，拉动行业快速发展的原动力就是政府的高额投资和政策扶持。未来五年内对于铁路基础建设行业的投资金额仍将维持在高位，同比上涨 50%-70%。铁路建设的重心将从全面转向重点地区的建设。随着大规模铁路建设的竣工与通车，带动对于轨道交通车辆及配件需求的逐年增大。对于吸引民营资本进入铁路行业的迫切需求，促使铁道部迫切需要通过上市公司这一平台进行融资，同时也将进一步加快了对于铁道部体制改革的步伐。因此，2011 年对于铁路行业的投资应把握 3 条主线。

2011 年由于铁路基础建设重点地区集中，关注区域内拥有绝对优势的企业 — 中铁二局

2011 年基本面稳定，存在资产注入，可成为铁道部进一步吸引民间资本的企业，并受益于铁路行业体制改革的企业 — 大秦铁路。

2011 年在各自细分子行业拥有技术优势和未来发展潜力业务的龙头企业 — 晋亿实业。

## 5、重点推荐公司

### 5.1、中铁二局（600528 增持）

公司立足于四川省是我国西南地区最具优势的基础建设类企业，公司主营业务包括铁路、公路、市政公用工程建设和部分房地产业务。2010年1-9月公司共实现营业收入350.5亿元，同比增长28%；每股盈利0.48元，同比增长61.1%。

作为西南部地区最具优势的基础建设类企业，将成为我国西部地区铁路建设的最先受益者。公司所处四川省为进一步完善省内铁路网络，提出‘7+2’的铁路建设规划，即建造7条出川铁路和2处大规模电气线路改造升级项目。预计未来5年四川省将投入2500亿元左右用于铁路基础建设项目，平均每年投入500亿元，远远高于‘十一五’期间的平均200亿元每年的投资额度。

2011年公司亮点：预计公司2011年公司新签铁路基础建设合同和相关收入均会出现大幅增长。主要原因1. 为打造完善铁路网络，省内铁路基础建设投资力度加大。2. 公司只负责国内建设项目，避免了海外业务风险和汇率波动风险。3. 公司房地产业务占公司主营收入比重极低，政策调控对公司业绩影响不大。

盈利预期，预计公司2010-2012年，每股盈利为0.82、0.98和1.23元，给予“增持”评级

### 5.2、晋亿实业（601002 增持）

公司是铁路扣件行业技术优势最明显的龙头企业，公司是国内唯一一家拥有全套铁路扣件生产技术和产品的企业，公司主营业务包括紧固件、钨钢模具、五金制品、钢丝拉丝和铁道扣件等。2010年1-9月公司共实现营业收入21亿元，同比增长69%；实现每股盈利0.27元，去年同期为-0.02元。

2010年公司对于旗下早期亏损的两家子公司在产品结构上进行调整，截止至3季度，两家子公司全面扭亏为盈。国际市场方面，多个反倾销调查案件也对公司在海外市场的营销情况造成了不小的影响，但随着前期，美国终止对中国紧固件的反倾销调查和近期世贸组织裁定欧盟《反倾销基本条例》有关‘单独税率’的规定不符合世贸组织的规则，要求其尽快消除不符立法。我们预计公司在海外市场的份额会逐步回升。同时国内市场高速铁路建设步伐在未来5年内仍将保持高速。

2011年公司亮点：1. 国际市场需求回暖，2. 国内铁路需求进一步加大

盈利预期，预计2010-2012年，每股盈利为0.37、0.59和0.69元。给予公司“增持”评级。

### 5.3、大秦铁路（601006 买入）

公司是国内唯一一家以铁路货运为主营业务的上市公司，担任着西煤东运的艰巨任务。年煤运量约占全国铁路运煤总量的1/5。2010年1-9月公司实现营业收入310亿元，同比增长30.9%。每股盈利0.23元，同比增长83.9%。

公司在2010年下半年正式收购大股东太原铁路局余下未上市资产，其中股权部分主要包括了朔黄铁路41.16%和巨力装卸有限公司90.2%的股权，其他资产包括了太原局旗下7条铁路干线和5条铁路支线。收购完成后公司管辖的铁路营业里程达到2895公里，增长147%。未收购前公司原有年运力在4亿吨左右，预计2010全年货物发送量即将到达上限。此次收购后，预计可以加大公司年运力2.4亿吨。

盈利预期，预计 2010-2012 年，每股盈利为 0.74、0.82 和 0.98 元。给予公司“买入”评级。

## 作者简介

**陈柏儒：**高速公路行业研究员，北京交通大学技术经济管理专业硕士，毕业后进入东海证券研究所。重点跟踪公司：申万二级子行业高速公路行业、铁路行业所属上市公司

## 评级定义

|               |                                                                                                                                                                            |
|---------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>市场指数评级</b> | 看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%<br>看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间<br>看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%                                                                          |
| <b>行业指数评级</b> | 超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%<br>标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间<br>低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%                                                                |
| <b>公司股票评级</b> | 买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%<br>增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间<br>中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间<br>减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间<br>卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15% |

## 风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

## 免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

## 联系方式

| 北京 东海证券研究所               | 上海 东海证券研究所              |
|--------------------------|-------------------------|
| 中国 北京 100089             | 中国 上海 200122            |
| 西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F | 世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F |
| 电话：(8610) 66216231       | 电话：(8621) 50586660      |
| 传真：(8610) 59707100       | 传真：(8621) 50819897      |