

行业研究

机械行业

评级：强于大势

信达证券股份有限公司

北京市西城区闹市口大街 9 号
院 1 号楼 6 层

分析师：张冬峰

投资咨询执业证书编号：

S1500510120002

010-63081260

zhangdongfeng@cindasc.com

联系人：左志方

010-63081269

zuozhifang@cindasc.com

行业相关报告

高铁长期投资机会来临

行业报告

2011 年 2 月 28 日

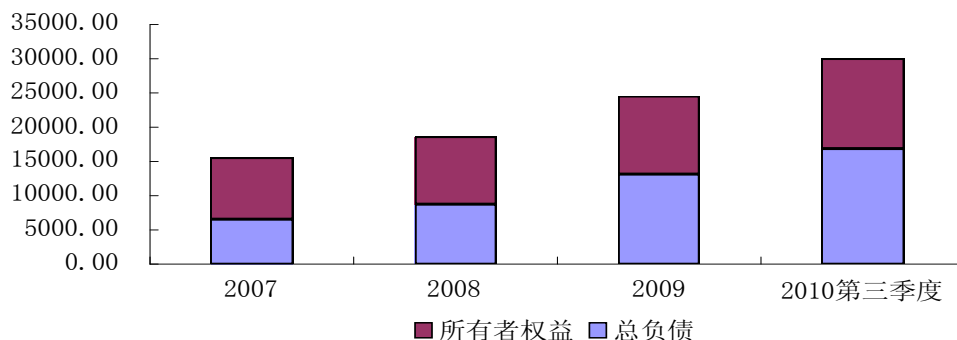
摘要：“刘志军落马事件”引发了高铁板块的短期调整，而铁道部高额的资产负债率又引发了市场对铁道部融资能力的怀疑，以及铁路投资规划可能放缓的担心，进而导致高铁景气是否可以延续的疑虑。我们认为，虽然从数据上来看，铁道部的融资能力已经接近市场的底线，但是考虑到铁路的公共品属性以及各国铁路建设中政府的支持力度，中国高铁建设的巨额资金来源能够保障，高铁景气周期不会放缓。

1、高铁建设资金来源问题：铁道部的融资能力分析

截止 2010 年第三季度，铁道部资产总额是 2.99 万亿元，总负债 1.67 万亿元，资产负债率 56%。负债结构中，长期负债占主要部分，2010 年第三季度长期负债率 67.5%，长期负债以国内银行贷款为主。从偿债能力来看，2008 年 EBITDA 利息倍数为 8.59 倍，长期资本资本化率为 42.57%。根据 2010 年第三季度的资产负债情况，2010 年的 EBITDA 利息倍数不会低于 8，长期资本资本化率约在 40%。从这个角度而言，铁道部偿债能力还处于安全边际之内。

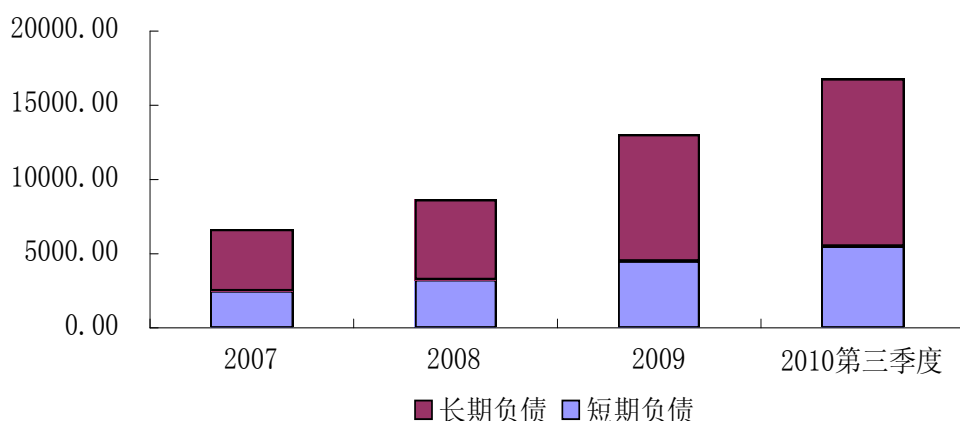
2009 年，铁路总投资 7013 亿元，债务融资增加额 4349 亿元，铁路投资中债务融资占比为 62%。2010 年，铁路总投资 8240 亿元。据媒体报道，“十二五”开局之年的 2011 年，铁路总投资将达到 8500 亿元。如果按照 2011 年全国铁路工作会议上“十二五”铁路规划建设的基本目标，即 2015 年铁路总里程 12 万公里以上，高铁 1.6 万公里的基本目标，则未来 5 年的铁路固定资产投资可能超过 4 万亿元。如果铁路投资全部依赖债务融资，则 2015 年的资产负债率将达到 83.4%；如果按照债务融资 62%的比率，2015 年资产负债率将达到 59.6%。因此，2015 年铁道部的资产负债率将在 59.6%~83.4%之间。

图 1：铁道部 2007-2010 年资产负债状况（亿元）



资料来源：Wind，信达证券研究开发中心

图 2：铁道部 2007-2010 年负债结构



资料来源：Wind，信达证券研究开发中心

注：2010 年第三季度是估算数据

铁道部的融资渠道主要包括中央和地方政府的铁路建设基金、银行贷款和其他债务融资、铁道部自身资本积累、资本市场股权融资等渠道。从铁道部自身资本积累来看，2010 年前三季度的净利润为 29.63 亿元，相对于庞大的投资微不足道；铁路建设基金量相对较小，2009 年税后铁路建设基金 549 亿元；资本市场股权融资还没有大规模展开。这种情况下，似乎只有债务融资这一主要渠道。过去几年，铁道部债务融资额的快速增长也验证了这一点。如果全部依靠债务融资，铁道部的资产负债率在 2015 年必将超过 70%，风险极大。

但是，铁路并不是普通商品，其公共品的属性十分明显，单独对铁路建设和运营进行市场化的风险收益预测得出的结论显然有所偏颇，必须考虑其公共品属性，以及由此带来的其他收入来源，譬如政府补贴等。

纵观全球各国的铁路建设，政府支持不可或缺，甚至在某种情况下政府投资占主导地位，很多国家的铁路建设都有政府强力参与的身影。例如美国政府给予了铁路建设减税、免费赠与土地、吸引海外资金等措施，日本新干线建设采取政府出资、政府担保性融资等多种方式，韩国铁路建设资金来源甚至直接采用了发行国债的方式进行。中国的铁路建设虽然由铁道部主导，但是显然具备中央政府的隐形背书，中央政府在铁路建设中的主导地位十分重要。虽然部分城市铁路建设有地方政府参与，甚至有部分民间资金和外国资金的身影，但是总体而言中央政府是最重要的因素。

高铁建设的重要意义在此不再累述，中央政府层面已经规划的铁路建设计划不会因为某个突发因素，特别是某个人的原因而改变。至于铁路建设的资金来源，市场似乎不用过分担心，尚且不说铁道部的资产负债率达到 70% 的“破产线”，中央政府的财政实力和融资能力是铁路建设最有力的担保。另外，在中国特殊的金融体系中，国有银行占主导地位能够提供铁路建设足额的贷款，资本市场也具备了相当的深度，即便是静态来看，铁路建设资金的来源也具备充分的保障。当然，如果铁道部运行效率提高，内部管理机制改善，融资渠道将更加多样化，那

么铁路建设将在规划预期内下有序的进行。

2、 高铁长期投资机会来临

自高铁板块调整以来，中国南车和中国北车分别调整了 12.1%和 16.5%，Wind 高铁指数调整幅度在 5%，长期投资机会已经来临。给予高铁板块“强于大势”评级。

中国南车手持订单 940 亿元，中国北车订单量 1400 亿元左右。预计 2011 年、2012 年，南车和北车的收入增速在 40%左右，给予“买入”评级。

风险提示：铁路建设十二五规划降低铁路建设里程和投资规模。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	买入	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载的资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。投资者据此投资，投资风险自我承担。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼信达金融中心 6 层研发开发中心

邮编：100031

传真：0086 10 63081102