

迎接铁路改革的春天，布局铁路运输股

——铁路行业深度研究报告

铁路运输 领先大市-A

报告关键点:

- 铁路体制改革为铁路运输股带来价值重估的机会;
- 政企分开是铁路体制改革的第一步,经营机制转变、价格体制改革将陆续到来;
- 中国铁路成长性明显好于美国,但是估值明显偏低。

报告摘要:

- **体制改革是铁路生产力发展的必然要求。**2003年以来,铁道部为了集中精力进行路网建设暂时搁置了铁路体制改革,到2012年客运专线网络将基本成型,在铁路生产力发展过程中,落后的管理体制一直未能有实质性变革,必然会导致各种问题。在铁路建设过程中,铁道部是主要投资主体,资金来源有限,收入增长明显低于资本支出的增长,资产负债率不断提升,到2011年初已经达到58%,并且一季度还出现了亏损。另外,铁道部权力过于集中也暴露出各种问题,矛盾激化倒逼铁路体制改革向前迈进。4月22日铁道部新任部长在全路会议中,把政企分开作为未来工作的重点,铁路改革有望进入实质性阶段。
- **政企分开只是起点。**政企分开就是要把铁道部的企业职能与管理职能进行界定,确定铁路运输企业、铁道部的边界,铁路运输企业作为企业主体参与市场竞争,铁道部行使监管部门权力。只有确定了铁路运输企业的市场地位,经营机制转变、价格机制改革、清算机制改革才会逐步成为可能。
- **发展的效益和质量成为铁道部重要关注点。**2003年多元化营业收入仅有694亿元,到2009年已经达到1721亿元,增长了近1.5倍,明显好于整个铁道部收入增长。多元化经营是当前阶段提高效益的主要途径,通过铁路运输主业的延伸,由站到站运输到门对门运输转变,提高运输产品的质量;大力发展广告、电子商务、房地产、专用铁路、物流基地等项目,加大运输生产布局调整后闲置或利用率不高的各类资源开发力度。
- **价格体制改革势在必行。**政企分开之后,要真正实现市场化竞争,价格机制改革势在必行,但是我们认为短期内难以完全实现市场化定价,但是定价机制将比当前灵活。总体来看,由于客运公益性较强运价提升的空间相对有限,但货运主要是面对企业、并且目前铁路货运价格相对公路运输明显偏低,货运价格提升的空间将更大,从区域看北方运力紧张区域提价空间更大。
- **铁道部将充分利用股权融资盘活存量资产。**在铁道部资金紧张的背景下,通过发行股份收购铁道部存量资产是重要的融资途径之一。短期来看,广深铁路资产注入的可能性最大。从长远来看,大秦铁路有望成为北方铁路网整合平台、广深铁路有望成为南方铁路网整合平台、铁龙物流有望成为铁路集装箱运输资产整合平台。
- **中国铁路股成长性好于美国、估值明显低于美国铁路股。**美国当前主要铁路公司的动态市盈率都超过15倍,平均在20倍左右,明显高于中国的平均水平。而从成长性来讲,中国铁路货运明显好于美国,1980年中国铁路货运周转量仅有美国42%,而到2008年已经基本持平,未来一段时间内中国铁路成长性还将明显好于美国。美国铁路货运运价0.12-0.14元/吨公里,目前国内的平均水平约为0.09元/吨公里,美国高30%以上。自1997年至2010年底,美国铁路货运吨公里运价上涨46.2%,中国在这段时间内铁路货运运价涨幅超过1倍。
- **把握铁路改革带来的系统性机会。**目前国内铁路运输股处于明显低估状态,特别是龙头公司大秦铁路,整个行业安全边际高,同时又有体制改革、运能释放、运价上涨等诸多利好因素影响,我们认为铁路股面临系统性的估值提升机遇,因此我们首次给予铁路板块领先大市-A的评级,推荐顺序依次为大秦铁路、广深铁路、铁龙物流。大秦铁路:风险低、确定性高、长期受益改革;广深铁路:业绩弹性相对较大、受益京广高铁通车运能释放、低PB;铁龙物流:铁路集装箱发展首选标的,受益物流振兴。
- **风险提示:铁路体制改革涉及多方利益,进程和深度具有不确定性。**

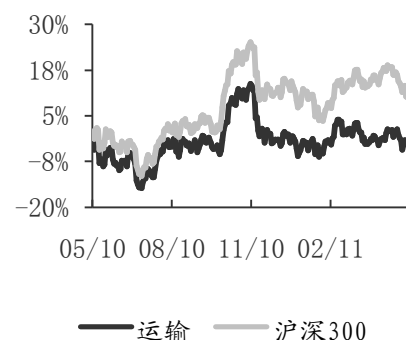
敬请阅读本报告正文后各项声明

报告日期

2011-05-20

首选股票	目标价	评级
601006 大秦铁路	13.6	买入-A
601333 广深铁路	5.5	增持-A
600125 铁龙物流	15.0	增持-A

12个月行业表现



吴莉
010-66581623
执业证书编号

高级行业分析师
wuli@essence.com.cn
S1450511020019

报告联系人

汪立
wangli1@essence.com.cn
010-66581690

前期研究成果

运输：变革与机遇

2011-05-03

运输：关注人民币加速升值预期下航空业的投资机会

2011-04-26

海运数据周报(2011年04月26日)

2011-04-26

目 录

1. 中国铁路体制改革新阶段.....	3
1.1. 铁路体制改革的背景：高铁大发展，负债水平持续上升.....	3
1.2. 铁路体制改革进入实质性阶段.....	4
2. 从美国铁路改革看中国铁路改革.....	4
2.1. 美国铁路发展与政府调控.....	4
2.2. 美国铁路改革之后：市场份额、毛利率均提升.....	5
2.3. 过度管制抑制了中国铁路行业的活力.....	6
3. 政企分开，提高效益是当前关键问题.....	6
3.1. 政企分开路径猜想.....	6
3.2. 提高发展的质量和效益：多元化经营.....	7
3.2.1. 铁路多元化发展的主要内容.....	7
3.2.2. 铁路多元化经营快速发展.....	8
4. 改革的深度展望：价格体制改革.....	8
4.1. 当前铁路价格体制.....	8
4.2. 价格体制改革势在必行.....	9
4.3. 铁路货运运价市场化——运力紧张地区将是主要受益者.....	9
4.4. 铁路客运运价市场化——差别化定价做大规模.....	10
5. 改革背景下投融资体系变化——资本证券化比例将会提升.....	12
5.1. 债权融资是当前铁道部主要融资方式.....	12
5.2. 拓宽铁路融资渠道.....	12
5.3. 现有上市公司将是铁道部重要融资平台.....	13
6. 中美铁路股估值比较.....	14
6.1. 中国铁路股估值明显偏低.....	14
6.2. 中国铁路成长性远好于美国.....	14
7. 投资策略——把握估值优势与体制改革的双重机遇.....	15

图表目录

图 1：铁路固定资产投资及增速.....	3
图 2：铁道部负债总额及负债率.....	3
图 3：铁道部近年收入及构成一览.....	4
图 4：美国铁路货运市场份额一览.....	5
图 5：80 年代改革后美国铁路毛利率情况.....	6
图 6：铁道部多元化经营状况一览.....	8
图 7：国际铁路货运运价对比.....	10
图 8：中国货运密度区域分布.....	10
图 9：铁路各种客运运价对比.....	11
图 10：京津之间铁路及汽车运价对比.....	11
图 11：铁路基本建设投资及铁道部出资占比.....	12
图 12：2008 年铁道部基本建设资金来源.....	12
图 13：美国主要铁路公司静态估值.....	14
图 14：美国主要铁路公司市值.....	14
图 15：1980-2008 年中美铁路货运周转量对比.....	14
图 16：美国铁路货运吨公里收益.....	15

表 1：国务院、铁道部拓宽铁路融资渠道的有关政策.....	13
表 2：各公司铁路上市公司资产注入前景分析.....	13
表 3：主要铁路公司估值一览.....	15

1. 中国铁路体制改革新阶段

1.1. 铁路体制改革的背景：高铁大发展，负债水平持续上升

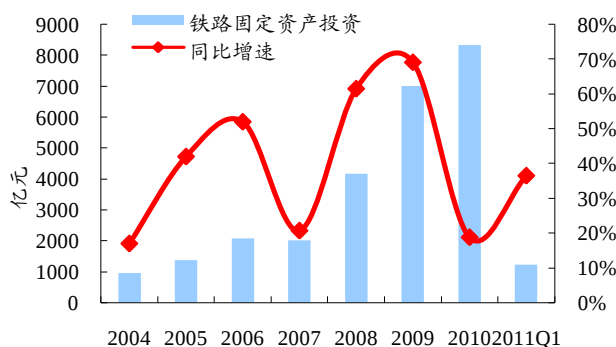
中国铁路体制改革经历了多次的反反复复，在经历了资产经营责任制、客货运分账核算、“网运分离”、“网运合一，区域竞争”、主辅分离、实行三级管理模式等改革后，铁路市场化进程始终在继续，但是也从未真正触动政企分离的实质。

特别是 2003 年以来，实际上是搁置了政企分离改革，主要通过主辅分离、压缩管理层级来实现管理效率提升，同时把主要精力放在大规模建设投资上。

在刘志军上任后不久，2004 年 1 月国务院常务会议就讨论通过了《中长期铁路网规划》，规划实施后大规模铁路建设全面开展，包括高速铁路、客运专线、城际铁路、煤炭运输通道、区际铁路干线、西部铁路相继开工。2008 年 10 月 31 日，经国家批准，中长期铁路网调整规划正式颁布实施。新规划将进一步扩大路网规模，完善布局结构，提高运输质量，体现了原规划快速扩充运输能力、迅速提高装备水平的要求。

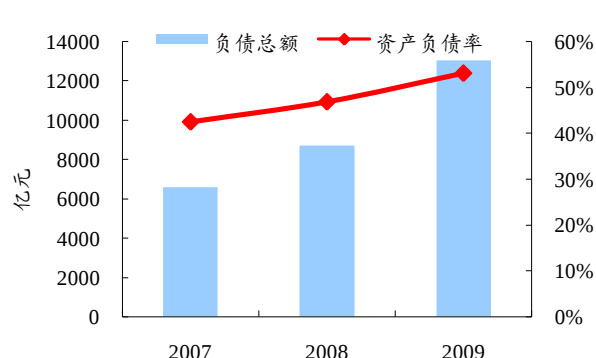
“十一五”期间，铁路固定资产投资达到 2.36 万亿，2010 年超过 8000 亿元，而 2004 年以前每年铁路固定资产不超过 1000 亿元。到 2012 年，大批客运专线将通车，铁路近年跨越式发展建设成果显著。

图 1：铁路固定资产投资及增速



数据来源：铁道部

图 2：铁道部负债总额及负债率

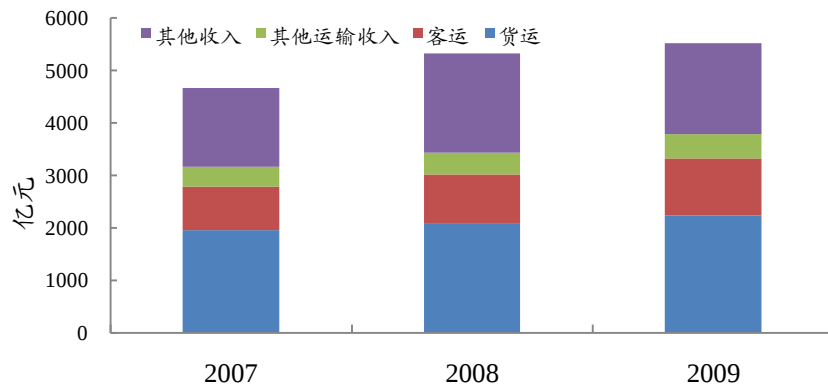


数据来源：铁道部

随着投资不断增加，铁道部负债率也不断提升，到 2009 年底铁道部资产负债率为 53.1%，到 2011 年一季度，铁道部资产负债率为 58.1%，总负债接近 2 万亿。根据盛部长 4 月 22 日讲话，“十二五”期间铁路投产新线规模控制在 3 万公里，安排建设投资 2.8 万亿，随着铁路建设延续，如何提高铁路发展质量和效益成为重要议题。

从铁道部的收入情况来看，2007-2009 年铁道部收入分别为 4670 亿元、5334 亿元、5522 亿元，期间增长 18.2%，从盈利来看 07、09 年税后利润 87 亿元、27 亿元，08 年是受到金融危机影响亏损 130 亿元。近年来，随着铁路建设规模增大，铁路折旧和摊销、利息支出等明显提升。另外，近年来人力成本、燃油等其他成本上升迅速，铁路行业面临较大成本压力。随着先进生产力的不断发展必然要求生产关系进行调整以适应先进生产力，铁路体制改革势在必行。

图 3：铁道部近年收入及构成一览



数据来源：铁道部

1.2. 铁路体制改革进入实质性阶段

2 月 12 日新华社消息，由于涉嫌严重违纪，刘志军正接受组织调查，免去其铁道部党组书记职务，并任命盛光祖担任铁道部党组书记及部长。随着盛部长上台，铁道部改革预期再次成为关注焦点。

4 月 22 日，铁道部召开全路电视电话会议，铁道部部长盛光祖传达了总书记在海南考察铁路工作时的重要指示精神，并对铁道部后期的工作做出了指示。主要包括：推进铁路体制改革、科学有序推进铁路建设、不断提高铁路发展的质量和效益、切实保证铁路安全万无一失、努力维护职工群众利益、注重抓好反腐倡廉建设。

铁道部对我国铁路管理体制的总体判断：现行铁路管理体制总体上符合我国国情和路情，有利于国家实施宏观调控和加快铁路发展，现在的问题是，铁道部权力过于集中，企业经营机制不活，不利于铁路走向市场和改进运输服务。

在新的形势下，必须加快铁路发展方式转变。主要包括：（1）**转变铁道部职能**。铁道部主要行使政府监管、国有资产出资人代表和行业管理三项职能。（2）**扩大铁路运输企业经营自主权，真正具有企业自主权**。（3）**推动铁路运输经营机制转换**。铁道部将对现行的铁路运输和服务清算制度及相关管理办法进行调整。

提高铁路发展的质量和效益：一是大力发展客货运输核心业务。二是依托运输优势延长铁路服务链。三是利用铁路既有资源发展其他业务。

铁路体制改革的基本目标是分清政府与市场的责任，确立铁路运输在经济和社会发展中的基础性产业地位。

2. 从美国铁路改革看中国铁路改革

2.1. 美国铁路发展与政府调控

美国是最早修建铁路的国家之一，也是世界上铁路最为发达的国家之一。作为重要的交通基础设施，铁路成为推动美国现代化的重要力量。美国铁路发展大致可以分为 4 个阶段：

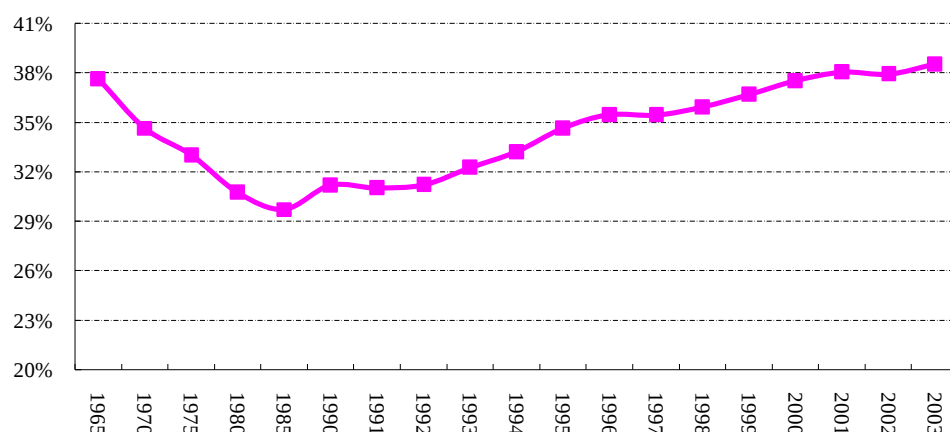
- **早期发展（1830 年-1865 年）**：该阶段美国铁路发展十分迅猛，到南北战争爆发时美国大陆已经拥有 3 万英里的铁路线。

- **黄金时期（1865-1916 年）：**南北战争之后美国由农业国向工业国转变，产业结构的变化，凸显了铁路运输的巨大优势，美国政府通过赠予土地鼓励铁路发展，到 1916 年，美国铁路营业里程达到历史最高峰 24.5 万英里（约 40 万公里），超过全世界其他国家之和。1916 年，美国铁路货运周转量占整个交通运输周转量的份额达到 77%（目前大约是 40%），而客运周转量则达到 98%（目前基本被公路和航空取代）。
- **衰退期（1916 年至 20 世纪 70 年代末）：**美国铁路从大发展的顶峰步入衰退，主要原因有：（1）严格、僵化的政府管制。从 1887 年开始，为了打破铁路的垄断局面，国家逐渐对铁路实行了减少投资、冻结运价、限制企业合并、分立和废弃等严格的管制措施，使铁路在开放通路权、拓展新业务、放弃亏损线路、整合资源等方面存在诸多障碍。（2）20 世纪 30 年代的大萧条以及第二次世界大战，严重地打击了美国铁路产业。到 1949 年，铁路运量已从二战前的水平下降了 44%。（3）多种运输方式兴起对铁路的替代性竞争。20 世纪 30 年代以后，在政府的资助下，后来居上的高速公路、航空等运输方式迅速发展，与铁路形成了激烈的竞争，到 20 世纪 50-60 年代，运输市场竞争白热化。
- **复兴期（1980 年至今）：**以 1980 年《斯塔格斯法》颁布为标志，该法案给予铁路行业在资产重组、业务选择、价格制定等方面一定程度的自由，通过一系列放松管制的政策，铁路行业竞争能力得到提高。铁路在客运中的作用依旧很小，客运市场主要依靠公路以及航空，货运市场在此期间持续恢复。

2.2. 美国铁路改革之后：市场份额、毛利率均提升

从 1980 年美国铁路改革以来，美国铁路运输在货运中的市场份额不断提升，2003 年比 80 年代初，美国铁路市场份额提升了 9 个百分点。

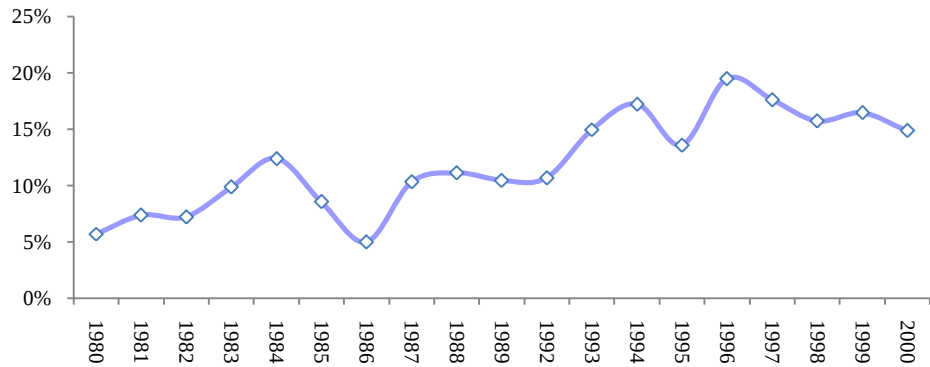
图 4：美国铁路货运市场份额一览



数据来源：AAR

美国 80 年代铁路改革之后，美国铁路不管是毛利率、投资回报率、权益回报率都有明显提升，1980 年美国铁路毛利率仅有 5.7%，到 90 年代后毛利率基本上都高于 10%，均值为 15.6%。

图 5：80 年代改革后美国铁路毛利率情况



数据来源：AAR

2.3. 过度管制抑制了中国铁路行业的活力

美国铁路发展周期与美国的政府管制密切相关，基本上都是政府加大管制行业就开始低迷，政府放松管制行业就开始复苏。美国铁路与中国铁路很大不同在于美国铁路大部分属于私人修建，而中国铁路基本上由政府统一规划统一修建，美国铁路修建市场化程度高，而中国铁路计划经济的色彩比较浓重。目前我国对铁路行业的管制仍然十分严格，从行业准入、价格制定、收入分配等各个方面都受到政府管制，目前也是我国交通运输行业中市场化程度最低的行业，政府过度管制导致行业发展裹足不前，经济效益很难改善。

近年来，中国铁路行业的体制改革一直在进行，特别是先后成立了大秦铁路、广深铁路、铁龙物流等公司并在资本市场上市，使得公司治理结构更加完善，经营决策也更加市场化，但是整体行业的政府性质依然很浓，市场化程度依然较低。

随着政企分离改革的推进，铁路局市场地位的确认，铁路行业的活力将会释放，铁路行业盈利能力将会明显提升。

3. 政企分开，提高效益是当前关键问题

3.1. 政企分开路径猜想

政企分开，能充分发挥政府宏观调控的职能，实现经济的长期、稳定、快速、健康地增长。而企业也会摆脱一些不必要的束缚，在市场经济中，依靠价值规律的作用，不断提高劳动生产率，增强企业的经济效益。

铁路政企分开的前提是保持当前铁路调度的统一。当前铁路运输调度实施分级管理、集中统一指挥的原则。铁道部设有调度处，铁路局设有调度指挥中心，技术站设有调度室，由上级下达调度命令，下级必须无条件执行。实际上当前的调度体系保证了铁路运输的效率。一旦政企分开，特别是拆分成多个企业集团之后，铁路调度的高效率也许会被打破，从而影响整体运输效率。

猜想一：把铁路经营资产从铁道部剥离，成立铁路公司负责运营经营资产，下属的铁路局及公司作为铁路公司的子公司，铁道部将成为铁路监管机构出现。这样既可以保证路网的完整性又可以实现政企分离，主要缺点市场主体太少，缺乏竞争。

邮政改革范例：邮政体制改革按照“一分开，两改革，四完善”的思路进行。“一分开”即政企分开，重组邮政监管机构，组建国家邮政管理局和中国邮政集团公司；“两改革”即改革邮政主业，改革邮政储蓄；“四完善”即完善普遍服务机制、特殊服务机制、安全保障机制和价格形成机制。

改革之后传统的老邮政将被“一分为二”：一是国家邮政管理局将以国家邮政监管机构的身份出现，地方邮政管理局接受其监管；一是组建中国邮政集团公司，公司业务将包括普遍服务业务、竞争性业务（包括快递和物流业务）和邮政储蓄业务。

猜想二：按照区域划分，把现有铁路资产划分成几个独立的铁路集团，铁道部成为行政管理部门，实现政企分离。主要争议：破坏了路网的完整性，不利于发挥统一调度高效率的优越性。

在政企分开之后，才能够形成企业主体，才能够引入竞争，服务水平才能提升，盈利能力才有可能提高。**政企分开是市场化改革的第一步，只有铁路局的市场主体地位得到确定之后，经营体制改革和价格体制改革才有望取得实质性进展。**

3.2. 提高发展的质量和效益：多元化经营

3.2.1. 铁路多元化发展的主要内容

在盛部长的讲话当中，把提高铁路发展的质量和效益作为一个重要议题，其中关键是要进行多元化经营。

多元化经营战略的实施，意味着铁路部门将充分发挥自身优势，优化劳动组织和资源配置，全方位拓展铁路市场，形成运输业与非运输业协调发展的格局；**实现“质量”的提升和“结构”的优化**，在发展中实现速度与结构、质量与效益的有机统一，实现由粗放经营向集约经营的转变。

多元化经营主要包括：

一是要大力发展客货运输核心业务。按照市场需求，改进产品设计，改革运输组织。在客运上，形成高速、快速、普速合理匹配、适应旅客不同层次需求的铁路客运产品，提高铁路客运市场份额。在货运上，大力发展大宗货物运输，开发快捷运输、集装箱运输、多式联运等高端货物运输产品，拓展铁路货运市场。加快客货营销由传统方式向电子商务的转变，实现铁路与客户远程直接服务。

二是要延伸服务链条，推动非运输业和运输业共同发展。要拓展铁路货运服务功能，加快发展现代物流。适应城市布局调整和区域经济发展规划，统筹优化铁路场站和物流基地功能布局，推进专用线、专用铁路、物流基地等设施建设，拓展铁路货运服务功能。**实现由“站到站”到“门到门”服务的拓展**，提高物流管理水平，融入客户供应链管理，降低社会物流成本，更好地满足市场需求。要适应旅客多样化、个性化要求，积极拓展站车商业和旅行服务。统筹开发票务、旅游、饭店、餐饮等业务，利用车站、列车、铁路建筑物等受众多、适宜开发广告的资源，推进专业化、规模化经营。优化客票代售点布局，拓展飞机票、汽车票等代售业务。开行铁路特色旅游列车，开发网络性旅游产品和站车旅游商品，推动旅行社网络化、规模化经营。推进饭店业连锁经营。

三是要发挥铁路优势，拓展路内外市场。要抓住大规模铁路建设的机遇，积极开发各

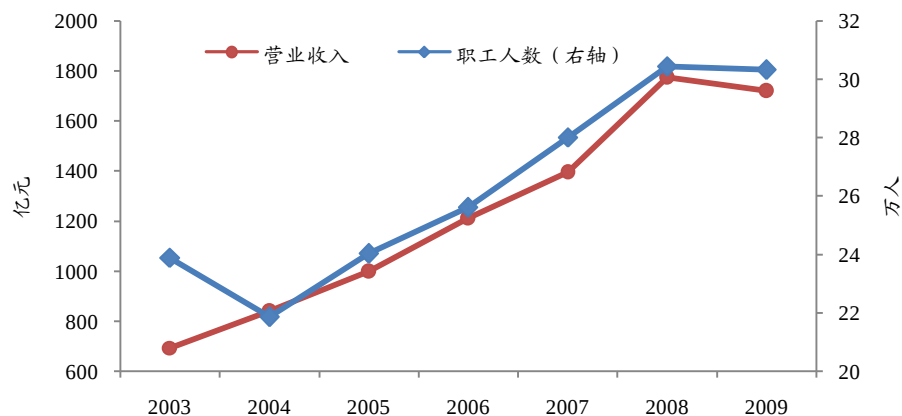
类铁路市场，参加材料制作、物资供应、工程监理等项目竞争。加大广告媒体、信息资源、沿线土地以及运输生产布局调整后闲置或利用率不高的各类资源开发力度，大力发展广告、电子商务、房地产、专用铁路、物流基地等项目。发挥铁路人力资源优势，积极开发一批劳动密集型项目，不断创造新的就业岗位。

四是要积极推进企业之间的联合经营，避免无序竞争，实现互利共赢。要加强铁路企业之间多元化经营的联合协作，发挥铁路整体优势，避免各自为战。进一步通过合资经营、业务协作、联网营销等多种方式，充分利用电子信息网络，以物流、旅游、商贸等领域为重点，加强相互之间的合作，形成整体合力，取得规模效益。在强化内部联合的基础上，鼓励铁路企业与其他社会优势企业联合，吸引社会资本，引进先进的生产技术、经营模式和管理理念，实现优势互补，增强发展能力。

3.2.2. 铁路多元化经营快速发展

铁路局抓住加快发展服务业、加快铁路大规模建设的重大机遇，转变粗放型增长方式，推进产业结构调整，以建好管好用好战略装车点为重点促进现代物流业、商贸业发展，积极拓展服务市场。2009年新建成战略装车点55个，总数达到308个。新增客票代售点1179个，总是达到3601个。

图 6：铁道部多元化经营状况一览



数据来源：铁道部网站

近年来，多元化经营收入增长较快。2003年多元化营业收入仅有694亿元，到2009年已经达到1721亿元，增长了近1.5倍，明显好于整个铁道部收入增长。

战略装车点简介：战略装车点是根据铁道部“两整合一建设”工作的整体部署提出的，是新时期铁路现代化装车作业场所，具有智能化的装载系统，大容量的仓储能力，高效率、规模化的作业方法；是能够集中存储，整列配车，整列始发，对全国铁路货物发送和生产效率具有重要影响和重大意义的装车点。

4. 改革的深度展望：价格体制改革

价格体制改革是建立在政企分离的基础上，只有实现了政企分离，才有可能实现价格体制的改革。

4.1. 当前铁路价格体制

我国铁路价格体制主要包括定价机制和收入分配机制（清算）两个方面，其中定价机

制主要是指客货运运价及规则（影响行业收入水平），收入分配机制主要是解决在获得收入之后如何将收入在铁路局和铁路运输企业之间分配的问题。

铁路运输企业的旅客票价率和货物、行李、包裹的运价率由国家发改委会同铁道部拟订，报国务院批准，其中，国家铁路的旅客、货物运输杂费的收费项目和收费标准，由铁道部规定。全路执行统一的基本运价政策，并由国家统一调整和控制。部分股份制运输企业、合资铁路可执行特殊运价政策（例如：广深铁路、大秦铁路）。

为了适应市场，吸引货源，巩固和扩大市场份额，增运增收，加强货物运价下浮的管理，提高铁路运输总体效益，铁道部颁布了《铁路货物运价下浮管理暂行办法》。

2003 年，铁道部颁布了铁路专业运输公司运价管理暂行规定，各专业运输公司利用价格杠杆参与市场竞争、吸引货源时，应遵循铁路整体利益最大化原则，禁止进行无序竞争和恶性竞争。给予了集装箱、特种货物、行李包裹等专业运输公司一定运价下浮权力。

4.2. 价格体制改革势在必行

严格的运价管制是特定历史条件的产物，在一定的时期有其存在的必要性。但是随着国家发展战略、铁路运输所面临的竞争环境、铁路运输产品结构的变化，铁路运价制定的基础已经发生了变化，刚性的政府定价显然难以适应这种新的发展需要。

发达国家在经历了铁路发展的低谷期以后，基本都确立了以市场化为导向的运价体系，同时为铁路提供了相应的财税支持政策，从制度上保障铁路企业经营上的独立自主性。在这种情况下，运价通常是企业基于市场竞争关系和运输供需状况的理性决策，运价水平和运价结构相对合理。

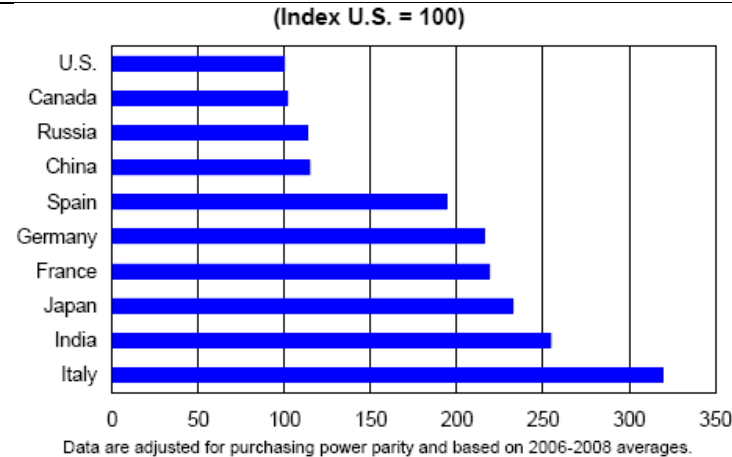
同时，国外铁路的实践表明，实行完全的市场定价需要具备一定的条件，那就是充分的市场竞争和可盈利性。在不具备以上条件的情况下，实行政府调控下、合理反映市场供求关系的价格体系有助于实现较为合理的运价水平，也有助于建立铁路运输体系内部不同运输产品之间较为合理的比价关系。

4.3. 铁路货运运价市场化——运力紧张地区将是主要受益者

我国铁路货运运价的市场化程度相对客运要高，并且货运运价上调次数相对较多，1997 年以来一共上调了 8 次，基价 1 累计上调 88.6%，基价 2 累计上调了 128.9%，铁路企业货运价格可以适度下调运价。

从铁路运价的国际对比来看，中国铁路货运运价处于比较低的水平，仅高于美国、加拿大，与俄罗斯基本一致，明显低于欧洲、日本、印度，并且幅度超过 50%，总体来看中国铁路货运运价在国际上处于较低水平。

图 7：国际铁路货运运价对比

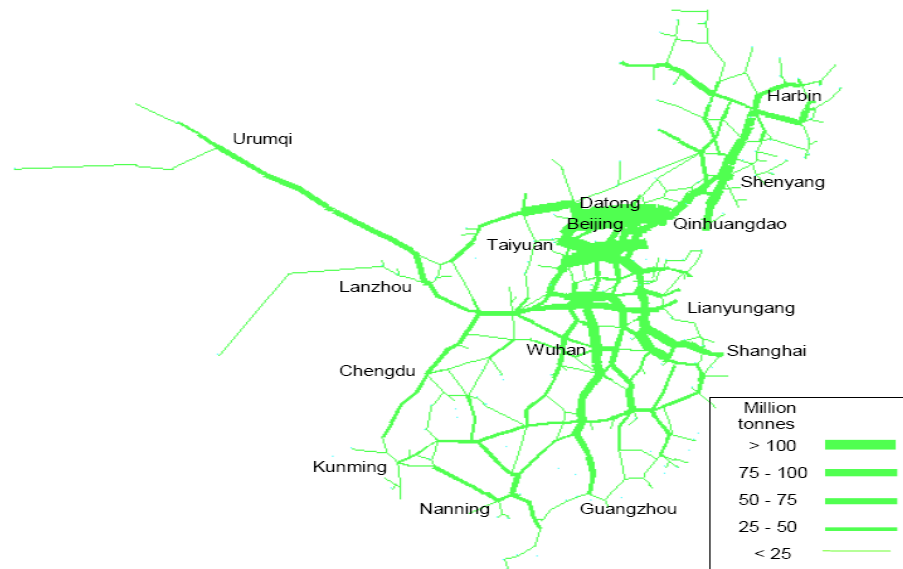


数据来源：AAR

从铁路运量分布图来看，中国铁路主要运输密度大的铁路主要集中在北部，这与我国资源主要集中在北部有关，我国铁路货种主要以大宗商品为主，包括煤炭、冶炼物资、石油、粮食、棉花、化肥及农药等，这就决定了北方铁路运输的格局。从供求关系上来看，我们认为运量集中且运力紧缺的地区运价上涨的可能性更高，所以我们看好有可能成为北方铁路网整合平台的大秦铁路。

货运价格可能会采取较为灵活的价格机制，有可能会设置价格最高上限，允许企业下浮，并且下浮受到的限制更少，价格将成为运力配置的方向标。

图 8：中国货运密度区域分布

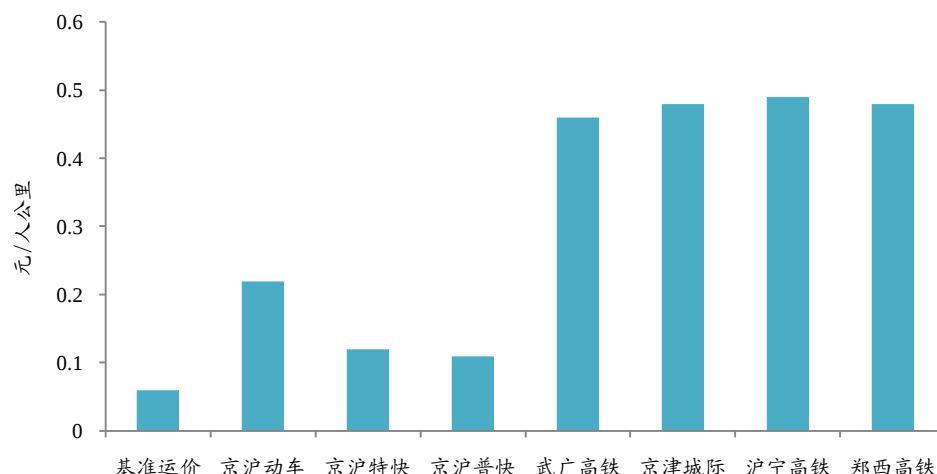


数据来源：世界银行

4.4. 铁路客运运价市场化——差别化定价做大做强

2001 年《国家计委关于公布价格听证目录的通知》规定的价格听证目录，铁路旅客运输基准票价率需要通过听证调整，而高铁、动车等不属于听证范围，近年来铁路客运运价主要是通过服务升级来完成运价提升，通过空调车、直达车、动车、高铁等替换原有非空调车来实现提价。

图 9：铁路各种客运运价对比

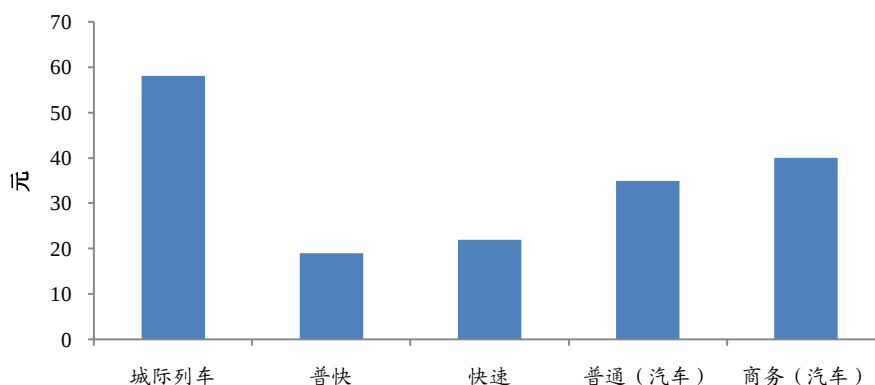


数据来源：火车票网

铁路客运基价（非空调车硬座价格）自 1995 年以来就未曾上调过（上调 2 分至 5.861 分/客公里），主要通过提升服务质量来提升客运价格，当前大部分列车客公里运价都在 0.1 元/人公里以上，动车一般都是 0.22 元/人公里，高铁客运运价一般是 0.46-0.5 元/人公里。

铁路客运与公路对比。以天津到北京为例，京津城际票价二等座 58 元，普快、特快票价基本在 20-22 元之间，公路长途客运票价 28-40 元不等，铁路普快、特快票价优势较为明显，京津城际票价较高。综合来看，高铁类短期内提价可能性较小，票价竞争优势不明显，但是铁路普快、特快票价较公路有一定优势。

图 10：京津之间铁路及汽车运价对比



数据来源：火车票网、安信证券研究中心

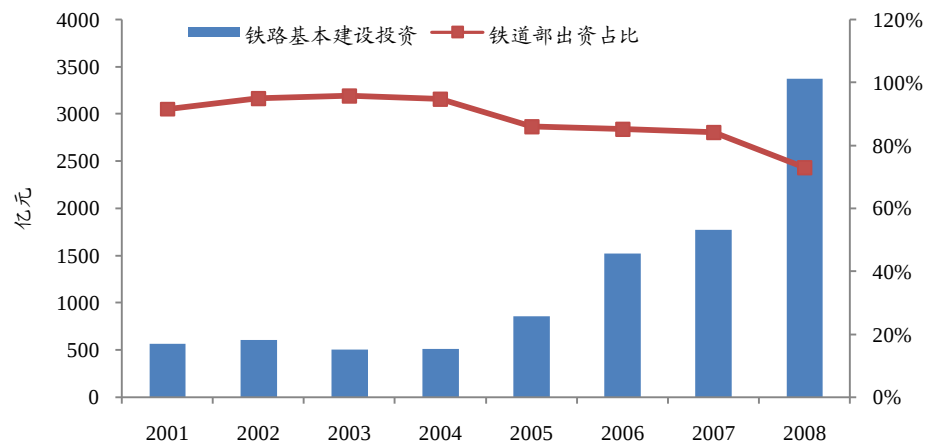
更加灵活的价格机制——差别化定价，做大市场规模。应当健全客运票价调整机制，依据市场变化和经济承受能力适时调整客票价格，简化票价结构。对客运市场需求进行细分，根据不同需求档次，调整列车结构，拉开票价档次，使高档软卧车具有与民航竞争的能力，普通硬座车具有与公路的竞争力。另外，不同时段、不同区域根据供需关系适当给予运输企业一定的运价浮动权力，使得运价起到资源配置的作用。

5. 改革背景下投融资体系变化——资本证券化比例将会提升

5.1. 债权融资是当前铁道部主要融资方式

铁路建设资金来源可以分为铁道部资金和地方政府、企业资金，铁道部资金是铁路建设资金的主要来源。铁道部出资占比不断下降，20 世纪初铁道部出资占比一度接近 96%，近年来随着客运专线建设推进，地方政府出资规模不断提升，到 2008 年铁道部出资占比已经降至 73%。

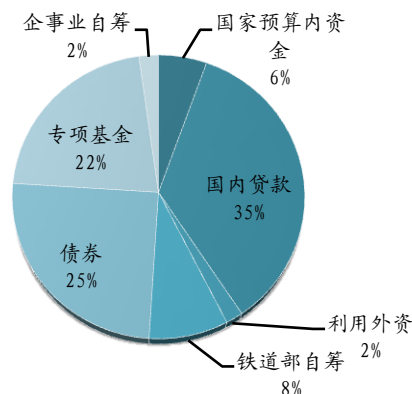
图 11：铁路基本建设投资及铁道部出资占比



数据来源：中经网

从铁道部资金主要来源来看，债券融资是铁道部资金的主要来源（占比 60%），其中国内贷款达到 35%、债券融资占比达 25%；铁路建设基金也是铁道部资金的主要来源之一，占比达到 22%；铁道部自筹占比 8%，国家预算内资金仅占 6%。

图 12：2008 年铁道部基本建设资金来源



数据来源：中经网

5.2. 拓宽铁路融资渠道

从 80 年代中期，我国就在尝试拓宽铁路融资渠道，解决铁路建设滞后的问题。特别是在 2003 年以来铁路建设规模大幅提升，铁路融资需求大幅增长，铁道部收入增长远低于投资需求增长，必然要求铁道部拓宽融资渠道，为铁路建设筹集资金。主要途径：加大债权融资渠道，加大债券融资；吸引地方政府、保险等资金投资铁路行业；吸引民间资本进入铁路行业。目前来看，地方政府积极性相对较高，主要是考虑到铁

路发展对当地经济的拉动作用，民间资本进入意愿较低。

2006 年，“十一五”铁路投融资体制改革推进方案出台，其中提到积极推进铁路股份制改革，组建若干股份公司在境内或境外上市融资，以优质存量资产吸引增量投资，实现持续融资、滚动发展。

2008 年 12 月铁路工作会议指出，充分发挥大秦、广深、铁龙公司等既有上市公司融资平台作用，通过增资扩股等方式持续融资；实施新一批股改试点项目，做好各方面工作，择机上市融资，股权融资将成为铁道部融资的重要方式之一。

表 1：国务院、铁道部拓宽铁路融资渠道的有关政策

颁布时间	文件
1984 年	《国家预算内基本建设投资全部由拨款改为贷款的暂行规定》
1988 年	《国家基本建设基金管理办法》
1983 年	《关于发展地方铁路的几项政策建议》
1986 年	《关于鼓励外商投资的决定》
1992 年	《国务院批转国家计委、铁道部关于发展中央和地方合资建铁路的意见的通知》
1993 年	《关于规范组建合资铁路公司的申报审批程序的意见（试行）》
2004 年	《国务院关于投资体制改革的决定》
2005 年	《关于鼓励支持和引导个体私营等非公有制经济发展的若干意见》
2005 年	《关于鼓励和引导非公有制经济参与铁路建设经营的实施意见》
2006 年	《“十一五”铁路投融资体制改革推进方案》
2008 年	深化铁路投融资体制改革，鼓励民间资本和外资出资修建铁路
2010 年	《国务院关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》

资料来源：安信证券研究中心

5.3. 现有上市公司将是铁道部重要融资平台

2006 年，大秦铁路、广深铁路先后 A 股上市，分别融资 147.3 亿元和 100.8 亿元；07 年、10 年铁龙物流、大秦铁路分别完成增发，融资额度分别为 7 亿元、165 亿元，06 年以来累计融资达到 420 亿元，为拓宽铁道部资金来源做出了积极贡献。铁道部也在不同场合多次提高利用上市公司的融资平台作用，后期很有可能通过资产注入的方式以存量资产换取社会资金，从而缓解铁道部资金压力。

短期来看，大秦铁路大股东太原局路产已经基本注入上市公司，短期内继续注入可能性相对较小；铁龙物流大股东资产盈利能力一般，需要在盈利能力提升之后才有可能注入；当前广深铁路大股东具有盈利较好的资产，同时近年来又未有融资行为，因此其通过增发收购资产的可能性较大。

铁路体制改革将会对铁路运输企业与铁道部的边界进行界定，为后期铁路行业资产注入或者上市融资奠定了基础。

表 2：各公司铁路上市公司资产注入前景分析

公司名称	大股东	集团资产状况	长期前景预期
大秦铁路	太原局	已经基本注入	北方铁路网整合平台
广深铁路	广铁集团	广州、海南、湖南	南方铁路网整合平台
铁龙物流	中铁集装箱	普箱运输资产、中心站股权等	铁路集装箱整合平台

资料来源：安信证券研究中心

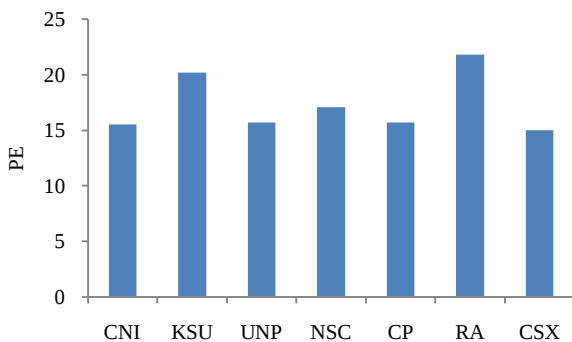
6. 中美铁路股估值比较

6.1. 中国铁路股估值明显偏低

美国铁路运输上市公司近 20 家，2011 年动态市盈率大部分超过 15 倍，最高超过 30 倍，平均水平接近 20 倍，联合太平洋是美国最大的铁路运输公司（UNP）动态市盈率超过 15 倍。

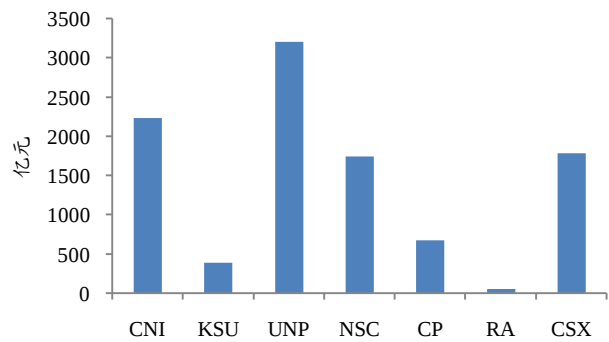
从市值来看，美国主要铁路公司超过 1 万亿人民币，目前中国铁路三家上市公司市值仅有 1755 亿元。当前中美货运周转量基本一致，整体市场规模差距不大，但是上市公司市值不到美国的 1/5，未来中国铁路行业证券化率将会明显提升。

图 13: 美国主要铁路公司静态估值



数据来源: BLOOMBERG

图 14: 美国主要铁路公司市值



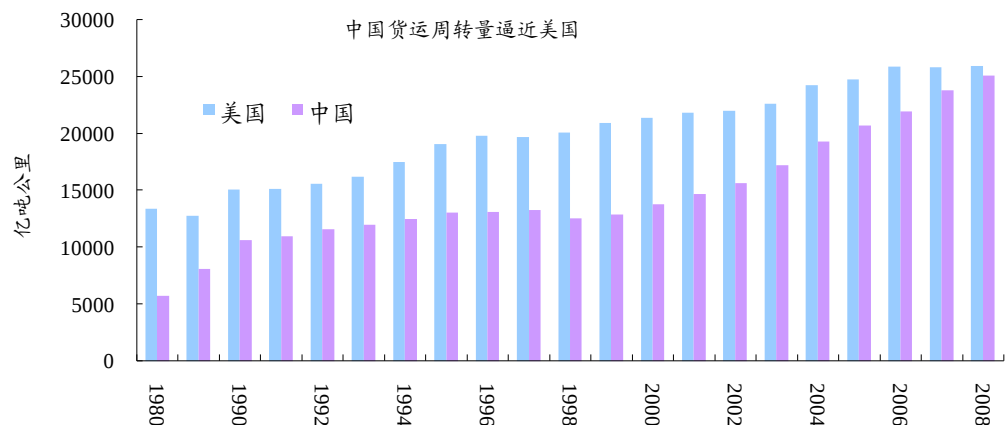
数据来源: BLOOMBERG

目前三家上市公司动态市盈率平均为 16 倍，大秦铁路静态 PE 不到 10 倍，整体来看中国铁路估值明显低于美国，但是美国铁路成长性远低于中国。

6.2. 中国铁路成长性远好于美国

从历史来看，1980 年到 2008 年之间，中国铁路货运周转量从仅有美国的 42% 上升至基本与美国持平，经过 09、10 年的增长中国当前铁路货运周转量应该已经超过美国。91 年以来，美国铁路货运周转量年均增速仅有 3.1%，中国达到 5%。运输需求增长与经济增长息息相关，中国还属于发展中国家，经济的潜在增长率将高于美国，未来铁路运输需求增长还将继续快于美国。

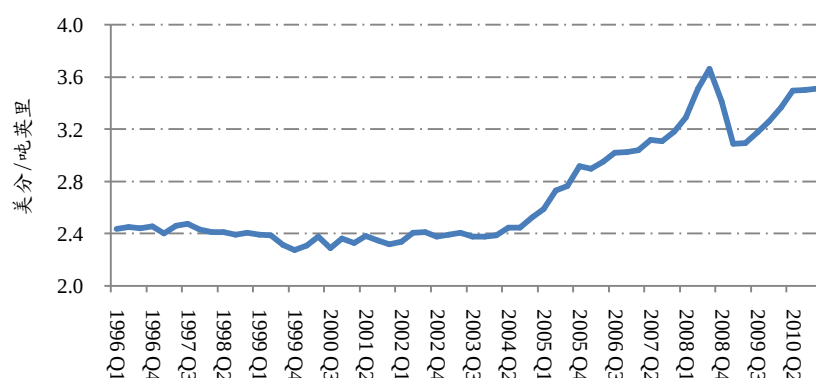
图 15: 1980-2008 年中美铁路货运周转量对比



数据来源: AAR、交通统计年鉴

当前美国运价比中国高 30% 以上，近年中国运价涨幅高于美国。美国一级铁路运价约在 0.03-0.035 美元/吨英里，折合每吨公里收入 0.12-0.14 元人民币之间，目前国内的平均水平约为 0.09 元/吨公里之间，美国运价比中国 30% 以上。自 1997 年至 2010 年底，美国铁路货运吨公里运价上涨 46.2%，中国在这段时间内铁路货运运价涨幅超过 1 倍。

图 16：美国铁路货运吨公里收益



数据来源：AAR

7. 投资策略——把握估值优势与体制改革的双重机遇

2003 年以来的铁路建设是发展铁路生产力，2011 年开始铁路体制改革是解放生产力，体制改革是生产力发展的必然要求。铁路行业效益提高的双重条件有可能同时具备，铁路行业有望进入规模和效益齐升的阶段。铁路体制改革将会以政企分来为起步，以经营机制转换为过程，逐步实行铁路运输的市场化运作，价格机制的市场化才会成为可能。

从估值角度，目前国内铁路运输股估值明显处于低估状态，特别是龙头公司大秦铁路，整个行业安全边际高，同时又有体制改革、运能释放、运价上涨等诸多利好因素影响，我们认为铁路股面临系统性的估值提升机遇，因此我们首次给予铁路板块“领先大市-A”的评级，推荐公司依次为大秦铁路、广深铁路、铁龙物流。大秦铁路：风险低、确定性高、长期受益改革；广深铁路：业绩弹性相对较大、受益京广高铁通车运能释放、低 PB；铁龙物流：铁路集装箱发展首选标的，物流振兴规划的受益者。

表 3：主要铁路公司估值一览

代码	简称	股价（元）	总市值（亿元）	A股流通市值（亿元）	每股收益（元）				PE				PB	评级
					2009	2010	2011E	2012E	2009	2010	2011E	2012E		
601006	大秦铁路	8.87	1,318.68	1,318.68	0.44	0.70	0.92	1.04	20.2	12.7	9.6	8.5	2.2	买入-A
601333	广深铁路	4.07	288.30	218.86	0.19	0.22	0.25	0.30	21.2	18.5	16.3	13.6	1.2	增持-A
600125	铁龙物流	12.24	122.89	97.43	0.35	0.47	0.55	0.64	35.0	26.0	22.3	19.1	4.8	增持-A
平均		8.4	576.6	545.0	0.3	0.5	0.6	0.7	25.5	19.1	16.1	13.7	2.7	

资料来源：wind，安信证券研究中心

分析师声明

吴莉声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
 B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

凌洁	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
张勤	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034