

2011-07-01

证券研究报告
行业研究 / 中期策略

铁路/物流/公路

增持/增持/中性

分析师

周晔

SAC 执业证书编号:S1000510120029

(021)6849 8570

zhouye@mail.htlhsc.com.cn

联系人

龚旻鹤

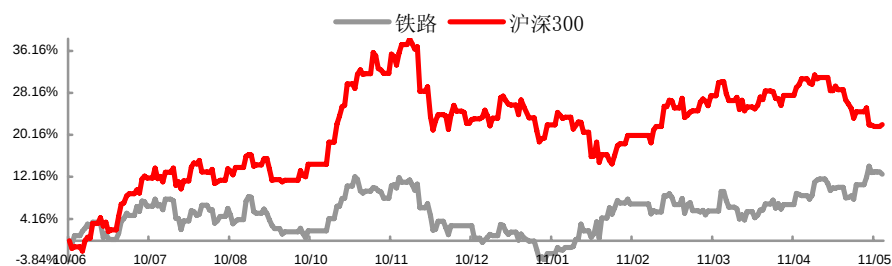
(0755)8252 6546

gongmh@mail.htlhsc.com.cn

全面关注铁路股，精选物流优等生

- **高铁通车开启新一轮外延式增长。**根据规划，到 2015 年，全国铁路货运量将达到 48 亿吨，货运周转量将达到 5.1 万亿吨公里，比 2010 年分别增长 31.5%和 85.5%，未来 5 年年均复合增长率分别为 5.6%和 13.2%。铁路行业新一轮的外延式增长已经拉开序幕。同时，十二五期间我国铁路技术装备水平还将继续提升，将会促使铁路运力进一步提高
- **铁道部改革将会激发内涵式增长。**严峻的财务负担很可能促使铁道部加快经营体制改革的步伐，进而激发铁路行业长期的内涵式增长。改革的主要方向是：转变铁道部职能、扩大铁路运输企业经营自主权、推动铁路运输经营机制转换。
- **物流行业精选优等生。**物流业国八条为行业发展创造了新契机。在子行业分化的背景下，我们建议重点关注冷链物流、铁路物流、供应链服务等成长空间较大的细分领域。
- **公路板块估值仍然受压。**在严峻的政策环境下，公路收费标准面临下调压力。同时，上市公司的公路资产注入也有受阻的可能。公路板块的估值水平因此仍然受到压制。
- **重点关注铁路、物流个股：**我们建议下半年全面关注铁路个股，包括大秦铁路（601006）、广深铁路（601333）、铁龙物流（600125）。同时关注物流行业的优等生，包括澳洋顺昌（002245）、农产品（000061）、中储股份（600787）、飞马国际（002210）。同时可以关注公路个股中因多元化经营而产生的交易性机会。
- **风险提示：**铁路经营体制改革推进迟缓；物流促进政策的细则不能出台；高速公路收费标准大面积下调。

最近 52 周行业表现



谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

目 录

全面关注铁路股	4
高铁通车开启新一轮外延式增长	4
铁道部改革将会激发内涵式增长	6
短期看提价，长期看改革	7
全面关注铁路个股	8
风险提示	8
精选物流优等生	9
政策助力物流行业	9
子行业分化在所难免	9
精选优等生	10
风险提示	10
公路：估值仍然受压	11
当前政策环境不利	11
板块评级维持“中性”	11
个股评级	11

图表目录

图 1: 铁路客货运周转量增速通常高于营业里程增速	5
图 2: 2000 年以来全国铁路复线率和电气化率变化情况	5
图 3: 我国铁路机车由以蒸汽机车为主到以内燃机车和电力机车为主	6
图 4: 我国铁路全自动闭塞率呈逐年上升趋势	6
图 5: 铁道部资产负债率趋势	7
图 6: 铁道部收入与偿债金额对比	7
图 7: 2007 - 2008 年铁路货物运营价格在通胀高企的情况下仍进行两次调价 ...	8
表 1: 铁路“十二五”新规划（征求意见稿）和旧规划对比	4
表 2: 铁道部推进体制机制改革的主体方向	7
表 3: 物流国八条	9

全面关注铁路股

高铁通车开启新一轮外延式增长

保在建、上必需、重配套，高铁如期释放运能

京沪高铁于 2011 年 6 月底通车，京沪铁路客运能力因此增加 9.7 万人/日。同时，京沪铁路货运能力从 8000 万吨/年大幅增加 62.5%至 1.3 亿吨/年。

根据铁道部最新调整的“十二五”总体规划，铁路建设规模仍将适度超前。铁路建设的总体思路是“保在建、上必需、重配套”。根据规划，到 2015 年，全国铁路货运量将达到 48 亿吨，货运周转量将达到 5.1 万亿吨公里，比 2010 年分别增长 31.5%和 85.5%，未来 5 年年均复合增长率分别为 5.6%和 13.2%。参考京沪高铁对客货运力的提升幅度，其他高铁线路陆续通车后铁道部的增能计划应该可以实现，铁路行业新一轮的外延式增长已经拉开序幕。

表 1：铁路“十二五”新规划（征求意见稿）和旧规划对比

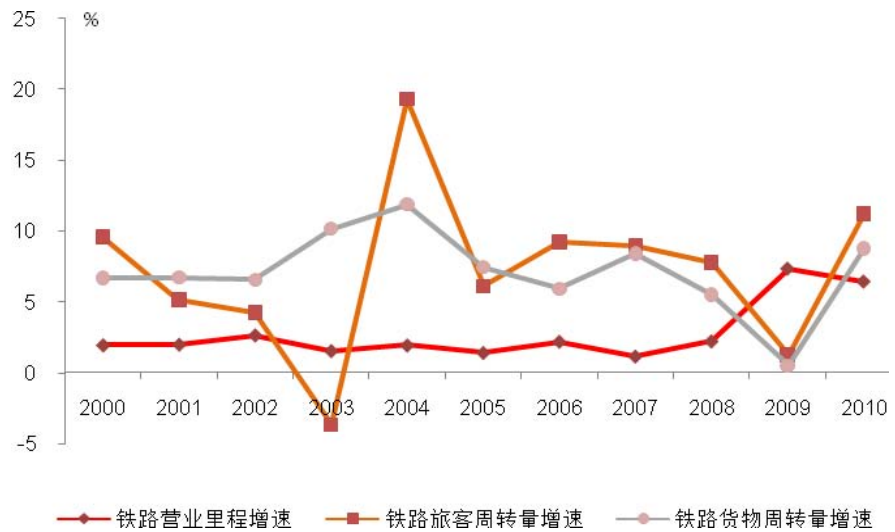
	旧规划	新规划（征求意见稿）
铁路运营里程	12 万公里以上	12 万公里左右
高速/快速铁路运营里程	高速铁路 1.6 万公里以上，快速铁路网总规模达 5 万公里	快速铁路 4.5 万公里左右
基建投资	3.5 万亿	2.8 万亿
新线投产总规模	无表述	控制在 3 万公里以内

资料来源：铁道部网站，历次铁道部全路电话会议，华泰联合证券研究所整理

技术装备水平不断提高，铁路运力如虎添翼

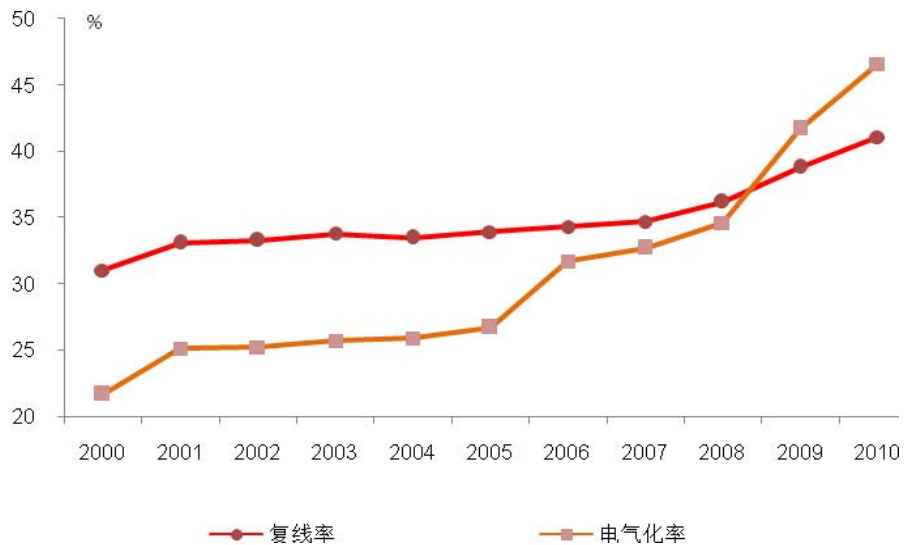
从 2000 年到 2010 年，全国铁路营业里程仅增长 32.46%，而客、货运周转量分别增长了 93.32%和 99.33%（图 1），重要原因之一就是铁路技术装备水平的不断提高，包括线路、机车车辆装备以及通讯信号系统的进步（图 2，3，4）。

图 1： 铁路客货运周转量增速通常高于营业里程增速



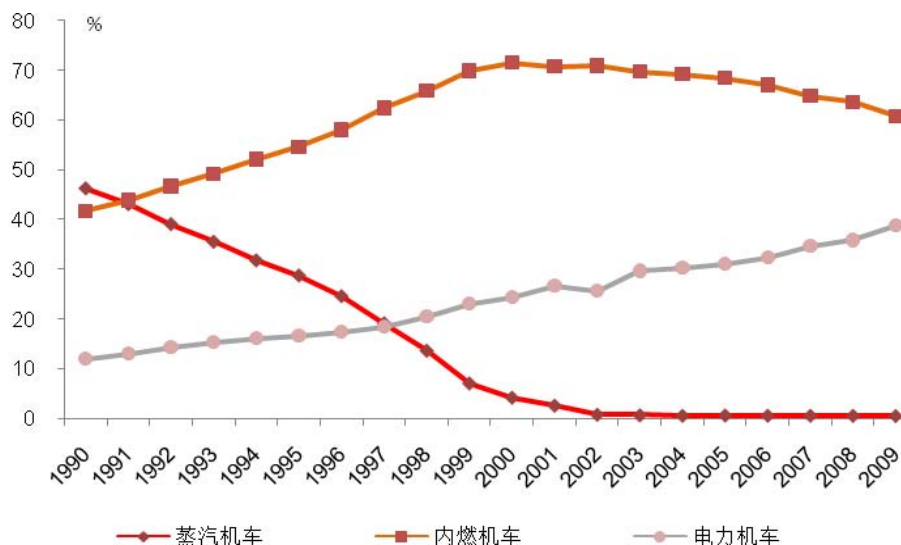
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所整理

图 2： 2000 年以来全国铁路复线率和电气化率变化情况



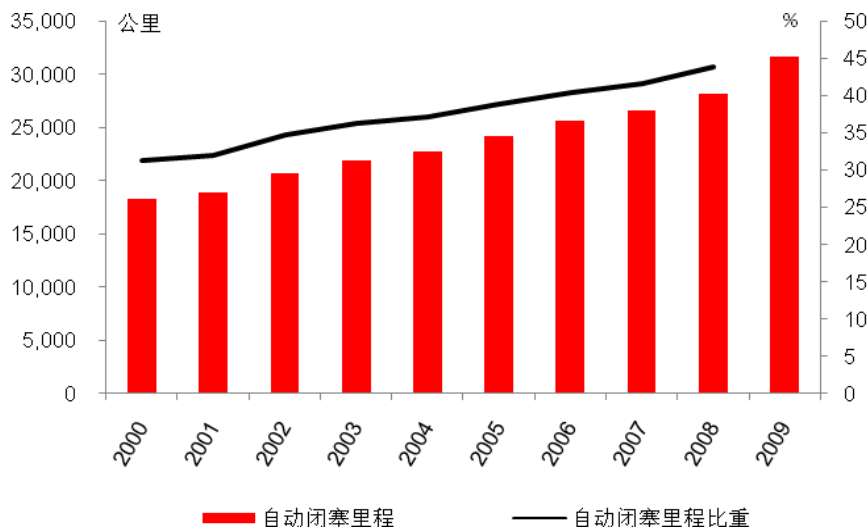
资料来源: 铁道部, 华泰联合证券研究所整理

图 3： 我国铁路机车由以蒸汽机车为主到以内燃机车和电力机车为主



资料来源: CEIC, 华泰联合证券研究所整理

图 4： 我国铁路全自动闭塞率呈逐年上升趋势



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所整理

按照铁路建设“重配套”的原则，十二五期间我国铁路技术装备水平还将继续提升。例如，铁道部规划的 2015 年铁路复线率和电气化率将分别达到 50%和 60%。这必将促使铁路运力进一步提高。

铁道部改革将会激发内涵式增长

在铁路运能不断增长的同时，铁路行业面临的更大压力是经营效益亟待提高，以

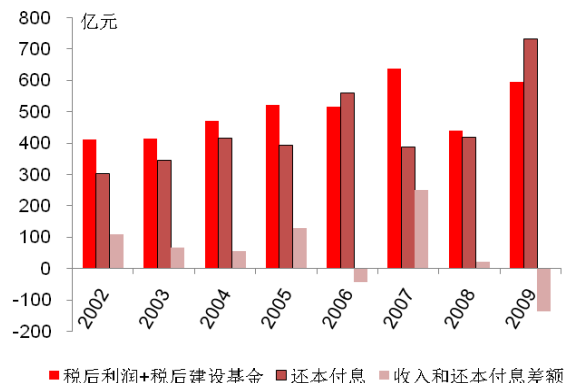
解决负债高企、财务费用沉重的问题（图 5，6）。

图 5： 铁道部资产负债率趋势



资料来源：铁道部，华泰联合证券研究所整理

图 6： 铁道部收入与偿债金额对比



资料来源：铁道部，华泰联合证券研究所整理

严峻的财务负担很可能促使铁道部加快经营体制改革的步伐，进而激发铁路行业长期的内涵式增长（表 2）。

表 2：铁道部推进体制机制改革的主体方向

改革方向	要点
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： ● 政府监管职能：负责对铁路系统的安全监市场监管； ● 国有资产出资人代表职能：确保国有资产保值增值； ● 行业管理职能：负责统一路网规划建设、统一调度等； 下放企业市场经营所需的权力和责任，使企业拥有法人实体；
扩大铁路运输企业经营自主权	● “定价权”下放：更具运输市场变化，自行调整客货运价格； ● “运营权”下放：根据运输市场变化，自行调整运力结构； 对现行铁路运输和服务清算制度及相关管理办法进行调整；
推动铁路运输经营机制转换	● 改变“统收统支”的清算方法，通过提升收益推动铁路局的经营积极性；

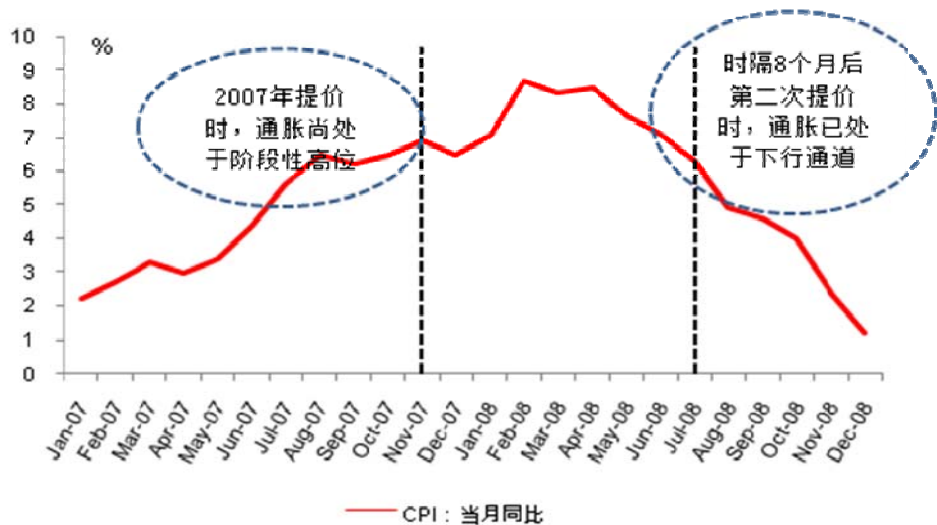
资料来源：铁道部网站，历次铁道部全路电话会议，华泰联合证券研究所整理

短期看提价，长期看改革

铁路运价最近一次上调是在 2011 年 4 月，但调整幅度仅为 2.9%。此次调价和 2007 - 2008 年调价周期较为类似：在持续近两年的高通胀环境下，铁路货物运营价格于 2007 年 11 月首先小幅上调 3.5%，仅 8 个月后，货物运营价格再次上调 6.1%（图 7）。

我们推测，待到今年三、四季度通胀见顶回落之后，铁路运价可能再次上调 6% 左右。

图 7： 2007—2008 年铁路货物运营价格在通胀高企的情况下仍进行两次调价



资料来源: CEIC, 华泰联合证券研究所整理

而未来铁路清算制度、运力分配机制、运价形成机制、融资体制等方面改革将有力地调动各地方铁路局的积极性，长期改善铁路经营效益。

全面关注铁路个股

铁路板块目前总体估值较低，下半年我们建议全面关注铁路个股。除了运价上调带来的短期利好，铁道部改革可能为各上市公司创造长期发展的新天地。

大秦铁路：有充足的现金流应对未来的铁路资产整合。2011-13 年市盈率仅为 9.1/8.5/7.2 倍。

广深铁路：经营权一旦下放，有望通过货运能力的重新配置和多元化经营提高收益。此外，大股东资产亦有注入的可能。2011-13 年市盈率为 15.8/12.8/13.1 倍。

铁龙物流：可望利用特箱物流的先发优势，与更具自主权的地方局合作做大铁路特箱业务。2011-13 年市盈率为 27.0/22.9/17.1 倍。

风险提示

铁道部改革进程推进迟缓。

精选物流优等生

政策助力物流行业

国务院 6 月份出台的物流行业国八条为行业发展创造了新的契机。

表 3：物流国八条

政策方向	政策措施	重点受益的物流上市公司
减轻物流企业税收负担	完善物流企业营业税差额纳税试点办法，扩大试点范围，尽快全面推广。研究解决仓储、配送和货运代理等环节与运输环节营业税税率不统一问题。完善大宗商品仓储设施用地的土地使用税政策。	农产品，外运发展，铁龙物流，澳洋顺昌，中储股份，飞马国际，怡亚通，恒基达鑫，新宁物流，长江投资，交运股份，保税科技，锦江投资，建发股份
加大对物流业的土地政策支持力度	科学制定物流园区发展规划，对纳入规划的物流园区用地给予重点保障。支持将工业企业旧厂房、仓库和存量土地资源用于发展物流业。	中储股份,农产品,外运发展
促进物流车辆便利通行	降低过路过桥收费，大力推行不停车收费系统。加强城市配送管理，解决城市中转配送难、配送货车停靠难等问题。	农产品,飞马国际
改进对物流企业的管理	放宽对物流企业资质的行政许可和审批条件，逐步减少行政审批，提高审批效率。	
鼓励整合物流设施资源	支持大型优势物流企业对物流设施资源进行整合，鼓励中小物流企业加强联盟合作。引导行业系统内的仓储和运输设施开展社会化服务，支持商贸流通企业发展共同配送。	中储股份
推进物流技术创新和应用	加强物流新技术自主研发，加快先进物流设备研制，制定和推广物流标准，适时启动物联网应用示范。推进物流信息资源开放共享。	天奇股份
加大对物流业的投入	各级政府要加大对物流基础设施的投资扶持，积极引导银行业金融机构加大对物流企业信贷支持，拓宽融资渠道。	铁龙物流
促进农产品物流业发展	大力发展农超对接、农校对接、农企对接。完善农产品增值税政策，鼓励大型企业从事农产品物流业。加快建立主要品种和重点地区的冷链物流体系。加大对农产品批发市场、农贸市场的政府投入和政策扶持。严格执行鲜活农产品绿色通道政策和配送车辆 24 小时进城通行、便利停靠政策。加快发展粮食和棉花现代物流。	农产品,铁龙物流

资料来源：新浪财经,华泰联合证券研究所整理

子行业分化在所难免

十二五期间，物流服务业的发展动力将由外需转向内需。在此背景下，物流子行业的分化在所难免。我们认为，受到内需长期增长拉动的子行业将会具备较大的发展空间，包括冷链物流、铁路物流、供应链服务等。同时，成长空间有限的子行业也可能在整合过程中诞生强大的领军企业。

精选优等生

下半年我们建议重点关注物流行业的优等生，包括：

铁龙物流：同时受惠于铁路运力释放、铁道部改革和物流行业的政策刺激。

澳洋顺昌：身为 IT 板材配送业务的龙头，增速超越行业平均速度。年底之前可能释放 LED 项目的实质性利好。

农产品：可望通过电子交易平台的完善提升市场控制力和盈利能力。还有希望成为农产品全程冷链物流的参与者甚至整合者。

中储股份：将是物流行业税制改革的最大受益者。

飞马国际：煤炭供应链业务量有可能超预期增长。

风险提示

物流促进政策的细则迟迟不能出台。

公路：估值仍然受压

当前政策环境不利

6月14日，交通运输部、发改委、财政部、监察局、国务院纠风办等五部门共同发布“关于开展收费公路专项清理工作的通知”，对高速公路产生了收费标准下调的压力。

迫于外部压力，山东省自6月28日起将全省高速公路车辆通行费最低收费标准由15元/车次降为5元/车次（特大桥、隧道除外）。北京也将于7月初正式下调首都机场高速的通行费收费标准。

上述通知还强调，为确保并巩固清理成果，在专项清理工作期间，各省、自治区、直辖市要从严审批新的一级及以下普通公路收费项目，暂停审批收费公路资产上市融资和境外企业收购国有收费公路资产。这有可能对公路公司的资产注入形成阻力。

板块评级维持“中性”

我们维持对公路板块的“中性”评级，。建议关注多元化经营可能带来的个股交易性机会。

个股评级

楚天高速：中性。由于近期政策环境发生变化，以及大随高速提前通车可能削薄短期盈利，公司未来两年的盈利增长面临新的压力。

宁沪高速：增持。公司估值较安全，且超出6%的分红收益率吸引力较强。

皖通高速：增持。公司短期受益于2010年底通行费率的提升，中长期受益于公司旗下路产的区位优势以及产业转移的深化所带来的交通需求的不断提升。

赣粤高速：中性。公司部分路段受平行路产分流较为严重，路产表现分化加剧。且公司面临的成本压力尚无减轻的迹象。公司中短期盈利成长性偏弱。



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn