



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

行业动态
证券研究报告

2011年7月25日

铁路运输

研究部

任重

分析师，SAC 执业证书编号：
S0080511010058
renzhong@cicc.com.cn

杨鑫，CFA

分析师，SAC 执业证书编号：
S0080208020077
yangxin@cicc.com.cn

于困境中警醒，在桎梏下转型

铁路行业近期突发事件点评

铁路的多事之周：

7月20日，铁道部召开《关于延伸铁路货物运输服务链、加快发展铁路现代物流的实施意见》的全路电视电话会议，强调经营向市场化转型；7月21日，铁道部发行一年期短融罕见遭遇流标，200亿债券额度实际认购仅187.3亿，且利率达到5.18%，大幅超过6月发行短融的利率水平达83bps；7月23日晚，杭深线D301次列车与D3115次列车发生恶性追尾事故，多人伤亡。三件事的基调由喜转悲，我们的评论如下。

评论：

- 铁道部推进延伸货运服务链、加快发展现代物流、经营向市场化转型。**我们对其的理解主要体现在以下四个方面：
 - 路局成为经营主体，发展现代物流：**在既有线货运能力大幅上升的背景下，通过扩大铁路局经营自主权，激励企业强化市场营销和市场服务，以更好地利用新增运力，开展多种经营业务，实现增收增效；
 - 路局成为核算主体，强化权责匹配：**将从前收入成本铁道部统一核算的模式，向收入来自市场、盈利总额考核、成本自主安排的模式转变，铁路局亦为核算的主体，超盈减亏部分由铁路局和铁道部进行分成；
 - 专业运输公司主体地位强化：**对中铁集装箱、特货和快运三个专业运输公司的支持和考核比照各铁路局。铁路局要加强对其的支持，建立健全合作机制；铁道部要加强运输组织和协调，为其拓展市场创造条件；
 - 为将来的铁路全面改革铺路：**铁路全面改革需要市场化经营的主体作为基础，在各路局进行向现代物流企业转型的探索后，经过2012年一年的运行，在认真总结的基础上，优化改革措施、进一步深化改革、完善制度。
- 发行债券遇阻，债务融资难度加大，将倒逼铁路向经营要利润、向直接融资要资金。**债务融资难度加大、成本上升，与铁路本身资产负债率的上升及盈利能力的下降有一定的关系，也显示出信用市场的流动性并不充足，将使得铁道部未来资金层面出现隐忧。我们认为，在这种情况下，将倒逼铁道部：1）降低投资规模；2）加快经营向市场化转型速度、加大增收增效力度以提高经营现金流；3）提高直接融资比例，利用铁路上市公司平台再融资，继续选择优质资产重组改制上市，拓宽市场化融资渠道（比如选择符合条件的合资铁路公司，转让部分国铁股权）。
- 铁路事故带来的负面影响分析。**这次事故是天灾和人祸共同影响的结果：动车遭到雷击后失去动力停车，前后车沟通和路网调度出现障碍，造成追尾。考虑到D301次列车是京沪高铁运行后新开行的车次，这可能是7月1日调图后运营协调不够紧密造成的疏忽。我们判断，这次事故的发生将使得铁道部重新检查和评估安全措施，更加重视车次的集中调配和协调，将继续牢牢控制干线运输的调配权，对于地方铁路自主安排运力运输的放开也将更为谨慎。我们预计高铁的发展不会因为此次事故停滞，对既有线货运能力释放将不会造成实质的负面影响。

估值与建议：

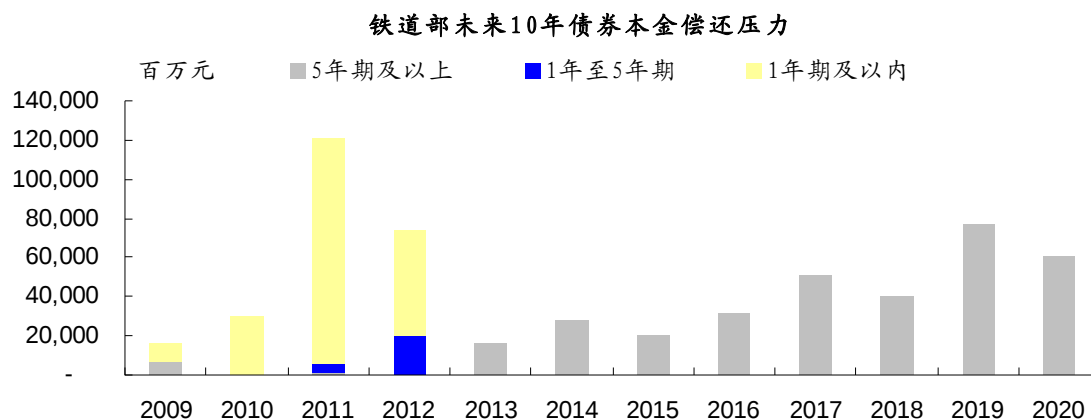
我们认为，发行债券难度加大以及铁路恶性事故短期内将对铁路行业造成困扰，但现实的困境反而有利于铁路从桎梏和困境中警醒，加快解决运营软环境方面存在的问题，向提升核心竞争力寻求出路，向更加市场化的运营和更加良性的资本运作转型，中长期来看反而有利于铁路行业整体经营水平和盈利能力的提升。从铁道部强调加快发展现代物流的动作来看，也有利于增收增效目的的达成。我们依然看好铁路行业硬件软件双拐点带来的基本面改善机会，维持大秦铁路、广深铁路和铁龙物流“推荐”的投资评级不变；如果股价受到短期负面影响出现回调，建议投资者逢低买入。

风险：

铁路市场化改革低于预期；经济放缓超出预期。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1: 铁道部短期债券偿还压力较大



资料来源: Wind, 中金公司研究部

图表 2: 今年以来铁道部 7 次债券发行情况

时间	债券名称	债券发行额 (亿元)	票面利率
2011-1-28	第一期超短期融资券	100	3.92%
2011-2-15	第二期超短期融资券	100	3.92%
2011-2-22	第三期超短期融资券	100	3.92%
2011-3-31	第一期短期融资券	200	4.10%
2011-5-19	第一期中期票据	200	4.98%
2011-6-9	第二期短期融资券	150	4.35%
2011-7-21	第三期短期融资券	200	5.18%

资料来源: Wind, 中金公司研究部

图表 3: 铁路公司估值表

公司名称	股票代码	货币	股价	市值	市盈率			市净率			净资产收益率			现金分红收益率(%)			EV/EBITDA			CAGR	PEG
				(USD mn)	(X)			(X)			(%)			(X)							
				2011-7-22	10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E		
A股铁路上市公司																					
铁龙物流	600125.CH	CNY	10.18	2,016	27.9	23.7	17.8	4.2	3.5	3.0	16.1	16.2	18.2	0.0	0.0	0.0	12.9	15.2	11.1	29%	1.0
广深铁路	601333.CH	CNY	3.96	3,970	18.0	16.9	14.1	1.2	1.1	1.1	6.4	6.6	7.6	2.3	2.4	2.9	8.2	7.4	6.1	14%	1.3
大秦铁路	601006.CH	CNY	7.98	17,997	11.4	8.6	7.8	2.1	1.8	1.7	18.5	18.5	18.4	4.4	5.8	6.4	6.8	5.3	4.6	28%	0.4
平均值					19.1	16.4	13.2	2.5	2.2	1.9	13.7	13.8	14.7	2.2	2.7	3.1	9.3	9.3	7.3	24%	0.8
中值					18.0	16.9	14.1	2.1	1.8	1.7	16.1	16.2	18.2	2.3	2.4	2.9	8.2	7.4	6.1	14%	1.3
H股铁路上市公司																					
广深铁路	525.HK	HKD	3.20	4,059	13.0	11.6	9.4	0.8	0.7	0.7	6.1	6.4	7.5	3.3	3.6	4.4	5.7	4.9	4.0	16%	0.8
国际铁路公路上市公司																					
亚洲																					
地铁公司	66.HK	HKD	26.90	19,967	12.8	18.4	18.4	1.3	1.3	1.2	10.8	7.2	8.1	2.2	2.2	2.4	11.6	13.6	12.0	-11%	n.m.
East Japan Railway	9020.JP	JPY	4,840	23,244	25.1	17.8	17.8	1.1	1.0	1.0	4.2	6.1	7.9	2.3	2.2	2.3	7.7	8.3	7.4	12%	2.1
Central Japan Railway	9022.JP	JPY	665,000	17,166	9.8	12.1	12.1	1.1	1.0	0.9	11.6	8.7	10.7	1.4	1.4	1.4	7.5	8.1	7.5	-7%	n.m.
West Japan Railway	9021.JP	JPY	3,340	8,020	18.5	21.3	21.3	0.9	0.9	0.9	5.2	4.4	6.2	2.4	2.5	3.1	7.1	7.1	6.5	-5%	n.m.
Hankyu Holdings	9042.JP	JPY	321	4,900	22.4	16.8	16.8	0.9	0.8	0.8	3.8	4.8	4.6	1.6	1.6	1.6	13.0	13.3	12.3	0.1	2.2
Container Corp of India	CCRI.IN	INR	1,126	3,220	18.8	16.4	16.4	3.4	n.a.	n.a.	19.4	16.2	15.4	1.2	1.6	1.7	13.3	11.7	10.8	5%	4.0
SMRT Corp	MRT.SP	SGD	1.88	2,232	17.7	17.4	17.4	3.6	3.4	3.2	20.5	19.9	21.0	4.5	4.6	5.0	8.3	8.2	7.5	0%	57.1
平均值					17.9	17.2	17.2	1.7	1.4	1.3	10.8	9.6	10.5	2.2	2.3	2.5	9.8	10.0	9.2	1%	13.4
中值					18.5	17.4	17.4	1.1	1.0	0.9	10.8	7.2	8.1	2.2	2.2	2.3	8.3	8.3	7.5	2%	9.1
北美洲																					
Union Pacific	UNP.US	USD	104.40	51,210	18.7	16.0	16.0	2.8	2.7	2.5	16.1	17.1	18.9	1.3	1.6	1.7	8.9	8.2	7.2	20%	0.9
Norfolk Southern	NSC.US	USD	76.65	27,074	18.9	15.6	15.6	2.6	2.4	2.2	14.2	15.8	16.9	1.8	2.1	2.2	9.3	8.3	7.5	21%	0.9
CSX Corp	CSX.US	USD	25.49	27,919	18.7	14.8	14.8	3.2	3.2	2.9	17.9	21.2	23.5	1.3	1.8	2.2	8.5	7.8	7.0	-16%	n.m.
Canadian National Railway	CNR.CN	CAD	75.07	34,480	16.6	15.9	15.9	3.0	2.9	2.6	18.7	19.2	19.3	1.4	1.7	1.9	10.1	9.4	8.5	6%	2.7
Canadian Pacific Railway	CP.CN	CAD	59.34	10,184	15.4	16.3	16.3	2.1	1.9	1.7	13.7	12.4	13.8	1.8	1.9	2.0	9.3	8.8	7.3	0%	n.m.
平均值					17.7	15.7	15.7	2.7	2.6	2.4	16.1	17.1	18.5	1.5	1.8	2.0	9.2	8.5	7.5	8%	2.2
中值					18.7	15.9	15.9	2.8	2.7	2.5	16.1	17.1	18.9	1.4	1.8	2.0	9.3	8.3	7.3	6%	3.0
全球铁路平均值					17.4	15.9	15.1	2.1	1.9	1.8	13.1	13.0	14.0	2.3	2.5	2.8	9.1	8.9	8.0	0.1	2.1
全球铁路中值					18.0	16.3	16.0	2.1	1.8	1.7	14.2	15.8	15.4	1.8	2.1	2.2	8.5	8.2	7.5	0.1	1.8

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部；注：*除大秦，广深铁路和铁龙物流数据为中金预测，其它数据均为市场预测数据，来自彭博资讯。

图表 4: A 股交通基础设施公司估值表

公司名称	股票代码	股价	市值	市盈率			市净率			净资产收益率			现金分红收益率			CAGR	PEG
		(RMB)	(US\$ m)	(X)	(X)	(X)	(X)	(X)	(X)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)			
		2011-7-22		10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E	10~12	10A
A股高速公路上市公司																	
宁沪高速*	600377.CH	5.42	4,205	11.0	9.9	8.9	1.6	1.5	1.4	14.1	14.9	15.6	6.6	7.4	8.2	7%	1.2
皖通高速*	600012.CH	5.28	1,271	11.2	9.5	8.1	1.5	1.4	1.3	13.4	14.7	15.5	4.0	4.5	5.0	11%	0.7
深高速*	600548.CH	4.76	1,408	13.9	12.9	11.6	1.2	1.1	1.1	8.6	8.9	9.4	3.4	3.6	4.0	6%	1.9
楚天高速*	600035.CH	4.90	693	11.4	9.3	8.3	1.5	1.3	1.2	13.4	14.5	14.8	1.6	2.0	2.2	11%	0.7
赣粤高速*	600269.CH	4.61	1,634	8.6	8.7	8.2	1.2	1.0	0.9	13.4	12.0	11.5	2.2	2.1	2.3	2%	5.3
山东高速*	600350.CH	4.10	2,995	11.0	9.1	8.2	1.3	1.0	0.9	12.1	11.1	11.4	2.5	3.1	3.4	11%	0.8
四川成渝*	601107.CH	5.51	2,192	14.7	13.2	11.8	2.0	1.8	1.6	13.8	13.7	13.7	1.6	1.8	2.0	8%	1.6
现代投资*	000900.CH	17.08	1,035	9.2	8.5	9.3	1.7	1.5	1.4	17.9	17.6	15.0	4.9	5.2	4.8	0%	n.m.
五洲交通*	600368.CH	7.29	615	19.0	9.5	8.6	1.7	1.5	1.4	9.2	16.2	15.9	1.5	3.0	3.3	30%	0.3
粤高速*	000429.CH	4.08	687	14.2	15.3	14.1	1.3	1.2	1.1	9.0	7.9	8.1	2.7	2.5	2.7	0%	126.6
福建高速	600033.CH	3.16	1,375	12.0	11.3	15.7	1.6	1.4	1.2	10.5	11.4	7.9	2.2	2.7	2.9	-9%	n.m.
A股高速公路平均				12.4	10.6	10.3	1.5	1.4	1.2	12.3	13.0	12.6	3.0	3.4	3.7	6%	1.6
A股铁路上市公司																	
铁龙物流*	600125.CH	10.18	2,016	27.9	23.7	17.8	4.2	3.5	3.0	16.1	16.2	18.2	0.0	0.0	0.0	16%	1.1
广深铁路*	601333.CH	3.96	3,970	18.0	16.9	14.1	1.2	1.1	1.1	6.4	6.6	7.6	2.3	2.4	2.9	9%	1.6
大秦铁路*	601006.CH	7.98	17,997	11.4	8.6	7.8	2.1	1.8	1.7	18.5	18.5	18.4	4.4	5.8	6.4	13%	0.6
A股铁路平均				19.1	16.4	13.2	2.5	2.2	1.9	13.7	13.8	14.7	2.2	2.7	3.1	13%	1.0
A股港口上市公司																	
上港*	600018.CH	3.87	13,359	15.1	13.9	11.1	2.3	1.9	1.7	15.3	13.6	15.5	3.5	3.7	4.7	11%	1.0
盐田港*	000088.CH	6.17	1,398	15.0	15.9	15.0	2.7	2.5	2.3	17.7	15.5	15.1	3.3	3.1	3.3	0%	n.m.
深赤湾*	000022.CH	13.88	1,216	22.2	19.3	17.6	1.7	2.0	1.9	9.8	10.6	11.2	3.2	3.1	3.4	8%	2.2
天津港*	600717.CH	8.11	2,060	18.4	15.6	14.3	1.7	1.6	1.5	9.1	10.0	10.1	1.6	1.9	2.1	9%	1.6
宁波港*	601018.CH	3.16	6,136	16.9	13.5	11.1	1.3	1.2	1.1	7.7	9.0	10.2	1.2	1.9	2.4	15%	0.7
大连港*	601880.CH	3.77	2,268	20.5	19.4	17.9	1.2	1.2	1.1	7.6	5.9	6.2	1.6	1.7	1.9	5%	3.9
日照港*（增发后）	600017.CH	4.06	1,620	21.6	19.9	16.9	1.9	1.6	1.5	8.8	7.9	8.7	0.0	1.5	1.8	9%	2.0
唐山港*	601000.CH	8.10	1,229	26.7	20.0	14.8	2.6	2.0	1.8	9.9	9.8	12.0	1.3	1.7	2.3	22%	0.7
营口港*	600317.CH	5.86	976	59.7	39.1	29.3	1.3	1.3	1.2	6.6	4.4	5.5	0.0	0.0	0.0	27%	1.1
锦州港*	600190.CH	4.40	1,014	31.6	31.9	31.6	1.8	1.7	1.7	6.3	5.5	5.3	0.8	0.7	0.8	0%	n.m.
A股港口平均				24.8	20.9	18.0	1.9	1.7	1.6	9.9	9.2	10.0	1.7	2.0	2.3	11%	1.6
A股机场上市公司																	
上海机场*	600009.CH	13.44	3,929	19.8	16.2	14.0	1.8	1.6	1.5	9.2	10.2	10.6	0.5	0.6	0.7	12%	1.1
深圳机场*	000089.CH	5.46	1,400	12.9	12.1	11.0	1.6	1.4	1.3	12.2	11.7	11.5	0.7	0.7	0.8	6%	2.0
白云机场*	600004.CH	7.98	1,392	15.6	14.3	13.2	1.4	1.3	1.3	9.0	9.4	9.6	3.1	3.3	3.8	6%	2.3
厦门空港*	600897.CH	14.74	666	15.7	14.4	13.1	2.8	2.4	2.0	17.6	16.3	15.4	0.0	0.0	0.0	6%	2.2
A股机场平均				16.0	14.3	12.8	1.9	1.7	1.5	12.0	11.9	11.8	1.1	1.2	1.3	8%	1.7
A股基础设施上市公司平均值				17.8	15.3	13.3	1.9	1.7	1.5	12.1	12.1	12.4	2.4	2.6	2.9	10%	1.3
A股基础设施上市公司中值				15.1	14.4	13.2	1.7	1.5	1.4	12.1	11.7	11.5	2.3	2.5	2.9	4%	3.0

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部；注：*数据为中金预测，其他为市场预测数据，来自彭博资讯

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

截至报告发布日前十二个月之内，中金公司为中大秦铁路提供过投资银行服务。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568

