

政策预期已充分反映，适当布局低估股

——铁路公路深度分析报告

运输 同步大市-A

上次评级

同步大市-A

报告关键点:

- 政策预期是主导公路铁路行情的主导因素;
- 铁路主要看改革进程，短期难有根本性变革，但市场化趋势不变;公路看收费政策变化，存在下调货车收费标准可能性，但对业绩影响有限;
- 当前股价已经较为充分反应政策预期，着眼长远可以适当布局价值低估的股票，如大秦铁路、宁沪高速。

报告摘要:

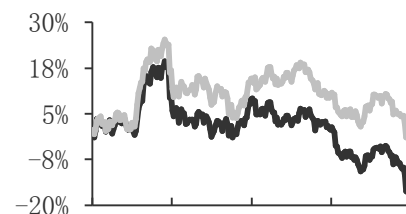
- 政策预期主导公路铁路行情。**今年以来，铁路公路净利润增速相比去年有所放缓，但是整体还是保持增长态势，导致股价下跌的主要原因是由于估值的持续下降。估值下降的主要原因有：(1) A股整体估值的系统性下降；(2) 铁路板块5月以来的持续下跌受到改革进程低于市场预期影响，而723动车事故更是雪上加霜，虽然对上市公司盈利并未有实质性影响；(3) 公路板块受到收费政策变化预期的影响，收费公路清理可能会导致部分路段收费期限下降以及收费标准下调，从而不断打压行业估值，如果收费标准下调，将会对行业净利润产生直接负面影响。
- 铁路体制改革决定铁路运输股走势。**今年以来，铁路运输股行情基本围绕铁路体制改革展开。中国铁路体制的深度改革必然是来自自上而下的推动，目前国内处于中央领导人换届前期，我们预期中国铁路的深度市场化改革在十八大之后、2012年底可能取得实质性突破。当前铁道部主要是在现有体制框架下对铁路局进行放权，提升其经营积极性，提高铁路发展的效益。受723动车事故的冲击，近期铁路板块下跌10%左右，目前的估值已经具有较高的安全边际。
- 高速公路收费政策调整是中央与地方的博弈，预计下调空间有限。**收费公路建设以各地的交投集团为主要平台，其负债涉及到地方融资平台。虽然媒体多次报道收费公路毛利率高，但是作为重资产型公司其净资产收益率并不高，并且上市公司都是各地盈利最好的路段，而各地同时还存在着大量的亏损路段。如果大幅降低收费标准，将会增加地方融资平台的违约风险，地方政府财政压力也会增大。我们认为，为了降低物流成本，未来一级、二级公路收费标准将会逐步取消，而高速公路收费取消的可能性不存在，但收费明显偏高的路段费率可能下调，货车收费标准也可能会有所下调，但是下调幅度有限，对高速公路上市公司的影响也将有限。
- 放眼长远，适当布局低估股。**铁路板块估值已经处于很低水平，股价对改革进程低于预期已经充分反应：大秦铁路11年PE8倍，预期2011年股息收益率将超6%；广深铁路PB仅1倍；铁路物流11年动态PE已降至20倍以下。铁路板块从长远来看已经具备较高投资价值，从分红回报角度推大秦铁路、从运力释放角度推铁龙物流、从多元化经营角度推广深铁路。收费公路方面，收费公路专项清理将持续到明年，未来一段时间内仍将面临政策压力，短期缺乏催化剂，但是股价经过调整长期投资价值已经显现。建议可以关注三类公司：(1) 股息收益率高并可可持续的公司，如宁沪高速、皖通高速等；(2) 非公路业务贡献利润占比高、货车收入占比低的公司，如五洲交通（多元化以物流、农批市场、房地产为主）、深高速（城市道路货车占比低）、东莞控股（多元化以参股金融企业为主）；(3) 采用直线法折旧和摊销的皖通高速、山东高速等。
- 风险提示：经济增速放缓。**

报告日期

2011-08-11

首选股票	目标价	评级
601006 大秦铁路	13.6	买入-A
600125 铁龙物流	15.0	增持-A
600377 宁沪高速	6.6	增持-A
600368 五洲交通	8.1	增持-A
600548 深高速	5.3	增持-B

12个月行业表现



08/10 11/10 02/11 05/11

— 运输 — 沪深300

汪立

 010-66581690
 执业证书编号

吴莉

 010-66581623
 执业证书编号

行业分析师

 wangli1@essence.com.cn
 S1450511050002

高级行业分析师

 wuli@essence.com.cn
 S1450511020019

前期研究成果

铁路：万事俱备，只待东风

2011-06-23

运输：经济结构或是主因

2011-06-17

运输：迎接铁路改革的春天，布局铁路运输股

2011-05-20

目 录

1. 政策预期主导公路铁路板块走势.....	3
2. 公路收费政策调整是中央与地方的博弈，预计下调空间有限.....	4
2.1. 专项清理时间进程及主要内容.....	4
2.2. 收费公路政策对于路网建设起到积极作用，但实施过程问题较多.....	5
2.3. 收费政策变化：中央 VS 地方.....	5
2.4. 货车收费标准下调对净利润影响不大.....	6
2.5. 04 年下调通行费标准回顾.....	7
2.6. 公路建设投资放缓，供给压力明显减缓.....	7
3. 预计公路行业上半年净利润增速 10%左右.....	8
4. 公路板块投资策略：部分公司配置价值显现.....	9
5. 铁路运输板块：政策预期已充分反应，适当布局低估股.....	11
5.1. 铁路客运增速快于货运，固定资产投资增速大幅下降.....	11
5.2. 铁路改革：市场化方向不改，等待政策春风.....	11
5.3. 上半年各公司运营数据.....	12
5.4. 投资策略：估值优势明显，等待改革实质性进展.....	13

图 目 录

图 1: 公路指数走势与重大事件.....	3
图 2: 铁路指数走势与重大事件.....	3
图 3: 公路板块估值持续下降.....	4
图 4: 铁路板块估值持续下降.....	4
图 5: 国内公路体系.....	5
图 6: 下调货车收费标准对净利润影响测算.....	6
图 7: 05 年公路板块收入和利润增速都放缓.....	7
图 8: 2004-2005 年公路走势与沪深 300 对比.....	7
图 9: 公路建设投资增长一览.....	8
图 10: 历年高速公路里程增量.....	8
图 11: 样本路段通行费收入增速一览.....	9
图 12: 上半年各公司通行费收入增速情况一览.....	9
图 13: 各公司股息收益率.....	10
图 14: 各公司折旧摊销占原值的比重.....	10
图 15: 各公司折旧摊销在成本中的占比.....	10
图 16: 上半年客货运增速有所下降.....	11
图 17: 上半年铁路固定资产增速大幅下降.....	11
图 18: 大秦线各月煤炭运量及增速一览.....	12
图 19: 广深铁路客运及货运各月增速一览.....	12

表 目 录

表 1: 收费公路专项清理时间安排及主要内容.....	4
表 2: 2004 年货车通行费下调情况.....	7
表 3: 公路板块主要公司盈利预测及估值一览.....	10
表 4: 铁路板块主要公司盈利预测及估值.....	13

1. 政策预期主导公路铁路板块走势

年初至8月9日，高速公路板块下跌20.2%，跑输沪深300指数9.7个百分点；铁路板块呈现前高后低走势，年初以来跌幅为9.2%，跑赢沪深300指数1.4个百分点，但5月中下旬以来出现了较大幅度的调整。

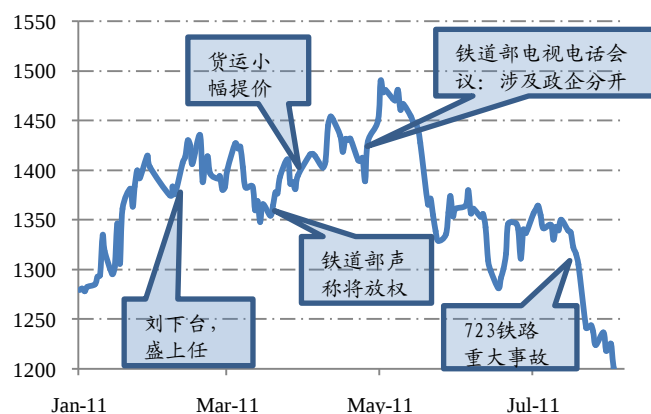
- **估值缺乏防御性是拖累铁路公路股价表现的重要原因。**铁路公路业绩上具有较强的防御性，产生较强防御性的主要原因有两个方面：（1）没有价格周期，铁路运输价格、收费公路的收费标准都是受政府管制且长期不变；（2）没有库存调整周期，周期性行业在经济大幅变化时表现出来的业绩大幅变化与库存调整密切相关，如08年下半年大量工业企业计提减值准备、下游去库存对企业的盈利产生了巨大负面影响，而铁路公路没有这个特点。而在估值方面，铁路公路行业的防御性并不明显，今年上半年以来的下跌主要就是由于估值水平跟随A股整体估值水平的持续下降。
- **高速公路板块上半年主要受到政策面的抑制，导致行业估值持续下降。**今年以来通胀持续高企，央视自5月初开始了聚焦物流顽症的系列报道，对公路收费中一些不合理的问题进行了报道，并且之前有传言可能会降低收费标准延长收费年限。6月20日，交通部又开始了收费公路专项清理工作，对超期收费、不合理收费、降低偏高收费标准、降低合理装载货车负担等方面进行清理。政策风险的成为抑制公路板块估值的那片“乌云”。
- **改革进程低于市场预期，导致铁路板块走势前高后低，近3个月以来调整幅度较大。**今年新一任铁道部长上任后，4月22日在全路电视电话会议中提出要实现铁道部政企分开、进行多元化发展、延伸铁路运输产业链等多项内容，提升铁路发展的质量和效益。市场对于铁路的深度市场化改革充满期待，但近几个月以来，由于铁路改革的其进程和深度低于市场预期，铁路板块出现了较大幅度的下调。723动车事故发生后，铁路相关板块下跌，铁路运输板块也未能幸免。

图 1：公路指数走势与重大事件



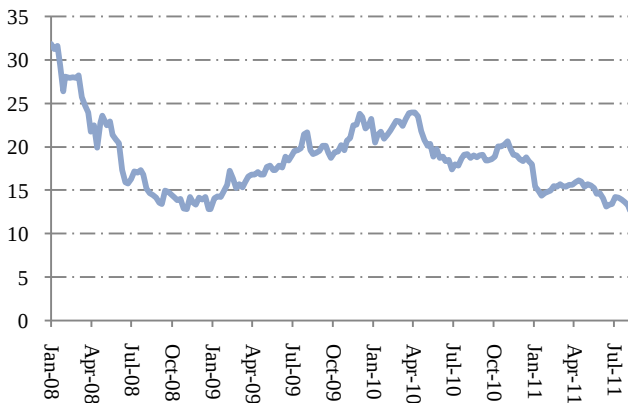
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 2：铁路指数走势与重大事件



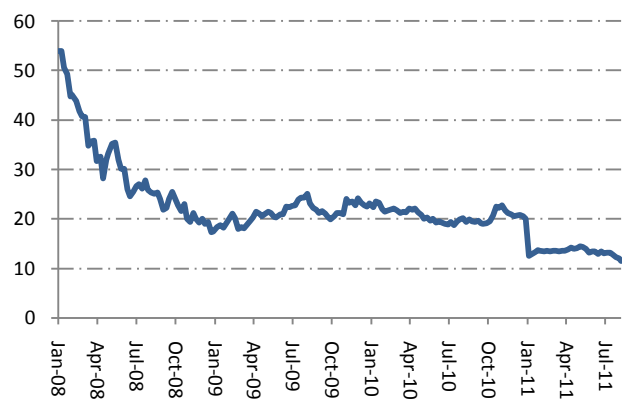
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 3：公路板块估值持续下降



资料来源：wind、安信证券研究中心

图 4：铁路板块估值持续下降



资料来源：wind、安信证券研究中心

2. 公路收费政策调整是中央与地方的博弈，预计下调空间有限

5月9日，央视开始播放聚焦物流顽症系列报道，其中提到收费公路是导致物流成本偏高的原因之一，6月20日交通部开始收费公路专项清理，在此我们主要讨论高速公路收费标准下调的可能性、方式以及影响。

2.1. 专项清理时间进程及主要内容

此次收费公路的专项清理活动，将按照“政府负责，部分事实，依法清理、标本兼治，全面规范”的原则，在省级政府的领导下，通过一年左右时间全面清理公路超期收费、通行费收费偏高等违规及不合理收费，坚决撤销收费期满的收费项目，取消间距不符合规定的收费站（点），纠正各种违规收费行为。在此基础上，研究制定加强收费公路管理、降低收费标准、促进收费公路健康发展的长效机制和政策措施，确保公路交通事业更好地服务经济社会发展。

对上市公司可能产生影响主要有两点：（1）清理超期收费，对于超期收费如何界定未作详细说明；（2）降低收费偏高的收费标准，完善公路计重收费办法，确保合法装载车辆通行费负担有所减轻。对于此次如何降低收费标准并未有明确的说明，首先收费标准偏高的标准未有明确说明。对于降低货车通行费负担，是全国性下调还是部分区域下调、是下调部分车型还是全部车型、是下调基价还是改变价格计算方式等都没有明确的说法，所以此次通知的内容模糊性太强、可操作空间大。

表 1：收费公路专项清理时间安排及主要内容

调查摸底阶段	各省级人民政府组织交通运输、发展改革（价格）、财政等部门，全面（2011年6月20日—8月31日）清查和核实截止至2011年4月30日仍在运行的所有收费公路项目的里程规模、站点设置、收费期限、收费标准等有关情况，并将收费公路专项摸底调查表务必于2011年9月5日前报送交通运输部（公路局）、发展改革委（价格司）、财政部（综合司）。
自查自纠阶段	各省、自治区、直辖市人民政府组织交通运输、发展改革（价格）、财政等部门，对现有收费公路、收费期限、收费标准、收费站（点）和收费行为逐一进行审核。对审核发现的各类违规及不合理收费行为、收费

日) 项目及收费站(点), 提出具体的整改措施, 并在省级人民政府统一组织下抓好整改落实。

检查复核阶段 交通运输部、发展改革委、财政部、监察部和国务院纠风办将对各地调(2012年1月1 查摸底、自查自纠以及整改措施落实等有关情况进行督导和检查, 必要日—2月29日) 时组织省际互查。

总结完善阶段 各省、自治区、直辖市要认真总结本地区专项清理工作情况, 并于2012(2012年3月1 年4月10日前将本地区专项清理工作总结等有关情况报送交通运输部、日—5月31日) 发展改革委、财政部、监察部和国务院纠风办。交通运输部会同有关部门全面总结各地专项清理工作情况, 并上报国务院。

资料来源: 交通部网站、安信证券研究中心

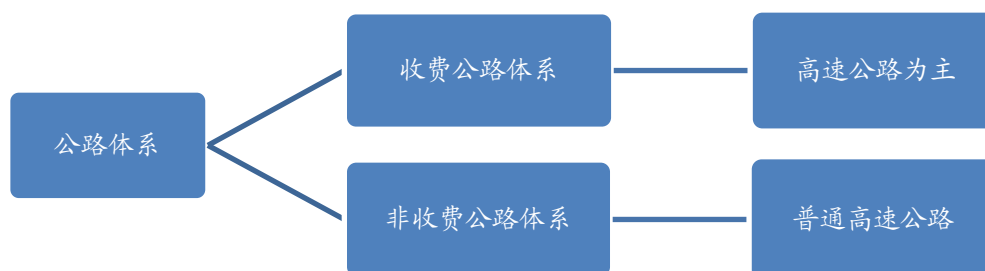
2.2. 收费公路政策对于路网建设起到积极作用, 但实施过程问题较多

1984年国务院批准实施“贷款修路、收费还贷”政策, 该政策实施为国内公路网建设起到了十分积极的作用。根据2008年审计署发布的收费公路审计调查结果显示, 到2005年底, 审计调查的18个省(市)中, 95%的高速公路、65%的一级公路和49%的二级公路是依靠实施这项政策建设的。

当时在该政策实施的过程中产生了较多问题: (1) 国家发展公路的原则是“公路发展应坚持非收费公路为主, 适当发展收费公路”, 但是实际上收费公路里程超出一半以上, 条件稍好的二级公路几乎都是收费公路; (2) 部分地方政府和交通部门违规设站收费、提高收费标准、延长收费期限等; (3) 收费公路经营权转让不规范; (4) 管理问题严重, 具体表现有随意扩大通行费减免范围、少数收费公路管理部门机构臃肿、人员收入偏高、收费收入主要用于人员经费开支。

对于未来国内公路体系建设, 交通部已经有较为明确定位, 就是发展以高速公路为主的收费公路体系, 以及以普通公路为主的体现政府普遍服务的非收费公路体系。根据我们的理解, 未来一级公路和二级公路都将会逐步取消收费, 并且高速公路的收费也将会进一步规范。自2009年以来, 已经相继撤销了18个省区的政府还贷二级公路收费、取消收费里程超过10万公里, 并且在所有收费公路实施了鲜活农产品“绿色通道”免费政策。

图 5: 国内公路体系规划



数据来源: 交通部、安信证券研究中心

2.3. 收费政策变化: 中央 VS 地方

从当前高速公路投资运营的组织方式来看，一般一个地区都有一个交通投资集团负责当地高速公路建设，交投集团下面一般会有一个上市公司作为资本市场融资平台，地方政府是高速公路建设的主要投资方。

根据审计署审计数据，到 2005 年底，18 个省市（主要包括北京、河北、山西、辽宁、吉林、黑龙江、上海、江苏、浙江、安徽、山东、河南、湖北、广东、重庆、四川、陕西，08 年数据该 18 省高速公路里程占比超过 70%）收费公路银行贷款余额高达 8000 多亿元。2006-2010 年公路建设投资 4.08 万亿元，其中预计 70% 是通过债权融资来实现的，也就是说增加的负债额在 2.8 万亿左右。

根据审计署 6 月份发布的全国地方政府债务审计结果显示，到 2010 年底，地方政府性债务约为 10.72 万亿元，其中交通运输行业债务约 2.39 万亿元，地方政府性债务余额中高速公路建设的债务余额为 1.12 万亿，并且报告指出部分地区的高速公路处于建设期和运营初期，其收费收入不足以偿还债务本息，主要依靠举新债偿还，2010 年全国高速公路的政府负有担保责任的债务和其他相关债务借新还旧率达 54.64%。

地方政府作为主要投资方，为了能够实现还本付息、缓解资金压力，降低收费标准的动力并不是很强。而中央受到舆论压力，希望通过降低收费标准来降低物流成本。考虑到地方政府还贷压力较大、如果较大幅度降低收费标准，必然会导致银行坏账增加，所以我们认为收费公路收费标准不存在大面积大幅下调的基础。最有可能的方式是：

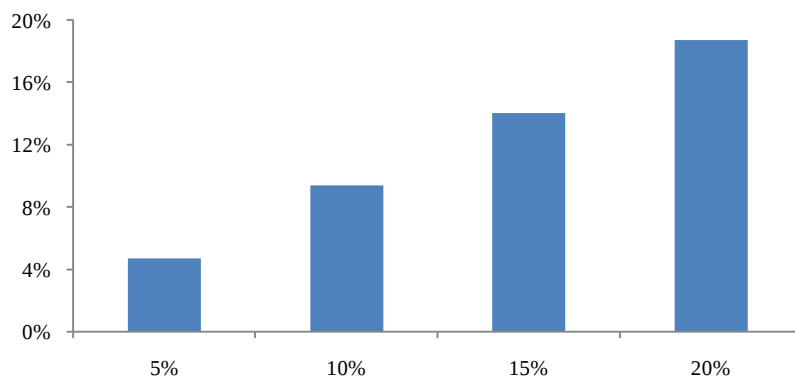
- （1）对收费标准明显偏高的路段下调收费标准；（2）对于超期收费的公路取消收费；（3）适当下调货车收费标准，但幅度不会太大。

2.4. 货车收费标准下调对净利润影响不大

根据我们分析，客车收费标准统一下调的可能性很小，只可能是那些收费标准明显偏高的路段可能会下调，例如央视报道的成都机场高速等；而货车收费标准下调的可能性相对较大，但下降幅度我们认为不会太大。

由于目前公路都在进行上市公司多元化经营，营业收入中部分是由非公路收费贡献，预计通行费收入占比在 80% 左右，而通行费收入中货车贡献占比预计在 50-60%，根据我们测算，如果货车通行费收入下调 10%，行业净利润将下降 9.4%。

图 6：下调货车收费标准对净利润影响测算



数据来源：交通部、安信证券研究中心

2.5.04 年下调通行费标准回顾

上一次通行费标准下调是在 2004 年底，当时交通部和国家发改委发布了降低车辆通行费收费标准的通知和意见，主要针对各地多轴大型车辆的收费普遍偏高，导致车辆“大吨小标”和超限超载运输日益严重，主要是对第四和第五类车的收费标准进行了下调。

表 2：2004 年货车通行费下调情况

货车类型	调整方式
第 5 类货车（载重 15 吨以上）	以第 3 类货车（载重 10 吨及 10 吨以下，5 吨以上，下同）现行收费标准的 1.4 倍为基准，低于或等基准数的可不调整；高于基准数的在现行收费标准基础上降低 30%，如调整后低于或等基准数的，则按基准数收取。
第 4 类货车（载重 15 吨及 15 吨以下，10 吨以上）	对收费标准的调整，以第 3 类货车现行收费标准的 1.2 倍为基准，低于或等基准数的可不调整；高于基准数的在现行收费标准基础上降低 20%，如调整后低于或等于基准数的，则按基准数收取。

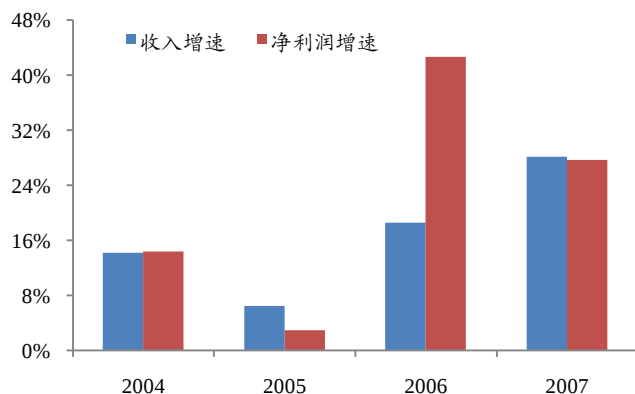
资料来源：交通部

当时下调货车收费标准的背景与当前明显不同，当时下调通行费主要是从限制超载的角度考虑，因为收费标准高导致货车超载普遍，而超载又对路面造成较大负面影响，导致养护费用大幅提升。随后，国家又采取货车计重收费的方式（对超载车辆进行惩罚性收费）来限制超载，实际上是提升了货车的收费标准，大部分地区计重收费实施时间都是在 2005 到 2007 年间。

从业绩增速来看，2005 年公路板块净利润增速明显低于 04 年、06 年水平，说明货车收费标准下降对公路板块盈利产生了一定的影响，但是整体影响不大，只是拖累了净利润增速，而 06、07 年是计重收费大面积实施的年份，所以行业处于较好发展时期，收入和利润规模增速较快。

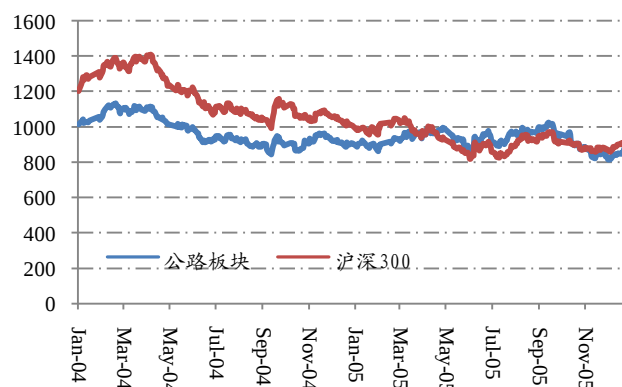
从股价来看，2004-2005 年公路板块整体走势明显好于沪深 300 指数，2004 年初到 2005 年末，公路行业指数下跌 14.3%，而同期沪深 300 指数下跌 23.3%，跑赢沪深 300 指数 9 个百分点。并且在消息公布当年 2004 年，公路行业指数还是跑赢沪深 300 指数 5.8 个百分点，我们认为主要是由于当时已经开始实施计重收费，而计重收费相当于提升货车收费标准。

图 7：05 年公路板块收入和利润增速都放缓



资料来源：wind、安信证券研究中心

图 8：2004-2005 年公路走势与沪深 300 对比



资料来源：wind、安信证券研究中心

2.6.公路建设投资放缓，供给压力明显减缓

高速公路里程增长周期与我国的宏观调控周期密切相关，每次国家采取积极的财政政

策时，高速公路建设必然加速，例如 1998 年和 2008 年，而随着大量投入必然导致行业供给快速增加，整体利用效率下降，导致盈利能力的下滑。2011 年上半年公路建设投资为 5235 亿元，同比增长 13.5%，增速已经较 09、10 年明显下降。

到 2010 年，我国高速公路里程已经达到 7.41 万公里，基本建成了覆盖全国的高速公路网络，随着近两年的快速扩张，各地交通投资平台的负债率也是大幅提升，后期持续扩张资金紧缺，同时考虑目前路网已经比较完备，公路建设投资增速必然持续下降，行业供给压力将会持续减轻。

图 9：公路建设投资增长一览

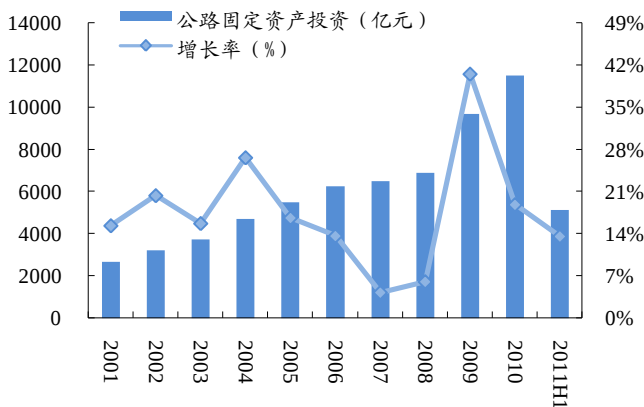
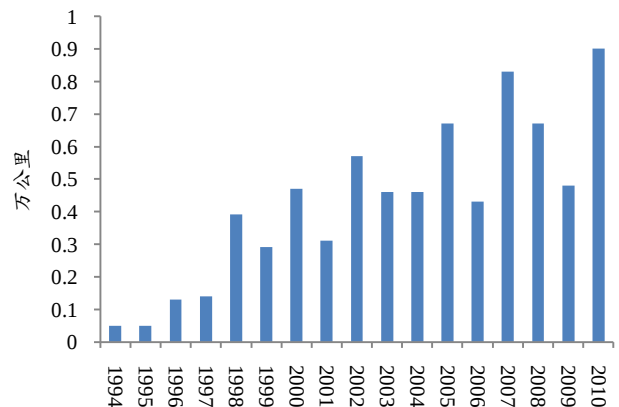


图 10：历年高速公路里程增量



资料来源：wind、安信证券研究中心

资料来源：wind、安信证券研究中心

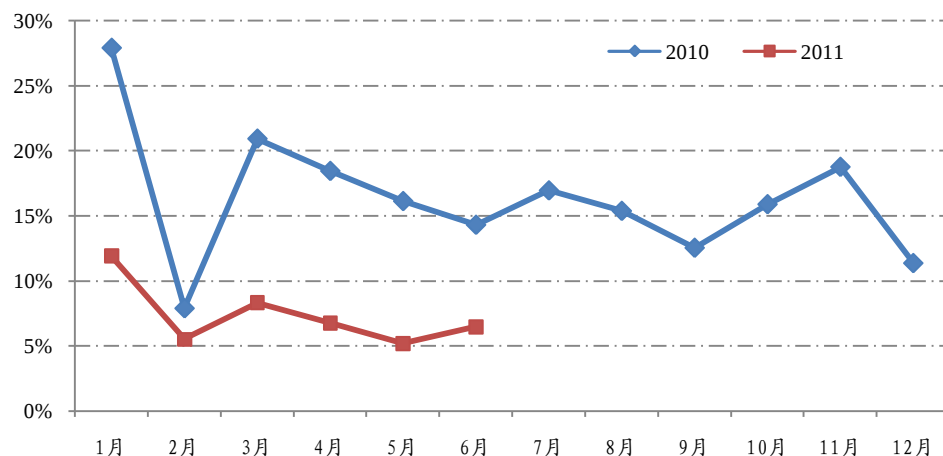
3. 预计公路行业上半年净利润增速 10%左右

我们以山东高速、赣粤高速、深高速、皖通高速、中原高速、皖通高速、粤高速、四川成渝等 7 家公司作为样本，对上半年通行费收入情况进行分析。上半年样本路段合计实现通行费收入 79.83 亿元，同比增长 7.4%，增速较去年同期下降 10.2 个百分点。

从各月数据来看，仅有 1 月份同比增速较高，主要还是受季节性因素影响。3-6 月份以来，各月通行费收入同比增速都在 5-9% 之间。今年上半年收入增速下降原因有：（1）去年增速高是由于前年基数低；（2）今年汽车销量增速明显回落；（3）经济增速放缓导致货车车流增速放缓。综合考虑，我们认为上半年公路板块营业收入同比增速在 10%-15% 之间，考虑到成本以及财务费用上升净利润增速将略低于收入增速，预计上半年公路板块净利润增速在 10% 左右。

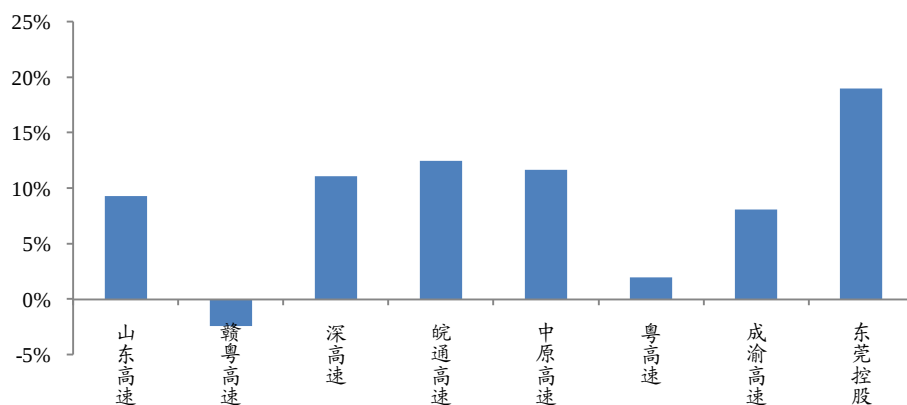
从已公布数据的公司来看，东莞控股是上半年通行费收入增速最快的公司（接近 20%），主要受益于断头路通车。上半年净利润增速靠前的公司有五洲交通、皖通高速、东莞控股等。

图 11: 样本路段通行费收入增速一览



数据来源: WIND、安信证券研究中心

图 12: 上半年各公司通行费收入增速情况一览



数据来源: WIND、安信证券研究中心

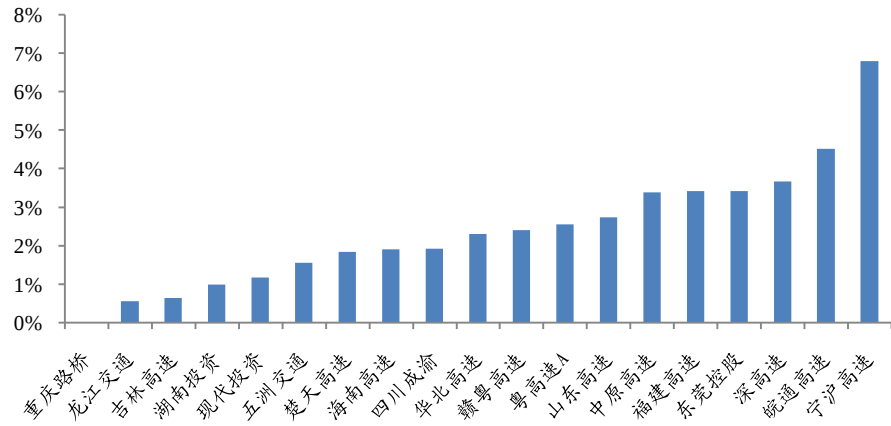
4. 公路板块投资策略: 部分公司配置价值显现

收费公路专项清理将持续到明年, 未来一段时间内仍将面临政策压力, 短期缺乏催化剂, 但是股价经过调整长期投资价值已经显现。建议可以关注三类公司:

- **股息收益率高并可持续的公司。**从各公司来看, 目前宁沪高速的股息收益率已经达到 6.8%, 皖通高速股息收益率为 4.5%, 深高速、东莞控股、中原高速、福建高速股息收益率也都超过 3%。资产负债率低、短期内投资项目少的公司分红持续性较好, 综合来看我们认为宁沪高速、皖通高速、东莞控股、深高速有望持续保持高分红股息收益率。
- **非公路业务贡献利润占比高、货车收入占比低的公司。**如五洲交通(多元化以物流园、农批市场、房地产为主)、深高速(城市道路货车占比低)、东莞控股(多元化以参股金融企业为主);
- **采用直线法折旧和摊销的公司。**随着车流量的增长, 采用直线法折旧和摊销的公

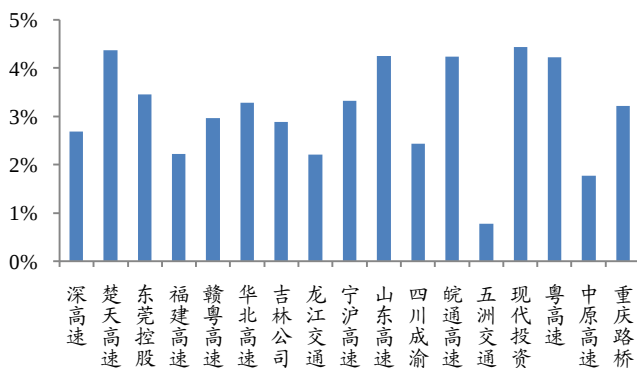
路后期成本上涨压力相对较小，业绩弹性更大。山东高速、皖通高速、华北高速、现代投资是直线法折旧和摊销，所以这些公司的业绩相对被低估，后期业绩弹性相对较大。

图 13: 各公司股息收益率



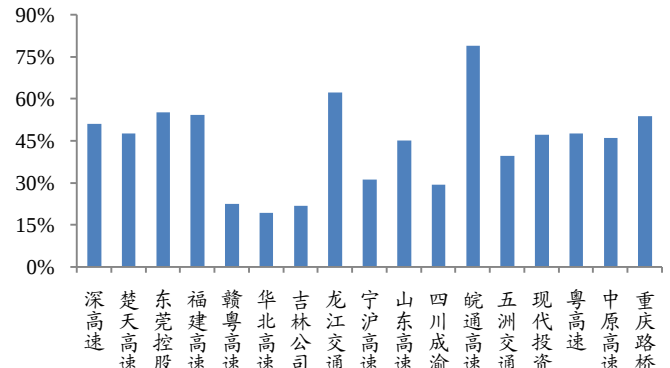
数据来源: WIND、安信证券研究中心

图 14: 各公司折旧摊销占原值的比重



资料来源: wind、安信证券研究中心

图 15: 各公司折旧摊销在成本中的占比



资料来源: wind、安信证券研究中心

表 3: 公路板块主要公司盈利预测及估值一览

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
					2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E		
600377	宁沪高速	5.29	266.50	199.20	0.49	0.55	0.61	10.7	9.6	8.7	1.62	增持-A
600368	五洲交通	7.00	38.91	38.91	0.38	0.67	0.77	18.2	10.4	9.1	1.67	增持-A
000828	东莞控股	5.25	54.57	54.57	0.34	0.44	0.51	15.5	11.9	10.3	1.85	增持-A
600548	深高速	4.36	95.08	62.49	0.34	0.38	0.46	12.7	11.5	9.5	1.12	增持-B
600012	皖通高速	4.64	76.96	54.08	0.47	0.61	0.68	9.8	7.6	6.8	1.36	增持-B
600035	楚天高速	4.32	40.25	40.25	0.43	0.48	0.54	10.1	9.0	8.0	1.29	增持-B
601107	四川成渝	4.52	138.22	52.32	0.37	0.40	0.45	12.1	11.3	10.0	1.66	增持-B
600269	赣粤高速	4.15	96.92	96.92	0.54	0.54	0.60	7.7	7.7	6.9	1.03	中性-B
平均		5.1	95.4	74.9	0.4	0.5	0.6	12.1	9.9	8.7	1.5	

数据来源: WIND、安信证券研究中心

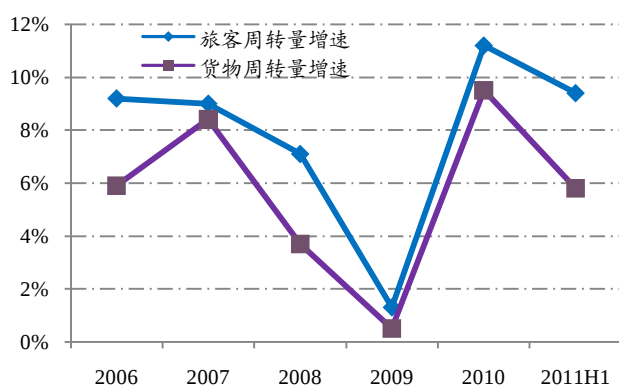
5. 铁路运输板块：政策预期已充分反应，适当布局低估股

5.1. 铁路客运增速快于货运，固定资产投资增速大幅下降

上半年，铁路客货运输保持较快增长，旅客周转量、货物周转量分别为 4757 亿人公里、14438 亿吨公里，同比分别增长 9.4%、5.8%，增速分别较 2010 年同期下降 0.9 个百分点和 8.2 个百分点。

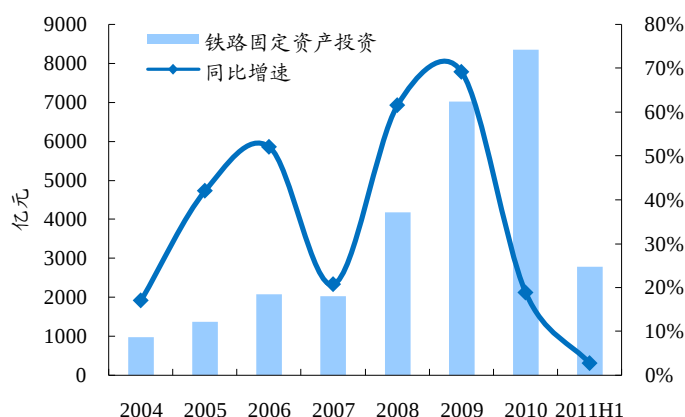
从固定资产投资来看，上半年完成铁路固定资产投资 2781 亿元，同比增长 2.7%，增速大幅回落，去年同期铁路固定资产投资增速为 17%。

图 16：上半年客货运增速有所下降



资料来源：wind、安信证券研究中心

图 17：上半年铁路固定资产增速大幅下降



资料来源：wind、安信证券研究中心

5.2. 铁路改革：市场化方向不改，等待政策春风

上半年铁路行业上发生了两件大事：一是新一任铁道部部长上任带来市场化改革的预期；二是 723 动车事故。

铁道部领导层的更换被市场理解成一种利好，同时铁道部也开始反思铁路快速建设带来的种种问题。而铁道部不断提升的资产负债率也成为关注焦点，对铁道部未来的付息还款能力也有所质疑。在各种因素的共同影响下，盛部长再次把政企分开提上台面，同时提升铁路发展的效益和质量也成为铁道部关注的焦点。但是由于当前处于中央政府换届前期，而铁道部的系统性改革又需要自上而下的决策，目前改革缺乏上层的实质性支持，所以短期难有实质性的进展。目前铁道部的改革只能是在现有框架下，尽量提升铁路局的自主经营权，提升铁路局经营积极性，从而达到提升铁路系统盈利的目标。

从改革的进度来看，是低于市场预期的，但是股价已经对预期有了较为的充分反应。目前来看，铁路市场化改革的方向不会发生改变，但是大的系统性改革时间应该要在十八大之后，预计最快在 2012 年下半年。

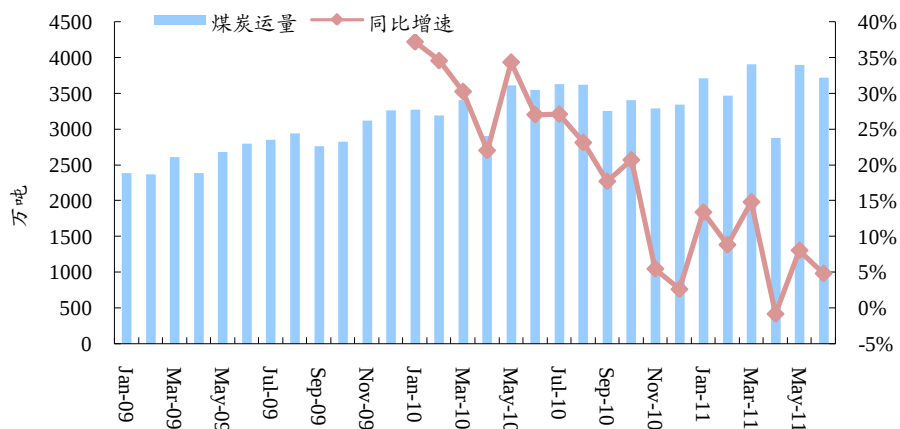
7 月 23 日甬温线特别重大铁路交通事故发生，暴露出了铁道部管理上的漏洞。事故发生后，铁路相关公司——无论是铁路设备制造商还是运营商股价都出现较大幅度下跌，实际上事故对于铁路运输类企业的影响十分有限。短期之内，铁道部将会把主要精力集中在抓安全生产上，可能会降低内部改革的进度。从中长期来看，铁路管理体制方面暴露的问题越多，未来铁路市场化改革的动力将会越强。

5.3. 上半年各公司运营数据

➤ 大秦铁路：上半年大秦线运量同比增长 8%

2011 年上半年，大秦线完成煤炭运量 2.16 亿吨，同比增长 8%；其中二季度完成煤炭运量 1.05 亿吨，同比增长 4.3%，环比下降 5.3%，4 月份线路检修导致当月运量明显偏低，5、6 月煤炭运量比 4 月提升明显。侯月线上半年实现运量 4364 万吨，与去年同期基本持平。

图 18：大秦线各月煤炭运量及增速一览

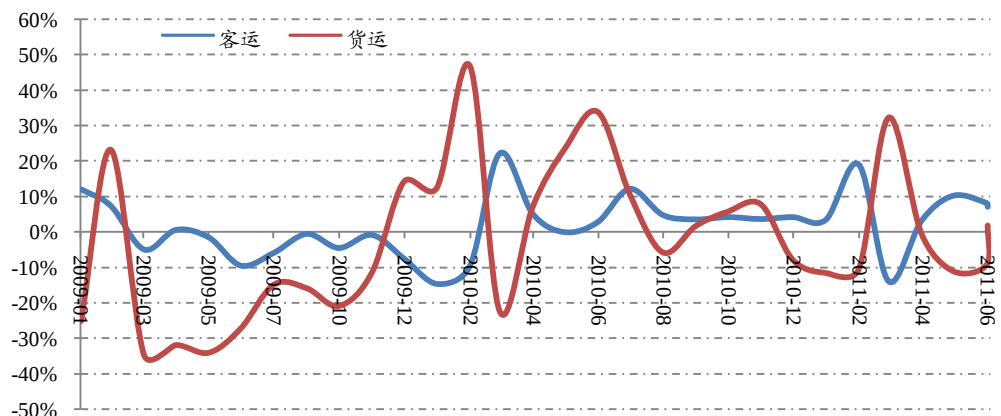


数据来源：煤炭资源网、安信证券研究中心

➤ 广深铁路：客运保持平稳增长，货运基本持平

上半年，广深铁路完成旅客发送量 4544 万人，同比增长 6.1%，增速较去年略有提升，其中城际列车、直通车、其他车分别同比增长 7.2%、17.8%、4.5%；完成货物运输量 3233 万吨，与去年同期基本持平，其中接运量、发送量分别变化-2.5%、5.3%。

图 19：广深铁路客运及货运各月增速一览



数据来源：公司网站、安信证券研究中心

➤ 铁龙物流未有运营数据公布，我们预计上半年公司特种箱运量有望实现 15-20% 的增长。

5.4. 投资策略：估值优势明显，等待改革实质性进展

铁路运输市场化趋势并未改变，但深度市场化改革的启动需要等待。目前主要是在现有体制下对铁路局进行放权，大力发展多元化经营，向现代物流企业转型，提升铁路运输行业的盈利水平。

铁路板块估值已经处于很低水平，股价对改革进程低于预期已经充分反应：大秦铁路 11 年 PE8 倍，预期 2011 年股息收益率将超 6%；广深铁路 PB 仅 1 倍；铁路物流 11 年动态 PE 已降至 20 倍以下。铁路板块从长远来看已经具备较高投资价值，从分红回报角度推荐大秦铁路、从运力释放角度推荐铁龙物流、从多元化经营角度推荐广深铁路。

表 4：铁路板块主要公司盈利预测及估值

代码	简称	股价（元）	总股本（亿股）	总市值（亿元）	A股流通市值（亿元）	每股收益（元）			PE			PB	评级
						2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E		
601006	大秦铁路	7.29	148.67	1,083.79	1,083.79	0.70	0.92	1.04	10.4	7.9	7.0	2.0	买入-A
601333	广深铁路	3.39	70.84	240.13	182.30	0.22	0.25	0.30	15.4	13.6	11.3	1.0	增持-A
600125	铁龙物流	8.53	13.05	111.33	67.90	0.36	0.45	0.54	23.6	19.0	15.8	3.4	增持-A
平均		6.4	77.5	478.4	444.7	0.4	0.5	0.6	16.5	13.5	11.4	2.1	

数据来源：WIND、安信证券研究中心

分析师简介:

汪立：安信证券交通运输行业分析师。北京交通大学交通工程本科，中国科学院研究生院管理学硕士。3 年交通运输行业研究经验，2011 年 4 月加入安信证券，之前先后任职于天相投顾、国都证券。

分析师声明

汪立、吴莉分别声明，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

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@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: 200123

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