

交通运输、仓储业 铁路运输业

铁路市场化改革带来估值新革命

储海

S1450209060208

021-33830373

chuhai260@pingan.com.cn

■ 铁道部强调深化铁路改革

铁道部近日召开电视电话会议，会议上强调两点：

- 深化铁路改革，实现铁路发展方式的转变。转变铁道部的政府职能、转换铁路局的经营机制，落实铁路局的市场主体地位和企业法人责任，赋予铁路局必要的生产经营自主权，激励铁路局强化市场营销，开拓市场经营，努力增运增收，做大效益“蛋糕”。
- 提高运输一线职工收入，3月1日起，建立运输生产一线职工岗位津贴，并在运输生产一线职工中开展安全效益达标考核，覆盖范围是铁路局、专业公司运输生产一线人员。

我们认为，铁道部最新的表态表明了未来铁路的发展方向将逐步向市场化改革倾斜。

■ 铁路面临加快发展的需求

中国铁路长期处于运能严重不足状态，在铁路发展缓慢的情况下，公路成为中国物流运输的主力。然而随着经济的发展，加快铁路发展显得越来越迫切：

- 油价不断攀高，物流成本不断上升，铁路这一运输方式更加经济；
- 中国经济重心逐步向中西部，长距离运输需求越来越多。

■ 市场化改革势在必行

对于如何实现铁路的跨越式发展，有着两种不同的观点，一种认为应该实行市场化改革，通过市场的力量配置资源，来加快铁路的建设和发展；另外一种观点认为，铁路应该在现有体制下通过大规模建设来解决铁路运能问题，改革应该是渐进式的。

“十一五”期间，中国铁路的决策者们选择了第二条道路，其最后结果是中国铁路在大规模建设的同时也背上了沉重的债务，铁路资产无法实现有效盈利，提高职工待遇更无从谈起。而同时，铁路运力供不应求的现状仍然没有得到解决。

因此，市场化的改革将是铁路发展必须面临的阶段。

■ 市场化改革有望带来行业飞跃式发展，促使铁路上市公司估值提升

我们可以借鉴一下其他交通运输设施行业发展的经验。2002年，交通部港口管理体制开始实施重大改革，原中央直属和双重领导的港口将彻底下放地方，并实行政企分离。港口实现市场化改革以后，中国港口行业迎来发展的高峰期。我们有理由相信，市场化改革将带来铁路行业的高速发展。在此情况下，铁路上市公司的估值有望得到大幅提升。

对比中国铁路上市公司与国外铁路上市公司的估值比较，我们发现部分铁路上市公司估值明显偏低。

图表1 国内铁路上市公司盈利预测及估值

股票名称	股票代码	股票价	EPS (元/股)				PE (倍)			
		3月2日	2009	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
大秦铁路	601006	8.44	0.50	0.75	0.88	1.02	16.88	11.25	9.59	8.27
广深铁路	601333	3.65	0.19	0.23	0.25	0.27	19.21	15.87	14.60	13.52
铁龙物流	600125	16.70	0.35	0.48	0.57	0.75	47.71	34.79	29.30	22.27

资料来源：平安证券研究所

图表2 国外铁路上市公司盈利预测及估值

股票名称	股票价	EPS (元/股)				PE (倍)			
	3月2日	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
联合太平洋	94.29	3.57	5.46	6.55	7.64	26.38	17.26	14.4	12.34
CSX 公司	73.8	2.84	4.06	5.04	5.78	25.95	18.17	14.63	12.76
诺福克南新	65.16	2.79	4.01	4.66	5.35	23.4	16.25	14.00	12.18
Kansas City Southern	52.73	0.57	2.02	2.75	3.32	92.35	26.07	19.15	15.89
Genesee & Wyoming Inc	52.03	1.54	1.87	2.63	3.01	33.79	27.9	19.82	17.3
RailAmerica Inc	15.34	0.49	0.35	0.76	0.96	31.5	43.7	20.1	16.01
加拿大国家铁路公司	72.78	3.01	4.22	4.78	5.43	22.31	16.83	15.06	13.26
加拿大太平洋铁路有限公司	67.01	2.43	3.82	4.63	5.37	25.27	17.16	14.47	12.47
Asciano 集团	1.77	0.04	0.05	0.08	0.11	35.61	29.08	22.09	16.73
东日本旅客铁道	69.78	4.83	3.20	4.50	5.15	12.18	19.15	15.5	13.55
Central Japan Railway Co	8957.98	633.38	391.76	766.19	862.06	11.81	20.09	11.69	10.39
西日本旅客铁道	4118.47	265.53	112.2	237.06	230.91	12.96	32.26	17.37	17.83
均值							23.66	16.52	14.23

资料来源：bloomberg, 平安证券研究所

■ 大秦铁路价值严重低估，给予“强烈推荐”

我们认为，大秦铁路价值严重低估：

- 1、借鉴美国经验，市场化改革的目标就是要形成几家大型铁路运输集团，大秦铁路在全面收购太原局铁路运输资产以后，有望进一步注入周边其他铁路局运输资产；
- 2、随着铁路重载技术的提升，大秦铁路运能有望得到不断提升，公司运量不会受到运能的制约；
- 3、从公司煤炭运输需求看，“三西”地区仍是中国未来煤炭外运的主要地区，尤其内蒙古煤炭外运

增加很快，下一步公司很可能整合与公司煤炭运输相关的呼和浩特局、西安局铁路运输资产，未来运输需求增长有保障。

4、未来铁路市场化改革背景下，铁路运价有望打破现有定价体制，铁路运价长期偏低的局面有望得到改善。

考虑到未来整个铁路行业的高速发展趋势以及公司良好的基本面，我们认为，大秦铁路保守估值水平应该提升到 2011 年 18 倍 PE 水平，公司合理目标价为 15.84 元。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257