

# 铁路运输 II 行业

## 国务院 2019 政府工作报告，再提深化铁路改革

### ● 2019 年国务院政府工作报告涉及铁路行业内容共 4 点

1、将交通运输业等行业现行 10% 的税率降至 9%。2、扎实打好三大攻坚战，优化能源和运输结构。3、取消或降低一批铁路、港口收费。4、深化电力、油气、铁路等领域改革，自然垄断行业要根据不同行业特点实行网运分开，将竞争性业务全面推向市场。

### ● 弱周期性叠加减税降费、“公转铁”，预计铁路板块盈利表现相对稳定

1) 增值税税率下调，若运输相关业务销项及进项含税价格均保持不变，预计将对大秦铁路、广深铁路、铁龙物流归母净利润分别产生 1.46%、4.79%、1.11% 的影响；若运输相关业务销项除税价格保持不变、进项含税价格保持不变，预计将分别产生 -2.02%、-6.90%、-0.75% 的影响。

2) 保卫战行动继续推进，环保因素依旧是推动“公转铁”行动的重要力量。“公转铁”行动受“降成本”与“保蓝天”两大力量共同推进，2018 年取得顺利开局，预计今年将进一步有序落实，可继续关注沿海港口集疏运转铁及集装箱运输增长情况。

3) 因为铁路运线的运费收入计费透明度高，定价市场化，而专用线和配套服务的收费透明度较低，管理不完善，所以预计铁路收费整治主要涉及铁路专用线及配套服务的收费梳理，对上市公司铁路运费收入影响较为有限。

### ● 铁路改革提及开放竞争性业务，预计资产证券化将率先突破

4) 深化电力、油气、铁路等领域改革，根据不同行业特点实行网运分开。我们认为，就铁路领域改革来看，开放竞争性业务将是目前主要推进落实的方向，可关注铁路优质运线及专业优势公司的资产证券化动向。

对于开放竞争性业务，2016 年中央经济工作会议就指出混合所有制改革是实现改革任务可探索的有效途径，我们预计资产证券化会是今年实现突破的主要关注方向。伴随铁总公司制改革完成、股份制改革着力推进所带来的一系列制度铺垫，预计未来铁路子公司资产证券化动向将进入落地阶段。

对于网运分开，我们认为短期内推进的实现难度较大。一是因为我国旺盛而稳定的运输需求将对单一路网经营主体赋予很强的定价能力，在网运分离的纵切改革模式下，铁路运营方可能会面临上游路网垄断的掣肘。二是对于盈利性较好的路网资产，网运合一将更有利于发挥产业链一体化的成本优势，可实现更高的资源配置效率。

### ● 投资建议：

政府工作报告再度点名铁路改革，预计后续铁改动向将提升板块关注度，推荐关注铁改推进更新及市场预期变化下广深铁路(601333.SH)、广深铁路股份(00525.HK)、铁龙物流的投资机会。

广深铁路(601333.SH)、广深铁路股份(00525.HK)：运线分流影响基本出清，未来公司客运将实现稳步增长，考虑委托运营业务存在新增长点，东石牌土地交储有望于 2019 年确认(年报披露东石牌土地交储根据交付进度分 3-4 笔偿付，目前已收到第 1 笔，预计大概率在 2019 年内收到其余尾款)，预计 2019 年业绩将实现较快增长。在后续土地开发的带动下，公司盈利能力及资产价值有望迎来向上重估机会。

铁龙物流：主业增势维持向好，中长期基本面趋势乐观。受益“公转铁”推进，预计沙鲛线盈利可实现平稳增长；受益集装箱运价改革、多式联运基础设施建设完善，特种箱有望实现加速增长。受益特种箱放量增长，公司未来业绩将实现较快增长。

**风险提示：**铁路改革推进不及预期，经济下行对公司业绩影响超预期。

### 行业评级

前次评级 买入  
报告日期 2019-03-06

### 相对市场表现



### 分析师：

关鹏



SAC 执证号：S0260518080003



SFC CE No. BNU877



021-60750602

guanpeng@gf.com.cn

### 相关研究：

铁路运输 II 行业：铁路改革加速之年，资产证券化有望成主要突破口 2019-02-27

大秦铁路(601006.SH)：入股唐港、蒙华完善运线覆盖，彰显货运资产平台角色 2018-12-09

大秦铁路(601006.SH)：Q3 运量高位景气，业绩增长符合预期 2018-10-31

大秦铁路(601006.SH)：Q3 运量高位景气，业绩增长符合预期 2018-10-31

大秦铁路(601006.SH)：Q3 运量高位景气，业绩增长符合预期 2018-10-31

大秦铁路(601006.SH)：Q3 运量高位景气，业绩增长符合预期 2018-10-31

大秦铁路(601006.SH)：Q3 运量高位景气，业绩增长符合预期 2018-10-31

大秦铁路(601006.SH)：Q3 运量高位景气，业绩增长符合预期 2018-10-31

大秦铁路(601006.SH)：Q3 运量高位景气，业绩增长符合预期 2018-10-31

大秦铁路(601006.SH)：Q3 运量高位景气，业绩增长符合预期 2018-10-31

大秦铁路(601006.SH)：Q3 运量高位景气，业绩增长符合预期 2018-10-31

大秦铁路(601006.SH)：Q3 运量高位景气，业绩增长符合预期 2018-10-31

大秦铁路(601006.SH)：Q3 运量高位景气，业绩增长符合预期 2018-10-31

大秦铁路(601006.SH)：Q3 运量高位景气，业绩增长符合预期 2018-10-31

大秦铁路(601006.SH)：Q3 运量高位景气，业绩增长符合预期 2018-10-31

大秦铁路(601006.SH)：Q3 运量高位景气，业绩增长符合预期 2018-10-31

大秦铁路(601006.SH)：Q3 运量高位景气，业绩增长符合预期 2018-10-31

大秦铁路(601006.SH)：Q3 运量高位景气，业绩增长符合预期 2018-10-31

大秦铁路(601006.SH)：Q3 运量高位景气，业绩增长符合预期 2018-10-31

大秦铁路(601006.SH)：Q3 运量高位景气，业绩增长符合预期 2018-10-31

大秦铁路(601006.SH)：Q3 运量高位景气，业绩增长符合预期 2018-10-31

大秦铁路(601006.SH)：Q3 运量高位景气，业绩增长符合预期 2018-10-31

大秦铁路(601006.SH)：Q3 运量高位景气，业绩增长符合预期 2018-10-31

**重点公司估值和财务分析表**

股票简称	股票代码	评级	货币	股价	合理价值	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
				2019/3/5	(元/股)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
铁龙物流	600125.SH	买入	人民币	8.22	-	0.38	0.48	21.63	17.13	11.51	8.59	8.9	10.3
大秦铁路	601006.SH	买入	人民币	8.83	-	0.96	0.99	9.20	8.92	5.34	5.15	13.3	13
广深铁路	601333.SH	买入	人民币	3.86	-	0.16	0.23	24.13	16.78	6.02	5.95	3.9	5.4

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

## 目录索引

2019 年国务院政府工作报告涉及铁路行业内容共 4 点 .....	5
弱周期性叠加减税降费、“公转铁”，预计 19 年铁路板块盈利表现相对稳定 .....	5
铁路改革提及开放竞争性业务，预计资产证券化将率先突破 .....	6
投资建议 .....	7

## 图表索引

表 1: 增值税税率下调对铁路行业上市公司带来的利润影响测算.....5

## 2019 年国务院政府工作报告涉及铁路行业内容共 4 点

- 1、将交通运输业等行业现行10%的税率降至9%。
- 2、扎实打好三大攻坚战，优化能源和运输结构。
- 3、取消或降低一批铁路、港口收费。
- 4、深化电力、油气、铁路等领域改革，自然垄断行业要根据不同行业特点实行网运分开，将竞争性业务全面推向市场。

对此我们具体点评如下：

### 弱周期性叠加减税降费、“公转铁”，预计 19 年铁路板块盈利表现相对稳定

1) 增值税税率下调，若运输相关业务销项及进项含税价格均保持不变，预计将对大秦铁路、广深铁路、铁龙物流归母净利润分别产生1.46%、4.79%、1.11%的影响；若运输相关业务销项除税价格保持不变、进项含税价格保持不变，预计将分别产生-2.02%、-6.90%、-0.75%的影响。

考虑到新清算办法对于铁路公司收入及成本均带来较大变化，我们基于2018年盈利预测进行收入、成本拆分，确定不同收入、成本项目的适用税率，从而计算税率下调的影响。

考虑铁路公司运输相关的营运成本多为铁路系统内部成本，含税价格相对固定，因此我们在此仅根据销项价格的两种假设进行情景测算：情景1中运输相关业务的含税价格保持不变，公司无需将降税收益让利给下游客户；情景2中运输相关业务的除税价格保持不变，公司将全部降税受益都转让给下游客户。

两种情景下，运输业务税率下调对运输业务利润率最低的广深铁路影响弹性最大，其次大秦铁路、铁龙物流。（铁龙物流整体利润率低主要受委托加工贸易业务影响，其运输业务毛利润率接近20%。在此我们假设非运输业务销项、进项终端含税价格均保持不变。）

表1：增值税税率下调对铁路行业上市公司带来的利润影响测算

	毛利 (万元)	毛利率	归母净利 (万元)	净利润率	毛利变动	毛利率变化	净利变动	净利率变动
<b>情景 1</b>								
大秦铁路	1,652,694	21.67%	1,442,222	18.91%	1.71%	0.18pct	1.46%	0.11pct
广深铁路	205,954	9.91%	120,864	5.82%	3.71%	0.27pct	4.79%	0.22pct
铁龙物流	97,796	5.93%	50,517	3.06%	0.76%	-0.08pct	1.11%	-0.03pct
<b>情景 2</b>								
大秦铁路	1,586,585	20.99%	1,392,641	18.42%	-2.36%	-0.51pct	-2.02%	-0.38pct
广深铁路	187,976	9.12%	107,380	5.21%	-5.34%	-0.52pct	-6.90%	-0.39pct
铁龙物流	96,558	5.98%	49,588	3.01%	-0.51%	-0.03pct	-0.75%	-0.08pct

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

2) 蓝天保卫战行动继续推进, 环保因素依旧是推动“公转铁”行动的重要力量。“公转铁”行动受“降成本”与“保蓝天”两大力量共同推进, 2018年取得顺利开局, 预计今年将进一步有序落实, 可继续关注沿海港口集疏运转铁及集装箱运输增长情况。

2018年全国铁路完成货物发送量40.22亿吨, 同比增长9.1%, 增运3.34亿吨。其中, 国家铁路完成货物发送量31.9亿吨, 同比增长9.3%, 增运2.72亿吨, 超额完成全年增运2亿吨的目标任务。第一阶段铁路货运增势强劲, 货运增量行动开局良好。未来围绕“六线六区域”提质增效, 预计西煤东运增量将主要体现在唐呼及瓦日线, 大秦、朔黄保持高位满载; 围绕“一港一策”港口公转铁, 预计沿海港口大宗货物运量将保持稳定增长; 多式联运及铁路专业物流发展下, 集装箱是铁路货运增量的重要着力点, 预计将保持较快增长。

3) 取消或降低一批铁路、港口的收费。因为铁路运线的运费收入计费透明度高, 定价市场化, 而专用线和配套服务的收费透明度较低, 管理不完善, 所以预计铁路收费整治主要涉及铁路专用线及配套服务的收费梳理, 对上市公司铁路运费收入影响较为有限。

弱周期性盈利特征叠加减税降费、“公转铁”行动推进, 预计2019年铁路3家上市公司运输业务盈利增长表现相对稳定。

## 铁路改革提及开放竞争性业务, 预计资产证券化将率先突破

政府工作报告提到, 深化电力、油气、铁路等领域改革, 自然垄断行业要根据不同行业特点实行网运分开, 将竞争性业务全面推向市场。我们认为, 就铁路领域改革来看, 开放竞争性业务将是目前主要推进落实的方向, 可关注铁路优质运线及专业优势公司的资产证券化动向。

对于开放竞争性业务, 2016年中央经济工作会议就指出混合所有制改革是实现改革任务可探索的有效途径, 我们预计资产证券化会是今年实现突破的主要关注方向。2018年中央经济工作会议、2019年中铁总年度工作会议均强调股份制改造, 预计股改旨在明确债权债务状况、明晰内部收支清算制度、改善市场经营机制、完善内部管理及权责制度, 从而提升对外部资本的吸纳能力。伴随铁总公司制改革完成、股份制改革着力推进所带来的一系列制度铺垫, 预计未来铁路子公司资产证券化动向将进入落地阶段。

对于网运分开, 我们认为短期内推进的实现难度较大。一是因为我国旺盛而稳定的运输需求将对单一路网经营主体赋予很强的定价能力, 在网运分离的纵切改革模式下, 铁路运营方可能会面临上游路网垄断的掣肘。二是对于盈利性较好的路网资产, 网运合一将更有利于发挥产业链一体化的成本优势, 可实现更高的资源配置效率。

## 投资建议

政府工作报告再度点名铁路改革，预计后续铁改动向将提升板块关注度，推荐关注铁改推进更新及市场预期变化下广深铁路（601333.SH）、广深铁路股份（00525.HK）、铁龙物流的投资机会。

广深铁路（601333.SH）、广深铁路股份（00525.HK）：运线分流影响基本出清，未来公司客运将实现稳步增长，考虑委托运营业务存在新增长点，东石牌土地交储有望于2019年确认（年报披露东石牌土地交储根据交付进度分3-4笔偿付，目前已收到第1笔，预计大概率在2019年内收到其余尾款。），预计2019年业绩将实现较快增长。在后续土地开发的带动下，公司盈利能力及资产价值有望迎来向上重估机会。

铁龙物流：主业增势维持向好，中长期基本面趋势乐观。受益“公转铁”推进，预计沙鲛线盈利可实现平稳增长；受益集装箱运价改革、多式联运基础设施建设完善，特种箱有望实现加速增长。受益特种箱放量增长，公司未来业绩将实现较快增长。

## 风险提示

铁路改革推进不及预期，经济下行对公司业绩影响超预期。

## 广发交通运输行业研究小组

关 鹏： 分析师，上海财经大学数量经济学硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：guanpeng@gf.com.cn。  
孙 瑜： 联系人，新加坡国立大学金融工程硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：suny@gf.com.cn。  
曾靖珂： 联系人，上海交通大学管理科学与工程硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：zengjingke@gf.com.cn。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。  
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。  
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。  
增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。  
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。  
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河北路 183 号大都会广场 5 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪大道 8 号国金中心一期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510075	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反



当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。