

交通运输

证券研究报告

2018年03月06日

是现代物流，也是铁路货运！升级正当时！

物流成本较高，仍存压缩空间

从效率和质量来看，我国的物流产业仍有改进空间：物流费用占 GDP 的比重仍然较高，其中运输环节的占比过半。因此我们在过去 2 年，看到了大量自上而下鼓励物流行业降本增效的文件出台，从指导性文件到逐步细化。我们认为中国物流成本较高的原因在于几点：1) 结构，大量本应由铁路与水路运输的商品由公路运输；2) 接驳：多式联运不够发达；3) 效率：来回空载率仍需控制；4) 标准化不足。

提升铁路占比为物流降本增效的重要手段

中国过去物流成本较高的一个重要因素为铁水等经济方式占比不足，如铁路仅占货运量比重 8%。但物流行业降本增效的诉求则是刚性的，铁路运输的经济性已经获得了重视，整个货运领域结构改善、铁路占比提升从 2016 年已经开始。而政策方面，根据《国务院办公厅关于进一步推进物流降本增效促进实体经济发展的意见》一文，其中明确提出了要提升铁路运输在整个物流体系中的占比。

铁路货运产能的释放空间巨大

过去的铁路货运占比之所以逐年降低，除了市场化因素外，铁路本身产能上限也始终未能打开。但站在眼下，我们认为未来铁路货运的产能释放存在空间：

一是铁路本身结构正在变化，高铁在未来将成为铁路旅客运输的主要形式，铁路普客运输量预计维持平稳，客货混跑的普速线路上，过去客运对货运的挤压将会得到缓解；二是铁路货运结构也将迎来调整，过去铁路货运主要服务于大宗，宏观经济增速放缓带来了铁路货运量在过去五年的负增长，已经提供了产能，而我们认为在合适的政策引导下，这一部分的产能在未来将更多服务于代表了新经济的高附加值产品。

快递对铁路运力存在强诉求，强强联手存在大空间

对于快递企业，最大的诉求在于使命必达的时效性。铁路在经济性、稳定性上优于航空与公路，而过去几年，已经出现了铁路与快递的合作案例。叠加铁路当前推进混改的大背景，我们认为快递企业如果选择在合适的时机加深与铁路系统的合作，提高自身话语权，可谓是双赢之举。而铁路货运若要满足快递的需求，提升运行速度、加强服务能力将显得尤为重要。

投资建议

传统的铁路货运以大宗商品运输为主，在当前国家力推物流业降本增效、提升铁路物流现代化服务水平、推进铁路改革的大背景下，我们认为铁路系统将会更大程度拥抱市场。铁路货运的特点在于兼顾了经济性与时效性，与现代物流如快递等物流形式能够起到较强共振，我们看好铁路领域在现代物流上的进化升级。标的方面，铁龙物流以集装箱铁路运输为主业，最为受益铁路货运升级进程；同样我们看好地处广深、本地经济活跃、具有客票提价预期的广深铁路，和基本面优质的大秦铁路；快递方面，看好快递企业与铁路的长期合作，长期看好顺丰，短期核心关注增速领先的韵达，以及估值合理的圆通、申通；物流方面长期看好获取了支线铁路资源的安通控股、象屿股份。

风险提示：铁路改革进程低于预期；宏观经济超预期下滑

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

姜明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516110002
jiangming@tfzq.com

黄盈 联系人
huangying1@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《交通运输-行业研究周报:春运民航发送旅客增 14.6%，航空铁路继续坚定配置》 2018-02-25
- 2 《交通运输-行业专题研究:从铁路、航空、公路、轮渡再看出行领域的消费升级!》 2018-02-12
- 3 《交通运输-行业专题研究:当消费升级撞上返乡大潮!再看春运的 98、08、18》 2018-02-11

内容目录

1. 铁路：拥抱现代物流.....	3
1.1. 现实：物流成本仍有下降空间.....	3
1.2. 提升铁路占比为物流降本增效的重要手段.....	4
1.3. 铁路货运产能释放的空间.....	5
2. 现代物流：对铁路运输能力存在诉求.....	6
2.1. 快递：使命必达，第一要义为时效.....	6
2.2. 支线铁路：强盈利，高共振.....	8
3. 投资建议.....	9
4. 风险提示.....	9

图表目录

图 1：1991-2017 物流总费用占 GDP 比重.....	3
图 2：中国物流成本结构中，运输成本过半.....	3
图 3：水路、铁路与公路运输的理论成本对比（水路成本为 1）.....	4
图 4：铁路、公路、水路、管道货运量占比（%）.....	4
图 5：各运输形式平均运距.....	4
图 6：2008-2016 高铁客运量 VS 普铁客运量.....	5
图 7：2009-2016 高铁客运量 VS 普铁客运量.....	5
图 8：2008-2016 铁路货运量同比（%）.....	6
图 9：2016 年国家铁路货运货种结构.....	6
图 10：铁路货运平均时速.....	7
图 11：“安通+安盛” & “陆上+海上”的多式联运模式.....	8
图 12：象道物流铁路物流网络布局.....	9
表 1：引导物流行业降本增效的相关文件政策.....	3
表 2：国家铁路客货安排.....	6
表 3：2016 双十一快递与铁路系统合作不完全统计.....	7

1. 铁路：拥抱现代物流

1.1. 现实：物流成本仍有下降空间

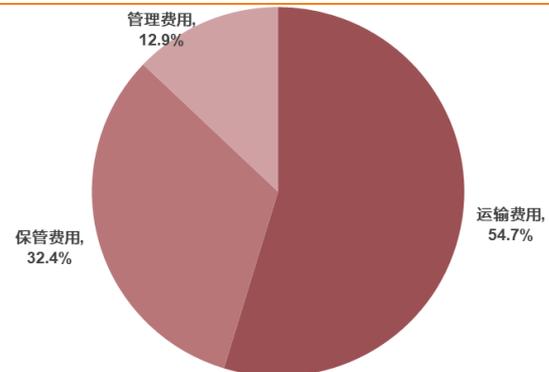
一直以来，中国的物流成本占比较高、高于海外发达国家甚至其他金砖几国一事时常诉诸报端，引发讨论。从实际国情出发，中国的物流成本占比较高，一方面来自于经济结构，即第二产业占比较高所致；但另一方面，除物流费用占 GDP 比重较高所呈现出的表观数字之外，中国的物流行业在模式、安全、信息系统等方面也确实与之存在差距，以美国流行的多式联运（铁水、公铁等）为例，在中国整个物流行业中的占比也始终较低，因此，尽管规模巨大，但从效率和质量来看，我国的物流产业仍有改进空间：事实上通过过去近三十年的努力，我国物流费用降本增效已经有了长足的进步，但物流费用占 GDP 的比重仍然较高，这当中运输环节的占比过半。

图 1：1991-2017 物流总费用占 GDP 比重



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：中国物流成本结构中，运输成本过半



资料来源：wind，天风证券研究所

因此我们在过去 2 年，看到了大量自上而下鼓励物流行业降本增效的文件出台，从指导性文件到逐步细化，我们看到的是为政策引导物流行业降本增效的治理决心与行动力：

表 1：引导物流行业降本增效的相关文件政策

文件	颁布部门	颁布时间	相关内容
《营造良好市场环境推动交通物流融合发展实施方案》	国家发改委	2016 年 6 月	推动交通物流融合发展，提升交通物流综合效率效益，有效降低社会物流总体成本。
《商贸物流发展“十三五”规划》	商务部、发改委、国土资源部、交通运输部、国家邮政局	2017 年 2 月	到 2020 年商贸物流成本明显下降，批发零售企业物流费用率降低到 7% 左右，服务质量和效率明显提升。
《国务院办公厅关于进一步推进物流降本增效 促进实体经济发展的意见》	国务院办公厅	2017 年 8 月	年内实现全国通关一体化，将货物通关时间压缩三分之一；加快制定和推广国际贸易“单一窗口”标准版，实现一点接入、共享共用、免费申报；统筹研究统一物流各环节增值税税率；开展物流领域收费专项检查，着力解决“乱收费、乱罚款”等问题； 加快推进物流仓储信息化标准化智能化，提高运行效率；着力推进铁路货运市场化改革；推进公路、铁路、航空、水运、邮政及公安、工商、海关、质检等领域相关物流数据开放共享，向社会公开相关数据资源。

资料来源：国家发改委、国务院办公厅、国家商务部官网，天风证券研究所

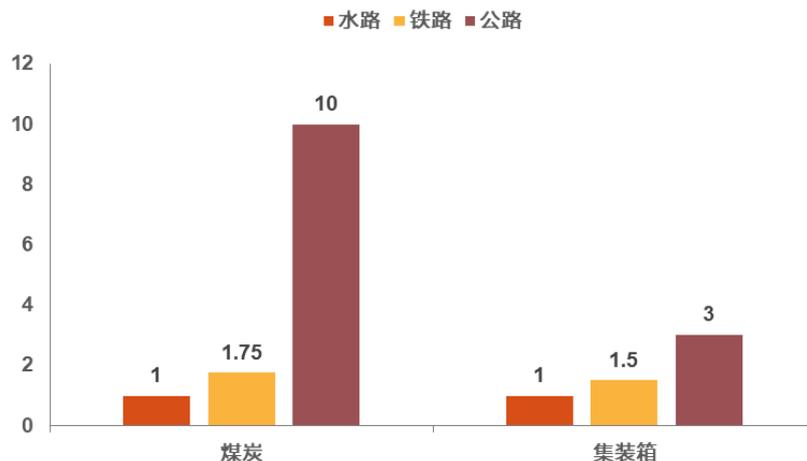
中国的物流费用缘何较高？我们认为包含以下几点因素：

- 1) **运输结构**：大量本应通过铁路和水路运输的中长距离运输由公路运输承担，抬高了综合运输成本；
- 2) **运输接驳**：多种运输方式之间缺乏有效衔接，短驳、搬倒、装卸、配送成本较高。我国的多式联运方式尚未普及，美欧发达国家集装箱运输占比较高，30-40%为常见比例，对比我国集装箱运输占比仅有 5.4%。以集装箱为载体的多式联运能够兼顾规模化成本优势以及灵活的优点；
- 3) **运输不平衡**：地域经济结构导致运输的来回满载率不平衡；
- 4) **标准化不足**。

1.2. 提升铁路占比为物流降本增效的重要手段

中国物流行业成本高于海外的一大因素在于货运量运输结构，本应通过铁水进行中长距离运输的货物由公路运输承担，从而抬高了物流成本。通常来说，水运和铁路运输具备运输距离长、规模大、成本低的特点，但缺点在于灵活程度不如公路，以及**铁路需要大量的基础设施建设才能够使得运能满足货物运输需求**，因此从中国的货运市场结构来看，公路在整体货运量占比可谓是一马当先，占比 75%以上，铁路运输占比仅为 8%。公路尤其是在中短途的货物运输中起到压倒性优势，平均运距只在 182km；**铁路占比从 2016 年开始有所回升**，平均运距为 714km，高于货运市场的平均运距（425km），但远低于水运以及 3000km 以上的民航货运，从运输距离的辐射范围来看，密集的铁路运输网络带来的是“进可攻、退可守”的运输范畴。

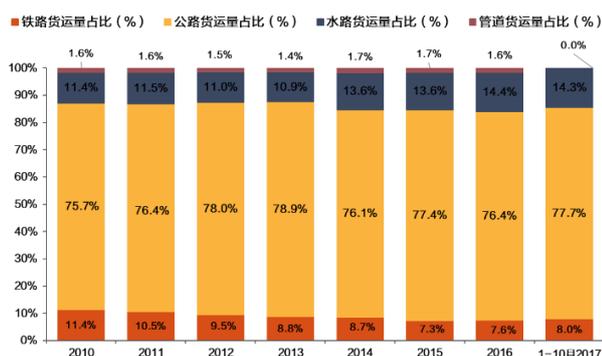
图 3：水路、铁路与公路运输的理论成本对比（水路成本为 1）



资料来源：上海市城市规划设计研究院，天风证券研究所

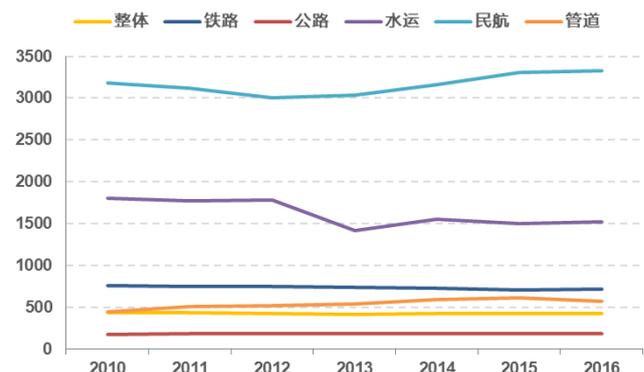
注：假设水路成本为基数 1

图 4：铁路、公路、水路、管道货运量占比（%）



资料来源：交通运输部，天风证券研究所

图 5：各运输形式平均运距



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

但物流行业降本增效的诉求则是刚性的，铁路运输的经济性已经获得了重视，整个货运领域结构改善、铁路占比提升从 2016 年已经开始。而政策方面，根据《国务院办公厅关于进一步推进物流降本增效 促进实体经济发展的意见》一文，其中明确提出了要“着力推进铁路货运市场化改革，发挥铁路长距离干线运输优势，进一步提高铁路货运量占全国货运总量的比重。探索发展高铁快运物流，支持高铁、快递联动发展。”我们有理由相信，未来的铁路货物运输将成为我国现代物流体系中的重要一环。

1.3. 铁路货运产能释放的空间

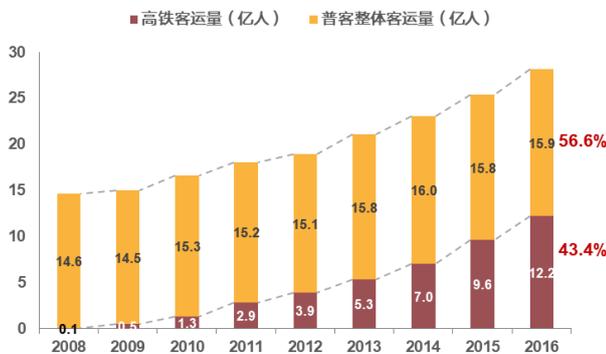
我们在上文中提及，过去一段时间内，之所以铁路货运占比逐步萎缩的重要原因，来自于铁路线路本身运能的受限。尽管新闻媒体中常见铁总投资任务与新建里程，但主要集中在高铁客专的建设，普速新增的线路较少，叠加部分区域车皮资源紧俏，早期来看，铁路货运总体运能的上限限制了铁路货运的占比。

但近年来，我们观察到几个现象，我们认为这几个现象将会有利于铁路释放出货运产能，刺激未来铁路货运量占比的回升：

■ 一是高铁带来的腾挪空间

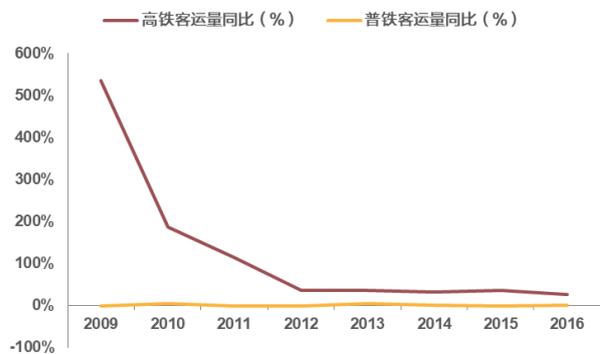
过去十年是我国旅客出行市场飞速发展的十年，高铁作为中国奇迹，在基础建设、技术进步与满足需求上均取得成就，随之带来的则是铁路客运出行的深刻变革：高铁旅客运输量从 2008 年的 0.1 亿攀升至 2016 年的 12.2 亿，反观普客运输，2008 年运输量 14.6 亿，2016 年运输量 15.9 亿，年均增速在 1.1%。到了 2016 年结束，高铁客运了占比已经达到 43.4%，普客占比则为 56.6%，我们认为从长期来看，高铁仍将提供铁路客运的大部分边际增量，而普客运输量则将维持在稳定水平。

图 6：2008-2016 高铁客运量 VS 普铁客运量



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：2009-2016 高铁客运量同比 VS 普铁客运量同比



资料来源：wind，天风证券研究所

当前国铁的运输计划一般为：高铁为客运专线，其开行的密集性和高铁速度使得线路无法进行客货混跑；快速铁路中客专/客货均有；大部分普速铁路中，除了部分命脉干线如大秦铁路之外，绝大部分的普通铁路是按照客货混跑的方式开行的。而大量旅客转移至高铁、普通铁路旅客出行量整体稳定，意味着铁路客运将不会出现过去挤占货运产能的现象，叠加铁路调度系统能力的提升，铁路货运产能的打开存在空间。

表 2：国家铁路客货安排

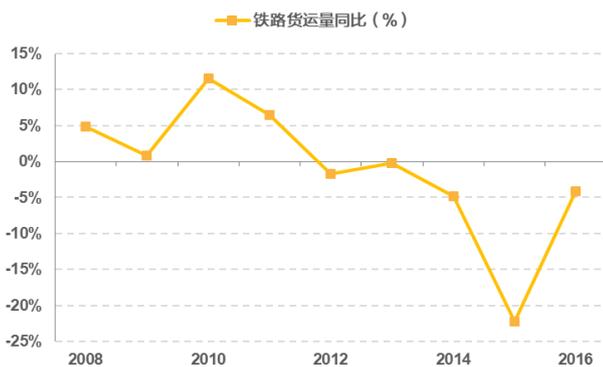
铁路类型	客货安排	明细
高速铁路	客运专线	-
普通铁路	除了几条线路为货运专线外,大部分为客货共线	货运专线包括:大秦铁路、朔黄铁路、包神铁路、胶济铁路、石太铁路、侯月铁路
快速铁路	其中城际铁路基本都是客运专线,部分快铁为客货共线	客货共线包括:丹大快铁、深茂快铁、渝黔快铁、长白快铁、哈佳快铁、滨临快铁等

资料来源: 95306, 天风证券研究所

■ 二是铁路货运结构的改善

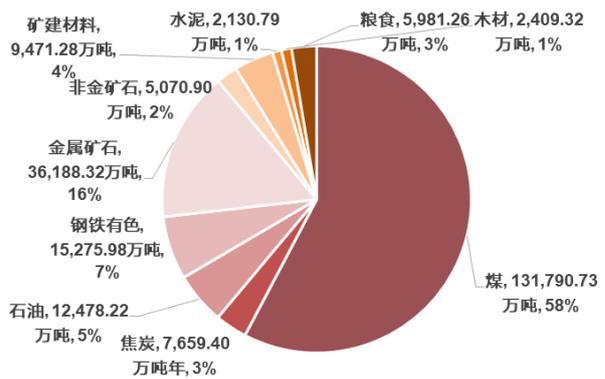
第二点我们回归铁路货运自身。传统的铁路运输一向以大宗商品即所谓“黑货”为主，这当中煤炭、金属矿石、钢铁、焦炭、石油等大宗原材料商品为主力货种，占比合计超过 80%。但随着近五年宏观经济增速变轨，供给侧改革、经济发展更加强调质量等因素叠加，大宗商品的运输需求下降，造成了铁路货运量同比增长开始转负，这在一定程度上为新的铁路货运腾出了产能空间。

图 8：2008-2016 铁路货运量同比 (%)



资料来源: 国家统计局, 天风证券研究所

图 9：2016 年国家铁路货运货种结构



资料来源: 国家统计局, 天风证券研究所

但我们在此强调的铁路货运占比提升，来源将不再是传统的大宗商品，而是代表了新经济的高附加值商品。正如《国务院办公厅关于进一步推进物流降本增效 促进实体经济发展的意见》中明确提出的，探索与快运、快递等物流公司合作、铁总为海尔开辟的特需专列等均为这当中的表率。

2. 现代物流：对铁路运输能力存在诉求

2.1. 快递：使命必达，第一要义为时效

当前的快递企业对于铁路运量也存在较强诉求。我们注意到早在 2016 年的双十一起，铁路与快递之间的合作就已开始，随后逐步常态、频繁化。铁路部门在当年启动了“电商黄金周”运输工作，与电商和快递企业合作，提供高铁快运和铁路干线运输物流服务。铁路系统中参与双十一物流配送的列车行驶有两种：一是高铁，一般以每日早上的第一班动检车整列、或某些客座率一般的列车的部分车厢作为运力提供；二是电商班列，专供电商，速度低于高铁但能提供充沛运力，一列车次运量可以达到 300 余吨。在随后铁路与快递常态化合作的过程中，顺丰为快递公司中，与铁路货运系统接洽最为深入的一家，利用动检车、行包车厢来运输快件，成为一种常见模式。

表 3：2016 双十一快递与铁路系统合作不完全统计

地区	列车	快递商	明细
郑州	高铁	中铁快运	其中第 16 号车厢装载 64 件货物（1.8 吨左右）。当日达 4 元/公斤，次日达 3 元/公斤，每件货物不超过 25 公斤
	电商班列	圆通、申通、国通、中通等社会物流公司	每小时 120 公里，运价为 0.1132 元/吨公里左右
京铁物流中心	200 余趟高铁	中铁快运	北京铁路部门根据前期的运力测算，为 18 趟上座率一般的高铁列车专门预留出一节车厢运送高铁快件
	动检高铁	开放给社会物流	“动检”车就是不载客，为全天高铁开行进行检查、开路的一趟空车。
	4 趟电商班列（上海、广东方向各 2 趟）	开放给社会物流	车体采用全封闭车厢，一列车一次运货超过 300 余吨。
南京南站	高铁	开放给社会物流	-

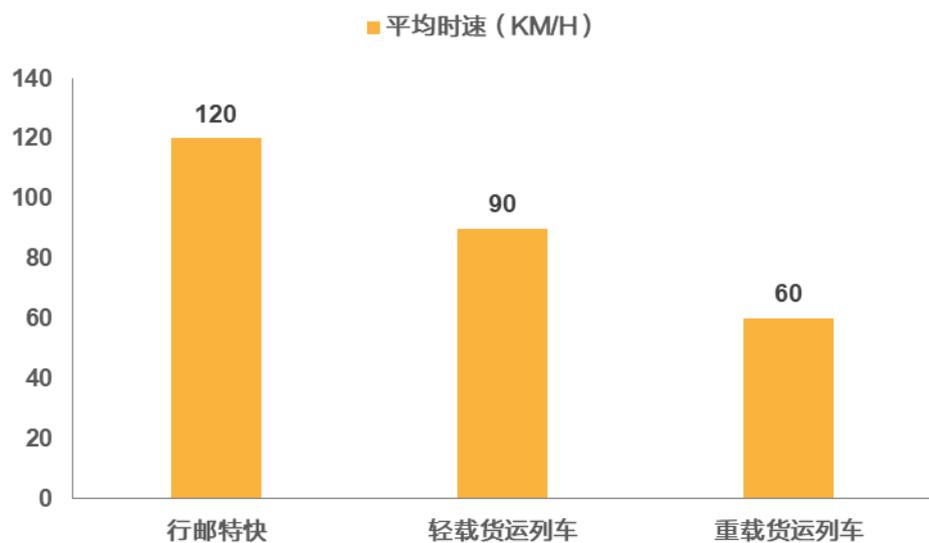
资料来源：网易新闻，天风证券研究所

快递对于铁路运力的诉求来自于其对于时效性和经济性的追求，铁路货运开行的优势相比于航空，一方面更加经济，另一方面也相对不那么受制于时刻、天气以及对客运的让路，在非特殊天气下的准时到达更有保障；而相比于公路，铁路运输的规模效应更是不言而喻。我们认为对于龙头型快递公司而言，既有的是客户、货源、运营和数据上的优势，在中央经济工作会议定调铁路系统开放混改、吸引社会资本的背景下，以合适的形式加深与铁总的合作，加强自身话语权，不失为双赢之举。

若要满足快递企业的需求，铁路运输需要做到：

- 1) **速度**：当前的铁路货运普遍开行时速不算太快，专注大宗商品运输的重载列车平均时速在 60km；集装箱为主的轻载列车稍快，但也仅为 90km/h 左右，考虑铁路运输不如公路匹配门到门的形式，这样的时速在时效性上弱于公路；行邮特快最快，时速预计达到 120km 左右，但开行列车较少。因此我们可以得到一个结论，从当前来看，铁路货运要满足快递的时效性需求，还有提速的空间；

图 10：铁路货运平均时速



资料来源：铁道论坛，天风证券研究所

- 2) **服务**：由于总有一端是 2C，快递是所有物流门类当中对服务和时效性要求最高的细分子行业，门到门是其基本要求。铁路货运场站需做好与快递企业线路接驳的准备。

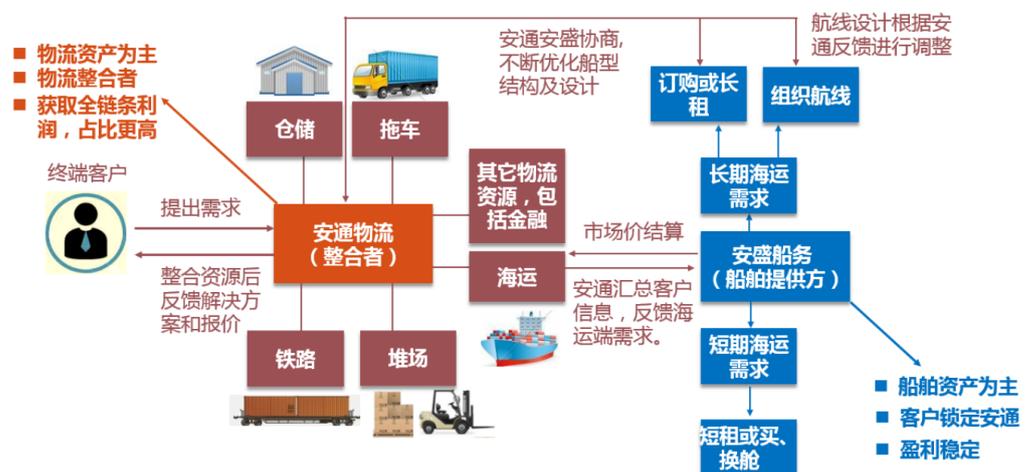
2.2. 支线铁路：强盈利，高共振

除铁总管辖的国家铁路之外，有部分支线铁路为社会资本控股，其经营效率、管理能力决定了该类型铁路公司的强盈利能力。A 股上市公司中，安通控股、象屿股份分别先后布局了该方面资产，物流核心资产的补充，对于其原有的多式联运/供应链主业起到了强有力的共振，长期将起到货源互补、降低成本的作用。

■ 安通控股

安通控股 2017 年 4 月 25 日公告以 1500 万元收购北京安铁供应链管理有限责任公司 30% 股权，此后安通控股在铁路体系连续发力，先后布局 4 条铁路线，我们判断 2017 年公司“铁路+公路+海运”的联运货量和营收占比将会快速提升。公司中长期着眼于将原有“海运+公路”二维模式为主的多式联运进一步拓展至“海运+公路+铁路”的三叉戟模式，覆盖的客户群体也将逐步从沿海、长江港口腹地逐步拓展至全国，行业天花板会进一步打开。

图 11：“安通+安盛”&“陆上+海上”的多式联运模式

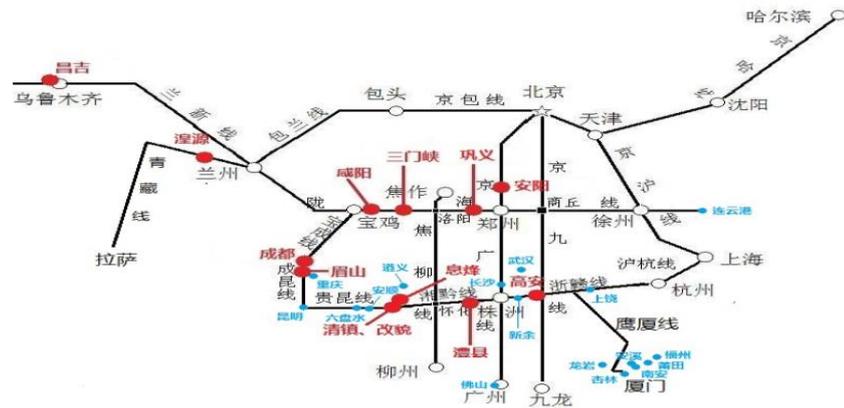


资料来源：安通控股公司公告，天风证券研究所

■ 象屿股份

象屿股份则是另一家涉足铁路大宗运输的企业。2017 年 6 月，公司与国内民营铁路物流龙头公司五店港物流合资设立厦门象道物流有限公司，公司出资 6 亿元持股 40%。象道公司设立后，逐步承接五店港物流的铁路物流业务，并逐步收购其核心铁路资产，包括铁路物流场站土地、设施、铁路专用线、机器设备等。至此，象道物流的铁路物流网络布局与公司“T 形”水路联运体系完美互补，补齐公司物流短板。而后在 2018 年 3 月，公司再度意向收购象道物流 20% 股权。

图 12：象道物流铁路物流网络布局



资料来源：象屿股份公司公告，天风证券研究所

3. 投资建议

传统的铁路货运以大宗商品运输为主，在当前国家力推物流业降本增效、提升铁路物流现代化服务水平、推进铁路改革的大背景下，我们认为铁路系统将会更大程度拥抱市场。铁路货运的特点在于兼顾了经济性与时效性，与现代物流如快递等物流形式能够起到较强共振，我们看好铁路领域在现代物流上的进化升级。标的方面，铁龙物流以集装箱铁路运输为主业，最为受益铁路货运升级进程；同样我们看好地处广深、本地经济活跃、具有客票提价预期的广深铁路，和基本面优质的大秦铁路；快递方面，看好快递企业与铁路的长期合作，长期看好顺丰，短期核心关注增速领先的韵达，以及估值合理的圆通、申通；物流方面长期看好获取了支线铁路资源的安通控股、象屿股份。

4. 风险提示

铁路改革进程低于预期；宏观经济超预期下滑

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/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，天风证券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。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com