

温州动车追尾事故点评

铁路改革或将受影响，部分旅客将回流航空

中信证券研究部

张宏波

电话：010-60838387

邮件：zhb@citics.com

执业证书编号：S1010510120045

事项：

据新华网报道，7月23日20点50分，杭深线永嘉至温州南间双屿下岙路段，北京南至福州D301次列车与杭州至福州南D3115次列车发生追尾事故。D301次列车第1至4位脱线，D3115次列车第15、16位脱线，其中4节车厢坠桥。追尾事故已造成重大人员伤亡，截至24日22点已有35人遇难，多达192人受伤。受事故影响，7月24日铁路部门停运列车58列。据分析是由于遭雷击后动车组失去动力停车造成。我们对此次事故造成的人员伤亡表示哀痛。对该事故的影响，我们评论如下：

评论：

❖ 故障和事故频发，考验民众信任度

高铁故障和事故接连爆发，原因多指向供电系统。自京沪高铁开通以来，7月10日-7月14日已经发生多起故障，但并没有造成人员伤亡。我们分析发现引起故障的主要原因集中在动车车辆的供电系统，7月10日、12日和13日的京沪高铁故障均是由于中断供电或者线路出现接触不良导致安保系统启动所致。从目前了解的情况看，此次动车组追尾事故主要原因也是因为动车组遭雷击失去动力导致的追尾。根据我们对高速列车的了解，高速列车大系统包括三大耦合关系：弓网耦合关系、流固耦合关系和轮轨耦合关系。近期出现的事故可能主要跟弓网耦合关系有关。

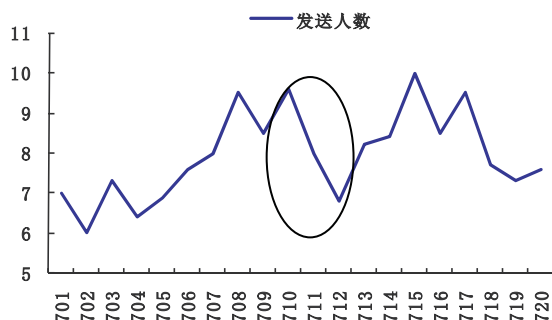
表 1：7月10日以来京沪高铁主要故障和温州动车事故一览

时间	故障或事故
7月10日	京沪高铁发往上海方向的G151次列车在山东滕州因供电线故障中断供电1小时37分。当天滕州地区出现9级大风雷雨天气，造成靠近雨棚柱侧导线与雨棚柱间绝缘距离不足，附加导线对跨中雨棚柱放电，烧断了靠近雨棚柱侧的附加导线。
7月12日	京沪高铁G102次高速动车组列车在宿州东站发生弓网故障，中断供电2小时17分。直接原因为受电弓损伤，引发弓网事故。受此影响，京沪高铁出现大面积晚点。
7月13日	京沪高铁G114次列车因车体故障晚点2小时40分。原因为动车组线路出现接触不良故障，导致安保系统启动。
7月14日	京沪高铁G201次和G150次出现故障换车。
7月23日	杭深线北京南至福州D301次列车与杭州至福州南D3115次列车发生追尾事故，造成重大人员伤亡和大面积列车停运。

资料来源：铁道部，中信证券研究部

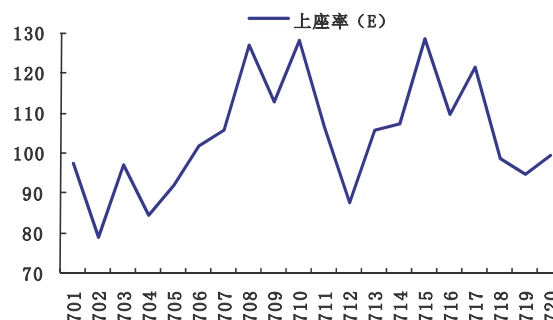
安全性受到质疑，民众对高铁信任度可能下降。京沪高铁发送故障的频率超出了我们此前的预期。我们预计京沪高铁出现的故障已经对部分普通民众和商务人士的出行决策造成了影响，从京沪高铁的上座率下降和民航京沪线票价的回升可以得到验证。此次发生的重大交通事故可能给习惯选择铁路出行的民众短期造成心理恐慌，或将打击乘客选择高铁出行的热情。

图 1: 京沪高铁发生事故后 2 天发送人数明显下降



资料来源: 中信证券研究部依据市场调研数据估算

图 2: 京沪高铁上座率



资料来源: 中信证券研究部依据市场调研数据估算

❖ 频繁的事故和事故可能波及高铁建设, 预计建设进程将放缓

2011 年高铁密集建成, 运营的安全将持续受到关注。预计我国 2011 将有超过 4700 公里高铁投入运营, 主要包括前期已经开通的京沪高铁和即将开通的广深高铁。此外, 2011 年计划启动的高铁和城际铁路项目 15 个, 主要有北京~沈阳、北京~张家口~呼和浩特、哈尔滨~佳木斯、杭州~黄山、海南西环等高铁。已开通和即将开通项目的运行安全性将持续受到关注, 此外新建高铁预计将会放缓。

❖ 可能会影响到铁路改革进程和最终方案

我们预计此次事故可能对正在讨论的铁路市场化改革进程造成影响。主要包括: 1) 铁道部将会把更多注意力转向运输安全, 铁路改革的时间表可能会延后, 实际上从京沪高铁开通到发生事故后; 2) 改革的方案可能会受到波及, 随着高铁的开通, 铁路运营的安全将会受到铁道部和更高层次的关注。

❖ 京沪高铁开行初期对京沪沿线航班造成较大冲击, 收益大幅下滑

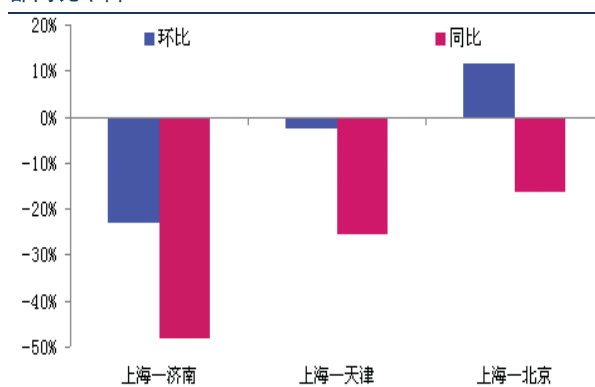
1 月至 7 月, 京沪航班正常率仅为 46.5%, 其中, 7 月份为雷雨季节, 航班正常率仅为 32.6%。京沪高铁从 6 月 30 日开通, 凭借速度和准点率一度给航空公司京沪航班造成较大压力。

预计 7 月 1 日—20 日, 上海—济南 RPK 同比降低 50%; ASK 同比降低 40%, 几近被停飞; 上海—天津航班 RPK 同比降低 23%, ASK 同比降低 26%; 上海—北京航班 RPK 同比降低 16%, ASK 同比降低 12%。

预计 7 月 1 日—20 日, 上海—济南客座率同比降低 11 PCT, 座公里收入同比降低 37.8%; 上海—天津航班客座率同比降低 0.5 个 PCT, 座公里收入同比降低 24%; 上海—北京航班客座率同比降低 4 个 PCT, 座公里收益同比降低 27%。

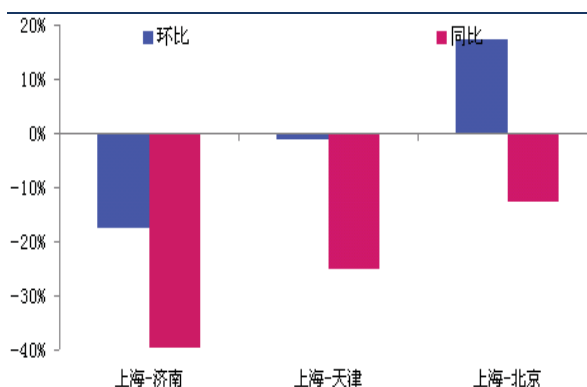
京沪沿线航班座公里收益环比均出现下降, 京沪沿线仅京沪直达航班运力环比提升, 其余京沪沿线航线均下降。

图 3：京沪航线旅客公里（7 月 1 日—20 日）（RPK）都同比下降



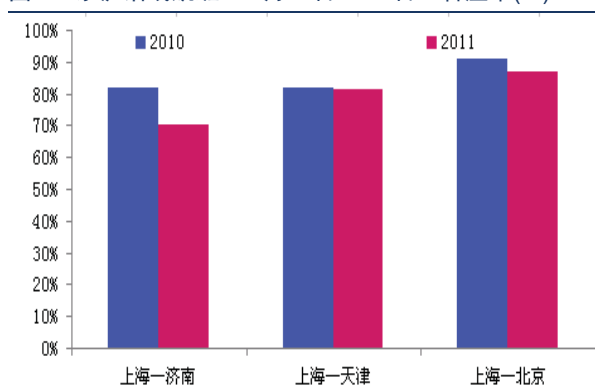
资料来源：CAAC 中信证券研究部预测

图 4：京沪航线（7 月 1 日—20 日）运力投入同比环比



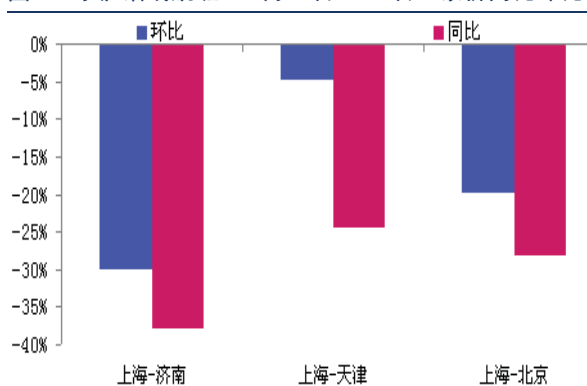
资料来源：CAAC 中信证券研究部预测

图 5：京沪沿线航班（7 月 1 日—20 日）客座率(%)



资料来源：CAAC 中信证券研究部预测

图 6：京沪沿线航班（7 月 1 日—20 日）票价同比环比



资料来源：CAAC 中信证券研究部预测

❖ 高铁事故频出，旅客怀疑高铁安全性，预计部分旅客将回流航空

原先旅客认为高铁安全，近期铁路事故频出。如果旅客意识到高铁的安全性问题，预计部分旅客将回流到航空出行方式上。航空旅客之所以选择航空公司航班，所考虑的因素重要性如下：固定因素—安全因素和航班频次排在首位；变动因素—时刻和服务排在第一位。在高铁与航空的对比中，航班频次和列车频次不相上下，列车频次稍多一些。

从旅客的调研来看，对交通方式的安全性排在首位。在安全能够保证的情况下，旅客选择出行方式会考虑其它因素。但是当旅客意识到安全不能保证的情况下，会选择其它交通方式。从统计概率来看，全世界最安全的交通运输方式是航空。近期铁路事故不断，势必将迫使一部分铁路旅客回流航空，将相应提升京沪沿线的客座率和票价水平，从而对各航空公司构成实质性利好。

表 2：旅客认可航空公司的因素

类型	因素	全国航空旅客	京沪航线
固定	安全	19%	20%
	班次	18%	21%
	声誉	9%	10%
	机型	5%	5%
	FFP	3%	6%
	其它	7%	4%
变动	时刻	17%	16%
	服务	11%	11%

票价	9%	6%
----	----	----

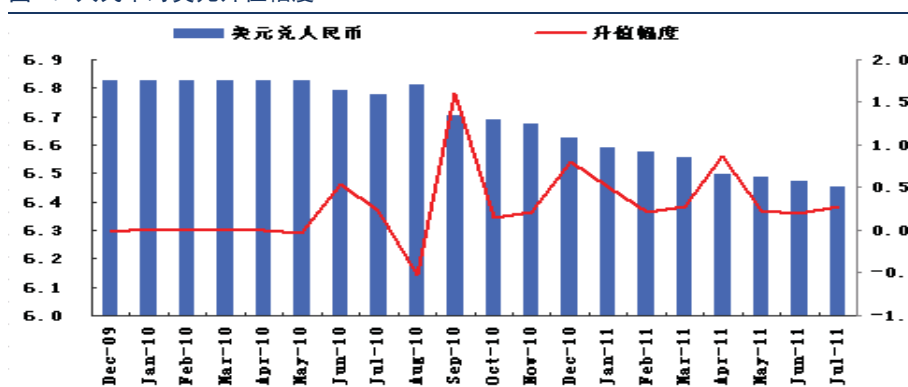
资料来源: AC Nielsen 中信证券研究部

❖ 人民币升值步伐加快

自去年 6 月进一步推进人民币汇率形成机制改革以来,人民币对美元中间价已由去年 6 月 21 日的 6.82 元,降至最近的 6.45 元,人民币对美元中间价已累计升值达 5.8%,这一趋势尚无改变迹象。中信证券研究部宏观组预计人民币全年升值 5%左右。截至 7 月 21 日,人民币汇率 2011 年以来已累计升值 2.62%;与 6 年前汇改启动之前相比,人民币目前则已累计升值 28%。

如果人民币升值比例达到 3%,中国国航汇兑受益将达到 9.3 亿元,贡献每股收益 0.08 元;南方航空将达到 12.1 亿元,贡献每股收益 0.15 元;东方航空将达到 8.7 亿元,贡献每股收益 0.08 元;海南航空达到 3.17 亿元,贡献每股收益 0.08 元。

图 7: 人民币对美元升值幅度



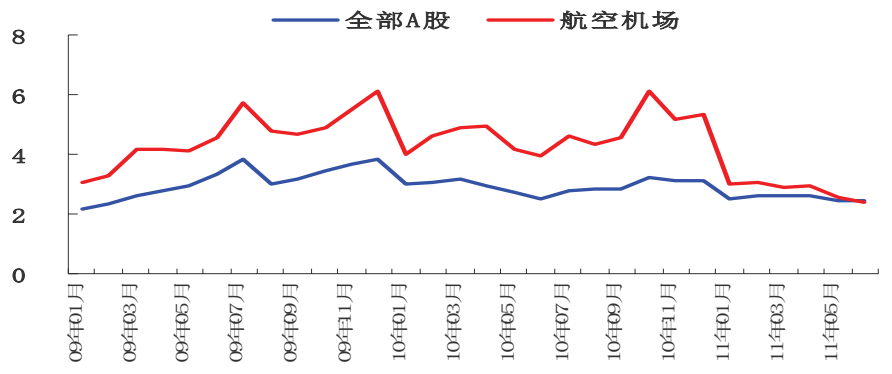
资料来源: Wind, 中信证券研究部

❖ 航空股投资建议: 航空股价已经充分反映高铁冲击悲观预期, 有望进行估值修复。

上半年航空股股价一路下挫,随着资本市场对油价及高铁的担心,将航空股估值杀到历史低位。近期随着市场回暖,航空股开始反弹。我们认为随着 7—10 月航空运输大旺季的到来,中报业绩的释放,航空股有望继续迎来阶段性的反弹。

横向对比 PB: 历史上 A 股航空机场行业的 PB 平均水平为 4.3 倍,目前 A 估值 2.43 倍,航空机场板块 2.41 倍。与全部 A 股比较,航空机场板块估值优势凸显。我国航空业仍处于成长期,国内刚性需求旺盛,国际航线需求的逐步回暖,高铁事故频出预计将提升航空股的估值。我们判断,下半年航空市场维持景气格局,我们给予航空机场行业的“强于大市”评级。重点推荐南方航空和中国国航。南方航空,今年业绩弹性最大,充分受益于人民币升值;国航受益于北京枢纽建设和良好的成本控制能力,盈利能力较强。

图 8: 航空机场板块与全部 A 股估值比较 (PB)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

分析师声明 Analyst Certification

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。The analysts primarily responsible for the preparation of all or part of the research report contained herein hereby certify that: (i) the views expressed in this research report accurately reflect the personal views of each such analyst about the subject securities and issuers; and (ii) no part of the analyst's compensation was, is, or will be directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in this research report.

一般性声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属机构（以下统称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权，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。所有于此报告中使用的商标、服务标识及标记均为中信证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，只有收件人才能使用。本报告所载的信息、材料或分析工具只提供给阁下作参考之用，不是或不应被视为出售、购买或认购证券或其它金融工具的要约或要约邀请。中信证券也不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不保证其准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠此报告而取代个人的独立判断。本报告所指的证券或金融工具的价格、价值及收入可跌可升。以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发布此报告日期当日的判断，可在不发出通知的情形下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。本报告不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。收件人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

中信证券利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域，以及部门间之信息流动。撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工(包括参与准备或发行此报告的人)可能(1)与此报告所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，(2)已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工可能担任此报告所提到的公司的董事。在法律许可的情况下，中信证券可能参与或投资此报告所提到的公司的金融交易，向有关公司提供或获取服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券的董事、高级职员和员工亦不为前述金融机构之客户因使用本报告或报告载明的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2011 版权所有。保留一切权利。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅为基准；	买入	相对中标 300 指数涨幅 20%以上；
	增持	相对中标 300 指数涨幅介于 5%~20%之间；
	持有	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~5%之间；
	卖出	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅；	强于大市	相对中标 300 指数涨幅 10%以上；
	中性	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对中标 300 指数跌幅 10%以上

	北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址:	北京市朝阳区亮马桥路 48 号 中信证券大厦 (100125)	上海浦东新区世纪大道 1568 号 中建大厦 22 楼 (200122)	深圳市福田区中心三路 8 号中信 证券大厦 (518048)	香港中环添美道 1 号中信大 厦 26 楼

Foreign Broker-Dealer Disclosures for Distributing to the U.S. 就向美国地区送发研究报告而做的外国经纪商-交易商声明

This report has been produced in its entirety by CITIC Securities Limited Company ("CITIC Securities", regulated by the China Securities Regulatory Commission. Securities Business License Number: Z20374000). This report is being distributed in the United States by CITIC Securities pursuant to Rule 15a-6(a) (2) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934 exclusively to "major U.S. institutional investors" as defined in Rule 15a-6 and the SEC no-action letters thereunder. 本报告由中信证券股份有限公司(简称“中信证券”，受中国证监会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000)制作。按照《1934 年美国证券交易法案》下的 15a-6(a) (2) 规则，在美国本报告由中信证券仅向 15a-6 规则及其下《美国证券交易委员会无异议函》所定义的“主要美国机构投资者”发送。