

昔日瓶颈提速 基建力拔头筹

——东兴证券铁路行业 2009 年度报告

增持/首次

投资摘要:

● **中长期内我国铁路建设投资将迎来高景气度时期** 中长期铁路网规划投资规模调整至 5 万亿元，客运专线、煤运通道、西部路网及技术改造为规划建设重点。前 10 月铁路固定资产投资保持增速保持强势，截止 10 月底，全国铁路固定资产投资完成 2556.38 亿元，较上年同期增长 81.3%。预计 2008 年有望完成 3200 亿元基建投资额，2009 年投资额约为 6000 亿元，2010 年则有望达到 7400 亿元，中长期内我国铁路建设投资将迎来高景气度时期。

● **铁路工程基建是此次铁路大规模建设最大的受益者** 中长期内铁路基建施工存在约 22500 至 30000 亿元的潜在市场，占据铁路建设约 80% 市场份额的中国铁建和中国中铁成为最大赢家。与此同时，铁路基建工程机械、铁路设施装备及车辆与零部件需求也将随铁路大规模建设展开而快速增长，相关企业也将直接受益。

● **铁路运营企业未来优质资产注入值得期待** 受经济周期调整影响 2008 年 1 至 10 月铁路客货运指标增速均小幅回落。中长期看，铁路的大规模修建将分流现有铁路运营线路的市场份额，大秦铁路和广深铁路将分别受到新煤炭运输通道建设及新建高速客运专线的挑战。我们认为，作为铁道部资本运作的重要平台，大秦铁路和广深铁路未来优质资产注入是值得期待的。另外，随着集装箱运输铁路网络的构建，铁路集装箱有望迎来快速增长期，铁龙物流作为中铁集装箱运输公司的唯一资本平台将充分享受行业成长收益。

● **给予整个铁路产业“增持”评级** 相对于下行之中的宏观经济，铁路产业未来持续高景气度较为明确，相应公司的业绩将会在未来几年内逐步体现，我们给予整个铁路产业“增持”评级。

● **重点公司推荐:** 建议重点关注此次铁路大建设受益最大最直接的中国铁建（601186）和中国中铁（601390）；铁路运营企业，我们推荐受益于铁路集装箱网络不断完善的中铁集装箱（601200），以及需求相对较为稳定中长期内资产注入预期较强的大秦铁路（601006）。

周宁

东兴证券研究所

010-66555239

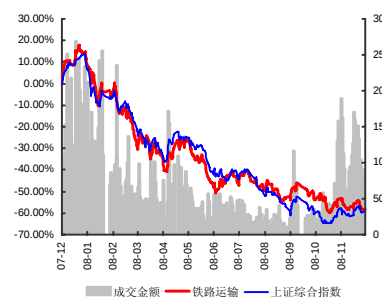
zhouning@dxzq.net.cn

北京市西城区金融大街 5 号

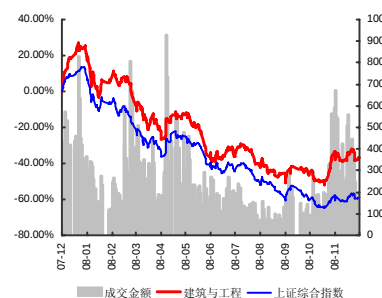
新盛大厦 B 座 12 层

邮编：100140

铁路运输指数走势图



建筑工程指数走势图



铁路行业2009年重点上市公司推荐与投资评级

简称	股价	EPS				PE			PB	评级
		2007	2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E		
中国中铁	5.73	0.15	0.15	0.31	0.39	38.20	18.48	14.69	2.19	增持
中国铁建	9.95	0.39	0.33	0.47	0.64	30.15	21.17	15.55	2.64	增持
大秦铁路	8.53	0.47	0.59	0.66	0.71	14.46	12.92	12.01	2.82	增持
铁龙物流	6.73	0.36	0.31	0.38	0.48	21.71	17.71	14.02	2.88	增持

目 录

一、	2008 年铁路运营指标增速小幅回落、铁路建设步伐加快.....	4
1.	受经济周期调整影响 2008 年 1 至 10 月铁路主要运营指标增速小幅回落	4
2.	“十一五”来铁路基础建设投资增速保持强势	5
3.	目前铁路客货运力瓶颈仍十分明显	7
二、	铁路建设“临危受命”调整规划刺激内需.....	8
1.	中长期铁路网规划投资规模调整至 5 万亿元	8
2.	客运专线、煤运通道、西部路网及技术改造为规划重点	10
3.	中长期内我国铁路建设将维持高景气度	12
三、	新规划令整个铁路产业链中长期受益.....	12
1.	整个产业链将率先于整体经济而复苏	12
2.	以中国中铁和中国铁建为代表的工程基建企业受益最大	14
3.	铁路基建工程机械、铁路设施装备及车辆与零部件需求扩张不容置疑	15
4.	铁路运营企业盈利增长将更加依赖于外延式增长	17
四、	重点公司介绍及评级.....	20
1.	中国铁建（601186）	20
2.	中国中铁（601390）	21
3.	铁龙物流（600125）	22
4.	大秦铁路（601006）	23

图目录

图 1 2008 年前 10 月铁路货运周转量增速逐渐回落	4
图 2 2008 年前 10 月铁路客运周转量出现较大波动	4
图 3 铁路货运周转量增速低于全社会货运周转量增速	5
图 4 今年来铁路投资月度完成额不断创出新高	6
图 5 “十一五” 来铁路基本建设投资增长十分明显	6
图 6 我国铁路营业里程增长缓慢	7
图 7 我国铁路营业里程增速远低于完成运输周转量增速	7
图 8 我国铁路客货运数据占全社会客货运比重呈现下滑走势	8
图 9 我国铁路网是世界上最为繁忙的铁路运输系统	8
图 10 中长期铁路网规划调整方案示意图	10
图 11 铁路建设投资成本构成	13
图 12 铁路产业格局图	14
图 13 铁路工程施工市场格局	15
图 14 未来机车购置投资将快速增长	16
图 15 我国煤炭资源分布与消费区域分布	18
图 16 武广铁路客运专线与广深港高速铁路示意图	19

表目录

表 1 各类交通运输方式成本比较	5
表 2 “十一五” 前两年铁路建设未完成计划指标	6
表 3 中长期铁路网规划主要内容调整前后对比	9
表 4 2008 年调整方案新增建设项目	9
表 5 我国目前建设或规划中的高速铁路网	11
表 6 “十一五” 各年铁路基建投资额预计	12
表 7 铁路建设主要产业链未来市场规模及毛利水平	13
表 8 基建工程设备及主要制造企业	15
表 9 2005-2008.8 车辆购置支出及未来规划（亿元）	16
表 10 2010 年各轨道交通装备产品保有量预测（据原“十一五”规划）	17
表 11 主要运煤通道运力情况	18
表 12 十大煤炭外运地区的具体运输规划	18
表 13 重点上市公司推荐与评级	20
表 14 中国铁建（601186）盈利预测数据	21
表 15 中国中铁（601390）盈利预测数据	22
表 16 铁龙物流（600125）盈利预测数据	23
表 17 大秦铁路（601006）盈利预测数据	24

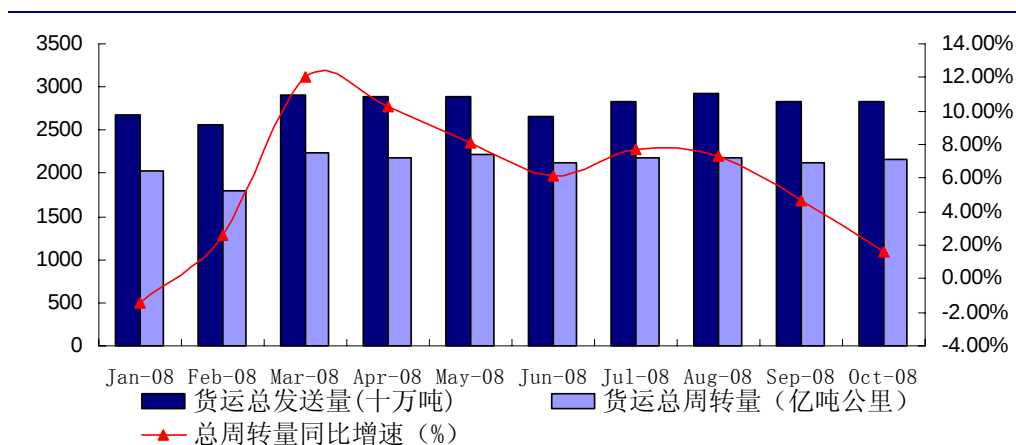
一、2008 年铁路运营指标增速小幅回落、铁路建设步伐加快

1. 受经济周期调整影响2008年1至10月铁路主要运营指标增速小幅回落

截止 2008 年 10 月，全国铁路完成货运总发送量（含行包运量）27.99 亿吨，比上年同期增加 2.6 亿吨，增长 6.83%；完成货运总周转量（含行包周转量）21219.71 亿吨公里，比上年同期增加 1182.09 亿吨公里，增长 5.90%。从月度数据来看，货运增速呈冲高回落走势，特别是进入三季度以来，货运周转量增速回落趋势较为明显。我们认为，造成这一现象的主要原因是受自去年 10 月以来的经济周期性调整的冲击，特别是占据全国铁路货运量近半壁江山的煤炭下半年以来其需求呈明显下滑趋势。

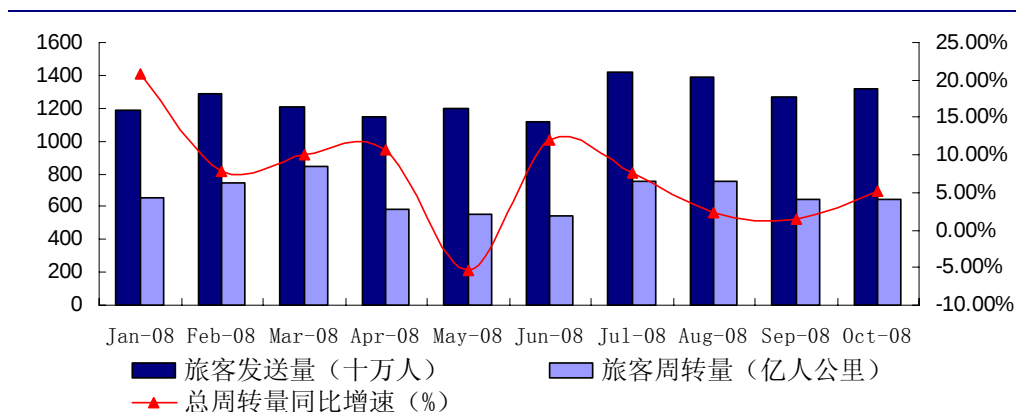
旅客运输方面，由于受今年 2 月份雪灾、4.28 胶济铁路事故、5.12 地震、奥运会等事件影响，铁路客运周转量出现较大波动。截止 2008 年 10 月，全国铁路完成旅客发送量 12.52 亿人，比上年同期增加 1.29 亿人，增长 11.53%；完成旅客周转量 6713.82 亿人公里，比上年同期增加 436.82 亿人公里，增长 6.96%。

图 1 2008 年前 10 月铁路货运周转量增速逐渐回落



资料来源：铁道部，东兴证券研究所

图 2 2008 年前 10 月铁路客运周转量出现较大波动

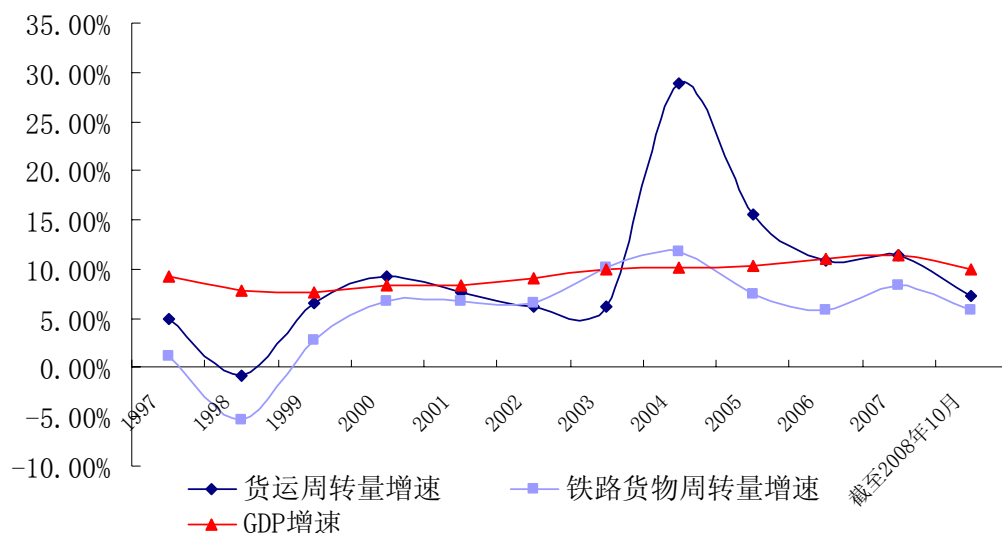


资料来源：铁道部，东兴证券研究所

1997-2008 年期间，我国 GDP 年均增长率为 9.45%，全国货运周转量年均增长

率为 9.51%，我国货运周转量随我国经济快速增长而同步快速增长。而同期，受制于铁路运力瓶颈，通过铁路完成的货物周转量增速却明显低于上述两个指标的增速（见图 3），在过去的 11 年中通过铁路完成的货物周转量年均增速仅为 5.69%，这与铁路运输相对低廉的运输成本是不相称的。但也正因为运力瓶颈，铁路货运运输周转量增速呈现出相对较为平稳的特征，受经济周期的冲击相对较小（1998 年主要受南方洪水断路影响）。

图 3 铁路货运周转量增速低于全社会货运周转量增速



资料来源：铁道部，国家统计局，东兴证券研究所

表 1 各类交通运输方式成本比较

	火车	汽车	飞机	轮船
能耗(公斤标煤/百吨公里)	1.5-1.8	8-10	40-45	1-1.2
运输费用(元/万吨公里)	700-800	1600	6000	500

资料来源：东兴证券研究所

2. “十一五”来铁路基础建设投资增速保持强势

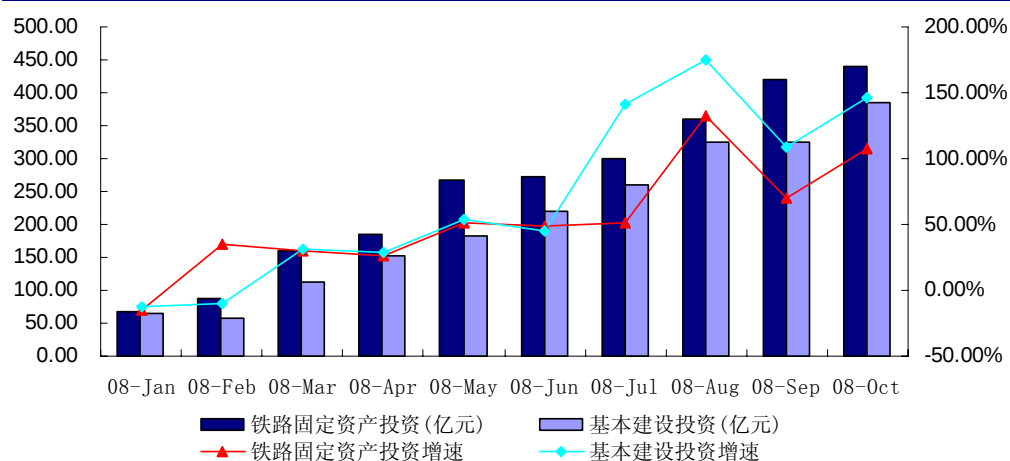
与经济周期调整下全社会不断下滑的固定资产投资增速形成鲜明对比的是，今年铁路固定资产投资保持增速不断增长之势。截止 2008 年 10 月底，全国铁路固定资产投资完成 2556.38 亿元，较上年同期增长 81.3%，其中，基本建设完成 2083.78 亿元，较上年同期增长 81.3%。前十月份，月度完成投资额不断创出新高，呈现不断爆发之势。

本年度是“十一五”的第三年，也是铁道部贯彻实施“十一五”铁路网规划最为关键的一年。根据中国铁路“十一五”原规划，“十一五”期间基建总投资 12500 亿元。截止 2008 年 10 月，近 3 年来已完成铁路固定资产投资 7153.05 亿元，其中基建总投资完成 5048.63 亿元。按原计划，未来基建投资还有 7091.37 亿元的空间。

“十一五”以来，根据铁道部公布的计划投资与实际投资数据来看，2006 年和 2007 年铁路建设实际完成投资额均低于计划投资额。我们认为，这两年铁路投资兑

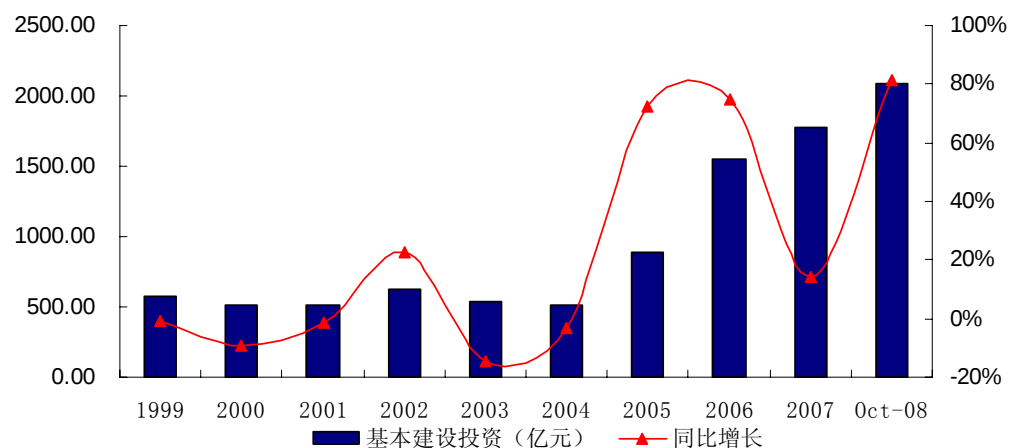
现率不高的主要原因在于以下两方面：一是铁路工程前期工作量太大，这主要体现在项目实施前的可行研究、设计、评审、批复等较为复杂；二是前两年国内 GDP 增速达到了 11% 的高增长，CPI 和 PPI 等指标不断上涨，不断高企的建筑成本也在一定程度上影响了一些铁路工程的进度。

图 4 今年来铁路投资月度完成额不断创出新高



资料来源：铁道部，东兴证券研究所

图 5 “十一五”来铁路基本建设投资增长十分明显



资料来源：铁道部，东兴证券研究所

表 2 “十一五”前两年铁路建设未完成计划指标

	基建投资 (亿元)	新线铺轨 里程 (KM)	新线投产 里程 (KM)	复线铺轨 里程 (KM)	复线投产 里程 (KM)	电气化铁路投 产里程 (KM)
2006 计划	1633	376	1436	1028	1214	3860
2006 实际	1550	912	1609	1016	722	3958
2007 计划	2560	2099	607	2347	663	2019
2007 实际	1772	985	677	1133	479	937
2008 oct	2083					

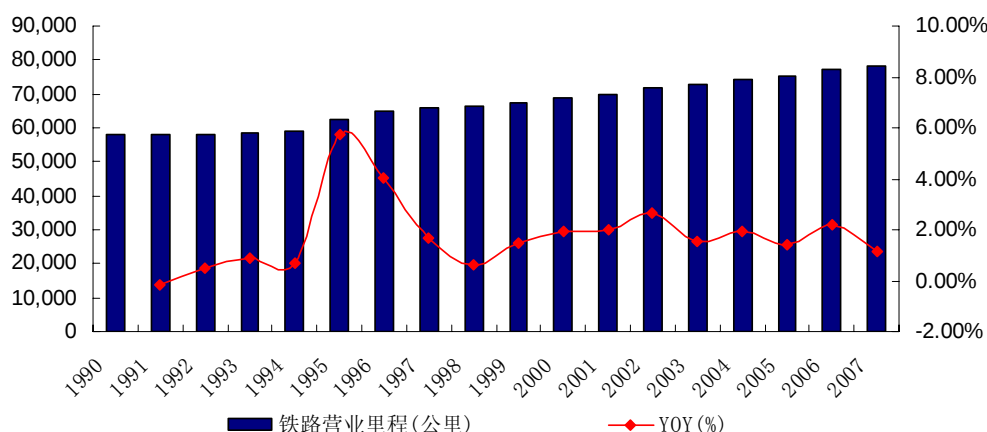
资料来源：铁道部，东兴证券研究所

3. 目前铁路客货运力瓶颈仍十分明显

尽管近两年来铁路投资力度已逐渐加大，但由于铁路建设工期长、工程大，我国铁路里程增长缓慢，截止 2007 年底我国铁路营业里程为 7.8 万公里，近 10 年来年均增长率仅为 1.82%，铁路运力供给增长严重限制了铁路客、货运量的快速增长。特别是近年来我国经济保持快速发展，交通运输量需求增长迅猛，铁路客、货运周转量增长速度均低于全社会客、货运增长速度（见图 7），铁路客运量、货运量、旅客周转量、货物周转量占全社会比重均出现不同程度的下滑（见图 8），考虑到铁路运输在各项交通工具的相对低廉的运输成本，铁路运输占比的下滑，说明全社会运输成本被进一步提高，铁路运力瓶颈对经济发展的影响愈发突出。

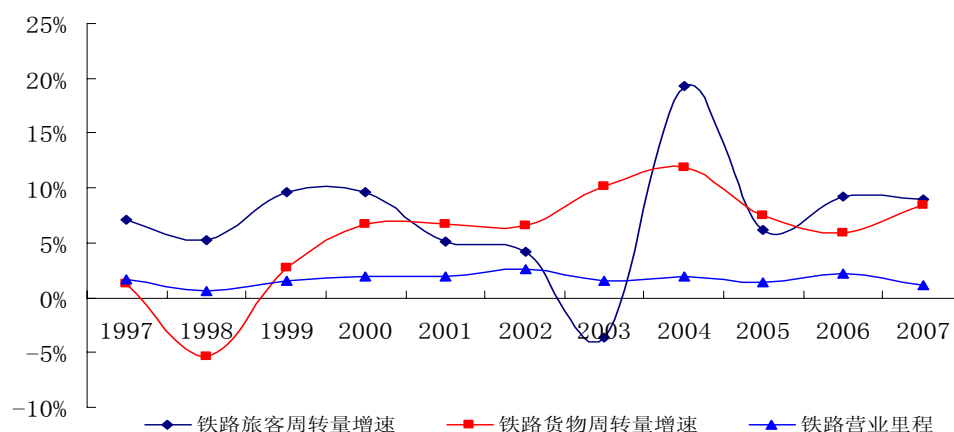
从全球来看，我国铁路网是世界上最为繁忙的铁路运输系统。我国在各国铁路总里程排名中我国铁路位列第三，占全球铁路总长度约为 5.9%，我国铁路的路网结构已初步形成。但由于我国幅员广大，人口众多，运输需求巨大，承担着全球约 24% 的铁路运输，这使得我国铁路成为了全球运输负荷最重的部分，运输密度比全球排名第二的俄罗斯高出 77%，是世界平均值的 4 倍。

图 6 我国铁路营业里程增长缓慢



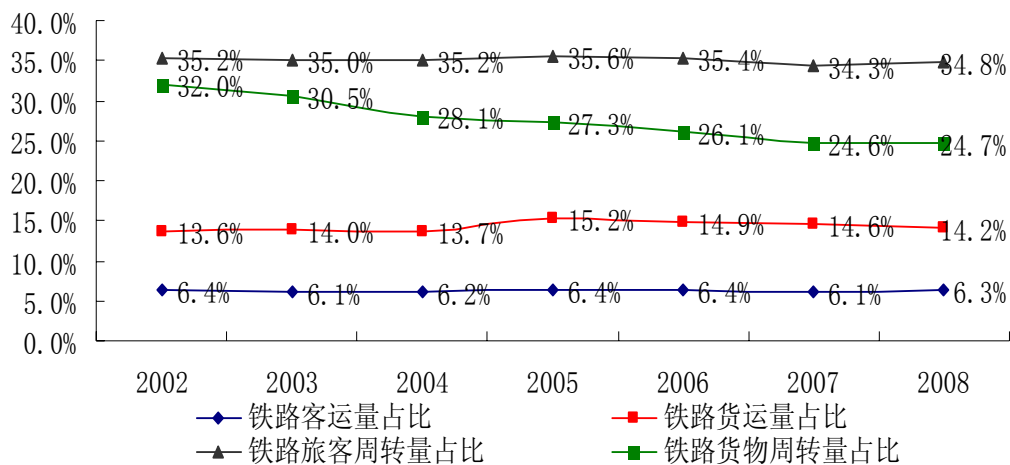
资料来源：铁道部，东兴证券研究所

图 7 我国铁路营业里程增速远低于完成运输周转量增速



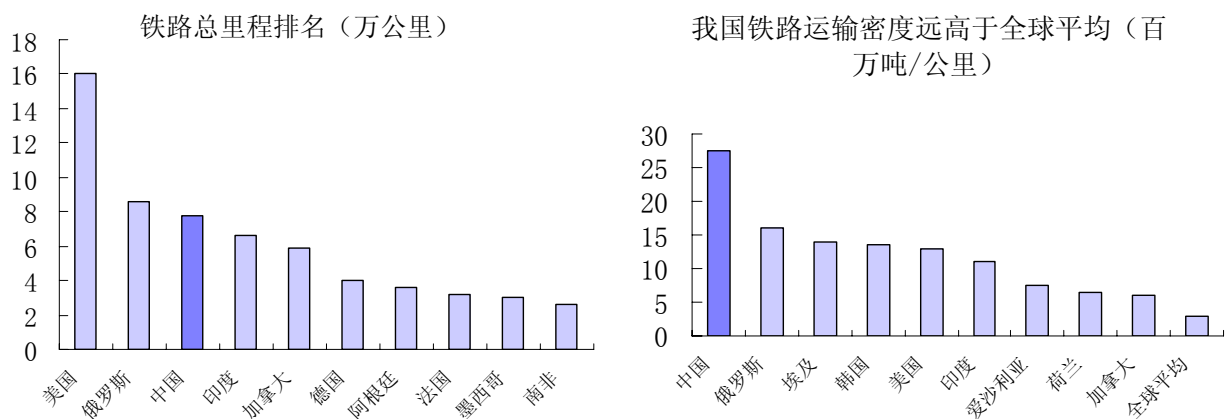
资料来源：铁道部，东兴证券研究所

图 8 我国铁路客货运数据占全社会客货运比重呈现下滑走势



资料来源：铁道部，东兴证券研究所

图 9 我国铁路网是世界上最为繁忙的铁路运输系统



资料来源：东兴证券研究所

二、铁路建设“临危受命”调整规划刺激内需

1. 中长期铁路网规划投资规模调整至5万亿元

为落实国务院扩大内需、促进经济增长的十项措施，2008年11月27日，铁道部出台《中长期铁路网规划（2008年调整）》方案，加大铁路建设投资规模，确保国民经济保持平稳较快增长。《调整方案》将2020年全国铁路营业里程规划目标由10万公里调整为12万公里以上，投资总规模也由原先的2万亿调整至5万亿。

2007年国务院批准的《中长期综合交通网计划》中已经对铁路中长期建设规划进行了大范围的调整，此次公布的《调整方案》只是对2007年《中长期综合交通网规划》的微调。

国家此时出台《调整方案》，一方面是对国家先前公布的 4 万亿投资计划的呼应。随着世界范围的金融危机的漫延，世界经济增长明显放缓，我国的实体经济也受到较大的影响，如出口贸易、钢铁、房地产、汽车等行业景气度均急剧下滑。铁路建设本身具有产业链长、拉动效应大的特点，当前进一步加快铁路建设，也会为扩大内需、保证经济平稳快速增长起到积极作用。调整方案增大铁路投资建设规模旨在进一步扩大内需，促进经济平稳快速增长。

另一方面，由于我国铁路长期滞后发展，铁路运输是我国经济社会发展的“瓶颈”，是交通运输业中的“短板”，迫切需要加快发展。特别是能源结构煤多油少，土地资源十分有限，特别需要铁路这种资源节约型和能源适用范围广的运输方式，实现交通运输的可持续发展。

表 3 中长期铁路网规划主要内容调整前后对比

2007 年《中长期综合交通网计划》主要内容		新规划主要变化内容
1	建设资金约 2 万亿元	投资总规模也由原先的 2 万亿调整至 5 万亿
2	2020 年全国铁路营业里程达到 10 万公里	2020 年铁路营业里程达到 12 万公里以上
3	复线率和电气化率均达到 50%	复线率、电气化率分别提高到 50% 和 60%。
4	规划“四纵四横”铁路快速客运通道及三个城际快速客运系统，主要繁忙干线实现客货分线	进一步延伸并扩大客运专线覆盖面，加强客运专线之间相互连通和衔接；进一步扩大城际客运系统的组团建设
5	建设客运专线 1.2 万公里以上，客车速度目标值达到每小时 200 公里及以上	客运专线及城际铁路建设目标由 1.2 万公里调整为 1.6 万公里以上
6	扩大西部路网规模，规划建设新线 1.6 万公里	规划建设新线 1.6 万公里调整为 4.1 万公里
7	实现规划既有线增建二线 1.3 万公里，既有线电气化 1.6 万公里	实现规划既有线增建二线 1.9 万公里，既有线电气化 2.5 万公里

资料来源：铁道部，东兴证券研究所

表 4 2008 年调整方案新增建设项目

项目性质	调整内容
进出境铁路	新增中俄通道同江～哈鱼岛段等铁路。
区域干线布局	新增重庆～贵阳、宜宾～贵阳～广州、南宁～广州、哈达铺～成都、太原～侯马～西安～汉中～绵阳、向塘～莆田、合肥～福州、阜阳～六安～景德镇～瑞金～汕头、北京～张家口～集宁～包头等铁路，研究建设张掖～西宁～成都、格尔木～成都、郑州～重庆～昆明、和田～狮泉河～日喀则、成都～波密～林芝、香格里拉～波密铁路。
煤运通道	新增内蒙古中西部、山西中南部煤运铁路和乌鲁木齐～哈密～兰州铁路等。
西部地区路网	新增乌鲁木齐～富蕴～北屯、哈密～若羌、二连浩特～锡林浩特～乌兰浩特、正蓝旗～虎什哈、昭通～攀枝花～丽江、昆明～百色、南宁～河池等铁路，研究建设安康～恩施～张家界等铁路。
中东部地区路网	新增哈尔滨～佳木斯、青岛～连云港～盐城、南通～上海～宁波、广州～湛江～海口～三亚、上海～江阴～南京～铜陵～安庆、怀化～衡阳、井冈山～赣州、浦城～建宁～龙岩、福州～厦门货运线等铁路。

客运专线

在维持原“四纵四横”客运专线基础骨架不变的情况下，增加了 4000 公里客运专线。杭甬深客运专线向北延伸至上海，杭长客运专线向西延伸至昆明，以及蚌埠～合肥、南京～杭州、锦州～营口、南昌～九江、柳州～南宁、绵阳～成都～乐山、哈尔滨～齐齐哈尔、哈尔滨～牡丹江、长春～吉林、沈阳～丹东等连接线。

城际铁路

城际客运系统由环渤海、长江三角洲、珠江三角洲地区扩展到长株潭、成渝以及中原城市群、武汉城市圈、关中城镇群、海峡西岸城镇群等地区。

资料来源：铁道部，东兴证券研究所

图 10 中长期铁路网规划调整方案示意图



资料来源：铁道部

2. 客运专线、煤运通道、西部路网及技术改造为规划重点

此次调整是在铁道部结合我国的国情路情、借鉴发达国家铁路发展的成功经验、综合各方面的专家学者和国家有关部门及各省区市意见建议，经过两年多的研究、论证、审批提出来的，是对前一规划的统筹协调、系统优化。新规划将建设发达的快速客运专线网、西部路网、煤炭南运通道及路网系统作为未来铁路投资建设的重点。

● 实现繁忙干线实现客货分线，建设发达的快速客运专线网

在原“四纵四横”客运专线基础骨架上，进一步延伸并扩大客运专线覆盖面，加强客运专线之间相互连通和衔接；进一步扩大城际客运系统的组团建设，在环渤

海、长三角、珠三角城际铁路的基础上，加快了长株潭、成渝、中原、武汉、关中、海峡西岸城镇群等经济发达和人口稠密地区的城际轨道交通建设步伐，客运专线及城际铁路建设目标由 1.2 万公里调整为 1.6 万公里以上，并与既有线提速改造工程相衔接，未来我国将形成连接所有省会及 50 万人口以上的城市，覆盖全国 90%以上人口，总里程达到 5 万公里以上的快速客运网，这将大大缩短城市间时空距离，省会城市间总旅行时间节省 50%以上。届时，全国中心城市间一小时、二小时交通圈的同城效应将进一步带来生产方式、生活方式与思想观念的变革，给和谐社会建设注入新的活力。

表 5 我国目前建设或规划中的高速铁路网

线路	起点站 / 终点站	建设时间	设计时速	备注
珠三角城际铁路	广州 / 珠海、深圳	2005. 12. 18-2009	200 公里/小时	总长约 595 公里
长三角城际铁路	上海 / 南京、杭州	规划中	300 公里/小时	沪宁、沪杭两翼
京津城际铁路	北京 / 天津	2005. 07. 04-2007	200-300 公里/小时	08 年北京奥运重点工程
京沪高速铁路	北京 / 上海	预计今年底开工	250-300 公里/小时	自主研发, 轮轨技术
武广高速铁路	武汉 / 广州	2005. 06. 23-2010	200 公里/小时	全长 995 公里
杭甬深客运专线	杭州 / 宁波 / 深圳	规划中	200 公里/小时	总长约 1600 公里
京广客运专线	北京 / 广州	北京石家庄段即将开工	300 公里/小时	总长约 2230 公里

资料来源：铁道部，东兴证券研究所

● 进一步加大区际和西部国土开发性新线建设力度

规划调整方案扩大了西部路网规模，对加强区际联系通道，完善东北、西北、西南地区铁路通道，完善中东部路网结构进行了系统强化，规划建设新线由 1.6 万公里调整为 4.1 万公里，铁路网覆盖了全国 20 万人口以上城镇。各区域之间客货运输能力全面提升，特别是为老、少、边、穷地区的资源开发、环境保护和劳动力转移、脱贫致富提供基础条件，较好地体现了铁路服务国民经济和社会发展的公益性特征。

● 全力构建煤炭南送东运的多通道运输体系。

贯彻国家能源战略，围绕十大煤炭外运基地和新疆地区，对煤运通道进行了全面系统的强化完善。繁忙干线客货分线后释放的既有线能力主要用于煤炭资源类运输；新增“三西”地区煤炭由铁路直达中南、华东内陆地区和港口后方通道建设，新增新疆地区煤炭外运通道及集疏运系统，煤运通道运输能力可逐步达到 23 亿吨以上。

● 注重科技创新、系统优化，更好地发挥铁路网络优势

充分运用科技创新成果，加大技术改造力度，统筹利用新线和既有线路资源，我国铁路的复线率、电气化率将分别提高到 50%和 60%，使铁路网技术结构更趋合理，形成标准统一、设备联动、技术经济、安全可靠的快速客运、重载货运和双层

集装箱通道，中国铁路特有的速度、密度、重载运输高效率协调，将在更高水平上得到兼顾发展。

3. 中长期内我国铁路建设将维持高景气度

此前早在 10 月 24 日，铁道部新闻处处长王滨在表示，国务院批复的“十一五”铁路投资总规模已经从此前的 1.25 万亿提高到了 2 万亿元。目前全国正在建设的铁路重点工程达到 150 条，在建项目投资规模超过 1.2 万亿，未来随着实际情况的变化，投资预算可能还会增加。2 万亿元投资规模意味着在接下来“十一五”的最后两年，年均将新增 4000 亿元铁路投资。

铁道部副部长陆东福在 10 月 27 日表示，按照铁道部的铁路建设计划，今年预计完成建设投资超过 3000 亿元，明年计划完成 6000 亿元基建投资，大约为 2008 年铁路建设投资的 1 倍左右，后年则计划完成 6000 亿元以上。2009 年铁路准备新开工的项目大约为 70 个，项目总投资规模约 1 万亿元。

我们预计，2008 年有望完成 3200 亿元基建投资额，2009 年约为 6000 亿元，2010 年则有望达到 7400 亿元。

根据中长期规划，到 2020 年投资 5 万亿元，将我国铁路营业里程提高至 12 万公里以上。这意味着，未来 12 年内铁路建设年均投资额将超过 4000 亿元。即使将来我国铁路网发展到 12 万公里，路网的强度仍然是比较低的，不排除未来随着经济规模增长及运输需求的增加，进一步提高铁路网的规划目标，中长期内我国铁路建设投资将迎来高景气度时期。

表 6 “十一五”各年铁路基建投资额预计

	2006 年	2007 年	2008 年 1-10 月	2008 年	2009 年	2010 年	十一 五 合计	2009-2020 年均
基建投资亿元	1553	1772	2084	3200	6000	7400	20000	>4000
同比增速 (%)	74.63%	14.10%	81.30%	80.59%	87.50%	23.33%		

资料来源：铁道部，东兴证券研究所

三、新规划令整个铁路产业链中长期受益

1. 整个产业链将率先于整体经济而复苏

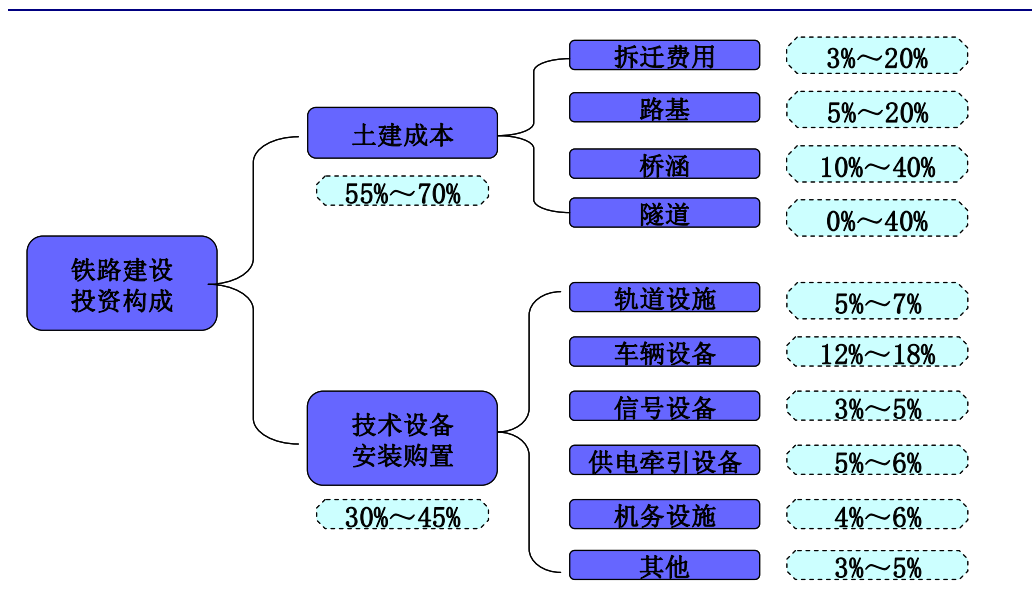
随着“十一五”规划进入冲刺期，以及铁道部调整我国铁路中长期发展规划加快铁路建设步伐，我国铁路建设投资将在中长期内迎来高景气度毋庸置疑。由于包括我国在内的全球经济进入周期性调整阶段，由政府部门主导并出资的铁路建设有望领先于未来全社会固定资产投资增速，带动整个铁路产业链率先于整体经济而复苏。

由于铁路工程一般规模都较大、工期长、技术难度高等，铁路建设均需要大量设备及物力投入，带动的下游产业链较长。这些下游领域包括直接用于铁路建设的物资，如路基桥梁所需的水泥建材、铺设轨道所用的枕木铁轨、电气化铁路供电线路设备及通信信号设施；也包括用于工程施工的工程机械与设备；还包括未来铁路投入运营所需的机车与客货车等。

根据中长期规划的超过 5 万亿的投资规模，铁路的大规模建设将为各下游行业带来巨额的市场机会。

特别是随着越来越多高速铁路投入建设和使用，保障高速铁路系统稳健运行所需的轨道设备、高速机车、信号系统等等对技术要求越来越高，这些产品也将具备更高的附加值，其盈利能力将远高出普通产品的盈利水平。

图 11 铁路建设投资成本构成



资料来源：东兴证券研究所

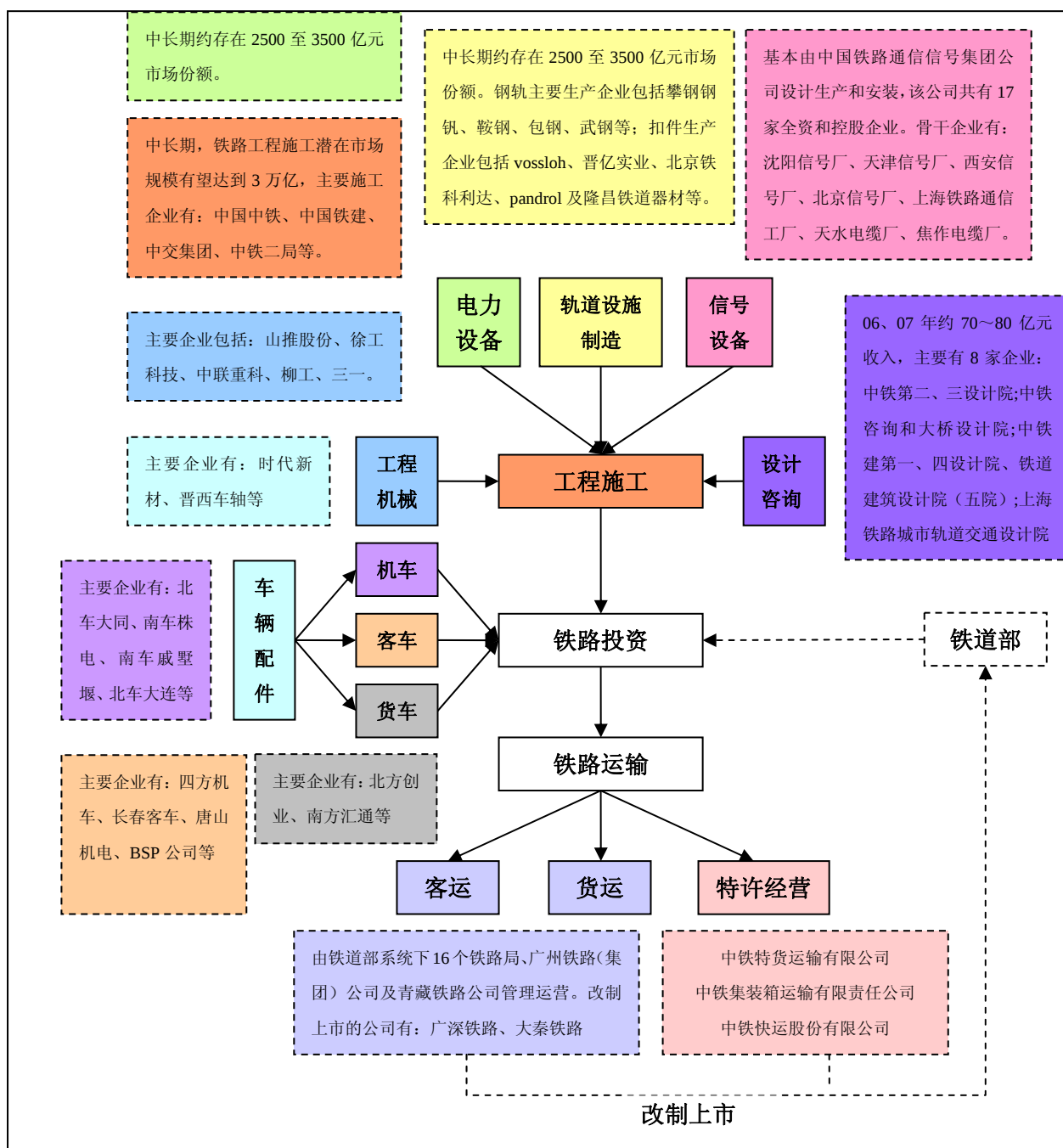
表 7 铁路建设主要产业链未来市场规模及毛利水平

	投资占比	2009~2020 年潜在市场规模	毛利率
工程建筑	45%~60%*	22500~30000 亿元	8%~12%
铁轨设施	5%~7%	2500~3500 亿元	10%~15%
信号设备	3%~5%	1500~2550 亿元	25%~40%
供电牵引设施	5%~6%	2500~3000 亿元	20%~30%
车辆设备	12%~18%	6000~9000 亿元	15%~20%

资料来源：东兴证券研究所。

*注：工程建筑投资占比为扣除拆迁费用占比后的估计数据

图 12 铁路产业格局图



资料来源：东兴证券研究所

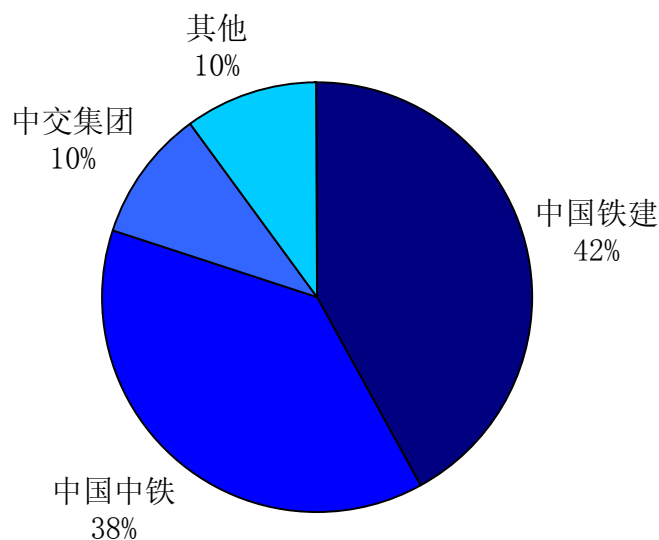
2. 以中国中铁和中国铁建为代表的工程基建企业受益最大

长期以来，我国铁路建设主要由隶属于中国铁路工程总公司和中国铁路建筑总公司的 25 个工程局承担，铁路建设行业的竞争极为有限。2004 年 12 月，铁道部和建设部联合发出通知，放宽对中国铁路建设行业的管制，准许在其他基建行业（诸如公路、港口及市政工程建设）拥有专业资格的企业进入铁路建设市场。近年来，随着铁路投资规模的扩大及在铁路建设相对稳定的利润率吸引下，一些国内大型建筑企业逐渐开始涉足这一领域，如 2005 年 12 月由原中国港湾建设(集团)总公司与原

中国路桥(集团)总公司重组成立的中交集团,明确提出把进军铁路作为公司未来战略的重要组成部分,其在铁路建设市场份额也攀升至 10%,成为铁路建设三强之一。另外,中国建筑工程总公司及中国水利水电建设集团公司也参与到这个市场竞争。

尽管如此,由于获得铁路建设特级资质的门槛很高,以及中国铁路建设行业的趋势是大型复杂项目日益增多,此类项目的技术要求较高,政策的放宽并没有完全打破两大铁路建设集团在此领域内的垄断,双“中铁”的市场占有率仍维持在 80% 左右。从 A 股上市公司格局来看,中国中铁和中国铁建也将成为此次铁路建设大扩张的最大受益者。

图 13 铁路工程施工市场格局



资料来源：东兴证券研究所

3. 铁路建设工程机械、铁路设施装备及车辆与零部件需求扩张不容置疑

（注：此部分请参见《东兴证券 2009 年度机械行业投资策略》）

● 铁路基建设备最先受益

随着大规模路网的开工建设,铁路建设企业最先面临的就购置工程设备,提高产能,所以可以说基建设备制造是最先受益的子行业。主要铁路基建设备有博格板机床、摊铺机、旋挖钻机、大型混凝土搅拌站、大吨位压路机、大吨位装载机、推土机等。

表 8 基建工程设备及主要制造企业

主要基建工程设备	对应上市企业
博格板机床	华东数控

摊铺机	徐工、中联
旋挖钻机	三一、北方股份、宇通重工
大型混凝土搅拌站	三一、中联
大吨位压路机	徐工、中联、柳工、三一
大吨位装载机	柳工、徐工
推土机	山推股份

资料来源：慧聪网 东兴证券研究所

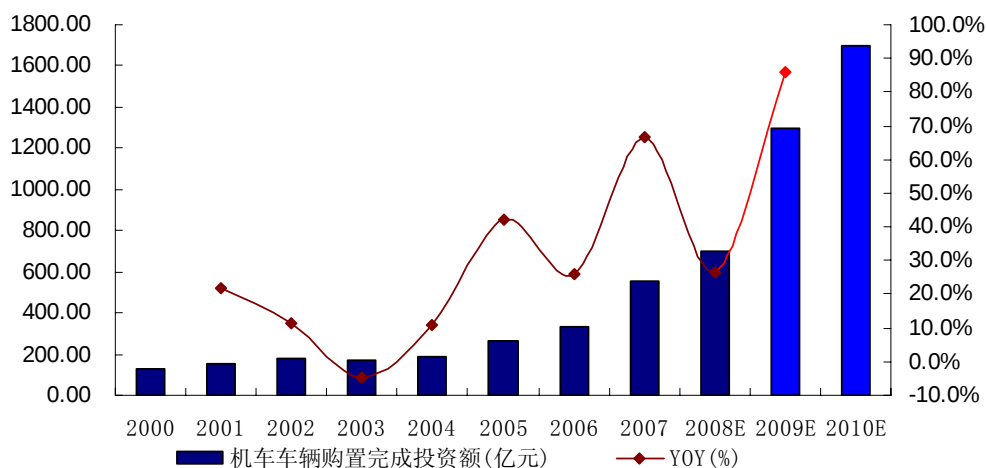
● 大功率机车、动车组及重载货车将是重点方向

相对“十一五”以来铁路基建投资的快速增速，铁路车辆购置投资增速曲线更为平滑，这主要是因为车辆购置须在铁路基本投资完成后，车辆购置的增长步骤一般滞后于铁路基建投资半年到1年半左右时间。因此05、06年基建投资高速增长后，07年车辆购置费用达到553.3亿元，同比增长66.76%。

2008年10月调整规划之后，车辆购置费较原先“十一五”规划也大幅提高，预计2009年至2010年车辆购置费有望达到3000亿元，未来四年计划安排机车车辆购置费超过5000亿元。根据中长期5万亿投资规模，我们预计未来12年车辆购置投资将有望达万亿元。

东兴证券机械行业研究员认为，大功率机车、动车组及重载高速货车制造企业将成为相对较大的受益者。

图14 未来机车购置投资将快速增长



资料来源：铁道部，东兴证券研究所

表9 2005-2008.8 车辆购置支出及未来规划（亿元）

	“十一五”规划	实际完成	新规划
2006		331.8	331.8
2007		553.3	553.3
2008.1-10		472.6	472.6
2008E			700
2009-2010 预计	2500		>3000

2011E	>1000
2012E	>1000
2009-2012 合计	5000

资料来源：东兴证券研究所

表 10 2010 年各轨道交通装备产品保有量预测（据原“十一五”规划）

	单位	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2010 年“十一五”计划
机车	台	17022	17473	17799	18306	19300
客车	辆	41353	41974	42659	44243	45000
货车	辆	526894	548368	564899	577521	700000
动车组	辆	281	319	573	974(111 列)	8000(1000 列)
城轨地铁车辆	辆	2545	2818	3176	3875	6200

资料来源：中国交通年鉴、中国南车招股说明书

4. 铁路运营企业盈利增长将更加依赖于外延式增长

目前国内铁路运营主要业务包括：铁路货运、铁路客运以及铁道部授权的特种经营，国内主营铁路运营的上市公司包括：主营煤炭运输的大秦铁路（601006）、主营铁路客运的广深铁路（601333）、主营铁路特种集装箱运输的铁龙物流（600125）以及兼营铁路运营与建设的铁路民营新秀国恒铁路（000594）。我们认为，铁路的大规模修建对主要铁路运营公司影响体现在以下几方面：

● 大秦煤炭运输通道中长期受到影响

大秦铁路是我国北煤南运最重要的通道，该线路连接全国 4 大电网、10 大钢铁公司和 6000 多家工矿企业的生产用煤和出口煤炭运输任务，煤运量占全国铁路总量近 1/7，用户群辐射到 15 个国家和地区，26 个省、市和自治区。

中长期看对大秦煤炭运输通道产生影响的主要有两条线路：一条是酝酿多年的“西煤东运”第三条煤炭外运通道，起点设在鄂尔多斯的准格尔，终点入海港口在唐山曹妃甸，全长 1000 余公里，远期设计运能 2 亿吨/年，该铁路建成后，将成为内蒙古鄂尔多斯地区煤炭外运的主要通道。该通道一期工程自张家口到唐山的张唐铁路，国家发改委和铁道部正在会签，09 年将开工建设；二期工程自准格尔到张家口，最快 2010 年动工兴建。另一条是发改委规划的煤运“中通道”，起于山西吕梁，经河南至山东董家口出海，全长 1200 公里的所谓，总投资约 700 亿元，配套港口投资约 300 亿，由山西与河南、山东及铁道部共同出资建设，据悉该工程预算可行性报告已完成但目前仍未正式立项。

未来我国将重点围绕大同及蒙西、神府、太原、晋东南、陕西、兖州、两淮、河南、贵州、黑龙江地区等十大煤炭外运地区运输需求，结合客运专线建设和既有干线扩能改造，形成运力强大、组织先进、功能完善的煤炭运输系统，2010 年煤炭通道总能力达到 15 亿吨以上，比目前增长 60%以上。到 2020 年十大基地煤炭外运能力达到 20 亿吨以上，满足煤炭运输需求。

中长期看，第三通道可能在 2012 年-2013 年左右建成，另外“四纵四横”客运专线的逐步完善也将释放出一定的铁路货物运力，对大秦铁路将构成增量上的分流，预计 2010 年以后其运量将稳定于 4 亿吨左右。

表 11 主要运煤通道运力情况

铁路线	2007 运力 (万吨/年)	同比增加 (万吨/年)	2010E
黄万铁路	4000	4000	
大秦线	30000	5000	40000
神朔线	14200	1400	
朔黄线	12300	2200	
石太线	8000	2000	12000
侯月线	10500	0	15000

资料来源：东兴证券研究所

表 12 十大煤炭外运地区的具体运输规划

地区	规划方案
大同及蒙西地区	大秦线扩能改造，修建京津客运铁路，同时进行丰大、集通铁路扩能改造，使货运能力达到 3.2 亿吨左右。
神府地区	神朔-朔黄铁路扩能改造，使货运能力达到 2 亿吨左右。
太原地区	同时建设邯长、邯济铁路复线，进行侯月、京原铁路扩能改造，使货运能力达到 2.7 亿吨左右。
晋东南地区	太焦线扩能改造，使货运能力达到 1.5 亿吨左右。
陕西地区	修建西安-郑州客运专线，同时建设包西、西康铁路复线，仅西 尼古侯西铁路扩能改造，使货运能力达到 2.4 亿吨。
黑龙江地区	滨绥线、绥佳线扩能改造，货运能力达到 1.4 亿吨左右。
兖州地区	修建京沪高速铁路，同时进行兖石铁路扩能改造，使货运能力达 到 1.5 亿吨左右。
河南地区	修建京广客运专线，同时进行焦柳线洛阳至柳州段电气化改造， 使货运能力达到 1.5 亿吨左右。
两淮地区	华东二通道扩能改造，货运能力达到 1.5 亿吨左右。
贵州地区	南昆线、贵昆线及黔桂线扩能改造，使货运能力达到 2.3 亿吨左 右。

资料来源：东兴证券研究所

图 15 我国煤炭资源分布与消费区域分布

资料来源：东兴证券研究所

- 广深铁路将受到新建高速客运专线的挑战

未来对广深铁路可能构成较大分流影响的线路有两条，一条是武广铁路客运专线，另一条是广深港高速铁路。与既有京广线基本平行的武广铁路客运专线总投资约 930 亿元，全长 995 公里，时速 200 公里以上，设车站 25 座，其中办理客运业务的客运站 11 个，包括武汉、长沙、广州（石壁）、韶关站等，该线路预计 09 年内即可通车。武广专线建成对广深铁路收入的影响将主要体现在京广线广坪段的客运收入。

广深港高速铁路全长 142 公里，广深段由国家铁道部与广东省政府合资兴建，成本约 167 亿人民币，于 2005 年底动工，预计 2010 年落成。香港段 2009 年动工，最快 2014 年通车。广深港高速铁路列车时速可达每小时 350 公里。由广州至香港约 180 公里，行车时间约为 48 分钟，较目前港穗直通客运列车约 100 分钟车程，节约一半时间。香港居民通过该铁路转车去北京和上海，分别只需 10 小时和 8 小时。由于广深港铁路的内地段和武广线在新广州石壁站交汇，香港居民通过该铁路转车去北京和上海，分别只需 10 小时和 8 小时。广深港铁路内地段将承接番禺、顺德往返深圳的公路客流(原来这部分客流因要到广州乘坐火车，较多地选择了大巴车往返)，并对广深本线的客流产生分流，其香港段将于 2014 年-2015 年开通，届时公司广州香港的直通车客流将受到较大的冲击。

图 16 武广铁路客运专线与广深港高速铁路示意图

资料来源：东兴证券研究所

- 铁龙物流将受益于铁路集装箱运输网络建设

目前我国铁路集装箱运输尚处起步阶段,根据新规划,除在全国建设 18 个集装箱中心站以外,将通过相关新线建设和既有线改造,形成“四纵四横”的双层集装箱运输网络。铁路集装箱运输的大发展将彻底改变港口集装箱集疏运主要依赖公路和水路的局面,沿海主要集装箱枢纽港也将受益于铁路集装箱运输的大发展。铁龙物流享有铁路特种集装箱的独家经营权,随着集装箱运输铁路网络的构建,铁路集装箱

有望迎来快速增长期，铁龙物流作为中铁集装箱运输公司的唯一资本平台将充分享受行业成长收益。

如果上市公司不参与运营或者不能成为资产整合平台，则客运专线（如广深港、珠三角城际铁路等）对广深铁路有分流的可能性，煤炭运输通道建设对大秦原有线路的运营构成一定压力。但对铁龙物流来说，由于铁路集装箱运输在我国尚处起步阶段，加强铁路集装箱运输系统将带来公司增长的机会。

● 未来优质资产的注入值得期待

铁道部部长刘志军在 2008 年工作计划中指出，今年铁道一项重要工作就是扩大股改试点，积极探索运用铁路优质存量资产改制上市，以存量换增量，实现资本市场融资的新突破。由于今年以来证券市场的牛熊突变，铁道系统的股改工作并未能有效推进。随着铁路投资规模的迅速增长，铁路建设的所需资金也亟待多元化融通，我们认为，大秦铁路 2006 年 A 股上市是中国铁路体制渐进式改革的重要一环，未来铁路系统仍将以铁路投融资体制改革为突破口继续推进铁路体制改革。大秦铁路上市及广深铁路的回归其意义不仅是融得部分资金，更重要的是搭建了铁路系统的融资平台。若未来铁路格局不利于现有铁路运营公司（特别是已股改上市的铁路运营公司）的发展，后续优质资产注入将是值得期待的。

四、重点公司介绍及评级

我国铁路刚刚进入大建设时期，相对于下行之中的宏观经济，铁路产业未来持续高景气度较为明确，相应公司的业绩将会在未来几年内逐步体现，我们给予整个铁路产业“增持”评级。

对于个股而言，在铁路建设领域我们建议重点关注此次铁路大建设受益最直接的中国铁建（601186）和中国中铁（601390）。铁路运营企业，我们推荐受益于铁路集装箱网络不断完善的铁龙物流（600125）以及短期内需求较为稳定中长期内资产注入预期较强的大秦铁路（601006）。铁路设备领域的公司推荐，请参见《东兴证券 2009 年度机械行业投资策略》。

表 13 重点上市公司推荐与评级

证券简称	股价	EPS				PE			PB	评级
		2007	2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E		
中国铁建	9.95	0.39	0.33	0.47	0.64	30.15	21.17	15.55	2.64	增持
中国中铁	5.73	0.15	0.15	0.31	0.39	38.20	18.48	14.69	2.19	增持
大秦铁路	8.53	0.47	0.59	0.66	0.71	14.46	12.92	12.01	2.82	增持
铁龙物流	6.73	0.36	0.31	0.38	0.48	21.71	17.71	12.46	2.88	增持

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

注：公司股价为 12 月 17 日收盘价

1. 中国铁建（601186）

● 我国最大的铁路建设集团之一，工程承包业务持续高增长

公司是我国最大的铁路建设集团之一，参与建设了我国大多数大型铁路项目的

建设。随着国家对铁路建设投资力度的加大,公司将迎来较好的发展机遇。目前公司是我国城市轨道交通建设市场的主要领跑者;同时,公司还积极开拓海外工程市场,新签合同额迅速增长。据统计,公司国内新签合同达到 1122.42 亿人民币;海外新签合同价值为 253.7 亿人民币,同比增长 151.86%。此外,在受益于我国基建支出提高的基础上,公司多样化的业务结构也将推动其长期发展,预计公司的收入将保持快速稳定的增长。

● 勘察设计咨询业务未来利润贡献率将提升

勘察设计咨询业务是公司一项重要的收入来源,国家对铁路轨道交通投资的庞大规划使得勘察设计咨询市场呈现繁荣景象,公司勘察设计咨询业务的营业收入及毛利率因而呈现较快增长,收入占比约为 2%的勘察设计及咨询业务贡献了 6%的利润。随着铁路大建设的展开,公司勘察设计咨询业务有望保持高速增长。

● 工程制造业务处于绝对领先地位

工业制造方面,公司主要产品为昆明中铁大型养路机械集团有限公司生产的大型养路机械,国内市场份额达到 80%左右,处于绝对领先地位。随着我国大规模铁路建设的完成,对大型养路机械的需求空间有望打开。同时,公司也是两家高速道岔定点生产企业之一(另一家为中国中铁)。我们预计,未来三年公司工业制造业务将保持快速增长,复合增长率有望超过 50%。

● 盈利预测与评级

我们预计公司未来三年每股收益分别为 0.32 元、0.47 元和 0.64 元,虽目前股价对应市盈率并不具备估值优势,但鉴于铁路建设行业未来良好的前景,我们给予公司“增持”评级,未来 12 个月目标价 12.8 元(对应 2010 年市盈率为 20 倍)。

表 14 中国铁建(601186)盈利预测数据

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入(百万元)	158,488.1	177,487.3	221,263.3	315,901.6	444,480.5
增长率(%)	38.87	11.99	24.66	42.77	40.7
净利润(百万元)	1,240.16	3,143.40	3,982.74	5,781.00	7,872.00
增长率(%)	301.61	153.47	26.7	45.15	36.17
每股收益		0.39	0.32	0.47	0.64
市盈率		25.91	31.44	22.15	16.94

资料来源:公司公告,东兴证券研究所

2. 中国中铁(601390)

● 中国和亚洲最大的多功能综合型建设集团

公司是中国和亚洲最大的多功能综合型建设集团,是全球第三大建筑工程承包商,可向客户提供综合的“一站式”解决方案,且在参与大型复杂项目时具有竞争优势。在国内铁路,公路,桥梁和隧道建设等领域处于行业领先地位。参与过中国

所有主要铁路的建设，新建，扩建及改建的铁路总里程超过 50,000 公里，占目前中国铁路总营运里程的三分之二以上。

● 中国城市轨道交通市场上的领军企业之一

公司参加了国内所有主要城市的城市轨道交通建设，是中国城市轨道交通市场上的领军企业之一。在工程设备和零部件制造业务方面，公司在中国道岔市场处于主导地位，是全球产量最大的道岔制造商，是国内唯一获铁道部批准生产高锰钢辙叉的研发制造商，也是国内目前仅有的两家获准生产提速道岔的制造商之一。公司还是中国桥梁钢结构行业的龙头企业，是国内大型铁路桥梁钢结构的唯一制造商。

● 公司新签订单快速增长

因受益于中央最近公布的增加基础设施开支以提振内需的政策与国内铁路建设热潮的开启。公司近日再度获得了合计 111.2 亿元的五个订单。至此，公司第 3 季度新增合同已约千亿。1-3 季度的新签合同累计金额接近 3000 亿元，已超过去年全年的新增合同量。可以预见，随着中国今后几年的基建投资力度不断加大，公司将获得更多的订单合同，并迎来前所未有的巨大发展机会。

● 盈利预测与评级

预计 2008-2010 年实现净利润 31.95 亿元、66.03 亿元和 83.07 亿元，合每股收益约 0.15 元、0.32 元、0.39 元。对应市盈率分别为 38 倍、18 倍和 15 倍。同样，鉴于铁路建设行业未来良好的前景，我们给予公司“增持”评级，未来 12 个月目标价 7.8 元（对应 2010 年市盈率为 20 倍）。

表 15 中国中铁（601390）盈利预测数据

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入 (百万元)	159,518.5	180,506.8	216,050.9	304,247.9	345,165.2
增长率(%)	37.76	13.16	19.69	40.82	13.45
净利润(百万元)	1646.28	3163.31	3195	6603	8307
增长率(%)	414.99	92.15	1.00	106.67	25.81
每股收益		0.15	0.15	0.31	0.39
市盈率		38.72	38.2	18.48	14.69

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3. 铁龙物流（600125）

● 公司享有铁路特种集装箱的独家经营权

公司主营铁路特种集装箱物流、铁路货运及临港物流与铁路客运业务等。根据大股东中铁集装箱的承诺，公司享有铁路特种集装箱的独家经营权，这是公司未来业绩持续快速增长的核心驱动力。目前公司拥有中国铁路最大的特种集装箱保有量，业务范围覆盖全国。一直以来，受制于铁路运力有限，我国铁路集装箱运输请车满

敬请参阅报告结尾处的免责声明

Copyright ©2008 东兴证券

足率不足 40%，运力瓶颈十分明显。随着国家不断加大铁路建设的力度，我国铁路网络不断完善，未来铁路运输的路网效应将日趋显现，铁路集装箱运输量也将呈现加速增长态势，预计未来 5 年复合增长率有望达到 30%。

● 沙鲛铁路产能扩展效应将逐渐显现

另外，公司拥有营口港唯一疏港铁路线——沙鲛铁路直线，该线路是营口港鲅鱼圈港区与铁路网连接的唯一通道。2007 年公开增发融得资金，投资 3 亿元用于该线路的扩建二线、复线点化挂网改造，目前该项目已完工验收。此前受制于铁路运力有限货物进出营口港仅 20~30%通过铁路运输。由于铁路运输在中长距离具有公路运输难以比拟的成本优势，沙鲛支线的铁路运输需求仍将是十分旺盛的。此次扩能改造将沙鲛铁路单线改为双向运营，设计能力由之前的年 2400 万吨提高至年 4500 万吨，此前 2007 年和 2008 年上半年实际运输量分别为 3180 万吨和 1800 万吨。由于单线改为双线，机车进出港口效率将实现 1+1 大于 2 的效果，保守估计线路的运行效率将较之前提高 1 倍以上。随着改造后的线路投入运营，更多的货物将逐渐由原来的公路运输改通过铁路运输，预计项目产能扩展效应将在未来一年内得到充分显现。

● 盈利预测与评级

预计公司 2008-2010 年净利润分别为 3.1987 亿元、3.8841 亿元和 5.47 亿元，每股收益为 0.3198 元、0.3884 元和 0.547 元，对应市盈率分别为 21 倍、17 倍和 12 倍。考虑到铁路行业良好的景气度，在经济下滑阶段中，公司业务将具备较强的防御能力，我们给予公司“增持”评级。

表 16 铁龙物流（600125）盈利预测数据

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入(百万元)	819.73	1,579.82	1,375.78	1,663.34	1,919.97
增长率(%)	62.62	92.72	-12.92%	20.90%	15.43%
净利润(百万元)	181.28	281.40	319.87	388.41	547.01
增长率(%)	60.94	55.23	13.67%	21.43%	40.83%
每股收益	0.3033	0.3363	0.3199	0.3884	0.5470
市盈率	22.21	18.69	21.71	17.71	12.46

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4. 大秦铁路（601006）

● 专业化铁路运输企业

公司作为专业化铁路运输企业，主要开展以煤炭运输为主的货物运输业务，独立经营大秦线、丰沙大、北同蒲线 3 条干线和口泉、宁武 2 条支线，运营线路共计 1089 公里，拥有 4.5 万多辆机车及货车。其中大秦线和丰沙大线是煤炭运输的专用线，是公司主要的经营收入来源。在煤炭需求强劲的支持下，公司的运输量保持了快速增长的态势。公司 2007 年完成煤炭运输量 32,500 万吨，占全国铁路煤炭运输

敬请参阅报告结尾处的免责声明

Copyright ©2008 东兴证券

总量的 21.46%，今年前三季度完成煤炭运输量约 27,000 万吨，公司表示年底有信心实现 3.5 亿吨运输目标。根据规划，大秦线 2010 年前运输量将达到 4 亿吨。由于煤炭在我国能源结构中的主导地位 and “西煤东运”的客观需求，大秦线运量增长具有较为充分的理由。

● 未来优质资产预期的注入较为明确

大秦铁路作为铁道部目前在资本市场上最大和最重要的融资平台上市之初，公司控股股东太原铁路局就曾承诺：在对下属铁路运输主业资产改制时，如该类资产与公司业务相关或经营范围相近，将给予公司优先收购权或参与权。2010 年公司实现年运输 4 亿吨煤炭后，公司将面临内生增长的瓶颈问题。根据铁道部“存量换增量”选择铁路部分优质资产改制上市的思路，公司作为铁路行业内主要的资本平台，在铁路改革中位置相当重要，虽目前尚未明朗，但未来存在较大的资产注入预期。

● 盈利预测与评级

不考虑资产注入，预计公司 2008-2010 年公司的每股收益分别为 0.59 元、0.66 元和 0.71 元。DCF 估值模型显示公司股票合理价值为在 12 至 13 元之间。我们看好公司未来受益于铁路行业改革，给予“增持”评级。

表 17 大秦铁路（601006）盈利预测数据

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入(百万元)	16,570.72	20,860.26	24,432.67	26,863.34	28,699.07
增长率(%)	26.45	25.89	17.13%	9.95%	6.83%
净利润(百万元)	4,415.40	6,109.41	7,703.80	8,580.63	9,247.15
增长率(%)	23.98	38.37	26.10%	11.38%	7.77%
每股收益	0.3403	0.4708	0.5937	0.6612	0.7126
市盈率	25.08	18.15	14.46	12.92	12.01

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

研究员简介:

周宁，交通运输行业研究员，管理学硕士，已通过CFA（特许金融分析师）三级考试，2008年7月加盟东兴证券研究所。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

行业及公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。