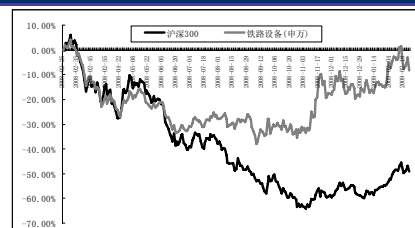


机械行业-铁路设备

首次评级：强于大势

相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
行业	8.1%	13.4%	-8.2%
沪深 300	13.2%	25.3%	-49.1%

重点公司	6m%	YTD%	评级
中国南车	38.0%	-	增持
晋西车轴	40.3%	-8.5%	中性
时代新材	56.9%	-19.4%	中性

分析师

孙林

电话：0755-83716909

邮件：sunl@ghzq.com.cn

分析师申明：

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 铁路建设高景气时代来临。固定资产投资加速，截止 2008 年，全国铁路固定资产投资完成 4019 亿元，较上年同期增长 69.97%，其中，2008 年 12 月份，月度完成投资额不断创出新高，达到了 1448.71 亿元，环比增长 300%，呈现不断爆发之势。而根据规划，2009 年为 6000 亿，2010 年在 7000 亿以上，分别同比增长 71%，16.7% 以上。
- 铁道基本建设投资需要配套的铁道车辆，本轮铁道建设高潮促进机车车辆购置费用的大幅增长。根据今明两年铁路固定资产投资 13000 亿元来测算，今年机车购置投资两年为 2500 亿元左右。而根据铁道部未来 4 年计划安排机车车辆购置投资 5000 亿元，我们预计 2009-2012 年分别为 1000 亿元、1500 亿元、1250 亿元和 1250 亿元。
- 分享铁路投资盛宴，铁路设备行业进入快速增长期。根据“十一五”规划和铁路中长期规划调整，铁路车辆设备进入一个投资需求快速扩张期，到 2010 年，动车组和城市轨道车辆年复合增长 91.85%，16.96%。
- 目前，由于受铁路建设行业高景气的影响，铁路设备板块受到市场积极关注。就历史的市盈率和市净率及国际同行业上市公司比较情况来看，估值基本处于板块合理估值的上限了。由于我国铁路刚刚进入大建设发展的黄金时期，相对于未来不太明朗的宏观经济，铁路设备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，我们给予整个铁路设备行业“强于大势”评级。
- 作为行业双寡头垄断之一的中国南车，唯一的一家铁路设备主营的上市公司，中国南车在市场地位、经营规模、技术领先方面具有明显的优势，未来铁道部的机车车辆采购订单按南北车各占比 50% 计算，未来增长确定，08-10 年业绩为 0.13，0.19，0.24 元，给予“增持”评级。
- 晋西车轴和时代新材在此轮铁路建设中也受益明显，08-10 年 EPS 分别在 0.46、0.73、0.90 元，0.25、0.36、0.51 元，由于目前股价已反映了公司业绩前景，按 09 年业绩 P/E 分别在 28X 和 33X，估值较为合理，我们给予“中性”的评级。

中国铁路运输的背景

铁路是国家重要基础设施、国民经济大动脉和大众化交通工具，其发展事关国民经济全局。1978年改革开放以来，我国经济增长迅猛，年均GDP增速高达9.67%。伴随着经济总量的增长，货物运输需求增长了5.5倍，客运需求增长了8倍。然而，我国运输能力的增长却长期以来滞后于经济发展的需要，尤其是铁路运输，1978年至2007年二十年来营运里程年平均只增加了不到2%，目前全国每天有28万辆左右的请车，而铁路装车满足率不足一半，因此，运力不足已经成为了制约我国经济发展的一大瓶颈。为了从根本上解决运能短缺问题，为全面建设小康社会提供强有力的运输保障，必须加快铁路发展，建设一个发达完善的铁路网。

从建国以来我国的交通运输行业发展的情况来看，铁路运输行业的发展慢于公路运输及水运运输。整体货运量来看，从1952年铁路货运量占总体货运量的41.94%，下降至2008年13.50%，而公路货运量从建国后的41.75%上升74.33%，水运占比则从1952年的16.31%下降至80-90年代的8%，2000年之后开始回升，截止2008年增长12.16%。铁路货运量呈单边下滑的态势。

而客运量数据也反映了铁路发展在国民交通运输已远远落后。从1952年的66.7%下降至2008年的6.08%，而公路客运运输则从建国初的18.6%上升至2008年的92.11%，增长相当明显。从各类交通运输的增长量来看，近年来，铁路客运量快于整体增速，2008年同比增速10.58%，较行业平均多2.84个百分点。而货运量增速则较为缓慢，2008年同比增速4.6%，较整体交通运输滞后4.72个百分点。

图1 建国以来各类交通工具货运运输占比

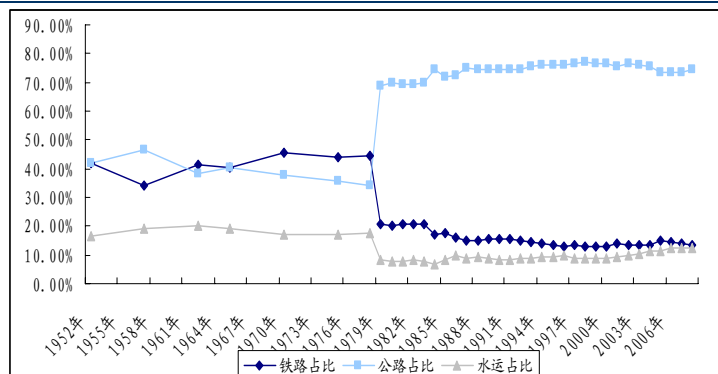
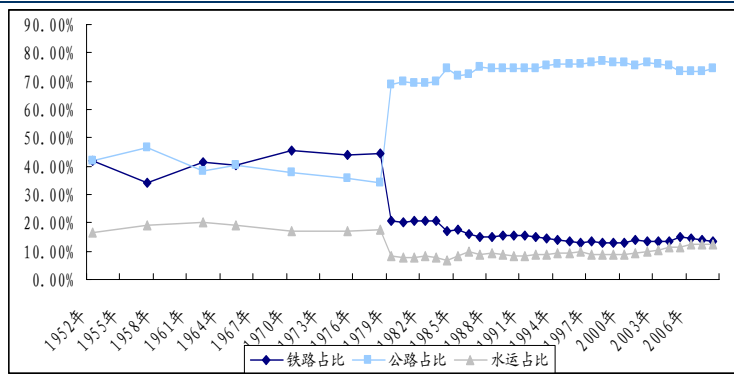


图2 建国以来各类交通工具客运运输占比



数据来源：国家统计局 国海证券研究所

图3 各类交通工具货运量增速

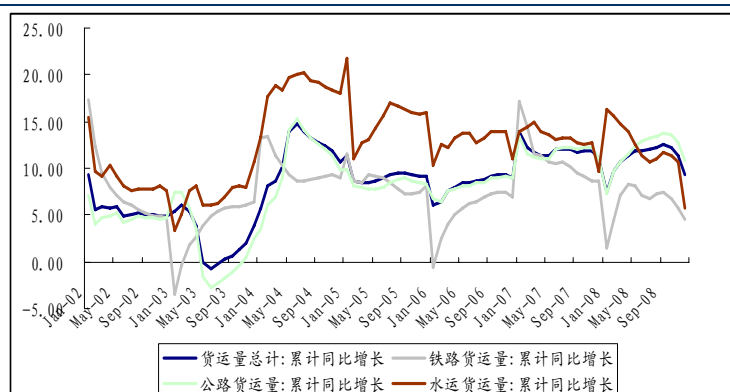
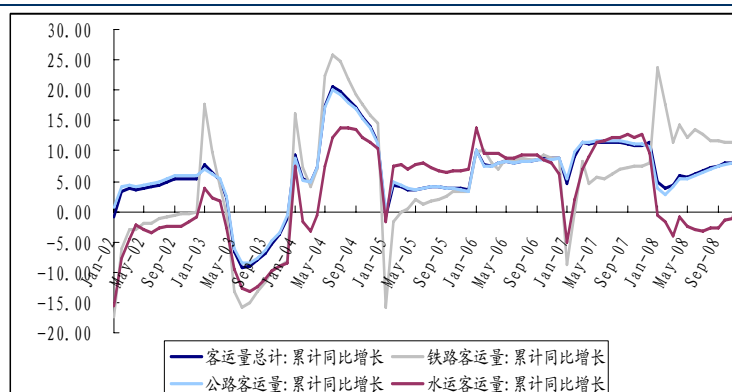


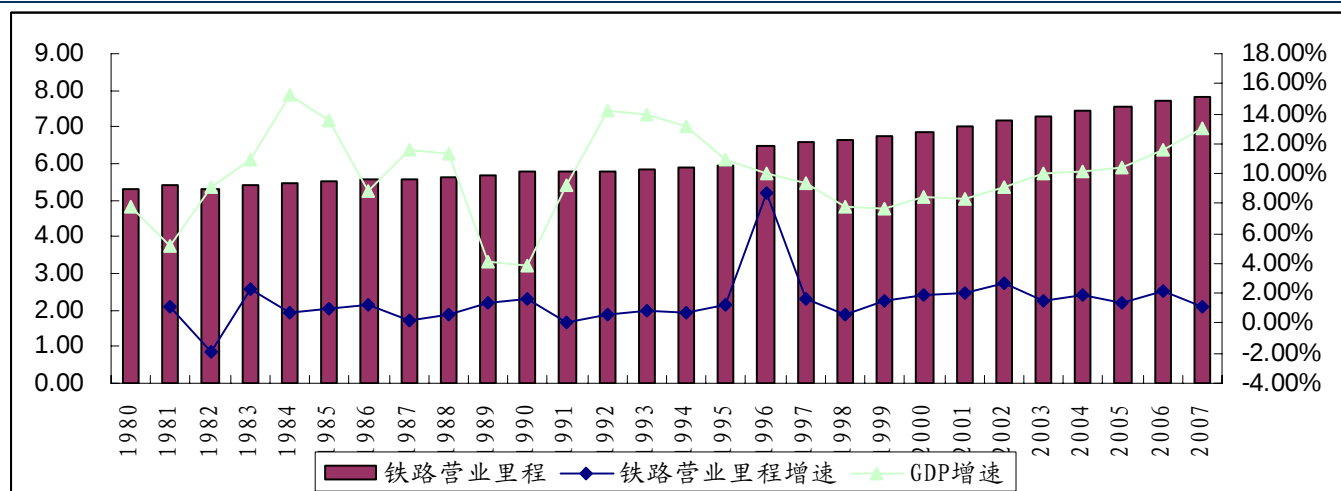
图4 各类交通工具客运量增速



数据来源：国家统计局 国海证券研究所

造成这种困境的主要原因还是运能投入的不足，制约了铁路在我国运输的作用。从1978年的5万公里到2007年的7.8万公里，中国铁路的营运里程年均增长在1.82%，而1978年到2008年，国内生产总值由3624亿元增长到30.07万亿元以上，年平均增长9.89%，铁路运输发展与经济增长是远远不相适应的。尽管近几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，铁路运力供给增长严重限制了铁路客、货运量的快速增长。而从我国现阶段的国情来看，我国是一个国土面积广阔，人口数量众多、经济相对落后、能源缺乏的大国，铁路运输在各项交通工具的相对低廉的运输成本，运输距离长、运量大、环保的特点，在未来仍将在国民出行、货物运输方面是非常重要的交通方式。

图5 我国铁路营业里程增长缓慢



数据来源：wind 资讯 国海证券研究所

我国铁路系统还有很大发展空间。不论从单位面积还是单位人口来看，我国铁路发展水平均低于世界水平，与发达国家之间更是存在很大差距。与路网密度低相对应，我国铁路客货运密度又居于较高位置，尤

其是铁路货运密度居于世界第一位置，显示我国铁路客货运处于极度高负荷运行状态。

图 6 世界各国人口铁路密度

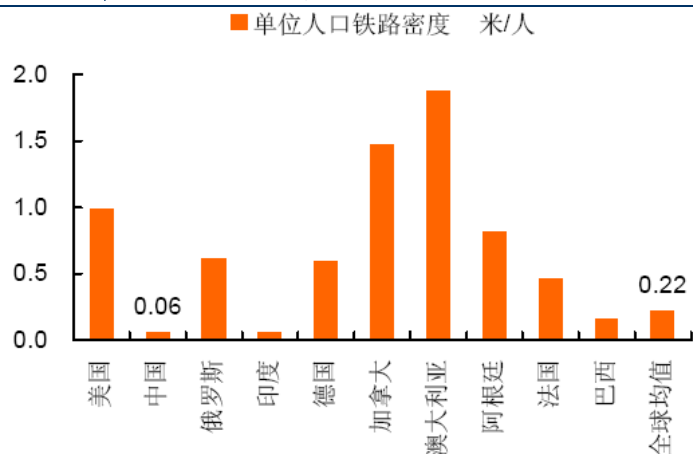
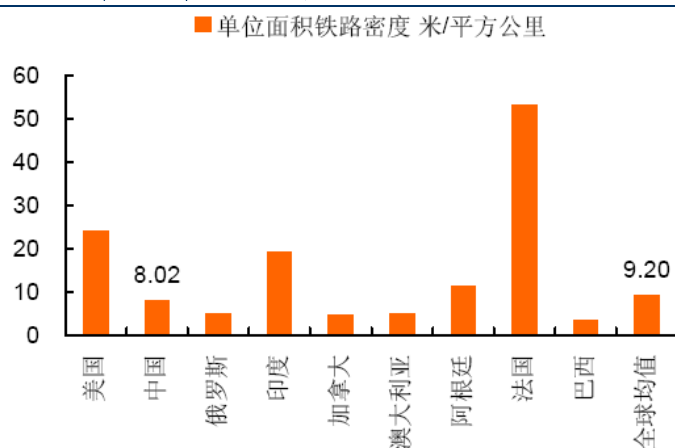


图 7 世界各国单位面积密度



资料来源：CEIC 国海证券研究所

图 8 我国铁路客运密度于其他国家对比 (万人/公里)

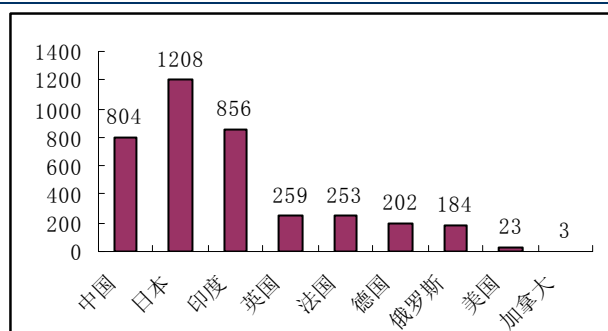
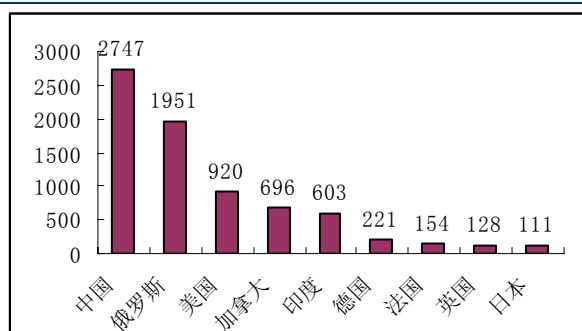


图 9 我国铁路货运密度与其他主要国家对比 (万吨/公里)



资料来源：CEIC 《中国铁道年鉴》 国海证券研究所

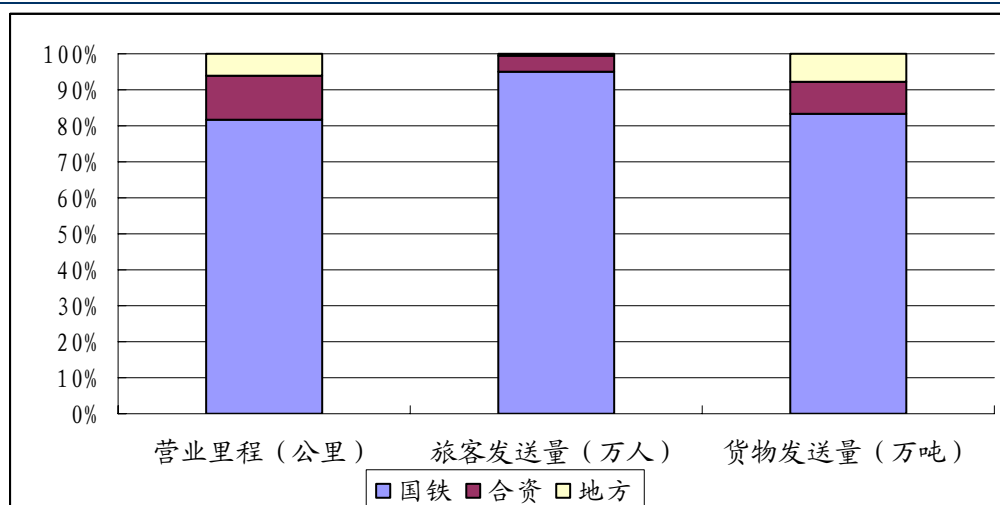
铁路“新政”

铁路在我国运输系统汇总的下降不是市场需求下滑造成的。我国铁路运输密度仍保持很高的负荷，作为中长途运输的主要途径，铁路的缓慢发展无疑制约我国经济的发展。

由于目前的国情，铁道部一直作为我国铁路网的运营和投资主体。无论是运营长度还是投资规模，国有投资都保持相当高的比重，占比80%以上。因此，政府的规划和投资预算决定着我国铁路投资的规模。可喜的事，铁道部从1997年以来，铁路运输长期规划之中创造出铁路“客运快速，货运重载”，中国铁路“跨越式发展”的命题，为我国的铁路发展指出了一条大方向。为解决铁路运力的矛盾，我国一直在挖掘现有路线运营网络潜力，自1997年以来，铁道部先后对现有铁路干线网进行了6次大提速，进行技术上调控上的改进，增强整体运行效率，这些举措

部分缓解了铁路的运输压力。但经过这么多年的挖潜，现有铁路的潜能基本开发完毕，今后只能通过投资新建铁路网来缓解铁路运力矛盾。

图 10 国家、合资、地方铁路占比



数据来源：铁道部 国海证券研究所

表 1 中国铁路 6 次大提速

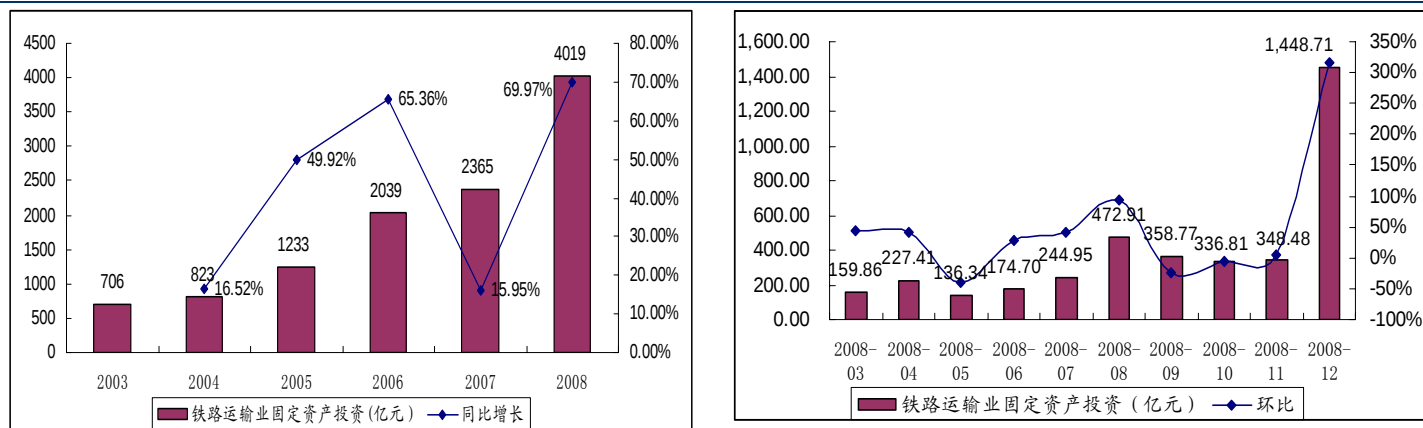
历次提速	时 间	主要提速范围	提速效果
第一次提速	1997 年 4 月 1 日	京广、京沪、京哈线	允许时速超过 120 公里的线路延长为 1398 公里，时速超过 140 公里的线路延长为 588 公里，时速超过 160 公里的线路延长为 752 公里
第二次提速	1998 年 10 月 1 日	京广、京沪、京哈线	允许时速超过 120 公里的线路延长为 6449 公里，时速超过 140 公里的线路延长为 3522 公里，时速超过 160 公里的线路延长为 1104 公里
第三次提速	2000 年 10 月 21 日	陇海、兰新、京九、和浙赣线	允许时速超过 120 公里的线路延长为 9581 公里，时速超过 140 公里的线路延长为 6458 公里，时速超过 160 公里的线路为 1104 公里
第四次提速	2001 年 10 月 21 日	京九线、武昌－成都(汉丹、襄渝、达成)、京广线南段、浙赣线和哈大线	允许时速超过 120 公里的线路延长为 13166 公里，时速超过 140 公里的线路延长为 9779 公里，时速超过 160 公里的线路为 1104 公里
第五次提速	2004 年 4 月 18 日	京沪、京广、京哈线	允许时速超过 120 公里的线路延长为 1.7 万公里，时速超过 160 公里的线路延长为 7700 公里，部分达到时速 200 公里
第六次提速	2007 年 4 月 18 日	京哈、京沪、京广、京九、陇海、浙赣、兰新、广深、胶济等干线	允许时速超过 120 公里的线路延长为 2.4 万公里，时速 160 公里的线路延长为 1.6 万公里，时速超过 200 公里的线路延长为 6227 公里，其中京哈、京广、京沪、胶济线部分区段时速达到 250 公里，延展里程达到 1019 公里，“D”字头快速客车新开 86 列。

资料来源：铁道部 国海证券研究所整理

固定资产投资加速

随着铁路“中长期规划”和“十一五”规划的制定，2004 年以来，铁路基础建设投资增速保持强势。截止 2008 年，全国铁路固定资产投资完成 4019 亿元，较上年同期增长 69.97%，其中，2008 年 12 月份，月度完成投资额不断创出新高，达到了 1448.71 亿元，环比增长 300%，呈现不断爆发之势。证明了自 11 月出台的“4 万亿投资”拉动对铁路基建项目带动是立竿见影，落实到位的。在过去的两年中，实际的铁路投资额均小于计划额，2006、2007 年计划投资 1600 亿和 2560 亿，实际投资 1542 亿和 1772 亿元。随着加大交通运输投资政策的出台，铁路行业的计划投资明显上升。根据铁路部的规划，09 年为 6000 亿，2010 年在 7000 亿以上，相对 08 年投资额 3500 亿分别同比增长 71%，16.7%以上。

图 11 铁路固定资产投资增长年度和月度比较

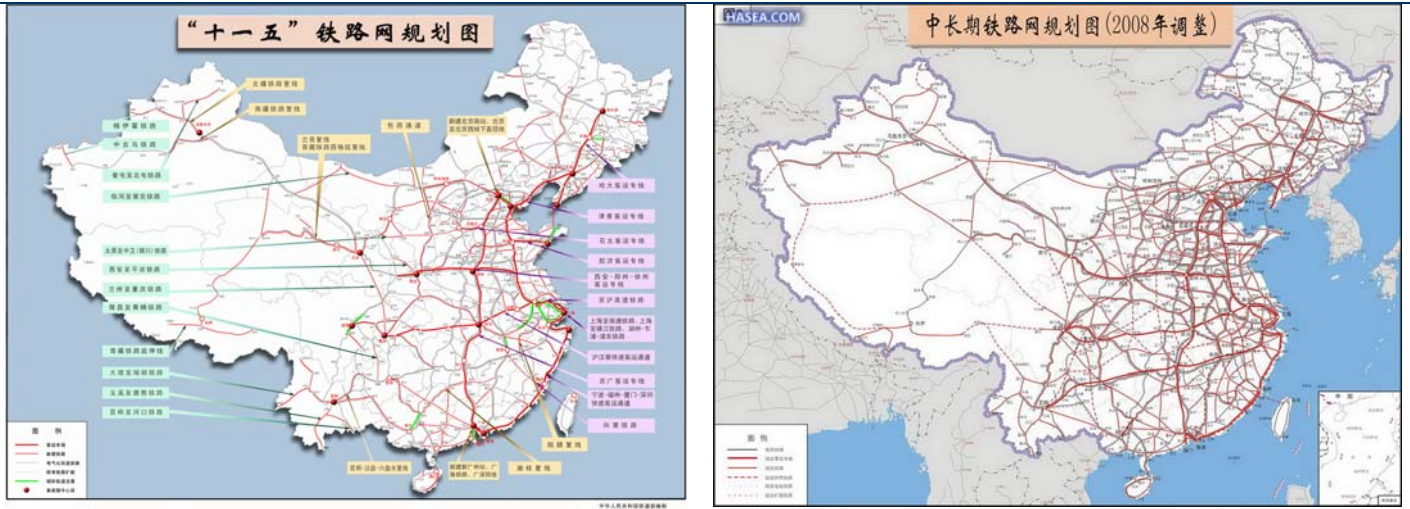


数据来源: wind 资讯 国海证券研究所

从铁道部公布的铁路发展规划情况来看，未来几年内，中国铁路建设将迎来较大较快的发展机遇。根据铁道部的 2008 年修订的《中长期铁路网规划》的调整，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，电化率由 50% 调整为 60% 以上，较 2007 年底的铁路运营里程 7.8 万公里提高 4.2 万公里。复线率和电化率分别达到 50% 和 60% 以上，主要繁忙干线实现客货分线。

在 2008 年 12 月 31 号的全国铁路工作会议中，铁道部提出到 2012 年全国铁路里程将达到 11 万公里，复线率和电气化率将分别达到 50% 以上，其中时速 200 公里以上的客运专线及城际铁路里程将达到 1.3 万公里，繁忙干线实现客货分线，区际干线网基本形成，新增规模达到 1.5 万公里，以西部地区为重点的国土开发性铁路将达到 4 万公里以上。届时，我国铁路客运、货运需求基本得到满足，“一车难求、一票难求”的现象基本消除。

图 12 “十一五”铁路规划网及调整图



资料来源：铁道部 国海证券研究所

表 2 铁道建设十一五规划和中长期规划

	2010 年目标		2020 年目标	
	原规划	调整后	原规划	调整后
建设新线建设新线	12000 公里	17000 公里	16000 公里	41000 公里
其中：客运专线	5000 公里	7000 公里	12000 公里	16000 公里
既有线复线		8000 公里	13000 公里	19000 公里
既有线电气化改造既有线电气化改造	15000 公里	15000 公里	16000 公里	25000 公里
铁路营业里程	85000 公里	90000 公里	100000 公里	120000 公里
复线、电气化率	41%	45%	50%	60% 以上
快速客运网规模快速客运网规模		20000 公里		
煤炭通道能力		18 亿吨		
西部路网总规模		35000 公里		

资料来源：国海证券研究所整理

受益于铁路投资规模增长 铁路设备行业步入快速发展期

铁路投资作为政府拉动经济的主要方向，未来投资具有较高的确定性，大规模的铁路投资必将带动下游的设备采购需求。

从近年的数据显示，在国家加大铁路投资的大背景下，从2006年初到2008年，铁路运输设备制造行业主营收入增速有所加快，利润保持稳定。销售收入从2004年的19.29%的增幅逐年加速，05，06，07，08收入增长为20.97%，19.36%，28.28%，31.44%。同时行业的销售利润率从04年的0.85%增长至2008年11月的5.06%。一方面是产量增加是的单位成本下降较快，另一方面是产品的升级换代，技术附加值的提高使得行业盈利在不断的提升。

随着未来两年的铁路投资规模加大，机车及配件的需求也将逐渐增

加，销售收入还将继续提升。未来的需求在高速铁路的动车组及大功率机车及零部件产品，其附加值要高于传统的机车和货车产品，预计未来的行业整体利润率仍将有所增长。

图 13 铁路运输设备制造业营收情况

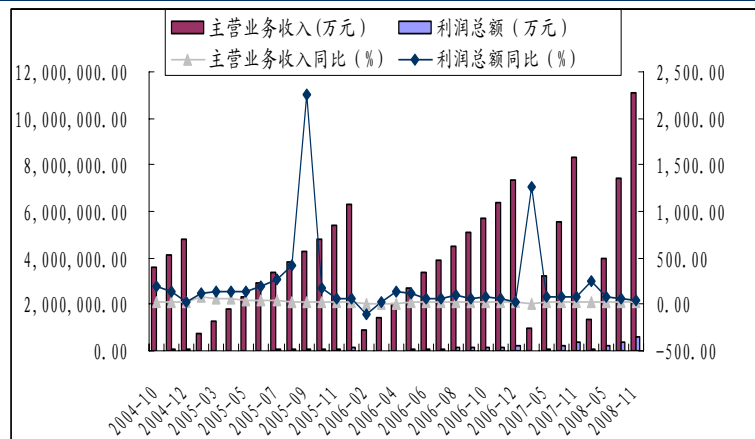
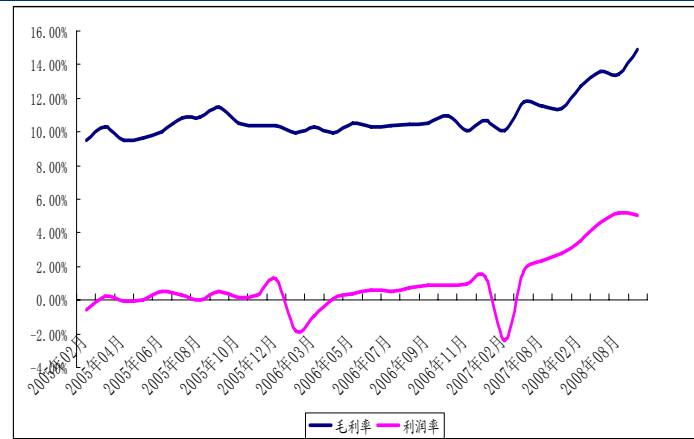


图 14 铁路运输设备制造业销售利润率变动趋势



数据来源：国家统计局 国海证券研究所

图 15 铁路机车车辆及动车组制造子行业营收情况

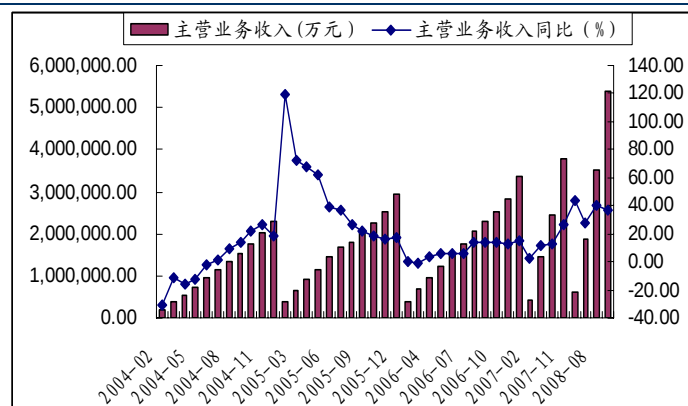
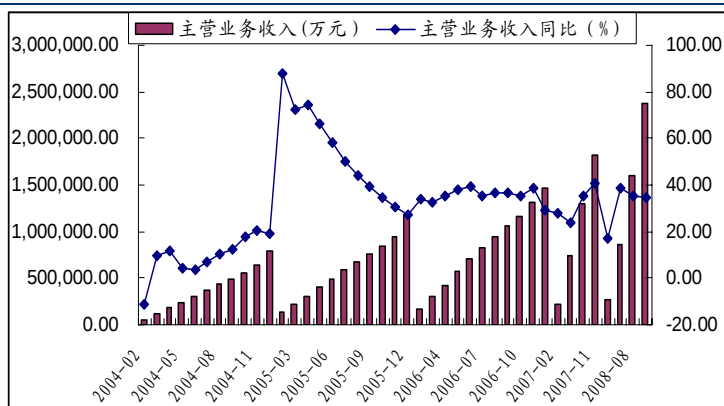


图 16 铁路机车车辆配件制造子行业营收情况



数据来源：国家统计局 国海证券研究所

图 17 铁路专用设备及器材、配件制造子行业营收情况

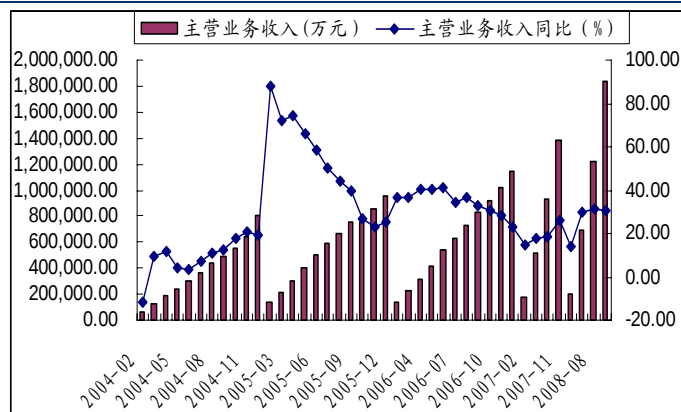
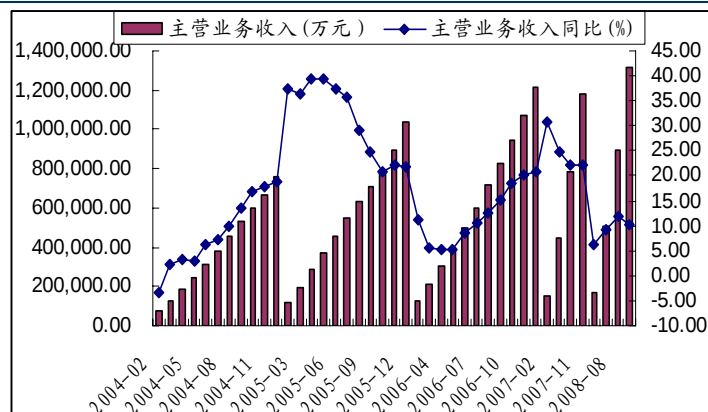


图 18 其他铁路设备制造及设备修理子行业营收情况



数据来源：国家统计局 国海证券研究所

截至目前，开工建设的新线里程已达 3 万公里，投资总规模达到 2 万亿元，2009~2010 年还将有 2 万公里新建铁路项目开工建设。这些项目，一般工期为 3~5 年，到 2012 年大部分将竣工投产。到目前为止，客运专线项目已经开工建设近 1 万公里，2009~2010 年还将开工建设约 1 万公里，按照现在的建设速度，到 2012 年，将有 1.3 万公里客运专线建成投产。北京~上海、北京~广州、北京~哈尔滨(大连)、上海~杭州~宁波~福州~深圳和青岛~石家庄~太原、徐州~郑州~宝鸡、上海~武汉~重庆~成都、杭州~南昌~长沙等“四纵、四横”主要通道将全面实现客货分线。长三角、珠三角、环渤海地区及其他城市密集地区的城际铁路系统也将基本建成。

到2012年时，主要“四纵四横”干线全部贯通，客货分离，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。根据所掌握的资料和我们的预测，2010年，动车组的需求将达到1000列，而目前在运行不足150列，未来2年内将出现91.85%的复合增长率。

表 3 2008 年和 2009 年竣工客运专线里程数

项目名称	竣工时间	铁路里程(公里)	铁路等级	设计时速 km/h
2008				
合宁铁路	2008 年 4 月 18 日	166	客运专线	200-250
京津城际	2008 年 7 月	115	客运专线	300-350
胶济铁路	2008 年 5 月 31 日	363	客运专线	200-250
合武铁路	2008 年	351	客运专线	200-250
石太客运	2008 年底	190	客运专线	250
甬温铁路	2008 年底	268	客运专线	200-250
温福铁路	2008 年底	298	客运专线	200-250
福厦铁路	2008 年底	273	客运专线	200-250
合计		2024		
2009				
昌九铁路-南昌九江	2007-2009	131	客运专线	200, 预留 250
上海至南京城际轨道	2005-2009	296	客运专线	200
郑西客运专线	2009 年年底	455	客运专线	300-350
广珠城际轨道交通	2009 年	144	城际交通线	200
福厦铁路	2005.10-2009.6	273	国家 I 级双线电气化铁路	200, 预留 300
合计		1299		

资料来源：铁道部 国海证券研究所整理

表4 2010年各轨道交通装备产品保有量预测（据原“十一五”规划）

		2004年	2005年	2006年	2007年	04-07年 复合增长	2010年 “十一五”计划	07-10年 复合增长
机车	台	17022	17473	17799	18306	2.45%	19300	1.78%
客车	辆	41353	41974	42659	44243	2.28%	45000	0.57%
货车	辆	526894	548368	564899	577521	3.11%	700000	6.62%
动车组	辆	281	319	573	1133	59.16%	8000 (1000列)	91.85%
城轨地铁 车辆	辆	2545	2818	3176	3875	15.04%	6200	16.96%

资料来源：中国交通年鉴 中国南车招股说明书 国海证券研究所

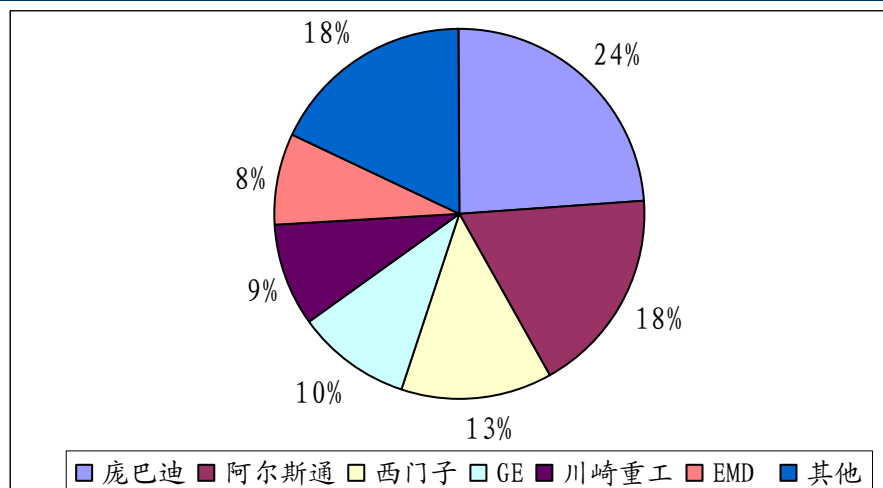
铁路装备业全球及中国的行业格局

轨道交通装备制造业在全球交通运输业的发展中具有举足轻重的地位。近年来，随着经济的高速发展和城市化建设的不断提升，轨道交通运输在各类运输方式中的份额持续提高，轨道交通装备的市场需求保持良好的增长势头。

西欧、北美和亚太地区是最大的三个市场，共占约80%的市场份额。全球铁路市场的年产值为1033亿欧元，按市场范围划分机车车辆市场居第二位，为280亿欧元。历史上，欧洲国家铁路用于购置机车车辆的投资占世界最大比重，约为60%。其他地区分别为：亚洲及太平洋地区国家20%，北美18%，南美2%。未来几年，国际市场需求量仍保持递增的态势。根据UNIFE预测，从2006年到2015年整车的年均增长率约为1.5%至2.0%；修理服务的年均增长率约为2.0%至3.0%。其中机车2.2%，客车1.8%，货车1.5%，动车组1.3%，城轨地铁车辆3.3%。

从国际市场来看，铁路设备行业呈现垄断竞争的局面。机车和车辆制造厂商不断兼并、重组，市场份额向世界知名制造商集中。当前，国际上的机车和车辆制造商主要有五个：德国西门子（Siemens）交通技术集团、法国阿尔斯通（Alstom）公司和加拿大庞巴迪（Bombardier）运输公司，美国通用公司（GE）和日本川崎重工业株式会社（Kawasaki）。他们技术领先，产品制造工艺成熟，在全世界铁路机车车辆市场约占75%的份额，市场集中度较高。

图 19 世界铁路设备市场份额



数据来源：中经网 国海证券研究所

而在国内市场，一直以来，南车集团和北车集团是国内主要的两大综合轨道交通装备制造企业，占有整个国内市场95%以上的市场份额。两大集团承担着促进我国轨道交通装备技术进步和铁路运输现代化的重担，代表着我国轨道交通装备业在国际市场的竞争力。两大集团无论从综合实力还是从市场份额上均没有太大差别，只是在不同品种上具有相对优势。在国内轨道交通装备市场上，机车、客车、动车组和城轨地铁车辆的新造，主要集中于南车集团、北车集团两个集团内；货车新造以南车集团、北车集团两个集团为主，另有重庆重型铸锻厂、晋西铁路车辆有限责任公司、包头北方创业股份有限公司三家企业参与。

由于轨道交通装备制造业是一个非常专业化的特殊工业领域，国家有非常严格的进入限制。我国建立了相对特殊的铁路技术规范和标准，国家还对轨道交通设备生产企业实施严格的生产许可证管理制度，国产化率要达到70%以上的硬指标。迄今为止，包括庞巴迪、阿尔斯通、西门子、通用电气和川崎重工等行业巨头均由于产业政策和一些技术准入壁垒的限制，不能在国内独立开展整车生产业务，只能和国内的两大集团进行合资合作共同开发制造机车产品。因而未来这一竞争格局短期内仍然难以改变，南北车继续统治国内的铁路设备制造业。

为加快我国机车车辆制造工业现代化步伐。2004 年，国务院审议通过《中长期铁道网规划》，确定推进铁道技术装备现代化“引进先进技术、联合设计生产、打造中国品牌”的总体方针。按照这一要求，铁道部确定了实施我国铁道装备现代化的具体方案：

- 客运装备：引进西门子、阿尔斯通、庞巴迪、川崎等国际最先进、最成熟、最可靠的高速动车组技术，进行引进消化吸收再创新，实现高速客运；

- 货运装备：引进西门子、阿尔斯通、庞巴迪、GE、EMD 等公司的大功率交流传动电力机车和大功率交流传动内燃机车技术，实现重载货运。在这次大规模的技术引进中，国内共有十多家机车车辆重点制造企业和几百家外围企业直接从中受益，实现了机车车辆制造水平的跨越，增强了市场竞争力，有力地推动了我国相关民族工业的发展壮大。

表 5 技术引进合作项目情况

中方企业（技术受让方）	外资企业（技术转让方）	技术转让合作项目
青岛 BSP 公司（四方-庞巴迪-鲍尔运输设备有限公司）	庞巴迪 (Regina C2008 型)	CRH1 型动车组
四方机车车辆股份有限公司	川崎重工 (新干线 E2-1000 型动车组)	CRH2 型动车组
唐山机车车辆厂	西门子（西门子 Velaro）	CRH3 型动车组
长春轨道客车股份有限公司	阿尔斯通（TGV 列车技术 Pendolino 基础）	CRH5 型动车组
株洲电力机车公司	西门子（EuroSprinter）	HXD1, HXD1B 大功率电力机车
大同电力机车公司	阿尔斯通（Prima）	HXD2, HXD2B 型大功率电力机车
大连机车车辆公司、北京二七 轨道交通装备公司	东芝公司和美国 EMD 公司	HXD3, HXD3B 电力机车与 HXN3 内燃机车
戚墅堰机车车辆厂	美国 GE 公司	HXN5 型大功率内燃机车
株洲电力机车公司	西门子	地铁城轨车辆
长春轨道客车股份有限公司	庞巴迪	地铁城轨车辆
南京浦镇机车厂	阿尔斯通	地铁城轨车辆

资料来源：铁道部 国海证券研究所整理

机车设备采购

铁道基本建设投资需要配套的铁道车辆，从以往的经验来看，机车车辆购置支出占铁道固定资产投资总额的比例在 20% 左右，本轮铁道建设高潮必然促进机车车辆购置费用的大幅增长。根据今明两年铁路固定资产投资 13000 亿元来测算，今年机车购置投资两年为 2500 亿元左右。而根据铁道部未来 4 年计划安排机车车辆购置投资 5000 亿元，我们预计 2009-2012 年分别为 1000 亿元、1500 亿元、1250 亿元和 1250 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 1 万亿元。

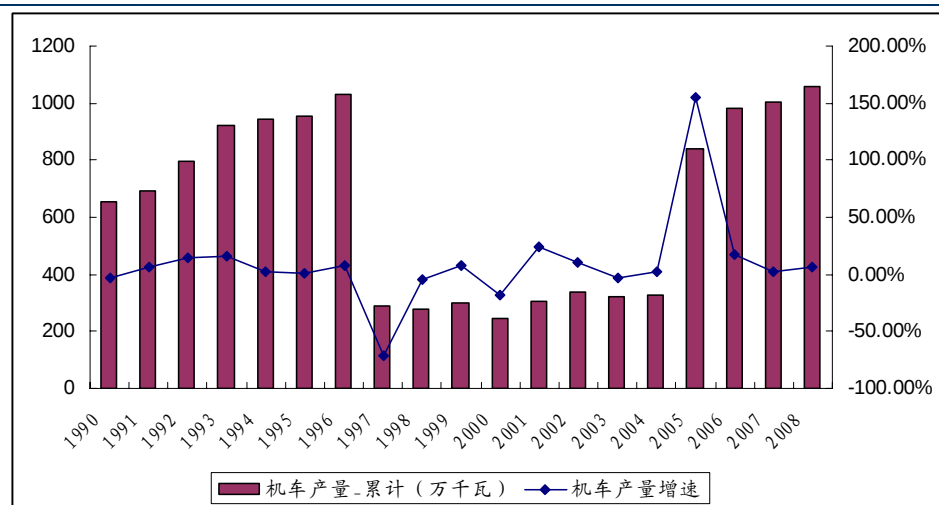
目前中国国内的市场竞争格局就是，中国南车和中国北车几乎占据着垄断地位，两者的市场份额大致相当，铁道部在分配订单时也尽量做到平均分配。按此计算，中国南车和中国北车在明后年的新增订单额都将有望突破 1000 亿元。

一、机车：产品升级推动稳定增长

机车的发展方向是电气化和大功率重载化。电力机车将逐步取代内燃机车将成为主导，预计到“十一五”末期，其承担的运输工作量比重将达到 80%以上，实现交流传动机车国产化。

2007 年底，我国机车保有量为 18300 台以上，根据规划，到 2010 年机车保有量达到 1.9 万台，比 2007 年增加 6%左右，加上机车更新的需求，预计未来 2-3 年将会有超过 1000 台电力机车和 600 台内燃机车的需求。

图 20 机车产量及增长情况



资料来源：国海证券研究所

二、客车及动车组行业：动车组制造商占据优势

在客车制造行业方面，竞争格局也比较稳定，但拥有高速技术者优势明显。我国客车现有生产能力为年产 3200 辆，由于未来高铁、客专的建成通车，普通客车的采购数量将会逐渐减少，部分会被动车组取代。但对时速 160 公里、时速 200 公里等级的客车的需求将逐步增加。

在城际轨道交通市场需求方面，根据最近国务院批复的长三角、珠三角、京津环渤海经济带等发达地区的城际快速轨道交通规划网，环渤海的京津地区、长三角地区的沪宁杭、珠三角地区的广州至深圳、广州至珠海、广州至佛山等城际铁路的建设，将形成对城际动车组的市场需求。由于时速 200-300 公里动车组将是我国铁路未来客车运输专线的主型车，预计到 2010 年动车组保有量将达到 1,000 列左右。根据相关部门的规划方案，时速 300 公里动车组需求量将可能占到未来动车组总需求量的 50%。预计到 2010 年底，投入使用的动车组为 1000 列左右，比 2007 年的 150 列有大幅度的提升。2009 年~2010 年，动车组保有量要增长 6 倍左右，根据铁路行业的发展趋势，动车组的数量将快速扩张，是未来发展的重点之一。

图 21 2004-2010 年客车保有量增长(单位: 辆)

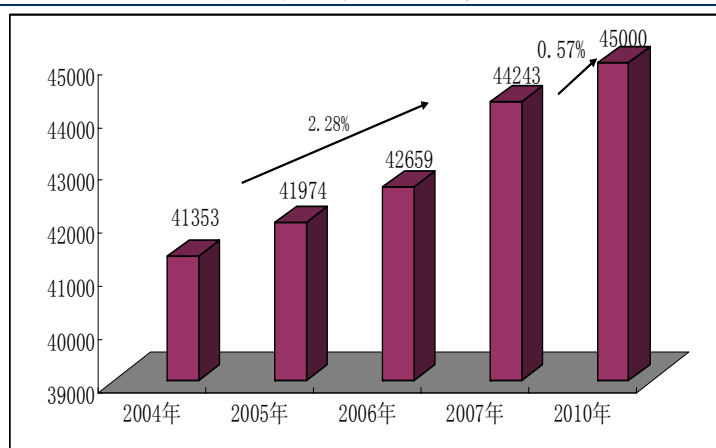
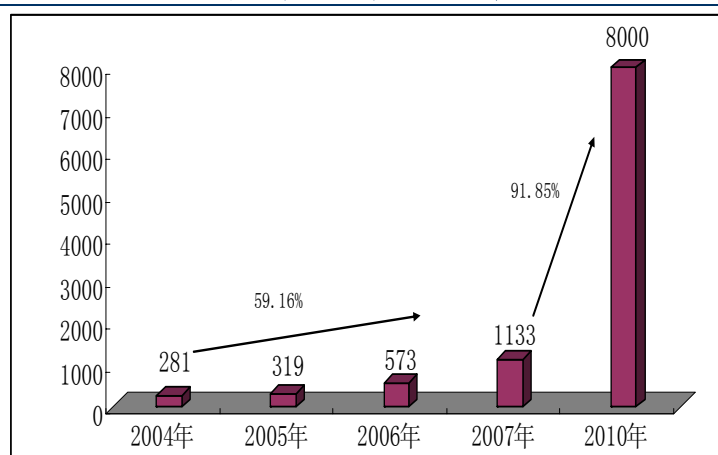


图 22 2004-2010 年动车组保有量增长(单位: 辆)



数据来源: 国海证券研究所

三、城轨地铁车辆: 进入快速成长时期

“十一五”期间, 我国的城市轨道交通将进入快速发展时期。目前, 已有多个大中城市向国家主管部门上报了新增的轨道交通建设规划。根据中国交通运输协会城市轨道交通专业委员会的预测, 至2010年, 规划建设地铁和城市轻轨线路达55条, 总长度达约1500公里, 需配属车辆超过6200辆, 年均需求量超过775辆, 增幅达到16.96%。

表 6 我国部分城市 2010 年城市轨道交通规划里程

城市名称	规划里程 (公里)	城市名称	规划里程 (公里)
北京	410	重庆	80
天津	130	杭州	83.82
上海	460	深圳	124.80
广州	229.6	南宁	25.2
武汉	70	苏州	26.1
南京	263.1	长春	37.5

资料来源: 《建筑机械》 国海证券研究所

四、货车: 规模最大 适度增长

在载重方面, 货车通用产品由60吨级全面向70吨级升级换代, 逐步在一些专用运输线路上, 使用载重80吨级货车, 对个别特殊运输需求, 采用100吨级及以上产品。在速度方面, 全面制造时速120公里货车, 并对既有货车进行时速120公里提速改造, 部分发展时速160公里的低轴重准高速货车, 以满足轻便货物快捷运输的需要。在专业运输方面, 集装箱、冷藏、行包等专用运输车辆产品及铁路工程专用施工车辆将是货车产品重要发展方向, 从而明显提高货车产品的单位附加值。

预计2010年, 货车保有量达到70万辆(含企业自备车10万辆)以上, 较2007年年复合增长6.62%。货车业务仍将保持适度发展。不过行业企

业较多，生产制造技术含量一般，没有很高壁垒，而且产能利用率不足，一般在70-80%，竞争较为激烈，导致货车的利润率不高，毛利率仅为10%左右。

表 7 铁路货运行业竞争格局

北车集团（8 家）	南车集团（6 家）	军工企业（3 家）	民营企业（1 家）
齐齐哈尔铁路车辆公司			济南东方新兴车辆有限公司
西安车辆厂	长江车辆公司	北方创业	
济南机车车辆厂	南方汇通股份公司	晋西车轴	
沈阳机车车辆公司	眉山车辆厂	重庆重型铸锻厂	
太原机车车辆厂	北京二七车辆厂		
大连机车车辆公司	柳州机车车辆厂		
哈尔滨车辆公司	广州铁道车辆厂		
石家庄车辆厂			

资料来源：中国铁路网 国海证券研究所

图 23 2004-2010 年货车保有量增长(单位：辆)

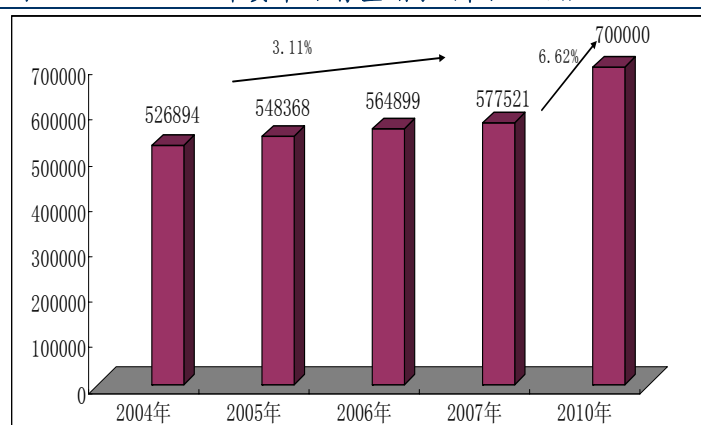
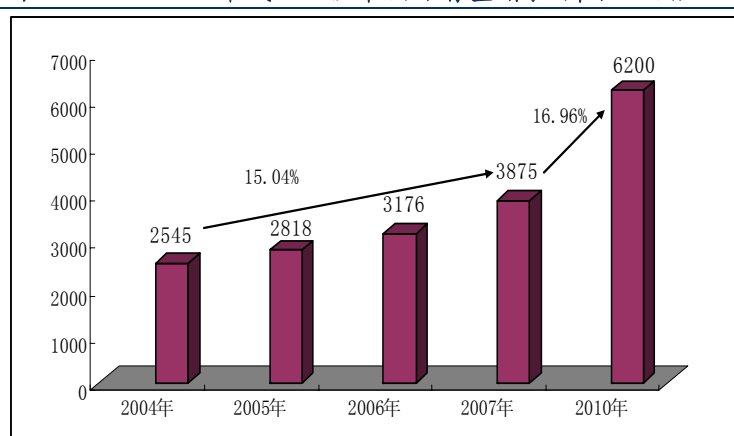


图 24 2004-2010 年城轨地铁车辆保有量增长(单位：辆)



数据来源：国海证券研究所

行业风险因素分析

由于行业是在铁道部计划体制下进行运作，铁道部及其所属的铁路局以及城市轨道交通运营商是国内设备制造商最主要的和长期客户，业内公司的销售议价能力有限。铁道部和国家发改委分别是中国铁路运输装备和城市轨道交通运输装备发展的政策制订者，若出现政府机构通过行使监管权利来修改政策或以其他方式来调低合同造价的情况，公司的经营业绩和财务状况将受到不利影响。

行业内上市公司运行状况、行业代表性及相关指标分析

铁路设备行业目前上市公司不多，主要有以下几个，我们认为中

国南车、晋西车轴、时代新材是所在子行业的龙头，在铁路设备行业大发展中受益明显的。

表 8 铁路设备行业主要上市公司

公司名称	主要产品	行业地位
中国南车	整车（包含机车、客车、货车、动车组、城轨地铁车辆）、核心零部件、轨道交通装备专有技术延伸产业	中国最大的电力机车研发制造基地之一、全球技术领先的高速动车组研发制造基地、国内领先的高档客车研制企业、全球领先的货车研制基地、国内最大的城轨制造商
晋西车轴	火车车轴、货车、轮对	国内车轴制造的龙头企业，市场份额占 30%以上
北方创业	铁路货运敞车、铁路货运罐车	铁道部确定的高速重载整车和部件试点企业之一，在铁路货车制造企业重市场占有率居前列
南方汇通	修理、制造货车	铁路运输货车的大修、改造，铁路特种专用货车的开发、制造，铁路车辆专用高柔弹簧及锻铸件制品的生产、销售，铁路车辆配件的制造、修理和棕纤维材料的开发、生产和销售等。
时代新材	弹性元件、桥梁支座、高分子复合材料、特种绝缘材料和电磁线	中国铁路机车辆配套定点生产厂，弹性元件在国内市场占有率达 40%

数据来源：国海证券研究所

中国南车：铁路“跨越式”发展的最大受益者

中国南车在铁路设备制造领域实力雄厚，占据机车车辆制造的 50% 左右的市场份额，受益于铁路建设大发展，动车业务和机车、城轨地铁车辆将进入快速增长期。

铁道部是行业最大的客户，对传统产品采用成本加毛利的定价模式，而动车组、大功率交流传动电力机车等新产品的国产化率已经达到 70%，但技术消化吸收的速度还比较慢，出于产品安全性和未来技术研发投入等考虑，铁道部不会大幅压缩利润空间，产品毛利率将继续维持在合理范围。

从产业发展角度来看，由于铁路设备的技术、制造水平仍较国外的知名企业有所差距，我国企业一直在引进学习、消化吸收，逐步积累成熟的阶段，机车车辆国产化率仍会有提升空间，这一方面能提高国内的市场份额，另外随着竞争力的提升，也会在国际市场的舞台上占有一席之地，未来成长空间很大。我们预测 08 年，09 年，10 年的 EPS 分别为 0.13，0.19，0.24 元。

晋西车轴：车轴龙头 增发收购继续领跑

铁路车轴的龙头企业，竞争优势突出。公司是国内规模最大的、自动化程度，技术水平最高的铁路车轴企业。公司目前年产能 10 万根左右，行业整体产能约 30 万根，公司市场占有率约 33%，是亚洲最大的铁路车

轴生产企业。首家获得出口火车轴和地铁轴资格，且具有轻轨轴、地铁轴和空心轴生产能力的专业化车轴生产企业。

晋西车轴的主要业务包括三大部分：车轴、轮对、货车。公司车辆和轮对业务也将受益迎来大发展。公司前几年实行以扩张车辆和轮对业务来带动车轴销售战略，成效显著。特别是公司C70重载车辆，符合未来铁路机车高速重载的产业需求。轮对业务在稳定海外市场的基础上，国内需求也将获得大幅上升。轮对主要是出口到印度和土耳其，预计2009年精轴和轮对将超过50000根。

铁路车轴行业具有高集中度和高壁垒。国内车轴生产企业有9家，排名前六的企业合计市场份额85%以上，集中度较高，竞争格局相对稳定。因为车轴生产需要通过铁道部特批，车轴销售也需要通过铁道部的招标，整个行业市场化程度较低，所以新进企业面临较高门槛，原有企业将有效分享这一蛋糕。行业龙头地位稳固，经营和盈利具有持续性和稳定性。

公司增发项目恰逢其时。公司铁路车轴生产线技改将在36个月建设期后新增10万根车轴产能；收购北方锻造100%股权将带来7万根产能；铁路车辆及中小型锻件生产线技改项目也将有效增加公司车辆业务的竞争力。在需求快速增长期内，新项目将进一步增强公司优势地位。

我们预计公司 2008、2009、2010 年按最新股本计算 EPS 分别为 0.46、0.73、0.90 元。

时代新材：受益高铁投资 公司前景看好

公司是国内铁路减震设备的行业龙头。主营产品减震降噪弹性元件有利于提高车辆行车安全和舒适性，是公司主要的收入来源。公司目前形成了高分子减振降噪弹性元件、高分子复合材料、特种绝缘材料和电磁线4大产品体系。

由于大股东是南车集团，因此对于公司产品在铁路设备的销售有益，目前动车组采用的国产减震弹性元件100%采用公司产品。新组建的桥梁产品事业部在武广客运专线铁路工程桥梁支座采购中夺得第 01 包，合同金额达3.14亿元；时代绝缘CA砂浆项目成功中标，成为我国第一条设计时速达350公里的京津城际客运专线CA砂浆沥青乳化液的主要供应商；08年底，京沪高铁6.2亿桥梁支座合同，成功中标1.31亿元。公司还生产铁路方针组建，包括CA砂浆，伸缩缝与道岔，由于未来仍有许多客货专线尚未开工，公司仍有望从中获得更多的铁路组件订单。

在立足铁路业务之上，积极开展风电业务。公司今年将完成750KW风机叶片的试验，明年初完成1.65MW风机叶片的试制，预计明年该业务

的收入近1个亿。由于该产品未来以给南车自身风机配套为主，因此未来增长空间较大。

预计公司2008、2009、2010年EPS为0.34、0.36、0.51元。

估值及投资评级

目前，由于受铁路建设行业高景气的影响，铁路设备板块受市场的热烈关注。在我们看来，就历史的市盈率和市净率的情况来说，SW铁路设备P/E历史平均在47.6倍，相对沪深300为2.01倍，而目前为43.08倍，相对沪深300为2.91倍。SW铁路设备历史平均P/B为4.16倍，相对沪深300为1.29倍，目前SW铁路设备P/B为9.7倍，相对沪深300为3.53倍。估值基本处于板块合理估值的上限了。

在国际同行业的上市公司的情况来看，国际上的同行业类股目前P/E、P/B水平分别在9.0X和2.0X左右，国内的估值也相对较高。

但由于我国铁路刚刚进入大建设发展的黄金时期，相对于未来不太明朗的宏观经济，铁路设备产业未来持续高景气度较为明确，而国际上主要发达国家市场步入成熟期，其发展增速没有国内的快速，相应公司的业绩将会在未来几年内逐步体现，我们给予整个铁路设备行业“强于大势”评级。

由于国内的铁路设备仍然是高速增长时期，特别是中国南车在业内是双寡头垄断格局，并且作为唯一的一家铁路设备主营的上市公司，我们认为仍可以给予一个较高的估值水平。铁路车辆行业目前有三家上市公司，中国南车在市场地位、经营规模、技术领先方面具有明显的优势。目前行业估值的确比较高，反映出市场对于铁路设备行业未来的高成长已经给予了较高的溢价。铁路车辆行业上市公司的估值水平已经反映了行业的持续成长能力，市盈率水平明显高于装备制造业的平均水平。从内部比较看，中国南车盈利能力和成长性较好，我们仍给予“增持”评级，给予晋西车轴和时代新材“中性”评级。

图 25 SW 铁路设备行业历史 PE

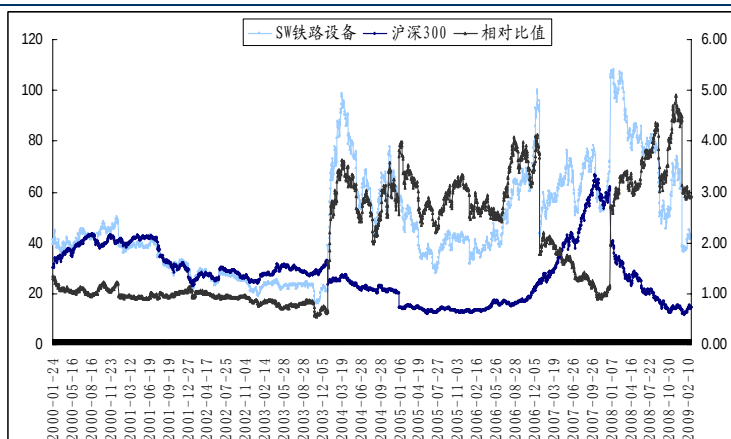


图 26 SW 铁路设备历史 PB



数据来源: wind 资讯 国海证券研究所

表 9 行业内估值比较

名称	代码	收盘价 (090224)	EPS			P/E			BVPS	P/B
			08E	09E	10E	08E	09E	10E		
中国南车	601766.SH	4.54	0.13	0.19	0.24	34.9	23.9	18.9	1.33	3.41
晋西车轴	600495.SH	20.76	0.46	0.73	0.9	45.1	28.4	23.1	4.98	4.17
北方创业	600967.SH	10.06	0.36	0.49	0.65	27.9	20.5	15.5	4.77	2.11
时代新材	600458.SH	11.94	0.25	0.36	0.51	47.8	33.2	23.4	2.11	5.66
国内平均						38.9	26.5	20.2		3.8
阿尔斯通	ALO.FP	36.5	3.75	4.41	4.2	9.7	8.3	8.7	8.59	4.25
西门子	SI.US	53.78	5.08	5.24	5.53	10.6	10.3	9.7	28.60	1.88
庞巴迪	BBD.CT	2.91	0.51	0.54	0.77	5.7	5.4	3.8	1.46	2.00
通用电气	GE.US	9.08	1.93	1.29	1.34	4.7	7.0	6.8	10.01	0.91
川崎重工	7012.JP	151	21.47	11.3	12.3	7.0	13.4	12.3	184.15	0.82
国际平均						7.6	8.9	8.2		2.0

数据来源: wind 资讯 bloomberg 国海证券研究所

附件

中国南车（601766）财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	21791	38016	46835	57522	营业收入	27401	35914	43843	53631
现金	8272	20725	25835	31875	营业成本	23266	29313	35508	43346
应收账款	4020	5269	6433	7869	营业税金及附加	117	359	438	536
其它应收款	783	1027	1253	1533	营业费用	641	840	1026	1255
预付账款	2344	2953	3577	4366	管理费用	2356	3088	3769	4611
存货	5840	7357	8912	10879	财务费用	240	55	-145	-213
其他	533	685	826	1000	资产减值损失	42	42	42	42
非流动资产	10934	10220	9980	9488	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	633	316	474	395	投资净收益	222	0	0	0
固定资产	6298	6358	6212	5962	营业利润	962	2218	3206	4055
无形资产	3090	3026	2962	2898	营业外收入	314	204	259	232
其他	914	519	332	233	营业外支出	82	60	71	65
资产总计	32726	48235	56815	67010	利润总额	1194	2363	3394	4221
流动负债	21683	25224	28818	33320	所得税	125	354	509	633
短期借款	5437	5437	5437	5437	净利润	1069	2008	2885	3588
应付账款	6230	7849	9508	11607	少数股东损益	262	418	672	791
其他	10016	11938	13873	16277	归属母公司净利润	807	1590	2213	2797
非流动负债	4627	6535	8651	10777	EBITDA	1929	2670	3473	4261
长期借款	2086	4173	6259	8345	EPS (元)	0.12	0.13	0.19	0.24
其他	2541	2362	2392	2432	主要财务比率				
负债合计	26310	31758	37469	44097	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
少数股东权益	2070	2488	3160	3951	成长能力				
股本	7000	11840	11840	11840	营业收入	16.5%	31.1%	22.1%	22.3%
资本公积	-2654	559	559	559	营业利润	53.2%	130.5%	44.6%	26.5%
留存收益	0	1590	3787	6562	归属于母公司净利润	53.0%	97.0%	39.2%	26.4%
归属母公司股东	4346	13989	16186	18961	获利能力				
负债和股东权益	32726	48235	56815	67010	毛利率	15.1%	18.4%	19.0%	19.2%
现金流量表					净利率	2.9%	4.4%	5.0%	5.2%
单位: 百万元					ROE	18.6%	11.4%	13.7%	14.8%
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	ROIC	12.9%	23.7%	33.0%	42.9%
经营活动现金流	1443	2062	3061	3693	偿债能力				
净利润	1069	2008	2885	3588	资产负债率	80.4%	65.8%	65.9%	65.8%
折旧摊销	727	398	412	419	净负债比率	28.78%	30.41%	31.35%	31.37%
财务费用	240	55	-145	-213	流动比率	1.01	1.51	1.63	1.73
投资损失	-222	0	0	0	速动比率	0.72	1.20	1.29	1.38
营运资金变动	-598	-353	-241	-302	营运能力				
其它	228	-45	150	200	总资产周转率	1.67	0.89	0.83	0.87
投资活动现金流	-2349	307	-167	70	应收账款周转率	14	8	7	7
资本支出	1840	0	0	0	应付账款周转率	7.47	4.16	4.09	4.11
长期投资	-831	-316	158	-79	每股指标 (元)				
其他	-1341	-9	-9	-9	每股收益(最新摊薄)	0.07	0.13	0.19	0.24
筹资活动现金流	2503	10085	2216	2277	每股经营现金流(最新)	0.12	0.17	0.26	0.31
短期借款	5437	0	0	0	每股净资产(最新摊)	0.37	1.18	1.37	1.60
长期借款	2086	2086	2086	2086	估值比率				
普通股增加	7000	4840	0	0	P/E	71.57	36.33	26.11	20.66
资本公积增加	-2654	3213	0	0	P/B	13.29	4.13	3.57	3.05
其他	-9367	-55	130	191	EV/EBITDA	31	22	17	14
现金净增加额	1592	12454	5110	6040					

晋西车轴（600495）财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	509	738	1643	1922	营业收入	1050	1444	2006	2233
现金	74	123	806	985	营业成本	911	1222	1695	1877
应收账款	202	210	338	351	营业税金及附加	4	5	7	8
其它应收款	3	4	6	6	营业费用	15	26	32	38
预付账款	40	28	56	52	管理费用	37	59	82	92
存货	165	353	399	492	财务费用	9	8	10	10
其他	25	20	38	36	资产减值损失	3	3	3	3
非流动资产	376	345	319	291	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	6	0	0	0
固定资产	318	305	285	261	营业利润	78	121	194	238
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	13	0	0	0
其他	58	40	33	30	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	884	1083	1961	2214	利润总额	90	121	194	238
流动负债	353	474	403	505	所得税	17	28	45	55
短期借款	178	89	0	0	净利润	73	93	149	183
应付账款	128	306	331	418	少数股东损益	12	16	26	32
其他	46	79	71	87	归属母公司净利润	61	77	123	151
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	113	154	212	242
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.59	0.46	0.73	0.90
其他	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	353	474	403	505	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
少数股东权益	51	67	94	125	成长能力				
股本	103	103	168	168	营业收入	2.7%	37.5%	38.9%	11.3%
资本公积	236	236	992	992	营业利润	11.9%	55.4%	60.9%	22.4%
留存收益	141	203	305	423	归属于母公司净利润	15.4%	26.7%	60.7%	22.5%
归属母公司股东	480	542	1465	1583	获利能力				
负债和股东权益	884	1083	1961	2214	毛利率	13.2%	15.4%	15.5%	15.9%
现金流量表					净利率	5.8%	5.3%	6.1%	6.8%
单位: 百万元					ROE	12.6%	14.2%	8.4%	9.5%
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	ROIC	11.0%	17.1%	19.0%	22.8%
经营活动现金流	-94	159	-35	189	偿债能力				
净利润	73	93	149	183	资产负债率	39.9%	43.8%	20.5%	22.8%
折旧摊销	27	26	27	27	净负债比率	50.46%	18.85%	0.00%	0.00%
财务费用	9	8	-8	-23	流动比率	1.44	1.56	4.08	3.81
投资损失	-6	0	0	0	速动比率	0.96	0.78	3.06	2.80
营运资金变动	-198	18	-208	-4	营运能力				
其它	1	14	5	5	总资产周转率	1.26	1.47	1.32	1.07
投资活动现金流	-66	0	0	0	应收账款周转率	7	7	7	6
资本支出	81	0	0	0	应付账款周转率	8.96	5.63	5.32	5.01
长期投资	10	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	26	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.59	0.75	1.20	1.47
筹资活动现金流	30	-109	718	-10	每股经营现金流(最新)	-0.91	1.54	-0.34	1.83
短期借款	58	-89	-89	0	每股净资产(最新摊)	4.67	5.26	14.24	15.39
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	65	0	P/E	35.76	28.24	17.57	14.34
资本公积增加	-2	0	756	0	P/B	4.51	4.00	1.48	1.37
其他	-27	-21	-14	-10	EV/EBITDA	33	24	17	15
现金净增加额	-130	49	683	179					

资料来源: 国海证券研究所

时代新材（600458）财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	541	872	1154	1485	营业收入	713	1068	1387	1795
现金	136	160	208	269	营业成本	534	784	1037	1341
应收账款	138	345	448	580	营业税金及附加	3	5	6	8
其它应收款	10	15	19	25	营业费用	45	75	94	120
预付账款	37	54	72	93	管理费用	77	107	136	170
存货	188	261	352	452	财务费用	16	21	32	40
其他	32	36	55	66	资产减值损失	3	23	3	3
非流动资产	314	300	289	276	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	10	10	10	10	投资净收益	1	2	2	2
固定资产	235	233	226	216	营业利润	37	55	80	114
无形资产	44	44	44	44	营业外收入	1	0	0	0
其他	25	14	9	6	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	855	1173	1443	1761	利润总额	37	55	80	113
流动负债	406	677	885	1114	所得税	2	4	6	9
短期借款	196	390	496	630	净利润	35	51	73	104
应付账款	122	165	227	288	少数股东损益	0	0	0	1
其他	88	122	161	196	归属母公司净利润	35	50	73	104
非流动负债	34	44	48	54	EBITDA	75	89	124	166
长期借款	34	44	48	54	EPS (元)	0.17	0.25	0.36	0.51
其他	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	441	720	932	1169	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
少数股东权益	8	9	9	10	成长能力				
股本	204	204	204	204	营业收入	24.0%	49.9%	29.8%	29.4%
资本公积	86	86	86	86	营业利润	33.9%	50.9%	44.4%	42.1%
留存收益	115	153	211	293	归属于母公司净利润	46.6%	44.2%	44.9%	42.2%
归属母公司股东	406	444	501	583	获利能力				
负债和股东权益	855	1173	1443	1761	毛利率	25.1%	26.6%	25.2%	25.3%
现金流量表					净利率	4.9%	4.7%	5.3%	5.8%
单位: 百万元					ROE	8.6%	11.3%	14.5%	17.8%
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	ROIC	10.0%	9.9%	12.3%	14.2%
经营活动现金流	71	-149	-16	-20	偿债能力				
净利润	35	51	73	104	资产负债率	51.6%	61.4%	64.6%	66.4%
折旧摊销	22	12	12	13	净负债比率	52.28%	60.23%	58.33%	58.60%
财务费用	16	21	32	40	流动比率	1.33	1.29	1.30	1.33
投资损失	-1	-2	-2	-2	速动比率	0.86	0.90	0.90	0.92
营运资金变动	-1	-249	-142	-187	营运能力				
其它	0	18	10	12	总资产周转率	0.91	1.05	1.06	1.12
投资活动现金流	-58	3	1	2	应收账款周转率	4	4	3	3
资本支出	57	0	0	0	应付账款周转率	5.10	5.47	5.29	5.21
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	-1	3	1	2	每股收益(最新摊薄)	0.17	0.25	0.36	0.51
筹资活动现金流	36	170	63	79	每股经营现金流(最新)	0.35	-0.73	-0.08	-0.10
短期借款	68	194	106	134	每股净资产(最新摊)	1.98	2.17	2.45	2.85
长期借款	-1	9	4	7	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	70.03	48.55	33.51	23.56
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	6.02	5.50	4.87	4.19
其他	-31	-33	-47	-62	EV/EBITDA	34	29	20	15
现金净增加额	50	24	48	61					

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。