

研究员：
戴方
建筑行业
(8621)64718888-
1219

长期看好，但短期估值合理

——铁路建设子行业二季度策略报告

投资要点：

1、国内横向比较，铁路发展相对滞后；国外横向比较，铁路发展相对落后。而落后的铁路发展制约了宏观经济发展。统计显示，2006 铁路请车满足率仅为 54%。大力发展铁路实属必要。

2、在全球金融海啸、宏观经济力争“保 8”的背景下，产业梯度转移、上下游产业拉动效应、经济与环境的成本优势以及大宗商品运输中的不可替代性成为支撑铁路发展或将迎来“黄金十年”的内在动力。

3、基于铁路“十一五”规划和中长期规划，我们估算得出，2009-2020 年新增铁路基建投资 3.37-4.33 万亿元，其中 2009-2010 年间的新增铁路基建投资额为 1.27-1.53 亿元，中枢值为 1.4 万亿元；预计 2009 年新增铁路基建 6000 亿元，2010 年新增铁路基建 8000 亿元，2008-2010 年符合增长率达 54.03%。此外，结合对机车、岔道、养护等配套投资的估算，我们预计 2009 年和 2010 年铁路总投资额分别为 8500 亿元和 12000 亿元。

4、我们认为，尽管短期内有积极性财政政策推动，长期内铁路投资高达 3.37-4.33 万亿元，但由于当前铁路基建行业估值水平相对合理，因此在 2009 年第二季度我们给予行业“中性”的投资评级。但从长期而言，我们还是看好行业的发展前景。建议适当关注中国中铁（601390）和中国铁建（601186）。

5、风险提示。对于铁路基建子行业而言，由于铁路建设资金需求量、技术复杂以及行政审批繁琐，使得相关建设项目存在延期或者暂停的可能性，进而影响到上市公司经营业绩。此外，相关公司的汇兑损失也是值得投资者关注的。

表：重点公司估值与投资评级

股票名称	投资评级	每股收益			市盈率		
		2007A	2008E	2009E	2007A	2008E	2009E
中国中铁	中性	0.15	0.08	0.22	36.07	67.63	24.59
中国铁建	中性	0.25	0.32	0.42	37.6	29.38	22.38
中铁二局	中性	0.42	0.32A	0.43	23.62	31	23.07

资料来源：浙商证券研究所（以 2009 年 3 月 20 日收盘价计算）

联系人
张燕华
(8621)64718888-
1287
zhangyanhua@st
ocke.com.cn
上海市长乐路
1219 号长鑫大厦
18 层
(200031)

目 录

一、铁路发展：落后制约经济发展.....	4
1、国内横向比较：铁路发展相对滞后	4
2、国际横向比较：铁路发展相对落后	5
3、铁路发展：落后制约经济发展.....	6
二、大力发展铁路建设的内在动力	6
1、铁路建设是积极财政政策下的宏观经济“保 8”重要一个方面	7
2、铁路建设是产业梯度转移的必要前提	8
3、铁路建设具有较大的上下游产业的拉动效应	8
4、铁路运输具有较大的经济与环境优势	9
5、铁路在大宗商品运输上具有不可替代的优势	9
三、期待铁路建设的“黄金十年”	10
1、2009-2020 年新增铁路营业里程 4.03 万公里	10
2、2009-2020 年新增铁路基建投资 3.37-4.33 万亿元.....	10
3、行业竞争格局：寡头垄断	11
4、行业毛利率有改善的空间	12
四、行业投资策略.....	12
1、估值与评级	12
2、重点公司	14
■中国中铁（601390）	14
■中国铁建（601186）	15
五、风险提示	15

图目录

图 1: 1991-2007 年营业里程累计增长.....	4
图 2: 1991-2008 年固定资产投资累计增长.....	4
图 3: 1991-2008 年客运量累计增长.....	4
图 4: 1991-2008 年客运周转量累计增长.....	4
图 5: 1991-2008 年货运量累计增长.....	4
图 6: 1991-2008 年货运周转量累计增长.....	4
图 7: 货运密度.....	5
图 8: 客运密度.....	5
图 9: 路网密度 (国土面积)	5
图 10: 路网密度 (人口规模)	5
图 11: 路网强度.....	5
图 12: 人均铁路长度	5
图 13: 复线率	6
图 14: 电气化率	6
图 15: 国内铁路请车满足率为 54% (2006 年)	6
图 16: 1997-2007 年铁路投资与公路投资增速比较.....	7
图 17: 2006-2008 国内 GDP 增速.....	7
图 18: “4 万亿”投资最新去向.....	8
图 19: 铁路基建投资的产业拉动效应.....	8
图 20: 铁路的大宗商品运输	9
图 21: 国内铁路总投资及基本建设投资预测.....	11
图 22: 铁路基建行业竞争格局	11
图 23: 中国中铁、中国铁建和中铁二局的毛利率走势.....	12
图 24: 中国中铁、中国铁建、中铁二局 PE 走势	13
图 25: 中国中铁、中国铁建、中铁二局 PB 走势	13

表目录

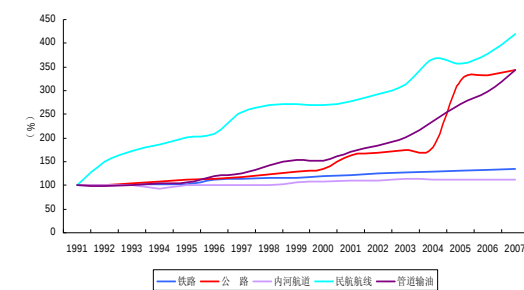
表 1: 各种主要交通工具经济与环境成本.....	9
表 2: 2009-2020 年我国铁路营业里程、复线里程以及电气化里程预测.....	10
表 3: 铁路投资预测 (依据铁路“十一五”规划和中长期规划)	10
表 4: 2009-2010 年铁路建设投资额预测.....	10
表 5: 2007 年 ENR 中国承包商排名	11
表 6: 重点公司估值与投资评级表.....	14

一、铁路发展：落后制约经济发展

1、国内横向比较：铁路发展相对滞后

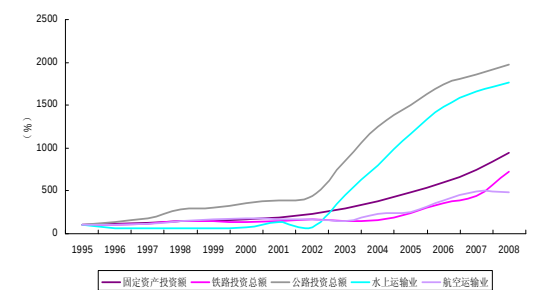
改革开放以来，我国铁路事业发展取得了重大成就，但同公路、民航等主流交通工具相比，铁路发展还是相对滞后的。具体表现为：第一，1991年至2007年底，铁路营业里程累计增长了34.95%，不及同期公路的244.22%、民航航线的319.07%以及输油管道的243.21%；第二，1991年至2008年，铁路投资累计增长了724%，低于同期城镇固定资产投资的947%，更是低于同期公路投资、民航投资的增速；第三，从货运量和货运周转率、客运量和客运周转率等累计增长率指标看，国内铁路也是大大落后于公路、民航等主要交通工具。

图 1：1991-2007 年营业里程累计增长



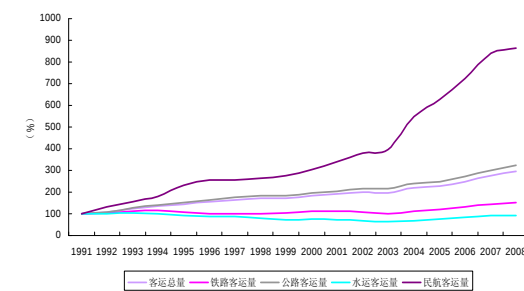
资料来源：国家统计局、浙商证券研究所

图 2：1991-2008 年固定投资累计增长



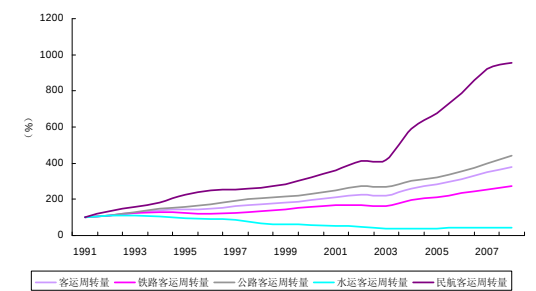
资料来源：国家统计局、浙商证券研究所

图 3：1991-2008 年客运量累计增长



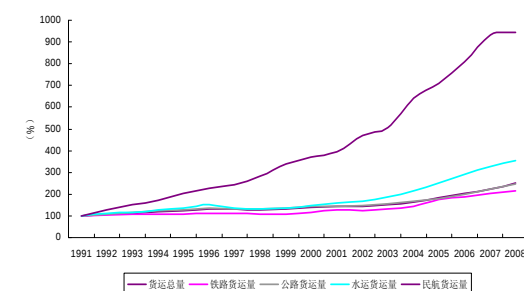
资料来源：国家统计局、浙商证券研究所

图 4：1991-2008 年客运周转量累计增长



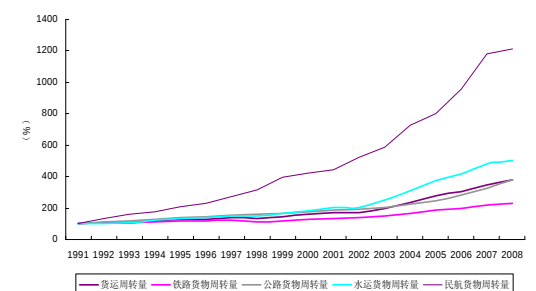
资料来源：国家统计局、浙商证券研究所

图 5：1991-2008 年货运量累计增长



资料来源：国家统计局、浙商证券研究所

图 6：1991-2008 年货运周转量累计增长



资料来源：国家统计局、浙商证券研究所

2、国际横向比较：铁路发展相对落后

同欧美日等国外发达地区和国家相比，国内的铁路发展是相对落后的，表现为“一短、二高、四低”的态势。“一短”即人均铁路长度短。尽管截止 2008 年底，国内铁路营业里程已达 7.97 万公里，位居世界前列，但人均铁路拥有量仅为 5.7（公里/百万人），不仅低于美、法、德等欧美国家，还略低于印度 5.8（公里/百万人）的水平。“二高”，即货运密度高和客运密度高，2006 年货运密度达 2851 万吨公里/公里，位居世界第一；客运密度为 860 万人公里/公里，仅次于日本而名列全球第二。“四低”即指路网密度低（无论是国土面积维度还是人口规模维度）、路网强度低、复线率低以及电气化率低，显示的国内铁路在“人口规模大、国土面积广”背景下的“僧多粥少”的客观现实。

图 7：货运密度

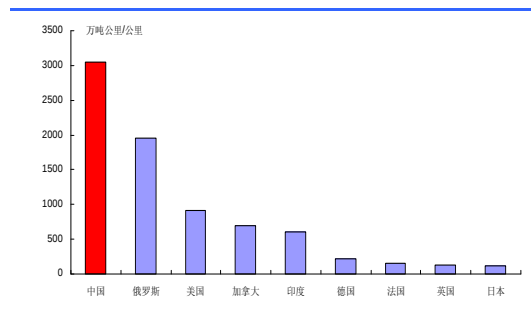
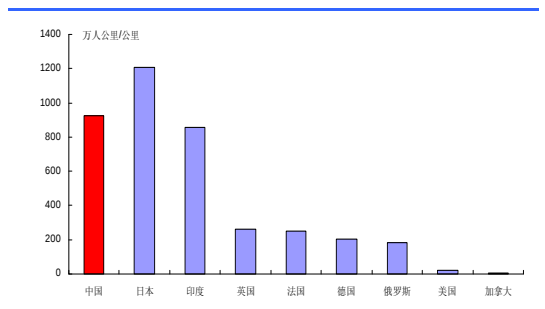


图 8：客运密度



资料来源：《中国铁道年鉴》、浙商证券研究所

图 9：路网密度（国土面积）

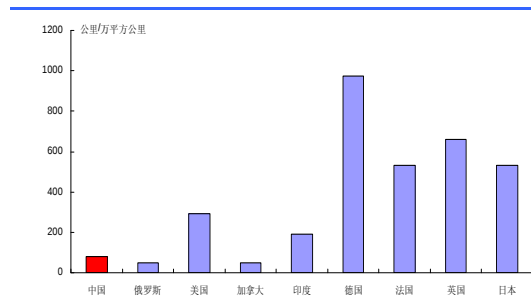
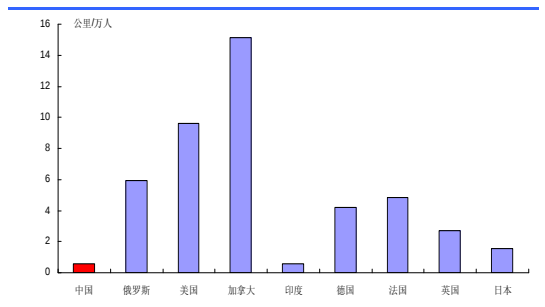


图 10：路网密度（人口规模）



资料来源：《中国铁道年鉴》、浙商证券研究所

图 11：路网强度

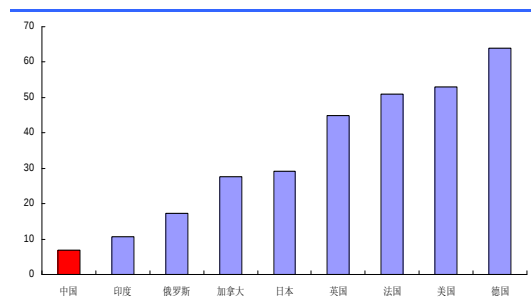
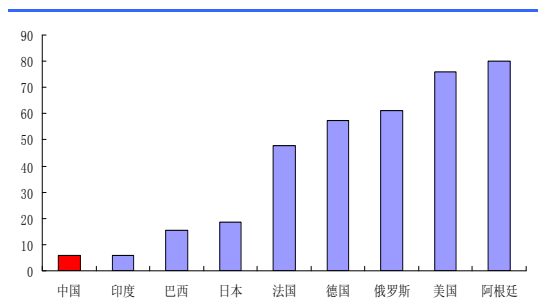


图 12：人均铁路长度



资料来源：《中国铁道年鉴》、浙商证券研究所

图 13: 复线率

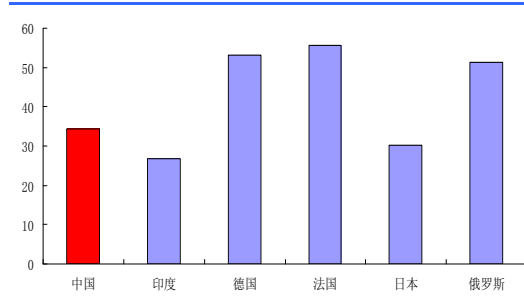
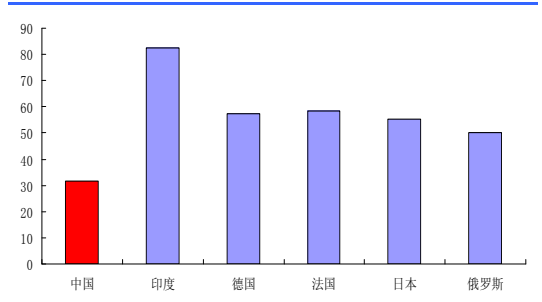


图 14: 电气化率

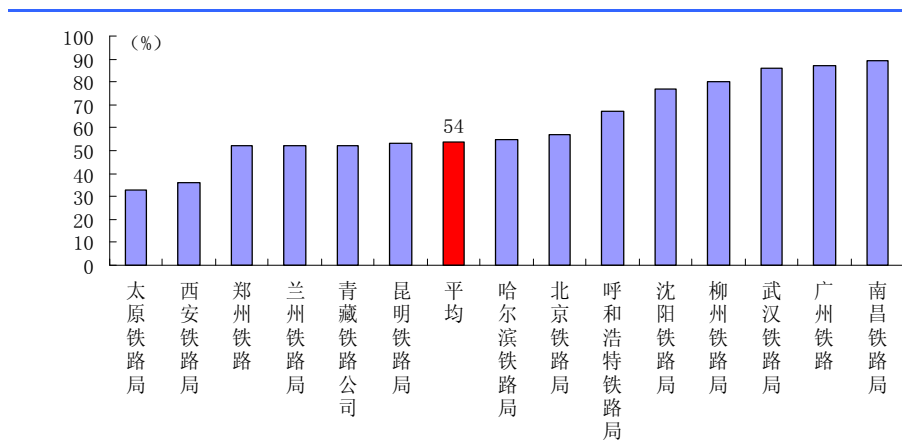


资料来源：铁道部、浙商证券研究所

3、铁路发展：落后制约经济发展

基于上述关于铁路的国内外比较分析，我们得出了“国内横向比较：铁路发展相对滞后”、“国际横向比较：铁路发展相对落后”的基本结论。那么，当前的国内铁路发展现状能否满足国内宏观经济发展的要求呢？答案是否定的。从 2006 年的国内铁路请车满足率看，该指标仅为 54%，如此意味着，基于 2006 年宏观经济发展的铁路运输需求仅有 54% 得到了满足，而另外的 46% 由于铁路运力的不足而得不到满足。大力发展铁路建设，以便适应国内宏观经济发展的需要，实属必要，尤其对于像中国这样一个大国来说。

图 15: 国内铁路请车满足率为 54%（2006 年）

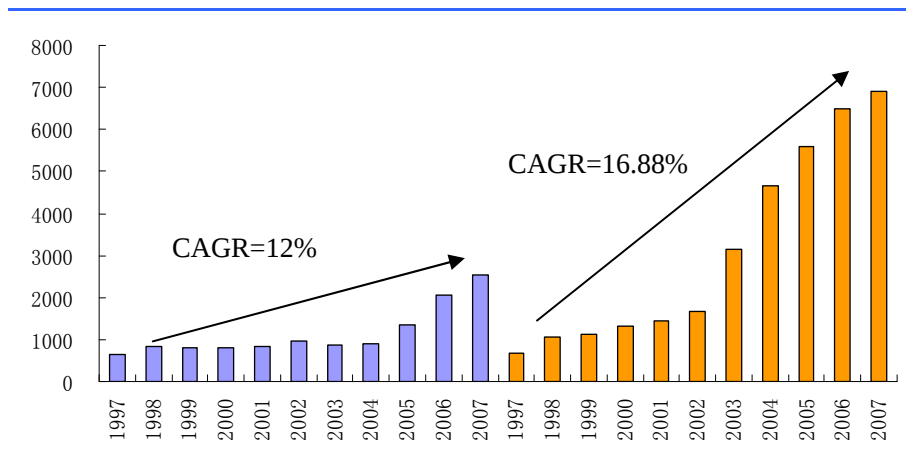


资料来源：《中国铁道统计年鉴》、浙商证券研究所

二、大力发展铁路建设的内在动力

如果说 1997 年东南亚金融危机造就了国内高速公路建设“黄金十年”（期间公路投资额年复合增长率达 16.88%，高于同期铁路投资近 5 个百分点，如图 16 所示），那么我们认为，2008 年以来的全球金融海啸或将为国内带来铁路建设“黄金十年”。这一判断不仅基于“铁路发展滞后的补偿”、“宏观经济‘保 8’的背景”还有“国内产业转移”等宏观经济长远的规划与战略。

图 16: 1997-2007 年铁路投资与公路投资增速比较

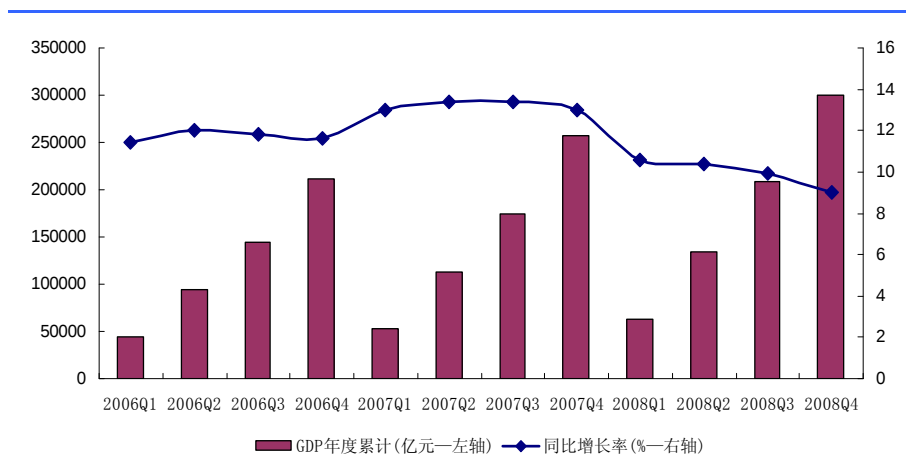


资料来源: Wind 资讯、浙商证券研究所

1、铁路建设是积极财政政策下的宏观经济“保 8”重要一个方面

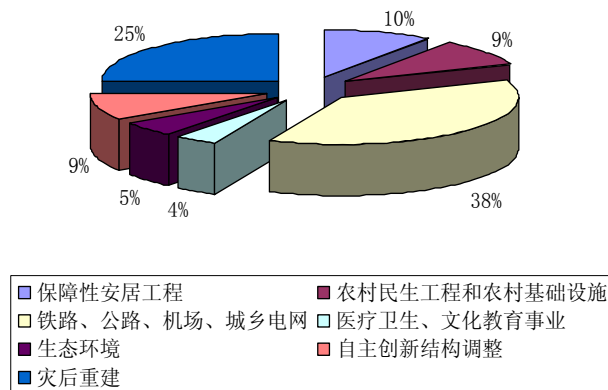
随着全球金融海啸的持续动荡,其危害开始从虚拟经济向实体经济渗透,给各国经济带来了较大的负面影响。从 GDP 季度增速看,国内宏观经济出现了相对明显的下滑趋势,由 2007 年第三季高峰的 13.4% 逐季下降到 2008 年第三季度的 9%,降幅达 4.4 个百分点。为此,中央政府审时度势,制定了 2009 年 GDP 增速 8% 的目标,并推出了“积极的财政与相对宽松的货币政策”,在下调利率与存款准备金率的同时,计划了 2009-2010 年的“4 万亿投资”,其中铁路、公路等基建项目成为重头戏,额度高达 15000 亿元,占比达 38%。我们认为,随着积极财政政策的深入执行,相关基建项目的陆续推开,作为基建项目的主力军——铁路基建行业,将成为重要的受益者。

图 17: 2006-2008 国内 GDP 增速



资料来源: Wind 资讯、浙商证券研究所

图 18: “4 万亿”投资最新去向



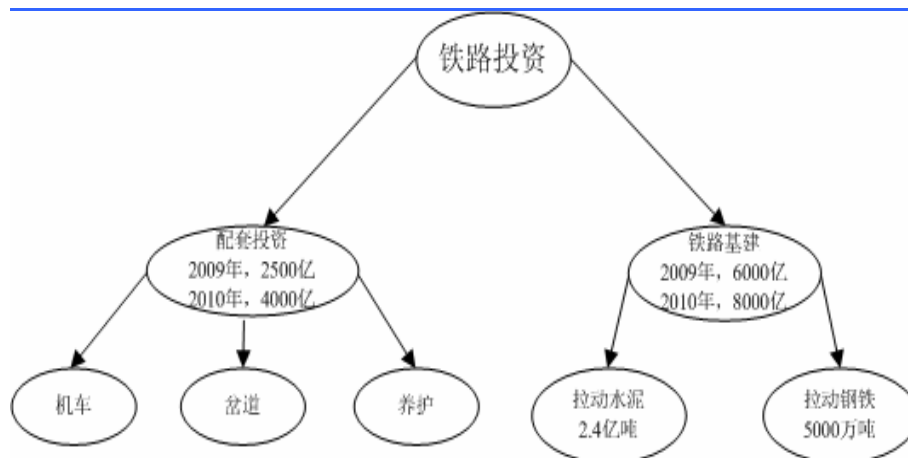
资料来源：国家发改委、浙商证券研究所

2、铁路建设是产业梯度转移的必要前提

改革开放 30 多年来，我国经济经历了从计划经济向社会主义市场经济转变，经历依靠内需为主的经济向外向型经济的转变。随着产能过剩、产业结构单一、外需下降，国内经济结构将经历一次革命性的升级。其中最为主要的是基于地理区位和资源优势的产业梯度转移，即东部沿海地区传统加工贸易向中西部转移，利用当地低廉的劳动成本和能源原材料。但实现梯度转移的一个必要前提就是东部与西部的交通问题，由于加工贸易等相对低端的产业对于成本的敏感性很高，尤其是其中的运输成本（这也就是当初加工贸易在沿海地区的最初发展的一个重大原因）。我们认为，鉴于我国幅员辽阔，内陆面积巨大，铁路运输具有相对的运输成本、运输时间、运输容量以及运输效率优势，进而铁路发展进程决定了产业梯度转移的进程。

3、铁路建设具有较大的上下游产业的拉动效应

图 19: 铁路基建投资的产业拉动效应



资料来源：浙商证券研究所

铁路建设具有积极的上下游产业的拉动效应，以 2009-2010 年铁路基建投资为例，说明如下：我们预计 2009-2010 年铁路基建投资规模将达到 14000 亿元，将拉动下水泥需求 2.4 亿吨、拉动钢铁需求 5000 万吨；与此同时，还将拉动铁路建设配套投 6500 亿元左右，包括铁路机车购置、铁路岔道购置以及铁路养护等。

4、铁路运输具有较大的经济与环境优势

表 1：各种主要交通工具经济与环境成本

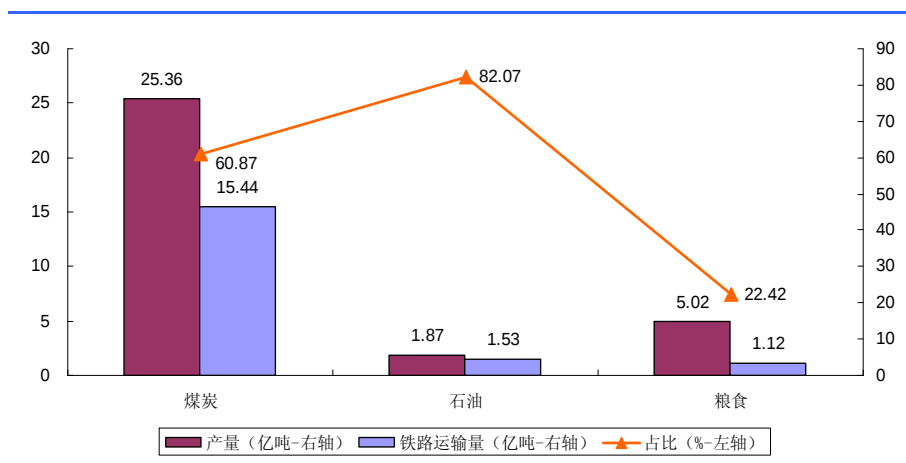
项目	单位	铁路	公路	水运	机场、民航
土地占用	公顷（每亿吨换算吨公里占地）	20—25	100—200	6	4
能源耗费	公斤标煤（每百吨公里能耗）	1.5—1.8	8—10	1—1.2	40—45
运输费用	元（每万吨换算吨公里）	700—800	1600	500	6000
环境影响	元（每万吨换算吨公里）	1.27	铁路的 10 倍	与铁路基本相同	铁路的 10 倍

资料来源：《“十一五”我国综合交通运输的可持续发展》、浙商证券研究所

同公路、民航等主流的交通运输相比，铁路具有显著的经济和环境优势，具体表现为：在土地占用上，铁路仅为公路的十分之一左右；能源耗费上，铁路是公路的五分之一，民航三十分之一到二十分之一；运输费用上，铁路与水运相当，但明显低于公路和民航的水平；在环境影响上，公路与民航均为铁路的 10 倍左右。据此，我们认为，在提倡环境保护、节约能源的社会发展趋势下，铁路更有发展前途。

5、铁路在大宗商品运输上具有不可替代的优势

图 20：铁路的大宗商品运输



资料来源：铁道部、国家统计局、浙商证券研究所

我国是一个幅员辽阔的国家，产业布局与资源布局在地理空间上的区域分割，决定了铁路运输的不可替代性，尤其是煤炭、石油、粮食等大宗商品的运输上。以 2007 年为例，铁路承担了煤炭、石油、粮食运量分别为 15.44 亿吨、1.87 亿吨和 1.12 亿吨，分别占当年产量比重为 60.87%、82.07%和 22.42%。

三、期待铁路建设的“黄金十年”

1、2009-2020 年新增铁路营业里程 4.03 万公里

表 2：2009-2020 年我国铁路营业里程、复线里程以及电气化里程预测

	2006	2007	2008	09-10 年新增	09-20 年新增	2010E	2020E
全国铁路营业里程(万公里)	7.71	7.8	7.97	1.03	4.03	>9	12
其中：客运专线				0.9	1.6		1.6
复线里程(万公里)	2.64	2.71	2.9	1.15	3.1	>4.05	6
复线里程比例(%)	34.3	34.7	36.39	—	—	45	50
电气化里程(万公里)	2.44	2.55	2.75	1.3	4.45	>4.05	7.2
电气化里程比例(%)	31.7	32.7	34.5	—	—	45	60

资料来源：铁道部、浙商证券研究所

基于铁路“十一五”规划和中长期规划，我们估算得出，2009-2010 年间，将新增铁路营业里程 1.03 万公里（其中客运专线 0.9 万公里）；新增复线里程 1.15 万公里；新增电气化里程 1.3 万公里。2009-2020 年间，将新增铁路营业里程 4.03 万公里（其中客运专线 1.6 万公里）；新增复线里程 3.1 万公里、新增电气化里程 4.45 万公里。

2、2009-2020 年新增铁路基建投资 3.37-4.33 万亿元

基于上述对铁路营业里程的预测，我们估算得出 2009-2020 年间新增铁路基建投资将达 3.37-4.33 万亿元。其中 2009-2010 年间的新增铁路基建投资额为 1.27-1.53 亿元，中枢值为 1.4 万亿元，2009 年新增铁路基建 6000 亿元，2010 年新增铁路基建 8000 亿元，2008-2010 年符合增长率达 54.03%。此外，结合对机车、岔道、养护等配套投资的估算，我们预计 2009 年和 2010 年铁路总投资额分别为 8500 亿元和 12000 亿元。

表 3：铁路投资预测（依据铁路“十一五”规划和中长期规划）

铁路种类	09-10 年新增 (万公里)	09-20 年新增 (万公里)	单位造价成本 (亿元/公里)	09-10 年新增投资 额(万亿元)	09-20 年新增投资 额(万亿元)
普通铁路*	0.13	2.43	0.4-0.5	0.41-0.52	0.97-1.22
客运专线	0.9	1.6	1-1.2	0.9-1.08	1.60-1.92
复线铁路改造	1.15	3.1	0.2-0.3	0.23-0.35	0.62-0.93
电气化改造	1.3	4.45	0.04-0.06	0.05-0.08	0.18-0.27
合计				1.27-1.53	3.37-4.33

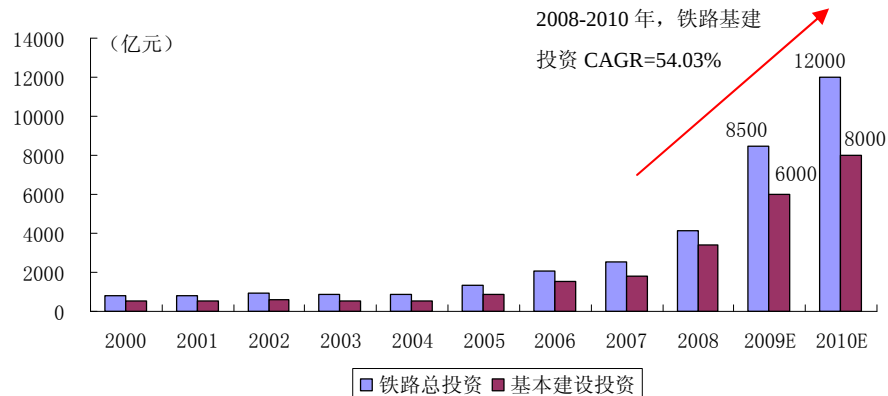
资料来源：浙商证券研究所（注：“*”扣除客运专线）

表 4：2009-2010 年铁路建设投资额预测

项目	2006	2007	2008	2009E	2010E
铁路总投资(亿元)	2071	2552	4144	8500	12000
其中：基本建设投资(亿元)	1542	1790	3372	6000	8000

资料来源：《中国铁道统计年鉴》、浙商证券研究所

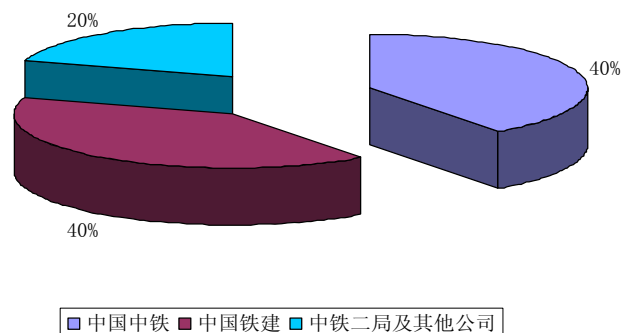
图 21：国内铁路总投资及基本建设投资预测



资料来源：《中国铁道统计年鉴》、浙商证券研究所

3、行业竞争格局：寡头垄断

图 22：铁路基建行业竞争格局



资料来源：浙商证券研究所

表 5：2007 年 ENR 中国承包商排名

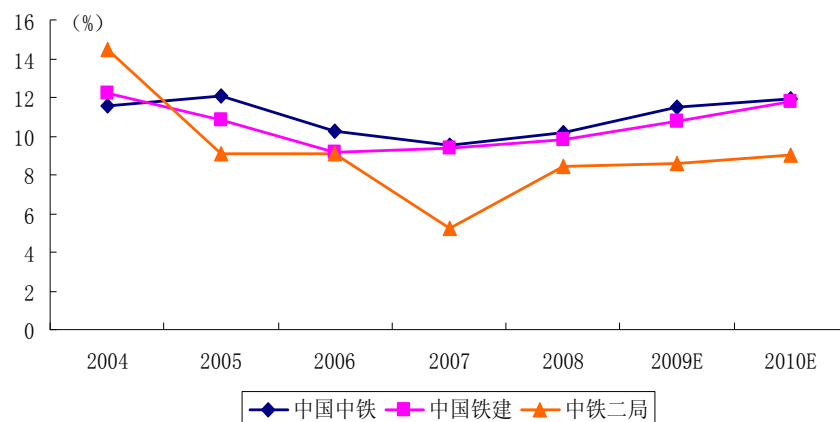
公司名称	排名
中国中铁股份有限公司	1
中国铁建股份有限公司	2
中国建筑工程总公司	3
中国交通建设集团	4
中国冶金科工集团公司	5
上海建工集团	6
东方电气集团公司	7
北京城建集团中国	8
浙江建设投资集团	9
北京城开建设服务有限责任公司	10

资料来源：ENR、浙商证券研究所

当前铁路基建行业基本处于寡头垄断的局面，即中国中铁（601390）和中国铁建（601186）双雄争霸，在铁路基建市场上，上述两家公司的份额均为 40% 左右，合计达 80% 左右，而中铁二局（600528）等其他公司占有余下 20% 的市场份额。鉴于当前铁路建设资金量大、行业门槛高以及一定程度上的行政垄断，当前寡头垄断的市场格局在短期内将不会被打破。基于此，作为行业龙头的中国中铁（601390）和中国铁建（601186）将坐享行业发展的机遇。根据前述对于铁路基建投资的预测，我们估算得出，2009-2010 年间，中国中铁（601390）和中国铁建（601186）各有 5600 亿元的市场份额。

4、行业毛利率有改善的空间

图 23：中国中铁、中国铁建和中铁二局的毛利率走势



资料来源：Wind 资讯、浙商证券研究所

注：中国铁建和中铁二局 2008 年的数据为预测值

从 A 股市场看，中国中铁（601390）、中国铁建（601186）和中铁二局（600528）三家公司基本构成了铁路基建的子行业。当前铁路基建子行业的毛利率在 10% 左右，其中中国中铁（601390）、中国铁建（601186）和中铁二局（600528）分别为 10.2%、9.8% 和 8.44%。我们预计 2009-2010 年间，行业毛利率有提升的空间，有望达到 11-12%，其中的原因在于：（1）各个公司管理效率的提高，提供了成本控制的空间；（2）水泥、重轨钢等原材料价格的下降将大大降低铁路基建的成本；（3）铁道部有望在铁路造价核算中考虑全面的材料价格变动，如此铁路造价有望提升。

四、行业投资策略

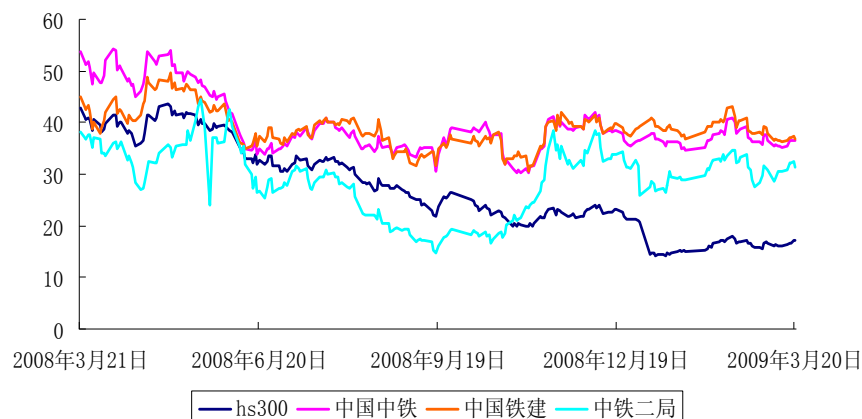
1、估值与评级

从 PE 的角度看，当前（3 月 20 日）中国中铁（601390）、中国铁建（601186）和中铁二局（600528）三家公司静态 PE 分别为 36 倍、37 倍和 31 倍，相对于 hs300 指数 17 倍 PE 而言，不具有估值的优势。

从 PB 的角度看,当前(3 月 20 日)中国中铁(601390)、中国铁建(601186)和中铁二局(600528)三家公司较 hs300 指数优势不太显著。它们的 PB 分别为 2.08 倍、2.28 倍和 3.78 倍,而同期的 hs300 指数的 PB 为 2.87 倍,高出中国中铁(601390)和中国铁建(601186)仅 0.5 倍左右。

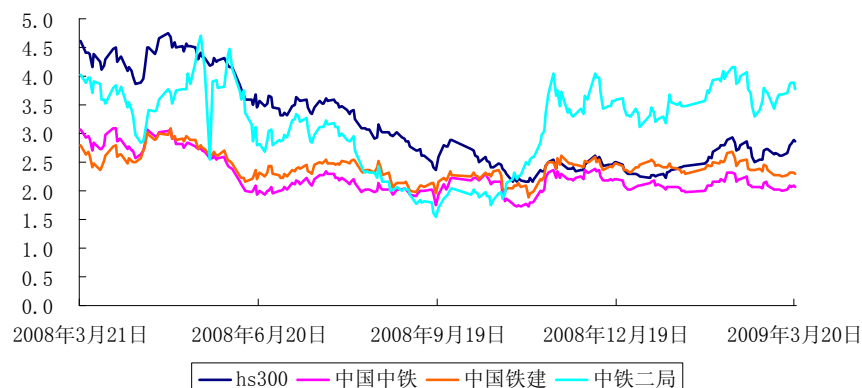
我们认为,尽管短期内有积极性财政政策推动,长期看铁路投资高达 3.37-4.33 万亿元,但由于当前铁路基建行业估值水平相对合理,因此在 2009 年第二季度我们下调行业投资评级至“中性”。但从长期而言,我们还是看好行业的发展前景。

图 24: 中国中铁、中国铁建、中铁二局 PE 走势



资料来源: Wind 资讯、浙商证券研究所

图 25: 中国中铁、中国铁建、中铁二局 PB 走势



资料来源: Wind 资讯、浙商证券研究所

2、重点公司

我们的选股思路为：从行业竞争格局出发，选择行业龙头公司。具体而言，建议投资者可以适当关注中国中铁（601390）和中国铁建（601186），待相关公司股价回调后，存在投资机会。

表 6：重点公司估值与投资评级表

股票名称	投资评级	每股收益			市盈率		
		2007A	2008E	2009E	2007A	2008E	2009E
中国中铁	中性	0.15	0.08	0.22	36.07	67.63	24.59
中国铁建	中性	0.25	0.32	0.42	37.6	29.38	22.38
中铁二局	中性	0.42	0.32A	0.43	23.62	31	23.07

资料来源：浙商证券研究所（以 2009 年 3 月 20 日收盘价计算）

■ 中国中铁（601390）

（1）根据初步估算，2008 年公司新签合同金额达 4000 亿元以上，较 2008 年 2750 亿元的经营目标超出了 45%左右，其中铁路基建业务占到新增合同金额的 50%以上。与此同事，鉴于“4 万亿”投资计划以及 2 万亿的铁路投资计划，公司作为铁路基建子行业的龙头公司，将继续受益其中，预计 2009-2010 年新增订单 5600 亿元左右，能够为公司带来毛利 600 亿元左右。如此，公司 2009 年经营业绩持续增长值得期待。

（2）公司是全球最大的多功能建筑集团之一，在 2007 年《财富杂志》公布的“世界 500 强”企业中排名 342，在“世界品牌 500 强”中排名 417 为。公司业务涉及基建建设、勘察设计与咨询服务、工程设备和零部件制造、房地产开发等，且在中国公路、桥梁和隧道、城市轨道方面具有领军地位，其中铁路基建市场占有率 40%左右、勘察设计与咨询服务市场占有率达 31%以及国内大型桥梁钢结构制造与销售市场份额约占 80%。

（3）领先的技术优势、丰富的建设经验、良好的政府合作关系、强大的技术管理团队以及提供“一站式”解决方案，造就公司核心竞争优势。在当前积极财政政策深入执行、基建项目陆续展开的背景下，公司将受益其中。

（4）截止 2008 年三季度，公司汇兑损失 19.39 亿元（主要由于澳元汇率大幅下降引起的），结合 2008 年第四季度澳元对人民币汇率再次下跌 13.54%所引起的约 6.5 亿元的汇兑损失，我们预计全年公司汇兑损失在 26 亿元左右。我们认为，尽管汇兑损失拖累 2008 业绩（影响 EPS 约 0.09 元），但随着公司外汇敞口的下降，将无碍 2009 年的发展。

（5）我们预计公司 2009 年的 EPS 为 0.22 元，对应的动态 PE 为 24.59 倍。尽管我们看好公司长远的发展前景，但短期内公司估值相对较高，价值已得到了反映，我们下调公司投资评级至“中性”。建议投资者适当关注，在股价回调后介入。

■中国铁建（601186）

（1）公司是我国乃至全球特大型综合建设集团之一，2006 年、2007 年连续入选“世界 500 强企业”，分别排名第 485 位和第 384 位；连续九年入选“全球 225 家最大承包商”，2007 年入选“中国企业 500 强”，排名第 15 位。公司业务覆盖面广泛，涵盖基础设施的工程承包、勘察、设计、咨询等全部范围。

（2）根据初步估算，2008 年公司新签合同金额达 4000 亿元以上，较 2008 年 2500 亿元的经营目标超出了 60%左右，如此为公司未来的经营业绩持续增长打下了坚实的基础。与此同时，鉴于“4 万亿”投资计划以及 2 万亿的铁路投资计划，公司作为铁路基建子行业的龙头公司，将受益其中，预计 2009-2010 年新增订单 5600 亿元左右，能够为公司带来毛利 600 亿元左右。

（3）公司海外工程承包业务是一大亮点，借助“走出去”的政策，公司业务区域遍及世界 60 多个国家和地区，成为国内成长最快、海外新签合同额最高的基础建设工程承包商。我们预计，公司 2008、2009 年海外合同金额占比在 10%左右。当然，随着金融海啸对全球实体经济继续施加负面影响，公司海外订单与工程施工存在下降与推迟的风险。

（4）公司铁路大型养路机械制造居亚洲第一、世界第二，主要产品占全国市场份额约 80%。随着 2010 年 9 万公里、2012 年 11 万公里以及 2020 年 12 万公里营业里程的相继实现，铁路养护机械需求将不断增大，公司作为其中的行业翘楚，受益其中值得期待。

（5）我们预计公司 2009 年的 EPS 为 0.45 元，对应的动态 PE 为 20.89 倍。尽管我们看好公司长远的发展前景，但短期内公司估值相对较高，价值已得到了反映，我们下调公司投资评级至“中性”。建议投资者适当关注，在股价回调后介入。

五、风险提示

- 1、铁路基建投资需要大量资金，资金能否及时、足额到位，将影响到相关铁路的建设进程，进而影响公司的经营业绩。
- 2、铁路建设技术复杂且行政审批繁琐，可能导致项目延期，进度低于预期。
- 3、尽管相关公司的外汇敞口在逐渐下降，但汇兑损失风险还是值得投资者关注的。

研究员介绍:

戴方: 经济学硕士, 毕业于复旦大学中国经济研究中心, 2008 年加入浙商证券研究所, 从事房地产行业、建筑建材行业研究。

投资评级的说明:

股票投资评级

- 强烈推荐:** 相对于沪深 300 指数, 预期未来 6 个月内上涨幅度在 20%以上;
- 推荐:** 相对于沪深 300 指数, 预期未来 6 个月内上涨幅度在 10% - 20%;
- 中性:** 相对于沪深 300 指数, 预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%;
- 回避:** 相对于沪深 300 指数, 预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上;

行业投资评级

- 推荐:** 预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数;
- 中性:** 预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平;
- 回避:** 预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数;

特别声明:

本报告版权归“浙商证券”所有, 未经事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下, 我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。