



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

观点聚焦
证券研究报告

2011年6月1日

铁路行业

研究部

任重

分析师，SAC 执业证书编号：

S0080511010058

renzhong@cicc.com.cn

杨鑫，CFA

分析师，SAC 执业证书编号：

S0080208020077

yangxin@cicc.com.cn

突破能力瓶颈，持续享受改革红利

铁路行业投资策略报告

投资建议：

我们看好铁路行业的基本面出现反转，主要理由在于：1) 硬件方面，在高铁陆续竣工、客货分流带来既有线货运能力大幅提升的背景下，铁路客货运能力在未来五年有望翻倍；2) 软件方面，铁路市场化改革将逐步改变铁路运营的考核体系和运作机制，带来铁路行业运行效率和盈利能力的提升。因此，我们认为铁路行业的上市公司将有望出现普涨机会，重申大秦铁路、广深铁路和铁龙物流“推荐”的投资评级。

理由：

铁路市场化改革有其必然性，铁路运输将迎来景气周期。过去 20 年，中国铁路的市场化改革始终在“收”和“放”之间博弈，除了体制问题之外，铁路运输的需求和供给是其核心矛盾。在 1998 年经济形势不好的情况下，“减亏增效”是主要矛盾，于是铁路市场化改革成为发展的主线；在 2003 年中国经济重回高速发展通道后，“铁路运力不足”成为主要矛盾，市场化改革戛然而止，跨越式建设成为发展的主线（图表 1）。目前，中国的经济重新步入放缓周期，铁路市场化改革也开始被重提，改革红利有望重现并且能力瓶颈已经得到有效突破，必将进入一段较长的景气周期。

改革红利释放有望带来行业盈利能力提升，有望重温 1998 年情景。从盛部长此前的讲话中，我们发现此次市场化改革思路和举措与 1998 年改革极为相似（图表 2），但对权力下放力度和具体考核标准两项核心内容涉及不多，力度方面仍有待观察。我们期待最早于 6 月中旬召开的铁路工作会议上能对相应内容有进一步的阐述。考虑到 1998 年的改革通过加强客货市场营销、层层落实经营责任以及严格控制成本，成功带动行业盈利迅速提升（图表 3）。我们认为，此次的铁路市场化改革将可能重现 1998 年的改革红利，铁路行业盈利能力将得到增强。

短期更看好铁路运能释放和路产资源活化带来的被动式增长。铁路市场化改革，从核心上来看是要使各铁路局的身份从管理者转变成经营者：以前是被人求，现在是求别人；以前基本不和终端客户接触，现在要主动和终端客户接触，这个转变很困难。我们认为：1) 在铁路政企不分的体制不变的情况下，主动开拓和整合市场需求的能力仍将是短板；2) 在铁路运能翻倍和运营更加市场化的背景下，被动响应市场需求以及现有资源活化的机会将明显增加。比如，我们看好铁路货运能力提升带来的既有线货运运量增长（图表 4），也看好在发达地区利用车站/动车组开展广告业务和提供多种经营服务的前景（图表 5），但认为以路局为中心发展一体化现代物流模式在现阶段仍不成熟。

行业/上市公司利好因素将有望在下半年持续出现：1) 6 月末京沪高铁通车，客货分流带来路网货运能力增强；2) 最早于 6 月中旬召开的铁路工作会议将确定市场化改革核心内容和相关举措，各个路局开始全面进行市场化改革探索；3) 铁道部十二五规划出台；4) 资产注入重启；5) 年底北京-武汉高铁贯通，干线货运能力进一步提升。

估值和投资建议：

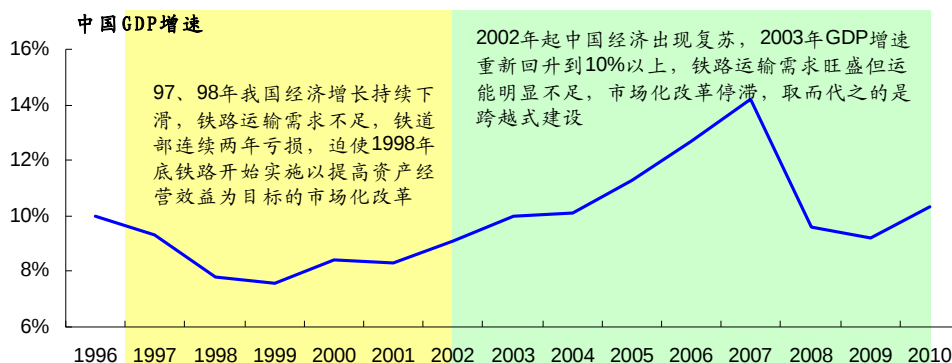
主题投资建议配置铁龙物流和广深铁路：1) 受益铁路货运能力释放更加明显：其中广深铁路未来五年货运运量将有望翻倍，而铁路物流特种箱业务将依托铁路运能的释放得到更大的发展空间；2) 铁龙物流更加受益于铁路运输由简单线上运输向全程物流企业转型的战略：在各铁路局主动开拓市场能力不足的情况下，铁龙物流有望作为嫁接在铁路局和终端客户之间的桥梁，在战略层面和经营层面均有望得到铁道部高层和各铁路局的进一步支持和更好的配合。3) 广深铁路更加受益于发展多种经营业务的战略：珠三角地区较为发达的经济和客运为主的业务结构使得路产资源活化进程更快、空间更大，广告业务和商业服务业务均可看高一线；4) 广深铁路的资产注入预期更强。

防御性配置/价值投资配置推荐大秦铁路和广深铁路 H 股：1) 大秦铁路：铁路股中估值最低（9.1 倍 2011 年市盈率），资产质量最好，分红收益率也最高（2011 年 5.5%），在市场调整中具备足够的安全边际，而铁路运输市场化改革和持续外延式增长预期则可以支撑公司股价在市场回暖时具备一定的进攻性。2) 广深铁路 H 股：2011 年市盈率 11.3 倍，市净率 0.7 倍，估值下行空间较小但股价上行刺激因素将在下半年逐步兑现。

风险：

铁道部市场化改革力度低于预期，中国经济放缓超出预期。

图表 1：铁路市场化改革和中国经济增速的关系（铁路供需的紧张程度决定了铁路市场化改革的进度）



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 2：此次铁路市场化改革和 1998 年市场化改革对比

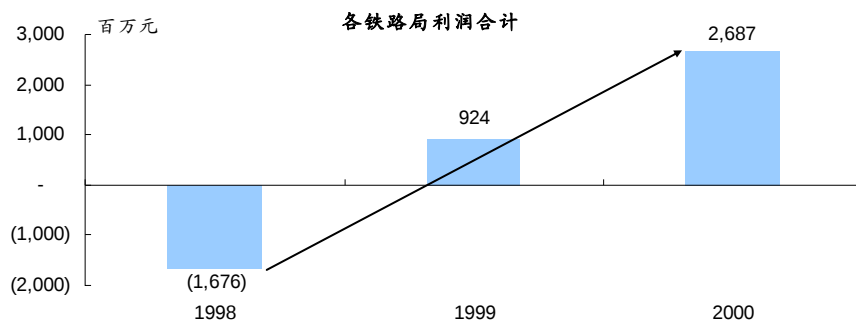
改革措施	1998	2011
明确运输主体，铁道部权利下放	实行政企分开，确立铁路局市场主体地位，明确界定政企管理边界 铁路局享有以下权利：自主编制年度运输生产计划的权利；管内运输经营权；财务收支计划权；大修支出自主权；设备更新改造自主权；机车、客车购置权；对闲置资产有处置权；工资分配权；机构设置权。	恢复铁路运输企业法人主体地位，自主经营，自负盈亏 铁道部要加强路网行车运行管理和安全管理，对运输企业要加强服务意识，对能力安排权利适度下放，对运价安排权限适度下放，对创造性收入适度下放。
运输指挥权	铁路局要服从全局运输集中统一指挥，维护全局运输秩序	未涉及运输指挥权的改革
适当调整运价	铁路局有权决定管内客货运价的浮动	4 月货运价格上调 2%，年内仍有继续上调的空间 客运方面，三种速度等级混合运行，多种票价和多种开行模式；
推进票务改革		积极推广电话订票、互联网售票、电子客票、银行卡购票、自动售票机，最大限度方便旅客。6 月 1 日起，全国所有动车组列车实行购票实名制。
延伸货运业务链	提高运输工作质量和工业产品质量	依托铁路运输优势，延长铁路货运服务链。铁路货运要适应现代物流业发展的要求，通过铁路货运客户服务系统，实行网上受理货物运输，以及接取、装卸、仓储、包装、加工、配送等业务，实行“一站式”办理、“一条龙”服务，实现由“站到站”到“门到门”服务的拓展，更好地满足社会需求。
扩大市场营销	铁路局要大力开拓市场，强化客货营销，发展运输主业，不断扩大市场份额	改善铁路运输企业市场营销能力，灵活安排运力资源，灵活配置人力资源和各类要素资源，扩大市场营销，延伸服务，改善货运结构，改善客座利用率。
强调经济效益	讲究投入产出，以经济效益为中心；在保证直通运输的前提下，铁路局自主设计管内运输产品，自主组织管内客货运输，自主配置运输资源，全方位拓展客货营销。	对高铁释放铁路运能和新增运能要及时安排货运，尤其是高附加值货运，提升运营经济效益。
明确考核标准	扭亏增盈（运输利润）指标；国有资产保值增值率，经营性资产收益率，投资收益上交率	尚未提出明确考核指标

权力下放力度和具体考核标准两项核心内容涉及不多，力度方面仍有待观察。

我们期待最早于 6 月中召开的铁路工作会议上能对相应内容有进一步的阐述。

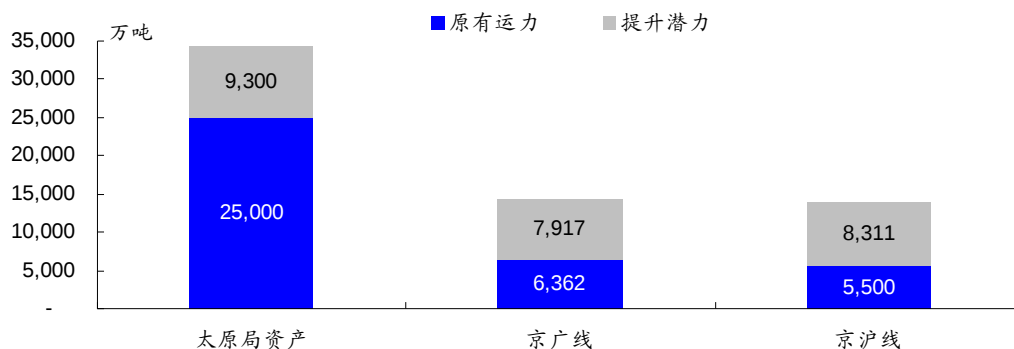
资料来源：中金公司研究部整理

图表 3：1998 年铁路市场化改革带来盈利大幅提升



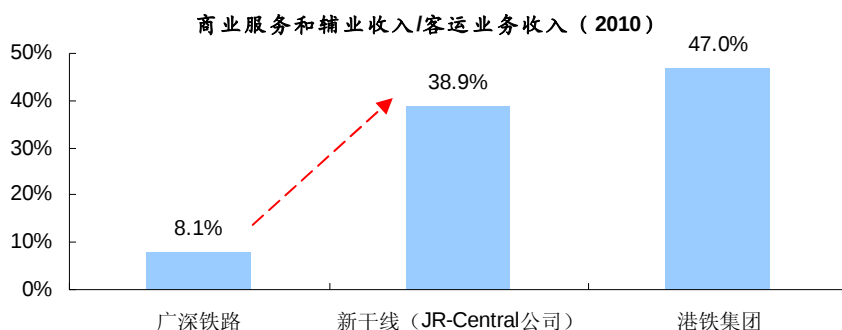
资料来源：中国交通年鉴，中金公司研究部

图表 4：高铁建成、既有线客货分流带来铁路货运能力大幅提升



资料来源：CEIC，公司数据，中金公司研究部

图表 5：广深铁路多种经营业务和新干线以及港铁集团差距较大，有较大的提升空间



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 6：铁路公司估值表

公司名称	股票代码	货币	股价	市值	市 盈 率				市 净 率				净资产收益率				现金分红收益率(%)				EV/EBITDA				CAGR	PEG
				(USD mn)	(X)	(X)	(%)	(%)	(X)	(X)	(%)	(%)	(X)	(X)	(%)	(%)										
11-5-3109A10A11E12E09A10A11E12E09A10A11E12E09A10A11E12E09A10A11E12E09~1209A																										
A股铁路上市公司																										
铁龙物流	600125.CH	CNY	10.70	2,119	40.0	29.3	24.9	18.7	5.1	4.4	3.7	3.1	13.4	16.1	16.2	18.2	0.6	0.0	0.0	0.0	15.8	13.7	16.2	11.9	29%	1.4
广深铁路	601333.CH	CNY	3.99	3,987	20.8	18.2	17.0	14.2	1.2	1.2	1.1	1.1	5.9	6.4	6.6	7.6	2.0	2.3	2.4	2.9	9.3	8.1	7.3	6.0	14%	1.5
大秦铁路	601006.CH	CNY	8.44	19,035	17.6	12.1	9.1	8.3	2.3	2.2	1.9	1.8	13.3	18.5	18.5	18.4	3.6	4.1	5.5	6.1	9.8	6.9	5.4	4.6	28%	0.6
平均值					26.1	19.8	17.0	13.7	2.9	2.6	2.3	2.0	10.8	13.7	13.8	14.7	2.0	2.1	2.6	3.0	11.6	9.6	9.6	7.5	24%	1.1
中值					20.8	18.2	17.0	14.2	2.3	2.2	1.9	1.8	13.3	16.1	16.2	18.2	2.0	2.3	2.4	2.9	9.8	8.1	7.3	6.0	14%	1.5
H股铁路上市公司																										
广深铁路	525.HK	HKD	3.13	4,049	14.6	12.8	11.3	9.2	0.8	0.8	0.7	0.7	5.8	6.1	6.4	7.5	2.9	3.4	3.7	4.5	6.5	5.6	4.8	3.9	16%	0.9
国际铁路公路上市公司																										
亚洲																										
地铁公司	66.HK	HKD	28.55	21,191	16.9	18.8	20.3	18.0	1.5	1.5	1.4	1.3	9.4	8.1	7.0	7.5	1.8	1.9	1.9	2.1	10.8	15.2	15.1	14.4	-2%	n.m.
East Japan Railway	9020.JP	JPY	4,740	22,764	15.6	12.3	11.1	9.8	1.1	1.0	0.9	0.9	6.9	8.3	8.9	9.2	2.3	2.4	2.5	2.8	7.6	7.2	7.0	6.7	17%	0.9
Central Japan Railway	9022.JP	JPY	638,000	16,469	13.7	11.6	10.2	9.0	1.1	1.1	1.0	0.9	8.7	9.7	10.2	10.6	1.4	1.4	1.5	1.5	7.8	7.5	7.4	7.2	15%	0.9
West Japan Railway	9021.JP	JPY	310,500	7,456	24.2	18.0	16.0	12.2	0.9	0.9	0.9	0.8	3.7	5.0	5.7	6.8	2.3	2.3	2.5	3.2	7.8	7.0	6.5	6.2	26%	0.9
Hankyu Holdings	9042.JP	JPY	305	4,656	35.7	18.7	14.9	12.5	0.8	0.8	0.8	0.7	2.3	4.3	5.1	5.8	1.6	1.6	1.6	1.6	12.2	12.9	12.2	11.5	0.4	0.9
Container Corp of India	CCRI.IN	INR	1,100	3,147	18.4	16.5	14.8	13.8	3.3	2.9	2.5	2.3	19.4	19.5	19.1	14.8	1.3	1.5	1.7	2.3	12.9	11.4	10.2	10.0	10%	1.8
SMRT Corp	MRT.SP	SGD	1.91	2,268	17.9	18.0	16.3	14.8	3.6	3.6	3.4	3.2	21.8	20.2	21.3	21.8	4.5	4.4	4.7	5.1	8.1	8.7	8.1	7.5	6%	2.8
平均值					20.3	16.3	14.8	12.9	1.8	1.7	1.6	1.5	10.3	10.7	11.0	10.9	2.2	2.2	2.4	2.7	9.6	10.0	9.5	9.1	16%	1.2
中值					17.9	18.0	14.9	12.5	1.1	1.1	1.0	0.9	8.7	8.3	8.9	9.2	1.8	1.9	1.9	2.3	8.1	8.7	8.1	7.5	13%	1.4
北美洲																										
Union Pacific	UNP.US	USD	103.53	50,784	27.5	19.5	16.9	14.6	3.0	2.9	2.7	2.5	11.7	15.2	16.5	18.8	1.0	1.2	1.3	1.7	10.3	9.3	8.5	7.7	24%	1.2
Norfolk Southern	NSC.US	USD	72.57	25,633	26.0	18.6	15.8	13.7	2.5	2.5	2.3	2.2	10.4	13.5	14.8	16.8	1.9	1.9	2.1	2.4	9.8	9.1	8.2	7.7	24%	1.1
CSX Corp	CSX.US	USD	77.93	28,646	26.5	19.6	16.8	14.7	3.5	3.3	3.0	2.9	13.6	16.6	18.2	21.3	1.1	1.2	1.4	1.6	9.7	9.3	8.5	7.9	22%	1.2
Canadian National Railway	CNR.CN	CAD	75.74	34,936	19.2	18.4	16.2	14.4	3.0	3.0	2.6	2.4	17.0	16.8	17.0	17.2	1.3	1.4	1.6	1.7	11.2	10.3	9.4	8.7	10%	1.9
Canadian Pacific Railway	CP.CN	CAD	61.55	10,561	16.7	16.3	13.6	11.9	2.1	2.0	1.8	1.6	9.8	13.1	13.4	13.8	1.6	1.7	1.9	2.1	9.5	8.8	7.8	7.2	12%	1.4
平均值					23.2	18.5	15.9	13.8	2.8	2.7	2.5	2.3	12.8	15.0	16.0	17.6	1.4	1.5	1.6	1.9	9.8	9.4	8.5	7.8	19%	1.2
中值					26.0	18.6	16.2	14.4	3.0	2.9	2.6	2.4	12.7	15.2	16.5	17.2	1.3	1.4	1.6	1.7	9.8	9.3	8.5	7.7	22%	1.2
全球铁路平均值					21.6	17.1	15.1		2.3	2.1	1.9		11.1	12.8	13.3		2.0	2.2	2.5		10.0	9.3	8.8		0.2	1.3
全球铁路中值					18.4	18.0	15.8		2.3	2.2	1.9		10.4	13.5	14.8		1.8	1.9	1.9		9.8	8.8	8.1		0.2	1.1

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部；注：*除大秦，广深铁路和铁龙物流数据为中金预测，其它数据均为市场预测数据，来自彭博资讯。

图表 7: A 股交通基础设施公司估值表

公司名称	股票代码	股价	市值	市盈率				市净率				净资产收益率				现金分红收益率				CAGR	PEG
		(RMB)	(US\$ m)	(X)	(X)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)					
11-5-31																					
A股高速公路上市公司																					
宁沪高速*	600377.CH	6.80	5,194	17.0	13.8	12.4	11.2	2.0	2.0	1.9	1.8	12.0	14.1	14.9	15.6	4.6	5.3	5.9	6.5	15%	0.7
皖通高速*	600012.CH	5.67	1,408	14.0	12.0	8.7	7.5	1.8	1.6	1.5	1.3	12.3	13.4	16.5	16.9	3.5	3.7	4.9	5.4	23%	0.3
深高速*	600548.CH	5.03	1,582	20.3	14.7	13.6	12.3	1.3	1.3	1.2	1.1	6.6	8.6	8.9	9.4	2.4	3.2	3.4	3.8	18%	0.7
楚天高速*	600035.CH	4.94	699	15.4	11.5	9.4	8.4	1.7	1.5	1.4	1.2	11.2	13.4	14.5	14.8	1.6	1.6	2.0	2.2	23%	0.4
赣粤高速*	600269.CH	5.09	1,805	9.7	9.5	9.6	9.0	1.4	1.3	1.1	1.0	14.0	13.4	12.0	11.5	1.9	2.0	1.9	2.1	2%	3.7
山东高速*	600350.CH	4.58	2,339	20.8	12.3	10.2	9.1	1.6	1.5	1.1	1.0	11.2	12.1	11.1	11.4	1.9	2.3	2.7	3.1	32%	0.3
四川成渝*	601107.CH	6.03	2,494	22.3	16.1	14.5	12.9	2.5	2.2	2.0	1.8	11.3	13.8	13.7	13.7	1.1	1.4	1.6	1.8	20%	0.6
现代投资*	000900.CH	17.55	1,064	11.1	9.5	8.8	9.5	1.9	1.7	1.5	1.4	17.0	17.9	17.6	15.0	4.4	4.7	5.1	4.6	5%	1.8
五洲交通*	600368.CH	6.72	567	26.2	17.5	8.8	7.9	1.7	1.6	1.4	1.3	6.6	9.2	16.2	15.9	1.2	1.6	3.3	3.6	49%	0.2
粤高速*	000429.CH	4.87	840	18.4	16.9	18.2	16.8	1.7	1.5	1.4	1.4	9.2	9.0	7.9	8.1	2.1	2.2	2.1	2.2	3%	5.5
福建高速	600033.CH	3.42	1,425	11.5	12.4	11.7	16.3	1.4	1.6	1.5	1.3	12.6	10.5	11.4	7.9	1.9	2.1	2.6	2.8	-11%	n.m.
A股高速公路平均				17.0	13.3	11.4	11.0	1.7	1.6	1.5	1.3	11.3	12.3	13.1	12.7	2.4	2.7	3.2	3.5	16%	0.7
A股铁路上市公司																					
铁龙物流*	600125.CH	10.70	2,119	40.0	29.3	24.9	18.7	5.1	4.4	3.7	3.1	13.4	16.1	16.2	18.2	0.6	0.0	0.0	0.0	29%	0.6
广深铁路*	601333.CH	3.99	3,987	20.8	18.2	17.0	14.2	1.2	1.2	1.1	1.1	5.9	6.4	6.6	7.6	2.0	2.3	2.4	2.9	14%	1.0
大秦铁路*	601006.CH	8.44	19,035	17.6	12.1	9.1	8.3	2.3	2.2	1.9	1.8	13.3	18.5	18.5	18.4	3.6	4.1	5.5	6.1	28%	0.3
A股铁路平均				26.1	19.8	17.0	13.7	2.9	2.6	2.3	2.0	10.8	13.7	13.8	14.7	2.0	2.1	2.6	3.0	24%	0.6
A股港口上市公司																					
上港*	600018.CH	3.95	13,635	22.1	15.4	14.2	11.4	2.6	2.3	1.9	1.8	11.7	15.3	13.6	15.5	2.4	3.4	3.7	4.6	25%	0.5
盐田港*	000088.CH	7.65	1,445	20.7	23.1	19.1	18.2	2.3	2.2	2.1	2.0	11.5	9.8	10.6	11.2	2.9	2.6	3.0	3.3	4%	4.1
深赤湾*	000022.CH	14.23	1,277	21.9	15.4	14.6	13.5	3.2	2.7	2.5	2.3	14.7	17.7	17.0	16.6	2.3	3.3	3.4	3.7	17%	0.8
天津港*	600717.CH	8.29	2,106	21.6	17.3	13.8	11.3	1.4	1.3	1.2	1.2	6.6	7.7	9.0	10.2	1.2	1.2	1.9	2.3	24%	0.5
宁波港*	601018.CH	14.23	1,445	21.5	17.4	15.2	13.9	2.7	1.6	1.5	1.4	12.6	9.4	10.0	10.1	2.6	1.7	2.0	2.1	16%	0.9
大连港*	601880.CH	3.75	2,296	22.8	20.4	19.3	17.8	1.7	1.2	1.2	1.1	7.6	7.6	5.9	6.2	6.7	1.6	1.7	1.9	9%	2.1
日照港* (增发后)	600017.CH	4.20	1,676	32.1	22.3	20.6	17.5	2.1	2.0	1.6	1.5	7.8	8.8	7.9	8.7	0.0	0.0	1.5	1.7	22%	0.8
营口港*	600317.CH	5.85	974	33.0	59.6	39.0	29.3	1.9	1.3	1.3	1.2	5.9	6.6	4.4	5.5	1.7	0.0	0.0	0.0	4%	7.2
锦州港*	600190.CH	4.59	1,050	44.0	32.9	33.3	32.9	2.0	1.9	1.8	1.7	4.6	6.3	5.5	5.3	0.5	0.8	0.7	0.7	10%	3.3
A股港口平均				26.6	24.9	21.0	18.4	2.2	1.8	1.7	1.6	9.2	9.9	9.3	9.9	2.3	1.6	2.0	2.3	13%	1.4
A股机场上市公司																					
上海机场*	600009.CH	13.36	3,905	36.4	19.6	16.1	13.9	2.0	1.8	1.6	1.5	5.5	9.2	10.2	10.6	0.4	0.5	0.6	0.7	38%	0.4
深圳机场*	000089.CH	5.59	1,433	16.4	13.2	12.4	11.2	1.8	1.6	1.4	1.3	11.1	12.2	11.7	11.5	0.5	0.7	0.7	0.8	14%	0.8
白云机场*	600004.CH	8.10	1,413	17.1	15.8	14.5	13.4	1.5	1.4	1.4	1.3	8.8	9.0	9.4	9.6	3.2	3.0	3.3	3.7	9%	1.6
厦门空港*	600897.CH	14.19	641	15.6	15.1	13.9	12.6	3.2	2.7	2.3	1.9	20.3	17.6	16.3	15.4	0.0	0.0	0.0	0.0	7%	1.7
A股机场平均				21.4	16.0	14.2	12.8	2.1	1.9	1.7	1.5	11.4	12.0	11.9	11.8	1.0	1.1	1.2	1.3	19%	0.7
A股基础设施上市公司平均值				21.4	18.0	15.3	13.4	2.2	1.9	1.7	1.6	10.9	12.2	12.3	12.6	2.2	2.2	2.6	2.9	17%	0.8
A股基础设施上市公司中值				20.8	15.6	14.3	12.8	1.9	1.7	1.5	1.4	11.2	12.2	11.9	11.5	2.0	2.2	2.6	3.0	18%	0.7

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部；注：*数据为中金预测，其他为市场预测数据，来自彭博资讯

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。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。投资者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、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/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，中金公司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。

中金公司的销售人员、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。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、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。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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信赖依据。

截至报告发布之日前十二个月，中金公司为大秦铁路提供过投资银行服务。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测12个月之内绝对收益20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~-10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED