



公路铁路运输

2011.11.18

运营瓶颈凸显 政策导向分化

——2012 年公路铁路行业投资策略

宋伟亚
0755-23976003
songweiya009360@gtjas.com
编号 S0880511050001

本报告导读：

铁路股估值具有吸引力，中长期政策导向积极，“增持”评级，看好铁龙、大秦。公路主业成长性不足、行业政策导向偏负面，“中性”评级，看好宁沪、五洲。

摘要：

- **陆运板块走势分化。**高速公路受制于成长性缺失与政策风险，板块估值承压，行业指数跑输市场 8.4%。铁路运输受益于行业改革预期，行业指数跑赢市场 11.5%。

高速公路行业

- **通行费收入增速放缓。**行业通行费率相对稳定；受国内经济增长放缓、路网分流效应逐步显现、农产品“绿色通道”全面实行影响，通行费收入增速伴随车流量增速下滑。
- **主辅业扩张尝试突破。**新建或收购路产盈利能力较明显低于公司既有资产，主业扩张中短期难现积极贡献。辅业拓展涉及房地产、工程施工、油品销售等回报稳定项目或参股金融企业，尚处于初级阶段。
- **行业政策导向中性偏负面。**收费公路清理工作调查摸底阶段基本完成，正进行自查自纠；“低费率/长年限”改革是中长期政策导向，整体影响偏中性。行业政策中短期对上市公司直接影响小，且股价反应较充分；其潜在的中长期影响是无法再期待外生政策利好。
- **公路行业“中性”评级。**行业成长性不足、政策风险犹存，优选低估值品种，推荐宁沪高速（股息率高）、五洲交通（辅业收获）。

铁路运输行业

- **国际改革经验参考。**70 年代美国实施客货分离、鼓励兼并重组、货运市场化等改革，铁路货运状况大幅改善，全国 13 条一级铁路线路基本摆脱亏损。80 年代日本实施国铁市场化改革，减少政府干预、放松运价管制、拓展多元化经营，铁路运行效率和经济效益明显提高。
- **我国铁路发展面临瓶颈。**公益定位和全面管制使得铁路客货运输市场份额逐年下降；兴建铁路耗资巨大，铁道部负债率高企；运营成本增速较快，铁道部盈利能力下降；中长期看铁路市场化改革势在必行。
- **市场化改革期待。**（1）货运价格提升，预计普货运价提升惯例仍将继续，煤炭特殊运价同样存在上调需求。（2）多元化经营已确立为铁道部长期发展战略，其中全程物流/现代物流是战略重点。（3）“十二五”基建投资规模虽下调，高铁骨干网络建设仍将推进，高铁投放为铁路运行体制变革提供基础条件。（4）铁道部秉承“以存量换流量”的思路，继续推进铁路优质存量资产改制上市或注入上市公司。
- **铁路行业“增持”评级。**板块估值处于历史低位，铁路政策导向积极，相关公司预期受益制度红利。推荐铁龙物流（特箱保有量快速增长、沙鲛运能提升）、大秦铁路（低估值、股息率高）。主要风险在于行业改革具体进程蕴含较大不确定性。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：

中性

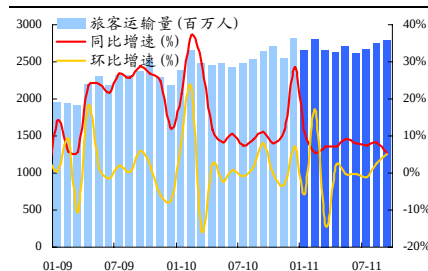
上次评级：

中性

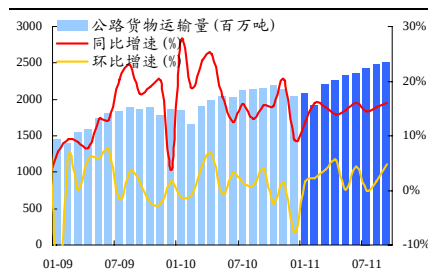
细分行业评级

高速公路	中性
铁路运输	增持

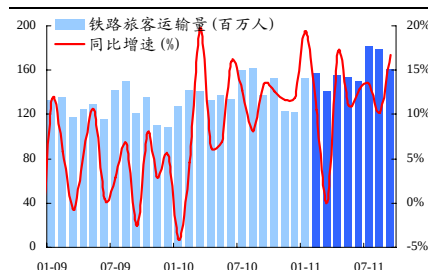
公路客运量



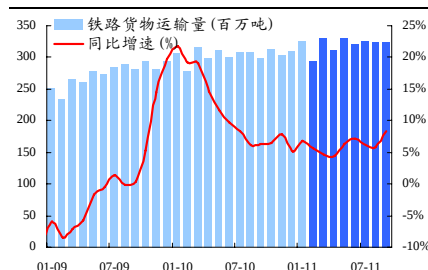
公路货运量



铁路客运量



铁路货运量



相关报告

公路铁路运输：《调整充分 防御价值渐凸显》

2011.10.24

公路铁路运输：《公路中报业绩下滑 开拓辅业谋发展》

2011.09.16

公路铁路运输：《公路平稳增长 铁路改革进程或延缓》

2011.08.05

公路铁路运输：《公路平稳增长 铁路改革进程或延缓》

目 录

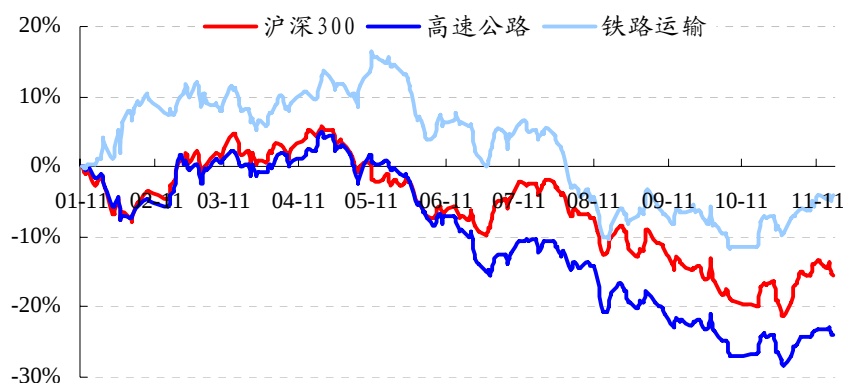
1. 市场回顾：陆运板块走势分化.....	3
2. 公路业：主业增速放缓，政策导向偏负面	4
2.1. 客货运输平稳增长.....	4
2.2. 通行费收入增速放缓.....	5
2.3. 主业扩张不乐观，多元拓展尚处初级阶段.....	6
2.4. 行业政策导向中性偏负面.....	7
2.5. 现金分红：宁沪高速股息率超 6%.....	9
2.6. 推荐宁沪高速、五洲交通.....	10
3. 铁路业：瓶颈凸显，改革蓄势.....	11
3.1. 客货运输平稳增长.....	11
3.2. 国际改革经验参考.....	12
3.2.1. 美国通过客货分离实现货运市场化.....	12
3.2.2. 日本国铁市场化改革后扭亏为盈.....	13
3.3. 国内铁路发展现状与瓶颈.....	14
3.4. 市场化改革期待.....	15
3.4.1. 货运价格提升.....	15
3.4.2. 多元化经营.....	16
3.4.3. 高铁投放推进客货分离.....	17
3.4.4. 资产注入.....	18
3.5. 现金分红：大秦铁路较优.....	18
3.6. 推荐铁龙物流、大秦铁路.....	19

1. 市场回顾：陆运板块走势分化

截至 2011-11-11，高速公路行业指数本年度累计下跌 23.9%，跑输市场 8.4%。高速公路板块绝对估值与相对估值均处于历史低位，成长性缺失与政策风险是板块估值承压的主因。

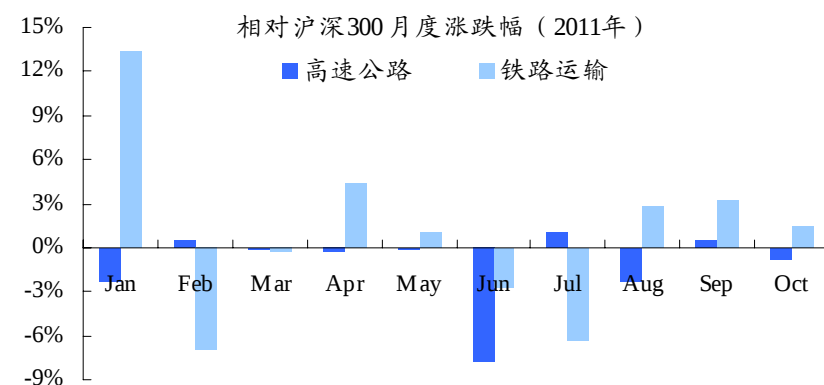
铁路运输行业指数本年度累计下跌 4.0%，跑赢市场 11.5%。铁路运输板块受益行业改革预期，在市场下行时显现抗跌。

图 1：年初至今高速公路跑输市场 8.4%，铁路运输跑赢市场 11.5%



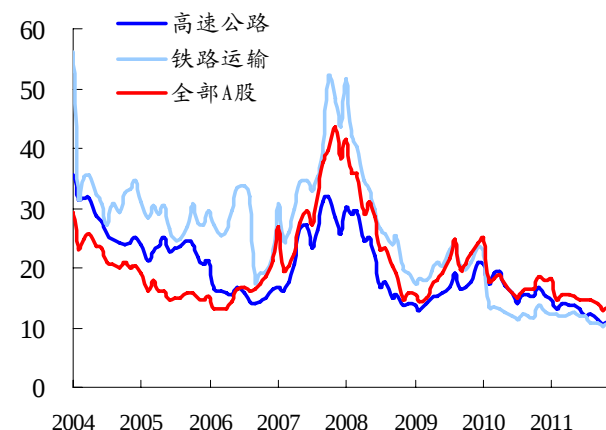
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 2：2011 年陆运板块月度大幅波动主要系事件驱动



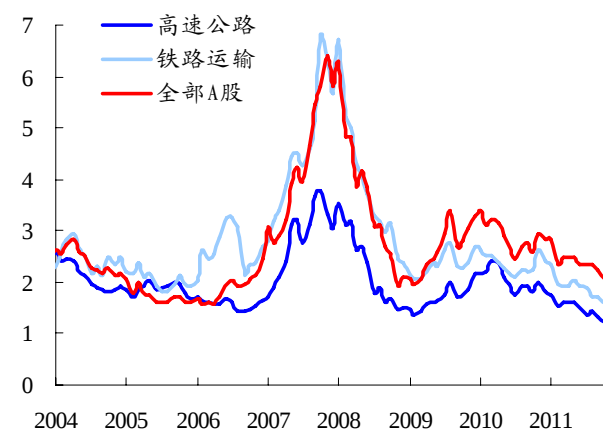
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 3：公路、铁路板块 11 年 PE 分别为 10.9X、10.8X



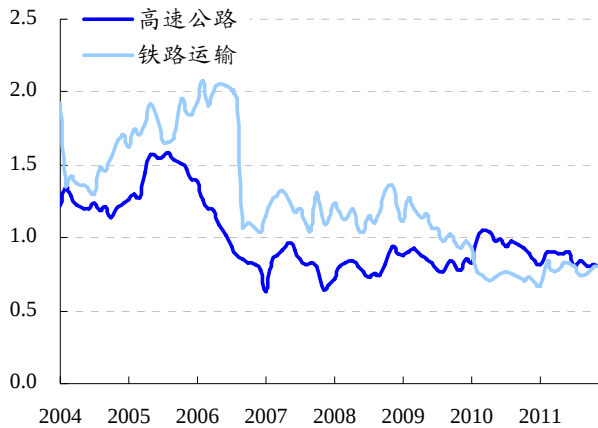
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 4：公路、铁路板块 PB 分别为 1.26X、1.72X



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

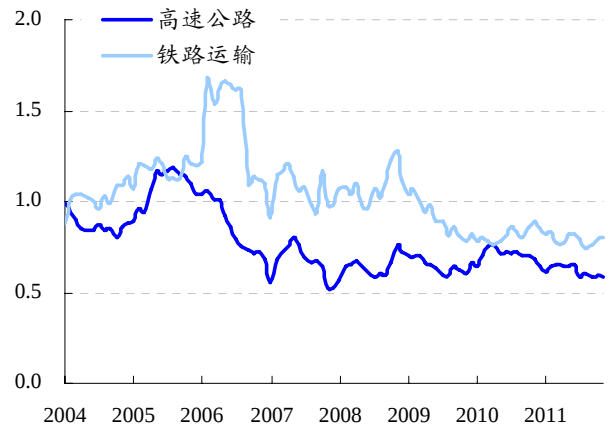
图 5: 公路、铁路板块相对 PE 仅为 0.81、0.80



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

注: 相对 PE = 子行业 PE / 全部 A 股 PE

图 6: 公路、铁路板块相对 PB 仅为 0.59、0.80



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

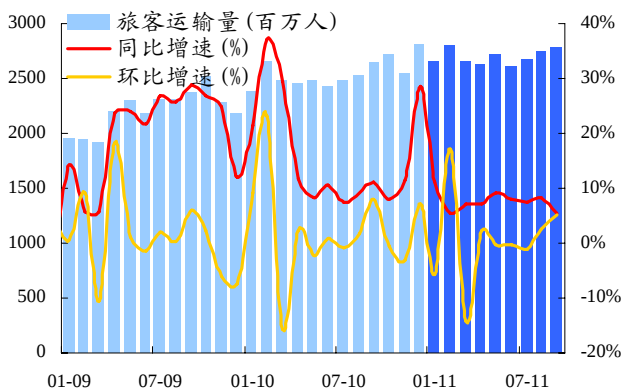
注: 相对 PB = 子行业 PB / 全部 A 股 PB

2. 公路业: 主业增速放缓, 政策导向偏负面

2.1. 客货运输平稳增长

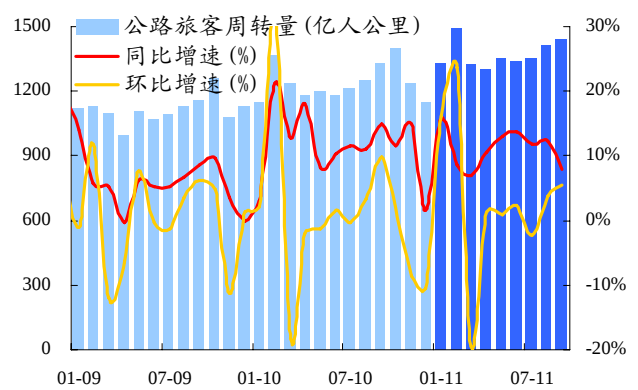
2011 年前三季度公路客运量、客运周转量分别同比增长 7.6%、11.1%, 公路货运量、货运周转量分别同比增长 14.9%、17.8%。

图 7: 公路客运量前三季度同比增长 7.6%



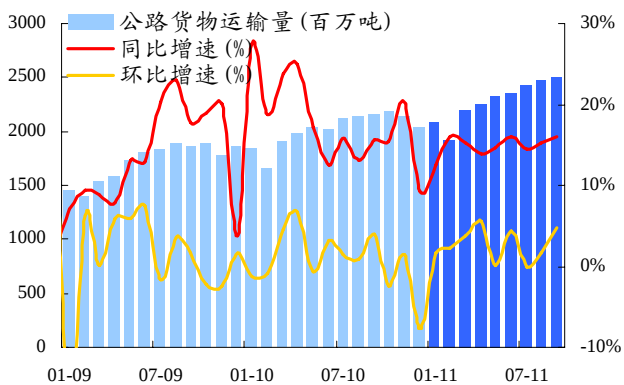
数据来源: 交通运输部, 国泰君安证券研究

图 8: 公路旅客周转量前三季度同比增长 11.1%



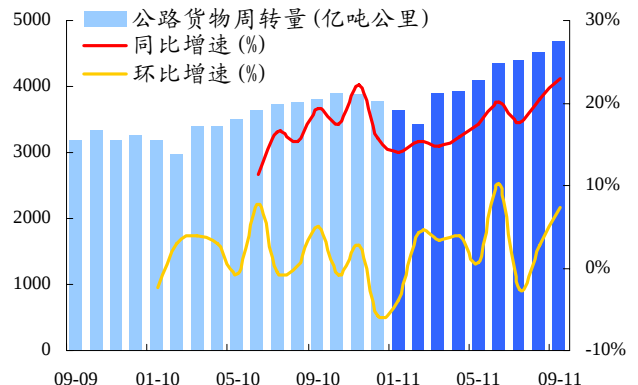
数据来源: 交通运输部, 国泰君安证券研究

图 9: 公路货运量前三季度同比增长 14.9%



数据来源: 交通运输部, 国泰君安证券研究

图 10: 公路货物周转量前三季度同比增长 17.8%



数据来源: 交通运输部, 国泰君安证券研究

2.2. 通行费收入增速放缓

2011 年 A 股高速公路公司通行费收入增速有所放缓。通行费率相对稳定，通行费收入增速伴随车流量增速下滑。

表 1: 高速公路公司通行费收入增速放缓

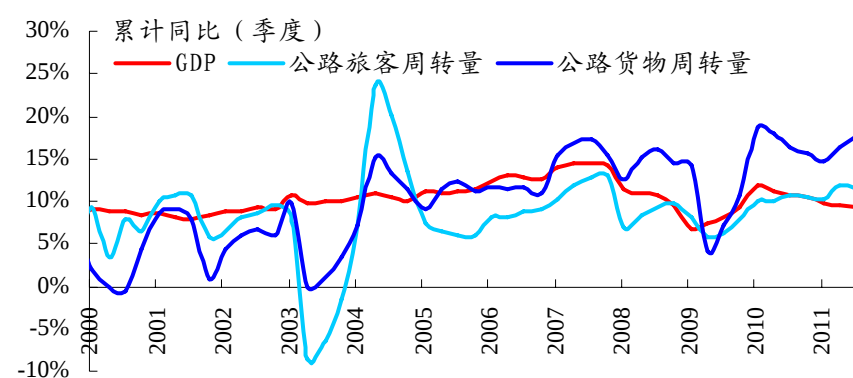
省份	公司	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3
东部	江苏省 宁沪高速	21.7%	20.5%	12.1%	11.5%	6.7%	4.3%	1.9%
	广东省 深高速	25.2%	26.3%	26.8%	27.9%	12.0%	10.6%	-1.3%
	广东省 粤高速	12.8%	11.1%	13.4%	9.2%	2.3%	4.5%	4.1%
	山东省 山东高速	13.1%	5.6%	8.2%	17.1%	9.4%	5.6%	6.0%
中部	安徽省 皖通高速	18.5%	22.5%	17.6%	26.1%	18.2%	6.8%	3.1%
	江西省 赣粤高速	11.8%	12.9%	9.5%	4.6%	0.7%	-1.5%	-5.8%
	河南省 中原高速	15.7%	10.9%	12.5%	14.1%	11.1%	10.0%	11.6%
西部	四川省 四川成渝	22.3%	17.7%	12.5%	17.5%	10.7%	5.7%	6.6%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

注：通行费收入数据根据同口径调整。

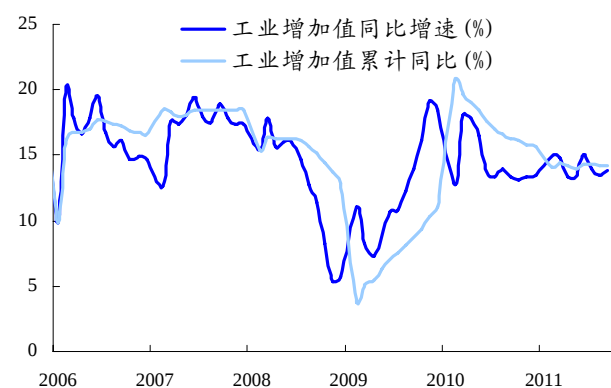
国内经济增长放缓。国内经济正处于转型阶段，GDP 增速连续六个季度下降。国内汽车销量增速自 2010 年以来持续下滑，其中 2011 年商用车销量同比负增长。

图 11: 公路旅客/货物周转量增速 VS GDP 增速



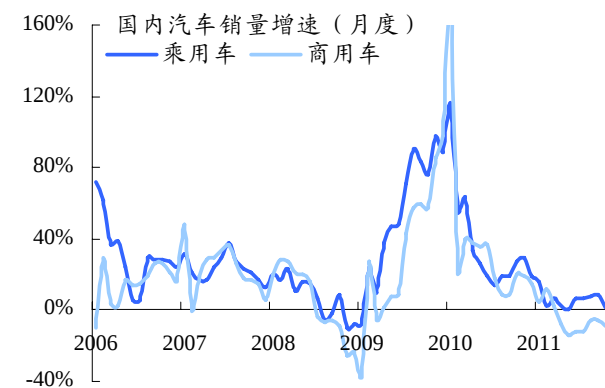
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 12: 前三季度工业增加值同比增长 14.2%



数据来源：CEIC，国泰君安证券研究

图 13: 国内汽车销量增速明显下滑

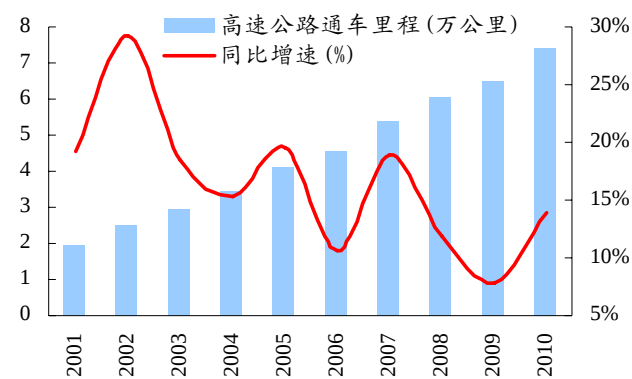


数据来源：中汽协，国泰君安证券研究

分流效应逐步显现。主干道已然成形背景下，新建高速更多表现为分流影响；铁路营业里程快速增长，新建铁路对与之平行的公路形成竞争，

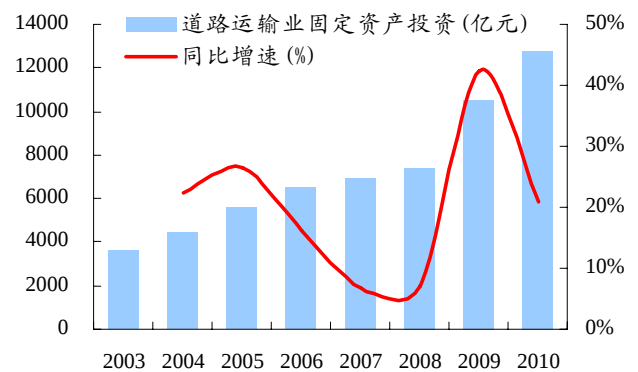
造成客货运输分流。

图 14: 2001-10 年高速公路里程年均增速 16.3%



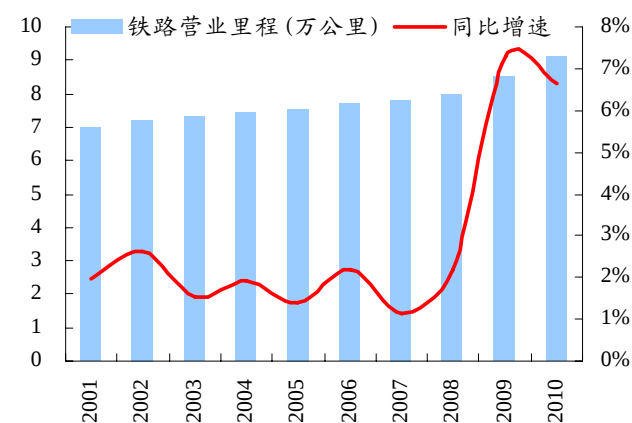
数据来源: CEIC, 国泰君安证券研究

图 15: 2003-10 年道路固定资产投资年均增速 19.8%



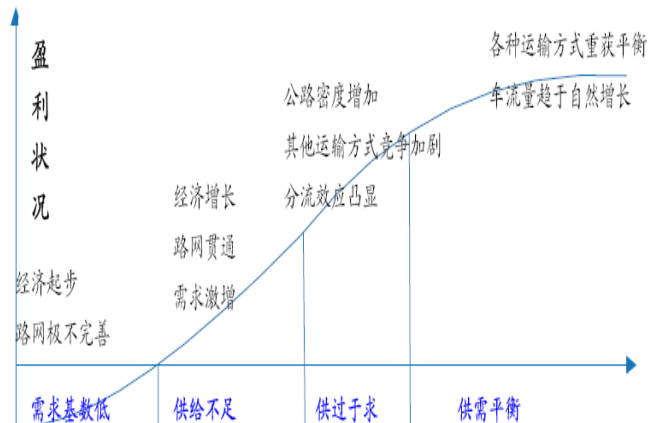
数据来源: CEIC, 国泰君安证券研究

图 16: 2009-10 年铁路营业里程增速加快



数据来源: CEIC, 国泰君安证券研究

图 17: 公路行业发展周期



数据来源: 国泰君安证券研究

农产品运输“绿色通道”全面实行。2010 年 12 月起，全国所有收费公路全部纳入鲜活农产品运输“绿色通道”网络范围，对整车合法装载运输鲜活农产品车辆免收车辆通行费。

2.3. 主业扩张不乐观，多元拓展尚处初级阶段

收费标准稳定、收费期限固定，致使高速公路业成长性缺失，上市公司通过主、辅业扩张尝试突破。

新建或收购路产盈利能力较明显低于公司既有资产，主业扩张中短期难现积极贡献。

辅业扩张主要以投资回报稳定的项目为主，比较常见的是经营房地产、酒店、工程施工、油品销售等业务或参股金融企业。辅业拓展处于初级阶段，多元化经营成果尚未显现，大多数公路公司通行费收入占比仍超过 90%。多元拓展较为稳健的公司有宁沪高速（房地产、油品销售）、五洲交通（物流、房地产）、四川成渝（工程施工、油品销售）等。

表 2: 公路公司的主业扩张与辅业拓展

证券简称	省份	2010 年 涨跌幅	2011 年 1-10 月涨跌幅	主业扩张	辅业拓展	通行费收入 占比(2011H)
粤高速 A	广东省	-9.0	-24.1			98.9%
湖南投资	湖南省	-28.9	-30.8		酒店、房地产、辐照	66.9%
东莞控股	广东省	-12.9	-21.0		参股证券、信托、商业银行	98.4%
海南高速	海南省	12.9	-35.6		房地产、酒店	10.3%
现代投资	湖南省	-30.5	-21.4	已公告筹划重大资产重组	垃圾处理, 参股证券、期货	95.8%
华北高速	北京	-17.5	-14.7			96.1%
皖通高速	安徽省	3.1	-19.7	宁宣杭高速		97.6%
中原高速	河南省	-17.6	-14.8	商丘市任庄至小新庄高速、郑 州至民权高速郑州至开封段、 济宁至祁门高速连霍至永登段	参股信托、商业银行	96.9%
福建高速	福建省	-17.0	-16.3			99.7%
楚天高速	湖北省	1.1	-25.1	十堰至房县高速、武汉城市圈 环线高速		98.3%
重庆路桥	重庆	4.6	-15.8		工程施工、参股商业银行	99.8%
赣粤高速	江西省	-35.0	-24.8	昌奉高速、奉铜高速	工程施工、核电站	71.3%
山东高速	山东省	-9.6	-22.6		油品销售, 参股证券、传媒公司	81.5%
五洲交通	广西	-0.3	-0.9		房地产、物流	49.7%
宁沪高速	江苏省	-2.8	-11.2	常嘉高速昆山至吴江段	油品销售、房地产	69.9%
深高速	广东省	-14.6	-17.0		工程施工	94.7%
四川成渝	四川省	-19.2	-29.0	成仁高速、遂广及遂西高速	工程施工、油品销售	78.4%
龙江交通	黑龙江省	-16.1	-12.5		管材制造、房地产, 参股商业银行	85.7%
吉林高速	吉林省	-14.7	-14.7			83.6%

数据来源: 公开资料, 国泰君安证券研究

2.4. 行业政策导向中性偏负面

收费公路专项清理工作目前第一阶段调查摸底基本完成, 正在进行第二阶段自查自纠, 明年将开展第三阶段检查复核、第四阶段总结完善。

“低费率、长年限”收费改革是中长期政策导向, 预计出台耗时较长, 整体影响偏中性。

行业政策中短期对上市公司直接影响小, 且股价反应较充分; 其潜在的中长期影响是可能无法再期待外生政策利好。

表 3: 收费公路专项清理调查摸底情况 (单位: 公里)

序号	省份	发布日期	发布机构	公路通车	收费公路		还贷性收费公路		经营性收费公路	
				总里程	里程	占公路	里程	占收费公路	里程	占收费公路
1	山东省	2011-10-11	山东省交通运输厅	229,843	8,964	3.90%	7,034	78.47%	1,930	21.53%
2	云南省	2011-10-13	云南省人民政府	209,231	7,334	3.51%	4,602	62.75%	2,732	37.25%
3	宁夏回族自治区	2011-10-13	宁夏回族自治区人民政府	22,518	2,505	11.13%	2,505	100.00%	0	0.00%
4	北京市	2011-10-14	北京市交通委员会	21,113	816	3.87%	53	6.47%	764	93.53%
5	天津市	2011-10-14	天津市人民政府	14,832	989	6.67%	0	0.00%	989	100.00%
6	江苏省	2011-10-14	江苏省人民政府	150,307	6,861	4.56%	2,999	43.71%	3,862	56.29%
7	贵州省	2011-10-14	贵州省交通运输厅	151,587	1,855	1.22%	40	2.16%	1,814	97.84%

8	安徽省	2011-10-14	安徽省交通运输厅	149,382	3,414	2.29%	87	2.54%	3,327	97.46%
9	辽宁省	2011-10-14	辽宁省人民政府	100,772	3,044	3.02%	3,044	100.00%	0	0.00%
10	湖南省	2011-10-15	湖南省交通运输厅	227,998	3,091	1.36%	1,847	59.77%	1,243	40.23%
11	广西壮族自治区	2011-10-15	广西壮族自治区人民政府	101,782	10,201	10.02%	8,600	84.30%	1,601	15.70%
12	甘肃省	2011-10-17	甘肃省交通运输厅	118,828	5,334	4.49%	5,334	100.00%	0	0.00%
13	浙江省	2011-10-17	浙江省交通运输厅	110,177	5,790	5.26%	615	10.63%	5,175	89.37%
14	广东省	2011-10-17	广东省交通运输厅	190,144	12,679	6.67%	5,876	46.34%	6,803	53.66%
15	湖北省	2011-10-17	湖北省人民政府	206,319	3,866	1.87%	2,196	56.81%	1,670	43.19%
16	河北省	2011-10-18	河北省物价局	154,344	6,266	4.06%	4,561	72.79%	1,705	27.21%
17	福建省	2011-10-18	福建省人民政府	91,053	2,388	2.62%	1,728	72.38%	660	27.62%
18	内蒙古自治区	2011-10-18	内蒙古自治区收费公路监督管理局	157,994	16,736	10.59%	11,843	70.76%	4,893	29.24%
19	重庆市	2011-10-18	重庆市交通委员会	117,000	1,836	1.57%	0	0.00%	1,836	100.00%
20	上海市	2011-10-19	上海市人民政府	11,973	663	5.54%	175	26.40%	488	73.60%
21	江西省	2011-10-19	江西省交通运输厅	140,597	4,412	3.14%	2,200	49.87%	2,212	50.13%
22	河南省	2011-10-20	河南省人民政府	245,038	5,435	2.22%	1,769	32.55%	3,666	67.45%
23	海南省	2011-10-20	海南省人民政府	22,349	721	3.23%	721	100.00%	0	0.00%
24	山西省	2011-11-1	山西省人民政府	131,644	4,076	3.10%	2,859	70.13%	1,218	29.87%
合计				3,076,825	119,276	3.88%	70,690	59.27%	48,586	40.73%

数据来源：公开资料，国泰君安证券研究

表 4：调查摸底之收费公路投资与经营情况（单位：万元）

序号	省份	收费公 路里程	累计投资 总额	累计债务 总额	2010 年度经营情况							
					收费额	还贷额	养护 支出	运营管理 支出	税费 支出	折旧 或摊销	其他 支出	盈利
1	山东省	8,964	16,256,871	10,805,155	1,893,476	1,552,051	603,857	236,710	125,772	246,218	5,962	-877,094
2	云南省	7,334	17,955,787	11,153,103	682,332	614,712	200,203	35,800	26,865	20,084	45,929	-261,262
3	宁夏	2,505	4,185,041	1,474,987	241,767	155,904	72,458	13,404				0
4	北京市	816	7,558,500	4,392,268	597,657	206,648	87,535	107,048	27,822	126,869	2,961	38,773
5	天津市	989	7,172,178	4,477,631	545,446	262,832	92,324	51,687	42,200	124,850	14,673	-43,119
6	江苏省	6,861	23,178,894	13,381,068	2,345,639	1,705,089	268,494	241,607	280,717	355,029	55,669	-560,966
7	贵州省	1,855	6,214,039	3,642,557	432,720	328,639	40,282	33,361	16,317	155,161	0	-141,040
8	安徽省	3,414	10,110,565	6,280,842	942,709	539,965	77,807	76,849	88,883	317,045	15,710	-173,550
9	辽宁省	3,044	8,692,592	4,719,274	914,659	609,301	77,744	54,779	32,173		140,662	0
10	湖南省	3,091	9,372,762	6,030,253	800,659	469,801	96,790	130,804	14,707	85,734	2,838	-15
11	广西	10,201	9,890,673	6,129,631	667,628	304,793	128,638	174,590	32,717	72,024	51,991	-97,125
12	甘肃省	5,334	7,066,736	4,447,621	383,781	279,997	70,586	25,242				7,956
13	浙江省	5,790	24,948,100	16,188,028	2,080,433	1,174,299	207,510	201,509	191,476	684,745	172,427	-551,533
14	广东省	12,679	38,482,534	22,674,351	3,547,963	1,832,922	431,732	447,959	310,523	743,245	98,751	-317,168
15	湖北省	3,866	15,019,125	9,801,294	831,454	437,529	107,995	129,828	39,024	100,749	67,400	-51,070
16	河北省	6,266	18,998,974	14,090,247	2,032,879	1,018,370	444,881	202,454	133,061	113,396	27,529	93,188
17	福建省	2,388	14,823,321	9,629,997	760,722	353,994	121,212	66,600	39,542	43,100	21,464	114,811
18	内蒙古	16,736	11,195,478	6,260,154	1,121,332	487,578	161,237	100,861	45,458	40,070	45,510	240,619
19	重庆市	1,836	11,808,082	6,461,071	476,762	435,641	66,029	84,384	30,427	157,977	35,254	-332,951
20	上海市	663	6,655,411	3,117,111	383,788	280,477	70,009	43,858	27,231	106,358	11,166	-155,311
21	江西省	4,412	11,124,443	6,262,782	893,298	507,894	167,960	85,026	46,427	135,396	12,223	-61,627

22 河南省	5,435	18,693,155	13,346,182	1,644,377	976,293	165,192	415,524	48,686	346,674	126,153	-434,144
23 海南省	721	1,092,870	599,409	104,135	57,502	40,060					6,573
24 山西省	4,076	11,792,375	8,540,768	1,061,421	562,508	160,489	118,091	49,907	58,929	12,785	98,712
合计	119,276	312,288,505	193,905,782	25,387,038	15,154,738	3,961,025	3,077,975	1,649,933	4,033,653	967,057	-3,457,343
占比 (%)				100.0%	59.7%	15.6%	12.1%	6.5%	15.9%	3.8%	-13.6%

数据来源：公开资料，国泰君安证券研究

表 5：收费公路专项清理整改情况（截至 2011 年 10 月）

日期	省份	整改	收费公路清理措施	对应上市公司
2011-6-28	山东省	降低费率	全省高速公路最低收费标准由每车次 15 元下调到 5 元(特大桥、隧道除外)。	山东高速
2011-7-1	北京市	降低费率	首都机场高速各收费站进京方向停止收费，同时撤消三匝收费站；天竺收费站出京方向收费标准降低一半，例如小客车由每次 10 元降为每次 5 元，各类车通行费相应调整。	
2011-7-1	山西省	回购	太榆路（太原至榆次）许西收费站停止收取通行费。这是全国收费公路专项清理工作开展以来，第一条由政府回购并取消收费的经营性普通公路。	
2011-7-15	河北省	撤销站点	保定市 3 个公路收费站从 7 月 5 日 16 时起全部停止代收保定市二环路的通行费，即原来城市道路的收费，纠正了进出保定市的车辆无论是否行驶二环路都要缴纳二环路不合理性收费。	
2011-8-1	河南省	降低费率	郑州绕城高速豫 A 牌照 10 座以下的小型客车，按不高于原通行费标准的 30% 收取通行费。	
2011-8-5	陕西省	撤销站点	210 国道榆林至绥德段二级公路的王沙沟、二十里铺公路收费站于 2011 年 8 月 5 日零时起提前撤销终止收费。	
2011-8-18	江西省	降低费率	南昌昌北机场高速下调收费标准，对仅通行往返昌北收费站与机场收费站之间的一类车（7 座以下客车），实行 5 元/车次的收费标准，原为 15 元/车次。	赣粤高速
2011-9-1	江苏省	降低费率	南京机场高速收费标准由单程 20 元降为 10 元。	
2011-9-20	江苏省	降低费率	312 国道古南收费站一类车由每车次 30 元降为 15 元，各类车也相应调整。	宁沪高速
2011-9-26	黑龙江省	回购	省政府回购省内第一条经营性收费公路——绥肇（绥化—肇源）公路肇东至肇州段，这条公路上的肇东和新发两个收费站同时撤销。	

数据来源：公开资料，国泰君安证券研究

2.5. 现金分红：宁沪高速股息率超 6%

分红是公路公司的核心看点，2008-2010 年 A 股公路公司平均分红率分别为 51.1%、44.0%、39.5%，其中宁沪高速、东莞控股、皖通高速、深高速分红水平较高。2008-2010 年宁沪高速分红率分别为 87.5%、77.7%、73.0%，股息率分别为 4.7%、5.4%、6.3%；公司现金流良好，未来几年无大额资本开支计划，预计仍会维持高比例分红政策。

表 6：公路公司近三年的分红率与股息率

证券简称	股利/净利润			股息率		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
粤高速 A	31.0%	37.9%	32.4%	2.9%	2.9%	2.9%
湖南投资	135.9%		28.7%	2.0%		1.0%
东莞控股	73.3%	55.5%	53.1%	2.6%	3.1%	3.6%
海南高速			67.0%			2.0%
现代投资	54.2%	24.0%	10.1%	4.9%	2.4%	1.3%
华北高速	60.6%	30.1%	35.9%	3.9%	2.2%	2.2%
皖通高速	55.1%	49.3%	44.5%	5.2%	4.5%	4.7%
中原高速	41.1%	28.9%	40.7%	1.7%	2.0%	3.4%

福建高速	28.4%	27.7%	51.9%	5.4%	3.6%	3.6%
楚天高速	40.1%	24.9%	18.6%	3.3%	2.0%	2.0%
重庆路桥	44.0%	27.1%		1.3%	0.8%	
赣粤高速	24.5%	19.0%	18.6%	5.6%	2.4%	2.4%
山东高速	45.0%	28.1%	28.0%	4.7%	2.5%	2.9%
五洲交通	37.7%	31.2%	28.6%	0.9%	1.2%	1.6%
宁沪高速	87.5%	77.7%	73.0%	4.7%	5.4%	6.3%
深高速	52.0%	48.4%	46.8%	3.0%	3.0%	4.0%
四川成渝		71.7%	23.2%		4.3%	1.9%
龙江交通			22.4%			0.6%
吉林高速			18.6%			0.7%
公路业平均水平	51.1%	44.0%	39.5%	3.5%	2.8%	2.9%

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

2.6. 推荐宁沪高速、五洲交通

维持公路行业“中性”评级。1、成长性不足；多元化探索处初级阶段。2、政策压力已大幅释放；但难期待利好转机。行业投资首选有估值优势、辅业扩张稳健而积极的公司，相对看好宁沪高速、五洲交通。

宁沪高速“增持”评级，目标价 6.6 元。1、核心路产所在区域路网已成型，潜在分流影响小。2、辅业房地产稳步推进，预计昆山花桥 C4 地块预售 3.4 亿元于明年结算，苏州庆园预售 9 亿元于后年结算。3、股息率已接近 7%，估值低位彰显长期投资价值。

五洲交通“谨慎增持”评级，目标价 8.5 元。1、受益路网贯通效应及区域经济快速发展，未来两年核心路产百高速通行费增速约 15%。2、多元化经营渐入佳境，金桥农批市场一期开园、二期在建，五洲国际房地产预售 6 亿元将于今明两年结算，贸易业务增收显著。

表 7：高速公路公司估值表（2011-11-11）

2011-11-11	A 股	收盘价 (元)	PB	PE			EPS		
				10A	11E	12E	10A	11E	12E
600368.SH	五洲交通	6.84	1.52	17.78	10.52	9.84	0.385	0.650	0.695
601107.SH	四川成渝	4.54	1.55	12.12	11.46	10.29	0.375	0.396	0.441
600377.SH	宁沪高速	5.71	1.63	11.58	11.37	9.83	0.493	0.502	0.581
600548.SH	深高速	3.97	0.96	11.61	9.83	8.12	0.342	0.404	0.489
600012.SH	皖通高速	4.46	1.22	9.45	8.10	7.22	0.472	0.551	0.618
600350.SH	山东高速	3.53	1.07	9.49	9.61	8.63	0.372	0.368	0.409
600035.SH	楚天高速	3.93	1.15	9.16	8.93	8.23	0.429	0.440	0.477
600269.SH	赣粤高速	4.14	0.98	7.70	7.52	7.39	0.538	0.551	0.560
000429.SZ	粤高速 A	3.45	1.05	11.17	10.62	11.09	0.309	0.325	0.311
600033.SH	福建高速	2.76	1.08	14.32	11.08	11.82	0.193	0.249	0.234
600020.SH	中原高速	2.94	1.00	11.95	9.07	4.97	0.246	0.324	0.591
000828.SZ	东莞控股	4.97	1.66	14.67	11.10	9.56	0.339	0.448	0.520
000886.SZ	海南高速	3.94	1.58	32.97	17.91	12.71	0.120	0.220	0.310
000916.SZ	华北高速	3.62	1.03	16.27	17.54	15.91	0.223	0.206	0.228
600106.SH	重庆路桥	7.69	1.96	26.06	18.67	22.10	0.295	0.412	0.348
000548.SZ	湖南投资	4.94	1.71	28.33	37.37	28.34	0.174	0.132	0.174

000900.SZ	现代投资	15.69	1.27	7.90	7.66	7.24	1.986	2.049	2.168
601188.SH	龙江交通	3.08	1.50	38.31	30.89	22.11	0.080	0.100	0.139
601518.SH	吉林高速	3.05	2.06	27.04			0.113		
平均值			1.37	16.73	13.85	11.97			
中值			1.27	12.12	10.85	9.83			
2011-11-11									
H 股		港币							
0177.HK	宁沪高速 H	6.82	1.79	11.61	11.00	9.47	0.588	0.620	0.720
0548.HK	深圳高速	3.10	0.66	7.71	7.05	6.46	0.402	0.440	0.480
0995.HK	皖通高速 H	4.51	1.08	8.07	6.94	6.54	0.559	0.650	0.690
0107.HK	四川成渝 H	3.27	1.02	7.42	7.98	7.60	0.441	0.410	0.430
0576.HK	浙江沪杭甬	5.10	1.28	10.07	10.00	9.44	0.506	0.510	0.540
平均值			1.17	8.98	8.59	7.90			
中值			1.08	8.07	7.98	7.60			

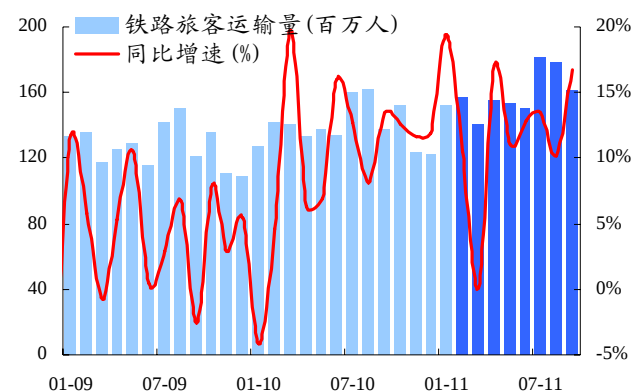
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

3. 铁路业: 瓶颈凸显, 改革蓄势

3.1. 客货运输平稳增长

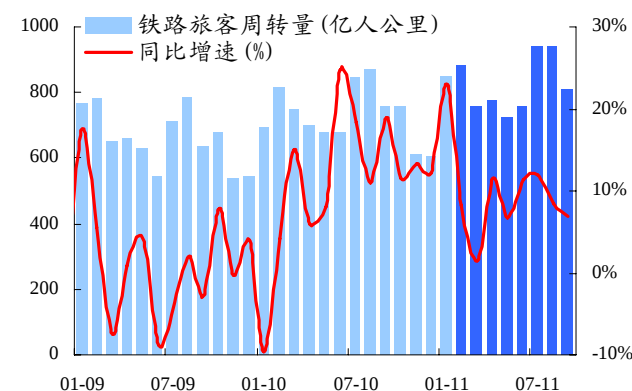
2011 年前三季度铁路客运量、客运周转量分别同比增长 12.3%、9.8%，铁路货运量、货运周转量分别同比增长 6.1%、7.2%。

图 18: 铁路客运量前三季度同比增长 12.3%



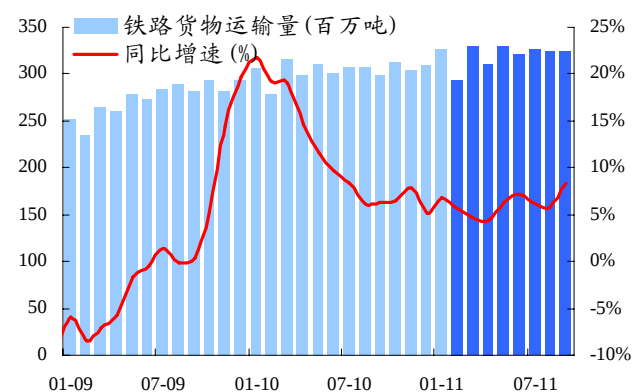
数据来源: 铁道部, 国泰君安证券研究

图 19: 铁路旅客周转量前三季度同比增长 9.8%



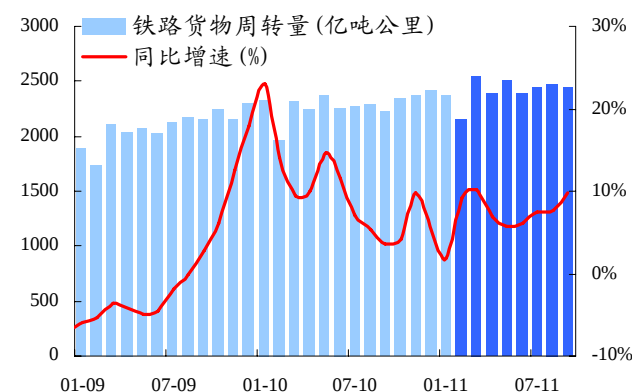
数据来源: 铁道部, 国泰君安证券研究

图 20: 铁路货运量前三季度同比增长 6.1%



数据来源: 铁道部, 国泰君安证券研究

图 21: 铁路货物周转量前三季度同比增长 7.2%



数据来源: 铁道部, 国泰君安证券研究

3.2. 国际改革经验参考

欧美发达国家铁路行业也曾面临亏损、缺乏活力困境。客货分离、货运价格市场化是各国改革共识。改革效果较好的包括美国、日本等，铁路行业效率提升、扭亏为盈；失败者如英国，系统改革后铁路事故频发，政府收回铁路维护权，铁路网重归国有化。

3.2.1. 美国通过客货分离实现货运市场化

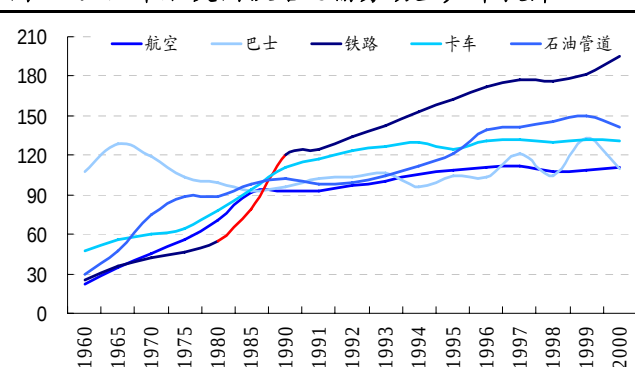
铁路公益性致使经营严重亏损，20 世纪 70 年代起美国对铁路进行全面改革。美国国会先后制定《铁路旅客运输法》、《地区铁路重组法》、《铁路复兴和管理改革法》、《斯塔格斯法》等法律，通过客货分离、鼓励兼并重组、货运市场化等一系列改革措施，铁路货运状况大幅改善，全国 13 条一级铁路线路，基本上摆脱亏损局面。

表 8: 20 世纪 70 年代美国的铁路改革

日期	制定的法律	主要内容
1970 年	《铁路旅客运输法》	铁路客货运分离，把客运包袱留给政府，以提高运输效益。1971 年成立全国性铁路旅客运输公司，负责经营城市间长途客运。旅客运输公司可以使用任何一个私营铁路公司的铁路线路，任何铁路公司都不得拒绝。国家对铁路客运公司实行补贴。
1973 年	《地区铁路重组法》	整理线路；成立新联合铁路公司；政府在资金、人员安置等方面给予协助；成立铁路协会，作为联邦政府的执行机构，具体负责重组计划。
1976 年	《铁路复兴和管理改革法》	铁路之间合并、分立、重组程序得以加快，推动铁路企业优化组织结合，以利于参与竞争。
1980 年	《斯塔格斯法》	明确市场竞争是铁路运价和业务最有效的调节手段；放宽政府对铁路的控制，给予铁路行业以相当的自由度，鼓励竞争；铁路可以与货主协商定价。税收政策上对某些不赢利线路采取免税政策；鼓励把不赢利的支线出卖，以补贴主要线路的经营。

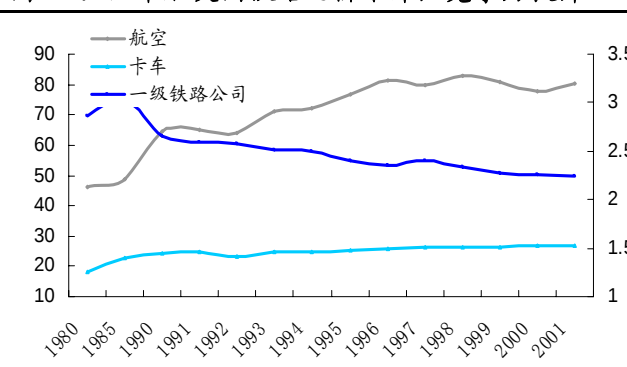
数据来源：公开资料，国泰君安证券研究

图 22: 改革后美国铁路运输劳动生产率提升



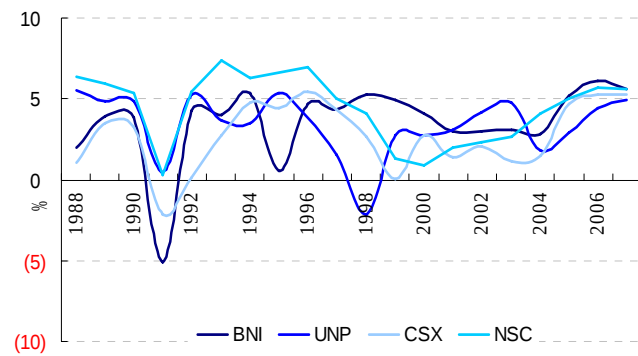
数据来源：NTS，国泰君安证券研究

图 23: 改革后美国铁路运价下降，竞争力提升



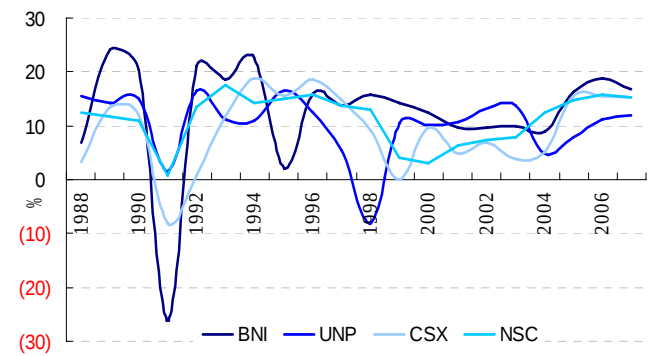
数据来源：NTS，国泰君安证券研究

图 24: 美国重点铁路货运公司历年 ROA



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

图 25: 美国重点铁路货运公司历年 ROE



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

3.2.2. 日本国铁市场化改革后扭亏为盈

国铁市场化改革后放松运价管制、拓展多元化经营。政府干预过多致使运营不景气、市场竞争能力弱。1987 年正式实施日本国铁市场化改革以创造市场导向的铁路企业为基础, 采取“自上而下”的方法, 对国有铁路资产进行重组。新组建 JR 铁路集团, 按区域分为 6 家客运公司, 成立 1 家全国统一运行、向客运公司租借线路的货运公司, 并将这 7 家运输公司改组为股份公司。改革后铁路运价只要满足合理的成本加一定的利润即可获得政府认可; 各公司在提升铁路运输服务的质量的同时, 不断挖掘沿线经营业务。国铁改革后, 铁路运行效率和经济效益明显提高。

表 9: 20 世纪 80 年代日本的国铁改革

改革项目	日本国铁改革前	日本国铁改革后
管理体制	政府管理。国有铁路资源调配(预算和运营计划)、收费和重大的人事安排等决策都要征得政府和国会同意。	组建 JR 铁路集团, 按区域公司模式分为 6 家客运公司, 并成立了 1 家全国统一运行、向客运公司租借线路的货运公司, 原国铁的全部资产、业务、债务由这些新机构继承。 清算事业团作为特殊法人, 持有 7 个运输公司的全部股权。新干线保有机构继承新干线的全部资产。
组织结构	集中统一管理和垂直金字塔式组织结构。	各铁路公司改组成股份公司, 每家公司都有自己的管理机构。各铁路内部的组织机构与原国铁相似, 但在各铁路公司中, 与铁路运营有关的各部门统一在新的铁路管理部领导下, 以便于协调。
管制方式	原国铁受《国有铁道法》、《国有铁道运费法》和《铁道建设法》规范。当时的私营铁路受《地方铁道法》规范, 包括颁发执照、安全检查、运费及设施变更的上报批准等内容。	颁布《国有铁道改革法》, 废除了原有法律, 新成立的 JR 铁路集团 7 家公司和其他铁路企业一同受《铁道事业法》制约, 该法的内容与原《地方铁道法》相似。 JR 集团与一般企业一样, 确立了以利润最大化为原则的市场主体地位, 对外投资不再严格限定在与运输业相关的领域, 经营其它业务只需按规定获得执照即可。
投融资体制	根据《铁路建设法》, 新线由国铁以及日本铁道建设公团建设, 完工后由国铁运营。新线的建设资金由国家融资, 或采取利息补贴, 或投入补助金的方式, 但大部分依靠贷款。日本高速铁路的建设资金则主要来源于各种贷款、自有或自筹资金, 在国家财政投资贷款、发行债券及其它资金融通方面也获得政府的大力支持。	废除《铁路建设法》, 国家对新线建设不再干预, 各铁路公司根据自己的需要决策; 国铁时代的线路的改造由国家投入补助金, 但基本也由国家贷款形成。 对于 JR 集团实现高速化、与新干线直通运行、车辆现代化等提高竞争力方面的投资, 以及地铁、大城市近郊铁路、地方中小民营铁路的建设投资, 运输省和地方政府

铁路运价 国铁费率全国统一；国会议决制。

多元化经营 不能从事多方位的商业活动。

都给予财政支持，提供同等的补助或无息贷款。

国铁运价只要运价满足合理的成本加一定的利润，不对特定的旅客和货主给予歧视性待遇、不使消费者负担困难、不与其他铁路企业发生恶性竞争等条件即可获得认可。后又实行运价上限认可制，由大臣认可运价的适当范围，在其上限之内的价格调整只须事先提出申报。

各公司不断挖掘沿线经营业务。

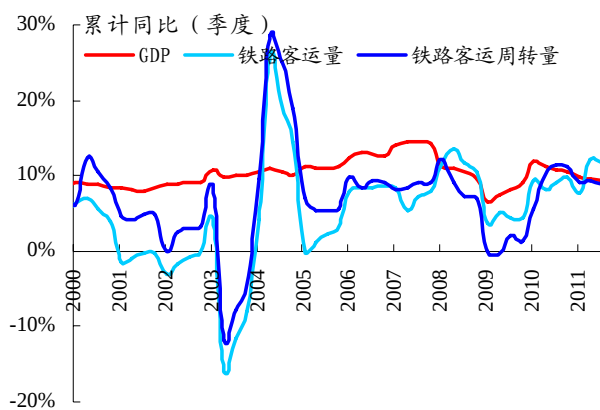
数据来源：公开资料，国泰君安证券研究

3.3. 国内铁路发展现状与瓶颈

市场份额逐年下降。公益定位和全面管制使得铁路运输市场份额逐年下降；1980年至2010年间，铁路客运市场份额由60.6%下降至31.4%，铁路货运市场份额由47.5%下降至19.5%。

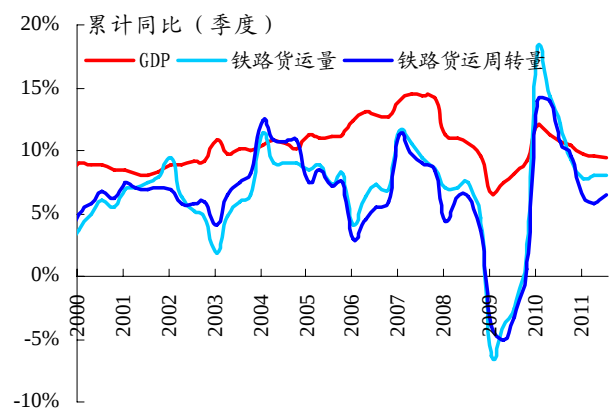
铁道部盈利能力堪忧。铁路运价提升频率低、每次提价幅度小，铁路客货运输收入增长主要取决于运量的增长；而近年来运营成本增速较快、投资规模迅速扩张导致财务费用大增，铁道部盈利能力下降，偿债压力和融资需求较大。

图 26: GDP 增速 VS 铁路旅客运输量/周转量增速



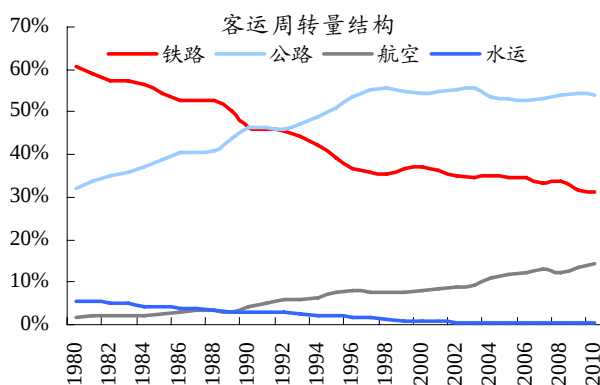
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 27: GDP 增速 VS 铁路货物运输量/周转量增速



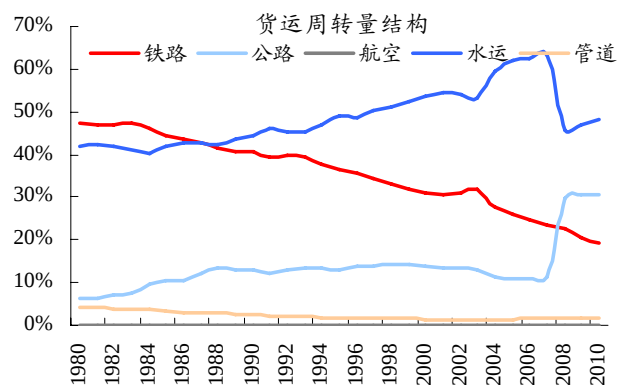
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 28: 铁路客运市场份额逐年下降



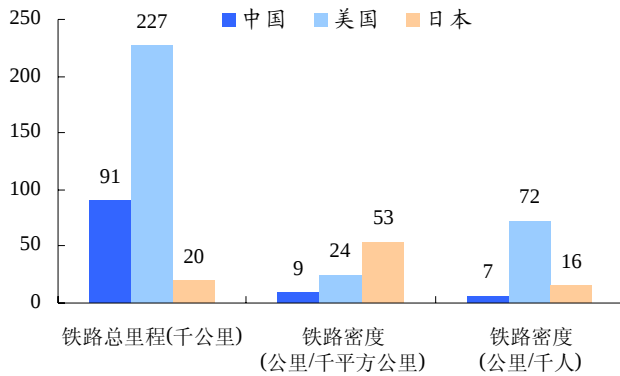
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 29: 铁路货运市场份额逐年下降



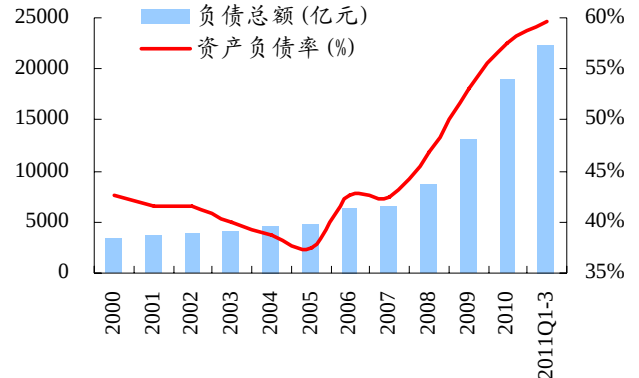
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 30：我国铁路资源仍然短缺



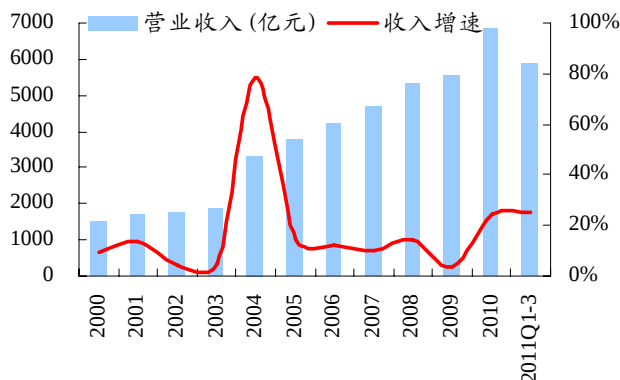
数据来源：CEIC，World Bank，国泰君安证券研究

图 31：铁道部资产负债率攀升至 60%



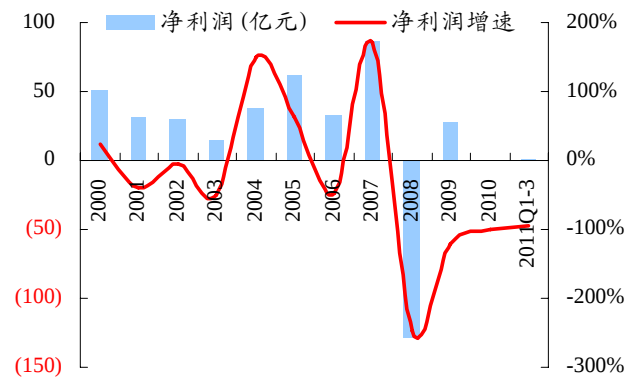
数据来源：铁道部，国泰君安证券研究

图 32：铁道部收入增速略加快



数据来源：铁道部，国泰君安证券研究

图 33：铁道部盈利能力下降



数据来源：铁道部，国泰君安证券研究

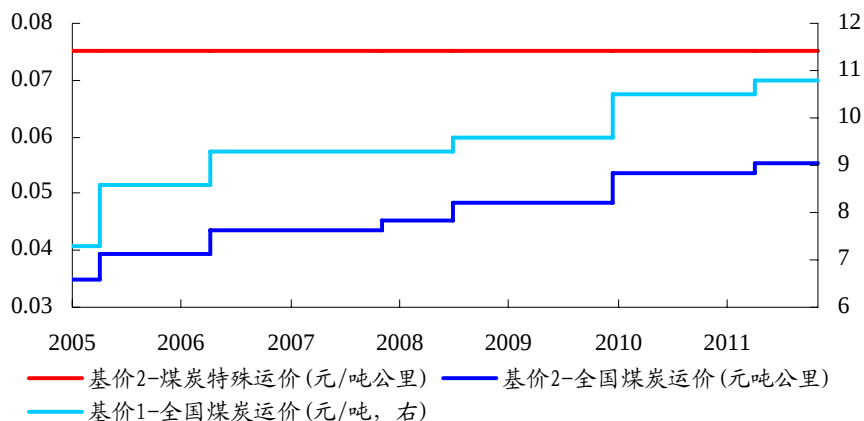
3.4. 市场化改革期待

中长期来看我国铁路市场化改革势在必行，相关方式期待如下：

3.4.1. 货运价格提升

铁路普货运价提升惯例是每年上调 0.002-0.005 元，预计未来几年仍将持续以覆盖运营成本增长。大秦线与丰沙大线实行煤炭特殊运价，煤炭特殊运价自 2003 年以来从未上涨，目前普货运价已逐渐接近煤炭特殊运价，上调运价理由充分。电气化附加费（0.012 元/吨公里）已多年未变，同样存在提升需求。

图 34：铁路普货运价已逐渐接近煤炭特殊运价



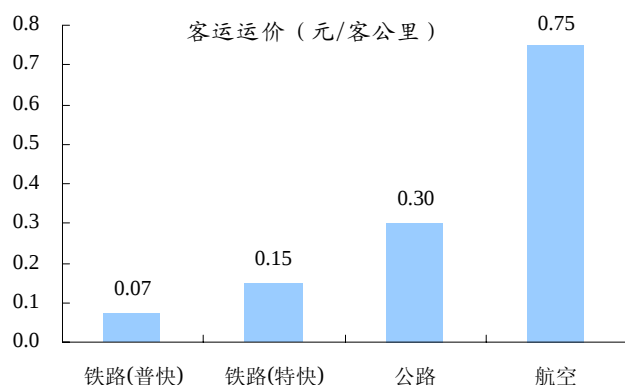
数据来源：公开资料，国泰君安证券研究

注 1：发送站和到达站均在大秦线、丰沙大线本线的煤炭不收取基价 1

注 2：除大秦线、风沙大线外，其他线路均不适用于煤炭特殊运价

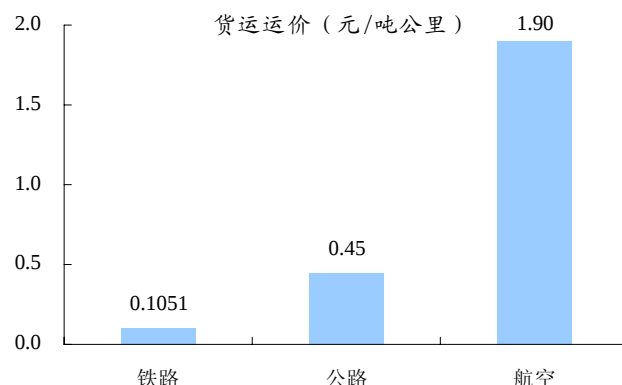
注 3：铁路运价=基价 1+基价 2+电气化附加 (0.012 元/吨公里)+铁路基建基金 (0.033 元/吨公里)

图 35：铁路客运价格具有提升空间



数据来源：公开资料，国泰君安证券研究

图 36：铁路货运价格具有提升空间



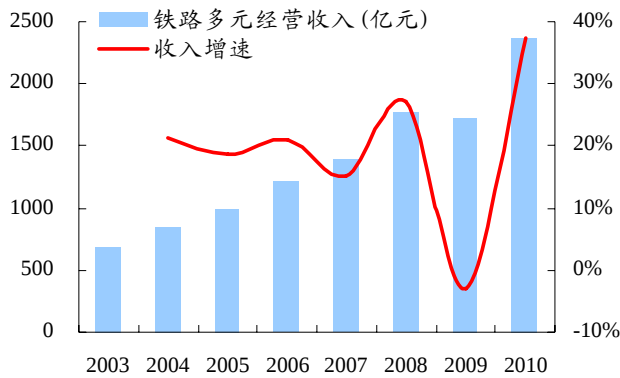
数据来源：公开资料，国泰君安证券研究

3.4.2. 多元化经营

全程物流/现代物流是多元化经营战略重点。多元化经营是铁道部的长期战略。铁道部 4 月下发《关于推进铁路多元化经营的意见》，内容包括：加快发展现代物流，积极拓展站车商业和旅行服务，统筹发展广告、票务、旅游、饭店业务，努力扩大专业服务市场，创新开拓新的市场（如电子商务、房地产、物业、保险）等。7 月铁道部下发《关于延伸铁路货物运输服务链、加快发展铁路现代物流的实施意见》，明确将全程物流和现代物流作为多元化经营的战略重点和主攻方向。

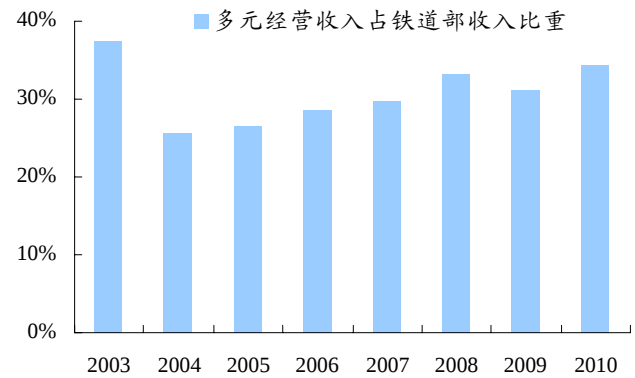
多元化经营收入增长较快，占铁道部收入比重约 34.5%。2003-2010 年多元化经营收入年复合增长率约 19.2%，保持稳健增长。2010 年多元化经营收入达到 2366 亿元，占铁道部总收入的 34.5%，占比稳中有升。

图 37: 2003-10 年多元化经营收入年复合增速 19.2%



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 38: 多元化经营收入占铁道部收入比重略提高



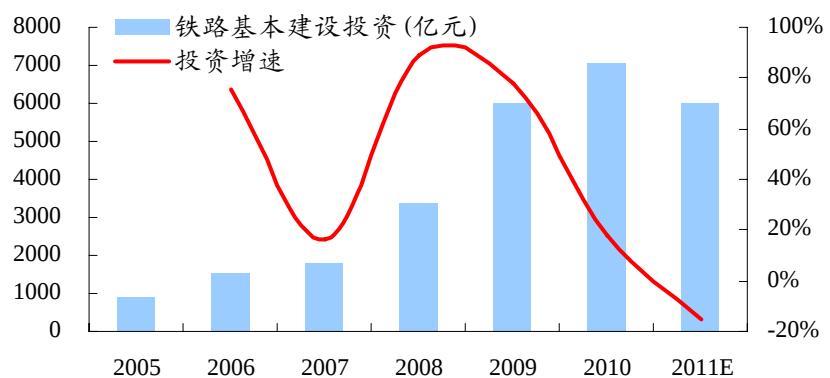
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

3.4.3. 高铁投放推进客货分离

高铁骨干网络建设仍将推进。新“十二五”规划安排铁路基建投资 2.8 万亿元，2015 年全国铁路营业里程达到 12 万公里，其中高速铁路 4.5 万公里左右。整体投资规模已然下降的基础上不排除进一步降低的可能，但重高铁骨干网络建设仍是高确定性事件。

高铁投放为铁路运行体制变革提供基础条件。客货分离可以大幅提高铁路运输能力，满足客货运能提升需求和改善经济效益，为铁路改革铺就道路。伴随着高铁网络逐步形成，铁路货运已经开始释放运能；2010 年中国铁路旅客发送量比高速列车开行前的 2006 年增长了 33.4%，同时京津、胶济、武广、郑西、沪宁 5 条高铁运营后每年释放的既有线货运能力达到 2.3 亿吨。

图 39: 我国铁路基本建设投资增速放缓



数据来源: 铁道部, 国泰君安证券研究

表 10: 高铁“四纵四横”规划与预计通车时间

线路	全长 km	区间线路	区间长度 km	原计划通车时间	实际通车时间	预计通车时间	说明
京沪高铁	1318	北京-上海	1318	2012	2011 年 6 月底		连接环渤海和长江三角洲两大经济区
四纵	2260	北京-石家庄	281	2012		2012 年	连接华北、华中和华南地区
		石家庄-郑州	353	2012		2012 年	
		郑州-武汉	485	2011		2012 年	
		武汉-广州	1069	2009	2009-12-26		

京哈高铁	1500	北京-天津	138	2008	2008-8-1		
		天津-秦皇岛	244	2012		2012 年	
		秦皇岛-沈阳	405	2003	2003-10-12		连接东北和关内地区
		沈阳-哈尔滨	906	2014		2014 年	
东南沿海铁路	1600	上海-杭州	159	2012	2010-10-26		
		杭州-宁波	150	2011		2012 年中	
		宁波-温州	268	2009	2009-9-28		连接长江、珠江三角洲和东南沿海地区
		温州-福州	321	2009	2009-9-28		
		福州-厦门	273	2009	2010-4-26		
		厦门-深圳	502	2011		2012 年底	
徐兰客专	1400	徐州-郑州	343	2012		2014 年	
		郑州-西安	457	2010	2009-12-28		连接西北和华东地区，并延伸至乌鲁木齐
		西安-兰州	650	2013		2015 年中	
		西安-宝鸡	151	2012		2012 年底	
沪昆高铁	2200	上海-杭州	159	2012	2010-10-26		
		杭州-长沙	880	2012		2014 年	连接华中和华东地区
		长沙-昆明	1200	2013		2015 年	
四横 太青客专	770	青岛-济南	363	2008	2008-7-20		
		济南-石家庄	319	2012		2014 年	连接华北和华东地区
		石家庄-太原	190	2009	2009-4-1		
		上海-南京	300	2010	2010-7-1		
沪汉蓉高铁	2078	南京-合肥	166	2008	2008-4-18		
		合肥-武汉	357	2008	2009-4-1		
		武汉-宜昌	292	2012		2012-3-1	连接西南、华中和华东地区
		宜昌-利川	377	2009	2010-12-23		
		利川-重庆	244	2012		2013 年	
		重庆-成都	312	2011		2011 年	

数据来源：公开资料，国泰君安证券研究

3.4.4. 资产注入

铁道部秉承“以存量换流量”的思路，继续推进铁路优质存量资产改制上市或注入上市公司，实现股票市场融资瓶颈的突破。

表 11：铁路上市公司预期注入资产

上市公司	预期注入资产
大秦铁路	呼和浩特局、西安局、北京局的相关资产。 已建成或在建的煤运通道，如迁曹线、准朔线、山西中南部煤运通道。
铁龙物流	大股东中铁集的相关资产，包括 16 万个集装箱、拟建设的 18 个集装箱中心站等。
广深铁路	大股东广铁集团的相关资产，主要包括：广东省内的三茂铁路、广梅汕铁路和在建的广珠澳铁路；湖南省的京广铁路湖南段、沪昆铁路湖南段、石门铁路和怀化铁路；海南省的湛江-海口铁路、西线铁路和东线高铁。

数据来源：国泰君安证券研究

3.5. 现金分红：大秦铁路较优

2008-2010 年间，大秦铁路、广深铁路、铁路物流分红率分别为 55%、43%、11%，三者股息率分别为 4.0%、2.4%、0.4%；预计各公司分红政策将持续。

表 12: 铁路公司近三年的分红率与股息率

证券简称	股利/净利润			股息率		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
铁龙物流	20.5%	17.3%		0.6%	0.6%	
大秦铁路	58.3%	59.6%	50.0%	3.8%	3.8%	4.5%
广深铁路	46.8%	41.7%	41.0%	2.3%	2.3%	2.6%
铁路业平均水平	55.2%	54.9%	46.9%	2.2%	2.2%	3.5%

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

3.6. 推荐铁龙物流、大秦铁路

给予铁路行业“增持”评级。中长期铁路市场化改革势在必行，政策导向积极；上市公司将不同程度受益于制度红利。铁路股调整充分、估值处于历史低位，具有较好安全边际。值得关注的是铁路改革具体进程所蕴含的较大不确定性。

铁龙物流“增持”评级，目标价 11.5 元。1、铁路特种集装箱运输潜在需求空间大、契合现代物流发展趋势，2012 年特箱保有量将超过 3.7 万只，同比增幅 35%。2、沙鲛二期改造将于 2012 年 6 月完成，运能大幅提升 85%。预计未来三年净利润年复合增速 25-30%，业绩增长明确。

大秦铁路“增持”评级，目标价 9 元。1、估值低、股息率高。2、普货运价已接近煤炭特殊运价，上调运价理论理由充分。3、受益高铁网释放货运潜能，且存在进一步资产收购预期。

表 13: 铁路运输公司估值表 (2011-11-11)

2011-11-11	A 股	收盘价 (元)	PB	PE			EPS		
				10A	11E	12E	10A	11E	12E
600125.SH	铁龙物流	10.54	3.85	22.22	25.16	20.47	0.474	0.419	0.515
601006.SH	大秦铁路	7.86	1.94	11.22	9.29	8.37	0.700	0.846	0.939
601333.SH	广深铁路 A	3.45	0.98	15.71	13.04	11.79	0.220	0.265	0.293
平均值			2.25	16.38	15.83	13.54			
中值			1.94	15.71	13.04	11.79			
2011-11-11	H 股	港币							
0525.HK	广深铁路 H	2.72	0.68	11.02	8.77	9.07	0.247	0.310	0.300
0066.HK	港铁公司	25.05	1.23	11.93	14.74	15.18	2.100	1.700	1.650
平均值			0.96	11.47	11.75	12.12			
中值			0.96	11.47	11.75	12.12			

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

作者简介:**宋伟亚:**

执业资格证书编号: S0880511050001

电话: 0755-23976003

邮箱: songweiya009360@gtjas.com

崔书田 (贡献作者):

执业资格证书编号: S0880110090084

电话: 021-38674703

邮箱: cuishutian008426@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

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 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		