



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

投资策略报告

研究报告

2010年3月23日

主题投资策略

研究部

邴彬

分析师，SAC 执业证书编号：S0080200010031

libin@cicc.com.cn

中金行业组¹

寻找高铁时代的受益者

高铁主题投资策略报告

投资概要：

中国进入高铁时代。2010-2014 年我国高速铁路建设将进入全面收获时期。以“四纵四横”为骨架的快速客运网基本形成，旨在建立省会城市及大中城市间的快速客运通道。如此大规模的高铁的建设及建成运营，将对未来中国经济区域及产业结构产生重大的影响，相应地也会给相关的上市公司带来投资机会。从影响的时间阶段上，我们可以清晰地将从**高铁建设周期**和**后高铁时代**两个阶段来分别寻找受益的行业及上市公司。

上篇：高铁建设周期的受益者

高速铁路的建设，产业链涵盖基建、铺轨、车辆和配套设施购置、运营和维护四大阶段。我们从受益的时间顺序、市场容量、利润率等三个维度出发，**按现阶段受益程度排序的子行业依次为：铁路信息化设备制造，轨道交通装备及零部件制造，高铁建设等。**

(1) 信息化设备投资是铁路投资的重要部分和枢纽，其中信号设备又是最相关的环节。伴随高铁投资的展开，将衍生出各种新型信号系统，使得铁路信号设备投资增速显著大于铁路投资增速，从而给**辉煌科技**这种专注于铁路信号系统的厂商提供快速发展的机遇。(2) 随着客运专线逐步投入运营，未来三年将是中国高速动车组集中亮相全球的时期。而后海外市场的拓展、维修服务和更新需求将成为行业新的增长点。这一阶段铁路车辆企业是主要受益企业，其中**北车**手持订单充足、估值低，属于推荐品种。此外，受益于国产化的提升（**晋西车轴**）、客货分离后后续的普通路网电气化改造（**卧龙电气**、**特锐德**）、客服系统及火车实名制的推广（**同方股份**）的企业则属于后高铁时代的推荐品种。(3) “十二五”规划及海外市场拓展将消除市场对高铁建设行业长期增长潜力的忧虑。我们重点推荐**中铁二局**和**葛洲坝**，前者直接参与高铁建设并显著受益于铁路运营后周边房地产升值的收益；后者立足于高铁线路的交叉点——武汉，其建筑施工、水泥生产、民用爆破及房地产开发将显著受益。

下篇：后高铁时代的受益者

从日本新干线以及国内高速公路对经济造成的影响来看，随着客运专线和城际铁路组成的国内高速铁路网络逐步形成，最直接的结果是缩短了区域及城市之间地理空间上的时间距离，将对我国的产业地理格局及大城市圈的形成产生巨大影响。其中，**房地产、旅游酒店、零售将成为最显著的受益行业；而对现有国内交通运输格局造成一定冲击，但长期依然正面。**

(1) 沿线城市的房地产市场的正面拉动：高铁建设将加速人口流动，进而推动沿线城市就业和经济增长，抬高沿线城市房价。节点城市，特别是区域的经济中心，由于其较好经济吸附力，将出现“马太效应”，高铁建设对于房地产市场升温的促进作用将更为明显。随着高铁开通，房地产市场将提前反应经济增长提升的预期，而大城市、节点城市受益将更为明显。我们建议投资者重点关注布局高铁沿线节点城市、低成本扩张的高成长公司**荣盛发展**。(2) 旅游酒店零售等大消费市场将显著受益：随着国内高速铁路网络逐步形成，城市之间的时间距离将大大缩短，将直接促进沿线区域的景区游客人数增加，同时，人流交互增加势必将提高当地酒店入住率和餐饮上座率。各个区域的景区及酒店随着高铁开通将渐次受益，我们重点推荐**华天酒店**、**峨眉山**、**黄山旅游**。(3) 零售行业主要受益于高铁建成后带来的后续效应，如促进产业转移，提升沿线区域经济增长和居民收入以及刺激旅游消费等。目前来看，主要受益的区域有湖北、安徽、成渝、河南、湖南、关中等，相关中西部零售商内生增长和扩张空间均有望获得明显提升。根据受益时间、程度以及公司自身区域渗透能力，我们重点推荐**武汉中百**、**合肥百货**、**重庆百货**、**大商股份**。

¹ 限于篇幅具体参与写作的行业分析员请参见文中各章节。

目录

高铁建设周期及后高铁时代的受益者.....	5
高铁建设进入集中收获期，中国进入高铁时代	5
上篇：高铁建设周期的受益者.....	6
下篇：后高铁时代的受益者.....	9
个股选择	10
高铁建设及轨道交通装备：靓丽的现在，广阔的未来	12
高铁建设进入收获期，高铁列车将亮相全球.....	12
“十二五”期间，高铁建设及轨道交通装备业仍有望实现可持续发展	17
立足中国，走向世界.....	19
高铁建设及轨道交通装备的受益公司列表	24
铁路信息化设备：信号设备投资增速更胜一筹	26
铁路信号设备投资进入景气周期	28
房地产：随高速铁路一起腾飞	30
高铁建设对房地产市场影响.....	30
高铁建设将有效推动沿线房地产市场升温	32
旅游酒店：高铁拉近距离，加速旅游业发展	36
高铁开通将带动沿线旅游酒店发展.....	36
各个区域的景区及酒店随着高铁开通将渐次受益	36
零售业：高铁后续效应将拉动区域消费的快速增长.....	39
高铁后续效应对区域消费增长的拉动作用值得重视.....	39
区域渗透能力是主要选股标准.....	39
交通运输业：整体效率将得以提升.....	41
航空业—分流冲击最为明显.....	42
机场—空铁联运将有助于机场的枢纽建设	45
铁路—运力瓶颈缓解，前景大大改善.....	46
公路—影响短期负面，长期正面	49
中铁二局 (600528.CH)：推荐.....	51
葛洲坝 (600068.CH)：审慎推荐.....	53
中国中铁 (601390.CH/390.HK)：中性	55
中国铁建 (601186.CH/1186.HK)：中性	57
中国北车 (601299.CH)：推荐.....	59
中国南车 (601766.CH/1766.HK)：审慎推荐.....	61
晋西车轴 (600495.CH)：无评级.....	63
卧龙电气 (600580.CH)：无评级.....	64
特锐德 (300001.CH)：无评级.....	65
同方股份 (600100.CH)：无评级.....	66
辉煌科技 (600754.CH)：审慎推荐	67
荣盛发展 (002146.CH)：审慎推荐	69
华天酒店 (000428.CH)：推荐.....	70
峨眉山A (000888.CH)：审慎推荐	72
黄山旅游 (600054.CH)：审慎推荐	74
中青旅 (600138.CH)：审慎推荐.....	76
锦江股份 (600754.CH)：中性.....	78
武汉中百 (000759.CH)：无评级.....	80
合肥百货 (000417.CH)：推荐.....	81
重庆百货 (600729.CH)：无评级.....	82
大商股份 (600694.CH)：审慎推荐	83
鄂武商 (000501.CH)：无评级.....	84
银泰百货 (1833.HK)：无评级.....	85
附录一：新干线对日本经济影响的经验	86
附录二：中国高速公路网的历史经验.....	91

图表目录

图表 1: 全国高速客运专线网规划示意图	5
图表 2: 高铁产业链细分行业受益顺序及毛利率分析	6
图表 3: 高铁产业链细分行业受益顺序及毛利率分析	7
图表 4: 中国高铁产业结构演化	7
图表 5: 高速铁路投资构成	8
图表 6: 中国高铁产业结构演进及受益个股	10
图表 7: 重点推荐个股	11
图表 8: 我国高速铁路各年度竣工长度占目前全部规划的比例	12
图表 9: 客运专线即将进入竣工高峰期	13
图表 10: 跨区际高速铁路即将进入竣工高峰期	13
图表 11: “四横四纵” 客运专线线路规划细表	14
图表 12: 跨区际高速铁路线路规划细表	14
图表 13: 城际轨道铁路线路规划细表	15
图表 14: 中国南车, 北车动车组交付情况	16
图表 15: 中国南车, 北车动车组占收比将大幅提升	16
图表 16: 中国南车, 北车大功率机车交付情况	16
图表 17: 我国铁路网强度远低于发达国家	17
图表 18: 铁路路网密度的国际对比	17
图表 19: 我国铁路建设 2012 年及 2020 年目标	18
图表 20: 我们预计 2020 年目标有望在 2015 年提前完成	18
图表 21: “十二五” 期间铁路建设投资规模再创历史新高	18
图表 22: 国际公司历史轨道交通业务收入情况	19
图表 23: 国际公司历史轨道交通业务收入情况	19
图表 24: 铁路运输在多方面都具有比较优势	20
图表 25: 日本新干线建设高峰期铁路投资占建筑业总产值 VS 中国高铁建设高峰铁路投资占建筑业总产值	20
图表 26: 近期海外重点国家高铁建设规划汇总	21
图表 27: 规划中的跨国高铁建设计划	22
图表 28: 中国企业已具备一流的高铁建设及轨道交通装备技术水平	22
图表 29: 中国企业对于承包海外铁路工程已有成功经验	23
图表 30: 中国中铁、中国铁建海外收入占比仍然较低	23
图表 31: 南北车在全球份额较小, 出口占收比较低	23
图表 32: 受益于高铁的建筑公司清单	24
图表 33: 受益于高铁的轨道交通装备及零部件公司清单	25
图表 37: 铁路信号投资测算以及投资结构	28
图表 38: 信息化可以有效防范铁路安全事故, 辉煌科技储备丰富	29
图表 39: 铁路信号系统市场格局	29
图表 40: 高铁对城市经济带动作用的阶段性特征	31
图表 41: 部分受益高铁建设的房地产企业一览	31
图表 42: 新干线布站城市及其他城市人口数量变化 (1960-1985)	32
图表 43: 日本新干线布站城市与其他城市人口增长情况 (1975-1988)	32
图表 44: 日本人口变化的城市数量 (1980-1985)	33
图表 45: 新干线 (Tokaido 线) 布站城市经济指标变化	33
图表 46: 新干线布站城市就业增长 (1960-1985)	34
图表 47: 日本从事信息交互相关工作的人口增长占当地人口总增长的比重 (1981-1985)	34
图表 48: 英国高铁 (HS1) 对沿线四个地区经济发展的拉动作用	34
图表 49: 英国高铁 (HS1) 对伦敦经济产出结构的影响	35
图表 50: 英国高铁 (HS1) 对沿线四个地区经济发展的拉动作用	35
图表 51: 日本青森县/湖南长沙市旅游受益于高铁开通	36
图表 52: 估值表	37
图表 53: 旅游酒店上市公司高铁受益示意图	38
图表 54: 零售公司高铁受益对比表	40
图表 55: 日本和德国部分路线的市场占有率	42
图表 56: 西班牙和台湾高铁建成后航空旅客运量下降	42

图表 57：高速铁路在商务旅行市场的占有率	43
图表 58：不同运距下三种运输方式分担率预测	43
图表 59：国内前 10 大航线旅客量统计	44
图表 60：我国航空公司仍以国内市场为主	44
图表 61：汉莎航空和法兰克福机场从联运中有所受益	46
图表 62：主要干线的客货周转量及占比	47
图表 63：客运运量增长率与GDP增长率比较	47
图表 64：中国铁路货运合理增速测算	48
图表 65：各种运输方式的市场份额比较	49
图表 66：广深高速车流量受铁路扩容影响示意图	50
图表 67：日本新干线示意图	86
图表 68：日本新干线分段开通时间表	86
图表 69：日本GDP增速与新干线大事记	87
图表 70：日本新干线带来的经济效果	87
图表 71：日本新干线带来的经济效果	88
图表 72：受益行业时间序列示意图	89
图表 73：新干线开通对都市与郊区地价指数影响比较图	89
图表 74：地价与离车站距离的关系	89
图表 75：高速公路沿线容易形成产业带	91
图表 76：高速公路沿线土地增值情况	91
图表 77：高速公路促进了沿线旅游人数及旅游收入的增加	92
图表 78：高速公路在区域发展和经济结构升级上起到促进作用	92

高铁建设周期及后高铁时代的受益者

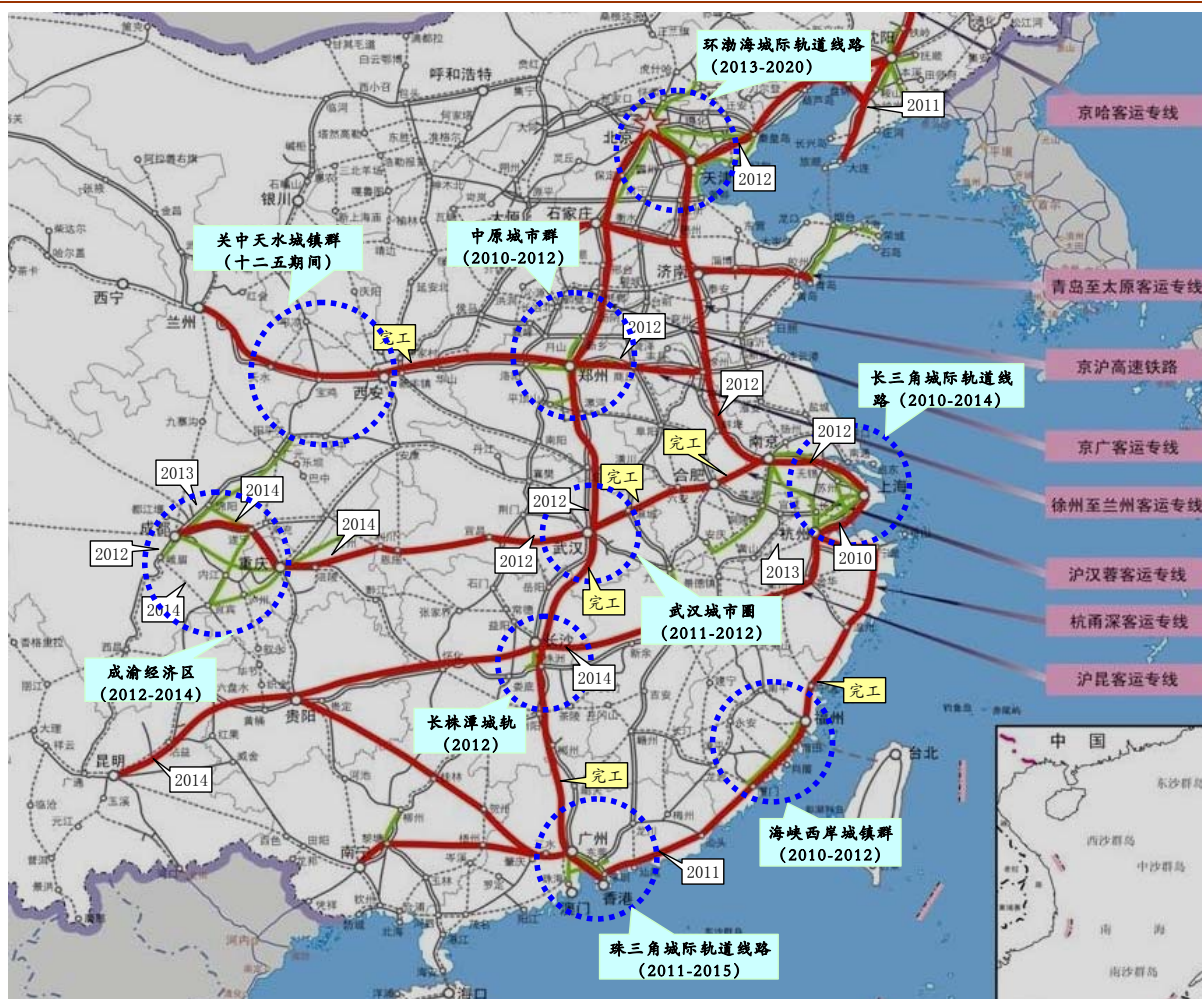
高铁建设进入集中收获期，中国进入高铁时代

随着高铁大范围地投入运营，中国高铁开始走进国人的视野。2010-2014 年，我国高速铁路建设将进入全面收获时期。到 2012 年，中国铁路营业里程将达 11 万公里以上，其中以高铁为主的客运专线和城际铁路将达到 1.3 万公里。我国将超越日本和德国等高铁起步较早的国家，成为全球高铁运营里程最长的国家。

以“四纵四横”为骨架的快速客运网基本形成，旨在建立省会城市及大中城市间的快速客运通道，将连接环渤海、长江三角洲、珠江三角洲、长株潭、成渝以及中原城市群、武汉城市群、关中城镇群、海峡西岸城镇群等经济发达和人口稠密地区，并将在区域内建设城际客运系统，覆盖区域内主要城镇。随着高铁网络的建成，邻近省会城市将形成 1 至 2 小时交通圈、省会与周边城市形成半小时至 1 小时交通圈。北京到全国绝大部分省会城市将形成 8 小时以内交通圈。标志着中国铁路全面进入高速铁路时代。

如此大规模的高铁的建设及建成运营，将对未来中国经济区域及产业结构产生重大的影响，相应地也会给相关的上市公司带来投资机会。从影响的时间阶段上，我们可以清晰地将从高铁建设周期和后高铁时代两个阶段来分别寻找受益的行业及上市公司。

图表 1: 全国高速客运专线网规划示意图



资料来源：铁道部，中金公司研究部

上篇：高铁建设周期的受益者

高速铁路的建设，其本身是一个巨大的产业链，从建设过程而言，铁路产业链涵盖**基建、铺轨、车辆和配套设施购置、运营和维护**四大阶段。

目前在A股市场有近百家公司涉足高铁产业链，我们从三个维度出发，按现阶段受益程度排序的子行业依次为：**铁路信息化设备制造、轨道交通装备及零部件制造、高铁建设等**。

(1) 按建设周期，确定行业受益的时间顺序及持续性：从2010年时点来看，动车组在内的整车及车辆配件等铁路设备的需求将步入高增长期；信息化设备将逐步进入快速扩张期。“十二五”规划及海外市场拓展将消除市场对高铁行业长期增长潜力的忧虑。

(2) 受益量的大小——对应行业容量及企业销售收入：铁路信息化一般占投资总额的3%~8%，尽管占比不高。但是结合建设投资周期，往前看，随着智能化、高速化和信息化的要求，铁路信息化设备投资占铁路投资的比例将日益提高，将成为亮点。

(3) 受益的效率——对应行业利润率及企业毛利率：具有知识产权的机车、车辆零部件、电气控制设备、信息技术系统的毛利率将是最高。海外市场拓展将提升中国高铁建设及轨道交通装备业整体的毛利率。

图表2：高铁产业链细分行业受益顺序及毛利率分析

	受益时间先后	市场容量	利润率
高铁基础设施建设	早，2010年我国高铁建设将进入全面收获期，2010-2014年期间竣工并投入运营的高速铁路占比将达到57%以上。	大，铁路基础设施建设部分（包括轨道采购与铺设，桥梁、隧道、车站的建设）约占高铁总投资40-60%。	低
机车及配件制造	中，随着客运专线的大量投产，从2009年到2011年，动车组及大功率机车将进入集中交付期。	中，机车车辆的购置（包括铁路机车、车辆的整车和配件）占10-15%。	中，但国际上具有知识产权的机车、车辆零部件毛利率较高。由于现阶段我国机车技术刚刚消化完毕，目前的机车毛利率并不处于高端，随着技术消化完成和自主创新，未来海外市场拓展将带来提升空间。
信息化设备	中，铁路信息化设备投资滞后铁路投资2-3年时间，因此铁路投资特别是高铁投资对相关厂商的业绩带动作用拉长2-3年，受06年-08年快速提升的投资，2010年信息化设备商的业绩将开始释放。	相对较低，但在有提升空间，铁路信息化一般占投资总额的3%~8%，往前看，随着智能化、高速化和信息化的要求，铁路信息化设备投资占铁路投资的比例将日益提高。	高，电气控制设备、信息技术系统的毛利率将是最高。

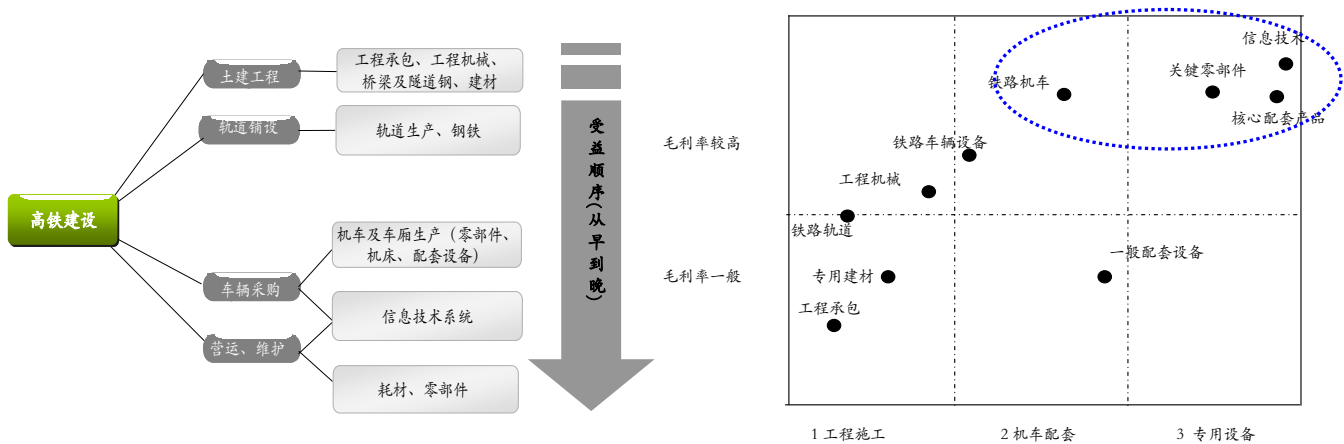
资料来源：中金公司研究部

受益的时间顺序及持续性

按照行业受益顺序，大规模铁路建设将首先惠及铁路基建相关领域（如铁路施工和工程机械）的企业以及铁轨生产企业，铁路机车设备的采购在工程完工后进行，铁路运营和维护企业则最后获益。

对高铁产业链做更细化的分析。在基建方面，工程机械、桥梁及隧道专用钢铁、水泥、电力、建筑材料企业、工程承包以及爆破业将直接受益；在轨道环节，轨道专用钢铁、轨道加工生产、机床、轨道辅助设备、轨道工程承包企业将受益；在车辆和配套设施采购环节，机车及车厢生产商，钢铁、车轴、轴承、座椅、信息信号设备、计算机控制系统将受益；在营运维护环节，养护耗材、零部件、相关易损设备的生产商持续受益。

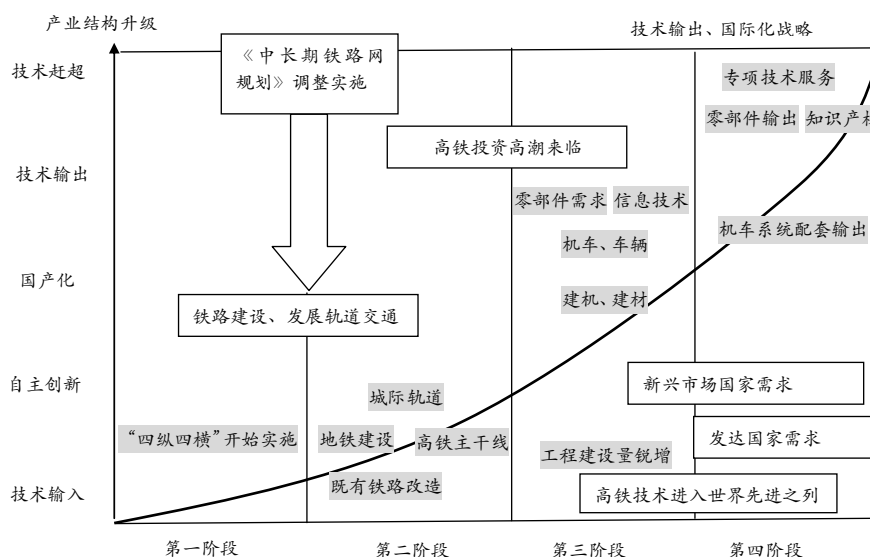
图表 3: 高铁产业链细分行业受益顺序及毛利率分析



资料来源: 中金公司研究部

高铁建设周期中各行业的受益顺序: 基建在高铁建设周期内最早受益, 也是产业链中最先直接受益的行业, 其行业景气度的周期也最长, 并且波动幅度较小。经历 2008、2009 年大规模开工建设, 2010 年我国高铁建设将进入全面收获期, 2010-2014 年期间竣工并投入运营的高速铁路占比将达到 57% 以上。而**铁路设备制造**的受益时间点则在此之后, 受益板块依次是铁路建设相关设备 (支座、扣件等)、车辆配件、车辆以及配套信息信号设备和计算机控制系统。从建设周期来看, 包括**动车组在内的整车及车辆配件等铁路设备的需求在 2010 年起将步入高增长期**, 届时目前行业收入增速明显小于固定资产投资增速的现象会有所缓解, 收入增长也将加快。随着客运专线的大量投产, 从 2009 年到 2011 年, 动车组及大功率机车将进入集中交付期。**铁路信息化设备**投资滞后铁路投资 2—3 年时间, 因此铁路投资特别是高铁投资对相关厂商的业绩带动作用拉长 2—3 年, 受 06-08 年快速提升的投资, 2010 年信息化设备商的业绩将开始释放。而在更长的时点看, 随着我国高铁技术的进一步成熟, 机车系统配套的输出将带给机车生厂商和具备自主产权的零部件厂商机遇。

图表 4: 中国高铁产业结构演化



资料来源: 中金公司研究部

“十二五”规划及海外市场拓展将消除市场对高铁行业长期增长潜力的忧虑

市场很多投资者担心经历了2010-2014年高铁巨额投资建设周期之后，高铁行业缺乏长期增长空间。我们认为“十二五”国内铁路投资规划及海外市场的拓展将消除市场的此类担忧：

(1) “十二五”期间高铁建设及轨道交通装备业仍有望实现可持续发展。尽管经历高峰建设，我国铁路网强度仍低于发达国家，展望“十二五”，我国铁路建设方兴未艾。而轨道交通装备发展空间更为广阔，即使进入成熟市场以后，更新换代、维修服务等需求依然能够支撑行业的需求。

(2) 海外市场的拓展为中国铁路建设企业及轨道交通装备企业带来广阔的发展空间。低碳优势下，全球再度引发高铁热，海外不少国家近期纷纷抛出巨额投资计划。中国的高铁建设及轨道交通装备业已具备全球竞争力，中国企业国际化前景十分广阔。

产业链上各子行业利润率情况

从各个产业链的子行业利润率（图表3）来看，我们对比德国、日本、法国等高铁营运成熟的国家，在高铁加速发展期到成熟期（市场饱和期）阶段，具有知识产权的机车、车辆零部件、电气控制设备、信息技术系统的毛利率将是**最高的**，而和基建环节相关性更高的专用钢铁，工程承包类企业的毛利率较为一般，此外，由于现阶段我国机车技术刚刚消化完毕，相较于高铁营运成熟的国家，目前的机车毛利率并不处于高端。但是，伴随我国高铁建设和运营的进一步发展，引进吸收消化和自主创新，中国的高铁建设及轨道交通装备业将逐步具备全球竞争力，技术输出将提升中国企业整体的毛利率。

受益量的大小

根据铁道部的有关数据测算高速铁路总投资的各项构成，最大的部分是铁路基础建设部分（包括轨道采购与铺设，桥梁、隧道、车站的建设）约占40-60%；机车车辆的购置（包括铁路机车、车辆的整车和配件）占10-15%，其余部分占比为25%-40%（包括通信、信号及信息工程、电力及电力牵引供电等）。

图表5：高速铁路投资构成

高速铁路总投资各项构成	占铁路总投资的比重	主要参与方
一、静态投资		
拆迁及征地费用	5%~10%	地方政府/建筑企业
路基/桥涵/隧道建设	35%~45%	建筑企业/工程设备企业/原材料供应商
轨道工程	5%~15%	建筑企业/工程设备企业/原材料供应商
通信、信号及信息工程	3%~8%	建筑企业/铁路通信信号制造和安装企业
电力及电力牵引供电	3%~8%	建筑企业/电力及电力设备企业
临时建筑物/过渡工程/运营房屋	3%~8%	建筑企业
其它费用	5%~10%	
小计	75%~85%	
二、动态投资		
工程造价上涨预留费	1%~2%	铁道部/建设企业/原材料供应商
建设期投资贷款利息	1%~3%	铁道部/建设企业/银行
小计	3%~5%	
三、机车车辆购置费	10%~15%	机车生产企业
四、铺底流动资金	1%~2%	
合计	100%	

资料来源：铁道部，中金公司研究部

下篇：后高铁时代的受益者

从日本新干线以及国内高速公路对经济造成的影响来看（参见本文附录 1-2），随着客运专线和城际铁路组成的国内高速铁路网络逐步形成，最直接的结果是缩短了区域及城市之间地理空间上的时间距离，将对我国的产业地理格局及大城市圈的形成产生巨大影响。从行业的角度来看，高铁效应将对以下相关行业将会产生深刻的影响，有的是成为重大受益者，有的则是遭受强烈冲击。

沿线城市的房地产市场的正面拉动

从历史经验来看，高铁建设将加速人口流动，进而推动沿线城市就业和经济增长，抬高沿线城市房价，我们发现，节点城市，特别是区域的经济中心，由于其较好经济吸附力，将出现“马太效应”，高铁建设对于房地产市场升温的促进作用将更为明显。

随着高铁开通，房地产市场将提前反应经济增长提升的预期，而大城市、节点城市受益将更为明显。顺应这一思路，我们看好布局高铁节点城市，有品牌及规模实力的开发商，同时也提示投资者关注部分在高铁沿线城市有低成本、高质量土地储备沉淀公司的投资机会。

旅游酒店零售等大消费市场将显著受益

随着客运专线和城际铁路组成的国内高速铁路网络逐步形成，城市之间的时间距离将大大缩短，而且大规模的提升了客流快速运送能力，高速铁路的开发将促进沿线区域的景区旅游收入和游客人数的增加这将直接促进沿线区域的景区游客人数增加，同时，人流交互增加势必将提高当地酒店入住率和餐饮上座率，促进酒店餐饮业发展。

高铁的建成将促进产业转移，提升沿线区域的经济增长和居民收入，有利于零售商的内生增长。同时，高铁将推动沿线地区的城镇化进程，为当地零售商的扩张提升更多空间。此外，客流快速运输能力的提高，将带来区域间人流的交互增加，带动当地零售行业的增长。

对现有国内交通运输格局造成一定冲击，但长期依然正面

高速铁路不仅在速度上具有一定竞争力，而且具有运量大、能效水平高、低排放的优势，有利于提高运输效率和改善环境。高速铁路网全面建成后，原有的国内交通格局将发生重构。

从铁路系统本身来看，高速铁路的建设将有望打破铁路客运周转能力的瓶颈，带来铁路客运的爆发式增长，而重点线路的客货分流将极大提高铁路货运的能力，预计高速铁路为铁路货运行业带来的年复合增长率可达 7.9%。

航空方面，从国外经验来看，高铁在中短途线路上对民航的分流比较明显，而且高铁运送的商务旅客数量可观。航空业不可避免将面临较大冲击。在国内高铁线路覆盖的航线上，民航的客流量和票价水平将收到一定影响。对于机场而言，鉴于其航班时段的稀缺性，我们认为大型枢纽机场的运输量并不会受太多负面冲击。如果高铁和民航能形成有效衔接，建立空铁联运，将可以大幅提升枢纽机场的覆盖范围，进一步推进枢纽机场的建设。

高速公路方面，从短期看，高铁的建成会分流部分公路的客运流量，但主要影响长距离的公路客运，公路运输的主要市场在短途运输，因此分流对相关公路车流量的短期负面影响不会太大。从长远看，高铁的建设对相关地区的经济拉动作用明显，将会间接提高相关地区的车辆保有量，而且高速铁路和公路网的交织也会形成路网效应，令相关地区整体人员和物资流动更加频繁，对公路长期车流量的增长带来正面影响。

此外，我们预计高速铁路网络的建成将促使民航和高速公路进行自我调整，提升竞争力。未来，铁路，高速公路和民航三种运输方式在竞争和可能的合作中将逐步寻找各自新的定位，调整战略，尝试形成一个更加有效的综合运输系统。

个股选择

个股层面，我们将进一步考察其高铁相关业务在公司销售收入的比例、公司在高铁建设周期内的发展潜力、铁路投资扩张对于公司业务量提升的程度等角度做出进一步的筛选。

图表 6：中国高铁产业结构演进及受益个股



资料来源：中金公司研究部

图表 7: 重点推荐个股

名称	股票代码	评级	最新股价	总市值(百万)	09 PE (x)	10 PE (x)	10 PB (x)	投资要点
基建								
中铁二局	600528	推荐	12.24	17,861	26.4	19.5	3.7	我国西南地区铁路建设的排头兵, 公司地产项目集中在四川地区, 受益于高铁运营后周边房地产的升值
葛洲坝	600068	审慎推荐	13.59	31,596	23.0	18.8	3.4	葛洲坝立足武汉, 在武汉, 宜昌拥有较多土地储备, 未来将充分受益于高速铁路开通而对当地经济的拉动
机车及配件设备								
中国北车	601299	推荐	5.49	45,567	34.2	22.5	2.0	目前中国北车手持订单充足, 动车组等长线产品生产交付安排到2012年, 长期增长前景乐观, 预计, 中国北车380公里动车组将在今年8月份下线, 2012年之后的长期空间进一步明朗
*晋西车轴	600495	无评级	20.34	3,415	47.9	38.7	2.5	晋西车轴主要从事铁路车轴生产, 在生产规模、技术和装备水平、生产成本等方面具有明显的领先优势, 国内市场份额超过1/3, 行业龙头地位相对稳固。高铁国产化是后高铁时代的新趋势, 晋西车轴是高速列车车轴国产的积极推动者, 同时也是出口的受益者
*卧龙电气	600580	无评级	16.74	6,205	30.8	23.7	5.1	受益于高铁建设后普通铁路网络的电气化改造, 公司变压器业务与铁路建设相关, 随着京沪, 哈大, 京石, 石武等客运专线的陆续招投标, 铁路牵引变压器将迎来真正的高峰期, 同时, 公司亦为城市轨道交通的受益者
*特锐德	300001	无评级	38.31	5,118	55.5	38.9	5.2	公司的高铁相关产品技术先进, 处于铁路客运专线电力运动箱的垄断地位, 随着高铁的投入运营, 我国主要铁路将实现客货分流, 专用的货运通道对功率大、效率高的大功率电力机车的需求将增加, 进而普通路网的电气化改造需求将有所增加
*同方股份	600100	无评级	21.00	20,516	53.5	38.6	2.8	铁路客服系统是高铁亮点, 下属子公司易程科技股份有限公司主要从事铁路客运服务系统的开发业务, 预计易程科技将利用其技术优势在今后的客运专线服务系统招标中继续保持其领先的市场份额。高铁和城市轨道交通的快速发展也将带动同方股份安检系统业务的发展。
铁路信息化								
辉煌科技	002296	审慎推荐	69.24	4,258	75.3	45.2	6.2	公司业务聚焦于铁路产业链, 铁路信息化设备投资滞后于铁路投资2-3年的周期, 公司目前主打产品微型监测系统以2006版本为主, 预计2009年铁路大投资的滞后效应将在2011-2013年体现为公司由行业成长带来的成长。此外, 高铁和城市轨道交通的建设也扩充相应的市场容量
房地产								
荣盛发展	002146	审慎推荐	20.12	18,028	29.0	18.2	3.8	目前的估值已较为充分反映其快速规模扩张及业绩高速增长的市场预期, 但考虑到公司重点布局在二、三线城市, 高铁沿线城市土地储备建筑面积占比47%, 高速铁路建设运营将提升该部分城市经济增长潜力以及房地产需求, 公司将在中长期受益
旅游酒店								
华天酒店	000428	推荐	10.23	5,657	39.9	28.8	3.9	华天酒店自身的酒店+地产模式扩张模式仍将持续, 后续储备项目充足, 将直接受益于武汉高铁的开通带来的游客人数增加。
峨眉山A	000888	审慎推荐	15.57	3,662	50.6	30.7	5.1	峨眉山周边交通状况不断改善, 绵阳-成都-乐山铁路客运专线的开通(2012年)将缩短外圈游客的进山时间。持续回升的游客数和索道提价将带来公司2010年业绩高速增长65%。
黄山旅游	600054	审慎推荐	20.96	9,879	48.8	36.2	6.9	杭州-黄山客运专线(2013年)以及杭州-长沙-昆明高铁(2014年)的开通有助于黄山加快改善客源结构, 吸引中西部地区游客。世博会的召开亦有望带动黄山旅游热, 2010年盈利有望超出预期。
零售								
武汉中百	000759	无评级	10.57	7,198	33.8	27.0	2.8	相比较当地其它公司, 武汉中百的网络布局更加广泛(共拥有门店643家、遍布湖北各地), 充分的区域渗透使之能够更多的享受当地经济的发展
合肥百货	000417	推荐	14.72	7,062	34.9	28.7	5.8	根据规划合肥将成为南北两条客运动脉的枢纽, 2个小时可达上海、武汉等地, 3小时可达北京。高铁的建成将加速产业转移和城镇化进程, 进一步提振区域经济, 合肥百货作为省内最大零售商将是最大的受益者, 后续增长潜力显著。
重庆百货	600729	无评级	38.11	7,774	49.6	29.8	8.6	根据规划成渝将形成一小时交通圈, 并可直达长三角经济圈, 同时通过武汉连接京津塘和珠三角经济圈, 制约重庆发展“蜀道难”问题将得以改善, 借助成渝经济圈的规划, 重庆将迎来新一轮的快速发展。公司是重庆市最早的国有商业企业, 是中国西部最大零售企业之一, 公司收购完成后收购完成后将成为西南地区最大的零售商, 同时拥有重庆市单店销售前5位的全部门店。
大商股份	600694	审慎推荐	37.84	11,114	n.a.	36.7	3.2	根据规划, 徐兰客运专线、京港客运专线将分别从纵横两个方向穿越河南, 公司已取得河南第一大百货零售商的地位, 在郑州、开封等多个城市拥有13家百货店, 竞争优势日益突出, 2010年起开始进入收获期

注:*公司预测数据为WIND一致预期

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

高铁建设及轨道交通装备：靓丽的现在，广阔的未来

罗炜

分析师，SAC 执业证书编号：S0080200010014

luowei@cicc.com.cn

吴慧敏

分析师，SAC 执业证书编号：S0080209070098

wuhm@cicc.com.cn

王黎明

分析师，SAC 执业证书编号：S0080209070099

wanglm@cicc.com.cn

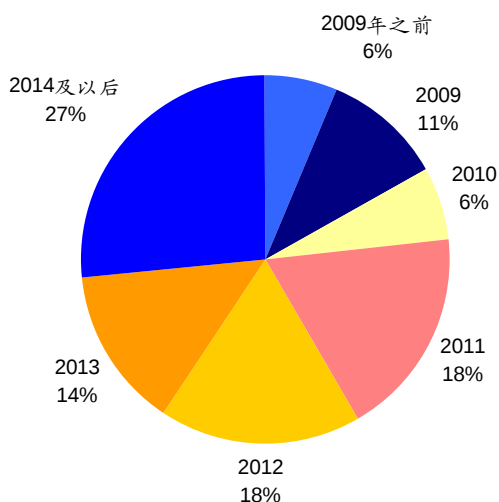
高铁建设进入收获期，高铁列车将亮相全球

如火如荼的高铁建设将全面进入收获期

经历 2008、2009 年大规模开工建设，2010 年我国高铁建设将进入全面收获期，预计 2010 至 2012 年，我国铁路新线投产将达 2.6 万公里，其中客运专线 9200 公里。到 2012 年底，我国铁路营业里程将达到 11 万公里以上，其中，客运专线和城际铁路将达到 1.3 万公里，复线率和电气化率将达到 50% 以上。

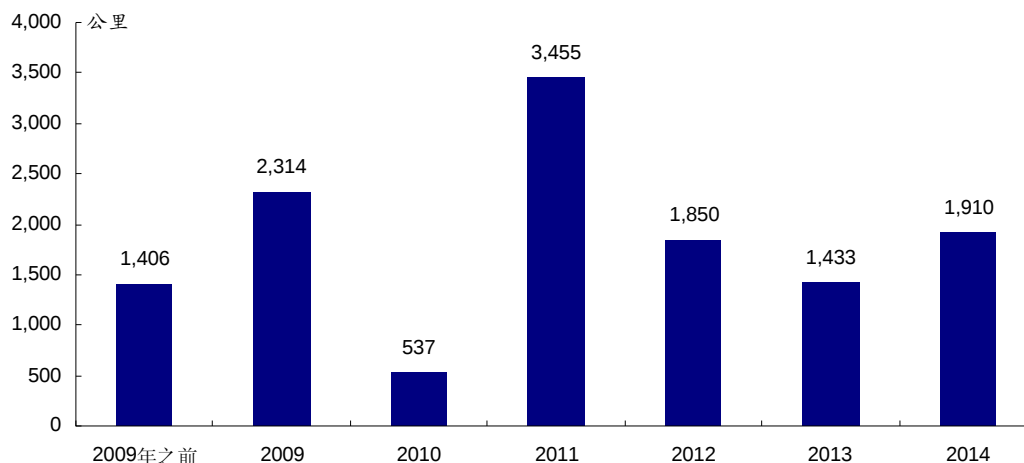
根据我们对已有规划铁路的测算，2010 年以前开通的高速铁路仅占目前全部高铁规划长度的 17%，2010-2014 年期间竣工并投入运营的高速铁路占比将达到 57% 以上，预期未来 4 年，中国将大踏步迈入高铁时代。

图表 8：我国高速铁路各年度竣工长度占目前全部规划的比例



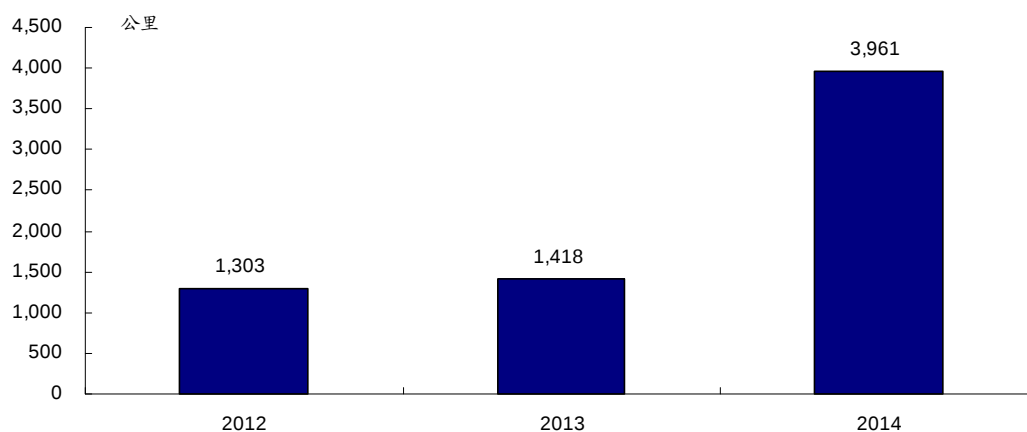
资料来源：铁道部，中金公司研究部

图表 9: 客运专线即将进入竣工高峰期



资料来源: 铁道部, 中金公司研究部

图表 10: 跨区际高速铁路即将进入竣工高峰期



资料来源: 铁道部, 中金公司研究部

图表 11：“四横四纵”客运专线线路规划细表

客运专线	里程 (公里)	总投资 (亿元)	开工时间	完工时间	途经主要城市
四纵					
京沪客运专线	1,318	2,200	2008年初	2011	北京南、廊坊、天津、沧州、德州、济南、泰山、曲阜、滕州、枣庄、徐州、宿州、蚌埠、青岗、滁州、南京、镇江、丹阳、常州、无锡、苏州、昆山南和上海虹桥站
蚌埠-合肥	120	102	2009.01	2011	蚌埠、合肥
京广客运专线					
京石客运专线	281	439	2008.10	2011	北京、涿州、高碑店、保定、定州、石家庄
石武客运专线	840	1,168	2008.10	2011	石家庄、元氏、高邑、临城、邢台、邯郸、安阳、鹤壁、新乡、郑州、新乡市、许昌市、临颍县、漯河市、明港镇、信阳、董寨自然保护区、大悟经济开发区、横店、天兴洲
武广客运专线	995	930	2005.6	2009	武汉、咸宁、赤壁、岳阳、汨罗、长沙、株洲、衡山、衡阳、耒阳、郴州、乐昌、韶关、新英德、清远、广州
京哈客运专线					
京津城际铁路(已完工)	115	123	2005.07	2007	北京、天津
津秦客运专线	244	341	2008.11	2011	天津、唐山、秦皇岛
秦沈客运专线(已完工)	405	160	1999.08	2003	秦皇岛、葫芦岛、锦州、盘锦、沈阳
哈大客运专线	906	923	2007.08	2012	大连市、营口市、鞍山市、辽阳市、沈阳市、铁岭市、四平市、长春市、松原市、哈尔滨市
锦州-营口客运专线	89	115	2009.06	2012	盘锦、锦州、鞍山、营口
杭甬深客运专线					
沪杭客运专线	160	293	2009.04	2010	上海、杭州
杭甬客运专线	150	218	2009.04	2011	杭州、宁波
甬台温客运专线	268	170	2005.10	2009	宁波、台州、温州
温福客运专线	321	180	2004.12	2009	瑞安、鳌江、苍南、福鼎、太姥山、霞浦、福安、宁德、罗源、连江、樟林、福州
福厦客运专线	273	124	2005.09	2009	福州、闽侯、长乐、福清、莆田、涵江、仙游、惠安、泉州、翔安、厦门
厦深客运专线	502	417	2008.01	2011	厦门、漳州、潮州、汕头、揭阳、汕尾、惠州、深圳
四横					
杭长昆客运专线					
杭长客运专线	933	1,309	2009.12	2013	杭州市、诸暨、义乌、金华、龙游、衢州、江山、玉山、上饶、弋阳、鹰潭、东乡、进贤、南昌、高安、新余、萍乡、醴陵、长沙
长昆客运专线	1,200	1,469	2010E	2014	长沙、湘潭、韶山、娄底、邵阳、怀化、新化、溆浦、怀化、玉屏、三穗、棉花坪、凯里、贵定、贵阳、平坝、安顺、关岭、普安、盘县、富源、曲靖、旧县、昆明
青太客运专线					
石太客运专线(已完工)	190	171	2005.06	2008	太原、东凌井、阳泉、获鹿、石家庄
胶济客运专线(已完工)	173	96	2007.01	2008	青岛、胶州、高密、昌邑、潍坊、昌乐、青州、临淄、章丘、济南
石济客运专线	319	449	2010E	2012	石家庄、藁城、辛集、衡水、龙华、德州、济南
汉蓉客运专线					
合武客运专线(已完工)	357	168	2006	2008	合肥、六安、麻城、红安、汉口
合宁客运专线(已完工)	166	43	2005.07	2008	合肥、肥东县、巢湖市、全椒县、南京市
汉宜客运专线	292	238	2008.09	2012	武汉、汉川、天门、仙桃、潜江、荆州、枝江、宜昌
宜万铁路	377	226	2004	2010	涪陵、丰都、石柱、宜昌市、恩施州、重庆市
渝利铁路(重庆-利川)	244	203	2008	2012	重庆、利川
重庆-成都客运专线	309	399	2010E	2014	重庆、成都
徐兰客运专线					
郑西客运专线	457	370	2005.08	2009	郑州、洛阳市、三门峡市、渭南市、西安、蒙阳、巩义、渑池、三门峡、灵宝、华山、新临潼
徐郑客运专线	362	501	2010E	2013	郑州、开封、商丘、徐州
西宝客运专线	138	180	2009.11	2013	西安、咸阳、杨凌、五丈原、宝鸡
宝兰客运专线	401	565	2010E	2014	西安、天水、定西、兰州

资料来源：铁道部，中金公司研究部

图表 12：跨区际高速铁路线路规划细表

跨区际高速铁路	里程 (公里)	总投资 (亿元)	开工时间	完工时间	途经主要城市
兰新客运专线	1,776	1,435	2009.12	2014	兰州、西宁、张掖、酒泉、嘉峪关后、哈密、吐鲁番、乌鲁木齐
大同至西安铁路客运专线	859	963	2009.12	2014	大同、朔州市、忻州市、太原市、晋中市、临汾市、运城市、渭南、临潼、西安
成西客运专线(西安-江油-成都)	655	716	2010	2013	成都、江油、广元、汉中、西安
成贵铁路客运专线	520	677	2010年初	2014	成都、眉山、乐山、宜宾、威信、都拉营、贵阳
绵阳至成都至乐山铁路客运专线	319	392	2008.12	2012	成都、绵阳、乐山
哈齐客运专线	300	312	2009.07	2012	哈尔滨、齐齐哈尔
哈尔滨-牡丹江客运	293	413	2010E	2013	哈尔滨、牡丹江
沈阳-丹东客运专线	207	269	2010E	2013	沈阳、丹东
京沈客运专线	684	700	2010E	2012	北京、承德、朝阳、阜新、沈阳
合肥至福州(北京-铜陵-福州)客运专线	806	1,058	2009.12	2014	合肥、巢湖、铜陵、绩溪、黄山、婺源、上饶、武夷山、南平、福州
杭州至黄山客运专线	264	393	2010	2013	杭州、富阳、桐庐、淳安、歙县、黄山
合计	18,465	20,801			

资料来源：铁道部，中金公司研究部

图表 13: 城际轨道铁路线路规划细表

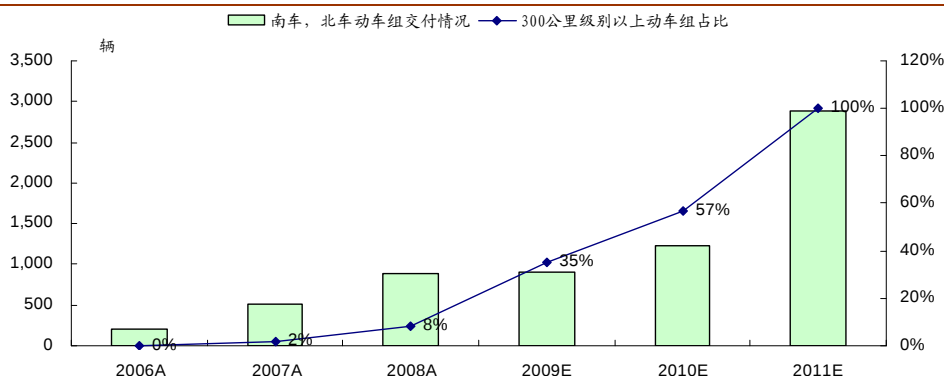
铁路名称	开工时间	竣工时间	项目总投资(亿)	里程(公里)	运行时速(公里/时)	状态
长三角城际轨道线路						
沪杭磁悬浮线	n.a.	n.a.	350	170	450	
上海-南京城际铁路	2008.7	2010	395	300	300(设计)/200(运行)	08年获批
南京-杭州城际铁路	2008-12-27	工期3年	314	249	200(设计)	08年获批
南京-芜湖-安庆城际铁路	2008.11	工期四年半	257	257	200(设计)	计划年内开工
珠三角城际轨道线路						
广珠城际铁路	2005.12	2010	178	143	200(设计)	开工
穗莞深城际	2008底	2011	197	87	140设计	开工
广深港客运专线(广深段)	2007年底	2010	167	105		
佛莞深城际		2015之后	2,306	1,252		规划阶段
广佛珠城际		2015之后				
广佛肇		2015之后				
广州至清远		2015之后				
广州至惠州		2015之后				
东莞至惠州		2015之后				
深圳至惠州		2015之后				
珠海至斗山		2015之后				
江门至恩平		2015之后				
肇庆经高明至南沙		2015之后				
广州至肇庆		2015之后				
环渤海城际轨道线路						
青岛-烟台-威海城际铁路	2010	2013	339	296	250(设计)/200(运行)	规划阶段
京秦城际铁路						
京张城际铁路						
唐山至曹妃甸						
唐山经天津滨海新区至沧州渤海新区						
长株潭城轨						
长株潭三市城轨	2010	2012	304	150		
长株潭(3+5)		2030	1,196			
武汉城市圈(1+8)						
武汉至黄石	2009.3	2011	169.1	97	200(最高)	计划09年开工
武汉至孝感	2009.3	2011	107.2	61		
武汉到咸宁	2009.3	2011	97.6	90		
武汉至黄冈	2009.5	2012	93	66		
中原城市群						
郑州至焦作	2009		97.6	77		
郑州至开封	2009		58.7	50.3		
郑州至新郑机场	2009		55.9	39.9		
新郑机场至许昌	2011E					
郑州至洛阳	2011E		387.8	328.8		
郑州至新乡						
关中天铁群				1,204		
西安—蓝田	十二五期间	十二五期间				
临潼—渭南	十二五期间	十二五期间				
西安—周至	十二五期间	十二五期间				
西安城区—机场—法门寺	十二五期间	十二五期间				
西安—高陵—阎良—富平	十二五期间	十二五期间				
西安—铜川	十二五期间	十二五期间				
其他						
九江-南昌城际铁路	2007	2010	58	131	200(设计)	开工
长春-吉林城际铁路	2007	2010	86	96	200(设计)	开工
成都-都江堰城际	2008	2010	133	72		
柳州-南宁城际铁路	2010	2012	174	227	200(设计)	可行性研究阶段

资料来源: 铁道部, 中金公司研究部

中国高铁列车将亮相全球

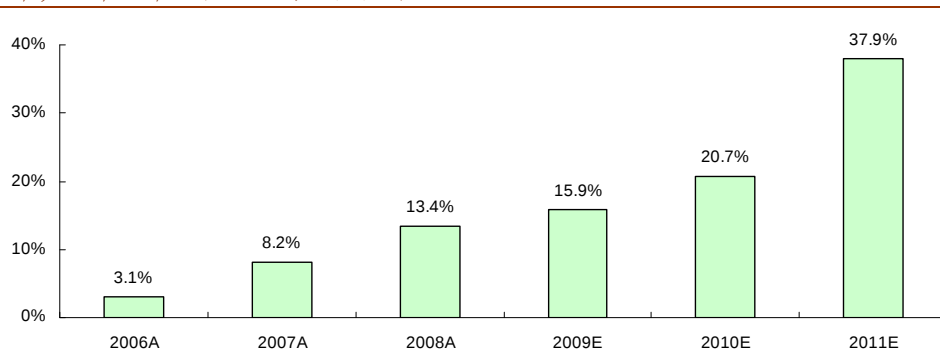
2009 年，武广高铁的投入运营带来了中国高速铁路崭新的一页，各国政要纷纷参观、体验。随着多条高铁的开通运营，中国高速列车在接下来的三年将进一步亮相全球，特别是具有自主知识产权、300 公里以上的高速动车组将成为全球的焦点。客运专线的大量投产，动车组及大功率机车将进入集中交付期，300 公里以上动车组交付量加大，中国南车和中国北车的动车组收入占整个公司收入比重急速上升。

图表 14：中国南车，北车动车组交付情况



资料来源：公司数据，中金公司研究部

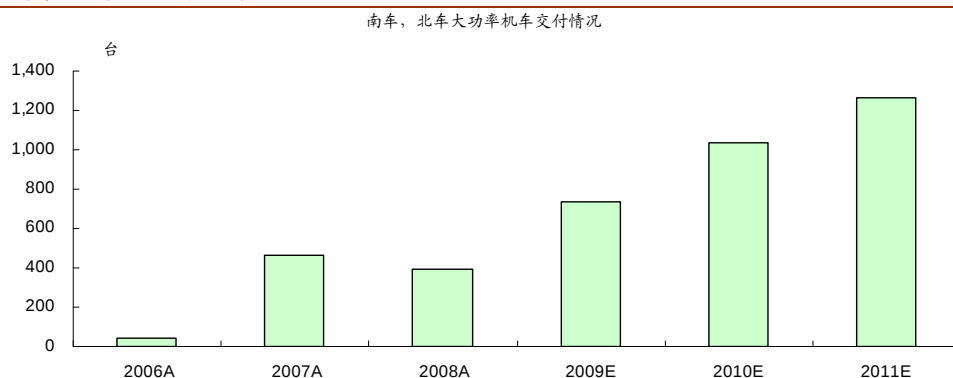
图表 15：中国南车，北车动车组占收比将大幅提升



资料来源：公司数据，中金公司研究部

此外，随着大量客运专线投入运营，客货分离将加快速度。专用的货运通道将增加运力更大、效率更高的大功率机车。大功率机车的大量投入运营将成为我国铁路网络上又一亮点。

图表 16：中国南车，北车大功率机车交付情况



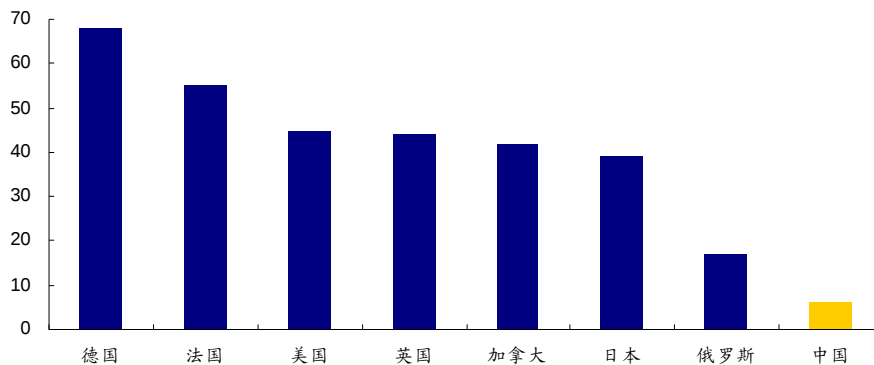
资料来源：公司数据，中金公司研究部

“十二五”期间，高铁建设及轨道交通装备业仍有望实现可持续发展

尽管经历高峰建设，我国铁路网强度仍低于发达国家

从国土面积 (S)、总人口 (P) 和铁路营业里程 (L) 构成的铁路网强度 ($L / (SP)^{0.5}$) 国际对比来看，我国铁路网强度远远低于世界主要发达国家。我国现有路网规模与巨大的人口基数和国土面积不相称。

图表 17：我国铁路网强度远低于发达国家



资料来源：铁路“十一五”规划研究，中金公司研究部

即使到 2012 年，我国铁路营业里程达到 11 万公里，我国铁路路网密度依然处在较低水平，低于欧洲、日本、印度等国家现有的水平，仅比俄罗斯、加拿大等地广人稀的国家高。铁路长期的建设空间依然存在。

图表 18：铁路路网密度的国际对比

	营业里程 万公里	路网密度	
		按国土面积计算 (公里/千平方公里)	按人口计算 (公里/千人)
德国	3.5	97.4	0.4
英国	1.7	69.6	0.3
法国	2.9	53.0	0.5
日本	2.0	53.0	0.2
美国	27.3	29.1	1.0
印度	6.3	19.2	0.1
中国 (2012年)	11.0	11.5	0.1
中国 (2008年)	7.9	8.2	0.1
俄罗斯	8.5	5.0	0.6
加拿大	4.9	4.9	1.5

资料来源：铁道部、中金公司研究部

展望“十二五”，我国铁路建设方兴未艾

根据铁道部中长期铁路网规划，预计 2020 年我国铁路营业里程将达到 12 万公里以上，其中，客运专线达到 1.6 万公里以上。

但是，根据我们对所有规划中项目的汇总发现，2020 年目标将有望提前到 2015 年完成，即 2011-2015 年我国铁路建设仍将位于高峰阶段。

我们预计，“十二五”期间，我国铁路建设投资有望达到 3 万亿元，是“十一五”期间的 1.97 万亿的 1.52 倍，预计 2011-2012 年均铁路投资额仍将维持在 7,000-8,000 亿元，2013-2015 年均铁路投资额将小幅下降至 5,000-6,000 亿元。

图表 19：我国铁路建设 2012 年及 2020 年目标

	2008年	2012年目标	2020年目标
铁路营业里程	7.96万公里	11万公里以上	12万公里以上
其中：客运专线	927公里	1.3万公里	1.6万公里
复线	2.89万公里	5.5万公里	6.0万公里
电气化	2.81万公里	5.5万公里	7.2万公里

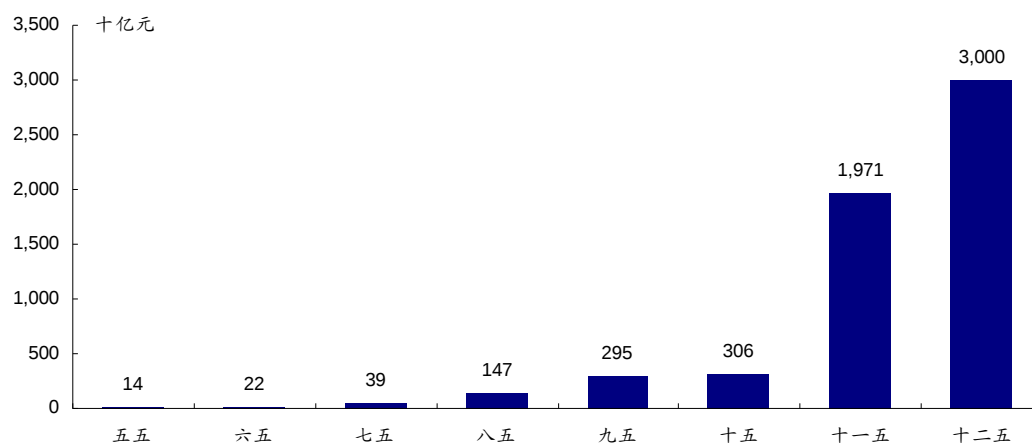
资料来源：铁道部，中金公司研究部

图表 20：我们预计 2020 年目标有望在 2015 年提前完成

(公里)	客运专线	城际轨道交通	货运路网	合计
2008	1,406	-	78,398	79,804
2009	3,719	-	82,310	86,029
2010	4,257	775	88,476	93,507
2012	10,865	2,076	96,781	109,722
2015	19,324	3,773	105,407	128,504

资料来源：铁道部，中金公司研究部

图表 21：“十二五”期间铁路建设投资规模再创历史新高

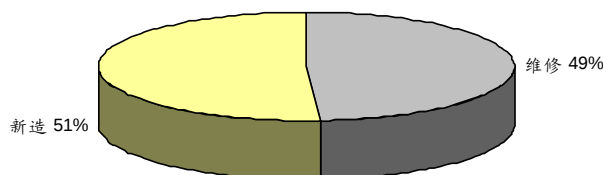


资料来源：铁道部，中金公司研究部

轨道交通装备发展空间更为广阔

另一方面，即使进入成熟市场以后，更新换代、维修服务需求依然能够支撑行业的需求。由于我国处在铁路建设高峰时期，我国轨道交通装备业主要业务是新造机车车辆以满足线路运营的需要，维修服务业务占比并不高。但长期而言，维修服务将构成轨道交通装备业的重要组成部分。根据欧洲铁路行业协会（UNIFE）的统计，全球轨道交通装备业每年 7000 亿人民币的收入中，49%来自维修服务。随着我国铁路网的进一步扩大以及机车车辆运行时间的增加，维修服务业务将成为我国轨道交通装备企业的重要业务支撑。

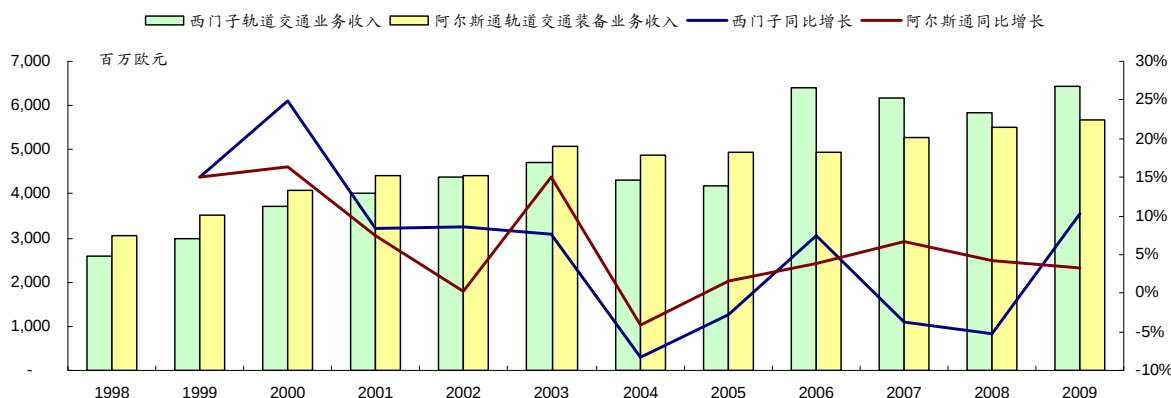
图表 22: 国际公司历史轨道交通业务收入情况



资料来源: UNIFE, 中金公司研究部

从西门子、阿尔斯通 1998 年以来轨道交通装备业务的收入来看, 整体上呈现稳中有升的趋势。即使是剔除中国因素, 1998-2004 年期间, 两家公司的收入均相对平稳, 并没有大幅波动。

图表 23: 国际公司历史轨道交通业务收入情况



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

立足中国, 走向世界

低碳优势下, 全球再度引发高铁热

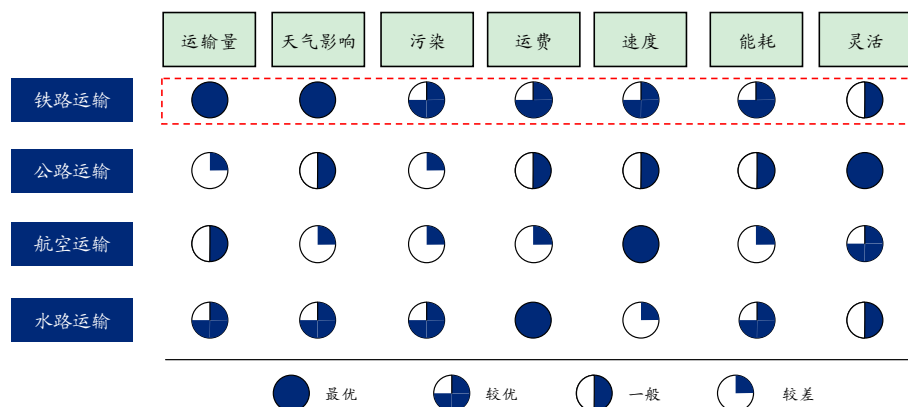
与其他运输方式相比, 铁路运输具有运输量大、受天气影响小、污染小、运费低、能耗低等优势, 是理想的客运和货运方式。尤其是在全球倡导低碳经济的大环境下, 铁路、特别是高速铁路成为了未来运输方式的理想选择。

根据牛津经济研究所的估算, 2009 年, 全球建筑业总产值约为 7.8 万亿美元, 剔除中国市场后, 粗略估算全球建筑业总产值约为 45 万亿元人民币, 按照铁路建设高峰期, 铁路建设投资占建筑总产值比重在 4%-5% 之间计算, 预计全球 (剔除中国) 铁路建设总投资额有望达到 1.80-2.25 万亿元, 市场规模巨大。

短期上看, 中国高速铁路网络的成功推进在全球引起了巨大影响, 包括美国、巴西等多个国家均对高铁建设产生了浓厚兴趣, 近期纷纷抛出巨额投资计划, 这为中国铁路建设企业及轨道交通装备企业带来广阔的发展空间。

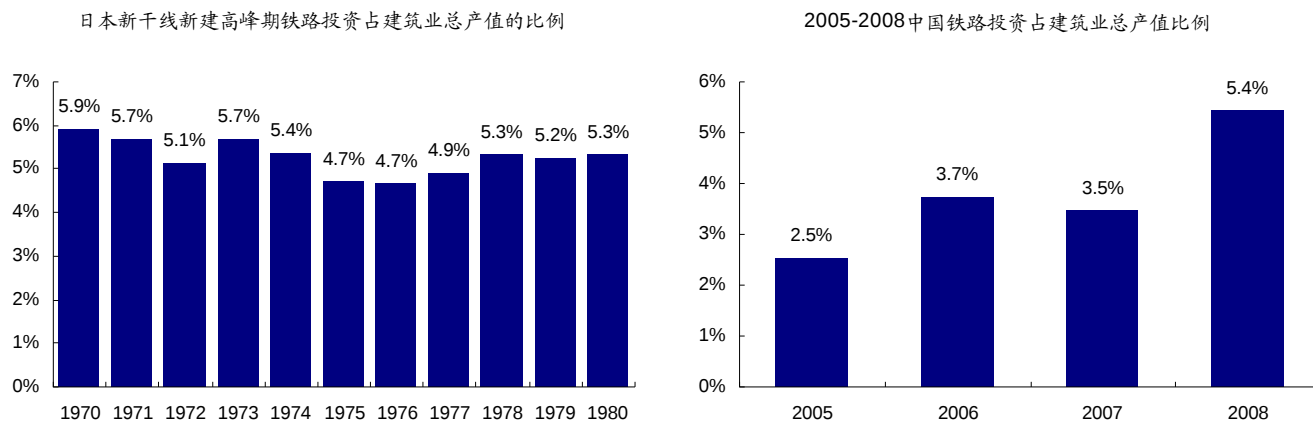
同时, 在成熟的技术实力支撑下, 中国铁道部更是将眼光投向周边海外市场, 计划建设连接欧洲和亚洲的跨国路线, 预计到 2025 年, 中国将通过高速铁路与 17 个国家相连, 这些国际路线的拓展也将成为中国相关企业长期发展的重要支撑。

图表 24：铁路运输在多方面都具有比较优势



资料来源：中金公司研究部整理

图表 25：日本新干线建设高峰期铁路投资占建筑业总产值 VS 中国高铁建设高峰铁路投资占建筑业总产值



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 26：近期海外重点国家高铁建设规划汇总

国家	高铁建设计划	长度 (公里)	建设周期 (年)	总投资 (亿美元)	备注
巴西	连接里约热内卢、圣保罗和卡皮纳斯三地的城际高速铁路项目，全长510公里，运营时速最高达300公里/时，造价340亿美元。	510	5	194.4	中国铁路部门与巴西有关部门就巴西里约-圣保罗的高铁建设合作项目已达成共识，我方正在组织相关企业对其技术、商务方案进行深入研究，为投标做准备。
沙特阿拉伯	已批准一项耗资高达200亿美元（约合53.3亿美元）的西部高速铁路建设计划。	N.A.	4	53.3	中国南车、中国铁建及西门子组成的中国财团参与竞标。
俄罗斯	根据已经批准的2020年俄罗斯高速和超高速铁路网建设计划，到2020年俄罗斯将建成1500公里的超高速铁路，目前西门子与阿尔斯通的列车合同已中标。	1,500	10	N.A.	2009年10月，在中俄总理第14次定期会晤期间，铁道部与俄罗斯运输部和俄铁股份公司签署了《关于在俄罗斯联邦境内组织和发展快速及高速铁路运输谅解备忘录》，就高铁项目合作达成了共识。
美国	美国总统奥巴马3月16日宣布启动自艾森豪威尔政府以来最大规模的交通投资，即在未来数年内投资130亿加速美国高速铁路建设（简称HSR）。该计划包含在奥巴马总统7870亿美元的一揽子经济刺激计划当中，年内会投放80亿美元资金，随后5年每年10亿美元。	N.A.	5	130	2009年11月，美国总统奥巴马首次访华，期间美国GE与中国铁道部签署了《动车组及内燃机战略合作谅解备忘录》，美方将学习我国高速铁路领域的先进技术。
波兰	2009年1月，波兰政府表示，它计划2018年推出全国第一高速铁路。目前计划的“Y”线准备将波兹南和弗罗茨瓦夫分行连接到华沙罗兹-卡利什。该线路的几何布局的设计将允许速度360公里/小时。计划2014年开始建设，并在2019年完成。	N.A.	6	N.A.	波兰国家铁路正考虑在列车从德国、瑞典和波兰公司生产提供。但波兰也在与中国密切磋商中。
印度	印度计划在未来5至8年内，投资27万亿卢比（约540亿美元）建设铁路。其中，在2010年至2011年的两年内，投资有望达8000-9000亿卢比（包括总长度为2800公里的“货运走廊”项目）。孟买-普纳以及德里-阿姆利则线正在进行先期可能性研究。	N.A.	8	540	N.A.
泰国	已批准1000亿泰铢，共计4条高铁线路的建设计划。	N.A.	20	31	N.A.
卡塔尔、科威特	两国将分别投资100亿美元，兴建国内铁路网。	N.A.	N.A.	100	N.A.
阿联酋	计划投资近200亿美元，兴建包括轻轨、高速铁路及地铁在内的立体铁路运输网。	N.A.	N.A.	200	N.A.
埃及	埃及已与西班牙和意大利公司一起进行了初步的可行性研究，以建立一个高速火车从开罗网络延伸到亚历山大港，沿西北地中海沿岸。	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
韩国	计划建设Honam高速轨道，通过五松从汉城到光州-木浦。2009年开始，在2014年初步完成。	N.A.	5	N.A.	N.A.
印度尼西亚	印尼当局已经表示了对人口稠密的爪哇岛对高速铁路的兴趣，连接可能雅加达、万隆、泗水等城市。在2006年，印尼运输部说，建议已提交中国、法国和德国的利益方，该线预计耗资61.4亿美元。	683	N.A.	61.4	N.A.
缅甸	缅甸政府已经同意提供被广泛用于工业生产的金属锂，这种金属在缅甸分布广泛。相应的缅甸政府将获得高铁建设的财政支持。	N.A.	N.A.	N.A.	中国在谈判中承诺提供高铁技术、设备及最高时速达350公里的中国高速列车，并且承担那些愿意向中国运输天然气或锂等自然资源的国家建设高铁的费用。
越南	越南则计划到2020年建设从河内到胡志明市的1630公里高速铁路项目。	1,630	10	N.A.	N.A.
柬埔寨	亚洲开发银行(ADB)最近同意，向规模为1.41亿美元的柬埔寨铁路网重建项目提供第二笔4200万美元的贷款。澳大利亚和马来西亚也提供了资金。	N.A.	5	1.41	随着在柬埔寨的关键缺口得到填补，一项讨论已久的连接中国和东南亚6国的铁路网计划正迅速向前推进。
欧亚高铁	2010年2月2日，土耳其与巴基斯坦政府已经同意共同出资200亿美元将现有连接巴基斯坦首都伊斯兰堡和土耳其第一大城市伊斯坦布尔的普通铁路升级为高速铁路，以增加货物运输能力。升级后的高速铁路最终有可能与欧洲铁路网相连接。	N.A.	N.A.	200	N.A.

资料来源：中金公司研究部

图表 27：规划中的跨国高铁建设计划

线路	途径	建设周期（年）	总投资（亿美元）	备注
中吉乌铁路	中吉乌国际铁路，位于中国西部及中亚地区。起自中国新疆南疆铁路的终点喀什站，经中国与吉尔吉斯斯坦边境的伊尔克什坦叶尔尕特山口，再经吉尔吉斯斯坦的卡拉苏或贾拉拉巴德，至乌兹别克斯坦的安集延。	6	13	N.A.
中亚线路	从乌鲁木齐出发，经由哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦、土库曼斯坦、伊朗、土耳其等国家，最终到达德国。	N.A.	N.A.	N.A.
东南亚线	从昆明出发，依次经由越南、柬埔寨、泰国（或从昆明经过缅甸到泰国）、马来西亚，抵达新加坡。	20	26.98	N.A.
俄罗斯横断高速铁路网	从黑龙江省出发，通过北部的俄罗斯横断铁路，连接到西欧。	N.A.	N.A.	N.A.
泛亚铁路网	2006年，亚洲18个国家和地区的代表在韩国釜山正式签署《亚洲铁路网政府间协定》，计划共同兴建横跨亚洲的铁路网。这条“钢铁丝绸之路”将连接28个亚洲国家和地区，总长约8.1万公里。构想中的泛亚铁路网将包括四个部分：北部走廊、南部走廊、印度-中国和东盟国家走廊以及南北走廊。其中，东北亚走廊32500公里，连接中国、朝鲜半岛、蒙古、哈萨克斯坦和俄罗斯；东南亚走廊12600公里，覆盖东盟，连接马来半岛、柬埔寨、越南和中国；南部走廊22600公里，从云南和泰国，经缅甸、孟加拉、印度、巴基斯坦和伊朗最后到达土耳其；北部走廊13200公里，从芬兰起，经俄罗斯，至伊朗、哈萨克斯坦、土库曼斯坦和乌兹别克斯坦。尽管泛亚铁路网多数是利用现有的铁路线，但还有13段属于“缺失的环”，总长约7060公里，需要大约135亿美元的投资。	N.A.	135	N.A.

资料来源：中金公司研究部

中国的高铁建设及轨道交通装备业已具备全球竞争力

大规模的高铁建设，使中国企业在广泛的建设活动中掌握了较高的铁路建设、列车制造及铁路运营水平。在列车运行速度、密度、安全性、舒适度等方面均达到国际一流水平。同时，经过若干年的引进吸收消化和自主创新，我国高速铁路列车的产品性能已经达到全球领先水平。在京津、武广线上运营的高速列车创下了全球最快的运营速度。从运行速度、安全性、舒适性来考虑，中国的高速铁路列车水平已经达到甚至超过竞争对手的水平。

图表 28：中国企业已具备一流的高铁建设及轨道交通装备技术水平

国家	中国	日本	法国	德国
高铁速度	350公里	300公里	320公里	300公里
列车技术	引进200-250公里技术，吸收自主研发350公里列车	自主研发	自主研发	自主研发
轨道技术	全部无砟轨道	除道岔，全部是无砟轨道	有砟轨道	部分是无砟轨道
桥梁技术	大量的高架桥，跨度、荷载、宽度等指标，是世界第一。	桥梁较少	桥梁较少	桥梁较少
工务工程技术	地质条件复杂，涉及软土，岩溶，黄土等各种地质	地质条件较为单一	地质条件较为单一	地质条件较为单一

资料来源：铁道部，中金公司研究部

中国企业国际化前景十分广阔

如前所述，中国铁路建设企业及轨道交通装备企业已做好充分准备，积极进入海外市场。

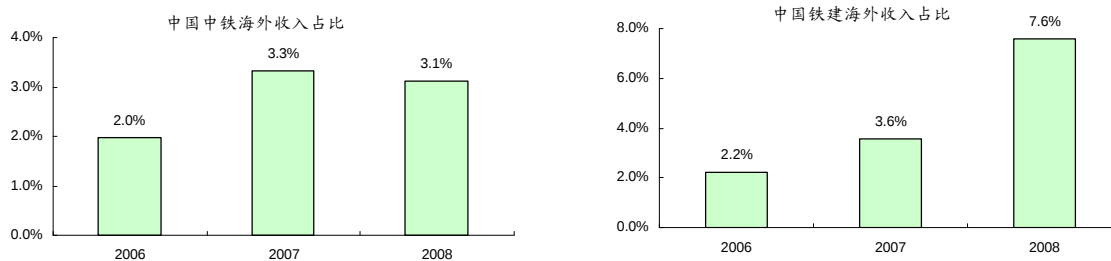
同时，从现有中国中铁、中国铁建、中国南车、中国北车业务上看，国际市场份额仍然较小，海外业务贡献仍然较低。长期而言，在铁道部的主导下，以铁路关联企业联盟为主体，以先进技术为依托，中国铁路建设及轨道装备企业的国际化发展前景十分广阔。

图表 29：中国企业对于承包海外铁路工程已有成功经验

项目名称	开工日期	预计竣工日期	合同总值 (亿美元)	项目简介
中国铁建				
沙特南北铁路CTW200 标段	2007 年4 月	2010 年7 月	5.24	该项目是我国企业在沙特承建的第一条铁路项目，标段全长453 公里，公司负责从BAUXTE 至ANNAFUD 的路段。
土耳其伊斯坦布尔至安卡拉铁路改造项目	N.A.	开工后28 个月	12.70	该项目是我国企业在国际上承揽的第一个高速铁路项目，铁路自伊诺努至科斯科亚，全长157 公里。
利比亚沿海铁路项目	N.A.	工期4 年	26.00	2008 年2 月，公司下属中土集团有限公司与利比亚签订两项铁路建设项目，合同总额约26 亿美元。
利比亚南北铁路项目（黑谢-塞卜哈）	2008 年6 月	工期3 年		
利比亚黎波里-加迪尔角铁路线	N.A.	4.5年	8.05亿美元	该项目为东起的黎波里、西至加迪尔角的全长172 公里的双线铁路。
沙特麦加萨法至穆代达轻轨合同	N.A.	22个月	17.7亿美元	该项目正线全长18.06公里，环形折返线1.6公里，正线为双线。项目采用EPC+O/M模式，即设计、采购、施工+运营管理（三年）的模式，施工工期约22 个月，计划2010年10月开通运营。
阿尔及利亚EL AFFROUN 至KHEMISMILIANA 55 公里铁路新线项目合同	N.A.	30个月	4.31亿欧元	N.A.
阿尔及利亚B.B.A.至THENIA 175 公里电气化铁路新线项目合同	N.A.	48个月	17.28亿欧元	N.A.
中国中铁				
越南河内城市轨道交通吉灵-河东线工程	N.A.	48个月	4.36亿美元	N.A.
第纳科（TINACO）-阿纳科（ANACO）段铁路项目设计和施工合同	N.A.	N.A.	75亿美元	N.A.

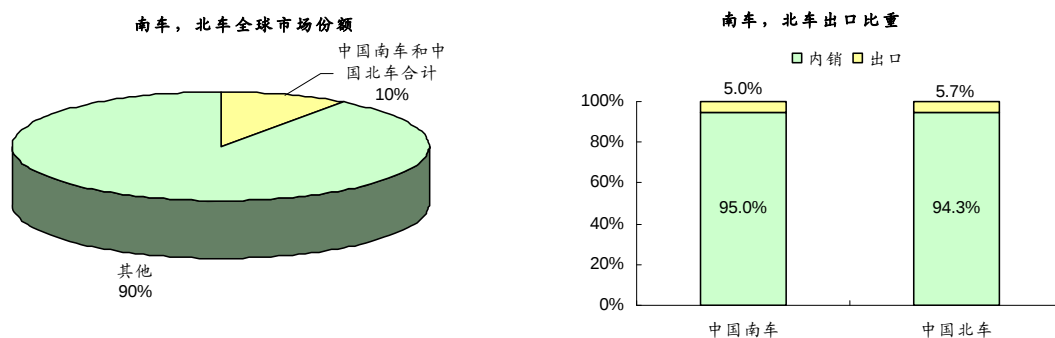
资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 30：中国中铁、中国铁建海外收入占比仍然较低



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 31：南北车在全球份额较小，出口占收比较低



资料来源：公司数据，中金公司研究部

高铁建设及轨道交通装备的受益公司列表

图表 32：受益于高铁的建筑公司清单

证券代码	证券简称	省份	大股东名称	08年总收入 (百万元)	08年净利润 (百万元)	简介	地产项目	受益线路
601390.SH	中国中铁	北京	中国铁路工程总公司	234,619.3	1,115.2	公司主营业务为：铁路建设、公路建设、桥梁和隧道建设、城市轨道交通、市政工程和其他建设；2008年收入结构中基建占比93.4%，设备制造占比2.8%，设计咨询占比2.1%，房地产占比1.8%。	公司拥有约50个处于不同开发阶段的地产项目，总占地面积约400万平方米。广泛分布在环渤海地区、珠三角、长三角、中部城市圈等地。	将广泛受益于多条通过中国东部中部的高速铁路。
601186.SH	中国铁建	北京	中国铁道建筑总公司	226,140.7	3,643.8	公司主营业务为：以工程承包、勘察设计咨询为核心业务，同时经营工业制造业务，并积极拓展房地产开发、资本运营和物流等业务；2008年收入结构中工程承包占比95.6%，工业制造占比1.1%。	处于不同开发阶段的房地产项目土地总面积超过200万平方米。广泛分布在环渤海地区、珠三角、长三角、中部城市圈等地。	将广泛受益于多条通过中国东部中部的高速铁路。
600528.SH	中铁二局	四川省	中铁二局集团有限公司	24,067.8	509.5	公司主营业务为：公路桥梁施工；房地产综合开发及物资销售等；2009年收入结构中铁路施工占比39%，其他工程施工占比44%，物资销售占比15%，房地产开发占比2%。	拥有十个地产项目，主要集中在四川地区。	将受益于成都-重庆客运专线。
601668.SH	中国建筑	北京	中建总公司	202,096.8	2,745.5	承包国内外民用、公用房屋建筑工程的施工、安装、咨询；基础设施项目的投资与承建；国内外房地产投资开发；建筑与基础设施的勘察设计；装饰工程、园林工程的设计与施工；实业投资；进出口业务；建筑材料及其他非金属矿物制品、建筑用金属制品、工具、建筑工程机械和轻机械的生产和销售。2008年收入结构中房屋建筑工程占比79.5%，房地产开发投资占比9.3%，基础设施建设与投资占比8.8%。	拥有超过3,000万平米土地储备，地产项目广泛分布在环渤海地区、珠三角、长三角、中部城市圈以及四川等处。	将广泛受益于多条通过中国东部中部的高速铁路。
600068.SH	葛洲坝	湖北省	中国葛洲坝集团公司	19,369.6	810.8	公司主营业务为：工程施工及相应的材料销售等；2008年收入结构中工程施工占比84%，水泥销售占比7%，民用爆破占比4%，高速公路运营占比1%，房地产占比2%。	拥有1000亩土地储备，主要位于武汉、宜昌等地。	将受益于武汉城市圈城际铁路及汉宜客运专线。
002062.SZ	宏润建设	浙江省	浙江宏润控股有限公司	4,816.5	247.6	公司主营业务为：道路桥梁施工，房屋建筑及勘察设计；2009年收入结构中建筑施工占比88%，房地产占比9%。	权益土地储备约200万平米，土地项目主要位于哈尔滨、无锡及杭州地区。	将受益于沪杭磁悬浮线、南京-杭州城际铁路及京哈客运专线。
000065.SZ	北方国际	北京	中国万宝工程公司	1,105.0	36.1	公司主营业务为：铝制品、铝型材、铝门窗；建筑幕墙和室内外装饰工程设计、制作、施工；机械安装及修理；各类型工业、能源、交通、民用工程建设项目的施工总承包；2008年收入中国际工程承包71%，国内建筑安装13%，铝材销售12%，房地产销售占比4%。	地产项目主要位于番禺、北京及广州地区，拥有广东番禺的“南沙境界”项目，该项目位于广州市南沙区，规划建筑面积250400平米，其中住宅面积218000平米，商业及公建配套项目面积11000平米（不含地下停车场及设备用房建筑面积），分四期建设。	将受益于珠三角城际轨道交通线路。
600491.SH	龙元建设	浙江省	赖振元	7,287.1	120.2	公司主营业务为：道路桥梁建设及房屋建筑；2008年收入结构中民用建筑77%，工业建筑11%，公共设施及市政5%。	地产项目主要位于浙江临安，公司将位于临安高新技术产业园的29平方公里土地进行分阶段合作开发，项目总体合作期为15年，项目总投资规模将不少于100亿元。	将受益于杭甬客运专线。
000797.SZ	中国武夷	福建省	福建建工集团总公司	1,610.4	36.1	公司主营业务为：房屋建筑，商品房销售及国际工程承包；2007年收入结构中建筑产品占比41%，房地产占比59%。	地产项目主要集中在长春、福州及重庆地区。	将受益于长春-吉林城际铁路、成都-重庆城际铁路及杭甬深客运专线。
600502.SH	安徽水利	安徽省	安徽省水利建筑工程总公司	1,843.9	24.8	公司主营业务为：水利水电工程总承包，房屋建筑工程施工总承包，公路工程施工总承包等工程施工业务及水利水电资源和房地产开发；2008年收入中水利工程款收入占比28%，房地产占比16%，工民建工程占比36%。	地产项目主要位于蚌埠及芜湖。	将受益于南京-芜湖-安庆城际铁路及京沪客运专线。

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 33: 受益于高铁的轨道交通装备及零部件公司清单

公司名称	业务介绍	股价 (元)	2009E	PE 2010E	2011E
高铁车辆	中国北车 与中国南车一起垄断中国动车组市场, 目前正在研制380公里动车组, 这将刷新中国动车组的速度极限	5.36	34.20	22.50	14.50
	中国南车 与中国北车一起垄断中国动车组市场, 中国南车的新一代高速动车组有望在青岛四方股份下线, 由此将拓展中国南车的产品系列, 增强产品竞争能力	5.40	35.80	27.90	18.60
	和利时 美国纳斯达克上市公司。是通过铁道部认证的200-250公里高速铁路控制系统五家供应商之一, 300-350公里高速铁路控制系统两家供应商之一, 占据我国地铁自动化市场50%份额, 另外公司还是国内唯一一家核工业自动化控制系统提供商。	USD 10.99	19.28	18.53	14.71
	株洲南车 中国南车下属子公司, 香港联交所上市, 主要生产机车及列车电气系统和电气元件	HKD 14.22	30.19	20.94	16.10
高铁建材与配件	晋西车轴 晋西车轴在客车用车轴市场拥有50%的市场份额, 在货车用车轴市场拥有30%的市场份额, 在车轴市场具有领先地位。此前, 公司和清华大学合作研制了200、300公里/时的高速列车车轴。09年初, 公司出口伦敦200公里/时的高速列车车轴。目前, 晋西车轴在高速列车车轴方面的技术方案已经完成。长期而言, 晋西车轴将是我国车轴国产的积极受益者	20.30	93.72	38.67	23.31
	卧龙电气 公司下属银川卧龙变压器公司主营铁路变压器, 目前市场份额在30%-40%左右, 公司自90年代初就开始为国家电气化铁路提供各类牵引变压器。在已运行的武广和郑西高铁全部采用卧龙电气生产的铁路专用变压器	16.39	23.67	23.19	18.26
	特锐德 2006年, 公司成功研发中国第一台客运专线电力运动箱变, 并于2007年应用于中国第一条350km/h 高速客运专线铁路(北京-天津), 随后公司的客运专线电力运动箱变设备相继中标合宁、石太、胶济、合武、武广、温福、福厦、郑西等8条客运专线。2008年全国铁路客运专线电力运动箱变共招标3.70亿元, 公司中标2.57亿元, 占全部招标总额的比例为69.46%, 处于绝对的垄断地位	37.30	59.80	37.83	29.04
	同方股份 2009年以来, 公司参股科技手中铁电气化局先后中标武广、郑西、沪宁、沪杭、京沪高铁虹桥站和昆山南站的客运服务系统, 据不完全统计中标金额已达10亿元以上, 我们预计易程科技将利用其技术优势在今后的客运专线服务系统招标中继续保持其领先的市场份额	20.61	52.50	37.89	28.78
高铁建材与配件	时代新材 时代新材是国内铁路轨道减震元件龙头企业, 其弹性元件产品在高铁和普通铁路建设中应用广泛。主打产品桥梁支座09年累计中标订单5亿元左右, 预计09年实现收入约3亿元, 2010年有望实现30%-40%的增长; 新产品高铁用道岔弹性铁垫板09年收入有望过亿, 未来几年将高速增长。	23.99	46.69	26.60	18.09
	晋亿实业 晋亿实业是国内高铁紧固件龙头企业, 市场占有率在20%左右。公司已累计中标高铁紧固件20亿元以上, 预计交付高峰将在2011年。高铁紧固件依然是公司未来两年主要增长点, 普通紧固件产品由于附加值较低, 盈利能力较差。公司一直培育的汽车用紧固件市场前景广阔, 但短期产生较大利润贡献较难。	8.08	90.89	33.49	25.46
	华东数控 公司是国内最早介入高铁用轨道磨床磨床的机床企业, 受益于此, 09年利润同比增长127%。但由于机床采购处于高铁建设较早阶段, 公司预计该业务高峰将出现在2010年。之后需求量将下降, 同时新的竞争对手已经介入, 毛利率空间也将受到挤压。	38.41	39.71	38.09	30.29
	东方雨虹 公司在铁路防水材料方面具有优势, 于2009年11月9日与京沪高速铁路股份有限公司六份签署物资采购合同, 合同金额总计为人民币1.9亿元。占公司2008年营业收入的26.97%。除了前述合同外, 公司2009年前五大客户还有太中银铁路3.45%, 北京轨道交通亦庄线工程2.41%, 武广客运专线1.82%。	57.52	62.20	39.55	27.40
川投能源	公司主营业务为水力发电、光缆产品, 水力发电收入占比高达70%以上, 同时公司生产与高铁相关的“客运专线综合SCADA系统集成项目”但收入利润占比太小, 整个铁路自动化控制系统只有公司收入的6-7%, 净利润只有3% (2008年数字) 今后净利润这个比例有可能上升至4-5%基于其多晶硅项目盈利下滑和自动化系统进一步发展	15.86	64.08	37.94	47.56
	宝光股份 公司是电力开关方面的龙头企业, 目前正在研制高铁用开关, 但尚处于实验阶段	18.26	361.58	221.07	23.77
方大集团	公司地铁屏蔽门拥有自主的知识产权, 具有技术和市场优势, 目前已成为我国第一全球前三的轨道交通屏蔽门供应商。地铁屏蔽门国内市场份额超过20%	10.70	92.88	59.94	n.a.

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

铁路信息化设备：信号设备投资增速更胜一筹

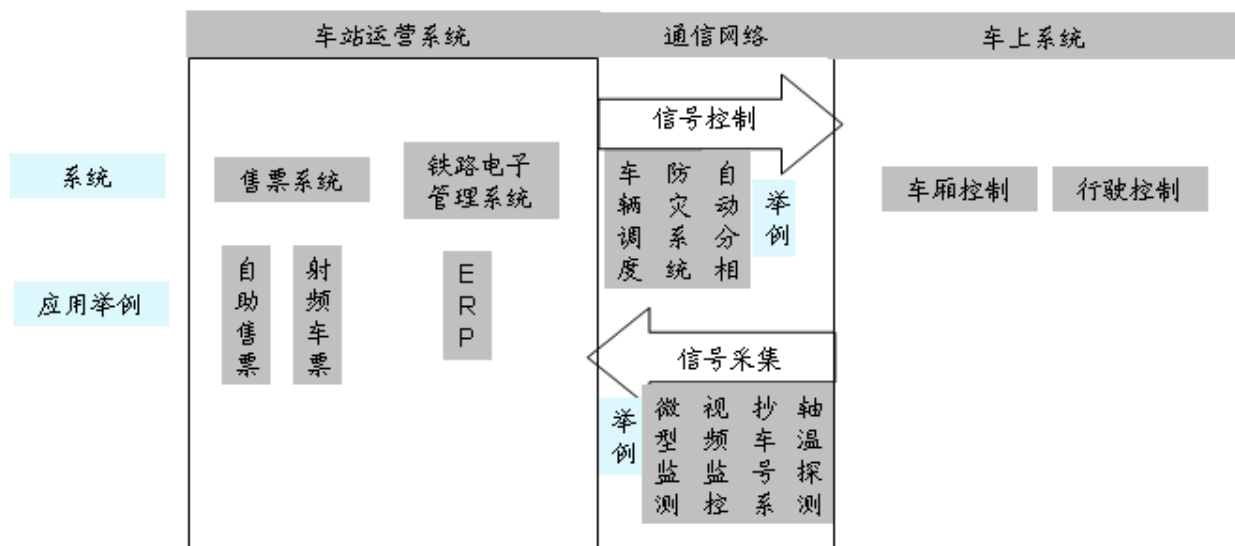
赵晓光

分析师，SAC 执业证书编号：S0860210020002

zhaoxg@cicc.com.cn

信息化设备投资是铁路投资的重要部分和枢纽，占整个铁路新增投资 5% 的比重，占高铁新增投资 7—8% 的比重，而在铁路更新和升级投资中占比更高。我们可以从铁路系统整个运营管理的层次理解铁路信息化设备。铁路系统运营管理分为三大部分，即车站系统、车上系统以及车站系统和车上系统之间的通信系统。车站系统主要包括对机车的监测系统（信息采集，包括微型监测、视频监测等）、对机车的控制系统（信息控制）、对乘客的售票系统和对铁路系统的管理系统四部分组成。车上系统包括对机车的信息采集系统、对机车的信息、控制系统等。我们在图中列出这一运营架构。

图表 34：铁路信息化相关设备框架



资料来源：中金公司研究部

与这一架构相对应的公司如下图。

图表 35: 相关高铁和铁路产业链涉及的 IT 公司

公司	切入高铁领域	切入铁路/地铁领域	铁路/地铁业务占比
辉煌科技	高铁微型监测、防灾、视频等信号控制	目前无，未来预计切入河南地铁等	100%
赛为智能	目前无，未来可能切入高铁视频监控	切入地铁资讯、防灾、监控系统	50%
广电运通	高铁自助售票机	切入铁路和地铁自助售票机	6—8%
远望谷	预计切入高铁自动超车号等系统	切入铁路自动抄车号系统及轴温探测	70—80%
众和机电	目前无	切入地铁信号系统和自动售票机	30—50%
中航光电	切入高铁设备用连接器	切入铁路设备用连接器	6—10%
键桥通讯	目前无	未来可能切入地铁通讯系统	较低
宝信软件	目前无	切入地铁监控系统	10—25%

数据来源：中金公司研究部、上市公司

我们可以测算各类业务对应的市场容量。在市场容量测算上，我们可以根据已投资建成的武广高铁和未来铁路规划进行对比。以武广铁路为例，武广铁路总投资 930 亿元，预计信号设备投资占 7—8%，约为 70 亿元，其中仅防灾系统和视频监控系统就达到 15 亿元的规模，我们以此为对比对市场容量进行测算。

图表 36: 高铁对应的市场容量预测

项目	武广铁路投资	中国高铁投资计划预测	武广占比	涉及公司
总投资	930 亿元	20575 亿元	4.5%	
信号设备投资	70 亿元	1555 亿元	4.5%	辉煌科技
其中防灾和视频	15 亿元	330 亿元	4.5%	辉煌科技，赛为智能
自助售票机	1500 万	3.3 亿元	4.5%	广电运通
连接器	5.6 亿元	124 亿元	4.5%	中航光电

数据来源：中金公司研究部

五个优质的行业属性

铁路信息化系统投资有五个特点，这五个特点与铁路投资对安全高度重视的特点息息相关，同时也决定了铁路信息化系统的优质的行业属性。

- ▶ 铁路信息化设备投资滞后铁路投资 2—3 年时间，因此铁路投资特别是高铁投资对相关厂商的业绩带动作用拉长 2—3 年。
- ▶ 铁路信息化设备更换周期较快，从而能够产生持续的投资需求。在每次更新换代周期中，主要对应的就是信息化设备。比如铁道部 2007 年 1-11 月完成基本建设投资 735 亿元，信号和通信系统设备新建投资达到 36.5 亿元，占总体投资额的 4.9%。1-11 月铁路更新改造投资完成 148 亿元，其中运输设备更新改造投资完成 122.5 亿元，信号和通信系统设备占设备更新改造投资的 27.4%，约 33.57 亿元。
- ▶ 随着智能化、高速化和信息化的要求，铁路信息化设备投资占铁路投资的比例日益提高，传统铁路信息化设备占铁路投资比重为 5%，而在高铁中占比达 8%。伴随铁路信息化要求日益提高，诸多新的系统出现，诸如铁路防灾系统就是伴随武广高铁的出现而出现的新产品。
- ▶ 铁路产业是一个巨大的本土产业链，对 IT 厂商来说，上下游产业链关系至关重要，本土的铁路投资为上游的本土企业带来较好的产业链支撑。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供,及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合 Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations 定义下的 accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之 Financial Advisers Act 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，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

- 较高的行业进入壁垒将使得铁路信息化设备行业集中度不断提高并保持在较高水准。由于铁路投资对应的信息化投资处于起步阶段，在行业开始阶段集中度相对较低，但由于铁路产业对安全的高度重视和明显的规模效应，我们预计铁路产业链集中度将不断提高。集中度提高的方式有两种，其一，随着行业壁垒和资质的提升，中小规模企业被挤出这一市场，大企业获得更高的份额；其二，大企业通过兼并收购的方式充实产品线。

从相关标的看，目前切入高铁产业链的厂商是辉煌科技（信号设备）、广电运通（自助售票机）、远望谷（RFID 抄车号等）和中航光电（铁路相关连接器），此外众和机电、赛为智能、键桥通讯等厂商铁路相关业务集中在地铁和城市轨道交通领域，尚未切入铁路或高铁产业链，但这类企业一方面将受益地铁和城市轨道交通发展带来的推动，另一方面也不排除未来切入铁路或高铁产业的可能。与高铁产业链最相关的标的是辉煌科技。

铁路信号设备投资进入景气周期

我们对最相关的子行业信号设备行业进行分析。

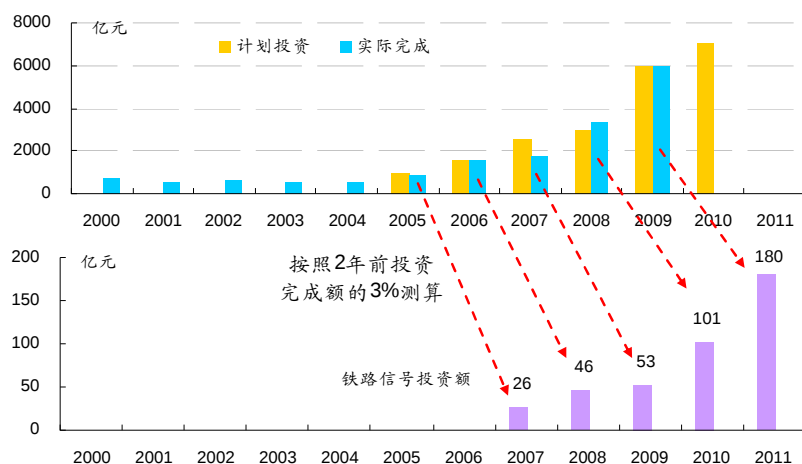
我们测算 2010 年起，铁路信号年度投资额将超过 100 亿元：①时间上看，铁路信息化一般滞后基建 2~3 年，06 年~08 年快速提升的投资 2010 年即将落实在信息化方面；②另外，从安全角度考虑铁路信息化愈加受到重视。

铁路信号投资高峰到来

预计 2010 年铁路信号投资将超过 100 亿元，受益于国内铁路行业 2006 年开始的大规模投资带动的配套需求。

- 时间上看，铁路信号投资属于“站后”工程，发生在大规模基建完成后，一般延后项目 2~3 年。
- 投资结构上看，铁路信息化一般占投资总额的 3%~8%。我们认为，随着铁路不断提速，安全要求逐年提高，信息化占比也会相应提升。其中，我们平均按照 3% 计算信号投资占比。

图表 37：铁路信号投资测算以及投资结构



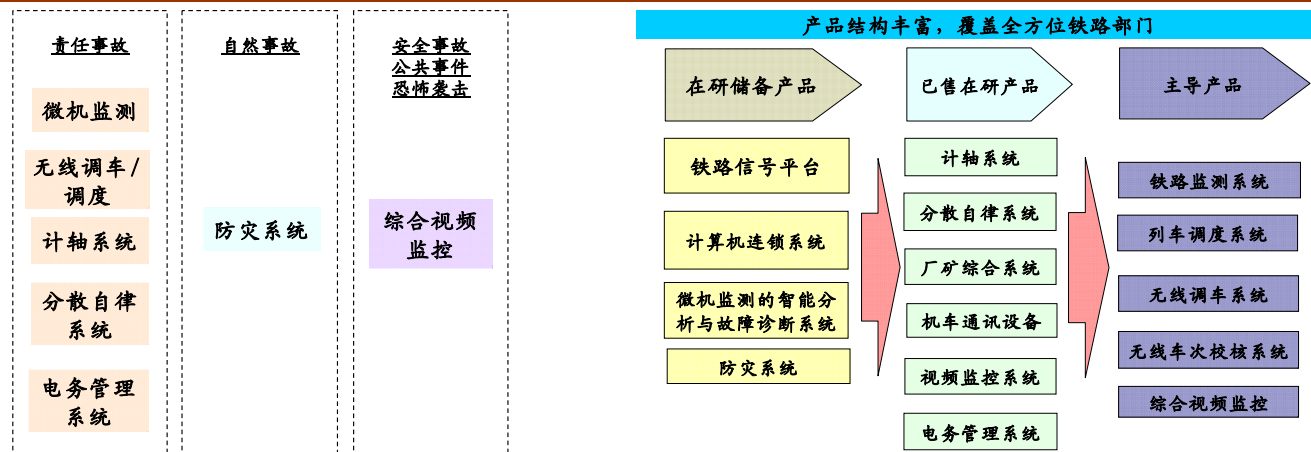
资料来源：铁道部，中金公司研究部

铁路信息化尚处于初级应用阶段，应用前景广阔

目前国内铁路信号领域推广应用的仅有“微机监测”一项，而“无限调车调度”“计轴系统”等仍在试点阶段。但即使这些系统全部应用，仅仅降低了铁路安全事故中的责任事故风险；自然因素和人为破坏等风险未来也可以通过新信息化进行防范。

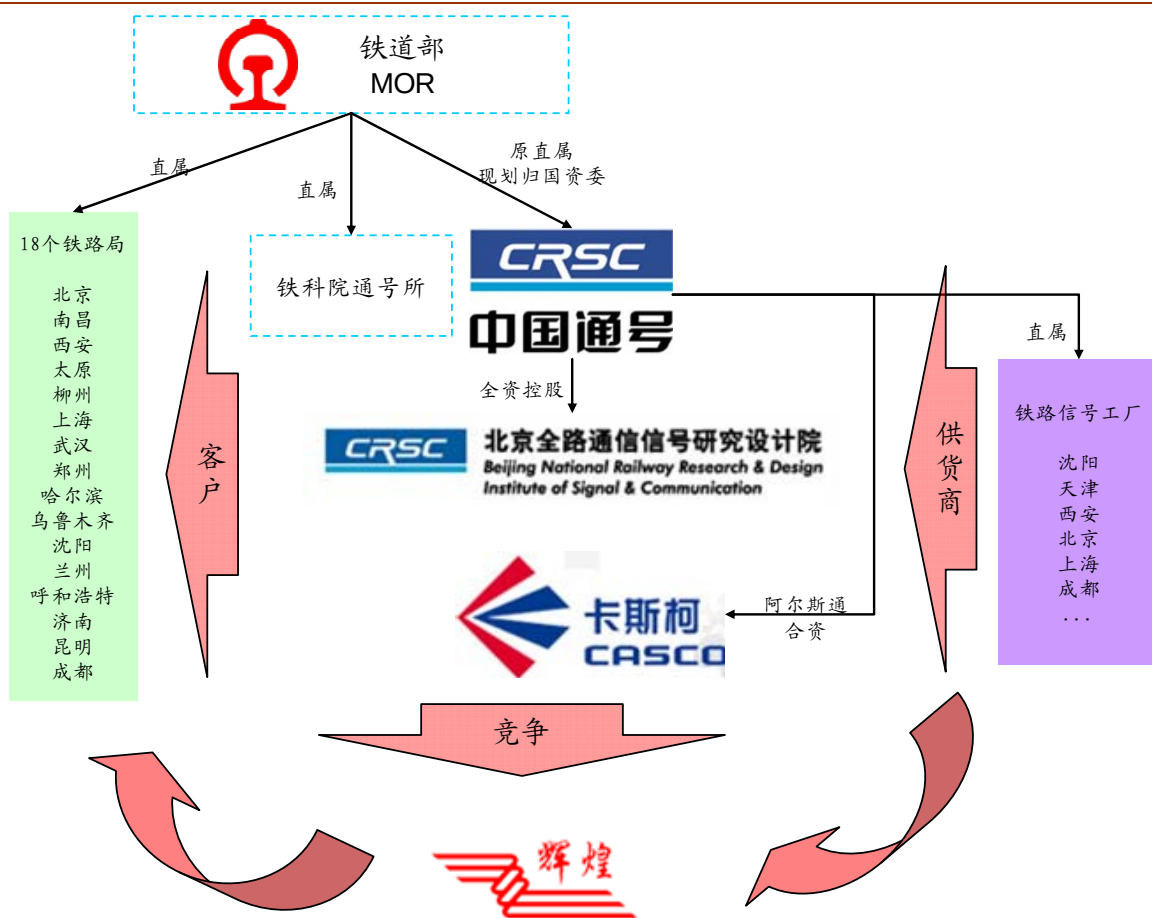
- ▶ “安全”是铁路经营的重中之重，且随着列车提速更加重视。从国内外铁路事故可以看出，主要铁路安全事故主要是责任事故和自然因素；而近期俄罗斯的恐怖袭击事件使人为破坏和突发事件成为新的考虑因素。其中责任事故的重要原因之一在于信息化程度不高，人为因素造成运营安全漏洞，可以通过信息化有效防范。
- ▶ 以“微型监测”这一成熟产品为例，参加图6，目前市场被通号集团、卡斯柯和辉煌科技三家厂商垄断。预计这一寡头竞争格局在信号设备的其他新领域也将得到复制。

图表 38：信息化可以有效防范铁路安全事故，辉煌科技储备丰富



资料来源：公司招股说明书，中金公司研究部

图表 39：铁路信号系统市场格局



资料来源：公司招股说明书，中金公司研究部

房地产：随高速铁路一起腾飞

白宏炜

分析师，SAC 执业证书编号：S0080200010016

baihw@cicc.com.cn

宁静鞭

联系人

ningjb@cicc.com.cn

张宇

联系人

Zhangyu3@cicc.com.cn

高铁建设对房地产市场影响

高铁建设对房地产市场影响如何？将拉近城市空间距离，抬高沿线城市，特别是节点城市房价

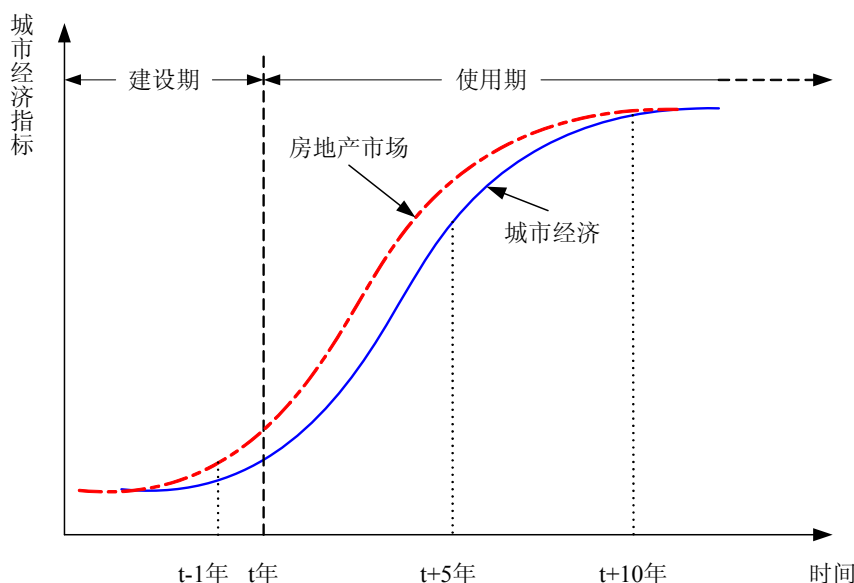
从历史经验来看，高铁建设将加速人口流动，进而推动沿线城市就业和经济增长，抬高沿线城市房价，我们发现，节点城市，特别是区域的经济中心，由于其较好经济吸附力，将出现“马太效应”，高铁建设对于房地产市场升温的促进作用将更为明显：

- (1) **加速人口流动**：高铁布站城市将吸引周边城市人口，人口增加是推动经济发展和房地产市场升温的根本因素。
- (2) **拉动就业和经济增长**：因建设高铁，沿线城市建筑业最先被拉动；建成投入使用后，周边工业、房地产业、批发零售业将有加速表现；高铁建设过程中将产生临时性就业，运营过程中还将催生大量相关就业，特别是商业服务和房地产经纪服务行业就业。
- (3) **加剧大城市经济集聚**：高铁沿线城市中，大城市与周边中小城市的交通可达性大大改善，将增强大城市的经济集聚效应，因此，在推进经济发展方面对大城市的利好更强。
- (4) **抬高沿线城市房价**：高铁对沿线城市房价有推动作用，节点城市（通常是区域经济中心）房价涨幅更为明显。

何时变化最大？房价涨幅较大的节点通常是在高铁投入使用前

房地产市场通常在高铁投入使用前升温：结合日本新干线的实际经验，从人口、就业、经济增长、房价等经济指标的变化情况判断，高铁对沿线城市的带动作用呈现“S”曲线特征，即建设期带动作用有限，开始投入使用后带动作用逐渐加强，但随着使用期的延长，带动作用逐渐减弱（图表 1）。就高铁对城市经济的影响而言，其推动作用在投入使用后的首年至 10 年之间影响较为明显，特别是首年至 5 年中，各项经济指标加速度最为显著。而国际上很多研究都证明，轨道交通对房地产市场的推动通常领先于城市经济 1 年左右，因此高铁沿线房价上涨在投入使用之前即会体现。

图表 40：高铁对城市经济带动作用的阶段性特征



资料来源：中金公司研究部

怎样选择股票？重点看好节点城市布局、有品牌有周转的开发商

结合我们之前的分析，我们认为，随着高铁开通，房地产市场将提前反应经济增长提升的预期，而大城市、节点城市受益将更为明显。顺应这一思路，我们看好布局高铁节点城市，有品牌及规模实力的开发商，同时也提示投资者关注部分在高铁沿线城市有低成本、高质量土地储备沉淀公司的投资机会。

我们综合了高铁建设影响显著的房地产公司列表如下，供投资者参考。在我们覆盖公司中，我们建议投资者重点关注布局高铁沿线节点城市、低成本扩张的高成长公司荣盛发展。

图表 41：部分受益高铁建设的房地产企业一览

代码	公司名	总市值（亿元）	10P/E	10P/B	中金简评
002146.CH	荣盛发展	176.5	18.2	3.7	公司重点布局京沪高铁、京广高铁、京哈高铁沿线二、三线城市，未来将显著受益于京沪高铁的建设。
600736.CH	苏州高新	72.4	18.6	2.7	高铁在苏州境内共有苏州工业园、苏州高新区等四个站点，公司为苏州高新区土地储备最多的房地产区域龙头。
600510.CH	黑牡丹	120.9	27.7	3.5	公司拟募集资金30亿元投入常州市北部新城高铁片区总面积约17.6平方公里的土地一级开发项目。
600502.CH	安徽水利	31.2	16.6	5.4	“基建+地产”发展模式，主要土地储备集中在蚌埠及合肥，其中蚌埠龙湖春天项目距离京沪高铁蚌埠中心站仅

资料来源：Wind，中金公司研究部 注：中金未覆盖公司盈利预测为 Wind 一致盈利预测

高铁建设将有效推动沿线房地产市场升温

高铁建设可推动沿线房地产升温在国际范围内已经被多次印证，包括日本新干线（Shinkansen）、法国 TGV（Train Grande Vitesse）、德国 ICE（InterCity Express）等。国际经验表明，建设高铁可显著带动沿线城市人口增长，从而扩大房地产需求；同时，高铁可显著拉动沿线城市经济发展、扩大就业，特别是一些明星城市，其经济集聚效应将得到加强，从而在整体上提升当地经济发展水平，推动房地产市场发展，特别是刺激沿线房价上涨。

在已投入使用的高铁项目中，始建于1964年的日本新干线最具代表性。因此我们将主要参考新干线建设对日本经济（包括房地产市场）的推动效应，判断高铁建设对中国房地产市场的影响。同时，在国际上众多规划中的高铁项目中，英国政府对本国“1号高铁”（High Speed 1, HS1）预期影响的经济分析最为详细，故以下论述中也将借鉴其分析结论。

高铁带动沿线城市人口增长

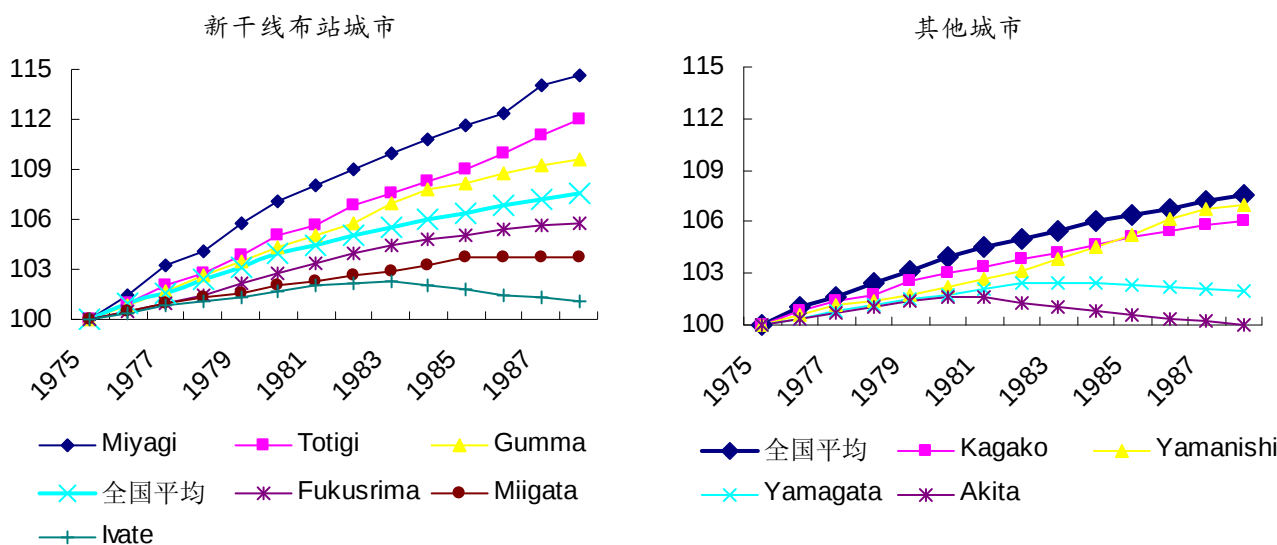
日本新干线主要分为四条线路，1号线（Tokaido线）1964年投入使用，2号线（Saryo线）1972~1975年投入使用、3号线（Tohoku线）和4号线（Jeotsu线）1982~1985年投入使用。图表1比较了1960至1985年间新干线布站城市与其他未布站城市人口数量的变化情况，结果说明，有新干线站点的城市人口增长速度较快。对1975至1988年间日本主要市辖区人口数量变化的统计也表明，布有新干线站点的城市的人口增长显著高于其他城市（图表3）。

图表 42：新干线布站城市及其他城市人口数量变化（1960-1985）

	年份		变化		
	1960	1985	绝对数量	百分比	年均复合增长率
新干线布站城市人口数（人）	104,404	159,360	54,956	52.6%	1.70%
其他未布站城市人口数（人）	732,563	1,025,531	292,968	40.0%	1.30%

资料来源：Amono K, Nakagawa D(1990). Study on urbanization impacts by new stations of high speed railway.

图表 43：日本新干线布站城市与其他城市人口增长情况（1975-1988）



资料来源：Nakamura H, Ueda T(1989). The impacts of the Shinkansen on regional development.

1980 至 1985 年间，在新干线布站的 33 个城市中，19 个城市人口数量正增长；而没有新干线站点的 71 个城市中，55 个城市人口呈现负增长，特别是同时没有高速公路的城市。

图表 44：日本人口变化的城市数量（1980-1985）

	人口增加的城市个数	人口减少的城市个数
新干线布站城市		
有高速公路	17	10
无高速公路	2	4
总计	19	14
新干线未布站城市		
有高速公路	13	16
无高速公路	3	39
总计	16	55

资料来源：Nakamura H, Ueda T(1989). *The impacts of the Shinkansen on regional development*.

上述统计结果说明，新干线缩短了空间距离，使人口向城际交通便利的城市流动的趋势得到加强。由此可以判断，中国高铁建设将加速人口流动，带动沿线城市人口数量增速加快。

高铁将拉动沿线城市经济发展

房地产市场发展速度及房价水平与地区经济发展速度和发展水平直接相关，而高铁建设可显著带动沿线城市经济发展。日本新干线 1 号线（Tokaido 线）建设之前，那些后来建设新干线的城市在人口、零售业、批发业、工业、建筑业等方面的经济发展速度皆落后于其他城市。然而新干线的建设彻底改变了这一局面，新干线投入使用后的十年中，带动沿线城市人口、零售业、批发业、工业、建筑业快速发展，速度全面超越其他城市（图表 6）。

图表 45：新干线（Tokaido 线）布站城市经济指标变化

指标	新干线建设前年增长率（1954-1963）			新干线建成后年增长率（1964-1973）		
	A1	B1	C1	A2	B2	C2
	布站城市	未布站城市	A1/B1	布站城市	未布站城市	A2/B2
人口	2.64	3.39	0.78	1.88	1.55	1.22
零售业	10.1	13.5	0.75	9.96	8.58	1.16
批发业	12.9	20.8	0.62	11.63	8.7	1.34
工业	13.7	14.2	0.97	9.48	7.81	1.21
建筑业	13.8	14.9	0.93	8.01	6.37	1.26

资料来源：Brotchie J(1991). *Fast rail networks and socioeconomic impacts.*; Hirota R(1984). *Present situation and effects of the Shinkansen*.

特别的，新干线还显著推动了所布站城市的就业增长（图表 7）。其中，从事商业服务和房地产经纪服务的就业人数增长有其突出（图表 8）。

图表 46：新干线布站城市就业增长（1960-1985）

	年份		变化		
	1960	1985	绝对数量	百分比	年均复合增长率
新干线布站城市就业人数（人）	47,457	74,277	26,710	56.20%	1.80%
其他未布站城市就业人数（人）	382,703	533,528	150,825	39.40%	1.30%

资料来源：Amono K, Nakagawa D(1990). Study on urbanization impacts by new stations of high speed railway.

图表 47：日本从事信息交互相关工作的人口增长占当地人口总增长的比重（1981-1985）

	新干线布站城市（%）	其他城市（%）
商业服务	42	12
信息、咨询、广告服务	125	63
研发及高等教育	27	21
行政研究	20	11
其他	57	28
房地产经纪服务	21	3
总计	22	7

资料来源：Nakamura H, Ueda T(1989). The impacts of the Shinkansen on regional development.

英国有关部门也就本国即将建设的“1 号高铁”（HS1）对沿线四个地区的经济发展的贡献作用进行了评价。结果显示，高铁项目将显著拉动当地 GDP 和家庭消费增长，催生住房需求，并衍生出大量的永久性和临时性工作（图表 9）。

图表 48：英国高铁（HS1）对沿线四个地区经济发展的拉动作用

经济指标	国王郡	斯特拉特福德	埃布斯福里特	东考特里
对 GDP 的年贡献量（亿英镑）	13	18	10	3
对家庭消费的年贡献量（万英镑）	5,000	14,000	4,900	14,400
新增住房数量（套）	2,000	5,500	2,100	6,250
永久工作（份）	22,100	34,000	24,000	7,200
工程建设时期的临时工作（份）	2,500	4,000	3,500	

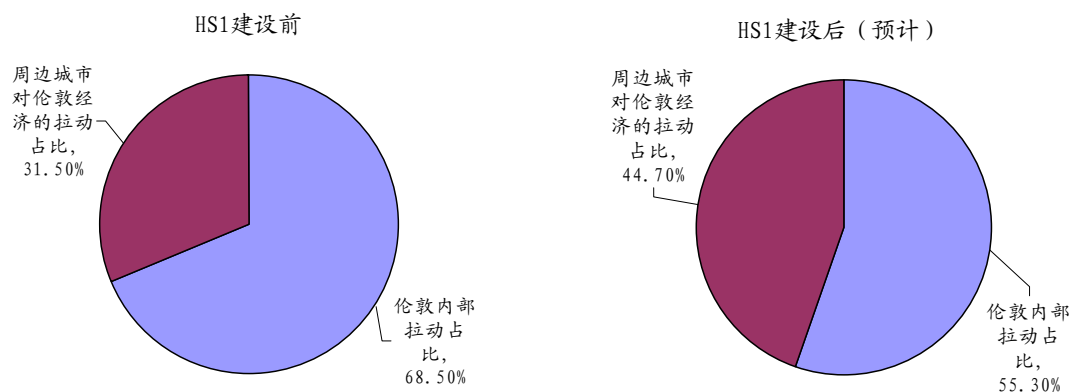
资料来源：Hunt Donbson Stringer: London & Continental Railway, Making Regeneration Happen, February 2008

由此可见，高铁建设将直接拉动包括房地产业、建筑业、工业、批发零售业等在内的多个行业的经济增长，提供大量的相关就业，客观上也产生了对住房、写字楼、酒店、会议中心等多种物业的使用需求。

高铁加大明星城市的经济集聚效应

高铁缩短了城市空间距离，加速人口流动，明星城市将受益于此过程。预计英国高铁建成使用后，周边城市对伦敦经济的贡献将从31.5%提升至44.7%（图表10）。这种贡献来自于周边城市人口在伦敦就业带来的产出增加，同时还包括这些人在伦敦的投资和消费。由此可以预见，中国高铁建设对经济发展水平较高的明星城市的利好更强。

图表 49：英国高铁（HS1）对伦敦经济产出结构的影响

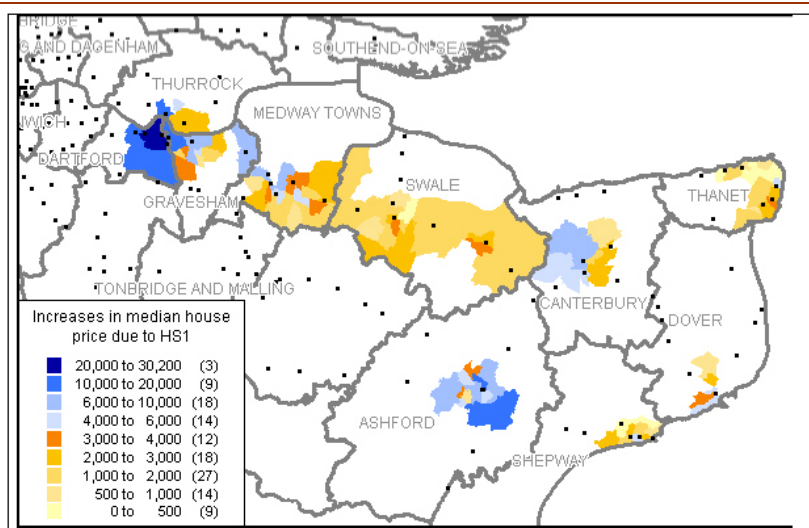


资料来源：Hunt Donbson Stringer: London & Continental Railway, Making Regeneration Happen, February 2008

高铁推动沿线城市，特别是节点城市房价上涨

高铁在催生新增房地产需求、提升沿线城市经济水平的同时，必将推动沿线房价上涨。不论是城市内部交通的改善，还是城际交通，都必然导致周边房价上涨，这是一个毋庸置疑的结论，高铁建设也不例外。英国相关部门估算了HS1高铁建设对沿线及周边房价的拉升幅度（图表11）。结果显示，高铁沿线房价普遍上涨。其中，伦敦周边房价将上涨1~3万英镑，相当于伦敦目前中位数房价（30万英镑）的3%~10%；沿线其他地区房价增长额度虽然没有伦敦周边地区大，但是由于当地房价中位数水平本身也较低（约8~12万英镑），因此房价涨幅也普遍在3%~5%左右。由此可以判断，中国高铁建设也将推动沿线及周边城市房价上涨，其中对于节点城市的影响将更为明显。

图表 50：英国高铁（HS1）对沿线四个地区经济发展的拉动作用



资料来源：London & Continental Railways (2009), Economic Impact of High Speed 1.

旅游酒店：高铁拉近距离，加速旅游业发展

李永喜

分析师，SAC 执业证书编号：S0080207120070

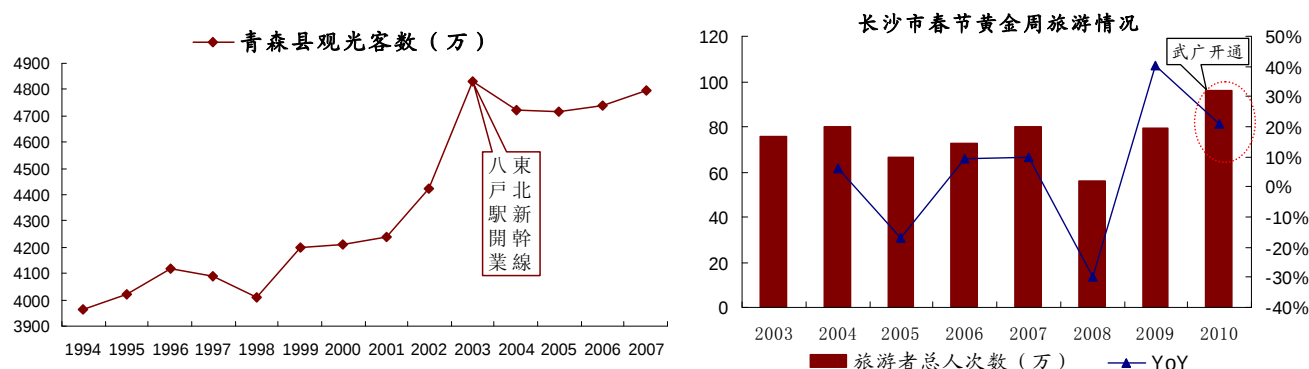
liyongxi@cicc.com.cn

高铁开通将带动沿线旅游酒店发展

随着客运专线和城际铁路组成的国内高速铁路网络逐步形成，城市之间的时间距离将大大缩短。这将直接促进沿线区域的景区游客人数增加，同时，人流交互增加势必将提高当地酒店入住率和餐饮上座率，促进酒店餐饮业发展。

从日本新干线和武广城际铁路的实际案例来看，高铁的开通能够较大程度促进当地旅游酒店发展。

图表 51：日本青森县/湖南长沙市旅游受益于高铁开通



资料来源：青森県における観光消費の経済波及効果，长沙市旅游规划处，中金公司研究部

各个区域的景区及酒店随着高铁开通将渐次受益

由于旅游酒店行业属于高铁开通之后才能受益，我们根据目前规划，按照各条高铁的开通时间，整理出其沿线受益的旅游景区、酒店及餐饮公司，供大家参考。

酒店类：

华天酒店（600054）直接受益于武广高铁（2009 年）以及未来长株潭轻轨（2012 年）和杭长昆高铁（2014 年）开通带来的湖南省旅游业的快速发展，同时华天集团作为平台整合湖南省旅游资源的预期明确，重申“推荐”评级。

锦江股份（600754）的经济型酒店（锦江之星）和连锁餐饮（肯德基）业务均受益于以上海为节点的多条高铁开通以及 2010 年上海世博会的召开。目前估值较高，维持“中性”评级，关注世博会和迪斯尼事件等带来的交易性机会。

景区类：

峨眉山（000888）受益入川高铁（2012-2014 年）的开通，持续回升的游客数和索道提价将带来公司 2010 年业绩高速增长 65%，维持“审慎推荐”评级。

黄山旅游（600054）随杭州-黄山客运专线（2013 年）以及杭州-长沙-昆明高铁（2014 年）的开通将加快改善客源结构，吸引中西部游客。上海世博会的召开也有望促进公司 2010 年业绩超出预期，维持“审慎推荐”评级。

中青旅(600138)旗下乌镇景区将受益于沪杭周边高铁的开通和世博会的召开,成为公司2010年最大亮点。维持“审慎推荐”的投资评级。

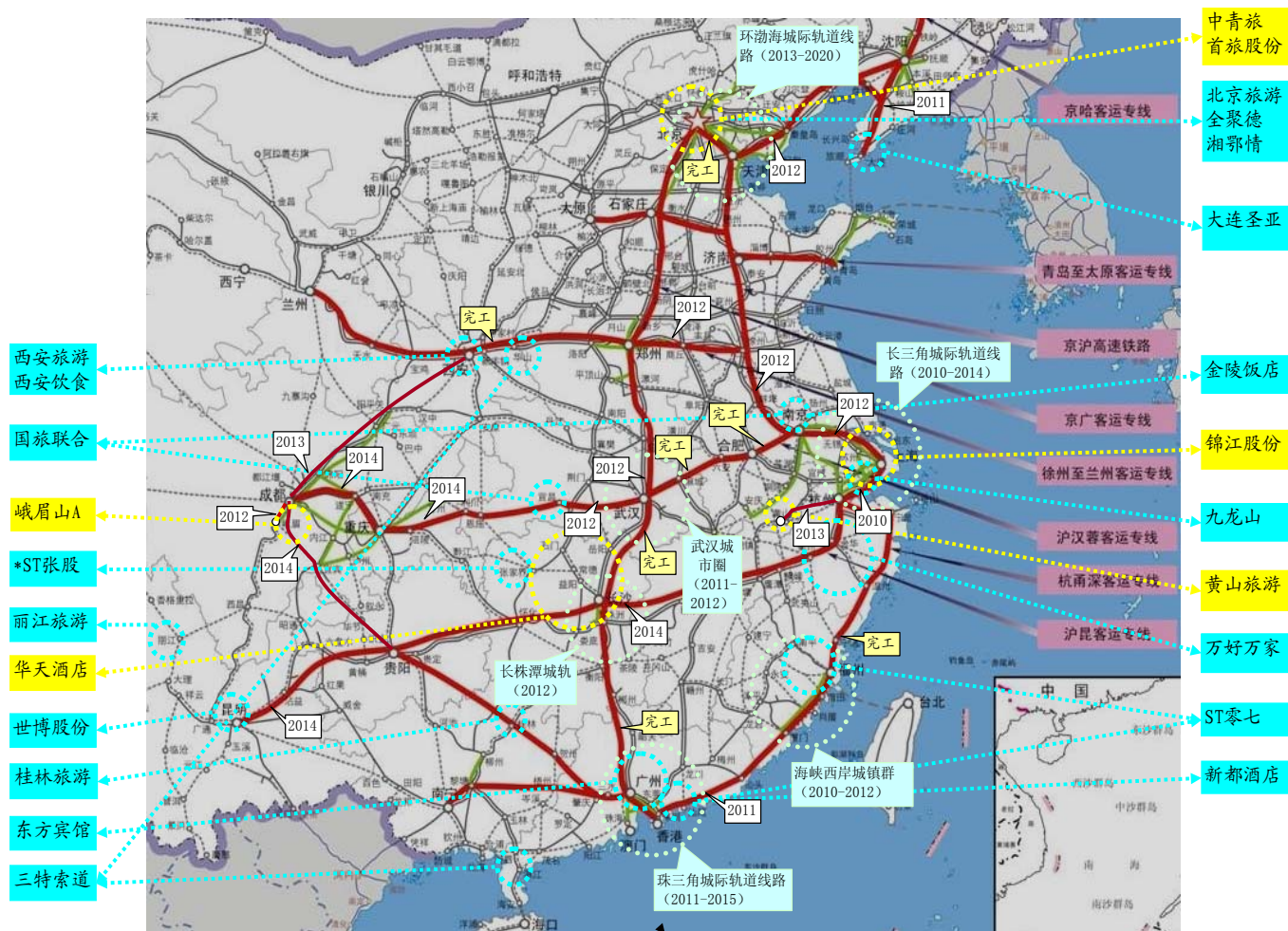
其他旅游酒店类上市公司如桂林旅游、丽江旅游、西安旅游、三特索道、世博股份和ST张家界等也将受益周边高铁开通带来的游客人数增加。详细估值及受益高铁情况见图表2。鉴于旅游酒店个股普遍估值较高,建议投资者根据受益顺序,组合投资。

图表 52: 估值表

公司名称	股票代码	股价	总市值	盈利增长(%)			PE					受益高铁及开通时间			
		2010-3-22	(亿元)	09E	10E	11E	09E	10E	11E	2009	2010	2011	2012	2013	2014
景区															
黄山旅游	600054.SH	20.39	96	4.5%	34.9%	23.2%	48.8	36.2	29.4		沪杭	上海-南京城铁	京沪	成西/杭州至黄山	沪杭磁悬浮线 成贵铁路/重庆成都长昆
峨眉山A	000888.SZ	15.50	36	223.1%	64.9%	26.0%	50.6	30.7	24.3						
丽江旅游	002033.SZ	19.02	19	-6.8%	-24.6%	120.6%	44.1	58.6	26.6						
桂林旅游	000978.SZ	13.55	38	47.9%	63.5%	37.1%	109.6	67.0	48.9						
北京旅游	000802.SZ	14.89	20	128.2%	30.1%	-60.1%	237.2	182.3	457.1						
西藏旅游	600749.SH	12.99	21	103.3%	1107.8%	211.8%	1,550.8	128.4	41.2						
九龙山	600555.SH	8.41	73	766.1%	93.5%	91.6%	30.4	15.7	8.2						沪杭磁悬浮线 大同至西安铁路
三特索道	002159.SZ	15.59	19	70.0%	97.6%	26.2%	97.3	49.2	39.0						
中值				86.7%	64.2%	31.7%	73.9	53.9	34.2	武广高铁	沪杭	上海-南京城铁	京沪 京石/京沈/京沪 长株潭三市城轨 京沪		沪杭磁悬浮线
锦江股份	600754.SH	26.99	163	28.5%	10.0%	-7.7%	46.4	42.2	45.7						
首旅股份	600258.SH	21.65	50	-3.3%	11.4%	15.3%	30.0	26.9	23.3						
华天酒店	000428.SZ	10.30	57	5.6%	38.2%	29.5%	39.9	28.8	22.3						
金陵饭店	601007.SH	9.46	28	0.7%	26.4%	6.9%	43.4	34.4	32.2						
新都酒店	000033.SZ	7.53	25	108.1%	0.3%	n.a.	337.9	337.0	n.a.	广深港 广珠城铁/广深港 沪杭	厦深/穗莞深城际 厦深	南京-杭州城铁		杭长/沪杭磁悬浮线	
东方宾馆	000524.SZ	11.16	30	-1173.3%	154.3%	51.3%	n.a.	121.5	80.3						
万好万家	600576.SH	16.73	36	n.a.	n.a.	89.0%	n.a.	331.7	175.5						
罗顿发展	600209.SH	15.57	68	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.						
ST零七	000007.SZ	7.60	14	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.						
ST东海A	000613.SZ	7.33	27	483.5%	26.6%	n.a.	1,059.1	836.6	n.a.						合肥至福州
中值				5.6%	26.4%	22.4%	44.9	81.9	38.9						
旅行社															
中国国旅	601888.SH	18.13	160	39.6%	29.6%	25.1%	51.7	39.9	31.9			京石/京沈/京沪 京石/京沈/京沪 汉宜/京沪/宁杭城铁	宁安城铁	长昆 西宝/大同至 西安铁路 西宝/大同至 西安铁路	
首旅股份															
中青旅	600138.SH	17.05	71	69.0%	15.3%	22.6%	32.2	28.0	22.8						
国旅联合	600358.SH	6.94	30	-54.1%	2.2%	74.2%	313.3	306.6	175.9						
世博股份	002059.SZ	10.31	22	-65.8%	153.4%	n.a.	240.2	94.8	n.a.						
西安旅游	000610.SZ	8.77	17	-54.2%	422.8%	-61.5%	353.0	67.5	175.4						
西安饮食	000721.SZ	9.71	19	319.7%	-37.3%	n.a.	33.6	53.5	n.a.					成西	
*ST张股	000430.SZ	7.30	16	40.3%	154.1%	-21.7%	n.a.	222.2	283.8						
大连圣亚	600593.SH	14.02	13	-30.8%	147.1%	n.a.	512.9	207.5	n.a.						
华侨城A	000069.SZ	15.68	487	89.0%	29.6%	34.3%	28.1	21.7	16.1				长株潭三市城轨		杭长/长昆
中值				39.6%	29.6%	23.8%	145.9	67.5	103.6			哈大			
全部中值				39.6%	30.1%	26.0%	51.7	62.8	38.9						

资料来源: WIND, 中金公司研究部

图表 53：旅游酒店上市公司高铁受益示意图



资料来源：公司资料，中金研究

零售业：高铁后续效应将拉动区域消费的快速增长

郭海燕

分析师，SAC 执业证书编号：S0080200010008

guohy@cicc.com.cn

钱炳

分析师，SAC 执业证书编号：S0080200010028

qianbing@cicc.com.cn

高铁后续效应对区域消费增长的拉动作用值得重视

零售行业主要受益于高铁建成后带来的后续效应，主要体现在对中部地区零售商内生增长的拉动和扩张空间的提升，主要受益的区域有：湖北、安徽、成渝、河南、湖南、关中等地区。此外，沿线的旅游城市的零售商也会很好地受益于客流量的增长。

- 1) **高铁的建成将促进产业转移，提升沿线区域的经济增长和居民收入，有利于零售商的内生增长。**例如，随着合武、合蚌、京沪客运专线的贯通，安徽将成为长三角产业转移的首选，而资金、产业、人才的流入将使区域消费能力得到进一步提高。武汉一直是中国中部的经济重镇和商业中心，随着武广客运专线、武汉城市圈快轨道、沪汉蓉客运专线的建成，其地理优势和局域经济将得到进一步的提升。
- 2) **高铁将推动沿线地区的城镇化进程，为当地零售商的扩张提升更多空间。**例如，正在建设的武汉 1+8 城市圈城际快轨，将使黄石、孝感、咸宁、黄冈等地经济与武汉趋同化，同时城镇化进程的加快将从根本上提高当地的消费能力、增加新的商圈位置，为零售商网络的扩张开辟新的天地。
- 3) **客流快速运输能力的提高，将带来区域间人流的交互增加，带动当地零售行业的增长。**高铁的发展将增进出行的便捷性，刺激旅游产业的发展，而旅游城市的零售行业也将受益。以运行时间较长的京津高铁为例，自开通以来运送乘客超过 1000 万人次，为两地旅游、消费带来了新的动力。我们认为，休闲之都杭州、春城昆明、安徽黄山等地的商业将受益。

区域渗透能力是主要选股标准

下表中，我们根据目前高铁规划和建设情况，按照各条高铁的开通时间，整理出受益的零售公司，供大家参考。

我们的选股依据是：是否是当地领军零售商，是否具备非常好的区域渗透能力。随着当地经济的发展和城市化进程的加剧，区域渗透能力强的公司，其盈利增长有望得到更加充分的保障。依据基本面和估值情况，我们重点推荐：

- 1) **湖北地区的第一大超市零售商：武汉中百；武汉第一大百货零售商：鄂武商。**我们将武汉中百作为湖北地区零售商的首选，因为相比较当地其它公司，武汉中百的网络布局更加广泛（共拥有门店 643 家、遍布湖北各地），充分的区域渗透使之能够更多的享受当地经济的发展。
- 2) **安徽第一大百货零售商：合肥百货。**合肥百货在合肥、黄山等安徽主要城市拥有 14 家百货店和多家大型综合超市、家电卖场，品牌认知度高、规模效益好。
- 3) **重庆第一大百货零售商：重庆百货。**重庆百货共有百货网点 29 家，超市 72 家，与新世纪合并后，业态构成、门店数量和市场地位将全面提升。
- 4) **河南第一大百货零售商：大商股份。**已取得河南第一大百货零售商的地位，在郑州、开封等多个城市拥有 13 家百货店，竞争优势日益突出，2010 年起开始进入收获期。
- 5) **其它值得关注的公司有：**旅游城市杭州的领军百货零售商**银泰百货**，受益于京港高速、珠三角城际轨道线路的**广州友谊**，受益于沪杭、沪宁、京沪铁路建设的**百联股份**等上海本地股，湖南超市零售商**步步高**，陕西及关中区域零售商**西安民生、宝商集团**。

图表 54：零售公司高铁受益对比表

子行业分类	代码	公司	股价	营业收入	净利润	市盈率			主要高铁建设情况		
				2009E	2009E	2009E	2010E	2011E	2010E	2011E	2012E
百货类公司											
跨区域发展	3368.HK	百盛集团	13.76	3,909	911	37.3	30.9	23.7	京津城际铁路（完工）	京沪、宁汉蓉客运专线等	
	825 .HK	新世界	7.23	1,721	498	24.5	21.4	17.8	武广客运专线（完工）	京沪、京沈客运专线等	
	600694.CH	大商股份	37.84	20,497	(12)	-	36.8	22.2	秦沈、郑西客运专线（完工）	哈大客运专线 京沈、哈齐、锦营、徐郑专线	
	600859.CH	王府井	32.96	11,237	367	35.3	28.9	23.1		京沪、京广客运专线	
高档定位	000987.CH	广州友谊	25.07	2,911	286	31.5	25.1	18.9	广珠城际铁路	穗莞深城际 京广客运专线	
区域型	600631.CH	百联股份	18.13	10,137	393	50.8	39.5	31.8	沪杭、沪宁客运专线	京沪客运专线	
	600628.CH	上海新世界	17.80	2,863	180	52.6	41.5	34.3	沪杭、沪宁客运专线	京沪客运专线	
	000417.CH	合肥百货	14.72	5,885	201	35.2	28.8	22.3	合武、合宁客运专线（完工）	宁汉蓉、合蚌客运专线	
	1212.HK	利福国际	14.26	3,756	1,081	22.1	19.0	16.2	广深港客运专线	京广客运专线等	
	1833.HK	银泰百货	7.29	1,616	310	36.2	26.5	19.4	沪杭客运专线	杭甬客运专线 杭甬深客运专线	
	3308.HK	金鹰商贸	15.84	1,897	650	41.6	31.7	24.0	合宁客运专线（完工）	京沪、杭宁客运专线	
	600858.CH	银座股份	26.11	5,195	200	48.2	37.6	23.2	胶济客运专线（完工）	京沪、青太客运专线	
	600697.CH	欧亚集团	26.72	3,841	115	37.0	31.8	26.5		哈大客运专线 京哈客运专线	
	600693.CH	东百集团	10.68	1,573	110	33.3	27.0	21.3	温福厦客运专线（完工）	杭甬深客运专线	
	600785.CH	新华百货	29.82	3,236	192	26.9	23.3	18.2			
	600729.CH	重庆百货	38.11	7,312	157	49.6	29.8	24.7		沪汉蓉客运专线	
	002187.CH	广百股份	30.50	4,631	166	31.1	26.3	21.6	广珠城际铁路	穗莞深城际 京广客运专线	
	000501.CH	鄂武商	13.76	7,938	239	29.2	28.9	23.3	武广客运专线（完工）	武汉城市圈快轨 京港、沪汉蓉客运专线	
	600828.CH	成商集团	29.07	1,722	128	46.2	36.5	28.9		沪汉蓉、绵成客运专线	
	000564.CH	西安民生	8.09	1,272	59	38.5	27.0	20.7	郑西客运专线（完工）	关中天际铁路	
000796.CH	宝商集团	8.10	889	8	270.0	101.3	81.0	郑西客运专线（完工）	关中天际铁路		
002277.CH	家润多	34.20	2,747	149	44.4	35.9	29.1	武广客运专线（完工）	京广客运专线		
超市类公司											
大型综合超市	600361.CH	华联综超	9.91	9,315	68	70.7	40.1	31.5		京沪、京广客运专线	
大中小型超市	000759.CH	武汉中百	10.57	10,095	213	33.8	27.0	21.4	武广客运专线（完工）	武汉城市圈快轨 京港、沪汉蓉客运专线	
	002251.CH	步步高	26.93	5,724	166	43.7	36.2	28.9	武广客运专线（完工）	京广客运专线	
	002264.CH	新华都	32.80	3,109	69	51.0	41.8	32.9	温福厦客运专线（完工）	杭甬深客运专线	
	002336.CH	人人乐	29.70	8,768	232	51.2	40.1	31.7	广深港客运专线	厦深、穗莞深专线 京港客运专线	
	814.HK	京客隆	7.88	6,691	148	19.3	15.7	12.7		京沪、京广客运专线	
	980.HK	联华超市	26.50	23,524	429	33.8	26.6	22.7	沪杭、沪宁客运专线等	京沪客运专线等	
	8277.HK	物美集团	14.76	11,035	445	35.6	27.9	21.3		京沪、京广客运专线	

资料来源：彭博资讯，铁道部，中金公司研究部

交通运输业：整体效率将得以提升

陶薇

分析师，SAC 执业证书编号：S0080205070024

taovivian@cicc.com.cn

黄文龙

联系人

huangwl@cicc.com.cn

世界高速铁路建设始于 60 年代中。最初，日本和法国修建高速铁路的目的都是为了在大城市之间形成联接，应对运输紧张的局面，提高整体交运体系的效率。但是随着高速铁路技术的发展，这一运输方式相对于民航和高速公路的优点日益显现。高速铁路不仅在速度上具有一定竞争力，而且具有运量大、能效水平高、低排放的优势，有利于提高运输效率和改善环境。在直接竞争的重叠线路上，高铁对于高速公路和民航形成的分流作用不可忽视。

不过，从综合运输体系上来讲，发展高铁网络是优化综合运输体系结构的重要途径。高速铁路不但能有效缓解目前中国铁路网络承受的巨大运能压力，它对形成完善的运输服务网更有着不可忽略的促进作用。根据欧盟的研究，一个地区的经济增长与其可通达性密切相关，而铁路、高速公路和民航三种运输方式的联运能够有效促进可通达性。三种运输方式各有长处和短处，而根据欧洲经验，建立一个有效的多式联运网络（multi-modal network），提供便利的选择，是使一个国家、地区或城市更具有竞争力的最有效方式。此前与公路和空运相比，铁路得到的关注较少，但在世界上一些国家，对铁路进行的投资已经获得了丰厚回报。比如，目前法国的高速铁路线 TGV 为国家铁路公司 SNCF 贡献的盈利已经超过 75%，成为其未来的投资重点。不同运输方式的运输结构有所不同。公路形成的通常是近距离的通达能力强的结构。铁路的跨地区穿透力强，形成走廊和节点结构。而航空灵活性强，有助于多中心多枢纽的形成，并且有助于与国际接轨。多式联运方式结合三种不同运输方式的结构特点，通过共同的运输节点对客源进行整合和重新分配，形成网络效应，大大增加可通达性，提升运输系统的效率。

在中国，高速铁路网全面建成后，原有的国内交通格局将发生重构。从铁路系统本身来看，高速铁路的建设将有望打破铁路客运周转能力的瓶颈，带来铁路客运的爆发式增长，而重点线路的客货分流将极大提高铁路货运的能力，预计高速铁路为铁路货运行业带来的年复合增长率可达 7.9%。航空方面，从国外经验来看，高铁在中短途线路上对民航的分流比较明显，而且高铁运送的商务旅客数量可观。航空业不可避免将面临较大冲击。在国内高铁线路覆盖的航线上，民航的客流量和票价水平将收到一定影响。对于机场而言，鉴于其航班时段的稀缺性，我们认为大型枢纽机场的运输量并不会受太多负面冲击。如果高铁和民航能形成有效衔接，建立空铁联运，将可以大幅提升枢纽机场的覆盖范围，进一步推进枢纽机场的建设。高速公路方面，从短期看，高铁的建成会分流部分公路的客运流量，但主要影响长距离的公路客运，公路运输的主要市场在短途运输，因此分流对相关公路车流量的短期负面影响不会太大。从长远看，高铁的建设对相关地区的经济拉动作用明显，将会间接提高相关地区的车辆保有量，而且高速铁路和公路网的交织也会形成路网效应，令相关地区整体人员和物资流动更加频繁，对公路长期车流量的增长带来正面影响。

此外，高速铁路从另一方面将加速其它运输方式的自我改革。一种新的交通方式的出现必然会带来原有格局的调整。但这反过来可能促使原有的交通方式重新定位，扬长避短。比如公路可以更侧重于集散客流，毕竟铁路的密度不如公路，可以综合考虑时段、票价而获得新的发展。而民航则可以增加国际航线比例，加强枢纽建设，或是经营高铁线路不覆盖的支线航线。在台湾，高铁建好后，对民航、大巴的冲击非常大，台湾的大巴转而向观光、旅游发展，航空公司增加国际航班和发展货运业务，就是一个类似的例子。

我们预计，高速铁路网络的建成将促使民航和高速公路进行自我调整，提升竞争力。未来，铁路、高速公路和民航三种运输方式在竞争和可能的合作中将逐步寻找各自新的定位，调整战略，尝试形成一个更加有效的综合运输系统，这将有助于增加整个中国的可通达性，并且有助于协调地区经济发展。

航空业—分流冲击最为明显

国际经验：高铁建成后对于航空运输冲击明显

国际经验表明，高速铁路的建成对于航空业具有明显的分流作用。从下表中日本和德国部分路线的市场占有率就可见一斑。其中，航空公司的中短程航线受到了最为直接的冲击。

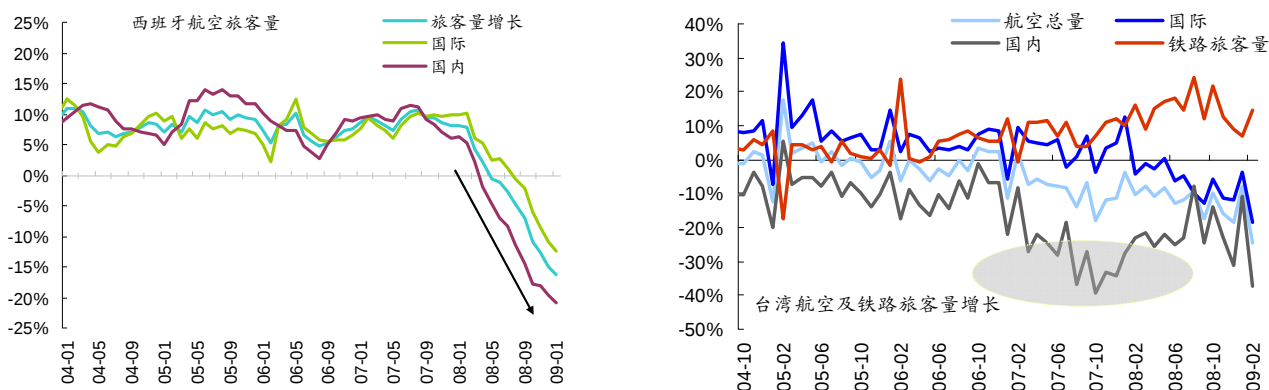
图表 55：日本和德国部分路线的市场占有率

国家	运行区段	距离/km	高速列车运行时间/h	铁路占有率/%	航空及高速公路占有率/%
日本	东京－大阪	515	2.5	84	16
	东京－秋田	663	3.82	56	44
德国	汉堡－法兰克福	517	3.58	59	41
	法兰克福－慕尼黑	426	3.57	62	38

资料来源：铁道运输与经济，中金公司研究部

各国的具体情况来看，日本新干线开通后，日航停飞东京至大阪、名古屋等航线，东京至仙台航线（325 公里）在新干线开通两年后停飞。强大的竞争压力更使得一些专营日本国内航线的小航空公司破产倒闭。法国在 1983 年开通了 TGV 巴黎至里昂线，里程 417 公里。现 TGV 占巴里线客运市场的 90%，法航仅占 10%。2001 年开通的 TGV 巴黎至马赛线，开通前 2000 年铁路占客运市场的 22%，2006 年升至 69%。西班牙于 2007 年、2008 年相继建成了马德里至马拉加和巴塞罗那的高铁。由此航空旅客运量下降 35% 以上。在英国，自跨英吉利海峡的海底高铁隧道建成后，高铁欧洲之星已占伦敦至巴黎（492 公里）客运市场的 70%，占伦敦至布鲁塞尔客运市场的 65%，其他为公路和航空运输共占。航空公司已将大部分伦敦至巴黎和布鲁塞尔的航线停飞。而在我国台湾，台北至高雄的高铁（345.2 公里）于 2007 年开通后，华信航空停飞台北至台中航线，此后立荣航空又停飞台北至嘉义航线，2008 年 3 月又停飞台北至台南航线。台北高雄航线 2007 年客运量下跌 50%，台北至台南航线 2007 年客运量下降 52%。

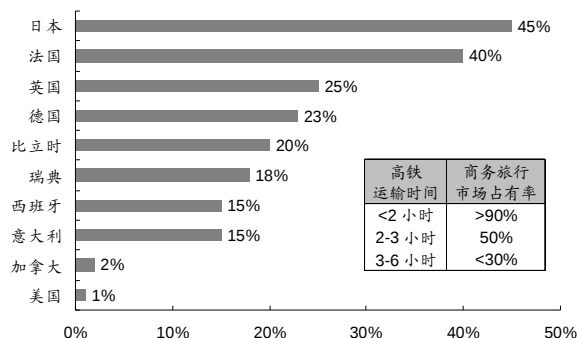
图表 56：西班牙和台湾高铁建成后航空旅客运量下降



资料来源：CEIC，中金公司研究部

此外，国外经验显示，高速铁路由于其无缝联接，车次频度高，时间可靠性强，绿色，安全等优势，在商务旅行市场具有较高的占有率。比例最高的是日本，有 45% 的商务旅行是通过高铁完成的，在欧洲这一比例也已经很高。

图表 57：高速铁路在商务旅行市场的占有率

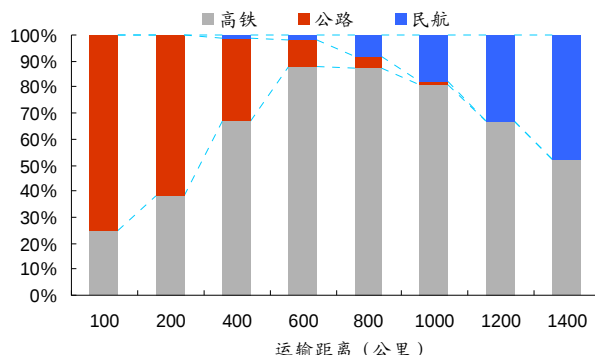


资料来源：CWT Travel Management Institute，中金公司研究部

国内航空业：冲击不可避免；调整航线网络，加强枢纽建设是关键

目前，我国铁路经过 7 次大规模提速，列车运行时间大幅压缩，到发时刻不断优化，铁路与公路航空运输的竞争格局已经形成。高速铁路客运专线的建成，对航空运输的分流作用将进一步体现。由于火车提速，旅客候车多在市內，高铁的快速性显示出来。而航空运输使用的机场多远离城市，乘机手续繁杂，如加上气候、流量控制对飞行的影响，航空的快速性特点将相对消失。数量分析显示，以京沪高铁线路为例。在运距短于 600 公里的客运市场，航空相对铁路已不具备时间优势。在运距为 500~600 公里的客运市场高速铁路仍将大有作为。若考虑飞机平均 30 分钟甚至更高的误机时间，则铁路客运优势市场将进一步向上延伸至 800 公里甚至更长距离的城市对。

图表 58：不同运距下三种运输方式分担率预测



资料来源：北方交通大学运输学院系统工程所，中金公司研究部

不过，中国与欧洲、日本和台湾市场情况有所不同。其中最为明显的是城市分布和地域特点。我国国土面积大，主要城市间距离长。从铁路网络规模来看，北京、上海、广州和武汉 4 个客运专线中心枢纽间的距离都在 1000—2000 km 范围内，未来高速列车在我国区域间主要城市的旅行时间要远大于日本和欧洲国家。预计北京—上海的高铁旅行时间在 5 小时左右，而北京—广州、深圳和成都的旅行时间都在 9 小时以上，航空公司仍然具有一定时效优势，分流作用将会减弱。

图表 59：国内前 10 大航线旅客量统计

排名	航线（往返）	全季旅客人数	占比	飞行距离
1	上海-北京	5,085,992	3.0%	1178公里
2	上海-深圳	2,745,850	1.6%	1343公里
3	北京-广州	2,472,416	1.5%	1966公里
4	北京-深圳	2,325,727	1.4%	1800公里
5	上海-广州	2,356,524	1.4%	1308公里
6	北京-成都	2,059,258	1.2%	2042公里
7	北京-杭州	1,908,285	1.1%	1198公里
8	广州-杭州	1,772,723	1.1%	1099公里
9	北京-西安	1,758,383	1.0%	1035公里
10	上海-厦门	1,485,718	0.9%	600公里

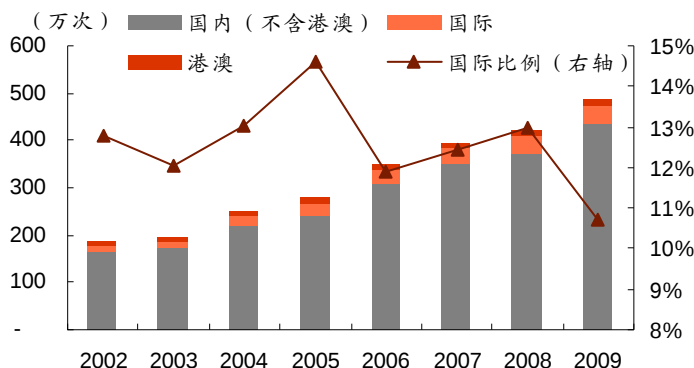
资料来源：中国民航局，中金公司研究部。

从旅客的经济性来看，目前已经开通的武广高铁的票价为一等车厢 780 元，二等车厢 490 元，分别相当于飞机票价 8 折和 5 折左右。从票价上来看，高铁并无明显优势。因此高铁建成后与航空市场的竞争更多的是运距之争以及服务之争，其对航空市场的冲击将更多体现在中短途客运市场和商务旅客。

另一点值得关注的是，在目前的我国的客运市场中，尽管航空过去 20 年增速较快，但其所占的份额仅为 11%，公路和铁路依然是大众出行的交通方式，因此在我国高铁时代到来后对航空业的冲击并不会像以上那些地区如此大。

但是从盈利角度来看，高速铁路的开通对于国内航空公司的冲击将不容忽视。国内航空公司目前的收入和盈利仍然主要来自于国内航线，在国际市场的竞争力有待提高，国际航线盈利能力普遍不理想。如何进一步开拓自身的航线网络，使得航线结构更为均衡，将是航空公司未来几年发展的重中之重。

图表 60：我国航空公司仍以国内市场为主



资料来源：CEIC, CAAC, 中金公司研究部

总的来看，各种交通运输方式中，高速铁路网的建成对于航空业的影响最大。国内航空业面临结构性的业务转型。目前规划的高铁网络预计将于 2012 年建成，航空业剩余的时间已经不多。我们预计今明两年国内航空业将会努力加大国际航线的投入力度以及枢纽建设力度，以及努力提升自身服务质量，在高铁冲击来临前做好准备，迎接挑战。此外，预计航空运输业将有望与铁路运输展开合作，发展空铁联运，进一步加强航空枢纽的实力，这一点我们将在下一章节具体介绍。

机场—空铁联运将有助于机场的枢纽建设

虽然少数机场吞吐量在高铁建成后大幅减少，但在全球范围来看，大型枢纽机场与高速铁路的合作已经成为潮流，即所谓的空铁联运，这种方式方便了旅客出行，一定程度上缓解了枢纽机场航线紧张的压力，而且增加了航空运输和铁路运输的衔接性，与支线航空的作用类似，有助于向枢纽机场输送客源。目前空铁联运有两种主要的合作方式，或将高铁车站直接修在机场，或是修建城市高速铁路将机场和城际高铁车站连接。

旅行时间大大缩短，覆盖范围可以大幅提升

铁路运输的特点是准时、运送量大且票价相对较低。但目的地固定，缺乏灵活性和自由度。毫无疑问，如果能将空运和铁路运输无缝联接，将会很大程度的缩短航空旅客的总旅行时间。

2008 年，国际空铁组织发表了一份研究报告：在机场的规划发展中，对环境的影响、紧张的起降时刻资源以及不断上升的成本，这些因素都让很多大型枢纽机场痛苦不堪。而如果能够将高速铁路系统引入机场，则会大大缓解机场这方面面临的压力。机场拥挤程度越来越高以及机场扩建压力的增加，使得铁路联结提供了必不可少的替代选择，同时综合来看，空铁联运的成本也不是很高昂。

一些研究认为，高铁的发展其实有利于航空旅客通过铁路向大型枢纽机场聚集。通常机场的使用者都是居住在附近的居民，但机场如果拥有高效运作的陆路网络，就可以将机场的覆盖范围扩大几倍，即增加中转客源。同时可以减少将起降时刻资源分配给短途航班，释放出更多的时刻资源用于远程航班，有利于提高效益。

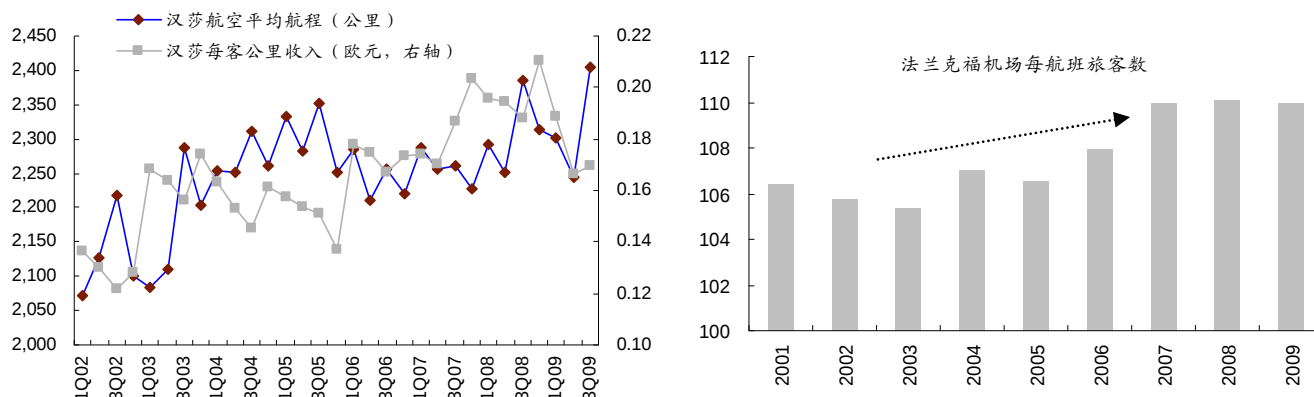
目前，全球大约共有 120 座机场建立了空铁联运的运输模式，并且许多机场建设了专用的铁路候车室。预计在今后 10 年，全球还将有 300 座机场准备建设相应的多式联运模式。在许多枢纽机场——如巴黎戴高乐机场、伦敦希思罗机场、东京成田机场和德国法兰克福机场，所建设的空铁联运设施和高速铁路的发展密切相关。

欧洲航空公司、机场和高铁合作的经验

空铁联运最早发源于欧洲，欧洲的高速铁路网建设比较早。在欧洲，最早受到高铁冲击的是法航，随着高铁的相继开通，法航的中短途航线受到较大冲击。如连接巴黎和里昂、雷恩、阿维尼翁的 TGV，巴黎到伦敦的 Eurostar，巴黎到布鲁塞尔的 Thalys。这些高铁线路开通后，航空客流量下降，法航不得不并相继取消了巴黎到布鲁塞尔，雷恩和阿维尼翁的航线，并削减了到里昂，斯特拉斯堡的航线。正面竞争难以进行，法航选择了与高铁合作。1994 年，巴黎戴高乐机场和里昂机场建立了 TGV 火车站，使得这一可能性实现。修建这一火车站的初衷是使得旅客可以避免在前往巴黎市区的 TGV 车站时耗时过久，并使得戴高乐机场与里昂、日内瓦等 TGV 的站点形成联接。法航则抓住这一机会同高铁运营商 SNCF 合作，在多条至巴黎的高铁线路上进行联运，例如旅客可以在里昂火车站同时买到至巴黎的高铁车票和从巴黎始发的国际航班机票。此外法航在巴黎到布鲁塞尔这条线路上租借 TGV 的座位，每天共拥有 5 班往返专列，编法航的航班号。2006 年 9 月开始，持有法航电子客票的旅客就可以在 TGV 的 7 个主要火车站直接办理值机。空铁联运在法国率先施行的重要原因在于铁路和机场的运营商同属国有，比较容易形成一致的合作方向。据统计，乘坐 TGV 列车往返巴黎戴高乐机场的乘客由 1995 年的 40 万人迅速增长到 1998 年的 130 万人，其中 60% 的乘客在戴高乐机场转乘飞机。

另一个具有代表性的例子在德国。德国法兰克福机场在 1999 年与德国联邦铁路公司（Deutsche Bahn）合作建成法兰克福机场航空铁路联运中转站（AIRail Terminal），乘客飞抵法兰克福机场之后，在机场地下即可换乘高速铁路 ICE 和城市轨道线。同样，建设高铁车站的初衷是缓解当时机场拥挤的状况。汉莎航空与 Deutsche Bahn 及法兰克福机场联合，于 2001 年春天推出了空铁服务（AIRail Service），为此他们专门成立了合资公司。汉莎航空此前在法国就已经与 TGV 的运营商建立了合作关系，最初 AIRail Service 运营到斯图加特的高铁列车，2003 年 1 月起，服务扩大到科隆，此后又开通了科恩的服务。为了满足无缝化的联运，旅客可以直接在汉莎航空的订票系统中定购 ICE 的车票，列车与航班代码共享，并根据航班时间制定列车时间，值机手续在火车站或机场都可以办理，行李也可以自动送往最终目的地。2001 年，使用法兰克福航站楼火车站的旅客已经达到 330 万人。目前汉莎航空往返于科隆，波恩和法兰克福机场的旅客中，45% 使用该服务。虽然削减了一些短途航线，汉莎航空提升了自己的远程航线实力，这一点从其平均航程距离和每客公里收入的增长可以看出。法兰克福机场方面，目前每天提供 393 趟火车服务，1 年内中转旅客超过 700 万人次，同时在推出后为法兰克福机场每年释放了原先用于短途航班的大约 30000 个起降时刻。三者紧密的战略合作关系使得机场的覆盖范围就超过了以自身为中心、半径超过 100 公里的地域。受到衔接性加强的帮助，该机场的每航班旅客数量得到了一定提升。

图表 61：汉莎航空和法兰克福机场从联运中有所受益



资料来源：公司数据，中金公司研究部

法国和德国空铁联运取得的成功引发其它欧洲国家的效仿。荷兰政府正在修建一条阿姆斯特丹中心车站途径史基浦机场到，最终通达布鲁塞尔乃至巴黎的高铁线路 HSL-Zuid，将荷兰接入欧洲大陆的高铁线路网，由荷兰高速铁路运营商 High Speed Alliance (HSA) 运营。荷航 2001 年参与了 HSA 的建立，持有 10% 的股权。预计 HSL-Zuid 在 2010 年下半年可以开始运营，HSA 公司将以“Fyra”的品牌运营这条线路，旅行时间将由 2 小时 40 分减少为 1 小时 44 分。目前，HSL-Zuid 的国内段已于今年 9 月开始运营，路线为阿姆斯特丹到鹿特丹。在英国，英国机场管理局 (BAA) 也在积极争取在建设的第三条跑道旁引入高速铁路。

总之，高速铁路的建成对于中小型机场来说仍将有分流效应，但对于大型机场，如果规划得当，进行有效合作，机场管理当局将可以通过有效的空铁联运来改善拥挤状况，增加客流，完善航线覆盖的网络。台湾的负面经验显示，一个机场若其主要支柱航线与高铁运输方向重叠或相近，且国际航线或 1000 公里以上的航线运输量不占主要比例，都会受到高铁的严重冲击；而对于国际机场，只要将铁路运输和机场有效衔接起来，就可以使得高铁便捷的国内线路和机场的国际线路形成网络，这将可以延伸机场的覆盖范围，并且解决机场离市区较远，而公路日益面临车流压力的问题。

在中国，由于枢纽机场航班时段(slots)的稀缺性，我们认为高铁对于机场总运输量不会造成太多的负面影响。航空公司会将因受高铁影响削减航班而空余出来的飞机继续投放在大型机场，这么做航空公司一来即可以继续“占有”空余出来的航班时段，二来也可以开辟之前由于缺乏飞机资源而无法执飞的航线。此外，随着长三角、珠三角和环渤海地区城际轨道快速交通网的完善，三大区域城市间的地面交通将更加快捷、方便，从而对这些地区的航空运输市场结构产生影响，使旅客运输更加向北京、上海（浦东和虹桥）、广州（或深圳）机场集中，而对以上城市周边的石家庄、唐山、杭州、无锡、南京、珠海、汕头等机场客运会产生吸附效应，旅客吞吐量面临增长减速或下降。事实上，空铁联运在国内已经进行了尝试，即新的虹桥客运站，其毗邻上海虹桥机场，在设计之初便借鉴国外空铁联运的思路，有意图建成该地区的综合交通枢纽。

铁路—运力瓶颈缓解，前景大大改善

中国铁路投资不足，货运密度偏高，客货混运影响运输效率，运输结构不合理。

目前，我国的铁路由于投资长期不足，整体处于短缺状态，并由此带来中国铁路的超负荷运营：2007 年中国铁路货运密度为 28,481 千吨公里/公里，较世界主要国家的密度明显偏高；而核心线路，如京广、大秦、陇海等货运密度更是相当于全国平均水平的 1.56 倍~7.01 倍，其运输密度显示线路明显超负荷运转。

我国目前大部分的铁路线路仍实现客货混运的方式，比如最繁忙的京广线，客、货运周转量都雄居全国之首。在客货混运的情况下，铁路运输的效率提升受到了极大的制约：1) 由于货运与客运列车速度相差较大，互相干扰让路，货运速度难以上升。2) 在旅客出行集中时期（如春运、长假期间），铁路货运组织受到较明显的干扰。3) 由于客运和货运要求的技术指标不尽相同，要同时满足两者的需要会造成较高的线路投资及维护成本。

由于运力不足，中国铁路货运有限保障的是大宗战略物资的运输，如煤炭等。因此在运输结构上明显偏重于大型散杂货运输，一些高附加值货运的运输，特别是铁路集装箱运输的比重，远落后于世界同业水平。

高铁建设将带来铁路客运的跨越式发展

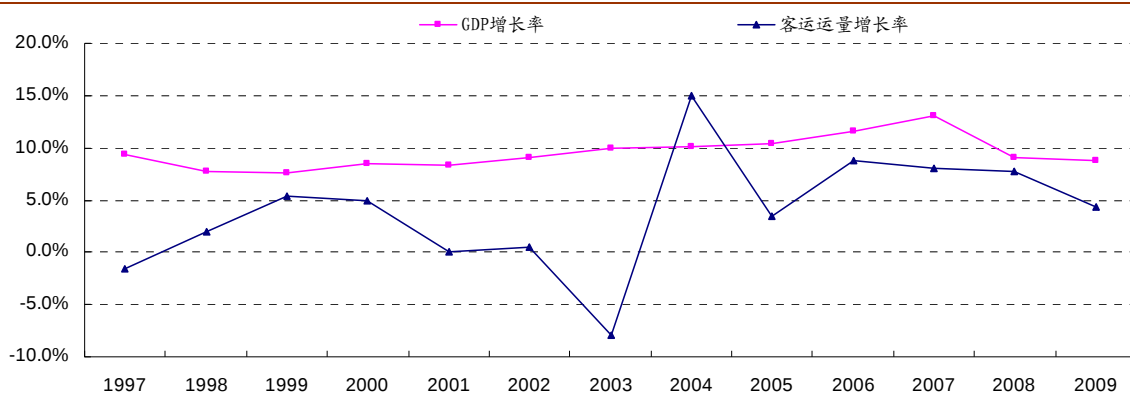
根据 2007 年数据，货运前六大繁忙干线货物运输密度是全国平均货物运输密度的 2.1 倍；而客运前六大繁忙干线客运输密度是全国平均客运输密度的 4.2 倍，客运干线的能力瓶颈较货运更为明显。客运周转量在能力瓶颈的压制下增速始终大幅低于 GDP 增长水平，春运期间一票难求的局面非常明显

图表 62：主要干线的客货周转量及占比

线路名称	货物周转量 (百万吨公里)	占比	线路名称	旅客周转量 (百万人公里)	占比
1 京广线	135,254	5.7%	1 京广线	119,576	16.6%
2 大秦线	131,446	5.5%	2 京沪线	69,963	9.7%
3 陇海线	116,242	4.9%	3 京九线	56,028	7.7%
4 京九线	109,407	4.6%	4 陇海线	55,653	6.5%
5 津沪线	100,075	4.2%	5 沪杭、浙赣线	46,555	7.8%
6 兰新线	99,362	4.2%	6 京哈线	40,214	5.6%
7 京沈线	83,578	3.5%	7 兰新线	23,316	3.2%
8 哈大线	81,182	3.4%	8 湘黔线	19,968	2.8%
9 太焦柳线	91,940	3.9%	9 宝成、成渝线	14,447	2.0%
10 京包线	65,336	2.7%	10 襄渝线	14,071	1.9%
合计	2,379,700	42.6%	合计	721,715	72.3%

资料来源：交通年鉴，中金公司研究部

图表 63：客运运量增长率与 GDP 增长率比较



资料来源：CEIC，中金公司研究部

我们认为，中国高铁的建设将有望成功打破这一瓶颈，带来铁路客运的爆发式增长，理由主要有：

- ▶ 新建的高铁线路可以释放长期以来被压抑的铁路客运运输需求，一段时间内铁路客运运量将至少可以实现高于 GDP 增速的增长；
- ▶ 高铁以其快速、便捷、舒适以及准确地特性，将对中、短途航空运输会产生明显的分流，并对长途汽车运输也将产生一定程度的分流；
- ▶ 高铁的建成将大大降低沿线的物流和交通成本，促进沿线经济的发展并带来新衍生的出行需求；
- ▶ 人民群众收入的提高、旅游需求的增长也将不断带来新增的高速铁路的客运需求。

中国高铁的建设将极大改善中国铁路货运的前景。

首先，高铁的建设以及重点线路的客货分流将极大提高中国铁路货运的能力。根据铁道部规划，2020年全国铁路营业里程将达到12万公里，主要繁忙干线实现客货分线，复线率和电化率均达到50%。我们预计届时铁路货运运力的提升幅度在150%以上

其次，主要繁忙干线的客货分流将极大提高现有线路货运效率，主要理由如下：

- ▶ 一能够腾出既有能力用于发展货物重载运输，迅速形成高速度、大能力、安全畅通的运输通道，适应日益增长的运输需要。
- ▶ 二是，可以提升城市的集聚功能和辐射能力，使大城市更好地发挥中心城市的作用，同时推动沿线中间地带现有城市高速发展和功能升级，从而带来铁路货运需求。
- ▶ 三是，使铁路货运速度和服务实现质的飞跃，提升中国铁路发展水平。可实现“大宗物资直达化，高值货物快速化”，降低铁路社会成本，满足货主越来越高的多层次、多样化服务需求。

最后，铁路集装箱运输将进入快速发展阶段。我们认为，随着高铁建设带来的中国铁路货运能力的提升，铁路集装箱运输将进入快速发展阶段。根据铁道部规划，2010年底，集装箱运输将增加到1000万TEU，而到2015年，将达到2000万TEU。

中国高铁建设给铁路货运行业带来的年复合增长率为7.9%。

我国的工业化进程经过1978年后20多年的发展后也于20世纪初步入了重化工发展阶段。2003年我国39个工业大项中的冶金、机械、器材、化工等重工业比重已达到50%以上，这是我国工业进入重化工业时期的重要标志，我国工业化率也由2001年的44.4%上升至2007年的49.2%。美国与此相对应的时期为1890~1919年。1890~1920年期间，美国铁路货运周转量年复合增长率为5.8%，高于同期工业增长值年复合增长率约2.1个百分点。而1978年~2008年期间，中国铁路货运周转量年复合增长5.3%，低于同期工业增长值年复合增长率（约11.1%）达5.8个百分点，而同期公路货运周转量年复合增长13.7%，高于工业增长率年复合增长率2.6个百分点，显示出在铁路能力不足情况下，较为明显的公路运输替代。

假定中国铁路不存在能力瓶颈，伴随着工业化进程，过去30年其正常的周转量增速相比工业增加值的折让不应该有那么大。伴随着中国高铁建设所带来的能力及运输效率的提升，中国铁路货运有望于未来的发展中逐步扩大市场份额，取得快速的发展。然而，由于1890年~1920年期间，美国高速公路尚未得到发展，因此当时铁路周转量增速相对工业增加值增速的溢价与现时期中国高速公路快速发展的情况不一定吻合。因此，我们在还原1978年~2008年的中国铁路货运的合理增速的过程中，要适当考虑公路的分流。

综合考虑以上的因素，若不存在能力瓶颈、客货混运等不利因素的制约，我们保守估计中国铁路货运周转量于1978年~2008年期间的年复合增长率应为8%，相对工业增加值年复合增长率折让3.1个百分点，则中国2008年合理的铁路货运周转量应为实际数的2.14倍。若假定该部分需求于未来10年得以完全释放，则高铁建设给中国铁路货运周转量所带来的年复合增长率约为7.9%。

图表 64：中国铁路货运合理增速测算

中国铁路货运周转量于1978年~2008年隐含增速测算		公式
中国工业增加值于1978年~2008年期间的年复合增长率	11.1%	A
中国铁路货运周转量相对工业增加值年复合增长率折让	2.1ppt	B
中国铁路货运周转量于1978年~2008年期间的年复合增长率	8.0%	C=A-B
高铁建设给中国铁路货运周转量所带来的年复合增长率增厚测算		
1978年中国铁路隐含货运周转量（百万吨公里）	534,520	D
估算2008年中国铁路隐含货运周转量（百万吨公里）	5,378,691	E=D*(1+C)^30
2008年中国铁路实际货运周转量（百万吨公里）	2,511,804	F
隐含需求于未来十年释放对应货运周转量年复合增长率	7.9%	G=(E/F)^(1/10)-1

资料来源：中金公司研究部

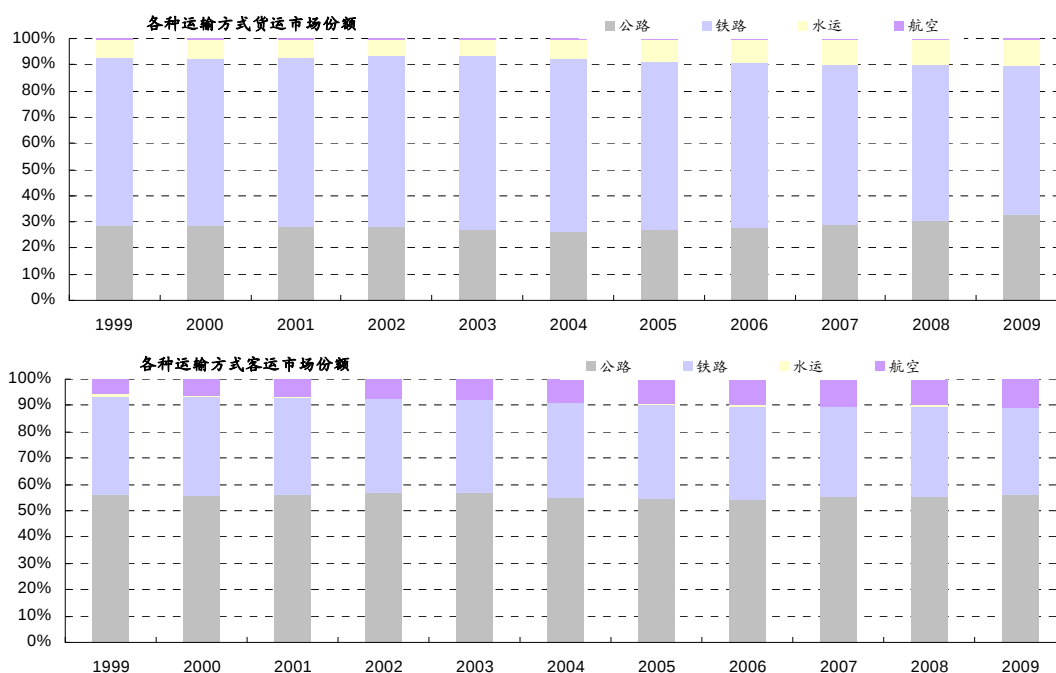
必须承认，中国铁路货运要想凭借高铁建设实现快速发展，必须充分发挥铁路运输的优势，加大对公路运输的分流力度。然而考虑到铁路运输在经济规模效应以及环保节能等方面的优势，我们认为铁路货运业务发展大有可为。

公路—影响短期负面，长期正面

中国公路超前建设，运输份额一直相对稳定

由于各级政府对公路稳定持续的大规模投资，中国公路建设发展迅速，目前已经处于超前建设阶段，即通行能力超出了公路运输的需求。从过去 10 年的数据看，中国公路的客货周转量在全社会总客货周转量中的比重较为稳定。客运方面，市场份额在过去十年中一直稳定在 56% 的水平；而货物运输在路网规模大幅增长以及汽车保有量大幅上升的带动下，市场份额由十年前的 28.5% 逐步上升到了 32.6%。

图表 65：各种运输方式的市场份额比较



资料来源：中金公司研究部

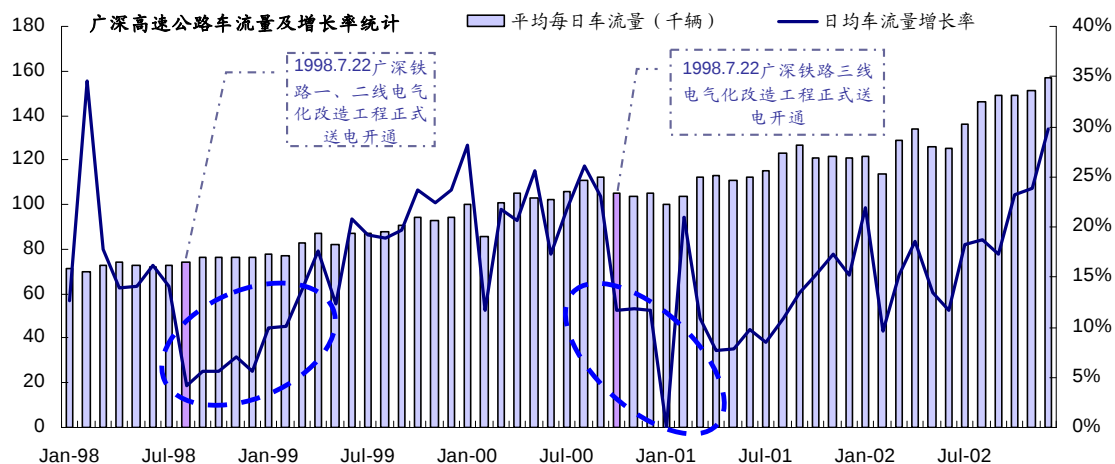
公路运输以短途运输为主

从历史数据看，虽然随着公路网的完善，我国公路运输的平均运距一直在上升，但是绝对数一直不高，其中客运的平均运距一直在 60 公里以下，货运的平均运距也一直在 70 公里以下。这充分反映了公路行业在 100 公里距离内的短途运输中的统治性地位。这是由公路运输灵活、方便、门到门的特性决定的。

高铁的建设对公路运输的影响短期负面，长期正面

从短期看，高铁的建成会分流部分公路的客运流量，但是这种分流主要影响的是长距离的公路客运。如前所述，公路运输的主要市场在短途运输，我们认为高铁分流对相关公路车流量的短期负面影响不会太大，影响公路车流量的最主要因素还是相关地区的经济发展速度。从广深高速与广深铁路的例子我们可以看到：每当铁路扩容，公路的车流量增速会有 5%~15% 的放缓，但是半年到一年过后，公路车流量又会恢复正常的增长速度。

图表 66：广深高速车流量受铁路扩容影响示意图



资料来源：中金公司研究部

从长远看，高铁的建设对相关地区的经济拉动作用明显，将有效提高相关地区人民的生活水平，也会间接提高相关地区的车辆保有量，并对公路长期车流量的增长带来正面影响。而且高速铁路和公路网的交织也会形成路网效应，会令相关地区整体的人员和物资流动更加频繁。

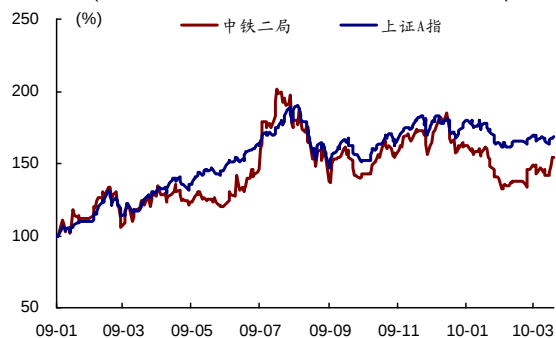
中铁二局 (600528.CH): 推荐

区域高铁基建龙头

主要财务, 股票信息

(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
主营业务收入	18,069	24,068	40,619	48,874	56,649
(+/-%)	29%	33%	69%	20%	16%
营业利润	386	651	772	1,056	1,324
(+/-%)	541%	69%	19%	37%	25%
净利润	377	510	684	927	1,157
(+/-%)	587%	35%	34%	36%	25%
摊薄每股盈利(元)	0.26	0.35	0.47	0.64	0.79
市盈率	47.9	35.4	26.4	19.5	15.6
市净率	5.0	4.6	4.3	3.7	3.1
EV/EBITDA	27.9	18.4	13.6	13.4	11.3
净资产收益率(%)	10.4%	12.9%	16.3%	18.8%	19.8%
现金分红收益率(%)	0.3%	1.6%	0.8%	1.0%	1.3%
净利润率	2.1%	2.1%	1.7%	1.9%	2.0%
总资产回报率	2.1%	2.3%	2.7%	2.9%	3.1%
资产负债率	78.2%	80.7%	81.8%	83.1%	82.7%

股票代码	A股
当前股价	600528.CH
日成交量(百万股)	人民币12.38
52周最高价/最低价	17.37
发行股数(百万股)	人民币16.79/9.51
市值(百万元)	1,459
流通A股(百万股)	18,065
主要股东(持股比例)	1,293
	中铁二局集团公司(49.74%)



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

投资建议

我们维持公司 2010、2011 年盈利预测不变, 分别为 9.27 亿元和 11.57 亿元, 对应每股收益 0.64 和 0.79 元, 分别同比增长 35.5%和 24.8%; 当前股价下, 中铁二局 2010、2011 年的市盈率分别为 19.5 倍和 15.6 倍, 考虑到公司 2010 年基建业务的稳定增长及房地产开发项目逐步进入结算期, 我们维持“推荐”的投资评级

关注

- **区域高铁建设龙头:** 中铁二局是中国中铁下属 15 个工程局中规模最大、经营业绩最好的工程局之一, 是我国西南地区铁路建设的排头兵。
- **受益于成渝地区基建及灾后重建的发展:** 公司立足四川, 将显著受益于成渝地区基础设施建设及灾后重建的推进, 工程承包业务在手订单充裕, 未来两年业绩增长有保障;
- **受益于高铁运营后周边房地产的升值:** 公司是最早尝试涉足房地产业务的建筑工程公司之一, 截至 2009 年 9 月 30 日, 公司合计未销售面积达 210 万平方米。同时, 若考虑到部分大面积项目 (达州和自贡), 公司房地产土地储备合计达 400 万平方米。同时, 公司控股股东中铁二局在铁道部资源整合过程中获得大量优质土地资源, 未来存在注入上市公司的可能。公司 2009 年底房地产业务预收款余额达 12.95 亿元, 比 2008 年相比增幅较大, 随着这部分预售项目逐步进入结算, 房地产业务将有望成为公司 2010 年业绩的重要贡献之一。

主要财务指标

截至12月31日	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
损益表 (人民币百万元)						
主营业务收入	13,990	18,069	24,068	40,619	48,874	56,649
主营业务利润	823	768	1,436	1,666	2,125	2,540
减：营业费用	37	120	128	112	127	142
管理费用	581	544	648	712	880	991
财务费用	103	61	117	87	122	151
营业利润	60	386	651	772	1,056	1,324
税前利润	62	433	667	810	1,097	1,372
减：所得税	3	64	108	103	143	185
减：少数股东损益	4	(7)	49	23	27	30
净利润	55	377	510	684	927	1,157
资产负债表 (人民币百万元)						
应收款项	4,469	7,237	8,585	10,967	15,214	17,709
存货	2,544	5,235	7,133	8,792	10,799	12,804
货币资金	1,360	3,004	3,810	2,516	1,900	1,699
流动资产合计	8,374	15,476	19,688	22,636	28,345	32,730
固定资产	1,092	1,354	1,574	1,810	2,376	2,774
应付款项	3,562	7,779	11,477	14,321	19,097	22,068
短期借款	1,580	2,941	3,544	2,552	2,652	2,752
流动负债合计	7,469	12,944	17,182	20,312	25,636	29,299
长期借款	265	827	699	683	983	1,283
负债合计	7,738	13,841	18,133	21,089	26,722	30,696
股东权益	1,985	3,616	3,936	4,189	4,930	5,856
总资产	9,924	17,694	22,471	25,773	32,175	37,104
现金流量表 (人民币百万元)						
经营活动现金流	-274	135	1,036	134	219	518
投资活动现金流	-210	-1,148	-590	-585	-993	-910
筹资活动现金流	607	2,113	280	-382	159	192
现金及现金等价物净增加额	124	1,099	955	-970	-616	-201
期初现金及现金等价物余额	1,237	1,231	2,371	3,325	2,356	1,740
期末现金及现金等价物余额	1,360	2,330	3,325	2,356	1,740	1,539
财务指标						
毛利率	5.9%	4.2%	6.0%	4.1%	4.3%	4.5%
经营利润率	0.4%	2.1%	2.7%	1.9%	2.2%	2.3%
净利率	0.4%	2.1%	2.1%	1.7%	1.9%	2.0%
股息收益率	0.0%	0.3%	1.6%	0.8%	1.0%	1.3%
资产收益率	0.6%	2.1%	2.3%	2.7%	2.9%	3.1%
净资产收益率	2.8%	10.4%	12.9%	16.3%	18.8%	19.8%
资产负债率	78.0%	78.2%	80.7%	81.8%	83.1%	82.7%
净现金/股东权益	28.6%	22.4%	31.0%	32.1%	49.9%	55.7%
每股盈利	0.04	0.26	0.35	0.47	0.64	0.79
每股分红	-	0.04	0.20	0.10	0.13	0.16
每股净资产	1.4	2.5	2.7	2.9	3.4	4.0

资料来源：公司数据，中金公司研究部

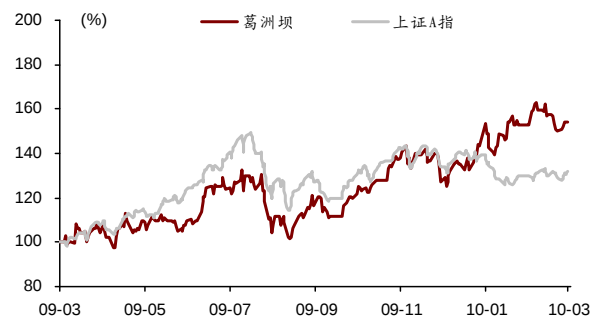
葛洲坝 (600068.CH): 审慎推荐

立足于高速铁路的十字路口

主要财务, 股票信息

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	12,005	19,370	26,786	33,845	39,917
(+/-%)	28%	61%	38%	26%	18%
营业利润	677	869	1,446	1,818	2,208
(+/-%)	96%	28%	66%	26%	21%
净利润	604	811	1,247	1,530	1,835
(+/-%)	162%	34%	54%	23%	20%
摊薄每股盈利(元)	0.26	0.35	0.54	0.66	0.79
市盈率	51.3	38.2	24.9	20.3	16.9
市净率	5.7	6.8	4.1	3.1	2.8
EV/EBITDA	24.9	18.3	16.8	14.3	12.8
净资产收益率(%)	11.1%	17.8%	16.7%	15.5%	16.4%
现金分红收益率(%)	0.1%	0.8%	1.2%	1.5%	1.8%
净利润率	5.0%	4.2%	4.7%	4.5%	4.6%
总资产回报率	2.3%	2.6%	2.9%	2.9%	3.1%
资产负债率	75.9%	82.7%	80.5%	78.9%	79.1%

	A股
股票代码	600068.CH
当前股价	人民币11.55
日成交量(百万股)	11.75
52周最高价/最低价	人民币12.53/7.284
市值(百万)	30,992
发行股数(百万股)	2,325
流通A股(百万股)	1,405
主要股东(持股比例)	中国葛洲坝集团公司(40.54%)



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

投资建议

我们维持公司 2010、2011 年盈利预测不变, 分别为 15.3 亿元和 18.4 亿元, 对应每股收益 0.66 和 0.79 元, 分别同比增长 23%和 20%; 当前股价下, 公司对应 2010、2011 年市盈率分别为 20.3 和 16.9 倍, 我们看好公司的长期发展前景, 维持“审慎推荐”投资评级。

关注

- **立足于高铁线路的十字路口:** 武汉位于京广高铁和沪汉蓉快速客运通道的黄金十字路口, 葛洲坝立足武汉, 在武汉, 宜昌拥有较多土地储备, 未来将充分受益于高速铁路开通而对当地经济的拉动。
- **施工业务稳定增长, 新签合同额超出预期:** 葛洲坝专注于水利水电建设并逐步拓展到交通基础设施及市政领域, 2009 年公司新签合同额 421 亿元, 大幅超出公司 2009 年 300 亿新签合同额的目标, 目前在手订单超过 800 亿元, 未来两年业绩增长有保障;
- **水泥业务进入全面达产期:** 截止 2009 年底, 公司水泥产能达到了 2,000 万吨, 是湖北区域第二大水泥提供商, 预计未来两年水泥业务利润贡献将逐步提升;
- **进入新疆市场, 受益于国家区域发展政策支持:** 公司于 2008 年进入新疆建筑市场, 同时, 公司 2009 年获得新疆地区若干煤矿的探矿权, 预计将于 2010 年逐步获得采矿权, 从而实现利润贡献;
- **国家电力资产整合预期:** 2010 年借机央企整合, 公司有望获得国家相关电力优质资产的注入, 实现集团的做大做强;

主要财务指标

截至12月31日	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
损益表 (人民币百万元)							
主营业务收入	1,691	9,361	12,005	19,370	26,786	33,845	39,917
主营业务利润	425	1,170	1,679	2,588	3,595	4,560	5,412
减：营业费用	80	101	148	201	268	338	399
管理费用	169	510	679	889	1,192	1,489	1,736
财务费用	165	227	323	706	794	989	1,134
营业利润	50	345	677	869	1,446	1,818	2,208
税前利润	76	394	750	924	1,533	1,886	2,276
减：所得税	5	137	72	78	215	264	330
减：少数股东损益	8	26	73	36	71	92	111
净利润	63	231	604	811	1,247	1,530	1,835
资产负债表 (人民币百万元)							
应收款项	957	2,427	4,757	5,324	7,666	9,492	11,249
存货	507	1,540	4,251	6,813	9,395	11,864	13,978
货币资金	570	1,193	2,330	3,268	2,842	3,834	3,762
流动资产合计	2,042	5,756	11,375	15,404	19,904	25,190	28,989
固定资产	5,339	7,057	4,016	5,130	8,699	10,633	12,346
应付款项	429	3,192	5,721	7,588	10,756	13,268	15,592
短期借款	209	1,195	3,779	3,775	4,775	5,775	6,775
流动负债合计	1,972	6,590	12,061	14,766	20,504	24,812	28,962
长期借款	2,702	3,651	6,984	9,967	12,967	14,967	16,467
负债合计	4,674	10,257	19,878	26,222	34,879	41,111	46,691
股东权益	3,475	4,087	5,435	4,557	7,470	9,889	11,164
总资产	8,575	15,079	26,185	31,703	43,344	52,088	59,054
现金流量表 (人民币百万元)							
经营活动现金流	292	259	205	866	646	1,280	2,093
投资活动现金流	-281	-1,037	-1,715	-3,738	-7,244	-3,695	-3,480
筹资活动现金流	-199	334	2,680	3,870	6,183	3,416	1,325
现金及现金等价物净增加额	-188	-463	1,137	938	-425	991	-72
期初现金及现金等价物余额	757	1,656	1,193	2,330	3,268	2,842	3,834
期末现金及现金等价物余额	569	1,193	2,330	3,268	2,842	3,834	3,762
财务指标							
毛利率	25.1%	12.5%	14.0%	13.4%	13.4%	13.5%	13.6%
经营利润率	2.9%	3.7%	5.6%	4.5%	5.4%	5.4%	5.5%
净利率	3.7%	2.5%	5.0%	4.2%	4.7%	4.5%	4.6%
股息收益率	0.0%	0.1%	0.1%	0.8%	1.2%	1.5%	1.8%
资产收益率	0.7%	1.5%	2.3%	2.6%	2.9%	2.9%	3.1%
净资产收益率	1.8%	5.7%	11.1%	17.8%	16.7%	15.5%	16.4%
资产负债率	54.5%	68.0%	75.9%	82.7%	80.5%	78.9%	79.1%
净现金/股东权益	72.0%	94.3%	159.5%	245.4%	215.7%	188.3%	194.3%
每股盈利	0.03	0.10	0.26	0.35	0.54	0.66	0.79
每股分红	-	0.01	0.02	0.10	0.16	0.20	0.24
每股净资产	1.5	1.8	2.3	2.0	3.2	4.3	4.8

资料来源：公司数据，中金公司研究部

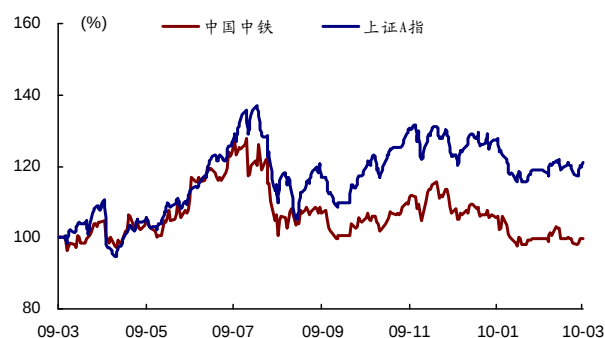
中国中铁 (601390.CH/390.HK): 中性

高铁基建双雄之一

主要财务, 股票信息

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	184,154	234,619	325,137	415,660	473,266
(+/-%)	15%	27%	39%	28%	14%
营业利润	4,120	1,613	8,642	9,773	11,371
(+/-%)	49%	-61%	436%	13%	16%
净利润	3,228	1,115	6,467	7,283	8,605
(+/-%)	96%	-65%	480%	13%	18%
摊薄每股盈利(元)	0.15	0.05	0.30	0.34	0.40
净资产收益率(%)	5.8%	2.0%	10.6%	11.0%	11.9%
现金分红收益率(%)	0.7%	0.2%	1.3%	1.5%	1.8%
净利润率	1.8%	0.5%	2.0%	1.8%	1.8%
总资产回报率	1.5%	0.4%	2.0%	1.8%	1.9%
资产负债率	72.3%	75.8%	79.6%	82.0%	82.5%
A股市盈率	37.9	109.8	18.9	16.8	14.2
A股市净率	2.2	2.2	2.0	1.8	1.7
H股市盈率	35.7	94.6	16.7	15.3	13.0
H股市净率	2.1	1.9	1.8	1.7	1.5

H股	股票代码	A股
0390.HK	601390CH	
港币5.76	当前股价	人民币5.75
港币7.00	目标价	-
22.61	日成交量(百万股)	43.74
港币7.85/4.4	52周最高价/最低价	人民币7.47/5.3
119,603	市值(百万元)	119,603
21,300	发行股数(百万股)	21,300
4,207	其中: 流通股(百万股)	4,675
	主要股东(持股比例)	中国铁路工程总公司(58.3%)



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

投资建议

我们维持公司 2010、2011 年盈利预测不变, 分别为 72.8 亿元和 86.1 亿元, 对应每股收益 0.34 和 0.40 元, 分别同比增长 13%和 18%。当前股价下, 中国中铁 2010、2011 年的 A 股市盈率分别为 16.8 倍和 14.2 倍, 估值相对较低, 二季度存在 Rerating 的可能。

关注

- **高铁基建双雄之一:** 中国中铁在我国铁路市场占据约 40%的市场份额, 与中国铁建并列称霸于中国铁路建设市场。目前, 在铁道部的组织下, 中国中铁和中国北车正在开拓巴西高铁市场。
- **2010 年铁路施工量增速仍可维持 30%:** 由于今年新开工项目较多, 土地购置费用较高, 因此, 从真正施工量的角度而言, 中国中铁明年的收入不会像投资额一样出现大幅回落;
- **毛利率将小幅提升:** 2009 年新开工项目较多, 由于部分新项目收入和成本不能可靠预计, 在实际处理中毛利率按零处理, 进入四季度, 由于结算的原因, 公司毛利率可能会有自然回升, 这会提升资本市场对它的信心; 另外随着新开工项目的建设进度的推进, 部分项目将达到毛利确认条件, 进一步提升公司的毛利率水平;
- **汇兑损益实现正收益:** 据我们测算, 受益于前三季度澳元等外币资产的升值带来约 10 亿元的汇兑收益, 而去年同期实现汇兑损失 19.39 亿; 展望 2010 年, 随着公司外币资产不断汇回国内, 汇兑损益将回到合理水平;
- **矿产资源值得期待:** 中国中铁在国内外收购了较多的矿产资源, 长期来看, 这将为建筑公司发展多元化业务提供一种有效的途径, 但短期上, 此矿产资源在 2-3 年内很难有大规模产出, 对公司业绩增厚有限;
- **土地储备 1,800 万平方米:** 截至 2009 年底, 中国中铁土地储备近 1,800 万平方米, 房地产业务有望进入快速发展阶段;

主要财务指标

截至12月31日	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
损益表 (人民币百万元)							
主营业务收入	115,798	159,518	184,154	234,619	325,137	415,660	473,266
主营业务利润	9,497	12,239	13,285	17,248	22,899	29,533	34,093
减：营业费用	634	732	852	933	1,170	1,455	1,609
管理费用	6,855	7,836	7,668	9,193	11,705	14,964	17,038
财务费用	604	766	1,299	5,133	1,522	3,271	3,963
营业利润	949	2,771	4,120	1,613	8,642	9,773	11,371
税前利润	832	2,958	4,424	1,933	8,875	10,030	11,653
减：所得税	254	636	849	499	2,041	2,307	2,564
减：少数股东损益	259	675	347	319	367	440	484
净利润	320	1,646	3,228	1,115	6,467	7,283	8,605
资产负债表 (人民币百万元)							
应收款项	41,665	53,162	63,647	79,153	114,349	155,035	180,099
存货	22,231	33,271	49,379	63,627	97,495	133,449	156,241
货币资金	17,190	31,244	58,943	49,376	42,374	31,647	28,345
流动资产合计	81,290	117,761	172,134	192,297	254,387	320,335	364,928
固定资产	13,253	14,432	16,935	19,985	21,958	24,582	26,829
应付款项	65,857	89,212	107,504	127,482	186,804	250,870	288,804
短期借款	13,367	23,037	24,235	32,512	34,512	35,512	36,512
流动负债合计	81,516	118,682	136,520	165,550	228,131	294,449	336,445
长期借款	3,568	5,100	10,239	16,829	22,829	25,829	28,829
负债合计	95,323	133,573	156,591	191,001	258,761	327,591	372,232
股东权益	4,143	6,598	55,960	56,166	60,893	66,239	72,583
总资产	103,741	143,428	216,514	252,096	324,949	399,566	451,036
现金流量表 (人民币百万元)							
经营活动现金流	3,786	8,020	56	780	1,875	1,458	6,876
投资活动现金流	(3,568)	(8,295)	(15,607)	(20,183)	(14,466)	(13,821)	(11,806)
筹资活动现金流	3,218	13,873	43,008	11,614	5,138	1,186	1,178
现金及现金等价物净增加额	3,435	13,598	27,034	(9,926)	(7,502)	(11,227)	(3,803)
期初现金及现金等价物余额	12,705	16,140	29,738	56,772	46,846	39,344	28,117
期末现金及现金等价物余额	16,140	29,738	56,772	46,846	39,344	28,117	24,315
财务指标							
毛利率	8.2%	7.7%	7.2%	7.4%	7.0%	7.1%	7.2%
经营利润率	0.8%	1.7%	2.2%	0.7%	2.7%	2.4%	2.4%
净利率	0.3%	1.0%	1.8%	0.5%	2.0%	1.8%	1.8%
股息收益率	0.1%	0.3%	0.7%	0.2%	1.3%	1.5%	1.8%
资产收益率	0.3%	1.1%	1.5%	0.4%	2.0%	1.8%	1.9%
净资产收益率	7.7%	25.0%	5.8%	2.0%	10.6%	11.0%	11.9%
资产负债率	91.9%	93.1%	72.3%	75.8%	79.6%	82.0%	82.5%
净现金/股东权益	45.1%	-8.2%	-40.1%	8.3%	33.9%	56.5%	65.7%
每股盈利	0.02	0.08	0.15	0.05	0.30	0.34	0.40
每股分红	0.00	0.02	0.04	0.01	0.08	0.09	0.10
每股净资产	0.19	0.31	2.63	2.64	2.86	3.11	3.41

资料来源：公司数据，中金公司研究部

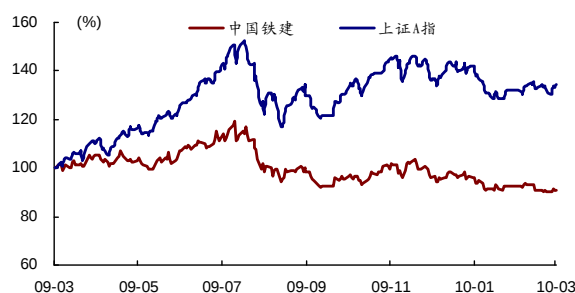
中国铁建 (601186.CH/1186.HK): 中性

高铁基建双雄之一

主要财务, 股票信息

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	177,487	226,141	315,259	404,863	458,640
(+/-%)	12%	27%	39%	28%	13%
营业利润	4,891	4,702	7,455	9,517	11,258
(+/-%)	129%	-4%	59%	28%	18%
净利润	3,143	3,644	5,624	7,213	8,576
(+/-%)	153%	16%	54%	28%	19%
摊薄每股盈利 (元)	0.25	0.30	0.46	0.58	0.70
净资产收益率 (%)	62.1%	7.6%	10.8%	12.6%	13.5%
现金分红收益率	0.8%	0.9%	1.3%	1.7%	2.0%
净利润率	1.8%	1.6%	1.8%	1.8%	1.9%
总资产回报率	2.0%	1.7%	2.0%	2.1%	2.2%
资产负债率	96.6%	78.1%	81.7%	83.2%	83.3%
A股市盈率	33.3	28.7	18.6	14.5	12.2
A股市净率	20.7	2.2	2.0	1.8	1.6
H股市盈率	35.4	27.9	18.5	14.9	12.5
H股市净率	22.0	2.1	2.0	1.9	1.7

H股	股票代码	A股
1186.HK	601186.CH	
港币9.59	当前股价	人民币8.48
港币12.00	目标价	-
11.33	日成交量 (百万股)	22.02
港币13.74/9.4	52周最高价/最低价	人民币11.25/8.35
104,533	市值 (百万元)	104,533
12,338	发行股数 (百万股)	12,338
2,076	其中: 流通股 (百万股)	2,450
	主要股东 (持股比例)	中国铁道建筑总公司 (63.3%)



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

投资建议

我们维持公司 2010、2011 年盈利预测不变, 分别为 72.1 亿元和 85.8 亿元, 对应每股收益 0.58 和 0.70 元, 分别同比增长 28%和 19%; 当前股价下, 中国铁建 2010、2011 年的 A 股市盈率分别为 14.5 倍和 12.2 倍, 估值相对较低, 二季度存在 Re-rating 的可能。

关注

- **高铁基建双雄之一:** 中国铁建在我国铁路市场占据约 40%的市场份额, 与中国中铁并列称霸于中国铁路建设市场。目前, 在铁道部的组织下, 中国铁建、中国南车, 中国通号和北京铁路局正在开拓沙特阿拉伯高铁市场。
- **2010 年铁路施工量增速仍可维持 30%:** 由于今年新开工项目较多, 土地购置费用较高, 因此, 从真正施工量的角度而言, 中国铁建明年的收入不会像投资额一样出现大幅回落;
- **毛利率反弹可期:** 2009 年新开工项目较多, 由于部分新项目收入和成本不能可靠预计, 在实际处理中毛利率按零处理, 进入四季度, 由于结算的原因, 公司毛利率可能会有自然回升, 这会提升资本市场对它的信心; 另外随着新开工项目的建设进度的推进, 部分项目将达到毛利确认条件, 进而提升公司的毛利率水平;
- **矿产资源刚刚进入:** 中铁建联合铜陵有色正在收购加拿大铜矿, 长期来看, 这将为建筑公司发展多元化业务提供一种有效的途径, 但短期上, 收购存在很大的不确定性, 并且即使收购成功, 此矿产资源在 2-3 年内很难有大规模产出, 对公司短期业绩增厚有限;
- **土地储备 1300 万平方米:** 截至 2009 年底, 中国铁建土地储备 1300 万平方米, 公司房地产业务有望实现稳步发展;

主要财务指标

截至12月31日	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
损益表 (人民币百万元)						
主营业务收入	158,488	177,487	226,141	315,259	404,863	458,640
主营业务利润	9,596	11,399	15,803	21,206	27,578	31,710
减：营业费用	893	696	849	1,135	1,417	1,559
管理费用	5,732	5,326	8,725	11,980	15,304	17,199
财务费用	535	860	1,062	676	1,350	1,694
营业利润	2,136	4,891	4,702	7,455	9,517	11,258
税前利润	2,093	4,977	4,569	7,302	9,349	11,106
减：所得税	596	1,828	863	1,607	2,057	2,443
减：少数股东损益	257	5	62	72	79	87
净利润	1,240	3,143	3,644	5,624	7,213	8,576
资产负债表 (人民币百万元)						
应收款项	72,009	89,737	105,411	163,178	215,083	248,172
存货	7,876	11,889	22,150	31,630	41,504	48,056
货币资金	21,769	27,488	57,470	48,790	38,601	34,542
流动资产合计	102,024	129,264	185,074	243,645	295,240	330,828
固定资产	13,602	14,662	19,689	24,642	28,475	28,538
应付款项	82,549	103,306	122,889	181,463	233,235	264,714
短期借款	11,658	17,572	13,280	11,280	12,280	13,280
流动负债合计	105,130	138,142	158,069	214,993	265,858	296,443
长期借款	4,632	5,109	5,515	11,515	14,515	17,515
负债合计	121,705	151,604	171,800	234,228	287,630	320,783
股东权益	1,961	5,058	47,774	51,942	57,302	63,730
总资产	124,550	156,878	220,102	286,769	345,610	385,278
现金流量表 (人民币百万元)						
经营活动现金流	6,337	9,421	7,300	2,150	2,302	6,490
投资活动现金流	(4,809)	(12,183)	(13,068)	(13,327)	(13,179)	(10,915)
筹资活动现金流	2,672	7,631	32,287	2,547	738	371
现金及现金等价物净增加额	4,149	4,815	26,267	(8,680)	(10,190)	(4,058)
期初现金及现金等价物余额	14,225	18,374	23,188	49,455	40,775	30,586
期末现金及现金等价物余额	18,374	23,188	49,455	40,775	30,586	26,528
财务指标						
毛利率	6.1%	6.4%	7.0%	6.7%	6.8%	6.9%
经营利润率	1.3%	2.8%	2.1%	2.4%	2.4%	2.5%
净利率	0.8%	1.8%	1.6%	1.8%	1.8%	1.9%
股息收益率	0.3%	0.8%	0.9%	1.3%	1.7%	2.0%
资产收益率	1.0%	2.0%	1.7%	2.0%	2.1%	2.2%
净资产收益率	63.2%	62.1%	7.6%	10.8%	12.6%	13.5%
资产负债率	97.7%	96.6%	78.1%	81.7%	83.2%	83.3%
净现金/股东权益	(233.2%)	(71.2%)	(75.1%)	(43.7%)	(13.9%)	0.9%
每股盈利	0.10	0.25	0.30	0.46	0.58	0.70
每股分红	0.03	0.06	0.07	0.11	0.15	0.17
每股净资产	0.2	0.4	3.9	4.2	4.6	5.2

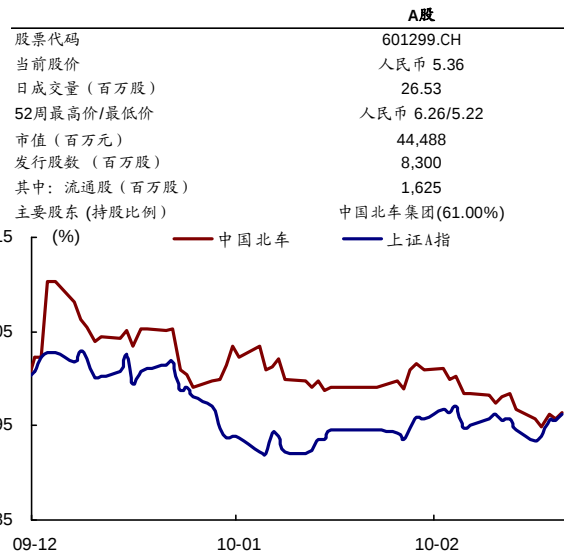
资料来源：公司数据，中金公司研究部

中国北车 (601299.CH): 推荐

长期增长可见、估值见底

主要财务, 股票信息

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	26,371	34,711	40,025	55,154	80,868
(+/-)	25.7%	31.6%	15.3%	37.8%	46.6%
毛利	4,187	5,071	5,335	7,587	11,305
(+/-)	33.3%	21.1%	5.2%	42.2%	49.0%
归属于母公司净利润	742	1,131	1,302	1,978	3,075
(+/-)	463.8%	52.3%	15.1%	51.9%	55.5%
每股盈利 (元)	0.089	0.136	0.157	0.238	0.371
市盈率	59.9	39.3	34.2	22.5	14.5
市净率	n.a.	6.5	2.1	2.0	1.8
净资产收益率	n.a.	16.6%	6.3%	8.9%	12.7%
ROCE	n.a.	8.7%	5.0%	7.3%	10.0%
现金分红收益率	n.a.	0.3%	0.9%	1.3%	2.1%
每股经营现金流(元)	n.a.	0.45	0.37	0.40	0.49



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

投资建议与估值

目前, 中国北车 2010 和 2011 年市盈率分别为 22.5 倍和 14.5 倍。我们预计公司 2009-2011 年收入分别增长 15.3%、37.8%、46.6%, 每股收益分别达 0.16、0.24 和 0.37 元, 增长 15.1%、51.9%和 55.5%。基于对行业长期前景的看好、北车估值的见底, 我们维持中国北车“推荐”投资评级。

关注

手持订单充足: 目前中国北车手持订单充足、动车组等长线产品生产交付安排到 2012 年, 长期增长前景乐观。

380 公里动车组即将下线: 预计, 中国北车 380 公里动车组将在今年 8 月份下线, 这将刷新中国动车组的速度极限, 中国高铁技术进一步得到提升。

2012 年之后的长期空间进一步明朗。 2012 年之后的需求空间市场很关心。最近, 铁道部运输局局长张曙光在工作会议中提到, 未来 5-10 年铁路装备需求都很旺盛, 企业的发展重点是在提升产品质量和水平。铁路新线的持续建设、车辆运行密度的提升、出口以及维修服务等都是支撑未来需求的增长点。

中国北车主要财务指标

损益表 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011
营业收入	26,371	34,711	40,025	55,154	80,868
营业成本	22,092	29,507	34,550	47,374	69,280
主营业务利润	4,280	5,203	5,476	7,780	11,588
销售费用	437	599	672	927	1,359
管理费用	2,458	2,775	3,105	4,204	5,657
财务费用	354	595	465	394	696
资产减值损失	88	61	61	61	61
投资收益	78	165	327	353	381
营业利润	928	1,205	1,359	2,354	3,912
营业外净收入	179	225	290	300	315
税前利润	1,107	1,430	1,649	2,654	4,227
所得税	198	155	182	425	761
净利润	909	1,275	1,467	2,229	3,466
归属于母公司股东的净利润	742	1,131	1,302	1,978	3,075
少数股东权益	166	144	166	252	391
现金流量表 (百万元)					
经营活动现金流净额	n.a.	3,728	3,030	3,292	4,056
投资活动现金流净额	n.a.	-2,099	-4,846	-3,334	-2,237
融资活动现金流净额	n.a.	-2,741	11,567	-1,779	620
货币资金增加额	n.a.	-1,110	9,751	-1,821	2,439
资产负债表 (百万元)					
货币资金	n.a.	2,527	12,052	10,231	12,670
应收帐款	n.a.	6,981	7,895	10,547	14,180
预付帐款	n.a.	4,188	4,837	6,632	9,699
存货	n.a.	9,346	9,466	12,330	18,032
流动资产合计	n.a.	24,384	35,780	41,743	57,386
固定资产	n.a.	8,109	12,196	14,555	15,665
在建工程	n.a.	1,346	1,346	1,346	1,346
无形资产	n.a.	6,006	5,962	5,909	5,847
非流动资产合计	n.a.	16,965	21,560	24,218	25,648
资产总计	n.a.	41,349	57,340	65,961	83,034
短期借款	n.a.	463	0	50	750
应付票据	n.a.	3,164	3,692	5,062	7,403
应付帐款	n.a.	9,901	10,412	14,017	19,930
预收帐款	n.a.	8,881	10,246	12,685	16,174
其他应付款	n.a.	1,429	1,429	1,429	1,429
流动负债合计	n.a.	28,380	31,287	38,833	52,336
长期借款	n.a.	2,975	1,983	1,422	2,448
非流动负债合计	n.a.	5,649	4,658	4,097	5,123
负债合计	n.a.	34,030	35,944	42,929	57,459
归属于母公司股东所有者权益合计	n.a.	6,819	20,730	22,115	24,267
少数股东权益	n.a.	500	665	917	1,308
所有者权益合计	n.a.	7,319	21,396	23,032	25,575
负债和权益	n.a.	41,349	57,340	65,961	83,034
财务指标					
毛利率	15.9%	15.0%	13.7%	14.1%	14.3%
经营利润率	3.5%	3.5%	3.4%	4.3%	4.8%
净利率	2.8%	3.3%	3.3%	3.6%	3.8%
资产收益率	n.a.	2.7%	2.3%	3.0%	3.7%
净资产收益率	n.a.	16.6%	6.3%	8.9%	12.7%
资产负债率	n.a.	82.3%	62.7%	65.1%	69.2%
每股盈利	0.09	0.14	0.16	0.24	0.37
每股净资产	-	0.09	0.82	2.66	2.92

资料来源：公司数据，中金公司研究部

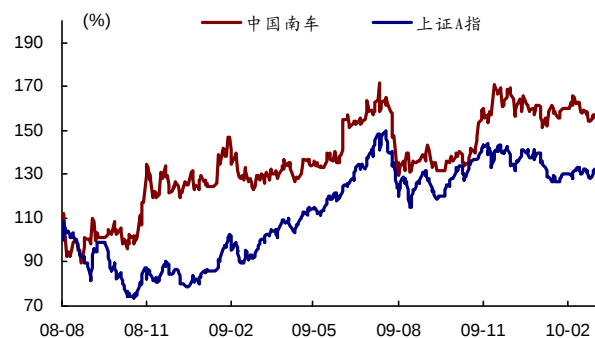
中国南车 (601766.CH/1766.HK): 审慎推荐

等待海外项目的拓展

主要财务, 股票信息

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	27,401	35,768	44,379	51,944	77,671
(+/-)	16.5%	30.5%	24.1%	17.0%	49.5%
毛利	4,018	5,926	7,345	8,887	12,566
(+/-)	20.4%	47.5%	23.9%	21.0%	41.4%
归属于母公司股东净利润	807	1,384	1,785	2,288	3,434
(+/-)	52.9%	71.5%	29.0%	28.2%	50.1%
每股盈利 (元)	0.068	0.117	0.151	0.193	0.290
EV/EBITDA	30.2	19.9	15.4	12.6	8.9
净资产收益率	18.6%	8.6%	10.3%	12.0%	15.8%
ROCE	7.3%	6.3%	7.6%	8.7%	10.4%
现金分红收益率	0.0%	0.6%	0.7%	0.9%	1.3%
每股经营现金流 (元)	0.12	0.11	0.25	0.24	0.47
股价/经营现金流	44.3	47.8	21.5	22.1	11.5
市盈率 (A股)	79.2	46.2	35.8	27.9	18.6
市净率 (A股)	14.7	4.0	3.7	3.3	2.9
市盈率 (H股)	108.6	44.0	26.4	21.2	14.2
市净率 (H股)	15.4	3.8	2.7	2.5	2.2

	A股
股票代码	601766.CH
当前股价	人民币 5.4
目标价	-
日成交量 (百万股)	18.99
52周最高价/最低价	人民币 5.99/4.27
市值 (百万元)	63,655
发行股数 (百万股)	11,840
其中: 流通股 (百万股)	4,424
主要股东 (持股比例)	中国南车集团(56.75%)



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

投资建议与估值

目前, 南车 A 股 2010 年市盈率为 27.9 倍, H 股为 21.2 倍。维持“审慎推荐”的投资评级。

关注

海外项目拓展空间大: 中国南车的海外项目拓展在持续进行, 有望实现我国高速列车的出口, 打开中国南车长期的发展空间。

新一代高速动车组下线: 预计, 中国南车的新一代高速动车组有望在青岛四方股份下线, 由此将拓展中国南车的产品系列, 增强产品竞争能力。

2012 年之后的长期空间进一步明朗。 2012 年之后的需求空间市场很关心。最近, 铁道部运输局局长张曙光在工作会议中提到, 未来 5-10 年铁路装备需求都很旺盛, 企业的发展重点是在提升产品质量和水平。铁路新线的持续建设、车辆运行密度的提升、出口以及维修服务等都是支撑未来需求的增长点。

中国南车主要财务指标

损益表 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011
营业收入	27,401	35,768	44,379	51,944	77,671
营业成本	-23,266	-29,677	-36,844	-42,836	-64,775
主营业务利润	4,018	5,926	7,345	8,887	12,566
销售费用	-641	-787	-1,065	-1,299	-1,942
管理费用	-2,356	-3,342	-3,794	-4,441	-5,748
财务费用	-240	-259	-265	-327	-554
资产减值损失	-42	-128	-25	-28	-34
投资收益	222	232	250	314	320
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	962	1,643	2,446	3,106	4,609
营业外收入	314	347	250	300	300
营业外支出	-82	-59	-56	-20	-30
税前利润	1,194	1,931	2,640	3,386	4,879
所得税	-125	-245	-422	-609	-878
净利润	1,069	1,686	2,218	2,777	4,001
归属于母公司股东的净利润	807	1,384	1,785	2,288	3,434
少数股东权益	262	301	433	489	567
现金流量表 (百万元)					
经营活动现金流净额	1,443	1,339	2,975	2,888	5,575
投资活动现金流净额	-2,349	-3,049	-4,564	-1,583	-2,220
融资活动现金流净额	2,503	5,818	1,289	602	5,588
货币资金增加额	1,597	4,107	-300	1,907	8,943
资产负债表 (百万元)					
货币资金	8,272	11,723	11,423	13,330	22,273
应收帐款	4,020	5,996	6,991	8,539	12,768
预付帐款	2,344	3,556	3,796	4,443	6,643
存货	5,840	8,389	11,247	13,520	20,216
流动资产合计	21,791	31,025	35,432	42,127	65,283
长期股权投资	633	594	844	1,158	1,478
固定资产	6,298	7,694	7,897	9,323	11,115
在建工程	769	2,548	5,873	4,836	3,952
无形资产	3,090	3,432	3,318	3,242	3,126
非流动资产合计	10,934	14,463	18,129	18,754	19,872
资产总计	32,726	45,489	53,561	60,881	85,156
短期借款	5,437	3,714	5,714	6,714	10,214
应付短期融资券	795	0	0	0	0
应付票据	1,612	3,127	2,524	2,934	4,437
应付帐款	6,230	8,415	9,842	11,149	16,859
预收帐款	5,149	6,252	8,154	9,480	14,335
其他应付款	1,520	1,421	2,408	2,799	4,233
流动负债合计	21,683	23,590	29,931	34,586	52,269
长期借款	2,086	665	665	1,165	4,665
其他非流动负债	2,252	2,459	2,409	2,359	2,309
非流动负债合计	4,627	3,222	3,182	3,642	7,092
负债合计	26,310	26,811	33,113	38,228	59,360
股本	7,000	11,840	11,840	11,840	11,840
储备和未分配利润	-2,654	4,216	5,555	7,271	9,846
归属于母公司股东所有者权益合计	4,346	16,056	17,395	19,111	21,686
少数股东权益	2,070	2,621	3,054	3,543	4,110
所有者权益合计	6,416	18,678	20,449	22,654	25,796
负债和权益	32,726	45,489	53,562	60,882	85,157
财务指标					
毛利率	14.7%	16.6%	16.6%	17.1%	16.2%
经营利润率	3.5%	4.6%	5.5%	6.0%	5.9%
净利率	2.9%	3.9%	4.0%	4.4%	4.4%
资产收益率	2.5%	3.0%	3.3%	3.8%	4.0%
净资产收益率	18.6%	8.6%	10.3%	12.0%	15.8%
资产负债率	80.4%	58.9%	61.8%	62.8%	69.7%
每股盈利	0.07	0.12	0.15	0.19	0.29
每股分红	-	0.03	0.04	0.05	0.07
每股净资产	0.62	1.36	1.47	1.61	1.83

资料来源：公司数据，中金公司研究部

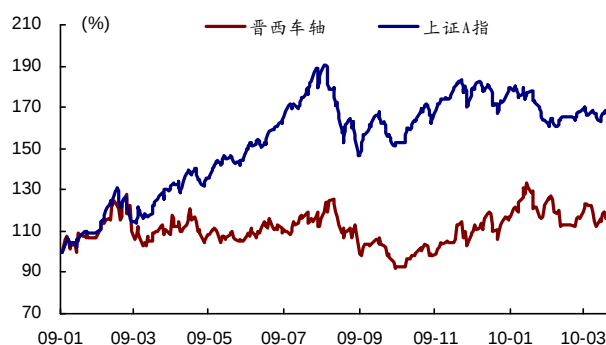
晋西车轴 (600495.CH): 无评级

高铁国产化的受益者

主要财务, 股票信息

百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	1,050	1,944	1,510	1,950	2,405
同比增长		85.1%	-22.4%	29.2%	23.3%
营业利润	78	105	32	108	168
同比增长		35.7%	-70.0%	242.7%	55.4%
EBITDA	125	160	89	143	189
同比增长		27.8%	-44.5%	61.3%	31.8%
归属母公司净利润	61	89	36	88	146
同比增长		46.5%	-59.0%	142.5%	65.9%
每股收益 (元)	0.59	0.86	0.22	0.53	0.87
PE(x)	34.5	23.6	93.7	38.7	23.3
ROA	7.3%	7.3%	2.1%	4.5%	6.5%
ROE	13.2%	15.7%	3.7%	6.4%	9.7%

A股	
股票代码	600495.CH
当前股价	人民币20.3
日成交量 (百万股)	9.27
52周最高价/最低价	人民币23.3/15.92
发行股数 (百万股)	168
市值 (百万元)	3,409
流通A股 (百万股)	151
主要股东 (持股比例)	晋西工业集团有限责任公司 (31.05%)



资料来源: Wind, 中金公司研究部; 注: 预测数据采用万德一致预测

公司介绍

晋西车轴主要从事铁路车轴生产, 在生产规模、技术和装备水平、生产成本等方面具有明显的领先优势, 国内市场份额超过 1/3, 行业龙头地位相对稳固。

受益于高铁国产化

高铁国产化是后高铁时代的新趋势: 我国高速列车在经历了引进吸收消化过程后, 逐步达到了满足国内整车需求。进入后高铁时代, 提高高铁列车配件的国产化率进而降低后续新造、维修服务成本将使新的一些企业受益。目前, 包括制动、牵引、控制等九大关键技术的国产主要由南北车和铁科院负责。除此之外, 车轮、车轴等配件的国产将使得晋西车轴、马钢等企业受益。

晋西车轴是高速列车车轴国产的积极推动者: 晋西车轴在客车用车轴市场拥有 50% 的市场份额、在货车用车轴市场拥有 30% 的市场份额, 在车轴市场具有领先地位。此前, 公司和清华大学合作研制了 200、300 公里/时的高速列车车轴。09 年初, 公司出口伦敦 200 公里/时的高速列车车轴。目前, 晋西车轴在高速列车车轴方面的技术方案已经完成, 09 年底, 铁道部运输局负责人提出要在 2010 年进行试装车。长期而言, 晋西车轴将是我国车轴国产的积极受益者。

晋西车轴还是出口的受益者: 在 2008 年, 出口占到公司总收入的 23%。2009 年, 海外客户需求下滑导致出口业务同比下降 60%。进入 2010 年, 印度等海外需求有所恢复, 公司是出口恢复的受益者。

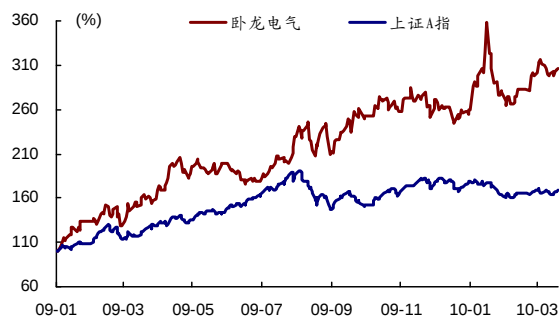
卧龙电气 (600580.CH)：无评级

受益于铁路网后续电气化改造

主要财务，股票信息

百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	1,457	2,137	2,232	2,998	3,715
同比增长		46.7%	4.5%	34.3%	23.9%
营业利润	118	145	228	323	417
同比增长		23.5%	57.3%	41.3%	29.2%
EBITDA	180	226	323	378	484
同比增长		25.3%	43.3%	16.9%	27.9%
归属母公司净利润	102	129	197	262	333
同比增长		26.3%	52.7%	32.7%	27.0%
每股收益 (元)	0.36	0.46	0.69	0.71	0.90
PE(x)	45.4	35.9	23.7	23.2	18.3
ROA	6.7%	7.4%	8.7%	11.0%	11.8%
ROE	11.4%	13.4%	17.4%	17.3%	18.6%

股票代码	A股 600580.CH
当前股价	人民币16.39
日成交量 (百万股)	5.55
52周最高价/最低价	人民币19.27/8.3
发行股数 (百万股)	371
市值 (百万元)	6,075
流通A股 (百万股)	371
主要股东 (持股比例)	卧龙控股集团有限公司 (29.67%)



资料来源：Wind，中金公司研究部；注：预测数据采用 Wind 一致预测

公司介绍

公司主营业务是电机，变压器和电池等产品，2009 年收入占比分别为 35%，21%和 19%，公司 2009 年收入 22 亿元，净利润 1.97 亿元。

受益于高铁建设后普通铁路网络的电气化改造

公司变压器业务与铁路建设相关：公司下属银川卧龙变压器公司主营铁路变压器，目前市场份额在 30%~40%左右，公司自 90 年代初就开始为国家电气化铁路提供各类牵引变压器。在已运行的武广和郑西高铁全部采用卧龙电气生产的铁路专用变压器。银川卧龙变压器厂 2009 年实现收入 3.81 亿元，同比增长 80%。

今后两年将是电气设备招投标的高峰：电气设备招标晚于铁路施工一到两年左右，目前只有武广，郑西，沪杭，沪宁等四条高速铁路项目进行了电气招标，而其他高铁项目电气招标都未开始。如果说 2009，2010，和 2011 年是高速铁路建设的高峰，那么铁路用电气设备的高峰将是 2010，2011 和 2012 年。今后将随着京沪，哈大，京石，石武等客运专线的陆续招投标，铁路用牵引变压器将迎来真正的高峰期。

客运专线加普通路网的需求测算：随着高铁的投入运营，我国主要铁路将实现客货分流，专用的货运通道对功率大、效率高的大功率电力机车的需求将增加，进而普通路网的电气化改造需求将有所增加。根据铁道部中长期规划，到 2012 年，我国铁路营业里程达到 11 万公里以上，电气化率达到 50%以上，2009 年至 2012 年将新增电气化铁路 2.5 万公里，扣除客运专线的 7000 公里，新增电气化铁路依然有 1.8 万公里，普通路网的电气化需求较大。根据目前的建设情况，每 50 公里，需要一台牵引变压器，价格在 500 万到 2000 万不等（不同容量价格不同），2009 年至 2012 年将新增电气化铁路 2.5 万公里，变压器需求将在 50 亿左右。

公司亦为城市轨道交通的受益者：卧龙电气下属北京华泰变压器厂（控股 51%，2009 年华泰营业收入 0.83 亿元），主要生产电力变压器和城市轨道交通用成套牵引整流设备，是国内唯一可以生产成套整流牵引设备的企业。2009 年北京地铁牵引设备招标中，华泰在共计 4 条线路中，独中三条（房山线、昌平线、大兴线）。未来公司将随着城市轨道交通的大规模建设中快速成长。

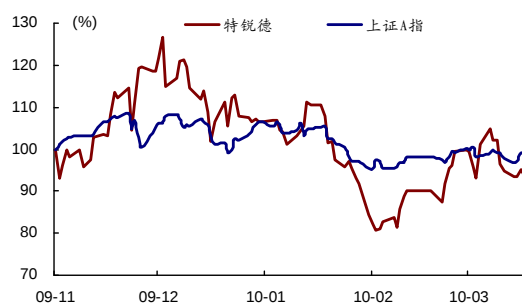
特锐德 (300001.CH): 无评级

受益于铁路网后续电气化改造

主要财务, 股票信息

百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	123	271	391	589	790
同比增长		119.5%	44.4%	50.6%	34.1%
营业利润	19	70	95	157	202
同比增长		263.4%	36.0%	64.7%	28.8%
EBITDA	20	71	97	170	240
同比增长		250.9%	37.0%	74.7%	41.3%
归属母公司净利润	18	61	83	132	172
同比增长		232.2%	36.2%	58.1%	30.3%
每股收益 (元)	0.77	2.56	0.62	0.99	1.28
PE(x)	48.4	14.6	59.8	37.8	29.0
ROA	25.7%	47.1%	13.4%	11.9%	13.9%
ROE	49.9%	81.8%	15.2%	23.4%	21.8%

股票代码	A股
当前股价	300001.CH
日成交量 (百万股)	人民币 37.3
52周最高价/最低价	1.44
发行股数 (百万股)	人民币 64.0/23.8
市值 (百万元)	134
流通A股 (百万股)	4,983
主要股东 (持股比例)	34
	青岛德锐投资有限公司 (49.78%)



资料来源: Wind, 中金公司研究部; 注: 预测数据采用 Wind 一致预测

公司介绍

公司主要产品为户外箱式变电站、户外箱式开关站和户内开关柜, 客户集中在铁路、电力、煤炭三个行业。2009 年公司销售收入 3.7 亿元, 铁路系统的 2.4 亿元, 占比 60% 以上。客运专线电力远动箱变 2008 年创造的销售收入达到 9904 万, 而 2009 年上半年贡献的销售收入已经超过 1 亿。

受益于高铁建设后普通铁路网络的电气化改造

高铁相关产品技术先进: 2006 年, 公司成功研发中国第一台客运专线电力远动箱变, 并于 2007 年应用于中国第一条 350km/h 高速客运专线铁路 (北京—天津), 随后公司的客运专线电力远动箱变设备相继中标合宁、石太、胶济、合武、武广、温福、福厦、郑西等 8 条客运专线。2008 年全国铁路客运专线电力远动箱变共招标 3.70 亿元, 公司中标 2.57 亿元, 占全部招标总额的比例为 69.46%, 处于绝对的垄断地位。

变电站设备高峰晚于施工高峰: 根据目前设备招投标情况来看, 变电站设备高峰期将晚于高铁施工的高峰期。目前投资较大的线路如: 京沪, 哈大, 京石, 石武等高速铁路的招标都未开始, 变电站设备高峰期将在 2010, 2011 和 2012 年间, 目前投资变电站设备类公司尚不算晚。到 2012 年我国计划建设客运专线 1.3 万公里以上, 2009 年底已建成 6,000 公里, 按照每 2 公里需要 1 台变电箱, 每台变电箱 40 万元计算, 这三年的市场空间还有 14 亿元。

普通路网电气化的需求依然较大: 随着高铁的投入运营, 我国主要铁路将实现客货分流, 专用的货运通道对功率大、效率高的大功率电力机车的需求将增加, 进而普通路网的电气化改造需求将有所增加。根据铁道部中长期规划, 到 2012 年, 我国铁路营业里程达到 11 万公里以上, 电气化率达到 50% 以上, 2009 年至 2012 年将新增电气化铁路 2.5 万公里, 扣除客运专线的 7000 公里, 新增电气化铁路依然有 1.8 万公里, 普通路网的电气化需求较大。

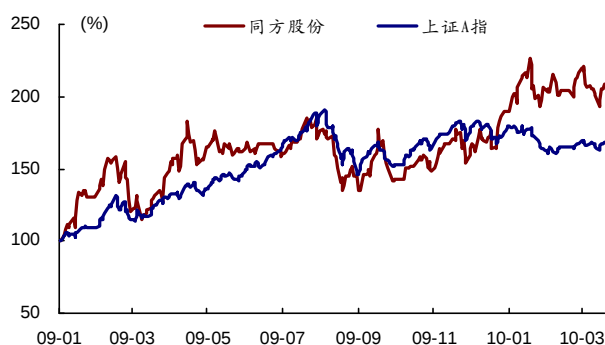
同方股份 (600100.CH)：无评级

受益于火车实名制

主要财务，股票信息

百万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	14,626	13,928	14,359	16,460	18,652
同比增长		-4.8%	3.1%	14.6%	13.3%
营业利润	656	419	584	807	1,063
同比增长		-36.1%	39.2%	38.2%	31.8%
EBITDA	1,104	939	865	1,106	1,371
同比增长		-14.9%	-7.9%	27.9%	24.0%
归属母公司净利润	441	251	384	531	699
同比增长		-43.0%	52.6%	38.6%	31.6%
每股收益 (元)	0.70	0.26	0.39	0.54	0.72
PE(x)	29.4	80.1	52.5	37.9	28.8
ROA	2.9%	1.4%	3.4%	4.4%	5.5%
ROE	9.9%	4.0%	5.8%	7.4%	9.1%

	A股
股票代码	600100.CH
当前股价	人民币20.61
日成交量 (百万股)	18.25
52周最高价/最低价	人民币22.44/12.48
发行股数 (百万股)	977
市值 (百万元)	20,135
流通A股 (百万股)	977
主要股东 (持股比例)	清华控股有限公司 (29.42%)



资料来源：Wind，中金公司研究部；注：预测数据采用 Wind 一致预测

公司介绍

公司主营业务主要集中在信息产业和能源环境两大产业，其中信息产业收入占比约 80%，能源环境收入占比 20%。具体而言，信息产业主要从事计算机生产、数字信息化、安防系统（同方威视）等。公司 2008 年实现收入 139 亿元，归属母公司净利润 2.5 亿元。

高铁业务

铁路客服系统是公司高铁亮点：虽然同方股份的主业是信息产业，但其下属子公司易程科技股份有限公司主要从事铁路客运服务系统的开发业务，公司完成“上海铁路局优惠卡项目”、“沪宁杭自动售检票项目”、“客专京津线客运服务系统集成项目（奥运项目）”、“青岛站客服系统项目（奥运项目）”、“时速 300 公里速度级动车组影视系统”等项目，正在实施“上海虹桥综合交通枢纽信息集成项目”、“客运专线票务系统”、“客运专线市场营销系统”等项目工程。2009 年以来，易程科技携手中铁电气化局先后中标武广、郑西、沪宁、沪杭、京沪高铁虹桥站和昆山南站的客运服务系统，据不完全统计中标金额已达 10 亿元以上，我们预计易程科技将利用其技术优势在今后的客运专线服务系统招标中继续保持其领先的市场份额。

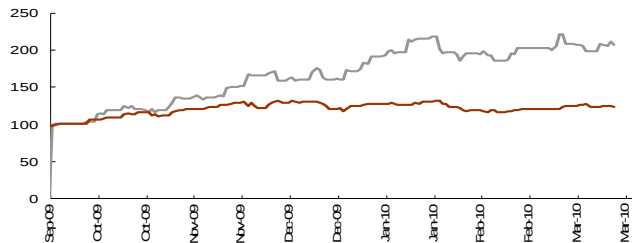
火车票售票实名制改革为公司提供新的增长点：客运服务系统包括票务系统、旅客服务信息系统等。我们预计公司很可能会利用其在客运专线票务系统方面的优势，在火车票实名制改革中分一杯羹。

高铁和城市轨道交通的快速发展也将带动同方股份安检系统业务的发展：同方下属子公司同方威视是全球最大的安检系统服务提供商之一。威视公司生产的安检设备覆盖了全国各大机场、火车站、地铁站以及其他公共安全领域。

辉煌科技 (600754.CH): 审慎推荐

专注铁路信号、集多重成长逻辑于一身

主要财务, 股票信息

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	A股	
主营业务收入	124.0	133.6	166.4	314.5	533.4	股票代码	002296.CH
(+/-%)	29.5%	7.7%	24.5%	89.1%	69.6%	当前股价	人民币70.18
主营业务利润	57.3	66.3	83.2	141.2	265.0	日成交量(百万股)	3.88
(+/-%)	30.3%	15.7%	25.4%	69.8%	87.7%	52周最高价/最低价	人民币76.7/31.5
营业利润	27.4	30.6	46.0	86.1	138.5	总市值(百万元)	4,237
(+/-%)	26.0%	11.6%	50.5%	87.1%	60.8%	发行股数(百万股)	6,150
净利润	33.2	43.7	54.4	102.1	166.6	流通股数(百万股)	1,550
(+/-%)	41.8%	31.5%	24.5%	87.8%	63.1%	主要股东(持股比例)	李海鹰(18.21%)
每股收益(元)	0.540	0.710	0.884	1.661	2.708		
市盈率(倍)	129.6	98.5	79.2	42.1	25.8		
市净率(倍)	34.4	27.0	7.4	6.3	5.0		
净资产收益率	26.6%	27.4%	9.3%	14.9%	19.5%		

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

投资建议

公司专注铁路信号设备领域, 未来五年发展中将显著受益中国铁路产业发展带来的机遇。我们预计公司未来5年将保持可持续的增长速度, 预估2010、2011年EPS分别为1.66、2.71元, 对应市盈率分别为42X、26X, 基于公司确定的成长空间, 给予“审慎推荐”评级。由于每年1季度铁路行业“忙春运”导致订单确认较少, 我们预计1季度是公司业绩的淡季, 而下半年各项招标的展开和订单的确认, 将成为公司股价催化剂。

理由及关注

公司成长逻辑体现在三方面, 即铁路大投资带来的行业性成长、新项目推广带来的成长以及市场集中度提高带来的成长。

公司业务聚焦于铁路产业链, 铁路信息化设备投资滞后于铁路投资2-3年的周期, 公司目前主打产品微型监测系统以2006版本为主, 预计2009年铁路大投资的滞后效应将在2011-2013年体现为公司由行业成长带来的成长。此外, 高铁和城市轨道交通的建设也扩充相应的市场容量。

目前公司业务以铁路“黑匣子”微型监测系统为基础。伴随铁路对安全的日益重视和信息化比重日益提高, 在信号系统中衍生出调车系统、安全监控系统、防灾系统等新的信号系统, 公司有望把握这一发展机遇, 创造新的“微型监测”系统。

铁路大投资和各项新型信号系统启动时间短, 因此目前产业集中度较低, 但基于对安全性的高度重视和铁路领域较强的规模效应, 我们判断铁路信号设备系统市场集中度将不断提高。我们预计公司将利用在铁路产业链核心厂商的地位和资本市场平台, 提升市场占有率。

历史和预测的财务指标

(百万人民币)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	(百万人民币)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
损益表						资产负债表					
主营业务收入	124.0	133.6	166.4	314.5	533.4	流动资产	164.7	204.0	630.7	747.6	988.4
微机监测	89.7	61.5	128.4	146.7	180.4	货币资金	55.2	61.0	459.0	541.6	648.5
2000版	79.6	28.4	27.6	13.8	6.9	应收帐款净额	52.9	69.7	97.8	109.0	183.2
2006版	10.1	33.1	100.8	132.8	173.5	存货	45.3	55.5	60.8	74.5	116.7
无线调车信号和监控	2.2	8.1	14.6	31.5	59.4	流动负债	81.0	89.0	106.4	145.9	250.2
综合视频监控	0.0	32.1	0.2	38.5	80.2	短期借款	20.5	30.5	30.0	30.0	30.0
其他	32.0	32.0	23.2	27.9	33.5	应付票据和应付账款	35.5	38.6	52.1	83.2	155.9
占比						负债总额	92.7	101.2	125.8	165.2	269.6
微机监测	72.4%	46.0%	77.2%	46.6%	33.8%	总资产	217.8	260.7	709.6	851.3	1,122.2
2000版	88.7%	46.1%	21.5%	9.4%	3.8%	净资产	125.1	159.5	583.9	686.0	852.6
2006版	11.3%	53.9%	78.5%	90.6%	96.2%						
无线调车信号和监控	1.8%	6.0%	8.8%	10.0%	11.1%	现金流量表					
综合视频监控	0.0%	24.0%	0.1%	12.2%	15.0%	经营活动现金流	18.4	20.4	36.1	109.6	139.2
其他	25.8%	23.9%	14.0%	8.9%	6.3%	投资活动现金流	(12.9)	(15.3)	(22.3)	(27.0)	(32.3)
主营业务成本	(66.7)	(67.3)	(83.2)	(173.3)	(268.4)	融资活动现金流	0.3	0.7	381.0	-	-
毛利	57.3	66.3	83.2	141.2	265.0	财务比率					
毛利率	46.2%	49.6%	50.0%	48.4%	46.3%	应收帐款周转天数	129.9	167.5	183.7	120.0	100.0
微机监测	47.6%	47.1%	47.1%	47.1%	47.1%	存货周转天数	228.5	273.4	255.1	150.0	120.0
无线调车信号和监控	50.1%	43.7%	38.7%	38.7%	38.7%	应付账款周转天数	173.1	201.0	199.0	150.0	150.0
综合视频监控	0.0%	53.7%	22.2%	50.0%	50.0%	流动比率	2.0	2.3	5.9	5.1	3.9
其他	42.0%	51.8%	72.9%	72.9%	72.9%	速动比率	1.3	1.5	5.2	4.5	3.3
主营业务税金及附加	(1.2)	(1.3)	(1.3)	(2.5)	(4.3)	资产负债率	0.4	0.4	0.2	0.2	0.2
费用	(28.6)	(34.4)	(35.8)	(61.3)	(99.8)	资产周转率	0.6	0.5	0.2	0.4	0.5
费用率	23.1%	25.8%	21.5%	19.5%	18.7%	净资产回报率	26.6%	27.4%	9.3%	14.9%	19.5%
营业费用	(6.4)	(8.7)	(10.2)	(18.2)	(29.3)						
营业费用率	5.2%	6.5%	6.1%	5.8%	5.5%						
管理费用	(19.3)	(22.5)	(22.9)	(42.2)	(69.0)						
管理费用率	15.6%	16.9%	13.8%	13.4%	12.9%						
财务费用	(1.2)	(1.3)	(1.7)	1.2	1.9						
资产减值损失	(1.7)	(1.9)	(1.0)	(2.0)	(3.4)						
营业利润	27.4	30.6	46.0	86.1	138.5						
营业利润率	22.1%	22.9%	27.7%	27.4%	26.0%						
营业外收入	7.7	11.2	15.8	29.9	50.8						
营业外支出	(0.0)	(0.0)	(0.0)	-	-						
税前利润	35.1	41.7	61.9	116.1	189.3						
占主营业务收入%	28.3%	31.2%	37.2%	36.9%	35.5%						
所得税	(1.9)	2.0	(7.5)	(13.9)	(22.7)						
有效税率	5.4%	-4.7%	12.1%	12.0%	12.0%						
净利润	33.2	43.7	54.4	102.1	166.6						
净利率	26.8%	32.7%	32.7%	32.5%	31.2%						
每股收益(元)	0.540	0.710	0.884	1.661	2.708						

资料来源：上市公司、中金公司研究部

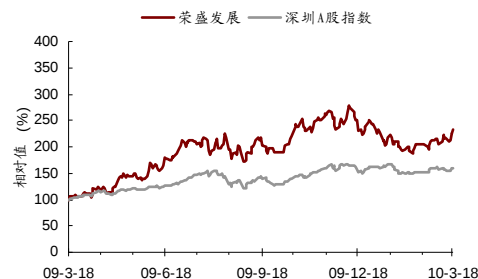
荣盛发展 (002146.CH): 审慎推荐

布局高铁节点，二三线城市高成长

主要财务，股票信息

(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
主营业务收入	1,744	2,029	3,289	5,052	7,286
(+/-)	28%	16%	62%	54%	44%
营业利润	434	498	796	1,275	1,666
(+/-)	65%	15%	60%	60%	31%
净利润	284	371	609	970	1,262
(+/-)	64%	30%	64%	59%	30%
每股盈利(元)	0.32	0.41	0.68	1.08	1.41
(+/-)	64%	30%	64%	59%	30%
市盈率	62.1	47.6	29.0	18.2	14.0
市净率	10.0	8.4	4.6	3.7	3.0
EV/EBITDA	41.8	37.5	23.2	14.2	11.1
净资产收益率	16.2%	17.8%	16.1%	20.8%	21.6%
现金分红收益率	1.0%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%

	A股
当前股价	人民币19.7
股票代码	002146.CH
日成交量(百万股)	8.11
52周最高价/最低价	人民币24.63/8.4
发行股数(百万股)	896
其中:流通股(百万股)	156
总市值(百万元)	17,651
主要股东(持股比例)	荣盛控股股份有限公司 (42.95%)



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

投资建议及估值

我们维持“审慎推荐”的投资评级，建议投资者中长期关注：目前公司股价分别对应2010/11年市盈率18.2倍和14.0倍，较2010年NAV溢价23%，我们认为目前的估值已较为充分反映其快速规模扩张及业绩高增长的市场预期，但考虑到公司重点布局在二、三线城市，且高速铁路建设运营将提升该部分城市经济增长潜力以及房地产需求，公司将在中长期受益，我们维持“审慎推荐”投资评级，建议投资者中长期关注。

关注

2009年销售超预期，2010年业绩高确定：2009年实现销售面积143.1万平方米，合同金额60.6亿元，同比分别增长163.4%和188.2%，高于我们的预期。全年销售均价为4,237元/平米。年末已售未结面积89.4万平方米，对应销售金额38.3亿元，已售未结均价为4,287元/平米。2009年底的已售未结收入占到2010年预测房地产结算收入75.8%，业绩确定性较强。

现有土地储备超1,200万平方米，充分布局高铁沿线：2009年公司通过招拍挂及兼并收购等方式获得项目13个，新进入了沈阳、湛江等地，新增项目占地面积454.6万平方米，规划建面约821.8万平方米，新增项目平均楼面成本约689元/平米。截至报告期末，公司土地储备超过1,200万平方米，已经进驻城市的14个城市中廊坊、沧州、徐州、蚌埠、南京和常州为京沪高铁车站，石家庄和邯郸为京广客运专线车站，沈阳为京哈高铁站，高铁沿线城市土地储备建筑面积占比47%。

财务

公司2009年销售进度以及新开工速度高于预期，我们预计公司2010年依然将维持良好的销售表现，因此我们上调对公司2010/11年的盈利预测至每股1.08及1.41元。我们暂维持公司NAV预测不变。

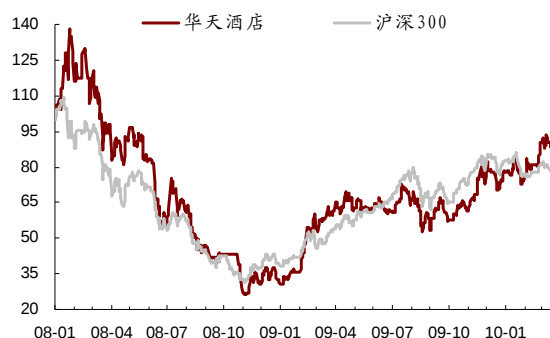
华天酒店 (000428.CH)：推荐

武广高铁和杭长昆高铁的直接受益者

主要财务，股票信息

(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
主营业务收入	612	990	1,271	1,678	1,878
(+/-)	17%	62%	28%	32%	12%
主营业务利润	347	471	585	799	924
(+/-)	21%	35%	24%	37%	16%
净利润	159	135	143	198	256
每股盈利 (元)	0.29	0.24	0.26	0.36	0.46
(+/-)	86%	-15%	6%	38%	29%
市盈率	35.9	42.1	39.9	28.8	22.3
市净率	8.0	4.5	4.4	3.9	3.4
EV/EBITDA	32.9	26.1	20.0	13.1	11.6
净资产收益率	22.3%	10.7%	11.0%	13.5%	15.4%
ROCE	14.9%	8.0%	6.3%	7.2%	8.1%
现金分红收益率	0.0%	0.6%	0.2%	0.5%	1.0%
每股经营现金流(元)	0.98	0.46	1.05	1.35	1.17
股价/经营现金	10.5	22.3	9.8	7.6	8.8

	A股
当前股价	人民币10.3
股票代码	000428 CH Equity
日成交量 (百万股)	8.7
52周最高价/最低价	人民币10.63/5.82
发行股数 (百万股)	553
其中：流通股 (百万股)	302
主要股东 (持股比例)	华天实业(45.43%)



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

投资建议

华天酒店自身的酒店+地产模式扩张模式仍将持续，后续储备项目充足，将直接受益于武广高铁的开通带来的游客人数增加。目前股价对应 2010 和 2011 年市盈率分别为 28.8x 和 22.3x，我们重申“推荐”评级。

理由及关注

华天酒店目前是拥有高星级酒店最多的酒店业上市公司，旗下拥有 7 家自营高星级酒店和 21 家自营经济型酒店，且仍在不断扩张。公司酒店大多位于湖南境内。长沙处于一横（杭-长-昆）一纵（京广）两条高铁的交汇点，武广高铁的开通将带动湖南省旅游业的发展，未来长株潭城市群建设以及轻轨（2012 年）以及杭州-长沙-昆明高铁（2014 年）的开通都将利好华天酒店。

酒店盈利好转带来充足的现金流。近年来新收购的几家高星级酒店陆续进入成熟期，带来稳定的经营现金流，给公司的“酒店+地产”模式提供支持。预计未来公司仍将加大省内内地市酒店项目收购，重点布局经济实力相对较强的地市。

中部华天城项目一期五星级酒店和别墅项目正在进行，预计今年下半年将会有明显进展，我们预计届时市场对该项目的预期将大幅提高。

华天集团作湖南省内旅游资源整合平台，未来外延式扩张或将加速。湖南省以华天为平台整合省内旅游资源的目标明确，公司董事长出任集团董事长以及上市公司专设旅游事业部均表明整合进程或将加速，从而打开华天酒店的外延式扩张空间。

历史和预测的财务指标

损益表 (百万元)	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
主营业务收入净额	461	525	612	990	1,271	1,678	1,878
主营业务利润	232	288	347	471	585	799	924
其他业务利润	1	-	-	-	-	-	-
营业费用	-5	-3	-11	-18	-24	-27	-30
管理费用	-158	-157	-214	-308	-371	-453	-498
财务费用	-26	-29	-37	-69	-94	-97	-110
营业利润	33	118	84	66	86	225	295
税前利润	33	121	195	154	179	227	299
所得税	-20	-33	-23	-16	-25	-34	-48
少数股东权益	-3	-7	-13	-2	-12	4	4
净利润	10	85	159	135	143	198	256
现金流量表 (百万元)							
经营活动现金流净额	100	185	337	256	580	745	645
投资活动现金流净额	-51	-285	-620	-703	-923	-787	-799
融资活动现金流净额	-76	84	377	434	343	-20	239
货币资金增加额	-26	-16	94	-13	-1	-62	85
资产负债表 (百万元)							
货币资金	149	133	227	226	225	163	249
应收款项	141	181	164	162	190	191	209
存货	20	40	457	246	219	215	233
流动资产	342	640	1,000	968	995	892	1,040
长期投资	81	67	62	61	60	121	181
固定资产	611	601	1,030	1,886	2,414	2,879	3,333
无形资产和其他资产	129	181	200	412	443	440	440
短期借款	278	480	502	730	610	710	910
预收帐款	11	46	51	83	162	214	239
一年内到期的长期负债	20	-	65	68	200	-	-
流动负债	520	776	878	1,361	1,344	1,394	1,655
长期负债	144	124	643	567	1,109	1,309	1,509
少数股东权益	26	34	60	140	165	165	165
股东权益	473	555	711	1,259	1,294	1,464	1,665
总资产	1,163	1,490	2,292	3,327	3,912	4,332	4,993
财务指标							
主营业务利润率	50.4%	54.9%	56.8%	47.5%	46.0%	47.6%	49.2%
息税前利润率	15.1%	24.3%	20.1%	14.6%	15.0%	19.0%	21.1%
净利润率	2.2%	16.2%	25.9%	13.7%	11.2%	11.8%	13.6%
净资产收益率	2.2%	15.3%	22.3%	10.7%	11.0%	13.5%	15.4%
总资产负债率	57.1%	60.4%	66.4%	58.0%	62.7%	62.4%	63.4%
净资产负债率	140.4%	162.1%	214.1%	153.2%	189.5%	184.6%	190.1%
流动比率	0.7	0.8	1.1	0.7	0.7	0.6	0.6
速动比率	0.6	0.8	0.6	0.5	0.6	0.5	0.5
应收帐款周转期	111.8	126.0	98.1	59.6	54.6	41.5	40.7
存货周转期	36.0	70.3	712.9	193.4	130.6	100.0	100.0
分红比例	0.0%	0.0%	0.0%	27.2%	7.7%	10.0%	10.0%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

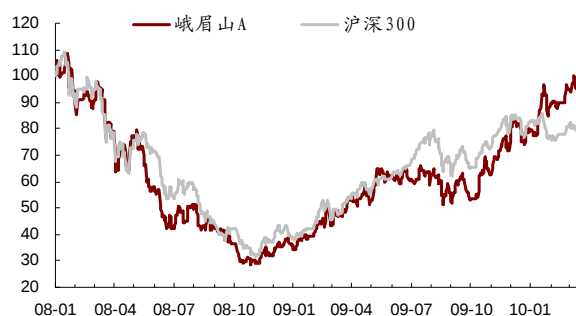
峨眉山 A (000888.CH)：审慎推荐

受益入川高铁的开通

主要财务，股票信息

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	466	394	546	655	746
(+/-)	25%	-15%	38%	20%	14%
主营业务利润	164	127	220	296	353
(+/-)	5%	-23%	74%	35%	19%
净利润	46	22	72	119	150
每股盈利 (元)	0.20	0.09	0.31	0.51	0.64
(+/-)	12%	-52%	223%	65%	26%
市盈率	78.6	163.3	50.6	30.7	24.3
市净率	5.9	5.9	5.6	5.1	4.6
EV/EBITDA	24.6	27.4	20.3	15.4	12.5
净资产收益率	7.5%	3.6%	11.1%	16.7%	19.1%
ROCE	5.6%	2.8%	9.4%	13.7%	16.0%
现金分红收益率	0.6%	0.3%	1.0%	1.6%	2.1%
每股经营现金流(元)	0.6	0.6	0.8	0.9	1.1
股价/经营现金	26.7	27.4	20.3	16.6	14.4

	A股
当前股价	人民币15.5
股票代码	000888 CH Equity
日成交量 (百万股)	2.0
52周最高价/最低价	人民币16.17/7.7
发行股数 (百万股)	235
其中：流通股 (百万股)	147
主要股东 (持股比例)	峨眉山旅游总公司(39.62%)



资料来源：公司资料，中金公司研究部

投资建议

峨眉山周边交通状况不断改善，绵阳-成都-乐山铁路客运专线的开通（2012 年）将缩短外围游客的进山时间。持续回升的游客数和索道提价将带来公司 2010 年业绩高速增长 65%。目前股价对应 2010 和 2011 年市盈率分别为 30.7x 和 24.3x，我们维持“审慎推荐”评级。

理由及关注

未来几年将有成西高铁（2013 年）、成贵高铁（2014 年）等多条客运专线通往成都，届时将大大缩短省外游客入川时间，而绵阳-成都-乐山高铁（2012 年）的开通将成都客流直接引入乐山-峨眉山景区，预计未来几年景区游客人数将逐步增加。

游客人数恢复超预期和酒店盈利改善。受地震重创之后，峨眉山加大了营销力度，通过开发丰富的特色旅游产品吸引游客，游客数已经回升至震前 2007 年水平。经过装修改造后的酒店档次提高，会议和商务接待业务增多，盈利水平提升。红珠山宾馆已成为乐山地区最高档的酒店之一，目前酒店出租率超过 70%。

索道提价效应显现增加业绩高增长可能性。金顶和万年索道提价方案（旺季往返票价分别上浮 71.4%和 83.3%）已经于 8 月 1 日对散客实施，目前来看对游客乘索率并未有明显影响。2010 年将充分受益索道提价，预计 2010 年索道实际票价同比增长 30%以上，索道收入增长 51%，毛利占比达到 46%，成为公司最大的盈利增长点。

市场对公司资产重组的预期一直存在，鉴于资产重组存有一定不确定性，业绩释放的持续性有待观察。

历史和预测的财务指标

损益表 (百万元)	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入净额	286	374	466	394	546	655	746
主营业务利润	113	157	164	127	220	296	353
其他业务利润	2	-	-	-	-	-	-
营业费用	-0	-1	-25	-16	-38	-39	-37
管理费用	-62	-90	-60	-51	-71	-85	-93
财务费用	-5	-13	-25	-30	-22	-22	-22
营业利润	47	53	57	27	89	149	200
税前利润	48	51	56	26	89	149	200
所得税	-10	-10	-10	-4	-16	-30	-50
少数股东权益	0	0	0	1	-0	-0	-0
净利润	38	41	46	22	72	119	150
现金流量表 (百万元)							
经营活动现金流净额	81	123	136	133	180	220	254
投资活动现金流净额	-100	-197	-146	-72	-116	-106	-95
融资活动现金流净额	24	94	52	-77	-59	-82	-97
货币资金增加额	4	21	42	-15	5	32	61
资产负债表 (百万元)							
货币资金	99	96	118	89	94	125	187
应收款项	17	17	14	15	20	24	27
存货	8	8	11	19	23	25	27
流动资产	125	124	147	125	139	177	243
长期投资	5	4	3	2	5	7	10
固定资产	576	782	851	844	884	910	921
无形资产和其他资产	104	97	101	101	91	86	83
短期借款	100	135	80	155	205	205	205
预收帐款	2	4	7	11	15	18	21
一年内到期的长期负债	25	-	80	150	-	-	-
流动负债	171	240	229	371	281	284	285
长期负债	57	167	252	82	182	182	182
少数股东权益	4	5	4	5	5	5	5
股东权益	575	594	617	616	652	711	786
总资产	810	1,007	1,104	1,074	1,120	1,182	1,258
财务指标							
主营业务利润率	39.4%	42.0%	35.3%	32.1%	40.3%	45.2%	47.3%
息税前利润率	18.3%	17.5%	17.0%	15.1%	20.3%	26.2%	29.8%
净利润率	13.4%	11.0%	9.9%	5.7%	13.2%	18.1%	20.1%
净资产收益率	6.6%	6.9%	7.5%	3.6%	11.1%	16.7%	19.1%
总资产负债率	28.5%	40.6%	43.7%	42.2%	41.4%	39.4%	37.1%
净资产负债率	40.1%	68.8%	78.2%	73.6%	71.1%	65.5%	59.4%
流动比率	0.7	0.5	0.6	0.3	0.5	0.6	0.9
速动比率	0.7	0.5	0.6	0.3	0.4	0.5	0.8
应收帐款周转期	22.1	16.9	11.3	14.3	14.3	14.3	14.3
存货周转期	17.7	15.2	14.9	27.6	27.6	27.6	27.6
分红比例	61.5%	57.0%	50.7%	45.3%	50.0%	50.0%	50.0%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

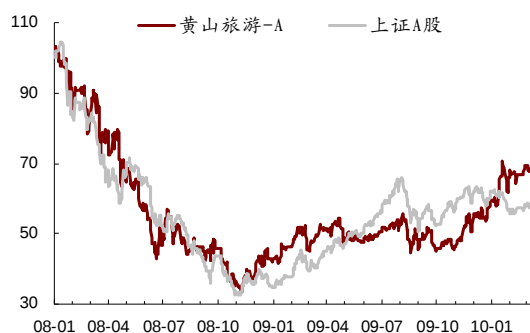
黄山旅游 (600054.CH)：审慎推荐

高铁开通将加快公司改善客源结构

主要财务，股票信息

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	1,041	1,118	1,162	1,359	1,478
(+/-)	27%	7%	4%	17%	9%
主营业务利润	423	447	433	560	658
(+/-)	39%	6%	-3%	29%	17%
净利润	151	189	197	266	327
每股盈利 (元)	0.32	0.40	0.42	0.56	0.69
(+/-)	9%	25%	4%	35%	23%
市盈率	63.6	51.0	48.8	36.2	29.4
市净率	9.4	8.4	7.7	6.9	6.1
EV/EBITDA	28.1	26.5	25.3	19.8	16.5
净资产收益率	14.9%	16.5%	15.8%	19.1%	20.8%
ROCE	15.1%	16.2%	15.4%	18.9%	20.9%
现金分红收益率	0.7%	0.5%	0.9%	1.2%	1.5%
每股经营现金流(元)	0.6	0.4	0.5	0.8	0.9
股价/经营现金	34.7	46.3	44.4	25.7	21.8

	A股
当前股价	人民币20.39
股票代码	600054 CH Equity
日成交量 (百万股)	3.1
52周最高价/最低价	人民币22.5/13.8
发行股数 (百万股)	471
其中：流通股 (百万股)	118
主要股东 (持股比例)	黄山旅游集团有限公司 (41.95%)



资料来源：公司资料，中金公司研究部

投资建议

周边高铁开通有助于黄山加快改善客源结构，吸引中西部地区游客。世博会的召开亦有望带动黄山旅游热，2010 年盈利有望超出预期。目前股价对应 2010 和 2011 年市盈率分别为 36.2x 和 29.4x，我们维持“审慎推荐”评级。

理由及关注

杭州-黄山客运专线（2013 年）以及杭州-长沙-昆明高铁（2014 年）的开通，将大大改善黄山目前的客源结构，抵消未来出境游对传统客源地长三角等较富裕地区游客的明显分流，缓解今年以来的游客数下降压力。

受益 2010 年上海世博会的召开。世博会推出黄山旅游线路，由于世博会召开时间长（2010 年 5 月 1 日-2010 年 10 月 31 日），参加人数多（官方预计将达到 7000 万人次），保守估计 2010 年黄山游客数将稳步上升 10%，达到 256 万人次。

新增土地储备增加公司地产业务持续性。公司目前拥有屯溪黄口 187 亩土地用于高端酒店和地产项目建设，目前地产项目一期楼盘已经开始预售，明年开始陆续结算。新增 134 亩土地储备，使得未来几年均有房地产业务盈利贡献，带来新的盈利增长点的同时加大了业绩弹性。

历史和预测的财务指标

损益表 (百万元)	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入净额	689	817	1,041	1,118	1,162	1,359	1,478
主营业务利润	244	304	423	447	433	560	658
其他业务利润	6	9	-	-	-	-	-
营业费用	-	-	-	-	-	-	-
管理费用	-102	-113	-152	-164	-150	-179	-195
财务费用	1	1	0	1	-1	-2	-1
营业利润	150	202	267	283	283	378	461
税前利润	125	221	264	281	285	378	461
所得税	-51	-75	-101	-77	-71	-95	-115
少数股东权益	-6	-8	-12	-16	-17	-18	-19
净利润	69	139	151	189	197	266	327
现金流量表 (百万元)							
经营活动现金净总额	169	222	277	208	216	374	440
投资活动现金净总额	-163	-48	-267	-335	-125	-127	-127
融资活动现金净总额	-47	-41	169	-29	-56	-140	-167
货币资金增加额	-41	133	179	-156	35	107	146
资产负债表 (百万元)							
货币资金	371	361	442	286	321	428	575
应收款项	56	52	55	49	52	61	66
存货	14	14	18	278	301	327	334
流动资产	443	431	663	626	688	832	991
长期投资	54	176	67	66	66	66	66
固定资产	434	521	741	927	967	1,002	1,031
无形资产和其他资产	35	36	47	51	47	48	49
短期借款	25	18	13	68	118	118	118
预收帐款	2	4	6	8	9	10	11
一年内到期的长期负债	-	-	-	-	-	-	-
流动负债	214	266	443	471	460	492	501
长期负债	29	62	67	65	65	65	65
少数股东权益	4	5	12	16	16	16	16
股东权益	717	830	1,018	1,139	1,248	1,394	1,574
总资产	964	1,163	1,542	1,693	1,791	1,970	2,159
财务指标							
主营业务利润率	35.4%	37.3%	40.6%	40.0%	37.3%	41.2%	44.5%
息税前利润率	21.6%	24.5%	26.0%	25.3%	24.4%	28.0%	31.3%
净利润率	10.0%	17.0%	14.5%	16.9%	17.0%	19.6%	22.1%
净资产收益率	9.6%	16.7%	14.9%	16.5%	15.8%	19.1%	20.8%
总资产负债率	25.3%	28.2%	33.2%	31.8%	29.4%	28.4%	26.4%
净资产负债率	34.0%	39.5%	50.3%	47.2%	42.3%	40.1%	36.2%
流动比率	2.1	1.6	1.5	1.3	1.5	1.7	2.0
速动比率	2.0	1.6	1.5	0.7	0.8	1.0	1.3
应收帐款周转期	29.4	23.0	19.1	15.9	15.9	15.9	15.9
存货周转期	11.8	10.8	11.3	161.6	160.8	160.0	160.0
分红比例	58.2%	47.6%	45.2%	25.0%	45.0%	45.0%	45.0%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

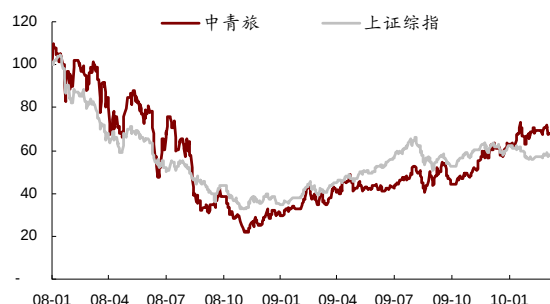
中青旅 (600138.CH)：审慎推荐

乌镇景区是 2010 年亮点

主要财务，股票信息

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	4,533	4,588	5,177	5,514	6,008
(+/-)	58%	1%	13%	7%	9%
主营业务利润	705	926	1,088	1,194	1,325
(+/-)	93%	31%	17%	10%	11%
净利润	163	130	220	253	311
每股盈利 (元)	0.39	0.31	0.53	0.61	0.75
(+/-)	79%	-20%	69%	15%	23%
市盈率	43.5	54.4	32.2	28.0	22.8
市净率	5.2	3.6	3.4	3.2	3.0
EV/EBITDA	21.5	17.5	13.3	12.2	11.0
净资产收益率	8.7%	6.6%	10.6%	11.5%	13.2%
ROCE	7.2%	4.5%	7.1%	7.6%	8.8%
现金分红收益率	0.7%	0.0%	1.6%	1.8%	2.2%
每股经营现金流(元)	2.1	0.6	1.2	0.9	1.2
股价/经营现金	8.1	30.7	14.1	19.3	14.3

	A股
当前股价	人民币17.05
股票代码	600138 CH Equity
日成交量 (百万股)	3.2
52周最高价/最低价	人民币19.07/9.54
发行股数 (百万股)	415
其中：流通股 (百万股)	402
主要股东 (持股比例)	中国青年旅行社总社(16.56%)



资料来源：公司资料，中金公司研究部

投资建议

乌镇景区将受益于周边高铁的开通和世博会的召开，成为公司 2010 年最大亮点。目前股价对应 2010 和 2011 年市盈率分别为 28.0x 和 22.8x，我们维持“审慎推荐”的投资评级。

理由及关注

规划中的高铁有多条经过/到达杭州和上海，而杭州和上海到乌镇景区均比较方便，2 个小时可达。因此外地到杭州和上海的游客部分将游览乌镇，带来游客数保持快速增长。

受益世博会，乌镇景区业绩高增长。上海世博会的召开对乌镇景区将有明显促进作用，乌镇作为最具特色的江南水乡之一，将吸引世博会参观人员驻足。预计乌镇景区业务收入增长在 40% 左右，收入占比接近 10%，毛利占比超过 30%，成为公司 2010 年最大亮点。

房地产业务下滑阻碍业绩成长。受益于房地产市场迅速回暖，2009 年中青旅绿城旗下三个房地产项目销售火爆，大面积结算。目前三个地产项目结算均以接近尾声，而慈溪项目预计主要在 2011 年结算，2010 年即便结算也是一小部分。因此房地产业务将面临业绩下滑，目前估值水平基本反映了市场对公司地产项目和投资受益能否持续的担心，未来公司估值提升需要旅游相关业务尤其是乌镇景区业务的收入占比不断提升和持续高增长。

历史和预测的财务指标

损益表 (百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入净额	2,866	4,533	4,588	5,177	5,514	6,008
主营业务利润	365	705	926	1,088	1,194	1,325
其他业务利润	11	-	-	-	-	-
营业费用	-170	-272	-367	-415	-442	-481
管理费用	-120	-152	-213	-240	-256	-278
财务费用	-6	-10	-14	-21	-32	-21
营业利润	81	300	297	413	465	544
税前利润	117	306	309	460	465	544
所得税	-19	-70	-78	-115	-116	-136
少数股东权益	-7	-74	-101	-125	-96	-97
净利润	91	163	130	220	253	311
现金流量表 (百万元)						
经营活动现金流净额	146	673	231	502	367	496
投资活动现金流净额	-79	-431	-253	-20	-64	-68
融资活动现金流净额	-52	-63	-40	19	-197	-266
货币资金增加额	12	178	-61	502	106	162
资产负债表 (百万元)						
货币资金	221	397	337	838	945	1,107
应收款项	339	491	499	560	606	635
存货	1,311	892	859	935	967	1,024
流动资产	2,001	2,022	2,001	2,664	2,857	3,121
长期投资	138	382	374	374	374	374
固定资产	1,144	1,583	1,483	1,467	1,453	1,440
无形资产和其他资产	60	588	765	673	599	538
短期借款	370	371	252	302	302	252
预收帐款	544	471	440	567	453	411
一年内到期的长期负债	235	230	278	278	278	278
流动负债	1,603	1,782	1,695	1,930	1,851	1,828
长期负债	175	327	331	481	481	481
少数股东权益	256	544	605	680	738	796
股东权益	1,309	1,872	1,958	2,068	2,195	2,350
总资产	3,343	4,580	4,628	5,160	5,265	5,455
财务指标						
主营业务利润率	12.8%	15.6%	20.2%	21.0%	21.7%	22.0%
息税前利润率	3.0%	6.2%	7.5%	8.4%	9.0%	9.4%
净利润率	3.2%	3.6%	2.8%	4.2%	4.6%	5.2%
净资产收益率	7.0%	8.7%	6.6%	10.6%	11.5%	13.2%
总资产负债率	53.2%	47.2%	44.6%	46.7%	44.3%	42.3%
净资产负债率	135.8%	115.6%	105.5%	116.6%	106.3%	98.3%
流动比率	1.2	1.1	1.2	1.4	1.5	1.7
速动比率	0.4	0.6	0.7	0.9	1.0	1.1
应收帐款周转期	43.2	39.5	39.7	37.7	35.7	33.7
存货周转期	193.2	87.7	88.1	86.1	84.1	82.1
分红比例	68.4%	29.5%	0.0%	50.0%	50.0%	50.0%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

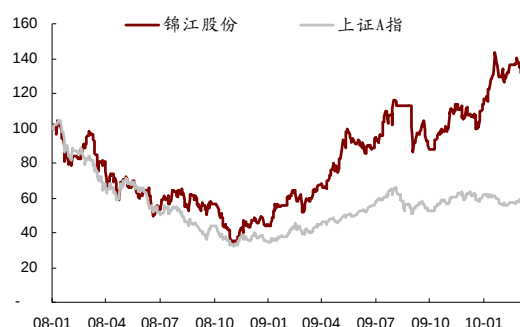
锦江股份 (600754.CH)：中性

世博会的直接受益者

主要财务，股票信息

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	835	794	773	1,706	851
(+/-)	7%	-5%	-3%	121%	-50%
营业利润	322	303	327	306	370
(+/-)	27%	-6%	8%	-7%	21%
净利润	264	273	285	252	298
每股盈利(元)	0.44	0.45	0.47	0.42	0.49
(+/-)	21%	4%	4%	-12%	18%
市盈率	61.7	59.6	57.1	64.5	54.7
市净率	3.3	5.9	5.8	5.7	5.6
EV/EBITDA(x)	41.5	45.1	42.4	45.8	38.0
净资产收益率	7.8%	7.3%	10.1%	9.1%	10.4%
ROCE	10.8%	6.9%	6.4%	9.5%	8.5%
现金分红收益率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
每股经营现金流(元)	0.3	0.2	0.1	0.0	0.5
股价/经营现金	84.1	129.2	213.1	690.4	53.1

	A股
当前股价	人民币26.99
股票代码	600754 ch equity
日成交量(百万股)	3.8
52周最高价/最低价	人民币29.53/12.91
发行股数(百万股)	603
其中：流通股(百万股)	447
主要股东(持股比例)	上海锦江国际酒店(50.32%)



资料来源：公司资料，中金公司研究部

投资建议

目前股价对应 2009 和 2010 年市盈率分别高达 57.1x 和 64.5x。短期估值偏高，维持“中性”评级。关注来自世博会、迪斯尼等事件炒作的交易性机会。

理由及关注

未来多条高铁通往上海，中部地区旅客到上海时间缩短，上海商务及旅游人数居将上升，经济型酒店和连锁餐饮业务无疑将受益。

重组完成之后，公司将转变为以经济型酒店（锦江之星）和连锁餐饮（肯德基）为主要业务。由于经济型酒店和连锁餐饮均将受益于上海世博会的召开，且成长性要好于高星级酒店，公司股票受到追捧，将享受较高的估值水平。

关注世博会期间锦江之星经济型酒店房价的上涨空间（上海地区入住率已 90%以上，提高空间有限）以及锦江之星在全国尤其是上海之外地区的扩张速度及成功率。

历史和预测的财务指标

损益表 (百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入净额	777	835	794	773	1,706	851
主营业务利润	105	102	91	35	115	158
其他业务利润	116	186	179	260	121	177
营业费用	218	232	231	271	682	221
管理费用	175	186	175	170	597	179
财务费用	- 4	- 7	- 17	- 22	- 24	- 23
营业利润	252	322	303	327	306	370
税前利润	261	325	321	332	311	376
所得税	31	45	33	43	47	64
少数股东权益	13	16	15	4	12	14
净利润	218	264	273	285	252	298
现金流量表 (百万元)						
经营活动现金流净额	171	194	126	76	24	306
投资活动现金流净额	24	44	177	217	118	135
融资活动现金流净额	- 180	- 220	- 239	- 206	- 180	- 215
货币资金增加额	15	17	64	87	38	227
资产负债表 (百万元)						
货币资金	660	678	742	829	791	1,018
应收款项	31	41	33	32	70	35
存货	14	11	13	12	27	13
流动资产	742	767	844	929	997	1,127
长期投资	899	4,949	1,861	1,861	1,861	1,861
固定资产	466	289	263	256	210	203
无形资产和其他资产	276	258	254	242	233	225
短期借款	39	11	6	6	6	6
预收帐款	22	24	23	24	18	23
一年内到期的长期负债	-	-	-	-	-	-
流动负债	268	259	209	215	165	207
长期负债	-	953	185	185	183	183
少数股东权益	75	77	77	81	93	107
股东权益	2,039	4,973	2,751	2,808	2,859	2,918
总资产	2,382	6,262	3,222	3,289	3,300	3,415
财务指标						
主营业务利润率	67.1%	65.4%	64.6%	62.9%	84.5%	67.0%
息税前利润率	31.9%	37.6%	36.0%	39.5%	16.5%	40.8%
净利润率	28.0%	31.6%	34.4%	36.9%	14.8%	35.0%
净资产收益率	10.7%	5.3%	9.9%	10.2%	8.8%	10.2%
总资产负债率	11.3%	19.4%	12.2%	12.2%	10.6%	11.4%
净资产负债率	12.7%	24.0%	13.9%	13.9%	11.8%	12.9%
流动比率	2.8	3.0	4.0	4.3	6.0	5.4
速动比率	2.7	2.9	4.0	4.3	5.9	5.4
应收帐款周转期	29.3	32.0	27.3	27.3	27.3	27.3
存货周转期	6.5	4.7	5.8	5.8	5.8	5.8
分红比例	83.2%	80.0%	77.3%	80.0%	80.0%	80.0%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

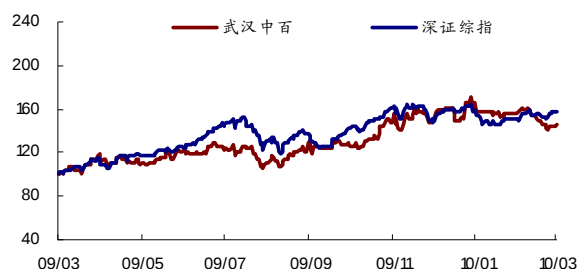
武汉中百 (000759.CH)：无评级

超市公司首选，受益于区域经济和城市化进程的提速

主要财务，股票信息

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	6,959	8,649	10,095	12,347	15,067
(+/-%)	29.2%	24.3%	16.7%	22.3%	22.0%
毛利	1,207	1,576	1,831	2,280	2,831
(+/-%)	28.8%	30.6%	16.2%	24.5%	24.1%
净利润	126	172	213	267	336
(+/-%)	53.3%	36.6%	23.9%	25.2%	26.0%
每股收益 (元)	0.18	0.25	0.31	0.39	0.49
每股经营现金流 (元)	0.70	0.70	0.95	1.14	1.41
市盈率	57.2	41.9	33.8	27.0	21.4
市净率	7.0	4.6	4.2	2.8	2.5
股价/经营现金	15.2	15.2	11.1	9.2	7.5
净资产收益率	12.5%	11.0%	12.5%	10.7%	12.7%
投入资本回报率	8.6%	8.5%	9.9%	9.8%	11.7%
股息收益率	0.5%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%

当前股价	人民币 10.57
股票代码	000759.CH
日成交量 (百万股)	13.0
52周最高价/最低价	人民币 12.65/7.09
目前总股数 (百万股)	681
其中：流通股 (百万股)	680
主要股东 (持股比例)	武汉商联(集团)股份有限公司 (10.16%)



资料来源：公司资料，中金公司研究部

投资建议

武汉中百是湖北省内最大的超市零售商，拥有 643 家门店（其中大卖场 78 家，综超 61 家，便利店 500 家），占湖北省限额以上超市销售总额 31%，食品消费 8%。我们预计，公司省内门店扩张还有接近翻倍空间，四大物流中心建成后形成省内网络全覆盖，并提升以此为依托向周边省份渗透的潜力。武汉 1+8 城市圈及高铁建设将带来区域经济的快速崛起，公司作为省内超市龙头，将首先受益。

估值

考虑到武汉中百的市场龙头地位，可持续渗透增长能力和经营管理水平。目前市盈率只有 27 倍，若按超市类公司平均 35 倍的市盈率则可达到 14 元的股价水平，有 30% 的上行空间。

关注

高铁建设将进一步提振区域经济。根据规划，京港客运专线、沪汉蓉客运专线将分别从纵横两个方向穿越湖北，而武汉将成为连接两条高铁的枢纽。目前，京港专线武广段已经贯通（武汉、珠三角之间形成 3 小时交通圈），北京至武汉及广深港段将在 2012 年完工；沪汉蓉专线武宁段已经贯通，武汉至重庆段也将于 2012 年实现贯通。届时，湖北将用高铁连接长三角、珠三角、京津塘、成渝四大经济圈，区域经济高速增长可期。另外，正在建设的武汉至黄石、武汉至孝感、武汉至咸宁、武汉至黄冈等城际轨道交通将使武汉 1+8 城市圈内形成“一小时交通圈”，有利于区域市场一体化。

财务

公司 2009-2011 年净利润增长有望达到 24%、25% 和 26%，复合增长 25.6%，对应每股收益 0.31，0.39 和 0.49，主要来自同店增长提速、毛利率提升和新店扭亏。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我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。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供，及(2)中国国际金融（新加坡）有限公司提供于符合 Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations 定义下的 accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之 Financial Advisers Act 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，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

合肥百货 (000417.CH): 推荐

区域商业龙头, 快速增长可期

主要财务, 股票信息

(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	当前股价	人民币 14.72
营业收入	3,967	5,038	5,885	7,187	8,668	股票代码	000417.CH
(+/-%)	21.3%	27.0%	16.8%	22.1%	20.6%	日成交量 (百万股)	1.5
经营性净利润	87	117	175	235	307	总市值 (百万)	7061.5
(+/-%)	133.2%	34.5%	50.3%	34.0%	30.5%	52周最高价/最低价	人民币 16.39/6.05
净利润(考虑股票投资等影响)	100	120	201	245	317	总股数 (百万股)	480
(+/-%)	110.5%	20.1%	66.9%	22.0%	29.3%	其中: 流通股 (百万股)	477
经营性每股收益 (元)	0.18	0.24	0.37	0.49	0.64	主要股东 (持股比例)	合肥市建设投资控股 (集团) 有限公司 (23.93%)
每股收益 (元)	0.21	0.25	0.42	0.51	0.66		
市盈率 (基于经营性每股收益)	81.4	60.5	40.3	30.1	23.0		
市盈率	70.5	58.7	35.2	28.8	22.3		
市净率	8.8	8.1	6.9	5.8	4.9		
股价/经营现金	18.5	10.8	10.4	7.9	6.5		
净资产收益率 (%)	13.1%	14.3%	21.1%	21.9%	23.8%		
投入资本回报率 (%)	8.0%	8.6%	13.6%	15.6%	16.9%		
股息收益率 (%)	0.8%	0.8%	0.7%	0.8%	1.1%		



资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

投资建议

合肥百货是安徽省目前规模最大、综合效益最好的大型商业企业集团, 现拥有合肥百货大楼等百货门店 14 家、合家福超市 94 家、电器门店 24 家, 经营网络遍布全省。安徽经济增速处于中西部甚至全国最快水平之列, 省内多条高铁建设以及皖江城市带产业转移规划将进一步提振区域经济。合肥百货作为省内最大零售商将是最大的受益者, 后续增长潜力显著, 维持推荐。

估值

目前公司 2010 年市盈率 29 倍, 处于板块中端, 但业绩增速在高端, 仍具备明显的性价比, 是市场波动加剧中的良好配置品种。我们认为, 公司良好的业绩表现将是其股价持续上升的推动力量, 而后续增发方案的获批有望成为短期催化剂。

关注

根据规划, 沪汉蓉客运专线将横向穿越安徽, 目前合武段、合宁段已经贯通, 宁沪段将于今年 7 月通车; 合蚌客运专线将与在建的京沪高铁相连, 构成合肥北上的快速通道, 合蚌客运专线、京沪高铁都将于 2012 年完工; 另外, 杭州至黄山客运专线、合肥至福州客运专线 (连接合蚌客运专线) 也已经开始建设, 预计分别于 2013 年和 2014 年建成通车。届时, 合肥将成为南北两条客运动脉的枢纽, 2 个小时可达上海、武汉等地, 3 小时可达北京。安徽毗邻江苏、上海、浙江, 是长三角产业转移的首选, 高铁的建成将加速产业转移和城镇化进程, 进一步提振区域经济。

财务

暂不考虑增发, 预计公司 2010-2011 年经营性净利润增长可达到 34%和 31%, 显著快于可比公司。若增发于今年 2 季度完成, 净利润增厚在 17%左右 (全年 22%), 那么 2010 年盈利增长将至少达到 40%以上, 继续领军板块。

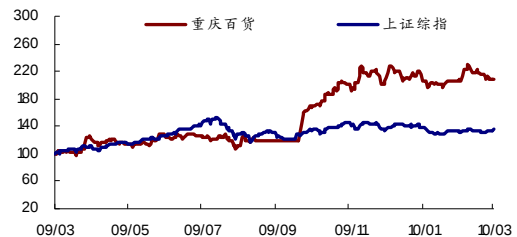
重庆百货 (600729.CH)：无评级

西部商业龙头，期待重组后的业绩增长

主要财务，股票信息

(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	4,979	5,488	6,421	7,312	20,475	24,365
(+/-%)	35.6%	10.2%	17.0%	13.9%	180.0%	19.0%
净利润	79	101	163	157	488	589
(+/-%)	1.9%	27.9%	61.3%	-3.6%	211.4%	20.7%
每股收益 (元)	0.39	0.49	0.80	0.77	1.28	1.54
每股经营现金流(元)	0.98	1.80	1.81	2.67	1.34	2.12
市盈率	98.6	77.1	47.8	49.6	29.8	24.7
市净率	11.9	10.8	9.2	10.6	8.6	8.0
股价/经营现金	39.1	21.2	21.1	14.3	28.4	18.0

当前股价	人民币38.11元
股票代码	600729.CH
日成交量(百万股)	1.2
52周最高价/最低价	人民币 42.47/18.00
目前总股数(百万股)	204
主要股东(持股比例)	重庆商社(32.51%)



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部（预测数字来自市场预期）

投资建议

公司是重庆市最早的国有商业企业，是中国西部最大零售企业之一，现已发展成为以百货、超市、电器三大业态为主业的大型商业零售连锁企业。目前，重庆百货共有百货网点 29 家，超市 72 家，合计经营面积 46 万平方米，主要集中在重庆的主城区。而即将完成收购的新世纪百货拥有百货商场 13 家、电器专业商场 9 个、超市 80 家，总营业面积 45.41 万平方米，网点更多集中在重庆各区县。收购完成后公司将成为西南地区最大的零售商，同时拥有重庆市单店销售前 5 位的全部门店。

估值

当前股价对应市场预期，2010 年和 2011 年市盈率分别为 30 倍和 25 倍，市净率 8.6 倍和 8.0 倍，处于合理区间。

关注

根据规划，沪汉蓉客运专线将穿越重庆，连接上海和成都，目前武宁段已经贯通，武汉至重庆段将于 2012 年实现贯通，重庆至成都段预计将于 2014 年通车；另外，成西客运专线、成贵客运专线均在建设之中，预计将于 2014 年前完工。届时，成渝将形成一小时交通圈，并可直达长三角经济圈，同时通过武汉连接京津塘和珠三角经济圈，制约重庆发展“蜀道难”问题将得以改善，借助成渝经济圈的规划，重庆将迎来新一轮的快速发展。

财务

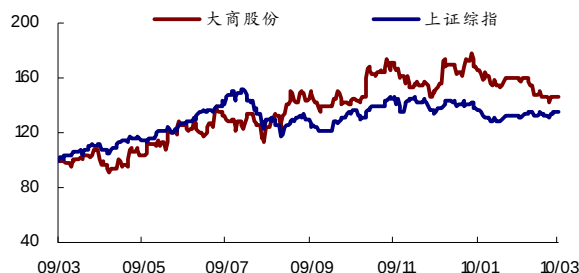
2009 年，公司实现营业收入 73.1 亿元，同比增长 13.9%；归属于母公司的净利润 1.57 亿元，同比下降 3.6%；扣除非经常性损益后的净利润 1.48 亿元，同比下降 5.18%。

大商股份 (600694.CH): 审慎推荐

取得河南第一大百货零售商地位, 进入收获期

主要财务, 股票信息

(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	当前股价
营业收入	11,419	14,969	18,850	20,497	23,906	28,584	37.8
(+/-%)	33.1	31.1	25.9	8.7	16.6	19.6	股票代码
毛利	2,368	3,048	3,668	4,007	4,812	5,839	600694.CH
(+/-%)	77.7%	28.7%	20.4%	9.2%	20.1%	21.4%	日成交量 (百万股)
净利润	301	303	232	-12	302	500	总市值 (百万)
(+/-%)	22.9%	0.7%	-23.7%	-	-	65.6%	52周最高价/最低价
每股收益 (元)	1.03	1.03	0.79	(0.04)	1.03	1.70	294
市盈率	36.9	36.6	48.0	-	36.8	22.2	其中: 流通股 (百万股)
经营现金流	900	889	1,211	1,534	1,705	1,883	231
股价/经营现金流	12.4	12.5	9.2	7.2	6.5	5.9	主要股东持股比例
市净率	4.1	3.9	3.6	3.6	3.3	2.8	大连国商资产经营管理有限公司 (10%)
净资产收益率 (%)	11.9	10.9	7.7	(0.4)	9.3	13.6	
股息收益率 (%)	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

投资建议

大商股份拥有我国最大的百货零售网络, 门店已遍及东北, 且已成为河南第一大百货零售商。目前拥有 69 家百货店、32 家大型综合超市和 37 家家电店, 仅百货门店的营业面积就可达到 266 万平米 (其中 150 万平米为自有商业物业)。目前市值仅对应 5605 元/平米的商业物业价格, 显著低于其实际市场价值和升值潜力。

估值

我们看好公司的资产和网络价值、行业突出地位、最低的股份/每股经营现金流。今后, 其盈利释放和投资者关系的改进将是股价的重要推动力量, 目前股价对应 2010 年市盈率 37 倍, 给予了其丰富资产储备一定的溢价。

关注

根据规划, 京沈客运专线 (通车后京沈形成 2 小时交通圈)、秦沈客运专线、哈大客运专线将连接京津塘地区与东北地区。另外, 锦营、哈齐、哈牡、沈丹等多条客运专线将把东北三省主要城市连成一体。目前, 秦沈客运专线已经开通, 哈大客运专线将在 2011 年完工, 京沈客运专线将于 2012 年完工, 锦营等客运专线将于 2013 年前完工。

根据规划, 徐兰客运专线、京港客运专线将分别从纵横两个方向穿越河南, 而郑州将成为连接两条高铁的枢纽。目前, 徐兰客运专线郑西段已经贯通 (郑州 2 小时到达西安), 徐郑段将于 2012 年实现贯通; 京港专线京武段将在 2012 年完工。另外, 郑州到焦作、洛阳、新乡、新郑等城际轨道也正在规划建设中, 这将促进中原城市圈的一体化进程。

财务

历史上由于公司管理层激励不足抑制了业绩释放的动力, 我们认为公司真实的盈利能力至少将在 6 亿元之上。目前改制已经成功, 公司业绩将得以释放、投资者关系将进一步改进。

鄂武商 (000501.CH)：无评级

武汉第一大百货零售商，购物中心业务

主要财务，股票信息

(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	5,297	6,630	7,938	10,084	12,435
(+/-%)	13.5%	25.2%	19.7%	27.0%	23.3%
利润总额	328	375	428	513	633
(+/-%)	134.0%	14.2%	14.0%	19.9%	23.4%
净利润	156	180	239	241	299
(+/-%)	230.2%	15.6%	32.4%	1.1%	24.0%
每股收益 (元)	0.31	0.36	0.47	0.48	0.59
每股经营现金流 (元)	1.47	1.64	1.85	1.29	2.01
市盈率	44.7	38.7	29.2	28.9	23.3
市净率	5.4	4.5	4.5	3.6	2.9
股价/经营现金	9.4	8.4	7.5	10.6	6.8
EV/EBITDA(倍)	17.2	15.4	13.4	13.5	11.3
净资产收益率 (%)	14.3%	14.2%	16.9%	17.0%	17.5%
投入资本回报率 (%)	6.7%	6.6%	8.0%	8.3%	9.2%

当前股价 人民币 13.76 元
 股票代码 000501.CH
 日成交量 (百万股) 1.8
 52周最高价/最低价 人民币 15.96/6.90
 目前总股数 (百万股) 507
 其中：流通股 (百万股) 507
 主要股东 (持股比例) 重庆商社(18.42%)



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部（预测数字来自市场预期）

投资建议

公司是武汉最大的百货公司，目前公司经营业态包含购物中心、量贩超市和家电专业店。截止 2009 年底，公司拥有武汉广场、国际广场、世贸广场、亚贸广场、建二商场、襄樊购物中心、十堰人民商场等 7 家百货门店，量贩超市网点总数达到 67 家。

估值

当前股价对应的 2010 年和 2011 年市盈率分别为 29 倍和 23 倍，市净率 3.6 倍和 2.9 倍，处于合理区间。

关注

高铁建设将进一步提振区域经济。根据规划，京港客运专线、沪汉蓉客运专线将分别从纵横两个方向穿越湖北，而武汉将成为连接两条高铁的枢纽。目前，京港专线武广段已经贯通（武汉、珠三角之间形成 3 小时交通圈），北京至武汉及广深港段将在 2012 年完工；沪汉蓉专线武宁段已经贯通，武汉至重庆段也将于 2012 年实现贯通。届时，湖北将用高铁连接长三角、珠三角、京津塘、成渝四大经济圈，区域经济高速增长可期。另外，正在建设的武汉至黄石、武汉至孝感、武汉至咸宁、武汉至黄冈等城际轨道交通将使武汉 1+8 城市圈内形成“一小时交通圈”，有利于区域市场一体化。

财务

2009 年，公司实现营业收入 79.38 亿元，同比增长 19.73%；归属于母公司的净利润 2.39 亿元，同比增长 32.4%；扣除非经常性损益后的净利润 1.93 亿元，同比增长 1.92%。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我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。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供，及(2)中国国际金融（新加坡）有限公司提供于符合 Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations 定义下的 accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之 Financial Advisers Act 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，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

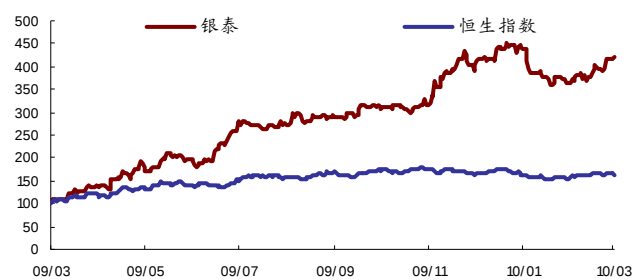
银泰百货 (1833.HK): 无评级

区域百货龙头

主要财务, 股票信息

(人民币 百万)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	884	1,233	1,616	2,049	2,583
(+/-)	30.7%	39.5%	31.1%	26.8%	26.1%
营业利润	551	477	655	790	974
(+/-)	68.5%	-13.5%	37.3%	20.7%	23.2%
税前利润	512	484	621	762	964
(+/-)	70.5%	-5.5%	28.4%	22.6%	26.5%
净利润	378	384	473	581	734
(+/-)	83.3%	1.4%	23.4%	22.6%	26.5%
经营性净利润	261	272	310	415	540
(+/-)	33.6%	4.2%	14.0%	33.8%	30.1%
每股收益	0.23	0.25	0.31	0.39	0.51
经营性每股收益	0.16	0.18	0.20	0.28	0.38
市盈率	31.7	29.3	23.7	18.9	14.3
经营性市盈率	46.0	41.3	36.2	26.5	19.4
总资产收益率	9.0%	5.7%	6.7%	8.2%	9.9%
净资产收益率	15.8%	10.7%	13.8%	15.4%	17.6%

股票代码	1833.HK
股价	HK\$7.29
日成交量 (百万股)	1.80
52周最高价/最低价	HK\$7.95/1.82
总股数 (百万股)	1,751
主要股东	Intime international(44.24%)



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部 (预测数字来自市场预期)

投资建议

银泰百货是浙江省内最大的百货连锁企业, 在“巩固浙江领导地位、复制区域领先优势、面向全国连锁扩张”的发展策略下, 公司截止目前共经营 19 间百货门店, 经营面积达到了 49 万平方米, 其中 14 间位于浙江杭州、宁波、金华等主要城市, 4 间位于湖北武汉、襄樊等地, 还有 1 间位于陕西西安。

估值

当前股价对应市场预期, 2010 年和 2011 年市盈率分别为 27 倍和 19 倍, 市净率 2.9 倍和 2.4 倍。

关注

根据规划, 沪杭甬深客运专线将由北向南穿越浙江东部, 途经杭州、宁波、台州、温州等浙江主要城市后, 与福州、厦门、深圳连接, 建成后将与京沪客运专线共同组成穿越中国东部沿海地区的大动脉, 而杭州、宁波等将成为连接南北的主要枢纽。目前, 沪杭客运专线将于 2010 年建成 (杭州到上海 38 分钟), 甬台温、温福、福厦客运专线已经建成通车。另外, 杭宁城际铁路也将于 2011 年建成, 将与沪宁、沪杭线连通, 并直接与沪汉蓉客运专线相连。

根据规划, 杭长昆客运专线将由东向西穿越浙江省, 途经杭州、绍兴、金华、衢州等主要城市, 与南昌、长沙、昆明等城市连接。目前, 杭长客运专线、长昆客运专线均已开工建设, 预计于 2014 年建成通车。

财务

公司 2008 年实现营业收入 12.3 亿元, 同比增长 40%; 扣除非经常性损益后的净利润 2.72 亿元, 同比上升 4.2%。预计公司 2009 年实现营业收入 16.2 亿元, 同比增长 31%; 扣除非经常性损益后的净利润 3.1 亿元, 同比上升 14%。

附录一：新干线对日本经济影响的经验

日本修建新干线主要是基于当时的经济背景及发展前景的考虑。二次大战后 50 年代后半期，日本经济发展速度明显加快，而工商和流通业尤其发达的京滨、中京、阪神地区的东海道铁路线虽只占日本铁路总长的 3%，却承担全国客运总量的 24% 和货运总量的 23%，运输能力已达到极限。1958 年 12 月，日本内阁会议批准了修建东海道新干线的设想。再加上承办奥运会后交通运输方面压力增大，这一迫切需求则直接刺激了新干线计划的实施，并最终于 1964 年 10 月 1 日东京奥运会前夕开始通车运营。

新干线的覆盖范围及功能辐射区。20 世纪 70 年代日本经济高速增长，以“太平洋工业带”为中心的地区得到巨大发展，而其他地区却相对滞后，经济上出现了地区差。于是日本政府开始修建从北海道到九州岛、总长为 2000 公里的高速铁路线，以此为轴心把地方核心城市连接起来，从而形成全国高速车场一角交通网。2015 年，新干线将延伸至北海道的札幌。至此日本四岛被新干线全部连接到了一起，伸向东北和日本海地区的高速铁路线成了推动这些地区经济发展的原动力。从国家角度，新干线惊人的载容量大大降低了交通阻塞的危险。

现在日本三大都市圈已各自成形——**东京都市圈**，**关西都市圈**还有**中部经济圈**，主要以名古屋为中心，目前这三个经济圈以新干线为联结，东京到大阪也只需两个半小时，区域联合后带来公共交通的便利，深受日本民众欢迎。

图表 67：日本新干线示意图



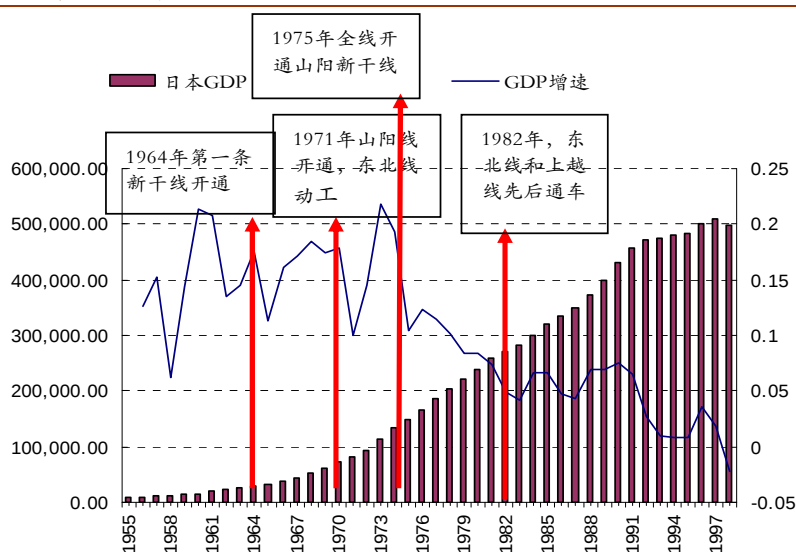
资料来源：www.japan-guide.com，中金公司研究部

图表 68：日本新干线分段开通时间表

日本新干线分段开通时间表		
1958年12月1日	日本内阁会议批准了修建东海道新干线的设想	
1964年10月1日	东海道新干线高速铁路营业运行	4小时之内将京滨、中京、阪神工商业地带及中间城市有机地连接起来，大大促进了新干线沿线地带新产业的形成
1969年	新干线E951系诞生。这是只有两节车厢的快速列车。	
1970年	制定了《全国新干线铁路扩建法》	确定了总长约为6000公里的新干线铁路建设基本计划
1967~1975年	连接大阪和福岡的山阳新干线	将京滨、中京、阪神、北九州四大工商业地带连接起来的静冈、冈山、广岛等县兴建新的工业地带，形成了沿太平洋伸展的所谓“太平洋工业带”，沿线地带的工业布局迅速发生变化
1971~1982年	东北新干线和上越新干线先后通车	山阳新干线、东海道新干线与东北新干线连为一体，基本完成了日本国土主轴的高速铁路连接任务
1997年	盛冈与秋田之间的新干线和北陆新干线的高崎至长野段通车	新干线建设主要是以干线的延长、接续以及支线建设为主
2002年12月	东北新干线中的盛冈至八户段正式开业	
2012年	新干线将延伸至北海道的札幌。	
		至此日本四岛被新干线全部连接到了一起，伸向东北和日本海地区的高速铁路线成了推动这些地区经济发展的原动力

资料来源：www.japan-guide.com，中金公司研究部

图表 69：日本 GDP 增速与新干线大事记

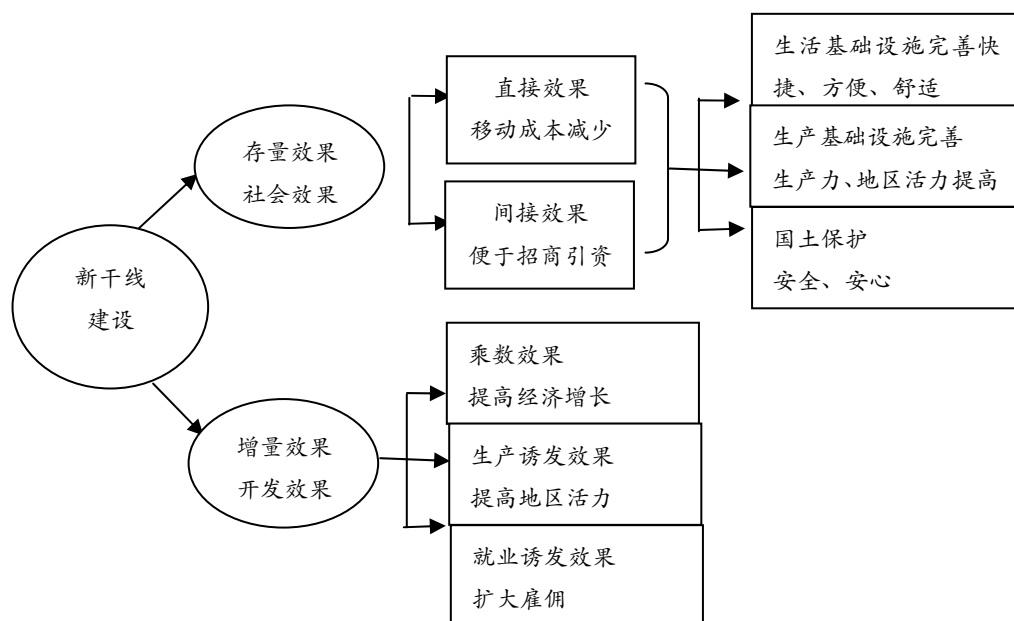


资料来源：日本新干线，中金公司研究部

新干线对日本带来了哪些影响？

从存量效果和增量效果两方面探讨新干线建设带来的经济效果

图表 70：日本新干线带来的经济效果



资料来源：中金公司研究部

1、存量效果

从存量效果来看，新干线的建设对经济发展产生直接影响，可以减少人流所需的时间，减少燃料成本和环境负荷，提高运输服务质量；另外交通设施的完善，也会使落后地区更容易招商引资。

图表 71：日本新干线带来的经济效果

日本新干线的经济效益	
直接经济效益	新干线的运输量约占日本铁路运输量的30%，而营业收入则占了45%
	“东海道”新干线及“山阳”新干线的营业收入与支出之比分别达到了100：42及100：66，表现了很好的收益性
	1963年到1971年已收回了全部建设投资，前后仅用了8年时间
间接经济效益	对沿线经济及经济整体发展的贡献：1966—1970年，东京到大阪的新干线对日本全产业经济效果的贡献率为0.23%。由于新干线因素1970年度的全产业增加额为2238亿日元，这个数字约相当于国民生产总值的0.3%
	每年约有2亿人次利用了新干线，并由此产生了餐饮、旅游、零售等每年约5兆日元的消费及带来了约50万人的就业
	1963-1973年间，商业旅行和出差较多的东京一大阪间的乘客就增加了260%；观光游客较多的东京一京都间同期增加了360%。北陆新干线铁路开通后，乘坐新干线的人数也增加了25%
	以1982年开通的东北新干线为例，自开通以后沿线城市的企业增加了45%，人口增加30%，大大超过了日本其他地区(其他地区增加为企业15%，人口10%)
	至1995年新干线创造的单纯的时间效果效益为1.7兆日元
	日本对新干线的基本建设投资直接拉动效益4640亿日元
	新干线是一种对环境负荷小的运输工具，其能耗、COX、NOX、噪音、交通事故等因素折合成金额的效益评价每年约为731亿日元(东京—大阪)，至1995年的累计效益金额为17479亿日元

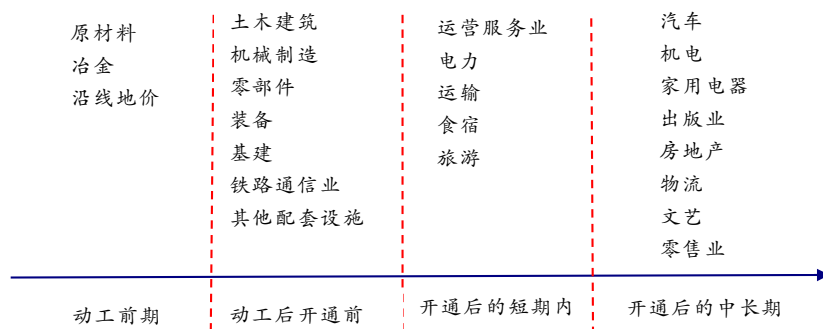
资料来源：中金公司研究部

2、增量效果

从增量效果来看，新干线的建设可带来乘数效果和生诱发效果以及扩大就业效果。新干线在建设过程中会带来巨大的经济效果，亦即直接经济效果。如前所述，日本第一条新干线——东海道新干线建设总投资达 3800 亿日元，相当于 1960 年度 GDP (166810 亿日元) 的 2.3%。如此巨额建设投资，不仅需要购买大量建筑材料和工程材料，还会创造许多劳动机会，由此增加收入和扩大就业。收入增加，必将引起消费增加，继而刺激消费品生产，这样又进一步创造就业和收入的扩大，这也就是经济学上所说的“乘数效果”。据原日本经济企画厅的三种模型的测算，公共投资的乘数效果约为 2.18 倍至 2.33 倍之间。新干线建设所带来的乘数效果至少可达到 8300 亿日元，直接推动了国民经济的持续高速增长。

各行业受益的集中时间点各有不同，并不是同时间都能受益的，须分时间段来看。

图表 72: 受益行业时间序列示意图

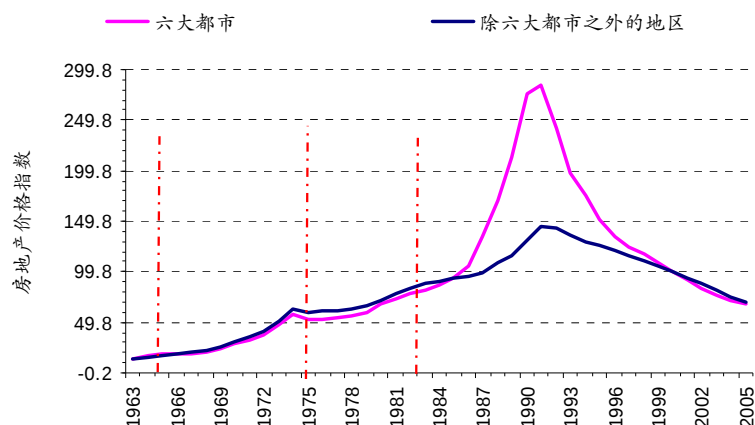


资料来源: 中金公司研究部

新干线对地价的影响分析

通过比较地价上升的方法来分析新干线对沿线地价的影响。将分析对象区域分为两类, 即日本的六大都市 (东京, 横滨, 名古屋, 京都, 大阪及神户) 和除六大都市外的其它区域 (以下简称郊区), 如图所示, 我们得出两点结论: 一、在新干线开通后的一段时间内, 郊区的地价上升速度高于都市的地价上升速度, 从而可以说明新干线的开发对原来交通并不发达的地区有重要影响的。二、日本几条重要的新干线分别于 1964 年、1975 年和 1982 年开通, 而地价上升现象在该线开通营业前已经出现, 这说明新干线开发对沿线土地升值的影响是超前发生的。

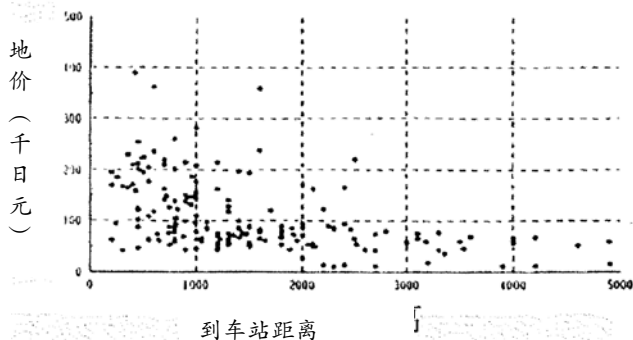
图表 73: 新干线开通对都市与郊区地价指数影响比较图



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表 74 表示了札幌市 1990 年针对地价与离开新干线车站距离的关系的调查结果。由此可见, 新干线沿线地价与离开车站距离的成反比例关系。

图表 74: 地价与离车站距离的关系



资料来源: 中金公司研究部

名古屋汽车产业带

名古屋是新干线高速列车的枢纽站之一，著名的丰田汽车城也在附近；1951 年该地区工业产值只相当于战前（1934~1935）的 63%。此后，经过恢复和发展，尤其是 1964 年新干线的开通并经过此地，带动这里的工业化、城市化进程加速，市区不断扩大，人口迅速增加。截至 1970 年市区面积为当初设市时的 24.5 倍，人口增加了 13 倍。人口职业构成中第一产业只占 0.8%，第二产业占 37.3%，第三产业占 61.9%。工业结构虽以汽车、钢铁、纺织机械、电机等为主。特别的，新干线开通后的第二年，也就是 1965 年，被日本汽车业称为日本汽车的元年，这一年相当于中国的 2002 年，私人购车超过轿车总销量的一半。

附录二：中国高速公路网的历史经验

我们高速铁路建设从 80 年代末开始起步，经历了 80 年代末至 1997 年的起步建设阶段和 1998 年至今的快速发展阶段。我们认为过去二十年我国高速公路建设的飞速发展对沿线区域经济发展带来的影响可一定程度上反映未来高速铁路对于沿线区域的各方面影响，未来高速铁路有望承接过去二十年间高速公路对经济的积极作用。总的来说，过去的高速公路建设对于沿线区域造成以下的影响：

1. 高速公路起到明显的产业聚集作用 一条高速公路建成后的十年内，产业聚集的效果十分明显，其两端的大城市沿高速公路走向延伸发展，在各个出入口区域形成一系列卫星城镇或经济开发区，并以高速公路为轴线扩散形成产业带。比如美国加利福尼亚硅谷高技术产业带、波士顿 128km 高技术产业带、英国苏格兰电子工业中心等都是沿高速公路发展起来的。而国内的京津塘高速、成渝高速以及沈大高速亦都形成类似情况。

图表 75：高速公路沿线容易形成产业带

高速公路	沿线经济带情况
京津塘高速公路	京津塘高速公路建成通车不足十年，全线 142.7 公里，从北京到塘沽 11 个出入口附近区域，依次布设了北京经济开发区、河北廊坊经济开发区、武清高科技产业区、逸仙园国际科学工业园区、新技术产业园区、程林庄化工新技术产业园区、军粮城新技术园区、天津（塘沽）海洋高新技术园区、天津经济技术开发区等各类经济技术开发区，开发用地面积约 70 平方公里。
成渝高速公路	成渝高速公路 1995 年 9 月建成通车，也逐步形成新的经济增长点，成都市、重庆市和内江市都依托高速公路，加速了经济技术开发区的建设。如重庆市规划了五大统筹发展区，其中四个发展区都依托高速公路来规划，分别是成渝高速公路沿线产业带、渝黔高速公路沿线产业带、渝涪高速公路沿线产业带和渝遂高速公路沿线产业带
沈大高速公路	沈大高速公路建成以来，沿线五市共建各类开发区 85 个，占全省开发区总数的 49.4%。其中国家级开发区全省 9 个，沈大沿线占 8 个。

资料来源：中金公司研究部

2. 高速公路引发沿线土地增值 级差地租理论表明距离城市越近的土地地租越高，其使用价值越大。高速公路的修建，使一块土地由远离交通线、枢纽线、空间可达性差而变得交通便利，空间可达性大大增强，新城市、工厂的建立，使附近土地产生空间位移，从而导致土地使用价值的大幅度提高。从我国的情况看，高速公路建成后，沿线土地价格上涨明显。

图表 76：高速公路沿线土地增值情况

高速公路	沿线土地增值情况
京津塘高速公路	京津塘高速公路建成后产生的土地增值效益达 75 亿，产业带与周边地区的地价相比，通车前相差 0.5 万元/亩，通车后相差 2.17 万元/亩，产业带的地价水平已达到北京几个卫星城的地价水平
广深高速公路	广深高速公路沿线的征地价从 1987 年的 1.6 万元/亩（广州）增至 1993 年 7 万元/亩，增幅达到 7 倍，公路两侧的工业用地和商业用地的征地价格更高，达到广深高速公路建设用地征地价的 3 倍以上
济青高速公路	济青高速公路通车后使沿线土地价格平均上涨了 8—10 倍
沪嘉、莘松高速公路	沪嘉、莘松高速公路建设之前，沿线土地价格低廉，当时合资企业占用土地仅 5 美元/平方米，高速公路建成后，大大改善了当地的交通环境和投资环境，土地大幅度增值，价格上涨到超过 25 美元/平方米

资料来源：中金公司研究部

3. 高速公路促进了沿线旅游人数及旅游收入的增加 高速公路提供的便捷的运输条件必然加快其沿线地区潜在资源的开发和利用，而高速公路使得出游时间得以缩短，将提高游客出行意愿。日本冲绳岛在 58 号高速公路之前，旅游者多集中在交通方便的南部地区，北部交通落后，旅游业也不发达。58 号高速公路建成后，1983 年到北部恩纳海岸的旅游者占冲绳旅游人数的比例，从 1976 年的 34.5% 迅速提高到 62.3%，冲绳的年旅游收入增长了 52 倍。我国的情况也有类似情况。

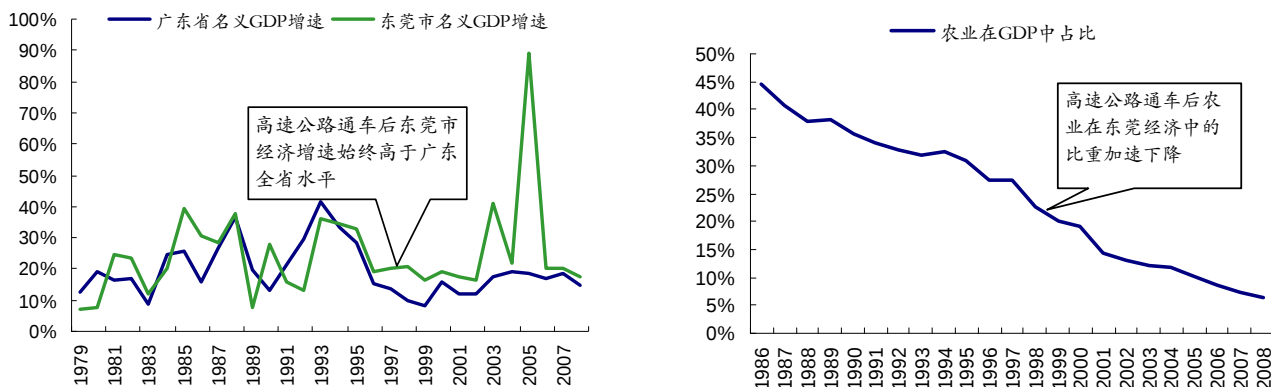
图表 77：高速公路促进了沿线旅游人数及旅游收入的增加

高速公路	沿线旅游收入和旅游人数
沈大高速公路	沈大高速公路建成后，旅行观光非常方便、舒适、安全，沿线五市旅游人数和旅游外汇收入年均增长速度分别高出全省平均水平1.3个和3.9个百分点。
西临、贵黄高速公路	我国西临（西安至临潼）和贵黄（贵阳至黄果树）两条高速公路建成通车后，旅游人数成倍增加
宁沪、京沪高速公路	宁沪和京沪高速公路建成后，沿线城市苏州、无锡、镇江、扬州、南京的旅游人数也明显增加
广深高速公路	广深高速公路建成后，内地到香港旅游和从香港入境的游客明显增多，仅1994年就有内地游客190万人次到香港，比上年增长33%
济青高速公路	济青高速公路使山东以济南、泰安、曲阜为主的“一山一水一圣人”旅游线和以青岛、烟台、威海为中心的半岛旅游景点以及潍坊、淄博民俗旅游线更加紧密地连成一体，旅游人数增长迅速，旅游景点得到更好开发，大大增加了山东旅游的吸聚力

资料来源：中金公司研究部

4. 高速公路使得一些小城镇发展成为中小城市，同时亦有利于推进城市化进程和缩小区域经济差异。高速公路贯通有利于缩小城乡差别，公路沿线城镇集聚，人口、产业的集聚带动了商业、饮食等第三产业的迅速发展，吸引大量农村人口、外来人口前来落户，这对提高沿线地区农村城镇化水平起到了不容忽视的促进作用。近几年，高速公路沿线相继出现一批不同类型、不同层次、不同风格的中小城市，非农业劳动人口的比重逐步上升。东莞市原是一个以农业为主的县，随着广深高速公路的建设和使用，国内投资者及外商看中了良好的交通条件，纷纷投资建厂，形成一个又一个科技园和工业区，同时当地的乡镇企业迅猛发展，打破了由城市向农村辐射的传统模式，走出了一条城乡经济一体化的道路。广西的防城港市原是一个以给越南秘密运送物资供给的“海上胡志明小道”，随着钦防高速公路的建成和使用，极大地促进了该市运输结构和运输体系的优化升级，使防城港市运输业的发展向前迈开了一大步，成为我国西南地区出海的主门户。高速公路的投入使用，还带动了一批新的城市群体的出现。沈大高速公路建成后，1990年—1993年，辽宁省新增的8个县级市、113个建制镇中，沿线五市占了5个和54个。另外，高速公路缩短了农产品的储运时间，加速了农业信息交流，从而扩大了难贮藏、难运输的鲜嫩农副产品的市场范围，提高了农业综合效益，也提高了以农业为主地区居民的收入水平。高速公路建加速了劳动力由农村向城镇、由农业向工业、由第一产业向第二、第三产业转移，也促进了沿线地区产业结构的优化。

图表 78：高速公路在区域发展和经济结构升级上起到促进作用



资料来源：Wind EDB，中金公司研究部

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: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司
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

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司
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

新加坡

中国国际金融（新加坡）有限公司
新加坡百得利路6号39层4号
邮编: 049909
电话: (65) 6572-1999
传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
邮编: 200020
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1180

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: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243

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: (86571) 8849-8000
传真: (86571) 8735-7743

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: (8625) 8316-8988
传真: (8625) 8316-8397

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: (8620) 8396-3968
传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我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。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供，及(2)中国国际金融（新加坡）有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act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，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。