



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

行业动态
证券研究报告

2011 年 4 月 14 日

建筑与机械

研究部

吴慧敏

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080209070098
wuhm@cicc.com.cn

张松

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511010055
zhangs2@cicc.com.cn

靴子落地, 新十二五规划目标初步明确

行业近况:

铁道部部长盛光祖接受人民日报采访时表示¹: “十二五”期间, 铁路新线投产总规模控制在 3 万公里, 十二五末铁路运营里程达 12 万公里左右, 其中: 以高速铁路为主骨架的快速铁路网 4.5 万公里左右, 西部铁路 5 万公里左右, 快速铁路网将按照三个速度等级建设: 分别是时速 300 公里、200-250 公里和 200 公里以下, 按照这个规模, “十二五”期间将安排基建投资 2.8 万亿元。

评论:

盛部长的讲话基本印证了我们原来的判断:

- ▶ **十二五铁路基建投资 2.8 万亿, 低于市场原预测 3.5 万亿近 20%:** 从里程的对比来看, 盛部长的表述也更为保守 (图表 2); 同时, 突出强调“保在建、上必需、重配套”, 即已经开工的项目将会继续建设, 未开工和未审批的项目将可能有所推迟。此外, 从总投资 2.8 万亿的时间分布上, 我们认为, 2011、2012 年仍可维持在年均 7,000 亿的水平, 2013-2015 随着 2011 年后新开工项目的放缓, 铁路基建投资额将下降至年均 4,000-5,000 亿的水平;
- ▶ **不再单纯追求高铁的速度, 而是按照适度和经济的原则:** 目前规划的快速铁路网将分为三个等级, “四纵四横”按照时速 300 公里建设, 高速铁路延伸线、连接线及城际铁路按时速 200-250 公里建设, 其他为时速 200 公里以下线路;
- ▶ **高铁建成后, 实施三种速度等级混合运行:** 即在时速 300 公里的高速铁路上, 同时开行时速 300 公里和时速 200-250 公里两种动车组列车; 在时速 200-250 公里的线路上, 同时开行时速 200-250 公里动车组列车和时速 120-160 公里的普通客车; 在时速 200 公里及以下线路上, 开行普通客车和货物列车。我们预计, 按此计划, 动车组的未来需求将更多以 200-250 公里速度等级的动车组为主。

估值与建议:

自 2 月 12 日刘志军事件以来, 高铁板块 A 股平均下跌 9.3% (上证指数上涨 7.9%), H 股平均下跌 17.2% (恒生国企指数上涨 12.3%), 高铁板块大幅跑输大盘。我们认为, 随着铁道部“最新十二五规划”主要内容的逐步形成, 铁道部人事变动带来的不确定性在逐步消除, 政策的靴子已经基本落地, 我们将持续跟踪“十二五”规划的细节作更多数量分析;

对于铁路建设公司而言, 高铁建设高峰期已过, “双铁”的当前 A 股平均估值水平为 10 倍, H 股平均估值水平为 8 倍, 市场已经充分反映 2012 年铁路投资规模的下降, 继续下行的风险不大; 但从基本面上而言, 两家公司仍缺乏明显的催化因素, 股价的上涨动力取决于公司多元化业务的发展、市场结构的转型及海外市场的拓展;

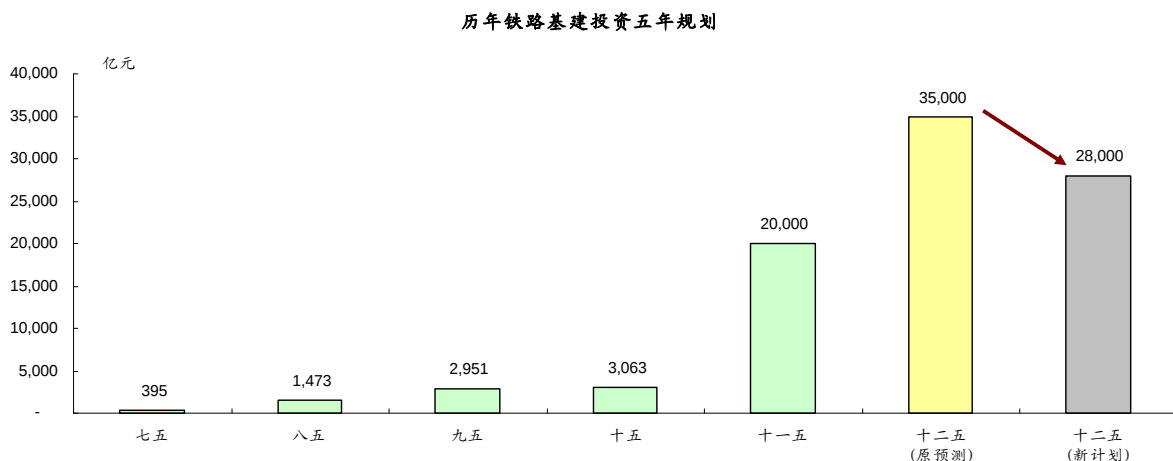
对于轨道交通装备公司而言, 短期内, 随着 2009 年快速铁路网建设的逐步通车运行, 城市轨道交通装备未来两年需求仍将保持高增长; 目前, 中国南车 A 股和 H 股 2011PE 分别为 23.6x 和 20.6x, 处于合理估值区间, 随着政策的逐步明朗, 公司股价下跌风险不大, 铁道部二季度装备招标的重启和公司新产品的下线将成为股价推动因素。

风险提示:

铁道部投资规划的下降进一步超出市场预期。

¹ <http://house.people.com.cn/GB/14373969.html>

图表 1: 十二五最新规划较市场预期下降 20%



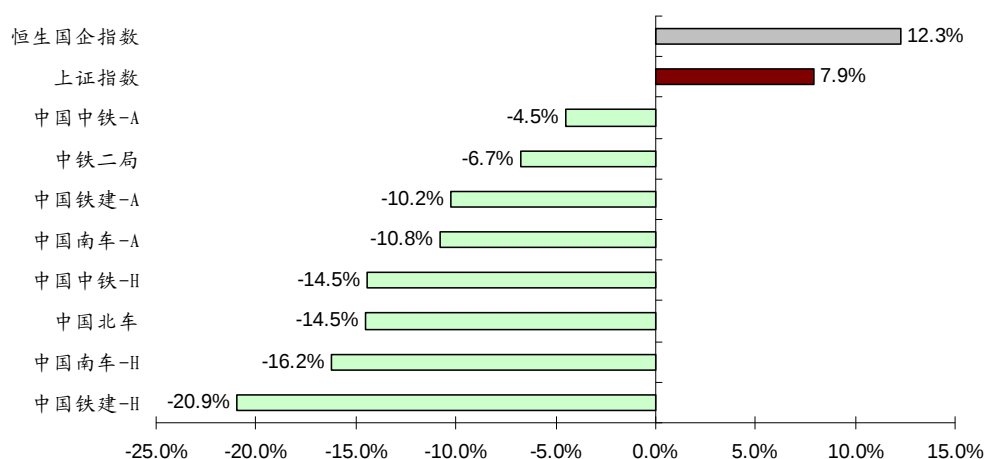
资料来源：铁道部，中金公司研究部

图表 2: 新旧十二五目标对比

	刘在任期间	最新
十二五末铁路总里程	12万公里以上	12万公里左右
十二五末复线率	50%	50%
十二五末电气化率	60%	60%
快速铁路网长度	5万公里	4.5万公里左右
西部铁路	5万公里以上	5万公里左右
高铁速度	“四纵四横”，时速大部分在350公里，也有部分地段是250公里；跨区际的快速通道一般定位在时速250公里；城市轨道交通大部分是200-250公里	“四纵四横”主通道的高速铁路，按时速300公里建设；高速铁路延伸线、连接线及城际铁路按时速200-250公里建设

资料来源：铁道部，中金公司研究部

图表 3: 自 2 月 12 日铁道部人事变动以来，高铁板块股票均大幅跑输大盘



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 4: 建筑行业可比公司估值表

公司名称	当前股价	市值	摊薄每股盈利			市盈率			CAGR	市净率			净资产收益率			资产负债率	毛利率	净利率
	2011-4-13	(百万美元)	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09-11	09A	10E	11E	09A	10E	11E			最近会计年度
美国	(USD)		(USD)	(USD)	(USD)													
Fluor Corp.	67.92	11,991	3.83	2.14	3.32	17.7	31.7	20.5	-6.9%	3.6	3.3	2.9	20%	11%	15%	58%	5%	3%
Jacobs Engineering Group	48.32	6,107	3.26	2.38	2.56	14.8	20.3	18.9	-11.5%	2.3	2.1	1.9	n.a.	9%	10%	47%	15%	4%
Shaw Group Inc	34.26	2,786	0.18	2.16	1.65	190.3	15.9	20.8	202.4%	2.0	1.8	1.7	7%	10%	8%	67%	8%	2%
KBR Huston	35.78	5,416	1.74	1.99	2.18	20.6	18.0	16.4	11.8%	2.5	2.3	2.0	n.a.	14%	14%	65%	7%	3%
平均值		6,575				60.9	21.5	19.2	49.0%	2.6	2.4	2.1	13%	11%	12%	60%	9%	3%
中间值		5,761				19.1	19.2	19.7	2.5%	2.4	2.2	2.0	13%	11%	12%	62%	7%	3%
欧洲																		
VINCI SA (EUR)	43.47	35,066	2.94	3.18	3.35	14.8	13.7	13.0	6.7%	2.4	2.1	2.0	17%	16%	16%	83%	n.a.	5%
Bouygues Corp. (EUR)	33.68	17,864	3.76	3.11	3.36	9.0	10.8	10.0	-5.5%	1.4	1.3	1.2	17%	12%	12%	75%	n.a.	5%
Skanska Ab-B Shs (SEK)	127.90	8,678	8.42	8.60	11.78	15.2	14.9	10.9	18.2%	2.7	2.7	2.3	18%	19%	25%	77%	8%	2%
Hochtief AG (EUR)	64.52	7,202	2.62	3.19	4.12	24.7	20.2	15.7	25.5%	2.0	1.6	1.5	10%	10%	12%	76%	n.a.	1%
平均值		17,203				15.9	14.9	12.4	11.2%	2.1	1.9	1.8	15%	14%	16%	78%	8%	3%
中间值		13,271				15.0	14.3	11.9	12.5%	2.2	1.9	1.8	17%	14%	14%	77%	8%	3%
日本	(JPY)		(JPY)	(JPY)	(JPY)													
Shimizu Corp.	356	3,341	8.01	-8.73	14.39	44.4	-40.8	24.7	34.0%	0.8	0.9	0.9	2%	-1%	4%	81%	7%	2%
Kajima Corp.	239	3,007	-6.20	13.02	12.84	-38.5	18.4	18.6	n.a.	0.9	1.0	0.9	-2%	5%	5%	84%	6%	2%
Taisei	203	2,755	-22.93	19.24	10.78	-8.9	10.6	18.8	n.a.	0.7	0.8	0.8	-5%	7%	4%	78%	8%	1%
Obayashi	363	3,117	15.24	-74.21	23.24	23.8	-4.9	15.6	23.5%	0.6	0.8	0.7	3%	-15%	5%	74%	6%	1%
平均值		3,055				5.2	-4.2	19.5	28.8%	0.7	0.9	0.8	-1%	-1%	4%	80%	7%	2%
中间值		3,062				7.5	2.8	18.7	28.8%	0.7	0.9	0.8	0%	2%	5%	80%	7%	2%
香港	(HK\$)		(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)													
中国中铁	4.38	14,666	0.37	0.42	0.52	11.9	10.5	8.4	19.2%	1.3	1.2	1.0	11%	11%	12%	81%	6%	2%
中国铁建	7.10	13,047	0.61	0.41	0.92	11.7	17.3	7.8	22.7%	1.4	1.3	1.1	11%	13%	14%	83%	6%	1%
中交建	7.42	14,147	0.55	0.79	0.97	13.4	9.4	7.7	32.4%	1.8	1.5	1.3	13%	16%	17%	75%	10%	3%
中交建 (A股IPO后)	7.42	14,147	0.45	0.64	0.78	16.6	11.6	9.5	32.4%	1.8	1.5	1.3	13%	16%	17%	75%	10%	3%
中国中冶	3.36	12,227	0.26	0.33	0.37	12.8	10.1	9.0	19.0%	1.5	1.2	1.1	11%	12%	12%	81%	10%	3%
中国建筑国际	7.55	3,480	0.19	0.29	0.41	40.1	26.1	18.6	46.9%	7.7	5.9	2.7	19%	22%	15%	75%	11%	9%
平均值		11,000				18.0	14.7	10.3	28.1%	2.7	2.2	1.4	13%	15%	14%	79%	8%	3%
中间值		13,187				12.8	10.5	8.4	22.7%	1.5	1.3	1.1	11%	13%	14%	81%	10%	3%
国内A股	(RMB)		(RMB)	(RMB)	(RMB)													
中国中铁	4.70	14,666	0.32	0.35	0.42	14.6	13.4	11.1	14.4%	1.6	1.5	1.4	11%	11%	12%	81%	6%	2%
中国铁建	7.10	13,047	0.53	0.34	0.74	13.3	20.6	9.6	17.7%	1.6	1.5	1.4	12%	7%	14%	83%	6%	1%
中国建筑	3.99	18,322	0.19	0.28	0.35	20.9	14.5	11.4	35.4%	1.7	1.6	1.4	8%	11%	13%	70%	8%	2%
中国中冶	4.42	12,227	0.23	0.28	0.30	19.1	15.9	14.6	14.3%	2.2	1.9	1.7	12%	12%	12%	81%	10%	3%
葛洲坝	12.03	6,422	0.38	0.39	0.54	31.7	30.5	22.5	18.8%	5.1	4.1	3.6	16%	13%	16%	76%	12%	4%
中铁二局	10.69	2,388	0.46	0.67	0.86	23.2	16.0	12.5	36.3%	3.7	3.2	2.6	16%	20%	21%	83%	4%	2%
隧道股份	13.26	1,489	0.49	0.75	0.78	27.0	17.6	17.1	25.7%	2.5	2.2	2.0	9%	12%	12%	78%	9%	4%
平均值		7,761				32.9	21.3	18.0	29.0%	3.2	2.7	2.4	11%	13%	14%	77%	8%	2%
中间值		6,422				23.2	17.6	14.6	25.1%	2.5	2.2	2.0	11%	12%	13%	78%	8%	2%

资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 5: 机械行业可比公司估值表

公司名称	股票代码	货币	股价 2011-4-13	市值 (百万美元)	每股收益			市盈率			市净率		
					09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E
工程机械													
三一重工	600031 CH Equity	RMB	28.8	22,316	0.39	1.11	1.58	74.3	26.0	18.2	16.3	12.8	8.5
中联重科-A	000157 CH Equity	RMB	16.9	15,614	0.41	0.79	1.09	41.0	21.5	15.5	13.4	3.7	3.1
中联重科-H	1157 HK Equity	HKD	22.1	15,614	0.47	0.94	1.34	47.1	23.6	16.5	15.4	4.0	3.2
徐工机械*	000425 CH Equity	RMB	28.7	9,065	0.84	1.42	1.61	34.0	20.2	17.9	6.8	2.5	1.9
柳工	000528 CH Equity	RMB	40.9	4,696	1.15	2.06	2.99	35.4	19.9	13.7	7.5	5.8	3.2
龙工*	3339 HK Equity	HKD	6.1	3,341	0.21	0.40	0.50	28.6	15.2	12.1	6.0	4.3	3.2
山推股份*	000680 CH Equity	RMB	24.0	2,785	0.56	1.12	1.36	43.1	21.3	17.7	5.6	4.4	3.5
厦工股份*	600815 CH Equity	RMB	16.3	1,944	0.14	0.76	0.93	119.7	21.5	17.6	6.6	4.1	3.2
山河智能	002097 CH Equity	RMB	16.2	1,039	0.26	0.51	0.63	62.9	31.6	25.4	5.1	4.5	3.9
安徽合力	600761 CH Equity	RMB	19.3	1,053	0.31	1.01	1.33	61.7	19.0	14.5	3.2	2.8	2.4
平均值								56.5	22.3	17.0	9.3	5.6	4.0
中值								45.1	21.4	17.0	6.7	4.2	3.2
煤炭机械													
天地科技*	600582 CH Equity	RMB	24.0	3,715	0.70	0.82	1.03	34.3	29.3	23.3	6.5	6.4	5.0
郑煤机	601717 CH Equity	RMB	39.6	4,239	0.90	1.26	1.71	43.9	31.4	23.1	18.5	5.5	4.6
三一国际	631 HK Equity	HKD	14.5	3,870	0.27	0.38	0.55	54.0	37.7	26.4	6.3	5.3	4.5
国际煤机	1683 HK Equity	HKD	7.4	1,239	0.20	0.30	0.45	37.1	24.4	16.6	12.7	2.9	2.5
山东矿机*	002526 CH Equity	RMB	23.8	973	0.28	0.45	0.73	85.5	53.0	32.6	13.7	3.9	3.5
林州重机*	002535 CH Equity	RMB	31.7	995	0.28	0.48	0.80	113.5	66.6	39.5	17.4	9.1	7.7
ERA*	8043 HK Equity	HKD	0.7	534	0.02	0.03	0.06	31.3	22.8	11.4	18.7	3.1	2.4
尤洛卡*	300099 CH Equity	RMB	37.7	597	0.47	0.54	0.84	80.9	70.2	45.0	29.7	5.4	4.8
平均值								60.1	41.9	27.2	15.4	5.2	4.4
中值								49.0	34.5	24.9	15.6	5.3	4.5
铁路设备													
中国南车	601766 CH Equity	RMB	7.6	13,588	0.14	0.21	0.32	53.8	35.6	23.6	5.2	4.7	4.1
中国南车-H	1766 HK Equity	HKD	8.2	13,588	0.16	0.25	0.40	51.0	32.3	20.6	4.9	4.2	3.6
中国北车	601299 CH Equity	RMB	7.7	9,744	0.16	0.23	0.35	48.4	32.8	21.7	3.0	2.8	2.6
南车时代*	3898 HK Equity	HKD	31.2	4,351	0.56	0.92	1.30	56.1	33.8	24.0	7.9	6.7	5.4
赛微电子*	580 HK Equity	HKD	1.9	329	0.03	0.06	0.10	57.9	30.2	19.2	9.7	3.5	2.8
平均值								53.4	33.0	21.8	6.1	4.4	3.7
中值								53.8	32.8	21.7	5.2	4.2	3.6
整体平均值								49.2	32.5	22.8	8.4	4.4	3.6
整体中值								43.9	29.5	23.1	6.5	4.1	3.4

资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

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

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

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

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

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

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

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

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

北京

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

Singapore

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

上海

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

United Kingdom

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

香港

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

北京建国门外大街证券营业部

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

杭州教工路证券营业部

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

成都滨江东路证券营业部

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

武汉解放大道证券营业部

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

上海淮海中路证券营业部

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

南京中山北路证券营业部

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

厦门莲岳路证券营业部

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

重庆洪湖西路证券营业部

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

深圳福华一路证券营业部

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

广州天河路证券营业部

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

青岛香港中路证券营业部

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



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