

毛力

第一上海研究部

86755-33331813

行業

鐵路建設

評價：

正面

**鐵路經濟——經濟下行週期中的大發展行業**

- ▶ **鐵路系統迎來大發展**：鐵路建設成爲中國經濟發展的必經之路，目前中國東西部的經濟落差，中國經濟狀況所造成的運輸瓶頸，以及積極的財政政策刺激下，使得鐵路建設成爲未來經濟下行中能得以大發展的行業板塊。
- ▶ **投資額度巨大**：發改委原先公佈的十一五規劃中，中國將新建鐵路線 1.7 萬公里，合計固定投資總額爲 1.5 萬億元。而由鐵道部公佈的資料看，2006 年和 2007 年的基本建設投資（路軌、橋樑、車站等固定設施）總額分別爲 1550 億和 1772 億元左右，比原投資計畫要略低，因此我們預計，未來幾年鐵路的基本建設將維持快速增長態勢。2008 到 2010 年，行業投資總額達到人民幣 1 萬 2 千億元。
- ▶ **行業寡頭壟斷，分享鐵路發展盛宴**：對於鐵路建設行業，政府採取了相應的准入制度，用各種法律手段限制海外企業的進入，同時把國內其他企業都拒之門外。因此，鑒於這個行業的雙重特殊門檻，目前市場幾乎沒有新進入者。在鐵路基礎建設方面僅有中國中鐵、中國鐵建在瓜分市場，在鐵路移動設備市場中只有中國南車和北車集團參與，而在核心動力牽引方面只有株洲南車時代電氣獨佔市場。
- ▶ **關注南車時代電氣（3898）**：牽引系統平均毛利率爲 35% 以上，遠高於鐵路基建行業平均水準，同時所處的子行業的 3 年需求複合增長率預計爲 41%。2008 年平均市盈率爲 12 倍，低於行業平均水準。

# 中國鐵路投資進入快速發展期

## 鐵路建設是經濟發展必經之路

自 1825 年英國出現第一條鐵路以後，英國就成為了當時最強的工業國家。法國在當時工業化速度比較慢。一直到 1830 年的七月革命後的工業變革中，法國建立了南北和東西的鐵路系統，讓法國成為了當時僅次於英國的工業大國的地位。

### 鐵路發展促進德國邁入新興工業國

德國在發佈了關稅法之後幾年，就開始了鐵路網和其他交通網的投資。當時的鐵路網著實成為了德國工業的發動機，不僅建立了魯爾工業區，同時為德國的煤炭，鋼鐵，工程等行業帶來了新興的市場，同時也為銀行業的發展開拓了新空間。因此，現代的學者認為德國的發展兩大基石是德意志關稅的同盟和鐵路的發展。

### 美日的強盛也是鐵路大發展帶來的

在歐洲大陸的鐵路造就了新興強國之後，美國和日本鐵路的大發展，也為他們成為經濟強國奠定了基礎。美國鐵路大發展時期是 19 世紀 60 年代中期到 20 世紀 20 年代前，是其重工業化發展的時期。日本在自 1872 年後開始了鐵路建設，到戰前日本完成了大約 2 萬 5 千公里的鐵路，鐵路建設在當時造就了日本的重工業建設和發展。

### 鐵路建設將促動一個國家的製造業、基礎建設業和金融體系的加速繁榮和進步

縱觀整個經濟強國發展的歷史，鐵路現代化的建設是一個國家從傳統的農業社會向工業社會轉變中一個重要基礎，鐵路不僅是最龐大的陸上運輸工具，同時鐵路建設將促動一個國家的製造業、基礎建設業和金融體系的加速繁榮和進步。因此中國鐵路建設是中國經濟發展的必要條件，多年的重工業化的發展促使鐵路網需要重新完善，而目前中國已經進入鐵路網建設的高速發展時期。

圖表 1：各國鐵路網的公里數和人均密度

|      | 人均里程（厘米） | 铁路里程（公里） |
|------|----------|----------|
| 中国   | 5.7      | 74408    |
| 印度   | 6.3      | 63823    |
| 巴西   | 17.3     | 29413    |
| 日本   | 20.9     | 26520    |
| 法国   | 52.8     | 32745    |
| 德国   | 55.0     | 45358    |
| 俄罗斯  | 60.9     | 87149    |
| 阿根廷  | 91.5     | 33821    |
| 美国   | 92.1     | 271550   |
| 加拿大  | 179.2    | 57694    |
| 澳大利亚 | 214.4    | 39667    |

資料來源：中國交通運輸資訊網、第一上海

## 中國鐵路的運輸瓶頸

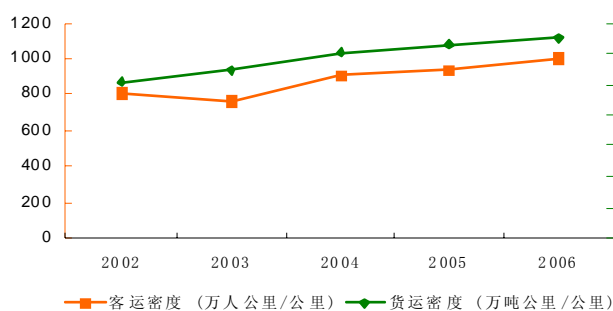
整體的鐵路運輸需求急速上升

從2002年到2006年的5年裏，中國的鐵路運輸的貨運密度從2533萬噸公里/公里增長到了3242萬噸公里/公里。同時人均客運鐵路密度也早已無法承載現有的需求，根據公開資料，在同一時期內，中國鐵路運輸的客運密度從807萬人公里/公里上升到1002萬公里/公里，整體的鐵路運輸需求急速上升，而鐵路運輸瓶頸已經非常明顯。

005年以前中國鐵路基礎建設投資增長率要遠低於GDP的增長

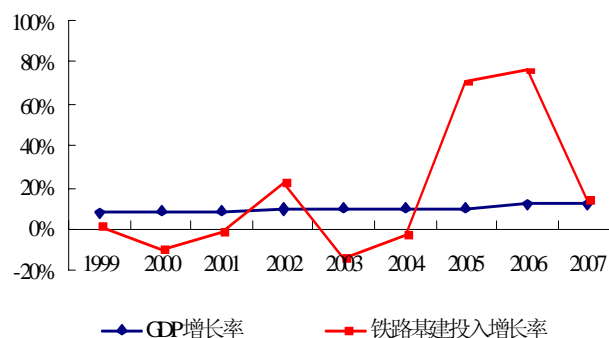
從圖2可以看出，2005年以前中國鐵路基礎建設投資增長率要遠低於GDP的增長，在某些年份投資增長率竟然為負數。由於長期對鐵路的投資短缺，使得在中國從90年代到現在，鐵路運輸一直處於超負荷運轉，運輸瓶頸一直困擾著經濟的發展，從原材料的運輸，客流的運輸都無法妥善解決。

圖表 2: 中國鐵路貨運和客運密度變化



資料來源：中國鐵道部、第一上海

圖表 3: 中國 GDP 增長與鐵路基建變化



資料來源：中國鐵道部、第一上海

## 東西部經濟落差促進鐵路發展

解決東西部經濟的不平衡，是發展鐵路的重要動力

目前東西部經濟的不平衡，也是政府決心發展鐵路的重要動力。由於整個中國經濟發達地區處於東部沿海地區、該地區既是中國製造、貿易和金融的基地，也是中國出口貿易港口的集中地。然而煤炭、原油等原材料主要集中于中國華北、中部和西北地方。因此中國政府為了保證沿海地區的經濟增長，同時加速內地的經濟高速增長，必須建立一個高速完整的鐵路網。

同時，由於東部沿海的經濟發展迅速，導致東部地區客流周轉速度迅速加快。另外，每年中西部的勞動力往東部的輸送，給鐵路客運提出了相當的壓力。而且在政府提出西部開發之後，隨著中西部地區經濟的崛起，各地區人口移動頻繁程度進一步加快，因此要適應中國發展的經濟環境，則需要長距離和大容量的鐵路運輸系統。

## 積極的財政政策將維持鐵路建設持續增長

### 鐵路建設行業的週期性被弱化

鐵路建設行業屬於基建類行業，具有比較明顯的週期性。雖然目前國內受全球經濟的影響，而使得實體經濟增長趨緩，但是中國政府也出臺了一些積極的財政性政策來刺激經濟的發展。其中鐵路業因為供需關係緊張，因此成爲了積極財政政策的主要受益對象，從而弱化了鐵路建設行業的週期性。

中國目前鐵路建設行業受經濟衰退的影響比較小，建設的資金將通過債券融資、提高鐵路建設基金、吸引地方及企業投資來解決，在2009年和2010整個鐵路固定投資總額將達到8500億元人民幣左右，其中包括了路軌、橋樑車站以及車輛等建設。

## 鐵路建設行業的產業鏈分析

### 整個鐵路建設行業可以被劃分爲兩大產業板塊：一、鐵路固定設施；二、鐵路移動設備

整個鐵路建設行業可以被劃分爲兩大產業板塊：一、鐵路固定設施；二、鐵路移動設備。鐵路固定設施主要包括路軌、路基、橋樑、隧道、車站以及相關設備等。鐵路移動設備包括：機車、車輛、維護設備、電控設備以及各類相關零部件等等。這兩大產業板塊將在十一五到十二五規劃中獲得巨大的收益。

在2004年以前，中國鐵路固定設施建設（鐵路基礎建設）市場屬於封閉狀態，由鐵道部下屬工程建設公司完成。到2004年底，由中國鐵道兵部隊轉制中國鐵建、以及原鐵道部下的中國中鐵兩大工程基建集團被獲准承接鐵路固定設施建設業務。之後，鐵道部開放了其他工程建設企業進入國內鐵路固定設施建設市場，並且鼓勵其他工程建設集團參與國內鐵路固定設施建設行業的競爭，目前已有中交建設已經獲得了少部分鐵路建設的訂單。因此，國內鐵路固定設施建設行業將逐步放開。而當前的國內鐵路固定設施的市場仍然處於寡頭壟斷，參與固定設施建設的公司主要包括：中國中鐵、中國鐵建。

### 鐵路固定設施建設屬於基建項目，毛利率相對比較低，一般在5%~6%左右

鐵路固定設施建設屬於基建項目，因此帶有明顯的基建行業的盈利特性，如參與公司的銷售額巨大，但毛利率相對比較低，一般在5%~7%左右，如果銷售額不包含設備採購部分，其毛利率在9%~10%左右。一般鐵路固定設備基建合同多半採用開口合同，材料成本漲價部分可以轉嫁客戶，目前一般協定是如果材料漲價3%以上部分由客戶承擔，但如果材料價格下降，相應總合同價格也將相應調整。

關於鐵路移動設施製造，政府也採用了准入制度。由於中國鐵路設備製造公司在這方面相對技術比較落後，因此引進了一些國外有關公司共同參與開發和製造。當然，爲了保護國內移動設備製造商，中國政府規定這些國外公司必須與中國公司建立合資企業，方能參與鐵路移動設備競標，使如鐵路高速機車、動車組等產品得以國產化。目前最主要的市場參與者爲中國南車和北車集團，其他海外公司如西門子、龐巴迪或者阿爾斯通等都是通過中國南車和北車集團的合資來參與競標。因此市場競爭本質也就是南

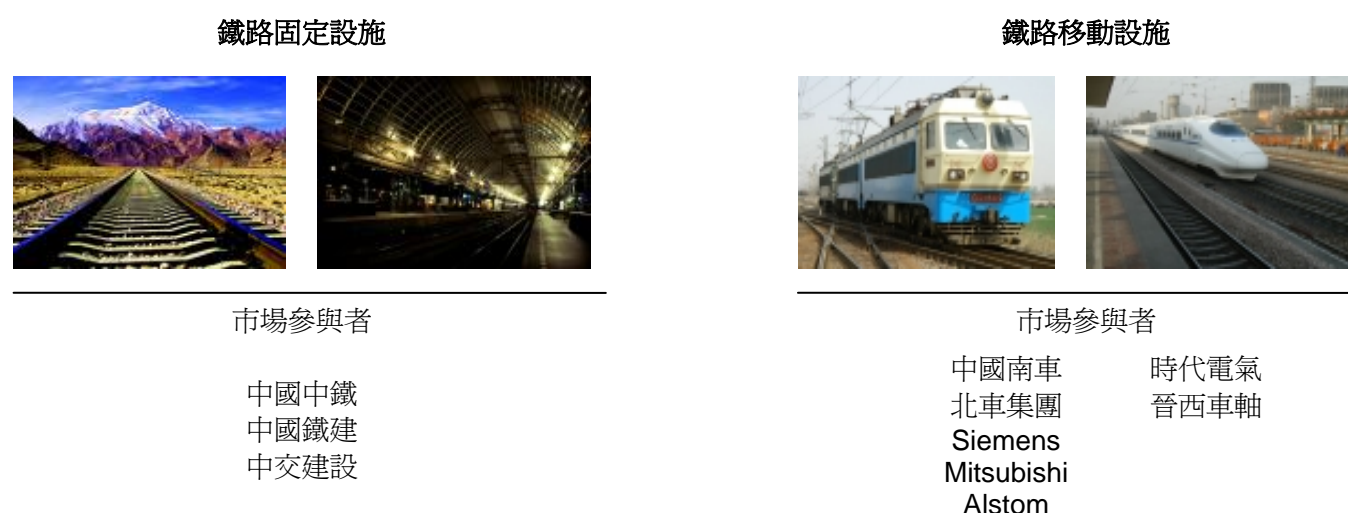
車和北車之間進行技術消化能力的競爭，目前看南車的技術消化更快一些。

鐵路移動設備零部件製造商，基本都是些曾經隸屬於鐵道部的下屬的零部件製造公司，有很多分別是南車和北車的子公司，這些公司絕大部分獲得了市場准入證書，而其他想參與鐵路移動設備市場的公司因為政府准入制度的門檻，被拒之市場外。因此在鐵路移動設備市場中，無論是整車還是零部件，都是基本屬於寡頭壟斷的市場。

移動設備製造參與者，則擁有相對高的毛利率，一般可維持在 20% 左右

移動設備製造參與者，擁有相對高的毛利率，一般可維持在 20% 左右。如果公司能提高零部件自產比例和設計能力將有更高的毛利率。一般核心零部件製造商的毛利率維持在 30% 以上，如果核心零部件商能擁有設計能力，公司毛利率可以接近 40%。

圖表 4：中國鐵路建設行業產業鏈



資料來源：第一上海

## 鐵路發展帶來的產業機會

### 中國鐵路系統發展規劃

由於鐵路已經成為中國經濟發展的一個瓶頸，目前鐵路網僅能完成中國總需求 40% 的運量，人均鐵路全球排名接近 200 名。因此隨著中國政府一系列的鼓勵措施出臺，自 2005 年起中國鐵路進入了一個大規模投資和擴張的快速發展時期，2008 到 2009 年將處於一個建設的高潮期。

鐵路是現代物流業的骨幹線路，也是確保國家經濟發展和戰略安全的動脈，尤其是對於中國地域遼闊的國家更為重要。鐵道部的這次鐵路系統升級包括建設覆蓋全國的鐵路網、複綫建設以及提速等等。

2007 年全國鐵路固定資產總投資完成 2520 億

我們從 2004 年實施長期的規劃來看，鐵路固定資產投資總額從每年長期穩定在 850 億左右，到 2005、2006 連續兩年的投資增幅均超過了 50%，

元，絕對金額已達高增長前的 3 倍。

從而確定了建設進入一個快速增長時期。根據鐵道統計公報資料，2007 年全國鐵路固定資產總投資完成 2520.7 億元，同比增長 20.7%，絕對金額已達 2004 年的 3 倍。

從里程增長比例來看，目前的完工量雖然較以前有增長，但還是不能滿足整體需求的。2007 年底中國運營鐵路增長 7.8 萬公里，比上年增長了接近 1000 公里。鐵路總延展里程為 15.7 萬公里，比上年增長了約 2000 公里。因此我們認為，雖然從 2006 年到 2007 年鐵路投資開始大規模的上揚，但是真正的完工高峰時期，應該是在 2008 年到 2010 年。而在這個期間也是各類鐵路機車和車輛開始訂購的高峰期，以滿足新投入運營的鐵路里程。因此機車設備製造商和零部件提供商將擁有巨大的商業機會。

整個鐵路產業，幾乎不會受到宏觀經濟波動和政府宏觀調控政策的影響

因此，根據當前政府的一系列規劃以及建設速度看，我們認為當前整個鐵路產業鏈，包括鐵路基建和移動設備製造幾乎不會受到宏觀經濟波動和政府宏觀調控政策的影響。

圖表 5：中國鐵路網規劃圖



資料來源：中國鐵道部、第一上海

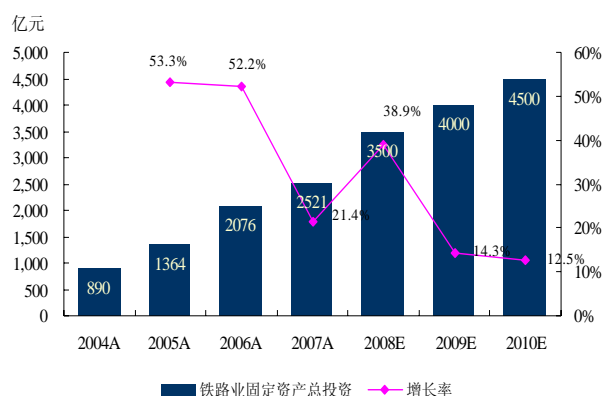
### 鐵路固定設施投資的預測

十一五規劃中，中國將新建鐵路線 1.7 萬公里，合計固定投資總額為 1.5 萬億元

根據發改委原先公佈的十一五規劃中，中國將新建鐵路線 1.7 萬公里，合計固定投資總額為 1.5 萬億元。而由鐵道部公佈的資料看，2006 年和 2007 年的基本建設投資（路軌、橋樑、車站等固定設施）總額分別為 1550 億和 1772 億元左右，比原投資計畫要略低。

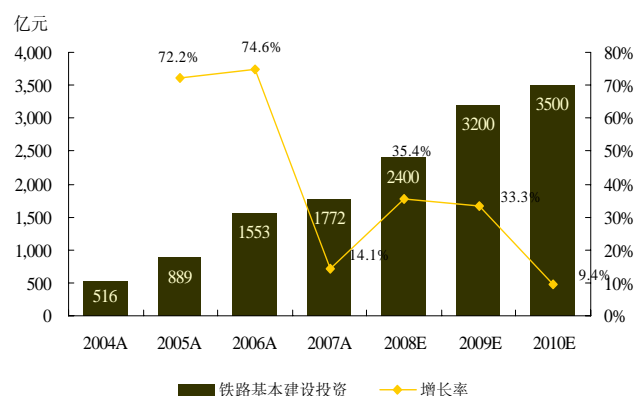
因此我們預計，未來幾年鐵路的基本建設將維持快速增長態勢。我們根據鐵道部公開歷史資料，做了未來幾年鐵路建設行業總投資及基本建設投資預測。我們認為到2008年，鐵路建設行業固定設備投資可達到2400億元左右，預計到2009年將維持33.3%的增長，完成約3200億元的投資額度。

圖表 6: 中國鐵路投資規劃預測



資料來源：中國鐵道部、第一上海

圖表 7: 中國鐵路基本建設投資規劃預測



資料來源：中國鐵道部、第一上海

## 鐵路移動設備投資的預測

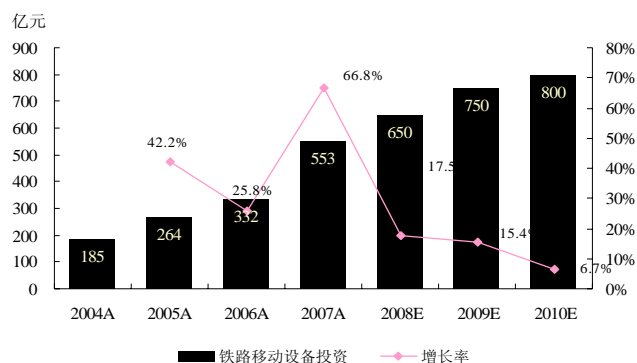
經過2005年到2007年的鐵路路軌大規模建設，我國鐵路路網里程逐步增加。根據2008年鐵路建設行業公佈的年報統計，到去年底中國鐵路的營業里程達到7.8萬公里，目前的鐵路的里程長度排在世界第三位。其中，我國鐵路網的密度81.2公里/萬平方公里，同比增長了0.9公里/萬平方公里。由於自2006年起，鐵道部開始較大規模的鐵路投資，因此2008年到2010年為新建鐵路的竣工年，因此2008年起鐵道部將開始各類列車的採購，以滿足鐵路運行的需求。

到2010年國內機車和動車組一共需要2萬多台

根據現有公開資料，在鐵路機車方面，機車現在保有量為1.8萬台，客車保有量為4.2萬台，貨車保有量為60萬台，動車組僅為起步階段，保有量573台。按照當前鐵路的建設進度，到2010年機車保有量至少要達到1.9萬台，其中大部分的內燃機車將被電力機車取代，客車為4.5萬台，貨車將接近70萬台，而動車組則要實現京廣線以東全面動車組，約5600輛動車組。

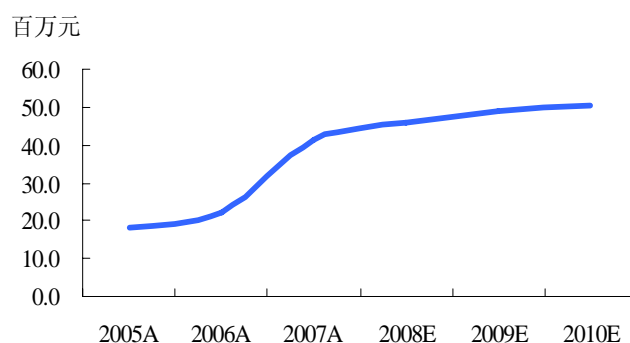
自2007年起鐵道部逐步加大了機車、動車組的採購量。根據鐵路建設的規律，一般機車採購為鐵路總投資的25%~30%，我們認為未來2年的採購將達到1500億，2012年以前整個鐵路移動設備採購規模將超過3000億元人民幣。

圖表 8: 中國鐵路移動設備投資規劃預測



資料來源：中國鐵道部、第一上海

圖表 9: 中國列車採購單價趨勢



資料來源：中國鐵道部、第一上海

### 產業鏈增長點

鐵路固定設備建設市場的3年複合增長率約為25%

從未來的增長情況看，鐵路固定設備建設市場的3年複合增長率約為25%，但是行業毛利率比較低，僅為9%左右，目前有3個市場參與者：中國中鐵、中國鐵建和中交建設。

鐵路移動設備市場的3年複合增長率為13%

而鐵路移動設備市場的3年複合增長率為13%，由於鐵路移動設備主要包括了機車、動車、貨車和客車，其中貨車和客車的增長率比較低導致整個移動設備行業增長率略低。目前移動設備中主要的市場參與者是中國南車和北車集團，同時還有幾家軍工企業和一家民營企業也在參與市場競爭。移動設備的毛利率要高於固定設備，行業平均毛利率可以達到15%。

細分市場中有更高的毛利率

如果細分鐵路移動設備市場，機車和動車組增長是比較快的，他們的行業增長分別達到了39%和53%，毛利率分別為18%和20%。目前僅有中國南車和北車集團2個市場參與者。如果再進一步細分鐵路移動設備市場，我們可以看到鐵路電氣牽引系統這個高增長行業，3年複合增長率為41.4%，毛利率大於35%，遠高於其他行業，而且市場參與者南車時代電氣基本獨佔市場。因此我們認為，在看好整個鐵路建設行業板塊中，我們更看好株洲南車時代電氣。

圖表 10: 行業增長分析

|          | 3年复合增长率 | 毛利率   | 市场参与者 |
|----------|---------|-------|-------|
| 铁路基础设施建设 | 25.5%   | 9%    | 3     |
| 铁路移动设备   | 13.1%   | 15%   | 2+    |
| 机车       | 39.0%   | 18%   | 2     |
| 动车组      | 53.7%   | 20%   | 2     |
| 机车牵引系统   | 41.4%   | 35%以上 | 1     |

資料來源：公司資料、第一上海

## 近期的同業比較

### 同類公司比較

香港市場從事鐵路建設行業的公司有四家，其中中國鐵建和中國中鐵是從事鐵路基礎建設的，南車時代電氣和中國南車從事鐵路移動設備建設的，我們列出這些同類公司進行比較。

圖表 11：香港市場主要鐵路相關公司比較

| 百万     | 货币  | 代码   | 市值<br>百万港元 | 股价<br>港元 | 收入<br>2007 | EBITDA<br>2007 | 净利润<br>2007 | 每股收益<br>元 2007 | 每股收益<br>元 2008 | 每股收益<br>元 2009 | 市盈率<br>2007年 | 市盈率<br>2008年 | 市盈率<br>2009年 |
|--------|-----|------|------------|----------|------------|----------------|-------------|----------------|----------------|----------------|--------------|--------------|--------------|
|        | HKD | 1186 | 131,247.2  | 10.34    | 171,997    | 7,374          | 2,301       | 0.29           | 0.35           | 0.51           | 31.6         | 26.1         | 18.0         |
| 中国中铁   | HKD | 390  | 136,123.7  | 5.43     | 173,751    | 6,470          | 2,423       | 0.18           | 0.20           | 0.29           | 27.0         | 24.1         | 16.6         |
| 南车时代电气 | HKD | 3898 | 5,464.7    | 5.04     | 1,542      | 395            | 347         | 0.32           | 0.36           | 0.45           | 13.9         | 12.2         | 9.8          |
| 中国南车   | HKD | 1766 | 46,559.9   | 3.02     | 27,492     | 1,735          | 629         | 0.09           | 0.13           | 0.16           | 33.6         | 22.7         | 18.9         |
| 平均值    |     |      |            |          |            |                |             |                |                |                | 26.5         | 21.3         | 15.8         |

資料來源：Thomson One、第一上海

時代電氣的2008年市盈率只有13.7倍

香港市場的鐵路建設行業相關公司的2008年市盈率在21.3倍左右，其中時代電氣市盈率偏低，我們認為同比南車時代電氣價格被低估一些。

圖表 12：中國 A 股市場主要鐵路相關公司比較

| 百万   | 货币  | 代码     | 市值       | 股价    | 收入<br>2007 | EBITDA<br>2007 | 净利润<br>2007 | 每股收益<br>元 2007 | 每股收益<br>元 2008 | 每股收益<br>元 2009 | 市盈率<br>2007年 | 市盈率<br>2008年 | 市盈率<br>2009年 |
|------|-----|--------|----------|-------|------------|----------------|-------------|----------------|----------------|----------------|--------------|--------------|--------------|
| 北方创业 | CNY | 600967 | 862.7    | 4.98  | 1,695      | 25             | 53          | 0.19           | 0.32           | 0.48           | 25.7         | 15.6         | 10.4         |
| 晋西车轴 | CNY | 600495 | 1,595.1  | 15.50 | 1,046      | 107            | 61          | 0.59           | 0.68           | 0.85           | 26.4         | 22.8         | 18.3         |
| 中国南车 | CNY | 601766 | 38,164.0 | 3.29  | 26,804     | 1,692          | 613         | 0.09           | 0.12           | 0.16           | 37.0         | 27.0         | 20.3         |
| 平均值  |     |        |          |       |            |                |             |                |                |                | 29.7         | 21.8         | 16.3         |

資料來源：Thomson One、第一上海

A 股市場鐵路建設行業相關公司2008年平均市盈率為22倍左右

根據以上資料，中國 A 股市場與香港市場鐵路建設行業相關公司2008年平均市盈率非常接近，為22倍左右，我們認為這是兩地市場對積極財政政策下，鐵路建設行業增長的確定性的反應。目前鐵路建設行業的平均市盈率要高於中國 A 股市場平均市盈率。

圖表 13：海外市場主要鐵路相關公司比較

| 百万         | 货币  | 代码       | 市值       | 股价    | 收入<br>2007 | EBITDA<br>2007 | 净利润<br>2007 | 每股收益<br>元 2007 | 每股收益<br>元 2008 | 每股收益<br>元 2009 | 市盈率<br>2007年 | 市盈率<br>2008年 | 市盈率<br>2009年 |
|------------|-----|----------|----------|-------|------------|----------------|-------------|----------------|----------------|----------------|--------------|--------------|--------------|
| ALSTOM     | EUR | ALO FP   | 14,500.7 | 51.00 | 16,908     | 1,557          | 852         | 2.95           | 3.98           | 5.00           | 17.3         | 12.8         | 10.2         |
| SIEMENS    | USD | SI US    | 66,224.9 | 72.44 | 72,448     | 8,401          | 3,806       | 4.24           | 6.17           | 9.06           | 17.1         | 11.7         | 8.0          |
| BOMBARDIER | CAD | BBD/B CN | 7,340.2  | 4.18  | 17,506     | 1,352          | 317         | 0.17           | 0.55           | 0.66           | 24.6         | 7.6          | 6.4          |
| 平均值        |     |          |          |       |            |                |             |                |                |                | 19.7         | 10.7         | 8.2          |

資料來源：Thomson One、第一上海

海外市場的鐵路相關公司平均市盈率為10倍

海外市場的鐵路相關公司平均市盈率要略低一些，一方面這些公司多元化公司，同時在金融危機下，這些這些地區的基建建設受市場影響發展緩慢。

## 我們關注的相關股票

### 南車時代電氣（3898，買入）

#### 鐵路大發展為車載電氣系統帶來商機

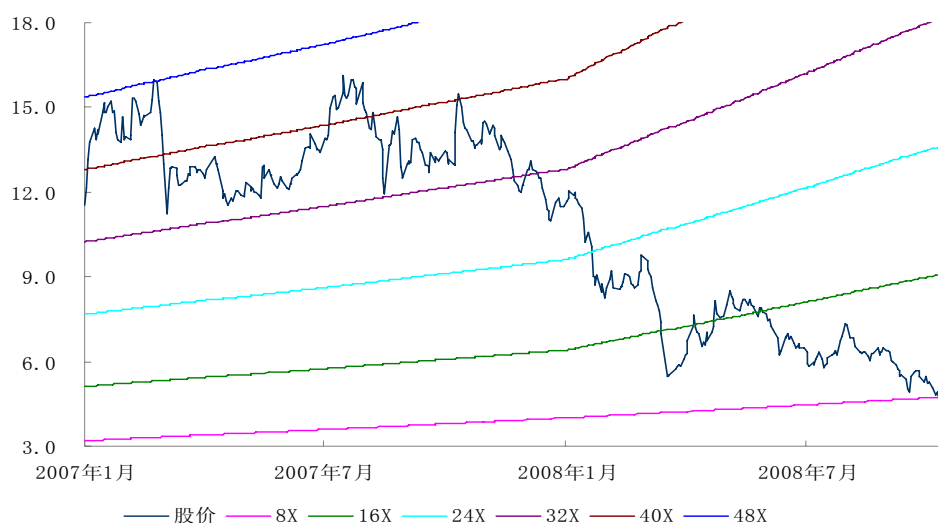
**鐵路系統發展帶來的機會：**自 2007 年起鐵道部逐步加大了機車、動車組的採購量。根據鐵路建設的規律，一般機車採購為鐵路總投資的 25%~30%，我們認為整個鐵路移動設備採購規模將超過 3000 億元人民幣，2008 年到 2010 年的移動設備採購總量分別為 650 億元、750 億元和 800 億元人民幣，其中需要新增 1 萬多輛機車，以及 5 千多輛動車組。而時代電氣僅國內就需要為這 1 萬 5 千輛車提供車載電氣系統。

**城市軌道交通的大發展：**時代電氣產品的另一個應用領域，城市軌道交通也在大發展。到十一五期間，各大城市城軌的總長度將達到 1500 公里，我們預計未來 2009 年到 2010 年軌道交通車輛採購總量分別為 2500 輛和 4100 輛。我們預測時代電氣將為有其中 30% 以上的車輛進行配套。

**行業擁有技術門檻和行政門檻：**中國的鐵路建設行業 40 年來一直由國內企業壟斷，在這個背景下造就了時代電氣，他已經成為唯一的中國鐵路機車車載電氣系統以及該系統的核心部件大功率半導體元件的生產製造和研發中心。同時對於鐵路建設行業，政府採取了相應的准入制度，用各種法律手段限制海外企業的進入，同時把國內其他企業都拒之門外。因此，鑒於這個行業的雙重特殊門檻，目前市場幾乎沒有新進入者，以及同業的競爭者。

**評級為買入，目標價 7.72 港元：**時代電氣 12 個月目標價格為 7.72 港元，相當於 2008 年每股收益的 17 倍。

圖表 14：南車時代電氣上市以來的 PE BAND



資料來源：彭博、第一上海

南車時代電氣自上市以來，市盈率出現了較大的波動，目前的2008年市盈率僅為8倍多，是上市以來的最低位。根據公司的盈利增長情況看，我們認為其目標股價還是相對合理的。

**圖表 15：南車時代電氣盈利預測**

| 截止日12月31日     | 2006历史 | 2007历史 | 2008预测 | 2009预测 | 2010预测 |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 收入（百万元人民币）    | 1,256  | 1,542  | 1,918  | 3,036  | 4,081  |
| 变化            | N/A    | 22.8%  | 24.4%  | 58.3%  | 34.4%  |
| 净利润（百万元人民币）   | 297    | 347    | 434    | 666    | 898    |
| 变化            | N/A    | 17.1%  | 25.0%  | 53.5%  | 34.8%  |
| 市盈率@5.04港元(倍) | 10.1   | 13.9   | 11.0   | 7.2    | 5.3    |
| 摊薄每股收益        | 0.44   | 0.32   | 0.40   | 0.62   | 0.84   |
| 每股派息          | 0.00   | 0.02   | 0.02   | 0.03   | 0.04   |
| 息率            | 0.0%   | 0.4%   | 0.5%   | 0.7%   | 1.0%   |

資料來源：公司公告、第一上海

## 中國中鐵（390，未評級）

### 中國鐵路基建龍頭

**亞洲最大的多功能綜合性建設集團：**中國中鐵從事以基建建設為主的業務，主要包括：基建建設、勘察設計與諮詢服務、工程設備及零部件製造、房地產開發及其他業務。2007年總收入為1737.51億元，同比增長13.1%，2008年上半年總收入為930億元，同比增長26.6%。

**競爭優勢凸顯：**集團的規模巨大，容易產生規模效應；廣泛的業務範圍能夠為客戶提供“一站式”服務，產生協同效應；在某些專業性的領域具有絕對優勢，例如大橋局、電氣化局、隧道集團、鐵建機械製造等；出色表現和良好的信譽記錄贏得了鐵道部和政府相關部門的信任和支持，擁有良好的政府關係。

**未來幾年行業增長可期：**鐵路基建建設進入高速發展期，“十一五”期間，中國設計畫投資1.25萬億用於鐵路基建建設。2005、2006年均未達到預計的水準，預計未來三年鐵路基建方面的投入會有較大增加，年增速約在40%以上。“十一五”規劃公路里程複合增長率為3.6%。城市軌道交通也蘊含著巨大的市場。

**獲利能力有所提升：**中鐵在2008年上半年原材料上漲的情況下，毛利率上漲至7.96%，比年初的7.3%和2007年同期7.56%都略有提升，這反映了中鐵內部整合初見成效。未來中鐵內部管理效率還存在獲利能力提升的潛力。

### 圖表 16：中國中鐵的盈利預測

| 截止12月31日      | 2006年历史 | 2007年历史 | 2008年预测 | 2009年预测 | 2010年预测 |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业额（人民币百万）    | 153,568 | 173,751 | 215,005 | 268,008 | 307,693 |
| 变动            | N/A     | 13.1%   | 23.7%   | 24.7%   | 14.8%   |
| 净利润（人民币百万）    | 2046    | 2423    | 4615    | 7126    | 9017    |
| 每股盈余（人民币元）    | 0.16    | 18.1%   | 21.7%   | 33.5%   | 42.3%   |
| 变动            | N/A     | 0.1     | 0.2     | 0.5     | 0.3     |
| 市盈率@5.38港元（倍） | 33.63   | 29.72   | 24.83   | 16.08   | 12.71   |
| 每股股息（人民币元）    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 股息现价比率        | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    |

資料來源：公司公告、第一上海

## 中國鐵建（1186，未評級）

### 中國鐵路基建龍頭

**業務增長具有確定性：**在整個經濟下滑期間，鐵路基建作為政府積極財政政策支持的一個重大項目，未來的增長具有相當的確定性，我們預測未來鐵路基礎建設的投資額的複合增長率接近 **25%**。而中國鐵建主要業務為鐵路基礎建設，即便是其他業務增長放緩，但是未來 **3** 年複合增長率依舊可以維持在 **18%**。

**公司內控更勝一籌：**由於基建行業的毛利率和淨利率偏低，因此公司的內部控制相對比較重要。中國鐵建從去年上市以來，一直著力於加強內部管理降低運營成本。今年上半年，公司的經營利潤率與去年同期比較 **2.2%** 上升到 **2.4%**，同時淨利潤率由去年同期 **0.5%** 上升到 **1.9%**。

**新增訂單增長迅速，確保未來盈收：**中國鐵建未來的新增，今年上半年增長了 1376 億元，比去年同期增長超過了一倍。目前手持定單接近 4000 億元，已經確保未來 3 年收入可以實現相對確定的增長。同時，新增定單中，高鐵比重逐步增加。

**設備製造和技術具有核心優勢：**同時在，橋樑、隧道、地下工程的設計以及高原施工方面處於領先地位，這些優勢為公司競標於各種高利潤項目和海外項目提供了重要技術儲備。同時中國鐵建在大型養路機械製造處於領先地位，為公司承接各類鐵路、公路的項目提供重要幫助。

### 圖表 17：中國鐵建的盈利預測

| 截止日12月31日     | 2006历史  | 2007历史  | 2008预测  | 2009预测  | 2010预测  |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 收入（百万元人民币）    | 153,609 | 171,997 | 205,284 | 243,351 | 282,731 |
| 变化            | N/A     | 12.0%   | 19.4%   | 18.5%   | 16.2%   |
| 净利润（百万元人民币）   | 1213    | 2301    | 4254    | 6259    | 8362    |
| 变化            | N/A     | 89.7%   | 84.9%   | 47.1%   | 33.6%   |
| 市盈率@10.2港元(倍) | 59.8    | 31.0    | 25.7    | 17.8    | 13.5    |
| 摊薄每股收益        | 0.15    | 0.29    | 0.35    | 0.51    | 0.67    |
| 每股派息          | 0.00    | 0.00    | 0.08    | 0.13    | 0.16    |
| 息率            | 0.0%    | 0.0%    | 0.9%    | 1.5%    | 1.8%    |

資料來源：公司公告、第一上海

## 中國南車（1766，未評級）

### 中國機車製造的領導者

**行業進入上升週期：**經過 2005 年到 2007 年的鐵路路軌大規模建設，我國鐵路路網里程逐步增加。2008 年到 2010 年為新建鐵路的竣工年，因此 2008 年起鐵道部將開始各類列車的採購，以滿足鐵路運行的需求。一般機車採購為鐵路總投資的 25%~30%，我們認為整個鐵路移動設備採購規模將超過 3000 億元人民幣。

**寡頭競爭行業壟斷：**目前鐵路移動設施製造，政府採用了准入制度。目前最主要的市場參與者為中國南車和北車集團，同時引進了國外公司通過與南車和北車的合作，共同參與開發和製造各類機車。從目前情況看南車對引進技術消化更快一些。

**國內機車製造的領導者：**中國南車自己儲備技術也是相對領先，擁有國內的 200 公里、160 公里和 120 公里時速的客車製造基地和研發中心。機車方面擁有中國最早的高速機車技術、同時開發了高原內燃機車，成為了中國機車製造和研究的領導者。

**毛利潤率的提升：**中國南車未來隨著高速機車和動車組的比例不斷提高，市場普遍預計其產品結構的調整，以及新技術的消化完成將促使他的毛利率將逐步提升。2005 年的公司毛利率在 15%附近，到 2008 年公司毛利率可以接近 17。我們預計未來兩年公司毛利率仍有至少 2 個點的提升空間。

圖表 18：中國南車的盈利預測

| 截止日12月31日     | 2006历史 | 2007历史 | 2008预测 | 2009预测 | 2010预测 |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 收入（百万元人民币）    | 23,047 | 26,803 | 34,239 | 42,595 | 52,263 |
| 变化            | N/A    | 16.3%  | 27.7%  | 24.4%  | 22.7%  |
| 净利润（百万元人民币）   | 5456   | 613    | 1401   | 1872   | 2368   |
| 变化            | N/A    | -88.8% | 128.5% | 33.6%  | 26.5%  |
| 市盈率@3.00港元(倍) | 33.0   | 29.3   | 19.8   | 16.5   | 13.2   |
| 摊薄每股收益        | 0.08   | 0.09   | 0.13   | 0.16   | 0.20   |
| 每股派息          | 0.00   | 0.00   | 0.04   | 0.04   | 0.05   |
| 息率            | 0.0%   | 0.0%   | 1.3%   | 1.6%   | 1.8%   |

資料來源：公司公告、第一上海

## 第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話: (852) 2522-2101

傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司(“第一上海”)編制並只作私人傳閱。未經批准,不得以任何方式使用或轉載本報告之任何內容。此報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作查照之用,並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其他金融票據的邀請或向人作出邀請或構成對任何人的投資建議。此報告的內容並未有考慮到個別投資者的投資取向,財務情況或任何特別需要。此報告所載資料在刊出時皆被第一上海認為可靠,但第一上海不能擔保其準確性或完整性,而第一上海不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其他與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告。第一上海或其雇員將不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會持有此報告內所提及到的證券或投資項目。