

持有

2009 年 01 月 08 日

受益铁路基建投资，未来业务量确定

- **铁路基建投资确定：**2008 年中国铁路基本建设投资额达到 3300 亿元，同比增长了 86%。根据铁道部的规划，铁路基础建设未来三年每年均维持在 6000 亿元以上。
- **中国铁路的垄断者之一，受益较大：**中国中铁和中国铁建是铁路基础建设的垄断者，二者在过去所占的市场份额约在 80% 以上。目前的竞争对手都不足以与其抗衡，因此在此轮铁路建设高潮中，中铁和中铁建无疑是最直接的受益者。2008 年中铁新增订单达到了 3500 亿元以上。
- **外汇损失：**中铁 2008 年 1-9 月份累计外汇净损失达到 19.39 亿元；第四季度除了 10 月份继续有亏损外，11、12 月份并没有继续扩大。预计该外汇损失给 2008 年的盈利造成较大的影响，但是此后影响减弱。
- **毛利率有所回升：**中铁在 2008 上半年原材料上涨的情况下，毛利率上涨至 7.96%，比 2008 年初的 7.3% 和 2007 年同期 7.56% 都略有提升，随着下半年原材料价格下降和管理能力的提升，预计全年毛利率能够达到 7.9%。经营利润率从 2007 年的 2.4% 上升到 2008 年上半年的 3.4%，这反映了中铁内部整合初见成效。
- **目标价 6.33 港元，持有评级：**根据 PB 估值法，给予其 2009 年目标价 6.33 港元，较现价 5.6 港元有 13% 的上涨空间，相当于 2008 年 1.9 倍的市净率。

★1 港元=0.88 人民币

第一上海研究部

毛利

eric.mao@firstshanghai.com.hk

86755-33331813

86755-33331815

主要数据

行业	建筑业
股价	5.6 港元
目标价	6.33 港元 (+13%)
股票代码	0390
已发行股本 (H 股)	42.07 亿股
市值 (H 股)	235.61 亿港元
52 周高/低	11.9/3.0 港元
每股净资产	2.77 港元
主要股东	中铁工 (58.3%)

盈利摘要

截止12月31日	06年实际	07年实际	08年预测	09年预测	10年预测
营业额 (人民币百万)	153,568	173,751	221,610	277,270	314,290
变动 (%)	N/A	13	28	25	13
净利润 (人民币百万)	2,046.0	2,423.0	2,462.1	6,116.9	7,391.5
每股盈利 (人民币元)	0.16	0.18	0.12	0.29	0.35
变动 (%)	N/A	13	-36	148	21
市盈率@5.6港元 (倍)	30.9	27.3	42.8	17.2	14.2
每股股息 (人民币元)	0.00	0.00	0.02	0.04	0.06
股息现价比率 (%)	0.00	0.00	0.40	0.81	1.21

来源: 公司资料, 第一上海预测

股价表现



来源: 彭博

铁路建设未来三、四年投入明确

2008 年铁路投资超预期 2008 年铁路建设完成新线铺轨 3369 公里，复线铺轨 2856 公里；投产新线 1600 公里，复线 1790 公里，电气化 2630 公里。

2008 年全年完成铁路基本建设投资 3300 亿元，同比增长约 86%。

未来三、四年铁路投资幅度大

据 2009 年 1 月 2 日结束的全国铁路工作会议，2009 年铁路全年计划完成基本建设投资 6000 亿元，完成新线铺轨 5148 公里，复线铺轨 3462 公里；新线投产 5849 公里，复线投产 4662 公里，电气化投产 5606 公里。

从 2010 年到 2012 年，铁路平均每年将完成基建投资 6000 亿元以上。

中铁是铁路建设领域的垄断者之一

在铁路基建建设中，中铁和中铁建是行业的两大垄断者，虽然中交建、中国建筑和 中水也进入了铁路基建领域，但是其市场份额还相当小。二者近年来在铁路基建的销售收入占中国铁路基本建设投资额的 80% 左右，其中，中铁占 40% 以上。

图表 1：中国铁路基建市场主要垄断者

（单位：人民币亿元）	2004A	2005A	2006A	2007A
铁路基本建设	516	889	1,553	1,772
中铁铁路基建收入	283	382	615	775
中铁建铁路基建收入	225	324	615	740
两大铁建巨头占比	98.4%	79.5%	79.2%	85.4%

资料来源：铁道部、公司资料、第一上海

在城市轨道交通上，目前中国已获批准的城市轨道交通项目总里程达 1700 公里，总投资逾 6000 亿元。中国中铁在轨道交通的市场份额大约为 50% 到 60%。

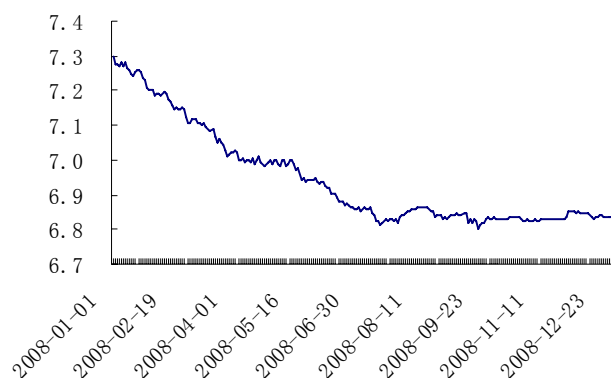
2008 年中铁新增订单达到了 3500 亿元以上。铁路建设和城市轨道交通建设业务收入大约占中铁总收入的 70% 以上，因此未来三、四年中铁的收入比较明确。

外汇损失将影响 08 年业绩

外汇损失将拖累 08 年业绩

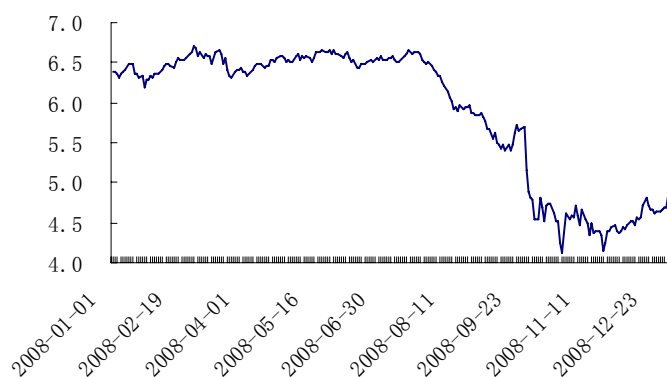
由于海外募集资金的结构性存款及外汇损失，中铁在 2008 年 1-9 月录得 19.39 亿元的外汇净损失。在 10 月份，外汇损失进一步扩大，但是 11、12 月份损失没有继续扩大。该外汇损失将给公司 2008 年的年度利润造成负面的拖累。如果美元及澳元兑人民币汇率下滑的趋势有所改变，那么外汇损失将不再扩大。

图表 2：美元兑人民币汇率



资料来源：Wind、第一上海

图表 3：澳元兑人民币汇率



资料来源：Wind、第一上海

初步预计，中铁 2008 年的外汇损失约占税前利润的 40%。因此，2008 年业绩受到外汇亏损的负面影响将掩盖业务迅速增长带来的收益，但是中铁在此轮建设高潮中的受益将在以后年份得到充分体现。

目标价 6.33 港元，持有评级

从相对估值的角度，我们认为其合理价值为 6.33 港元

目前年美国基建类公司 P/B 估值水平大约为 2.02 倍，欧洲为 1.99 倍，香港为 2.28 倍。在铁路建设投资确定的市场预期下，中国铁建的 PB 为 2.83 倍，远高于中国中铁的 1.73 倍的 PB 估值水平。

我们认为这主要是因为，市场对中铁 08 年汇兑损失的担忧使其对中铁进行相应的折价。但是考虑到 2008 年的汇兑损益为一次性损失，自 2008 年 10 月底以来，汇兑损失基本上没有进一步扩大，因此，我们以 2009 年 1.9 倍的 PB 水平作为中铁市净率估值参照，2009 年目标价为 6.33 港元。

图 32：同业比较

公司名称	股票代码	股价	币种	P/B				
				2007A	2008E	2009E	2010E	
美国								
JACOBS ENGINEERING GROUP INC	JEC US	54.02	USD	3.52	2.95	2.49	2.11	
SHAW GROUP INC	SGR US	23.62	USD	1.55	1.35	1.19	1.02	
FLUOR CORP	FLR US	49.65	USD	3.87	3.06	2.51	2.13	
KBR INC	KBR US	16.49	USD	1.23	1.13	1.00	0.92	
CHICAGO BRIDGE&IRON-NY SHR	CBI US	11.8	USD	1.57	1.63	1.43	1.26	
平均				2.35	2.02	1.72	1.49	
欧洲								
VINCI SA	DG FP	31.57	EUR	1.94	1.83	1.70	1.57	
SKANSKA AB	SKAB SS	79	SEK	1.61	1.66	1.62	1.54	
BALFOUR BEATTY PLC	BBY LN	3.56	GBP	3.18	2.47	2.10	1.80	
平均				2.24	1.99	1.80	1.64	
香港								
中交建	1800 HK	10.14	HKD	2.93	2.77	2.42	2.08	
中国铁建	1186 HK	12.26	HKD	17.15	2.83	2.62	2.35	
中国建筑	3311 HK	1.28	HKD	1.44	1.23	0.96	0.81	
平均				7.17	2.28	2.00	1.75	
中国中铁	390 HK	5.6	HKD	1.90	1.75	1.68	1.59	

资料来源：Bloomberg、第一上海预测

12 个月目标价格 6.33 港元，持有评级。给予中铁持有评级，12 个月目标价格 6.33 港元，较现价 5.60 港元，具有 13% 的上涨空间。

主要财务报表

损益表

人民币百万元，财务年度截至12月

	2006 实际	2007 实际	2008 预测	2009 预测	2010 预测
收入	153,568.0	173,751.0	221,610.3	277,269.7	314,289.8
毛利	11,921.0	12,643.0	17,496.1	21,755.6	25,160.7
其他业务收入	894.0	1,796.0	1,542.8	1,795.9	2,105.8
销售及管理费用	(731.0)	(930.0)	(1,063.7)	(1,428.7)	(1,576.6)
其他费用	(8,089.0)	(9,362.0)	(10,630.5)	(11,969.3)	(13,520.6)
营运收入	3,995.0	4,147.0	7,344.6	10,153.5	12,169.4
财务费用	(606.0)	(869.0)	(3,542.7)	(1,449.5)	(1,676.1)
联营公司	(2.0)	11.0	15.0	13.0	14.0
税前盈利	3,387.0	3,289.0	3,816.9	8,716.9	10,507.2
所得税	(648.0)	(529.0)	(858.8)	(1,980.9)	(2,411.6)
少数股东应占利润	(693.0)	(337.0)	(496.0)	(619.1)	(704.0)
净利润	2,046.0	2,423.0	2,462.1	6,116.9	7,391.5
折旧及摊销	2,486.0	2,959.0	3,565.3	4,188.1	4,838.4
EBITDA	6,481.0	7,106.0	10,909.9	14,341.5	17,007.8
EPS (摊薄)	0.16	0.18	0.12	0.29	0.35
增长					
总收入 (%)	N/A	13.1%	27.5%	25.1%	13.4%
EBITDA (%)	N/A	9.6%	53.5%	31.5%	18.6%
每股收益 (%)	N/A	13.1%	-36.1%	148.4%	20.8%

财务分析

	2006 实际	2007 实际	2008 预测	2009 预测	2010 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	7.8%	7.3%	7.9%	7.8%	8.0%
EBITDA 利率 (%)	4.2%	4.1%	4.9%	5.2%	5.4%
净利率 (%)	1.3%	1.4%	1.1%	2.2%	2.4%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
实际税率 (%)	19.1%	16.1%	22.5%	22.7%	23.0%
股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	17.3%	13.9%	17.3%
库存周转天数	18.0	20.0	21.0	22.9	24.1
应付账款天数	180.7	204.5	194.2	191.5	200.6
应收账款天数	150.7	170.9	166.1	166.6	174.8
财务状况					
资产负债率	0.9	0.7	0.7	0.8	0.8
净负债/股权	0.6	-0.3	0.0	0.1	0.3
收入/总资产	1.2	1.0	1.0	1.0	1.0
总资产/股权	20.4	3.9	4.2	4.6	4.9
每股净现金	-0.3	1.3	-0.0	-0.4	-0.8

资产负债表

人民币百万元，财务年度截至12月

	2006 实际	2007 实际	2008 预测	2009 预测	2010 预测
现金	29,721.0	56,726.0	45,945.3	42,250.1	38,996.2
应收账款	72,332.0	90,339.0	111,311.9	141,767.8	159,279.8
存货	8,612.0	10,407.0	15,083.9	19,652.5	21,817.3
其他流动资产	7,267.0	14,625.0	18,032.4	20,956.4	27,582.0
总流动资产	117,932.0	172,097.0	190,373.4	224,626.8	247,675.4
固定资产	15,326.0	18,288.0	23,557.5	28,132.7	33,122.7
无形资产	2,329.0	7,074.0	8,731.0	9,263.2	9,825.8
其他固定资产	7,506.0	17,564.0	26,751.0	29,201.2	31,841.2
总资产	143,093.0	215,023.0	249,413.0	291,223.8	322,465.1
应付账款	87,699.0	106,982.0	128,796.2	162,219.1	183,269.0
短期银行贷款	29,089.0	28,527.0	33,241.6	37,431.4	42,429.1
其他短期负债	721.0	975.0	1,020.4	1,135.9	1,293.8
总短期负债	117,509.0	136,484.0	163,058.2	200,786.4	226,991.9
长期银行贷款	5,100.0	10,239.0	12,798.8	13,438.7	14,110.6
其他负债	9,971.0	9,553.0	9,248.1	9,309.2	9,562.4
总负债	132,580.0	156,276.0	185,105.1	223,534.3	250,664.9
少数股东权益	3,514.0	3,493.0	4,394.0	5,013.1	5,717.2
股东权益	6,999.0	55,254.0	59,913.9	62,676.4	66,083.0
每股账面值	0.55	4.12	2.81	2.94	3.10
营运资金	423.0	35,613.0	27,315.2	23,840.4	20,683.5

现金流量表

人民币百万元，财务年度截至12月

	2006 实际	2007 实际	2008 预测	2009 预测	2010 预测
经营利润	3,995.0	4,147.0	7,344.6	10,153.5	12,169.4
折旧及摊销	2,486.0	2,959.0	3,565.3	4,188.1	4,838.4
营运资金变化	1,866.0	(6,569.0)	(8,099.4)	(5,484.3)	(6,225.4)
所得税	(285.0)	(544.0)	(2,194.8)	(2,878.1)	(3,180.3)
其他营运活动	181.0	28.0	(2,559.5)	(1,278.0)	(1,726.8)
营运性现金流	8,243.0	21.0	(1,943.7)	4,701.1	5,875.3
资本开支	(4,875.0)	(6,342.0)	(8,530.9)	(8,139.6)	(8,949.1)
其他投资活动	(3,207.0)	(9,227.0)	(2,448.9)	(1,273.8)	(1,280.9)
投资性现金流	(8,082.0)	(15,569.0)	(10,979.8)	(9,413.4)	(10,230.0)
负债变化	15,200.0	1,530.0	7,274.3	4,829.8	5,669.6
股本变化	0.0	42,298.0	0.0	0.0	0.0
股息	0.0	0.0	(426.0)	(852.0)	(1,278.0)
其他融资活动	(1,759.0)	(964.0)	(2,635.5)	(2,960.7)	(3,290.8)
融资性现金流	13,441.0	42,864.0	4,212.8	1,017.1	1,100.9
现金变化	13,602.0	27,316.0	(8,710.7)	(3,695.2)	(3,253.8)
期初持有现金	16,119.0	29,721.0	56,726.0	45,945.3	42,250.1
期末持有现金	29,721.0	56,726.0	45,945.3	42,250.1	38,996.2

数据来源：公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人传阅。未经批准,不得以任何方式使用或转载本报告之任何内容。此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或向人作出邀请或构成对任何人的投资建议。此报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向,财务情况或任何特别需要。此报告所载资料在刊出时皆被第一上海认为可靠,但第一上海不能担保其准确性或完整性,而第一上海不会对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。第一上海或其雇员将不会对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会持有此报告内所提及到的证券或投资项目。

©2009 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。