

公司简评 中国中铁 (601390)

► 2008 年 2 月 10 日

汇兑损益拖累 08 年业绩，受益铁路大投资
09 年增长无忧

谨慎推荐 维持评级

分析师：郝飞飞 ✉: haofeifei@chinastock.com.cn ☎: 010-66568843

1. 事件

2009 年 2 月 9 日，我们组织机构投资者对中国中铁进行了联合调研，公司高管与机构投资者就公司发展战略与经营情况，进行了面对面交流。

2. 我们的分析与判断

- 受益于 6000 亿铁路基本建设投资，预计公司 09 年铁路建设收入增长将达到 75%。

2009 年，铁路部门计划投资 6000 亿用于铁路基本建设，接近 2008 年 3300 亿投资的一倍。按照公司所占铁路建设领域的市场份额，我们预计 2009 年公司铁路建设收入增长将达到 75%，收入接近 2000 亿。

- 08 年全年新签订单将超过 4000 亿，远远超过公司 07 年预期

根据 08 年经营计划，公司预计 08 年全年实现营业收入 2100 亿，完成新签合同 2750 亿。根据我们对公司各项业务分部加总计算，预计公司 08 年收入将达到 2280 亿元，新签订单规模超过 4000 亿。

在公司全部新签合同中，基建合同占 90%。铁路合同占全部新签合同的 50%以上，公路占 10%以上，市政工程约占 20%。在铁路建设合同中，高铁项目占 50%以上。

- 公司 08 年上半年房地产业务毛利率高达 46.3%，预计 08 年全年房地产业务毛利率水平在 24%

公司西客站南广场等项目销售情况良好，而土地成本很低。因此，08 年上半年，公司房地产业务毛利率高达 46%。虽然公司手中依然有一些待售和在建项目具有较低的土地成本，但我们认为公司 08 年全年房地产业务毛利率无法达到如此高的水平，预计 08 年房地产业务毛利率在 24%。

- 08 年公司由于澳元贬值带来的损失将高达 34 亿，未来有望提前结汇。

公司先前公告显示，截止 2008 年 9 月 30 日，公司 H 股剩余募集资金的净损益折合人民币亏损 19.39 亿元。2008 年 10 月以来，澳元对人民币依旧延续了贬值趋势。而截止 2008 年 10 月底，公司外汇结构中仍有 8 亿澳元，我们推算公司全年的汇兑损失大约在 34 亿。目前，公司正在推进 H 股募集外币资金的结汇。

- 风险因素值得注意

随着铁道部部分“甲供材”变为企业自己采购，未来公司在原材料采购中面临着成本上涨的风险。虽然公司正在推进外币的结算，但在未全部结算前，汇率风险仍不能忽视。

3. 投资建议

按照铁道部在 09 年的投资计划、公司的市场份额以及其他因素综合分析，预计公司 2009 年铁路建设收入将接近 2000 亿元，其对公司营业收入的贡献不断加大。我们预计，08-10 年公司每股收益将达到 0.07 元、0.26 元、0.34 元，对应市盈率分别为 86 倍、22 倍、17 倍，维持对公司谨慎推荐的投资评级。

表 1: 分业务预测

主营业务收入和成本预测		2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
基建建设	收入 (亿元)	1419.95	1617.62	1985.20	2934.89	3431.29
	增长率 (%)	40.48%	13.92%	22.72%	47.84%	16.91%
	成本 (亿元)	1288.89	1475.10	1806.35	2663.14	3112.51
	毛利率 (%)	9.23%	8.81%	9.01%	9.26%	9.29%
---铁路	收入 (亿元)	615.07	759.56	1139.34	1993.85	2432.50
	增长率 (%)	60.87%	23.49%	50.00%	75.00%	22.00%
	成本 (亿元)	552.19	687.27	1029.88	1800.23	2196.28
	毛利率 (%)	10.22%	9.52%	9.61%	9.71%	9.71%
---公路	收入 (亿元)	427.28	401.16	423.22	486.70	535.37
	增长率 (%)	26.00%	-6.11%	5.50%	15.00%	10.00%
	成本 (亿元)	389.26	372.74	392.72	450.76	495.84
	毛利率 (%)	8.90%	7.08%	7.21%	7.38%	7.38%
---市政	主营业务收入 (亿元)	377.60	456.90	422.64	454.33	463.42
	增长率 (%)	30.50%	21.00%	-7.50%	7.50%	2.00%
	主营业务成本 (亿元)	347.43	415.09	383.75	412.15	420.39
	综合毛利率 (%)	7.99%	9.15%	9.20%	9.29%	9.29%
勘察设计与 咨询服务	收入 (亿元)	42.77	35.50	44.37	53.69	63.36
	增长率 (%)	18.57%	-17.00%	25.00%	21.00%	18.00%
	成本 (亿元)	26.61	23.32	29.15	35.42	42.33
	毛利率 (%)	37.78%	34.30%	34.30%	34.03%	33.19%
工程设备与 零部件制造	收入 (亿元)	37.85	39.54	72.96	93.75	112.50
	增长率 (%)	4.88%	4.47%	84.50%	28.50%	20.00%
	成本 (亿元)	30.97	31.77	58.83	75.60	90.68
	综合毛利率 (%)	18.19%	19.65%	19.36%	19.36%	19.40%

房地产开发	收入（亿元）	18.79	28.80	35.72	42.86	50.58
	增长率（%）	15.86%	53.31%	24.00%	20.00%	18.00%
	成本（亿元）	11.31	19.25	25.41	32.52	39.03
	毛利率（%）	39.81%	33.17%	28.86%	24.12%	22.83%
其他	收入（亿元）	64.87	70.35	125.23	162.80	195.36
	增长率（%）	32.28%	8.45%	78.00%	30.00%	20.00%
	成本（亿元）	57.21	58.62	104.52	136.08	163.30
	毛利率（%）	11.80%	16.68%	16.54%	16.41%	16.41%
综合加总	主营业务收入（亿元）	1,584.23	1,791.82	2,263.48	3,287.99	3,853.08
	增长率（%）	37.97%	13.10%	26.32%	45.26%	17.19%
	主营业务成本（亿元）	1,414.99	1,608.07	2,024.26	2,942.76	3,447.84
	综合毛利率（%）	10.68%	10.26%	10.57%	10.50%	10.52%

资料来源：公司资料 中国银河证券研究所

表 2: 三大报表预测

资产负债表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E	利润表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
货币资金	31244.0	58896.1	47892.2	59631.0	70770.9	营业收入	159518.5	180506.8	228058.0	331283.3	393171.4
应收票据	92.9	508.6	642.6	933.5	1107.8	营业成本	142424.8	161856.6	203750.1	296201.5	350789.3
应收账款	31182.6	39940.8	50462.4	73472.3	87251.7	营业税金及附加	4854.7	5453.9	6890.6	10009.5	11879.4
预付款项	9605.9	10540.2	12777.4	16029.6	19881.3	销售费用	731.8	850.2	980.6	1374.8	1631.7
其他应收款	12161.6	12324.2	15570.8	22618.6	26844.1	管理费用	7835.6	7663.2	9282.0	13251.3	15726.9
存货	33270.6	49338.5	62108.9	90290.7	106930.6	财务费用	766.2	1299.1	5124.8	2482.3	2729.4
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	341.9	496.4	341.9	352.2	352.2
长期股权投资	2458.9	4359.5	4359.5	4359.5	4359.5	公允价值变动收益	18.7	24.3	25.0	25.0	25.0
固定资产	14431.6	16919.9	20986.4	27126.9	32896.4	投资收益	188.6	1112.7	265.0	485.0	430.0
在建工程	2379.8	8343.4	8688.1	8905.7	9060.1	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	192.9	684.4	684.4	684.4	684.4	营业利润	2770.8	4024.5	1978.0	8121.7	10517.6
无形资产	2821.3	6163.3	5547.0	4930.6	4314.3	营业外收支净额	187.0	304.3	305.5	305.5	305.5
长期待摊费用	33.3	25.8	23.3	20.7	18.1	税前利润	2957.9	4328.9	2283.5	8427.1	10823.1
资产总计	143427.8	215212.7	232922.5	312552.6	367889.7	减: 所得税	636.3	828.3	436.9	1601.2	2056.4
短期借款	23037.3	24235.0	21593.4	49308.8	60324.7	净利润	2321.6	3500.5	1846.5	6826.0	8766.7
应付票据	2359.9	3297.3	4150.8	6034.2	7146.2	归属于母公司的净利润	1646.3	3163.3	1389.8	5561.9	7143.2
应付账款	41790.5	50822.6	63100.6	91732.5	108638.1	少数股东损益	675.3	337.2	456.7	1264.1	1623.5
预收款项	25380.4	33288.9	43280.7	57795.1	75020.9	基本每股收益	N.A.	0.15	0.07	0.26	0.34
应付职工薪酬	2973.3	1982.1	1982.1	1982.1	1982.1	稀释每股收益	N.A.	0.15	0.07	0.26	0.34
应交税费	2777.6	3565.4	3565.4	3565.4	3565.4	财务指标					
其他应付款	13896.5	14495.8	14495.8	14495.8	14495.8	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	37.8%	13.2%	26.3%	45.3%	18.7%
长期借款	5099.9	10239.2	10339.2	10439.2	10839.2	EBIT 增长率	82.9%	27.5%	52.8%	46.0%	25.8%
预计负债	21.0	77.0	77.0	77.0	77.0	净利润增长率	415.0%	92.1%	-56.1%	300.2%	28.4%
负债合计	133573.0	156283.3	173900.3	246745.4	293404.8	盈利性					
股东权益合计	9854.8	58929.5	60744.2	67554.2	76256.9	销售毛利率	10.7%	10.3%	10.7%	10.6%	10.8%
现金流量表 (百万元)						销售净利率	1.0%	1.8%	0.6%	1.7%	1.8%
净利润	2322	3501	1847	6826	8767	ROE	16.7%	5.4%	2.3%	8.2%	9.4%
折旧与摊销	2472	2952	2867	3384	3909	ROIC	5.74%	3.62%	5.56%	6.10%	6.71%
经营活动现金流	8020	21	5466	-4940	11302	估值倍数					
投资活动现金流	-8295	-15587	-8768	-8638	-8784	PE	N.A.	38.0	86.4	21.6	16.8
融资活动现金流	13873	42864	-7702	25317	8623	P/S	N.A.	0.7	0.5	0.4	0.3
现金净变动	13598	27299	-11004	11739	11140	P/B	N.A.	2.0	2.0	1.8	1.6
期初现金余额	17190	31244	58896	47892	59631	股息收益率	N.A.	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%
期末现金余额	30788	58543	47892	59631	70771	EV/EBITDA	0.4	13.3	11.0	9.2	7.6

资料来源: 公司数据 中国银河证券研究所

表 3: 中国中铁 (601390) DCF 折现模型

万元	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
EBIT	468296.5	715466.9	1044608.6	1314416.9	834589.8	827247.8	828987.3	830755.9	832554.0	834382.0	836240.4
所得税	89608.8	136904.9	198475.6	249739.2	158572.1	157177.1	157507.6	157843.6	158185.3	158532.6	158885.7
NOPLAT	288173.8	378687.7	578561.9	846132.9	1064677.7	676017.7	670070.7	671479.7	672912.3	674368.7	675849.4
营运资金净变动	85950.5	-808286.3	-583692.4	-1675296.9	-342732.3	1483709.2	1289896.8	1286784.4	1287615.3	1289521.1	1292505.4
资本支出	-894344.5	-903287.9	-912320.8	-921444.0	-1013127.7	-1113933.9	-1224770.3	-1346635.0	-1480625.2	-1627947.4	-1789928.1
自由现金流	-1028696.6	-621672.0	-1403085.7	191448.8	1593201.5	1352767.5	1305811.6	1258054.9	1206287.4	1150070.9	1085698.9

WACC	10.70%	Ke	14.30%
永续增长率	1.00%	Kd	6.57%
终值	439590.31	t	19.14%
企业价值	18634053.80	Rf	4.14%
非核心资产价值	11114777.29	E(Rm)	13.50%
债务价值	4291500.40	Rm - Rf	9.36%
股权价值	14342553.40	D/A	30.01%
股本	2129990.00	E/A	69.99%
每股价值 (元)	6.73	Beta	1.09

估值		g				
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
WACC	9.95%	6.88	7.00	7.13	7.27	7.44
	10.20%	6.76	6.87	6.99	7.12	7.28
	10.45%	6.65	6.75	6.86	6.98	7.12
	10.70%	6.54	6.63	6.73	6.85	6.98
	10.95%	6.43	6.52	6.62	6.72	6.84
	10.20%	6.76	6.87	6.99	7.12	7.28
	11.45%	6.23	6.31	6.40	6.49	6.59

资料来源: 公司数据 中国银河证券研究

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908