

建筑工程行业

2009 年 02 月 20 日

中国中铁（601390）**提升管理效率才是王道**

当前股价：5.71 元 目标价位：6.5 元

投资评级：推荐（维持）

研究员：张平

电 话：（8625）84457777×895

E-mail: zphtsc@yahoo.com.cn

<http://www.htsc.com.cn>

地址：南京市中山东路 90 号

一、受益基建市场投资加速 公司订单超预期

公司 2008 年新签订单金额超过 4000 亿元，超过公司年初预计的 2750 亿订单，其中基建业务订单占到 90%，勘察设计制造等业务订单占到 10%；铁路工程业务占到新签订单的 50%以上，公路工程占到 10%，市政工程占到 20%，其它工程占到 10%，海外工程占到 7%。工程订单的大幅增长为公司未来几年内营业收入的高增长提供了有力的保障。

从基建业务的结构来看，铁路工程订单是增长的主要来源，作为中国铁路的主要建设者之一，公司在充分受益于铁路投资高速增长的同时，依然坚持基建业务的多领域和多区域的多元化发展道路，保障铁路建设投资高峰过后的基建业务的持续增长能力。

二、毛利率稳中有升概率大

2008 年中报显示铁路工程业务的毛利率已经走出 2007 年的低谷，上升了 0.48 个百分点，公司表示 2008 年签订的客运专线和高速铁路的合同价格水平已经高于 2007 年，这将提升公司未来铁路工程业务的毛利率，鉴于目前铁路业务收入已经占比超过 50%，铁路业务毛利率提升将拉动综合毛利率的上升。

2008 年底铁道部在部分铁路项目中将一些原先为“甲供”和“甲控”的原材料，改为由建筑企业自行采购，这一改变对公司原材料采购管理和对原材料市场价格走势判断能力提出了更高的要求，总体来看，原材料供应方式的变化对毛利率影响为中性。

整体而言，我们认为公司综合毛利率稳中有升的概率大。

三、管理效率逐步提升 未来仍存较大进步空间

在费用控制方面，公司正着手制订量化标准，确定费用的控制目标，逐级考核，通过精简机构和压缩费用等方式来提高管理效率。

在资金管理方面，公司建立了资金的集中管理制度，减少“存贷双高”的现象，提高资金使用

用效率和降低资金利用成本；

在原材料采购方面，对于大型项目由公司层面统一采购，对于中小型项目由局级单位统一采购，提高原材料采购集中度有利于采购费用的控制。

2008 年前三季度公司的管理费用率较 2007 年年末（2007 年管理费用率为扣除职工福利费用的一次性冲回影响）下降了 0.98 个百分点，体现出公司在组织结构整合及管理效率方面的努力取得一定成效，由于公司目前的组织架构多，整体摊子较大，未来管理效率提升空间仍然较大。

四、汇兑损失拉低 08 年业绩 未来风险敞口有望减小

2008 年外汇市场的大幅波动给公司带来大额汇兑损失，前三季度公司经报经国家外汇管理局批准，累计净做了 15 亿美元左右的结构性存款，由于澳元汇率的大幅下跌，造成 19.39 亿元的净损益。截止 2008 年 9 月 30 日，相应结构性存款均已到期，没有余额。至 10 月 30 日，公司的外币结构港币 0.65 亿元、美元 16.82 亿元、澳元 8.20 亿元。四季度澳元对人民币汇率再次下跌了 13.54%，美元和港币对人民币汇率基本稳定，预计四季度将造成 6.48 亿元汇兑损失，全年累计汇兑损失将达到 25.87 亿元，相当于 2007 年全年业绩的。随着国内铁路建设市场的提速和国家经济形势的变化，外汇管理局已经原则上同意了公司结汇的请求，目前审批工作正在进行当中，部分外汇结汇后公司汇兑风险敞口将减小，对于未来业绩波动影响将减小。

五、业务多元化发展前景依然看好

公司作为大型建筑企业，除了在基础建设方面发展以外，我们也看重企业多元化的产业发展格局，由于基础建设业务毛利率较低，盈利能力相对较弱，未来高利润业务对业绩的推动作用更强，非基础建设业务的发展将是未来重要的业绩增长点。

- 房地产业务：中国中铁截至 2008 年 6 月 30 日，公司处于开发阶段的项目总占地面积约为 924 万平方米，总建筑面积约为 1,609 万平方米，尽管短期内房地产市场调整，对公司房地产业务的发展带来一定不利影响，但丰富的土地储备和全国化的房地产业务格局能保障房地产业务的持续发展。公司北京西客站南广场和深圳诺德花园等项目销售情况较好，由于取得土地成本低廉，毛利率较高，但受房地产市场短期调整影响，我们预计房地产业务收入将与 2007 年持平。
- 矿产资源开发：公司推行“以技术换项目，以项目换资源”的战略，进军矿产资源开发。目前拥有常福龙金矿，三个位于刚果民主共和国的铜钴矿等四个矿产资源，目前的矿产资源都在前期建设阶段，随着国际大宗商品价格的大幅回落，公司有可能会放缓前期建设的速度，项目产生利润尚需时日。
- 资本运营项目：综合性更强的 BT、BOT、EPC、PMC、CM 等模式在建筑业市场的比重逐步上升，利润重心向前端的项目开发和后端的运营转移，大力发展资本运营项目

成为国内外大型建筑公司的业务发展方向。公司目前的资本运营项目主要包括太中银铁路项目、临策铁路项目、苏尼特铁路、云南富砚高速公路项目、岑兴高速公路项目、德商高速公路项目、南京地铁一号线南延伸段 PPP 项目、北京地铁奥运支线 BT 项目、佛山顺德区快速干线网 BT 项目和深圳地铁 5 号线 BT 项目等 10 项，根据公司公告的项目情况，我们估算公司资本运营项目的总投资规模达到 597 亿元，权益投资总规模约为 311 亿元。

总体而言，目前公司矿产资源开发和资本运营项目的可见度并不高，准确量化分析的难度较大，但从公司两项业务的静态规模来看，未来释放业绩潜力大。

六、风险提示

汇兑风险；海外业务履约风险；

七、估值及投资建议

我们预计公司 2008-2010 年每股收益为 0.06 元、0.26 元和 0.36 元，其中 2008 年的业绩下调以反映公司存货跌价损失和汇兑损失。目前建筑行业的平均估值水平在 20X 左右，为体现公司作为铁路投资加速的主要受益者所应享受的溢价水平，给予公司 2009 年 25X 估值，目标价位 6.5 元。

附表：财务预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	171990	187485	247177	305523	营业收入	180507	227183	290228	357724
现金	58896	45437	58046	71545	营业成本	161857	203267	258576	317913
应收账款	39941	35622	48352	66608	营业税金及附加	5454	6702	8562	10553
其它应收款	12324	17629	30967	45109	营业费用	850	909	1161	1359
预付账款	10540	20327	31029	41329	管理费用	7663	9996	12480	14309
存货	49339	67586	77573	79478	财务费用	1299	4506	1780	3135
其他	950	883	1210	1454	资产减值损失	496	432	451	412
非流动资产	43223	53435	58702	63359	公允价值变动收益	24	20	20	20
长期投资	4360	6399	7679	9214	投资净收益	1113	400	400	400
固定资产	16920	21740	23376	23081	营业利润	4025	1791	7639	10464
无形资产	6163	14843	18723	22603	营业外收入	470	471	470	470
其他	15780	10453	8924	8460	营业外支出	166	121	120	120
资产总计	215213	240920	305879	368882	利润总额	4329	2141	7989	10814
流动负债	136484	154806	194912	255266	所得税	828	514	1997	2703
短期借款	24235	23851	34506	61603	净利润	3501	1627	5992	8110
应付账款	50823	50817	64644	79478	少数股东损益	337	414	414	414
其他	61426	80138	95762	114185	归属母公司净利润	3163	1213	5578	7696
非流动负债	19799	25504	44406	39204	EBITDA	8276	9836	14129	19234
长期借款	10239	17091	23345	29492	EPS (元)	0.15	0.06	0.26	0.36
其他	9560	8413	21061	9712					
负债合计	156283	180310	239317	294470	主要财务比率				
少数股东权益	3507	3921	4335	4749	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
股本	21300	21300	21300	21300	成长能力				
资本公积	30984	30984	30984	30984	营业收入	13.2%	25.9%	27.8%	23.3%
留存收益	3143	4376	9893	17310	营业利润	45.2%	-55.5%	326.4%	37.0%
归属母公司股东权益	55423	56690	62227	69664	归属于母公司净利润	92.1%	-61.7%	359.9%	38.0%
负债和股东权益	215213	240920	305879	368882	获利能力				
					毛利率	10.3%	10.5%	10.9%	11.1%
					净利率	1.8%	0.5%	1.9%	2.2%
					ROE	5.7%	2.1%	9.0%	11.0%
					ROIC	20.1%	12.9%	13.5%	16.1%
					偿债能力				
					资产负债率	72.6%	74.8%	78.2%	79.8%
					净负债比率	23.36%	24.32%	25.64%	32.50%
					流动比率	1.26	1.21	1.27	1.20
					速动比率	0.90	0.75	0.87	0.89
					营运能力				
					总资产周转率	1.01	1.00	1.06	1.06
					应收账款周转率	5	6	7	6
					应付账款周转率	3.50	4.00	4.48	4.41
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.15	0.06	0.26	0.36
					每股经营现金流	0.00	-0.06	-0.27	0.20
					每股净资产	2.60	2.66	2.92	3.27
					估值比率				
					P/E	38.45	100.28	21.81	15.80
					P/B	2.19	2.15	1.95	1.75
					EV/EBITDA	12	10	7	5

资料来源：华泰证券研究所

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

买入	: 相对强于市场表现15%以上;
推荐	: 相对强于市场表现5% ~ 15%;
观望	: 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;
卖出	: 相对弱于市场表现5%以下。