

建筑工程行业研究小组
 联系人: 王小勇
 0755-82960440
 wxy@cmschina.com.cn

2009年5月11日

中国中铁(601390.SH)/6.11元

工程板块稳步增长, 多元化提升公司价值

工业·建筑工程

目标估值: 8元

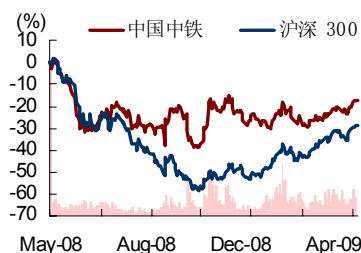
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2626
总股本(万股)	2129990
已上市流通股(万股)	467500
总市值(亿元)	1301
流通市值(亿元)	286
每股净资产(MRQ)	2.7
ROE(TTM)	2.8
资产负债率	76.4%
主要股东	中国铁路工程总公司
主要股东持股比例	58.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	9	30	-19
相对表现	-3	-36	9



相关报告

- 1、《中国中铁(601390)一经营因素好转, 业绩将迅猛提升》2009/04/30
- 2、《中国中铁(601390)09年初新签合同点评-待到山花烂漫时, 她在丛中笑》2009/04/10
- 3、《建筑工程行业2009年投资策略系列报告(之一)-己丑, 土生金, 利动土, 宜建筑》2009/02/04
- 4、《公司2008年中报点评-中期业绩超预期, 铁路基建业务创佳绩》2008/09/01
- 5、《中国中铁2007年度股东大会纪要-经营状况好转, 治理结构透明度将进一步提高》2008/06/30

我们认为, 公司股价将以5月5日的业绩发布会为契机形成有效地突破, 补涨需求强烈, 6个月目标价8元。

- **依托铁路业务, 工程板块稳步增长。**08年, 公司铁路施工业务营业收入达到1009亿元, 同比增长32.84%, 预计09年将达到1500亿元左右, 同比增长50%左右。09年将是铁路概算调整的高峰。我们认为, 铁道部概算的调整将进一步提升公司利润空间。“甲供”变成“甲控”, 使得公司在近两年新签合同上将获得较多的材料溢价。
- **“房地产+资源”, 将有效提升公司价值。**房地产方面: 我们预计09年房地产销售收入将达到50亿元左右, 新建楼面面积达200万平方米, 开发楼面面积为700万平方米。矿产方面: 主要是金矿、煤矿以及铜矿, 08年该业务已获得净利润3.5亿元左右, 我们预计自09年起, 公司矿产业务将开始逐步大规模的贡献效益。
- **管理费用率下降成为必然。**随着公司管理措施的不断推进, 09年管理费用将有效控制, 进一步加强合同预算的管理, 管理费用率将在08年基础上进一步降低, 预计09年管理费用率3.6~3.7%。
- **公司的毛利率将呈现出“U”形反转的形态。**主要基于以下四个理由: 一是08年新签的高价闭口合同在未来2至3年将逐步结算; 二是60亿元的低价材料储备将在09年投入使用; 三是公司非施工业务在09年起开始发挥规模盈利能力; 四是公司管理能力进一步提高, 对项目成本及费用的控制能力进一步增强。
- **外币资产获批复转回, 汇兑损失因素消失。**4月29日外管局的批复使得公司对所持有的外币资产具有更大的主动性。消除了导致08年业绩大幅下降的主要因素, 并可能获得汇兑收益, 提升09年业绩。
- **预估公司09-11年基本每股收益为0.30元、0.42元、0.56元,**同比分别增长476%、40%、32%。
- **维持公司“强烈推荐-A”的投资评级。**采用DCF估值, 公司内在股价为7.1至8.9元之间, 目前股价远落后于内在股价, 维持6个月8元的目标价不变。
- **风险提示:**材料价格大幅变动、管理层次的压缩进度等都会对业绩造成影响。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(亿元)	1805	2346	3171	4118	4940
同比增长	13%	30%	35%	30%	20%
营业利润(亿元)	40	16	94	136	176
同比增长	45%	-60%	484%	44%	29%
净利润(亿元)	32	11	64	90	119
同比增长	92%	-65%	476%	40%	32%
每股收益(元)	0.15	0.05	0.30	0.42	0.56
PE	41.2	116.8	20.3	14.5	11.0
PB	2.4	2.3	2.1	1.9	1.7

资料来源: 招商证券

正文目录

一、引言	4
二、依托铁路施工业务，工程板块稳步增长	4
1、铁路施工业务营业收入稳步增长	5
2、09 年是铁道部概算调整高峰期	5
3、“甲供”变成“甲控”，将获取更大材料溢价	6
三、“房地产 + 资源矿产”，多元化提升公司价值	6
1、房地产业务：发展进入腾飞期	7
2、资源开发业务：跻身中国最大铜资源拥有企业行列	8
四、盈利能力指标不断改善	9
1、管理费用率下降成为必然	9
2、毛利率将显著提升	10
3、澳元汇兑损失不再	11
五、盈利预测及估值	12
附录：2009 年 5 月 5 日业绩发布会记录	15

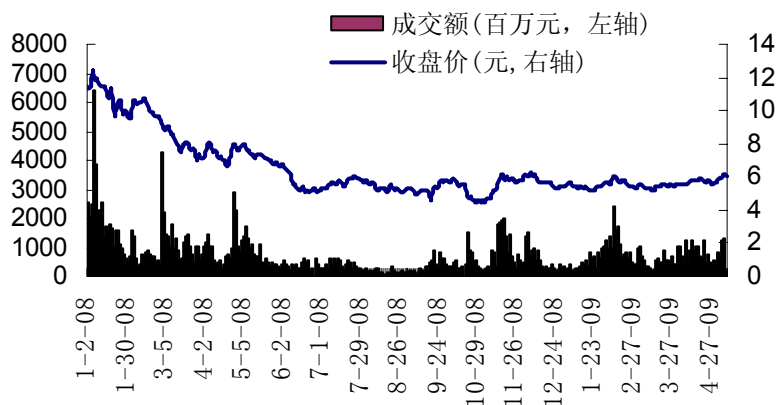
图表目录

图 1: 公司股价 1 年多来走势	4
图 2: 公司施工业务稳步发展	4
图 3: 铁路固定资产投资及基建投资累计同比大幅增长	5
图 4: 铁路固定资产投资及基建投资当月同比大幅增长	5
图 5: 公司铁路施工业务营业收入增长迅猛	5
图 6: 08 年公司非基建建设业务营业利润贡献达到 34.2 %	6
图 7: 公司房地产营业收入稳步增长	7
图 8: 公司房地产开发业务发展势头良好	7
图 9: 黄金现货价格走势	9
图 10: LME3 月铜期货价格走势	9
图 11: 管理费用率持续下降	10
图 12: 公司综合毛利率将稳步提升	10
图 13: 08 年因澳元汇兑损失导致财务费用大增	11
图 14: 因澳元汇兑损失导致现金大幅减少了 587.13 %	11
图 15: 人民币 1 年来对澳大利亚元走势	12
图 16: 人民币近 3 个月对澳大利亚元走势	12
图 17: 人民币自 2005 年 7 月 21 日以来对港元走势	12
图 18: 人民币自 2005 年 7 月 21 日以来对美元走势	12
图 19: 中国中铁历史 PE Band	15
图 20: 中国中铁历史 PB Band	15
表 1: 公司完全控股或参股的部分房地产项目情况	7
表 2: 公司三个矿的资源储量情况	8
表 3: 我国三家最大铜矿企业储量 (单位: 万吨)	9
表 4: 公司截止 08 年末所持有的主要外币资产明细	11
表 5: 销售收入结构预测	12
表 6: 盈利预测简表	13
表 7: 各年自由现金流量预测	14
表 8: DCF 参数选取及估值结果	14
表 9: 公司内在价值的敏感性分析	15
附: 财务预测表	19

一、引言

公司股价经历了 08 年及 09 年上半年的将近一年时间的盘整，之间投资者对公司的争议较大，主要集中于公司的营业收入增长是否符合预期、管理效率提升、毛利率提升、多元化以及澳元汇兑等问题。

图 1：公司股价1年多来走势



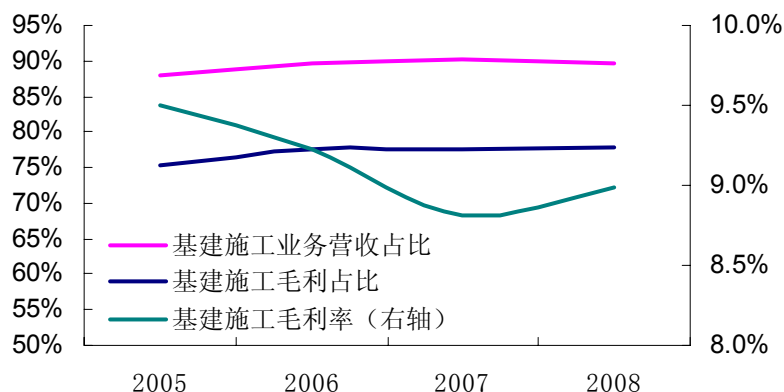
资料来源：公司数据，招商证券研发中心

09 年 5 月 5 日公司召开的两报业绩发布会有效地消除目前了市场对其的不确定性疑虑，我们认为，公司股价将以此次业绩发布会为契机形成有效地突破，补涨需求强烈，6 个月目标价 8 元。

二、依托铁路施工业务，工程板块稳步增长

公司工程收入保持了稳步发展，08 年实现营业收入达到 2083 亿元，增长达到了 28.8 %。

图 2：公司施工业务稳步发展



资料来源：公司数据，招商证券研发中心

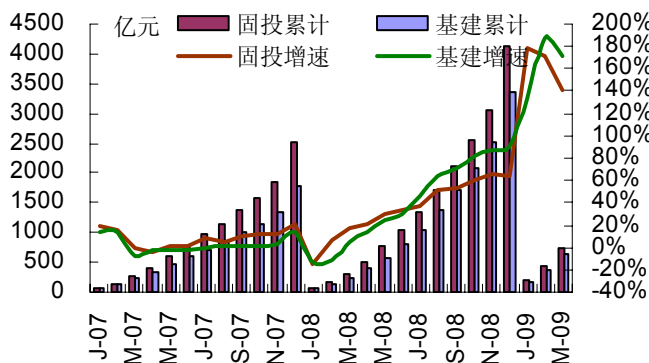
工程板块增长主要依靠铁路施工业务实现来实现的。

1、铁路施工业务营业收入稳步增长

08 年上半年，很多投资者对铁道部的投资增长保留怀疑的态度，随着当年年铁路投资的大规模增长，目前这种怀疑基本已经消除。

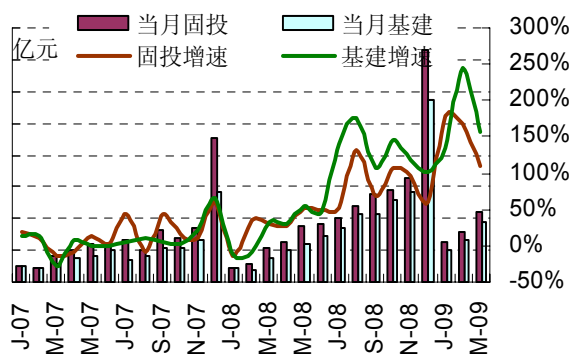
09 年，我们看到，1 至 3 月铁路投资增长超过市场预期。

图 3：铁路固定资产投资及基建投资累计同比大幅增长



资料来源：铁道部，招商证券研发中心

图 4：铁路固定资产投资及基建投资当月同比大幅增长

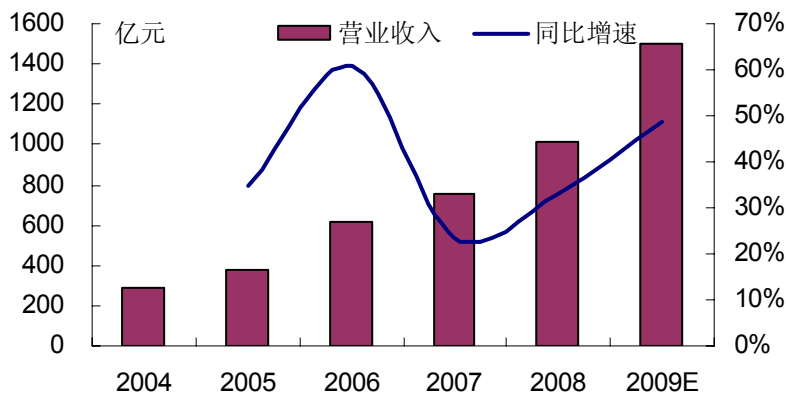


资料来源：CEIC，招商证券研发中心

如果按照 09 年前三月铁路投资的同比增速来预计，09 年铁路投资将超过所有市场预期，固定资产投资达到 9000 亿元左右，基建投资达到 6750~7000 亿元左右。

铁路投资的大幅度增长，使得公司铁路施工收入也大幅增长。08 年，公司铁路施工业务营业收入达到 1009 亿元，同比增长 32.84%，预计 09 年将达到 1500 亿元左右，同比增长 50% 左右。

图 5：公司铁路施工业务营业收入增长迅猛



资料来源：公司数据，招商证券研发中心

2、09 年是铁道部概算调整高峰期

铁道部概算调整主要集中于 07、08 年的高速铁路项目。

铁道部对铁路工程概算调整做了大量的工作，目前处于清理概算阶段，08 年 24 个项目纳入了概算清理，09 年将有 40 个项目同样也进入了概算清理阶段。在概算清理的过程中，调整幅度是比较大的，目前全铁路施工行业亏损的局面基本被控制住了。

公司目前经过了 07、08 年两年的准备，将所有项目的基本资料全部上报到了铁道部，09 年将是铁路概算调整的高峰。我们认为，铁道部概算的调整将进一步提升公司利润空间。

3、“甲供”变成“甲控”，将获取更大材料溢价

我们在 08 年 10 月份就向投资者提示铁路施工业务主材的供应方式由“甲供”变成了“甲控”。

“甲供”主要是由铁道部负责铁路施工的材料采购并供应给施工单位。而“甲控”则是由于铁路项目的增多，导致铁道部统一采购的方式不再适合铁路建设的需要，因此铁道部将采购权下放给施工单位，但价格控制权仍然掌握在铁道部手里，由于铁道部价格调整有一定的“时滞”，使得施工单位在材料采购上有更多的自主权，可以获得一定的材料溢价。

从 08、09 年新签合同来看，基本都是在价格高位的时候做的预算，因此，由于“时滞”的原因，公司在这两年新签合同上将获得较多的材料溢价。

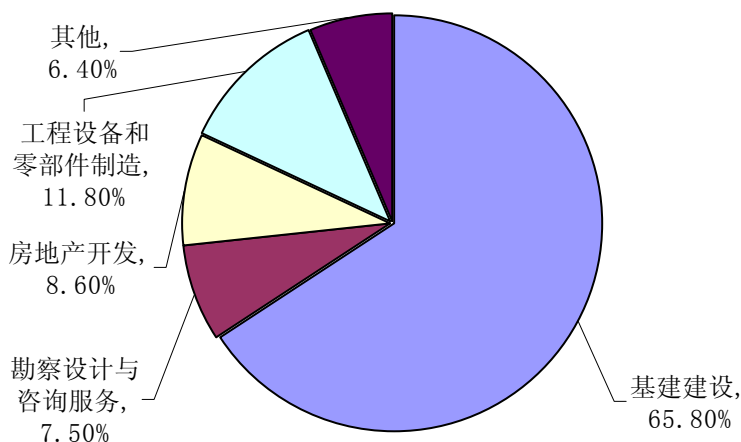
如未来价格上涨，公司首先将做好合同调控措施；其次，做好物资集中采购；第三，提前做好材料的准备；08 年公司做了 60 个亿的材料准备，未来将持续提前做好材料的准备。

三、“房地产+资源矿产”，多元化提升公司价值

自 2008 年以来，尤其是世界金融风暴发生后，市场上投资者对公司的多元化始终抱有一种疑虑。

目前公司所走的多元化道路是依托建筑业的有限相关多元化，如矿产、房地产、工程机械制造、资本运营（BT、BOT 等）等，目前公司的这种多元化正步入正轨，对公司的业务起了极为重要的补充作用。08 年公司非施工业务营业利润贡献达到 34.2%。

图 6：08 年公司非基建建设业务营业利润贡献达到 34.2%



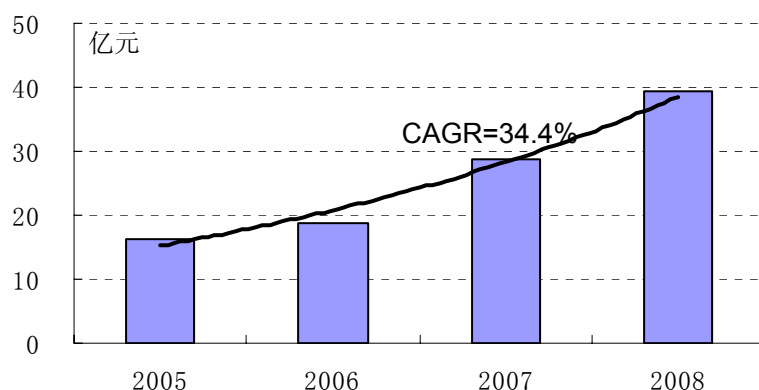
资料来源：公司数据，招商证券研发中心

多元化业务持续发展，与公司稳步推进“项目换资源”的模式是密切相关的。我们认为，公司未来将持续推进这种模式，扩大大多元化在公司业绩中的占比。

1、房地产业务：发展进入腾飞期

公司利用“中铁置业”这一业务平台，进一步整合旗下房地产资源，多项房地产项目的开工建设使得房地产开发业务的收入进一步提升。

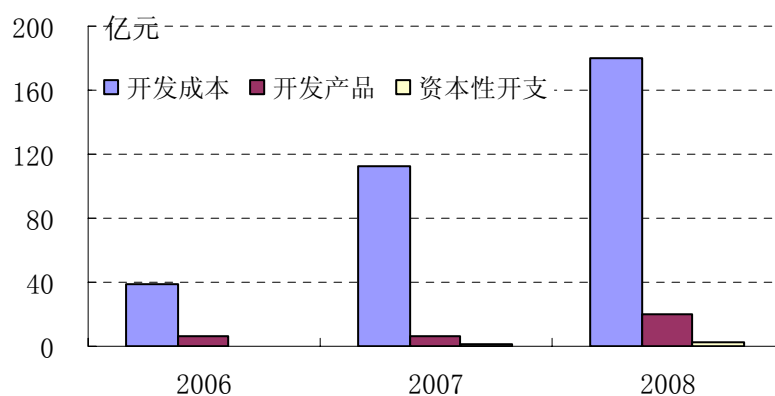
图 7：公司房地产营业收入稳步增长



资料来源：公司数据，招商证券研发中心

09 年一季度房地产业务新签合同金额达 20 亿，占全年目标的 34%，销售面积同比增长超过 160%至 18 万平方米，实现销售收入同比增长超过 140%至逾 10 亿元。随着我国信贷的逐步放开，房价将稳步提升，我们预计全年销售收入将达到 50 亿元左右。

图 8：公司房地产开发业务发展势头良好



资料来源：公司数据，招商证券研发中心

公司 08 年共开发 67 个房地产项目，面积约 1793 万平方米，预计 09 年新建楼面面积 200 万平方米，开发楼面面积为 700 万平方米。

表 1：公司完全控股或参股的部分房地产项目情况

房地产项目名称	位置	总建筑面积 (万平方米)
青城假日	成都市青城山镇	7
东山国际新城	成都龙泉驿区	83
自在城市花园	广州番禺区	35
兴隆·枫丹白鹭	贵阳市	38
中景·四季花园	石家庄	39

亚洲资源大厦	北京市丰台区	4
沿海·赛洛城 [®]	北京市朝阳区	86
深圳诺德中心	深圳福田区	7
中铁·龙城 [®]	遂宁市河东新区	15
万博汇商业中心 [®]	北京西客站南广场	7
新城东苑项目	安庆市新城区	62
诺德国际居住区	深圳南山区	21
紫晶丽苑	重庆江北区	6
蓝天园	锦州市	1
贵阳兴隆系列	贵阳市	250
中铁龙郡	大邑县区	9
蜀郡	双流县区	44
东山国际(占地 4200 亩)	成都龙泉驿	300
西子香荷	成都光华片区	22
中铁瑞城·集英岭	成都市青羊区	4
淮阳光·国际城	淮南市	30
西安西苑小区	西安市	8
中铁双龙湾	成都市青羊区	10
曦城	成都金牛区	13
合计		1102

备注：①底线标注为合作开发；②已开发二期；③35000 平方米可售，其中餐饮 4000 平方米
 资料来源：公司数据，招商证券研发中心

2、资源开发业务：跻身中国最大铜资源拥有企业行列

主要是金矿、煤矿以及铜矿，08 年该业务已获得净利润 3.5 亿元左右。

- 金矿：公司已于两个期货交易所签订期货交易合约，将金价锁定于 200 元/克，08 年公司金矿产量为 100 公斤，预计金矿产量 09 年将达到 400 公斤、10 年达到 1 吨左右。
- 煤矿：芒来煤矿及小白杨煤矿。目前煤炭公司通过技术改造，提升了公司煤炭的发热量，由目前的 3000 卡提升了 4000~5000 卡，这样就可以提升产品附加值，获得较高利润；公司修建的太中银铁路将在 09 年发挥作用，辅助其煤炭的运输，有效地扩大了煤炭的销售半径。预计 09 年的销售量将由去年超过 100 万吨增至 300 万吨。
- 铜矿及其他矿：“三矿”即绿纱矿、MKM 矿以及刚果铜矿（华刚公司），三矿的铜储量相加，使得中国中铁成为排名第二铜资源拥有企业。

表 2：公司三个矿的资源储量情况

	铜储量（万吨）	钴储量（万吨）	备注
绿纱矿	80	10	已探明可采铜储量为 680 万吨，预期储量超过 1000 万吨，公司权益占比 33%
MKM 矿	5	1	
刚果铜矿	330	60	
合计	415	71	

资料来源：公司数据，招商证券研发中心

表 3: 我国三家最大铜矿企业储量 (单位: 万吨)

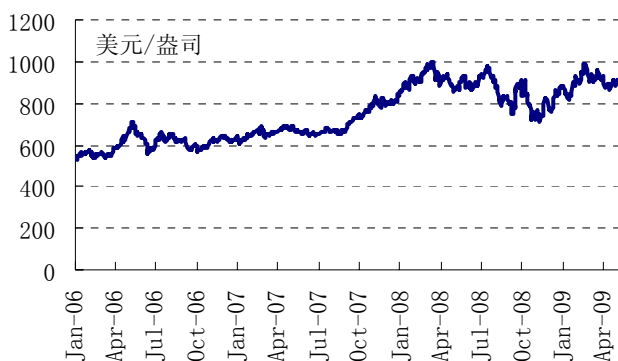
	铜储量	潜在扩张储量	备注
江西铜业	1506	170	现有国内铜储量为 935 万吨
云南铜业	294	1660	
铜陵有色	110	133	

资料来源: 公司数据, 招商证券研发中心

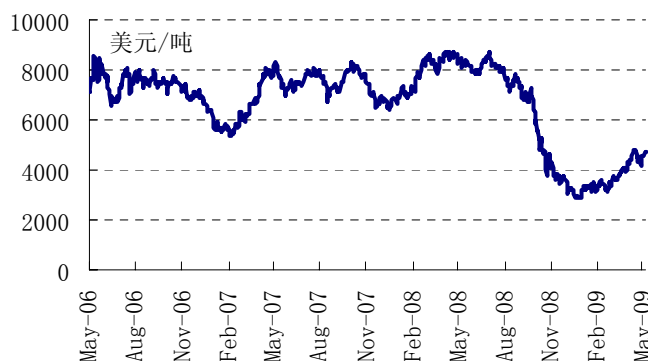
绿纱矿在 08 年已经开始产生效益, 预计 09 年将再安排 1 亿美元的投资, 解决目前矿的瓶颈问题, 预计 10 月份左右能正常生产, 开始大规模产生效益。

华刚公司 (刚果铜矿), 已经注册, 共 5 个矿总储量约 1000 余万吨铜, 矿权已经注入华刚公司, 目前正在补堪阶段, 10 年是投资高峰期。刚果铜矿当初预计投入 29 亿美元, 现在看来要大幅下降, 主要原因: 一是是建筑材料、矿产开采设备等的采购价格大幅下降, 其次, 公司还可以用自己的施工设备替代矿产开采设备, 第三, 矿山开采施工还可以转包。

到目前为止, 刚果铜矿一揽子项目只投资 4000 余万美元, 主要是注册资金。预计 09、10 年处于投资高峰, 预计将在 2011、2012 年将大规模产生效益。

图 9: 黄金现货价格走势


资料来源: BLOOMBERG, 招商证券研发中心

图 10: LME3月铜期货价格走势


资料来源: BLOOMBERG, 招商证券研发中心

四、盈利能力指标不断改善

1、管理费用率下降成为必然

如我们之前多篇报告中提到, 公司在 08 年提出了“两个加强、三个集中”的措施来降低公司管理费用。

“两个加强”: 加强投融资项目、BT、BOT 等资本运作项目以及房地产、资源开发项目的监管; 加强组织结构调整, 全面推行工程项目扁平化和精细化管理。

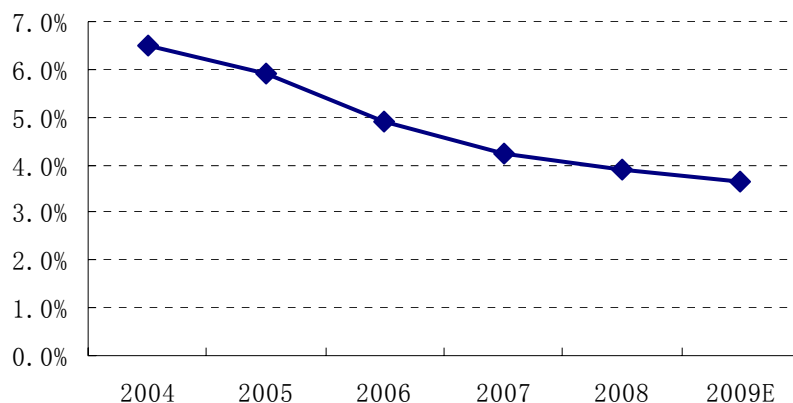
公司在原来管理层次过多的基础上, 引入了项目法人施工, 逐步改变了行政级别管理模式, 全面压缩项目管理层次, 公司从 08 年开始将所有项目的管理层次由 2~3 级 (总部、分局、项目部) 压缩为 1~2 级 (总部、局), 目前公司有 1 万多个项目, 如果全部压缩至 1 至 2 级, 则将压缩 3000 多个管理层次;

“三个加强”: 实施财务融资及资金集中管理调度使用; 实行大宗物资材料集中招标采购; 实行大型设备集中采购调配。

我们认为，随着公司管理措施的不断推进，09 年管理费用将有效控制，进一步加强合同预算的管理，管理费用率将在 08 年基础上进一步降低，预计 09 年管理费用率 3.6 ~ 3.7 %。

之前很多投资者担心公司出身自原有的老国有企业，受制于此，公司的管理效率的提升值得怀疑。从目前的情况来看，公司管理费用率的稳步下降，彻底地消除了这种疑虑。

图 11：管理费用率持续下降

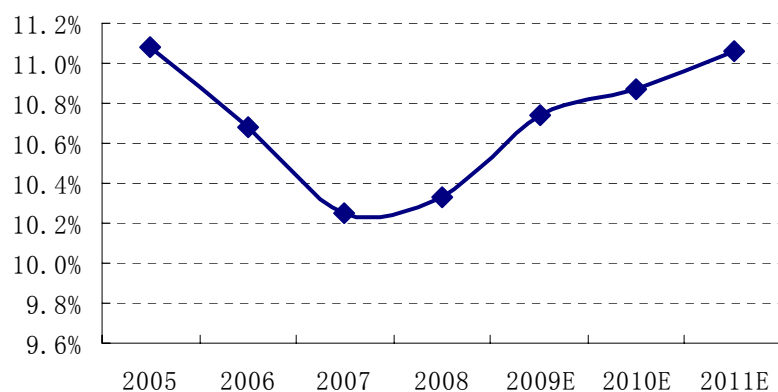


资料来源：公司数据，招商证券研发中心

2、毛利率将显著提升

08 年公司综合毛利率为 10.33%，比 2007 年提升了 0.08 个百分点，我们认为，受制于原材料的大幅涨价、房地产宏观调控、国际金融风暴等多重因素的影响，公司成本上升较快，导致毛利率提升较慢。

图 12：公司综合毛利率将稳步提升



资料来源：公司数据，招商证券研发中心

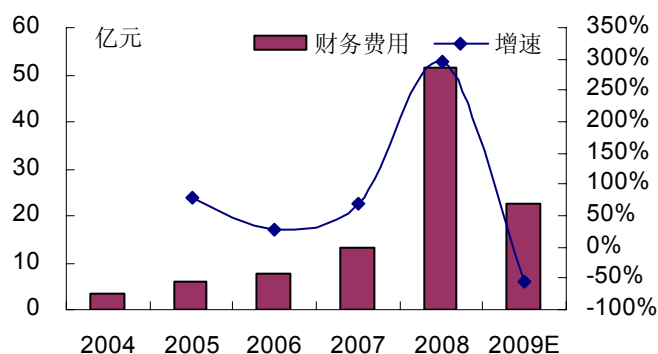
我们预计，公司的毛利率将呈现出“U”形反转的形态，主要基于以下几个理由：

- 一是 08 年新签的高价闭口合同在未来二至三年将逐步结算；
- 二是 60 亿元的低价材料储备将在 09 年投入使用；
- 三是公司非施工业务在 09 年起开始发挥规模盈利能力；
- 四是公司管理能力进一步提高，对项目成本及费用的控制能力进一步增强。

3、澳元汇兑损失不再

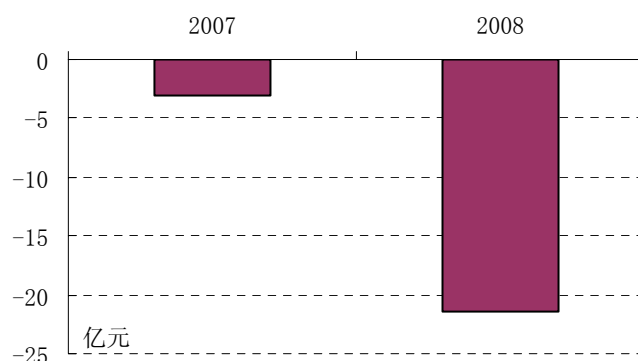
08 年，受国际金融风波的影响，公司所持的外币资产尤其是澳元资产大幅贬值，H 股募集资金出现了 41.37 亿元汇兑损失，从而引起了 08 年度的财务费用大增 294%、公司现金大幅减少了 587.13%。

图 13：08 年因澳元汇兑损失导致财务费用大增



资料来源：公司数据，招商证券研发中心

图 14：因澳元汇兑损失导致现金大幅减少了 587.13%



资料来源：公司数据，招商证券研发中心

09 年 4 月 29 日，公司公告称，“公司收到国家外汇管理局《关于中国中铁股份有限公司 H 股募集资金调回境内结汇的批复》，批复同意我公司将境外上市募集的 100 亿港元调回境内结汇使用，且分次办理结汇手续，单日结汇金额不得超过 5 亿港元”。

我们认为，在外汇结汇的问题上，公司是积极主动的，主动为股东最大利益着眼考虑的。

在 08 年 10 月 30 日前公告称由于澳元汇兑出现大规模损失前，公司就在积极地寻找与有关部门进行有效地沟通的方案，并在 10 月 30 日的第一届董事会第十五次会议获得审议通过。

本次外管局的批准使得公司对所持有的外币资产具有更大的主动性。随着澳元等所持主要货币的不断升值，09 年公司将获得相应的汇兑收益；如果澳元等外币资产再次大幅贬值，公司将随时可以将所持外币资产转回国内。

表 4：公司截止 08 年末所持有的主要外币资产明细

单位：万元	现金	银行存款	其他货币资金
美元	332	176624	81
日元	3230	9640	0
港币	3	5971	0
欧元	66	678	0
澳大利亚元	0	82675	0
合计人民币	3153	1609385	553

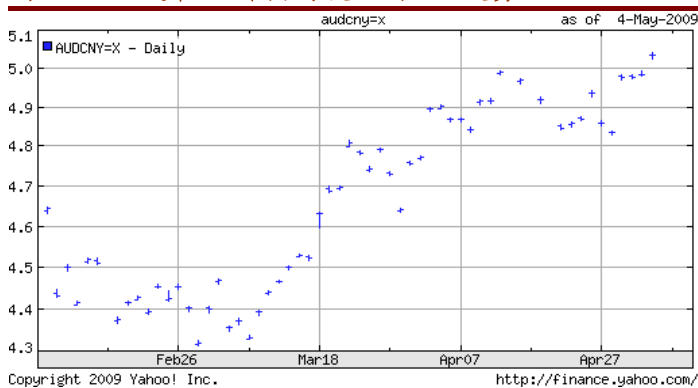
资料来源：公司数据，招商证券研发中心

图 15: 人民币1年来对澳大利亚元走势



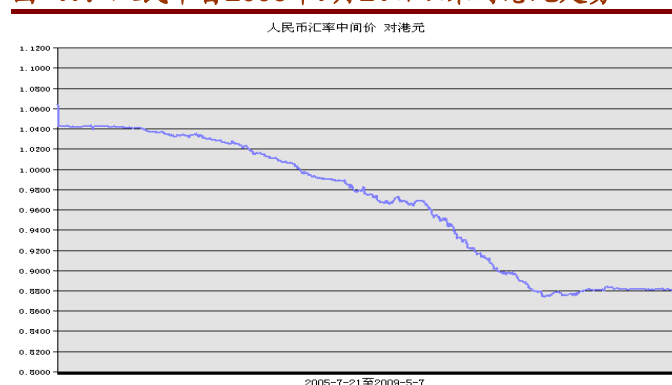
资料来源: YAHOO!, 招商证券研发中心

图 16: 人民币近3个月对澳大利亚元走势



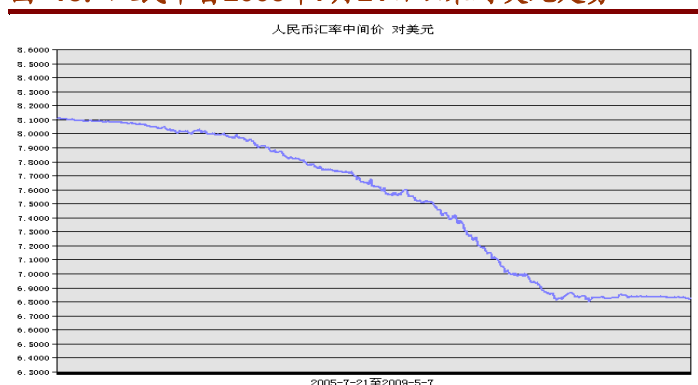
资料来源: YAHOO!, 招商证券研发中心

图 17: 人民币自2005年7月21日以来对港元走势



资料来源: 中国人民银行, 招商证券研发中心

图 18: 人民币自2005年7月21日以来对美元走势



资料来源: 中国人民银行, 招商证券研发中心

五、盈利预测及估值

预估公司 09-11 年主营业务收入分别为 3141 亿元、4078 亿元、4892 亿元，同比分别增长 35.2%、29.8%、20.0%。

表 5: 销售收入结构预测

收入 (亿元)	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
基建建设	1420	1618	2083	2812	3655	4386
其他	65	70	93	126	163	196
工程设备和零部件制造	38	40	62	87	113	130
勘察设计与咨询服务	43	36	47	67	88	110
房地产开发	19	29	39	49	59	71
合计	1584	1792	2323	3141	4078	4892
收入 (YOY)						
基建建设	40.5%	13.9%	28.8%	35.0%	30.0%	20.0%
其他	32.3%	8.4%	32.2%	35.0%	30.0%	20.0%
工程设备和零部件制造	4.9%	4.5%	56.7%	40.0%	30.0%	15.0%
勘察设计与咨询服务	18.6%	-17.0%	31.0%	45.0%	30.0%	25.0%
房地产开发	15.8%	53.3%	36.6%	25.0%	20.0%	20.0%
合计	37.8%	13.2%	30.0%	35.2%	29.8%	20.0%

毛利 (亿元)	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
基建建设	131	143	187	262	345	423
其他	8	12	14	20	27	33
工程设备和零部件制造	7	8	11	16	21	25
勘察设计与咨询服务	16	12	15	23	31	39
房地产开发	7	10	13	16	19	20
合计	169	184	240	337	443	541
毛利 (YOY)						
基建建设	36.5%	8.7%	31.3%	40.0%	31.8%	22.5%
其他	33.2%	53.1%	18.8%	44.1%	34.1%	23.6%
工程设备和零部件制造	9.2%	12.9%	41.6%	45.9%	33.5%	18.0%
勘察设计与咨询服务	15.9%	-24.6%	25.0%	50.6%	33.8%	28.6%
房地产开发	41.4%	27.7%	33.4%	27.4%	16.4%	5.0%
合计	33.0%	8.6%	30.6%	40.5%	31.4%	22.1%
毛利率	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
基建建设	9.2%	8.8%	9.0%	9.3%	9.5%	9.7%
其他	11.8%	16.7%	15.0%	16.0%	16.5%	17.0%
工程设备和零部件制造	18.2%	19.7%	17.8%	18.5%	19.0%	19.5%
勘察设计与咨询服务	37.8%	34.3%	32.7%	34.0%	35.0%	36.0%
房地产开发	39.8%	33.2%	32.4%	33.0%	32.0%	28.0%
综合毛利率	10.7%	10.3%	10.3%	10.7%	10.9%	11.1%

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

预估公司 09-11 年基本每股收益为 0.30 元、0.42 元、0.56 元，同比分别增长 476%、40%、32%。

表 6：盈利预测简表

单位：亿元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1805	2346	3171	4118	4940
营业成本	1619	2100	2831	3670	4393
营业税金及附加	55	74	95	124	148
营业费用	9	9	13	16	20
管理费用	77	92	119	150	180
财务费用	13	51	23	24	26
资产减值损失	5	5	0	0	0
公允价值变动收益	0	(1)	0	0	0
投资收益	11	2	3	3	3
营业利润	40	16	94	136	176
营业外收入	5	5	6	7	8
营业外支出	2	2	2	2	2
利润总额	43	19	98	141	181
所得税	8	5	23	32	42
净利润	35	14	76	109	140
少数股东损益	3	3	11	18	21
归属于母公司净利润	32	11	64	90	119
EPS (元)	0.15	0.05	0.30	0.42	0.56

资料来源：招商证券研发中心

随着影响公司业绩增长的不确定性的不断消除，施工业务稳步发展，非施工业务尤其是

矿产、房地产业务爆发式增长，我们认为，未来 4~5 年内公司业绩将以 30% 以上的复合增长率增长。

我们对公司采用 DCF 估值。

我们采用三阶段 FCFF 方法。第一阶段为显性期（2009~2011），第二阶段为半显性期（2012~2018），第三阶段（2019 年及以后）为永续阶段。

按照我们的分析预测，显性期（2009~2011），公司主营业务收入增速分别为 35.2%、29.8%、20.0%；我们假设：半显性期（2012~2018），主营业务收入增速从 2012 年的 10% 下降至 2018 年的 1%；永续阶段（2019 年以后）：永续增长率为 0%。

表 7：各年自由现金流量预测

单位：百万元	显性预测期			半显性预测期						
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
EBIT	117	160	201	224	242	259	274	288	297	300
所得税税率	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23
NOPLAT	90	123	155	172	186	199	211	222	228	231
折旧与摊销	63	72	73	74	75	76	76	77	77	77
坏账准备	5	6	5	3	3	2	2	2	1	0
营运资本增加	13	-116	-113	-83	-81	-83	-83	-81	-67	-49
资本支出	-135	-75	-75	-75	-75	-75	-75	-75	-75	-75
FCF	35	10	45	91	108	120	132	145	165	184
现金流增长率		-70%	333%	102%	18%	11%	10%	10%	14%	12%
折现年数	0.2	1.2	2.2	3.2	4.2	5.2	6.2	7.2	8.2	9.2
折现因子	0.99	0.91	0.84	0.78	0.72	0.67	0.61	0.57	0.52	0.48
FCF 现值	35	10	38	71	78	80	81	82	86	89

资料来源：招商证券研发中心

公司股票价值估值区间为 7.1-8.9 元。我们取 7 年期国债利率为无风险利率，即 2.82%；设定风险溢价为 6%；公司的贝塔值按建筑类上市公司贝塔值加权为 1.1。运用 DCF 法估值，公司股票价值估值区间为 7.1-8.9 元。

表 8：DCF 参数选取及估值结果

WACC 计算		企业估值	
项目		项目	价值（亿元） 占总价值比例
无风险利率	2.82%	显性/半显性预测价值	643 29%
权益 Beta	1.1	终值价值	1039 47%
风险溢价	6.0%	企业核心评估价值 AEV	1682 76%
权益成本 Ke	10.1%	加：非核心资本	523 24%
所得税税率	23%	企业总价值	2205 100%
债务成本 Kd	3.9%	减：借款	463
当期债务权益比 D/E	35.5%	减：少数股东权益	61
WACC	8.4%	权益评估价值	1681
名义长期增长率	0%	每股权益价值（元）	7.9

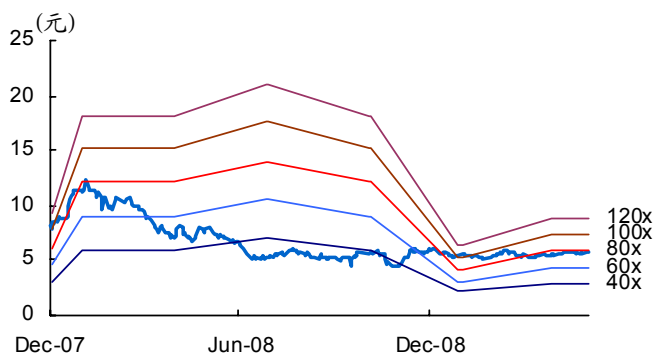
资料来源：权益 Beta 计算来自 wind 资讯

表 9：公司内在价值的敏感性分析

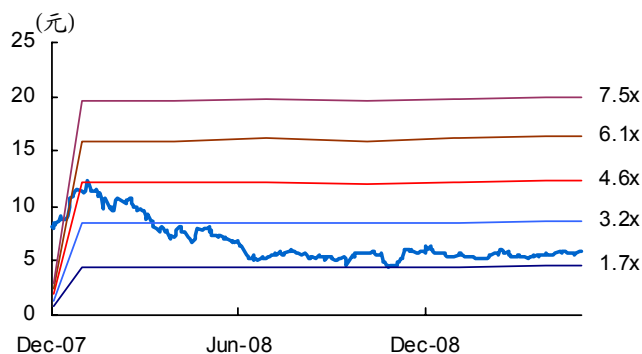
每股 内在价值		加权资本成本 Wacc				
		7.5%	8.0%	8.5%	9.0%	9.5%
永续增长率 g	-1.0%	8.4	7.8	7.3	6.9	6.4
	-0.5%	8.8	8.2	7.6	7.1	6.6
	0.0%	9.2	8.5	7.9	7.3	6.9
	0.5%	9.7	8.9	8.2	7.6	7.1
	1.0%	10.2	9.3	8.6	8.0	7.4

资料来源：招商证券研发中心

我们给予公司 6 个月目标价 8 元。

图 19：中国中铁历史PE Band


资料来源：招商证券研发中心

图 20：中国中铁历史PB Band


资料来源：招商证券研发中心

附录：2009 年 5 月 5 日业绩发布会记录

Q1：100 亿外汇额度，什么时候用，怎么用；资本市场再融资的计划？

A：公司 1 年半的努力，在有关部门的支持下，H 股 IPO 资金结汇 100 亿元，主要用途：补充流动资金，购置铁路城轨的大型施工设备；按照证监会的基本要求，在上一次使用完后才能再次募集。

除 100 亿外，公司还有部分外币存款，主要用于购置机械设备及矿产的开发等，

为了改善资金结构，发行公司债、可转债；

Q2：09 年铁道项目改善清理力度如何？08 年 4 季度管理费用率差异？

A：根据铁道部施工计划，在 08 年前，主要调高速铁路，经过 07、08 两年的准备，目前基本资料全部上报给铁道部，09 年将是铁路概算调整的高峰；

一是 4 季度营收大幅增长，其实是组织结构调整；法人机构的调整，管理项目层次的调整；子公司管理费用的调整；

公司 09 年管理费用将有效控制，对预算的管理将进一步加强，管理费用率在 08 年基

础上进一步降低

Q3: 铁道部建设计划？工人工资负担如何？离退休人员费用企业是否承担？

A: 不同时间有不同目标，最近三年达到 10 万公里的目标，07、08 年在 6000 亿元左右的投资规模，09 年也将维持这个规模，铁道部的资金都有保证；资金渠道最大的是政府，50%；其他如企业、地方政府也投入；

公司人均盈利、产值都有所提高，毛利率提高，人员比较多，之间有一个变化，劳务工的成本与公司正式员工基本接近；

三类人员费用，离退休人员统筹外费用、下岗人员和内退人员的费用，通过精算共提取了 97 亿元，公司不需要再用额外的费用来承担；

Q4: 项目扁平化目标及措施如何？08 年所得税资产较多，09 年递延所得税资产情况如何？

A: 扁平化管理：原来管理层次过多，引入了项目法人施工，逐步改变了行政级别管理模式，取得了很大成绩，目前仍然存在多级法人，过去是 3 级管理，从 08 年开始压缩到 1 至 2 级管理模式，目前公司有 1 万多个项目，如果全部压缩至 1 至 2 级，则将压缩 3000 多个管理层次；

08 年实际所得税率大幅上升，原因是扣除汇兑损失后，公司西部地区、高新技术企业享受 15% 优惠税率，08 年不具有代表性，09 年按照各法人机构实际缴税来计算。

递延所得税增加，08 年主要是管理费用冲减导致；未来将不会出现增加这种情况，97 亿元的离退休人员费用，每年支出 8~10 亿元的费用；

Q5: 甲供变成甲控，是否增加公司对原材料管理的风险？港口业务，公司如何看待，有何战略思路？

A: 铁道部从 10 月份后，由甲供变成甲控，对公司有利好，一是公司 08、09 年新签合同都是在价格高位的时候做的预算；

如未来价格上涨，公司做好合同调控措施；其次，做好物资集中采购；第三，提前做好材料的准备；08 年公司做了 60 个亿的材料准备。公司未来将持续提前做好材料的准备。

公司业务拓展由两个因素决定：一是市场决定，二是企业内部运行的状况，不断优化调整；

公司由过去单一的铁路业务拓展为现在的四个业务板块，目前不断培养相关的产业，如果有可能成为主业，公司将加大力度拓展；未来公司将拓展海上炸礁业务，港口业务公司将参与，如果有市场，公司将很快上手，技术难度与目前公司相差不大；

Q6: 综合毛利率问题如铁路公路毛利率？地铁业务毛利率如何？研发费用如何？

A: 公司毛利率要比铁建高，铁建毛利率上升的速度快，但总体要低于公司；其他指标，销售费用率，管理费用率等几个指标，都控制得比较好，都是大幅度下降；

铁路、公路具有周期性，阶段不同，导致毛利率有所区别；铁路专业水平公司是有优势的；

研发费用：08 年直接投入是 21 亿元，与其他企业的不同点，一是产学研一条龙模式，二是人员投入、设备投入不计入直接投入；三是科研成果较多，国家奖 4 项、省部级近百项；位居全国建筑企业第一

地铁收入：地铁份额 60% 左右，目前全国地铁施工总额 300 亿元左右，单个毛利率与铁路、公路毛利率差不多；

Q7：08 年资本支出用于海外矿产业务开发的情况？09 年资本支出的情况？

A：公司 08 年资本支出保持了较高的水平，在机械设备方面投入较大。目前 BOT 项目开展了 7 条，营运里程 600 公里以上，

09 年资本支出为 130 亿元，其中 60 亿元将用于基建项目设备的购置、房地产 35 亿元左右、13 亿元将投放在资源开发。

矿产方面：公司资源业务发展迅速，2008 年有近 3.5 亿元净利润，虽然去年下半年资源价格大幅下跌，但对项目影响不大。

金矿：08 年公司生产了 100 公斤左右的黄金，黄金价格锁定为 200 元/克左右

煤矿：芒来煤矿及小白杨煤矿。目前煤炭公司通过技术改造，提升了公司煤炭的发热量，由目前的 3000 卡提升了 4000~5000 卡，这样就可以提升其销售半径；预计 09 年的销售量将由去年超过 100 万吨增至 300 万吨。公司修建了太中银铁路辅助其煤炭的运输，提升其运输半径；

其他矿产：三矿一厂即绿纱矿、MKM 矿以及刚果铜矿（华刚公司），前两个储量比较小。绿纱矿预计 09 年 10 月份左右能正常生产，安排 1 亿美元的投资。华刚公司，已经注册，共 5 个矿总储量约 1000 余万吨铜，矿权已经注入华刚公司，目前正在补阶段堪，10 年是投资高峰期。公司当初预计投入 29 亿美元，现在看来要大幅下降，主要是建材、设备等大幅下降，其次，公司还可以用自己的施工设备替代矿产开采设备，施工还可以转包。到目前为止，刚果铜矿一揽子项目只投资 4000 余万美元，主要是注册资金。

参考报告:**1、《中国中铁（601390）—经营因素好转，业绩将迅猛提升》2009/04/30**

我们提出，09 年公司经营环境将持续好转。一是受益 4 万亿投资的落实，公司面临前所未有的发展良机，新签合同额大幅增长，预计 09 年将达到 6500 亿元左右；其次，钢铁、水泥等原材料价格大幅下跌加大了公司毛利率提升的空间；第三，贷款利率的降低以及贷款的易获得性；第四，外币资产获准转回人民币资产，消除了 08 年影响公司业绩下滑的最主要因素。

2、《中国中铁（601390）09 年初新签合同点评—待到山花烂漫时，她在丛中笑》2009/04/10

我们提出，09 年公司新签合同额将达到 6500 亿元左右，6 个月目标价 7.5~8 元。

3、《建筑工程行业 2009 年投资策略系列报告（之一）—己丑，土生金，利动土，宜建筑》2009/02/04

我们提出铁路建设投资是 4 万亿投资计划中最为明确的，并提出配置全国性铁路建设公司如中国中铁、中国铁建；并看好区域性的铁路投资尤其是西南地区的铁路投资，此类受益公司有中铁二局、四川路桥。

4、《公司 2008 年中报点评—中期业绩超预期，铁路基建业务创佳绩》2008/09/01

我们提出，公司 2008 年将超额完成年初的计划额，预计达到 2255 亿元。

5、《中国中铁 2007 年度股东大会纪要-经营状况好转，治理结构透明度将进一步提高》2008/06/30

我们提出，2008 年公司经营业绩将稳步提升，毛利率将有所上升，治理结构透明度将进一步提高。

附：财务预测表
资产负债表

单位：亿元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1720	1923	2284	2800	3267
现金	589	494	471	444	439
交易性投资	2	1	2	2	2
应收票据	5	5	6	8	10
应收款项	399	502	618	803	963
其它应收款	123	133	181	235	282
存货	493	636	818	1061	1270
其他	108	152	188	248	301
非流动资产	432	598	616	635	652
长期股权投资	44	75	75	75	75
固定资产	169	200	262	292	318
无形资产	62	209	188	169	152
其他	158	114	90	98	106
资产总计	2152	2521	2900	3435	3918
流动负债	1365	1656	1948	2376	2729
短期借款	242	325	250	250	250
应付账款	508	635	821	1046	1230
预收账款	333	396	594	771	923
其他	281	299	283	309	326
长期负债	198	255	285	311	337
长期借款	102	168	198	223	248
其他	96	86	87	88	89
负债合计	1563	1910	2233	2687	3066
股本	213	213	213	213	213
资本公积金	310	306	306	306	306
留存收益	31	42	87	150	234
少数股东权益	35	49	61	79	100
母公司所有者权益	554	562	607	670	753
负债及权益合计	2152	2521	2900	3435	3918

现金流量表

单位：亿元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	0	8	176	92	127
净利润			64	90	119
折旧摊销			63	72	73
财务费用			23	24	26
投资收益			(3)	(3)	(3)
营运资金变动			13	(116)	(113)
其它			17	24	26
投资活动现金流	(156)	(202)	(139)	(83)	(83)
资本支出			(135)	(75)	(75)
其他投资			(4)	(8)	(8)
筹资活动现金流	429	116	(116)	(27)	(42)
借款变动			(77)	20	15
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(19)	(27)	(36)
其他			(20)	(20)	(22)
现金净增加额	273	(78)	(78)	(19)	2

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：亿元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1805	2346	3171	4118	4940
营业成本	1619	2100	2831	3670	4393
营业税金及附加	55	74	95	124	148
营业费用	9	9	13	16	20
管理费用	77	92	119	150	180
财务费用	13	51	23	24	26
资产减值损失	5	5	0	0	0
公允价值变动收益	0	(1)	0	0	0
投资收益	11	2	3	3	3
营业利润	40	16	94	136	176
营业外收入	5	5	6	7	8
营业外支出	2	2	2	2	2
利润总额	43	19	98	141	181
所得税	8	5	23	32	42
净利润	35	14	76	109	140
少数股东损益	3	3	11	18	21
母公司所有者净利润	32	11	64	90	119
EPS (元)	0.15	0.05	0.30	0.42	0.56

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	13%	30%	35.2%	29.8%	20.0%
营业利润	45%	-60%	484%	44%	29%
净利润	92%	-65%	475%	40%	32%
获利能力					
毛利率	10.3%	10.5%	10.7%	10.9%	11.1%
净利率	1.8%	0.5%	2.0%	2.2%	2.4%
ROE	5.7%	2.0%	10.6%	13.4%	15.8%
ROIC	4.5%	4.3%	8.0%	10.0%	11.5%
偿债能力					
资产负债率	72.6%	75.8%	77.0%	78.2%	78.2%
净负债比率	17.0%	21.4%	16.0%	14.1%	12.7%
流动比率	1.3	1.2	1.1	1.2	1.2
速动比率	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
营运能力					
资产周转率	0.8	0.9	1.1	1.2	1.3
存货周转率	3.9	3.7	3.9	3.9	3.8
应收帐款周转率	5.1	5.2	5.7	5.8	5.6
应付帐款周转率	3.5	3.7	3.9	3.9	3.9
每股资料(元)					
每股收益	0.15	0.05	0.30	0.42	0.56
每股经营现金	0.00	0.04	0.83	0.43	0.60
每股净资产	2.60	2.64	2.85	3.14	3.53
每股股利	0.00	0.00	0.09	0.13	0.17
估值比率					
PE	41.2	116.8	20.3	14.5	11.0
PB	2.4	2.3	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	22.7	19.1	10.3	8.0	6.7

分析师简介

王小勇，重庆建筑大学技术经济及管理硕士，水电建筑工程学士，4 年相关行业工作经验。主要研究建筑工程、建材行业。

主要研究特点：行业经验丰富，对基建行业研究深刻，看好铁路基建、城市轨道交通基建子行业。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。