

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

2009年6月1日

中国中铁(601390.SH)/6.02元

转换思路, 重点关注资源业务

工业·建筑工程

目标估值: 7.5-8.0元

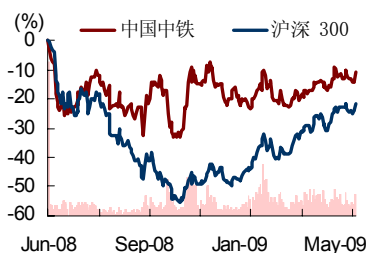
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2721
总股本(万股)	2129990
已上市流通股(万股)	467500
总市值(亿元)	1282
流通市值(亿元)	281
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	8	6	-12
相对表现	2	-45	11



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, 从公司股价表现来看, 目前明显被低估。目前市场对公司的看法过分关注其建筑业务, 对其资源业务关注不够。随着通胀预期的加剧以及美元的贬值, “资源为王”的时代将重新来临。公司目前的铜资源储备居于全国第二, 很显然, 应该转换思路, 对其资源进行重新估值。

- **铜价上涨, 铜储量价值体现每股股价在3元以上。**“三矿”即绿纱矿、MKM矿以及刚果铜矿(华刚公司), 三矿的铜储量相加达到415万吨以上, 使得中国中铁成为排名第二铜资源拥有企业。随着目前LME3月铜期货价格达到5000美元以上, 预计沪铜价格突破45000元/吨亦非难事。公司目前铜储量415万吨来计算, 铜储量价值就达到1900亿元, 粗略按照铜储量价值与总市值之比为2来计算, 该部分铜储量所体现的股价价格就达到3元以上。
- **公司H股存在纠错倾向, 股价向上空间打开:**公司H股股价6月1日收盘大涨6.43%达6.79元港币, 与A股股价倒挂在即。我们认为, H股股价如此强劲表现, 实际上是纠正了08年国际投行对公司价值的整体性误判。随着H股股价向上的空间的打开, A股经过了半年以上的调整, 在大盘蓝筹行情发动的基础上, 向上突破只是时间上的问题。
- **所有影响业绩的不确定因素在08年消除, 公司业绩动力明显。**我们认为, 公司在08年基本上“扫清了屋子”, 目前的重点在于是否有做业绩的动力。实际上, 目前公司行政级别仍然未能提升, 预计在未来1至2年内将有所突破, 而这是以公司业绩作为保证的。
- **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%。建议以投资的眼光来看公司。我们坚持“公司股价6个月8元的目标价”的观点。
- **重申“强烈推荐-A”的投资评级。**在目前通胀预期下, 公司资源板块的吸引力明显增强, 我们建议转换思路, 从资源股的角度考察公司的估值。
- **风险提示:**海外资源的政治风险; 开发的可控性风险等对公司资源业务有一定的不确定性。

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	175
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%	475%	40%	32%
每股收益(元)	0.15	0.05	0.30	0.42	0.56
PE	40.5	114.9	20.0	14.3	10.8
PB	2.3	2.3	2.1	1.9	1.7

资料来源: 招商证券

表 1: 公司三个矿的资源储量情况

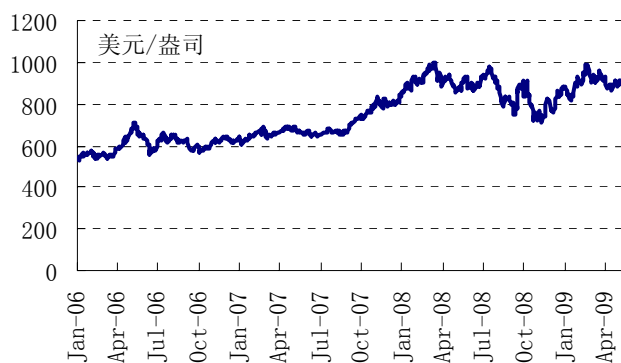
	铜储量 (万吨)	钴储量 (万吨)	备注
绿纱矿	80	10	已探明可采铜储量为 680 万吨, 预期储量超过 1000 万吨, 公司权益占比 33%
MKM 矿	5	1	
刚果铜矿	330	60	
合计	415	71	

资料来源: 公司数据, 招商证券研发中心

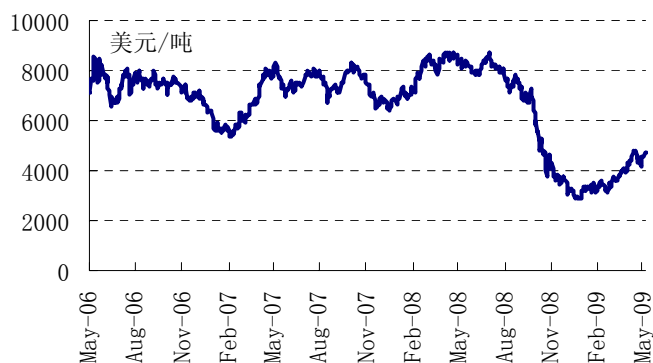
表 2: 我国三家最大铜矿企业储量 (单位: 万吨)

	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	

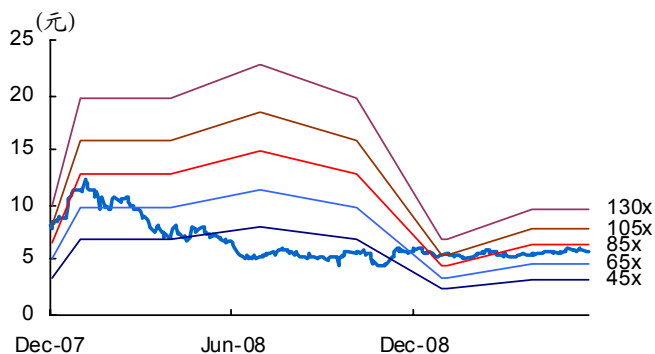
资料来源: 公司数据, 招商证券研发中心

图 1: 黄金现货价格走势


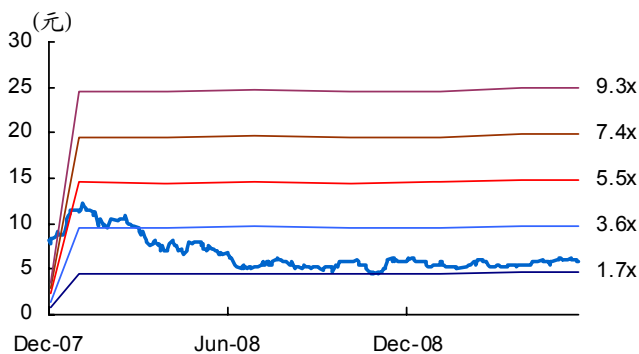
资料来源: BLOOMBERG, 招商证券研发中心

图 2: LME3月铜期货价格走势


资料来源: BLOOMBERG, 招商证券研发中心

图 3: 中国中铁历史 PE Band


资料来源: 招商证券研发中心

图 4: 中国中铁历史 PB Band


资料来源: 招商证券研发中心

参考报告:**1、《中国中铁（601390）—工程板块稳步增长，多元化提升公司价值》05/11/2009**

我们提出，铜资源储备将使得公司成为资源大户，有效提升公司价值。

2、《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。

3、《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。

4、《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。

5、《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。

6、《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	2229	2753	3226
现金	589	494	415	397	399
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	671	682	692
长期股权投资	44	75	75	75	75
固定资产	169	200	317	339	358
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	233
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	175
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	75	108	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	40.5	114.9	20.0	14.3	10.8
PB	2.3	2.3	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	27.1	22.8	12.3	9.5	8.0

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

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。