



**CICC**  
中国国际金融有限公司  
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL  
CORPORATION LIMITED

## 业绩回顾

2009年8月28日

建筑

研究部

吴慧敏

分析员

wuhm@cicc.com.cn

张松

联系人

zhangs2@cicc.com.cn

中性

中国中铁(601390.CH)

业绩符合预期，汇兑收益贡献较大

### 主要财务信息

| (百万元)      | 2006A   | 2007A   | 2008A   | 2009E   | 2010E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营业务收入     | 159,518 | 184,154 | 234,619 | 321,873 | 398,050 |
| (+/-%)     | 38%     | 15%     | 27%     | 37%     | 24%     |
| 营业利润       | 2,771   | 4,120   | 1,613   | 7,948   | 10,250  |
| (+/-%)     | 192%    | 49%     | -61%    | 393%    | 29%     |
| 净利润        | 1,646   | 3,228   | 1,115   | 6,024   | 7,769   |
| (+/-%)     | 415%    | 96%     | -65%    | 440%    | 29%     |
| 摊薄每股盈利(元)  | 0.08    | 0.15    | 0.05    | 0.28    | 0.36    |
| 净资产收益率(%)  | 25.0%   | 5.8%    | 2.0%    | 9.9%    | 11.7%   |
| 现金分红收益率(%) | 0.3%    | 0.6%    | 0.2%    | 1.1%    | 1.5%    |
| 净利润率       | 1.0%    | 1.8%    | 0.5%    | 1.9%    | 2.0%    |
| 总资产回报率     | 1.1%    | 1.5%    | 0.4%    | 1.9%    | 2.0%    |
| 资产负债率      | 93.1%   | 72.3%   | 75.8%   | 79.6%   | 81.5%   |
| A股市场       | 80.0    | 40.8    | 118.0   | 21.9    | 16.9    |
| A股市场       | 19.9    | 2.4     | 2.3     | 2.2     | 2.0     |
| H股市场       | 93.2    | 43.4    | 114.8   | 21.7    | 17.4    |
| H股市场       | 23.2    | 2.5     | 2.3     | 2.2     | 2.0     |

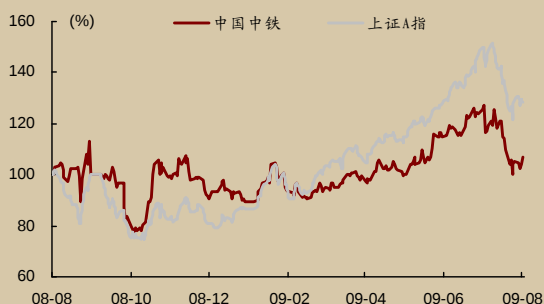
### 股票信息

| H股          | A股                          |
|-------------|-----------------------------|
| 0390.HK     | 股票代码 601390CH               |
| 港币6.99      | 当前股价 人民币6.18                |
| 港币7.00      | 目标价 -                       |
| 17.63       | 日成交量(百万股) 84.60             |
| 港币7.85/3.00 | 52周最高价/最低价 人民币7.47/4.28     |
| 131,554     | 市值(百万元) 131,554             |
| 21,300      | 发行股数(百万股) 21,300            |
| 4,207       | 其中:流通股(百万股) 4,675           |
|             | 主要股东(持股比例) 中国铁路工程总公司(58.3%) |

### 最近估值走势

|           | 近一周   | 1个月    | 3个月    | 年初至今   |
|-----------|-------|--------|--------|--------|
| 601390.CH | +1.31 | -13.93 | +7.29  | +14.02 |
| 上证A指      | -0.50 | -12.67 | +13.81 | +61.74 |
| A股建筑指数    | +1.34 | -13.38 | +11.42 | +40.80 |

### 最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

### 近来事件

无

### 中期业绩符合预期:

中国中铁 09 年上半年实现收入 1,479 亿元, 同比增长 52.6%; 归属母公司股东净利润 30.9 亿元, 对应每股收益 0.14 元, 同比增长 60.9%, 符合预期;

### 正面:

- **收入实现高增长:** 受益于国家基础设施建设投资拉动, 公司上半年实现收入 1,479 亿元, 同比大幅增长 52.6%; 其中, 基建建设板块同比增长 59.5%;
- **管理效率稳步提升:** 公司上半年管理费用率为 3.2%, 同比下降 1.0 个百分点, 体现业务量扩大后, 规模效应逐步显现, 管理效率有所提升;
- **实现汇兑收益 6.6 亿元:** 公司持有外币存款实现汇兑收益 6.6 亿元, 对应每股盈利贡献达 0.03 元;

### 负面:

- **毛利率显著下降:** 上半年公司综合毛利率为 6.3%, 同比下降 1.8 个百分点; 其中, 受上半年新开工项目较多影响, 导致公司分包比例加大, 且部分毛利不能可靠确认, 公司基建建设、勘察设计及设备制造毛利分别同比下降 0.6、8.9 和 1.7 个百分点;
- **剔除汇兑收益后, 净利润率有所下降:** 剔除汇兑收益后, 公司实现净利润 25.6 亿元, 同比增长 33%, 净利润率为 1.7%, 同比下降 0.3 个百分点;

### 盈利预测调整:

我们维持基建投资“前高后低”的判断, 预计公司全年收入增速将有所回落。维持公司 09、10 年盈利预测不变, 分别为 60.2 亿元和 77.7 亿元, 对应每股收益 0.28 和 0.36 元, 分别同比增长 440.2%和 29.0%;

### 估值与建议:

当前股价下, 中国中铁 09、10 年的市盈率分别为 21.9 倍和 16.9 倍, 位于板块估值中枢; 我们认为, 短期内公司股价大幅上涨动力有限, 仍维持“中性”投资评级, 但建议投资者在大盘波动时从防御性角度选择持有。

### 中期业绩符合预期

中国中铁 09 年上半年实现收入 1,479 亿元，同比增长 52.6%；归属母公司股东净利润 30.9 亿元，对应每股收益 0.14 元，同比增长 60.9%，符合预期；

### 收入实现大幅增长

公司上半年实现收入 1,479 亿元，同比增长 52.6%

- 基建板块依然是公司收入贡献的最大来源，受益于国家 4 万亿经济刺激政策，以及上半年铁路投资的高增长，基建收入同比增长 59.5%；
- 基建建设的大量投资及多个重大项目的相继开工带动了勘察设计业务的快速发展，上半年勘察设计实现收入 31.6 亿元，同比增长 59.6%；
- 铁路建设加速使得大型专业设备的需求不断增加，设备制造业务实现较快发展，上半年设备制造实现收入 46.5 亿元，同比增长 43.0%；
- 房地产业务受宏观经济影响，收入增速较低，上半年实现收入 15.9 亿元，同比仅增长 5.3%；同时，截止 09 年 6 月 30 日，公司土地储备（建筑面积）达 1,789.6 万平方米；
- 海外业务基数低，增长较快：上半年公司海外业务实现收入 72.6 亿元，同比大幅增长 128%，占公司上半年收入的比重达到 5%，显示公司拓展海外市场的力度在逐步加大；

图表 1：分板块业务收入情况

| 收入（百万元） | 1H08   | 占比    | 1H09    | 占比  | YoY %  |
|---------|--------|-------|---------|-----|--------|
| 基础设施建设  | 82,392 | 85.0% | 131,383 | 89% | 59.5%  |
| 勘察设计    | 1,982  | 2.0%  | 3,163   | 2%  | 59.6%  |
| 设备制造    | 3,256  | 3.4%  | 4,655   | 3%  | 43.0%  |
| 房地产开发   | 1,587  | 1.6%  | 1,671   | 1%  | 5.3%   |
| 其他      | 6,663  | 6.9%  | 5,827   | 4%  | -12.5% |
| 合计      | 96,938 |       | 147,920 |     | 52.6%  |

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2：国内及海外业务收入

|       | 1H08   | 占比    | 1H09    | 占比    | YoY % |
|-------|--------|-------|---------|-------|-------|
| 中国内地  | 91,962 | 94.9% | 140,519 | 95.0% | 53%   |
| 香港及澳门 | 54     | 0.1%  | 138     | 0.1%  | 158%  |
| 海外    | 3,183  | 3.3%  | 7,264   | 4.9%  | 128%  |
| 合计    | 96,938 |       | 147,920 |       | 53%   |

资料来源：公司数据，中金公司研究部

### 毛利率显著下降

公司上半年综合毛利率为 6.3%，同比下降 1.8 个百分点。

- 基建业务毛利率下降 0.6 个百分点：主要原因在于上半年新开工项目较多，部分未达到毛利确认条件，且铁道部项目概算调整存在一定的滞后性；
- 勘察设计毛利率显著下滑 8.9 个百分点：上半年工作量快速增长导致外包增加，以及监理等毛利率较低业务比重有所上升；
- 设备制造业务毛利率下降 1.7 个百分点：原材料上涨及受金融危机影响，主要产品锰钢辙叉的出口价格下降幅度较大；
- 房地产毛利率大幅下滑 16 个百分点：受上半年房地产市场疲软及公司去年基数较高影响，公司房地产业务毛利率下滑幅度较大；

图表 3：分板块业务毛利及分部利润情况

| 毛利（百万元） | 1H08   | 占比    | 1H09   | 占比    | YoY %  |
|---------|--------|-------|--------|-------|--------|
| 基础设施建设  | 7,304  | 68.8% | 10,918 | 79.0% | 49.5%  |
| 勘察设计    | 714    | 6.7%  | 858    | 6.2%  | 20.2%  |
| 设备制造    | 496    | 4.7%  | 632    | 4.6%  | 27.3%  |
| 房地产开发   | 736    | 6.9%  | 507    | 3.7%  | -31.0% |
| 其他      | 1,130  | 10.7% | 756    | 5.5%  | -33.1% |
| 合计      | 10,613 |       | 13,825 |       | 30.3%  |

| 主营业务毛利率 | 1H08  | 1H09  | +/-    |
|---------|-------|-------|--------|
| 基础设施建设  | 8.9%  | 8.3%  | -0.6%  |
| 勘察设计    | 36.0% | 27.1% | -8.9%  |
| 设备制造    | 15.2% | 13.6% | -1.7%  |
| 房地产开发   | 46.3% | 30.4% | -16.0% |
| 其他      | 17.0% | 13.0% | -4.0%  |
| 综合毛利率   | 8.0%  | 6.3%  | -1.8%  |

资料来源：公司数据，中金公司研究部；综合毛利率按照扣除主营业务税金及附加计算

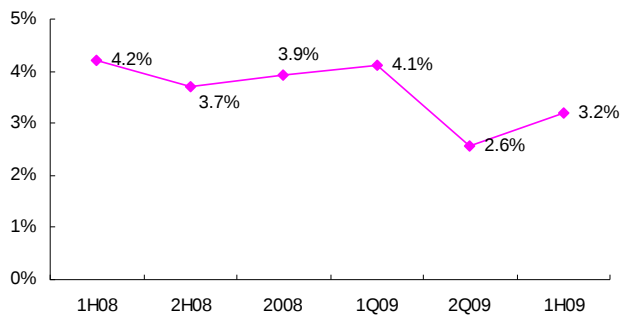
### 管理费用和财务费用率同比显著改善：

公司 09 年上半年管理费用率为 3.2%，同比下降 1 个百分点，体现业务规模扩大后，规模效应逐步显现，公司管理效率有所提升；

财务费用率为 0.1%，同比下降 0.9 个百分点，主要受益于公司上半年外币资产升值所产生的汇兑收益 6.6 亿元。剔除外汇收益/损失后，公司实际财务费用率为 0.5%，同比上升 0.1 个百分点；

截至 6 月 30 日，公司货币资金中，仍有等价于 38.5 亿人民币的澳元资产，预期公司将逐步转回，公司下半年外汇收益将显著减少。

图表 4: 管理费用率变动图



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 5: 财务费用率变动图



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 6: 财务费用明细

| 百万元          | 1H08  | 1H09  |
|--------------|-------|-------|
| 利息支出         | 1,100 | 1,485 |
| 减: 已资本化的利息费用 | 311   | 441   |
| 减: 利息收入      | 540   | 419   |
| 汇兑损失 (收益)    | 670   | (660) |
| 其他           | 98    | 133   |
| 合计           | 1,017 | 98    |
| 财务费用率        | 1.0%  | 0.0%  |
| 剔除汇兑损失/收益后   | 0.4%  | 0.5%  |

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 7: 公司货币资金主要币种结构

| 等值人民币百万元 | 余额@08.12.31 | 占比    | 余额@09.06.30 | 占比    | YoY %  |
|----------|-------------|-------|-------------|-------|--------|
| 人民币      | 32,857      | 66.5% | 42,197      | 77.5% | 28.4%  |
| 美元       | 12,100      | 24.5% | 7,810       | 14.3% | -35.5% |
| 澳元       | 3,897       | 7.9%  | 3,848       | 7.1%  | -1.2%  |
| 其他       | 523         | 1.1%  | 604         | 1.1%  | 15.5%  |
| 合计       | 49,376      |       | 54,459      |       | 10.3%  |

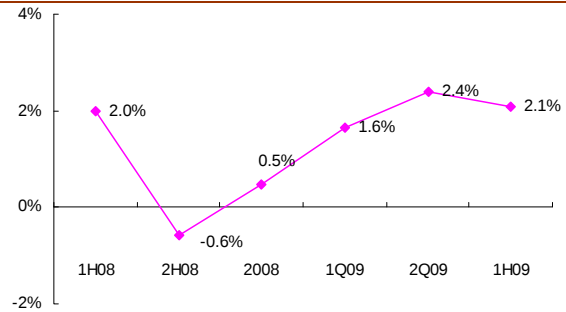
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

## 净利润同比增长 60.9 %

公司归属母公司股东净利润实现 30.9 亿元, 对应每股收益 0.14 元, 同比增长 60.9%, 净利率为 2.1%, 同比小幅提升 0.1 个百分点;

特别地, 剔除汇兑收益后, 公司实现净利润 25.6 亿元, 同比增长 33.3%, 净利率为 1.7%, 同比下降 0.3 个百分点。

图表 8: 净利润变动情况

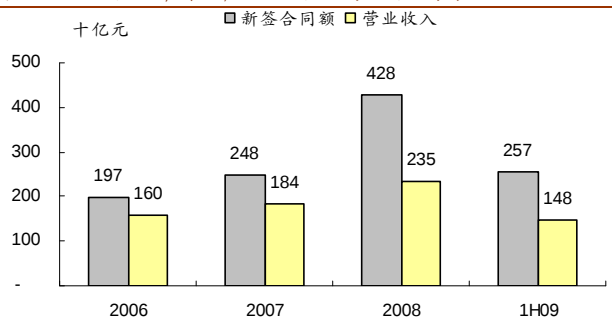


资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

## 新签合同额高增长, 未来业绩有保障

- 公司上半年新签合同额为 2,570 亿元, 同比大幅增长 43.0%;
- 其中, 基建建设、勘察设计、设备制造等业务新签合同额分别同比增长 51.1%, 62.4% 和 32.0%, 占全部新签合同额的比重分别为 91%、1.2%, 2.5%;
- 当前, 公司待施工合同额 5,270 亿元, 是其 08 年收入的 2.25 倍。公司在手订单充裕, 未来两年业绩相对有保障;

图表 9: 公司近年来新签合同额均大幅高于收入



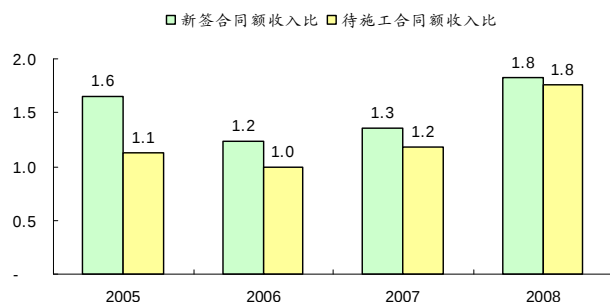
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 10: 公司上半年各业务板块新签合同额增长情况

| 新签合同额 | 1H08    | 占比    | 1H09    | 占比    | YoY %  |
|-------|---------|-------|---------|-------|--------|
| 基建建设  | 155,000 | 86.2% | 234,140 | 91.1% | 51.1%  |
| 勘察设计  | 1,872   | 1.0%  | 3,040   | 1.2%  | 62.4%  |
| 设备制造  | 4,933   | 2.7%  | 6,510   | 2.5%  | 32.0%  |
| 其他    | 17,995  | 10.0% | 13,350  | 5.2%  | -25.8% |
| 合计    | 179,800 |       | 257,040 |       | 43.0%  |

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 11：新签合同额收入比和待施工合同额收入比



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 12：2009 年上半年业绩分析

| 百万元           | 1H08   | 2H08    | 2008    | 1Q09   | 2Q09   | QoQ %  | 1H09    | YoY %  | QoQ %    | CICC Comments             |
|---------------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|---------|--------|----------|---------------------------|
| 营业收入          | 96,938 | 137,681 | 234,619 | 60,106 | 87,814 | 41.6 % | 147,920 | 52.6 % | 7.4 %    | 受益于上半年铁路投资高增长,带动公司收入实现高增长 |
| 减: 营业成本       | 86,325 | 123,672 | 209,997 | 53,826 | 80,269 |        | 134,095 |        |          |                           |
| 营业税金及附加       | 2,812  | 4,562   | 7,374   | 1,788  | 2,780  |        | 4,568   |        |          |                           |
| 毛利            | 7,801  | 9,447   | 17,248  | 4,492  | 4,765  | 2.2 %  | 9,257   | 18.7 % | -2.0 %   | 新开工项目较多, 部分未达到毛利确认条件      |
| 营业费用          | 497    | 436     | 933     | 197    | 298    |        | 495     |        |          |                           |
| 管理费用          | 4,092  | 5,101   | 9,193   | 2,463  | 2,247  |        | 4,710   |        |          |                           |
| 财务费用          | 1,017  | 4,116   | 5,133   | 534    | 435    |        | 98      |        |          |                           |
| 资产减值损失        | 161    | 322     | 484     | 58     | 133    |        | 192     |        |          |                           |
| 加: 公允价值变动收益   | (33)   | (101)   | (134)   | 2      | 43     |        | 45      |        |          |                           |
| 投资收益          | 622    | (380)   | 242     | 31     | 120    |        | 151     |        |          |                           |
| 营业利润          | 2,622  | (1009)  | 1,613   | 1,272  | 2,686  | 37.9 % | 3,958   | 51.0 % | -492.2 % |                           |
| 加: 营业外收入      | 269    | 242     | 512     | 37     | 117    |        | 154     |        |          |                           |
| 减: 营业外支出      | 53     | 138     | 191     | 23     | 34     |        | 57      |        |          |                           |
| 其中: 非流动资产处置损失 | 15     | 42      | 57      | -      | 18     |        | 18      |        |          |                           |
| 利润总额          | 2,838  | (905)   | 1,933   | 1,286  | 2,769  |        | 4,055   |        |          |                           |
| 减: 所得税费用      | 631    | (132)   | 499     | 267    | 566    |        | 833     |        |          |                           |
| 净利润           | 2,208  | (773)   | 1,434   | 1,020  | 2,203  |        | 3,222   |        |          |                           |
| 其中: 归属本公司股东   | 1,919  | (804)   | 1,115   | 982    | 2,105  | 51.0 % | 3,087   | 60.9 % | -483.9 % | 净利润增长符合预期                 |
| 归属少数股东权益      | 288    | 31      | 319     | 37     | 98     |        | 135     |        |          |                           |
| 股本            | 21,300 | 21,300  | 21,300  | 21,300 | 21,300 |        | 21,300  |        |          |                           |
| 每股收益          | 0.09   | (0.04)  | 0.05    | 0.05   | 0.10   | 51.0 % | 0.14    | 60.9 % | -483.9 % |                           |
| 毛利率           | 8.0%   | 6.9%    | 7.4%    | 7.5%   | 5.4%   | -2.1%  | 6.3%    | -1.8%  | -0.6%    |                           |
| 营业费用率         | 0.5%   | 0.3%    | 0.4%    | 0.3%   | 0.3%   | -0.1%  | 0.3%    | -0.2%  | 0.0%     |                           |
| 管理费用率         | 4.2%   | 3.7%    | 3.9%    | 4.1%   | 2.6%   | -1.4%  | 3.2%    | -1.0%  | -0.5%    | 管理效率提高, 管理费用率降低           |
| 财务费用率         | 1.0%   | 3.0%    | 2.2%    | 0.9%   | -0.5%  | -0.9%  | 0.1%    | -1.0%  | -2.9%    | 汇兑实现净收益, 财务费用率下降          |
| 净利率           | 2.0%   | -0.6%   | 0.5%    | 1.6%   | 2.4%   | 0.1%   | 2.1%    | 0.1%   | 2.7%     |                           |

资料来源：公司数据，中金公司研究部

### 维持盈利预测不变

我们维持公司 09、10 年盈利预测不变，分别为 60.2 亿元和 77.7 亿元，对应每股收益 0.28 和 0.36 元，分别同比增长 440.2% 和 29.0%；

### 估值和投资建议

当前股价下，中国中铁 09、10 年的市盈率分别为 21.9 倍和 16.9 倍，位于板块估值水平中枢。我们认为，短期内国家难以再出台大规模基建政策支持，股价大幅上涨动力有限，仍维持“中性”的投资评级，但仍建议投资者从防御性角度选择持有。

图表 13: 历史和预测的财务指标

| 截至12月31日              | 2005A   | 2006A   | 2007A    | 2008A    | 2009E    | 2010E    |
|-----------------------|---------|---------|----------|----------|----------|----------|
| <b>损益表 (人民币百万元)</b>   |         |         |          |          |          |          |
| 主营业务收入                | 115,798 | 159,518 | 184,154  | 234,619  | 321,873  | 398,050  |
| 主营业务利润                | 9,497   | 12,239  | 13,285   | 17,248   | 24,309   | 30,645   |
| 减: 营业费用               | 634     | 732     | 852      | 933      | 1,223    | 1,473    |
| 管理费用                  | 6,855   | 7,836   | 7,668    | 9,193    | 12,489   | 15,325   |
| 财务费用                  | 604     | 766     | 1,299    | 5,133    | 2,492    | 3,309    |
| 营业利润                  | 949     | 2,771   | 4,120    | 1,613    | 7,948    | 10,250   |
| 税前利润                  | 832     | 2,958   | 4,424    | 1,933    | 8,300    | 10,638   |
| 减: 所得税                | 254     | 636     | 849      | 499      | 1,909    | 2,447    |
| 减: 少数股东损益             | 259     | 675     | 347      | 319      | 367      | 422      |
| 净利润                   | 320     | 1,646   | 3,228    | 1,115    | 6,024    | 7,769    |
| <b>资产负债表 (人民币百万元)</b> |         |         |          |          |          |          |
| 应收款项                  | 41,665  | 53,162  | 63,647   | 79,153   | 113,204  | 148,484  |
| 存货                    | 22,231  | 33,271  | 49,379   | 63,627   | 95,969   | 126,951  |
| 货币资金                  | 17,190  | 31,244  | 58,943   | 49,376   | 41,982   | 32,974   |
| 流动资产合计                | 81,290  | 117,761 | 172,134  | 192,297  | 251,325  | 308,613  |
| 固定资产                  | 13,253  | 14,432  | 16,935   | 19,985   | 22,092   | 24,778   |
| 应付款项                  | 65,857  | 89,212  | 107,504  | 127,482  | 184,402  | 239,483  |
| 短期借款                  | 13,367  | 23,037  | 24,235   | 32,512   | 34,512   | 35,512   |
| 流动负债合计                | 81,516  | 118,682 | 136,520  | 165,550  | 225,729  | 283,062  |
| 长期借款                  | 3,568   | 5,100   | 10,239   | 16,829   | 22,829   | 25,829   |
| 负债合计                  | 95,323  | 133,573 | 156,591  | 191,001  | 256,359  | 316,204  |
| 股东权益                  | 4,143   | 6,598   | 55,960   | 56,166   | 60,561   | 66,272   |
| 总资产                   | 103,741 | 143,428 | 216,514  | 252,096  | 322,215  | 388,193  |
| <b>现金流量表 (人民币百万元)</b> |         |         |          |          |          |          |
| 经营活动现金流               | 3,786   | 8,020   | 56       | 780      | 2,047    | 3,578    |
| 投资活动现金流               | (3,568) | (8,295) | (15,607) | (20,183) | (15,070) | (14,061) |
| 筹资活动现金流               | 3,218   | 13,873  | 43,008   | 11,614   | 5,179    | 1,026    |
| 现金及现金等价物净增加额          | 3,435   | 13,598  | 27,034   | (9,926)  | (7,895)  | (9,507)  |
| 期初现金及现金等价物余额          | 12,705  | 16,140  | 29,738   | 56,772   | 46,846   | 38,952   |
| 期末现金及现金等价物余额          | 16,140  | 29,738  | 56,772   | 46,846   | 38,952   | 29,444   |
| <b>财务指标</b>           |         |         |          |          |          |          |
| 毛利率                   | 8.2%    | 7.7%    | 7.2%     | 7.4%     | 7.6%     | 7.7%     |
| 经营利润率                 | 0.8%    | 1.7%    | 2.2%     | 0.7%     | 2.5%     | 2.6%     |
| 净利率                   | 0.3%    | 1.0%    | 1.8%     | 0.5%     | 1.9%     | 2.0%     |
| 股息收益率                 | 0.1%    | 0.3%    | 0.6%     | 0.2%     | 1.1%     | 1.5%     |
| 资产收益率                 | 0.3%    | 1.1%    | 1.5%     | 0.4%     | 1.9%     | 2.0%     |
| 净资产收益率                | 7.7%    | 25.0%   | 5.8%     | 2.0%     | 9.9%     | 11.7%    |
| 资产负债率                 | 91.9%   | 93.1%   | 72.3%    | 75.8%    | 79.6%    | 81.5%    |
| 净现金/股东权益              | 45.1%   | -8.2%   | -40.1%   | 8.3%     | 34.8%    | 54.4%    |
| 每股盈利                  | 0.02    | 0.08    | 0.15     | 0.05     | 0.28     | 0.36     |
| 每股分红                  | 0.00    | 0.02    | 0.04     | 0.01     | 0.07     | 0.09     |
| 每股净资产                 | 0.19    | 0.31    | 2.63     | 2.64     | 2.84     | 3.11     |

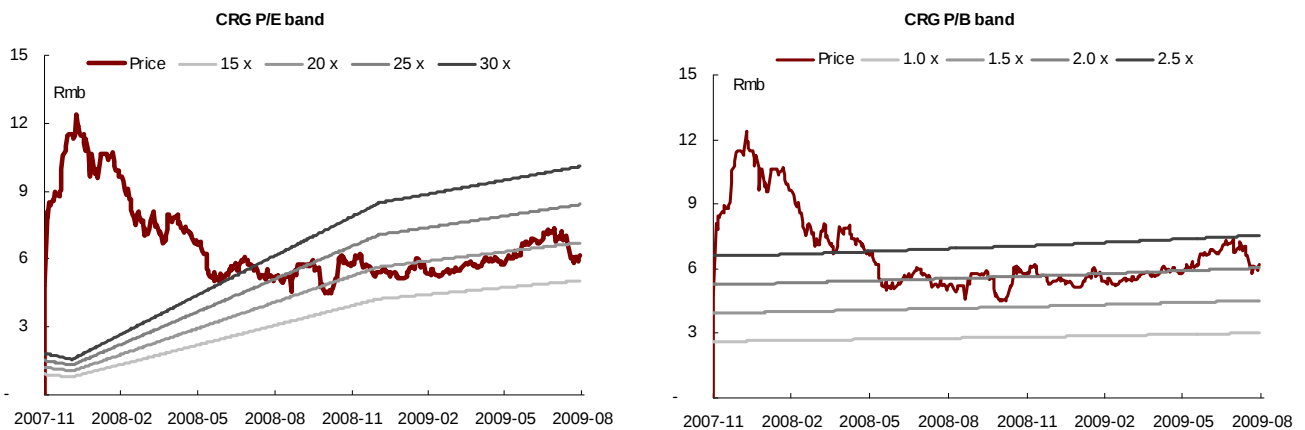
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 14：可比公司估值

| 公司名称                     | 当前股价      | 市值     | 摊薄每股盈利 |        |        | 市盈率   |       |      | CAGR   | 市净率  |     |     | 净资产收益率 |      |     | 资产负债率  | 毛利率  | 净利率 |
|--------------------------|-----------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|------|--------|------|-----|-----|--------|------|-----|--------|------|-----|
|                          | 2009-8-27 | (百万美元) | 08A    | 09E    | 10E    | 08A   | 09E   | 10E  | 08-10  | 08A  | 09E | 10E | 08A    | 09E  | 10E | 最近会计年度 |      |     |
| 美国                       | (USD)     |        | (USD)  | (USD)  | (USD)  |       |       |      |        |      |     |     |        |      |     |        |      |     |
| Fluor Corp.              | 53.93     | 9,700  | 4.06   | 3.81   | 3.39   | 13.3  | 14.1  | 15.9 | -8.7%  | 3.7  | 2.9 | 2.5 | 29%    | 20%  | 13% | 58%    | 5%   | 3%  |
| Jacobs Engineering Group | 45.10     | 5,588  | 3.47   | 3.33   | 3.16   | 13.0  | 13.6  | 14.3 | -4.6%  | 2.5  | 2.1 | 1.9 | 21%    | n.a. | 12% | 47%    | 15%  | 4%  |
| Shaw Group Inc           | 31.91     | 2,667  | 1.71   | 2.22   | 2.67   | 18.7  | 14.4  | 11.9 | 25.0%  | 1.8  | 1.8 | 1.5 | 10%    | 10%  | 13% | 67%    | 8%   | 2%  |
| KBR Huston               | 23.87     | 3,829  | 1.92   | 1.68   | 1.54   | 12.4  | 14.2  | 15.5 | -10.6% | 2.0  | 1.7 | 1.5 | 15%    | n.a. | 12% | 65%    | 7%   | 3%  |
| 平均值                      |           | 5,446  |        |        |        | 14.3  | 14.1  | 14.4 | 0.3%   | 2.5  | 2.1 | 1.8 | 19%    | 15%  | 13% | 60%    | 9%   | 3%  |
| 中间值                      |           | 4,709  |        |        |        | 13.1  | 14.2  | 14.9 | -6.7%  | 2.2  | 2.0 | 1.7 | 18%    | 15%  | 13% | 62%    | 7%   | 3%  |
| 欧洲                       |           |        |        |        |        |       |       |      |        |      |     |     |        |      |     |        |      |     |
| VINCI SA (EUR)           | 37.18     | 27,340 | 3.39   | 2.95   | 2.80   | 11.0  | 12.6  | 13.3 | -9.2%  | 2.1  | 2.0 | 1.9 | 20%    | 17%  | 15% | 83%    | n.a. | 5%  |
| Bouygues Corp. (EUR)     | 32.84     | 16,098 | 4.38   | 3.55   | 3.39   | 7.5   | 9.2   | 9.7  | -12.0% | 1.5  | 1.4 | 1.3 | 21%    | 16%  | 13% | 75%    | n.a. | 5%  |
| Skanska Ab-B Shs (SEK)   | 103.00    | 6,054  | 7.44   | 5.73   | 5.31   | 13.8  | 18.0  | 19.4 | -15.5% | 2.2  | 2.2 | 2.2 | 16%    | 13%  | 12% | 77%    | 8%   | 2%  |
| Hochtief AG (EUR)        | 51.71     | 5,157  | 2.52   | 2.49   | 2.58   | 20.5  | 20.8  | 20.1 | 1.2%   | 1.8  | 1.7 | 1.7 | 8%     | 9%   | 9%  | 76%    | n.a. | 1%  |
| 平均值                      |           | 13,662 |        |        |        | 13.2  | 15.1  | 15.6 | -8.9%  | 1.9  | 1.8 | 1.7 | 16%    | 14%  | 12% | 78%    | 8%   | 3%  |
| 中间值                      |           | 11,076 |        |        |        | 12.4  | 15.3  | 16.3 | -10.6% | 2.0  | 1.9 | 1.8 | 18%    | 14%  | 12% | 77%    | 8%   | 3%  |
| 日本                       | (JPY)     |        | (JPY)  | (JPY)  | (JPY)  |       |       |      |        |      |     |     |        |      |     |        |      |     |
| Shimizu Corp.            | 388       | 3,266  | 34.42  | 7.10   | 15.93  | 11.3  | 54.7  | 24.4 | -32.0% | 0.9  | 0.9 | 1.0 | 7%     | 2%   | 5%  | 81%    | 7%   | 2%  |
| Kajima Corp.             | 266       | 3,003  | 39.13  | -6.40  | 15.71  | 6.8   | -41.6 | 16.9 | -36.6% | 0.9  | 1.0 | 1.2 | 13%    | -2%  | 7%  | 84%    | 6%   | 2%  |
| Taisei                   | 212       | 2,410  | 22.97  | -17.55 | 9.87   | 9.2   | -12.1 | 21.5 | -34.4% | 0.7  | 0.7 | 0.8 | 7%     | -5%  | 4%  | 78%    | 8%   | 1%  |
| Obayashi                 | 425       | 3,274  | 25.83  | 19.44  | 17.06  | 16.5  | 21.9  | 24.9 | -18.7% | 0.7  | 0.7 | 0.8 | 4%     | 3%   | 3%  | 74%    | 6%   | 1%  |
| 平均值                      |           | 2,988  |        |        |        | 10.9  | 5.7   | 21.9 | -30.4% | 0.8  | 0.8 | 0.9 | 8%     | -1%  | 5%  | 80%    | 7%   | 2%  |
| 中间值                      |           | 3,134  |        |        |        | 10.3  | 4.9   | 22.9 | -33.2% | 0.8  | 0.8 | 0.9 | 7%     | 0%   | 4%  | 80%    | 7%   | 2%  |
| 香港                       | (HK\$)    |        | (HK\$) | (HK\$) | (HK\$) |       |       |      |        |      |     |     |        |      |     |        |      |     |
| 中交建                      | 9.17      | 17,539 | 0.48   | 0.56   | 0.64   | 19.2  | 16.3  | 14.4 | 15.5%  | 2.8  | 2.5 | 2.3 | 15%    | 16%  | 16% | 76%    | 10%  | 3%  |
| 中国中铁                     | 6.99      | 19,256 | 0.07   | 0.32   | 0.40   | 94.8  | 21.7  | 17.4 | 133.7% | 2.3  | 2.2 | 2.0 | 2%     | 10%  | 12% | 76%    | 7%   | 1%  |
| 中国铁建                     | 11.30     | 16,935 | 0.34   | 0.55   | 0.69   | 32.9  | 20.5  | 16.3 | 42.1%  | 2.5  | 2.3 | 2.2 | 8%     | 11%  | 13% | 78%    | 7%   | 2%  |
| 平均值                      |           | 13,746 |        |        |        | 49.0  | 19.5  | 16.0 | 63.7%  | 2.5  | 2.4 | 2.2 | 8%     | 12%  | 13% | 77%    | 8%   | 2%  |
| 中间值                      |           | 17,237 |        |        |        | 32.9  | 20.5  | 16.3 | 42.1%  | 2.5  | 2.3 | 2.2 | 8%     | 11%  | 13% | 76%    | 7%   | 2%  |
| 国内A股                     | (RMB)     |        | (RMB)  | (RMB)  | (RMB)  |       |       |      |        |      |     |     |        |      |     |        |      |     |
| 中国中铁                     | 6.18      | 19,256 | 0.05   | 0.28   | 0.36   | 118.0 | 21.9  | 16.9 | 163.9% | 2.3  | 2.2 | 2.0 | 2%     | 10%  | 12% | 76%    | 7%   | 0%  |
| 中国铁建                     | 9.26      | 16,935 | 0.30   | 0.49   | 0.63   | 31.4  | 19.1  | 14.7 | 45.8%  | 2.4  | 2.2 | 2.0 | 8%     | 11%  | 13% | 78%    | 7%   | 2%  |
| 中国建筑                     | 5.18      | 22,746 | 0.09   | 0.16   | 0.22   | 56.6  | 32.2  | 24.0 | 53.6%  | 10.1 | 2.3 | 2.1 | 18%    | 7%   | 9%  | 85%    | 8%   | 1%  |
| 葛洲坝                      | 11.45     | 2,791  | 0.49   | 0.70   | 0.86   | 23.5  | 16.4  | 13.2 | 33.3%  | 4.2  | 2.6 | 2.3 | 18%    | 16%  | 17% | 83%    | 4%   | 4%  |
| 中铁二局                     | 12.71     | 2,715  | 0.32   | 0.49   | 0.71   | 40.2  | 25.8  | 18.0 | 49.6%  | 4.8  | 4.4 | 3.9 | 12%    | 17%  | 21% | 81%    | 6%   | 2%  |
| 隧道股份                     | 13.57     | 1,457  | 0.32   | 0.50   | 0.60   | 42.7  | 26.9  | 22.6 | 37.4%  | 2.7  | 2.5 | 2.3 | 6%     | 9%   | 10% | 75%    | 5%   | 2%  |
| 平均值                      |           | 8,631  |        |        |        | 52.1  | 23.7  | 18.3 | 63.9%  | 4.4  | 2.7 | 2.4 | 11%    | 12%  | 14% | 80%    | 6%   | 2%  |
| 中间值                      |           | 2,791  |        |        |        | 41.5  | 23.8  | 17.5 | 47.7%  | 3.5  | 2.4 | 2.2 | 10%    | 11%  | 13% | 79%    | 6%   | 2%  |

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 15：历史 P/E 和 P/B



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

## 北京

中国国际金融有限公司  
中国 北京 100004  
建国门外大街 1 号  
国贸大厦 2 座 28 层  
电话: (8610) 6505-1166  
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司  
北京建国门外大街证券营业部  
中国 北京 100022  
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号  
SK 大厦 1 层  
电话: (8610) 8567-9238  
传真: (8610) 8567-9169

## 上海

中国国际金融有限公司  
上海分公司  
中国 上海 200120  
陆家嘴环路 1233 号  
汇亚大厦 32 层  
电话: (8621) 5879-6226  
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司  
上海淮海中路证券营业部  
中国 上海 200020  
淮海中路 398 号  
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B  
电话: (8621) 6386-1195  
传真: (8621) 6386-1196

## 香港

中国国际金融香港证券有限公司  
国际金融中心第一期 29 楼  
中环港景街 1 号  
香港  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司  
国际金融中心第一期 29 楼  
中环港景街 1 号  
香港  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## 深圳

中国国际金融有限公司  
深圳福华一路证券营业部  
中国 深圳 518048  
福田区福华一路 6 号  
免税商务大厦裙楼 107、201  
电话: (86755) 8832-2388  
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。