

建筑施工

李凡

0755-82026745

罗泽兵

0755-82026743

luozebing@cjis.cn

6-12个月目标价： 12.00元

当前股价： 5.91元

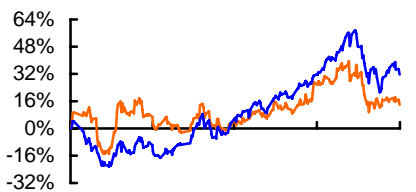
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	2842.72
总股本(百万)	21300
流通股本(百万)	8882
流通市值(亿)	525
EPS (TTM)	0.11
每股净资产(元)	2.87
资产负债率	75.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中国中铁	-3.11	-11.13	5.72
上证综合指数	-3.99	-1.73	22.24



2008/9 2008/12 2009/3 2009/6  
— 中国中铁 — 上证综合指数

相关报告

- 《中国中铁-公司基建收入结算进入快速增长阶段》 2009-8-28
- 《中国中铁-委内瑞拉大单实现公司在海外市场的重大突破》 2009-8-3
- 《中国中铁-铁路基建主业发展良好》 2009-5-6

中国中铁

601390

强烈推荐

处于强景气周期的起点，价值严重低估

本文在阐述了铁路建筑行业未来4年将处于20年一遇的景气高峰的同时，详细分析了中国中铁各项业务未来3年内各业务板块的盈利前景。

投资要点：

- **铁路建筑行业处于20年一遇景气周期的起点。**我们认为本轮铁路行业的大幅度投资并非仅仅为拉动国内经济增长，更为重要的原因是铁路建设在08年之前的20多年里，基本处于停滞的状态，导致铁路运输成为我国经济增长的瓶颈。因此本轮铁路的建设投资并不会因为国内和全球经济的企稳而减弱。我们预计本轮铁路投资的持续增长有望维持到2012年；
- **公司基建业务即将进入盈利高峰期。**按照基建行业的“订单—收入—利润”顺序增长的规律，我们预计公司基建业务领域订单增长的高峰期在2007年底到2010年上半年，收入增长的高峰期在2008-2011年，利润增长的高峰期在2009-2012年。主要的增长就来自于铁路行业订单连续三年高达60%以上的复合增长率；
- **基建业务的毛利率将在上半年见底。**市场对于公司的另一个担心来自于09上半年公司毛利率的下滑了1.5个百分点，我们认为鉴于建筑行业会计准则要求的利润确认的特殊性，在公司新开工项目比例减少和铁道部概算调整到位之后，公司毛利率将逐渐回升至10%以上的水平。
- **房地产和矿产业务将为公司的长远发展提供坚实的保证。**我们详细分析了公司房地产项目和矿产业务的投产时间，认为在房地产业务将在2010年之后为公司提供另一个利润增长点，按照公司的预计此项业务在之后两年将分别提供86和135亿的收入水平。而矿产业务从2011年起为公司的长远发展提供保证。
- **维持公司“强烈推荐”的投资评级。**我们预计公司2009-2011年的每股收益分别为0.35、0.46和0.61元。在估值方面，我们采用分部估值的方法。对于公司基建相关业务我们给予24-28倍的市盈率水平，房地产业务给予23-25倍市盈率水平；矿产业务采用资源价值重估的方法，采用相同类型矿产公司吨市值的方法对公司进行价值重估。保守预计，公司的股价将在未来6-12个月内达到12元以上，维持“强烈推荐”的投资评级。

主要财务指标

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	234619	326747	422458	508856
同比(%)	27%	39%	29%	20%
归属母公司净利润(百万元)	1115	7354	9885	12939
同比(%)	-65%	559%	34%	31%
毛利率(%)	10.5%	9.8%	10.0%	10.2%
ROE(%)	2.0%	11.6%	13.5%	15.0%
每股收益(元)	0.05	0.35	0.46	0.61
P/E	112.88	17.12	12.74	9.73
P/B	2.24	1.98	1.71	1.46
EV/EBITDA	13	8	6	4

资料来源：中投证券研究所

## 目 录

一、 铁路建筑行业处于强景气周期的起点	4
1.1 铁路基建投资的高增长并非仅仅为了拉动经济	4
1.1.1 铁路运输成为我国客货运体系的瓶颈	4
1.1.2 成为瓶颈的主要原因是投入的不足	5
1.1.3 铁路投资启动时间早于经济刺激方案的提出	6
1.2 预计投资的高速增长将延续到 2012 年	6
二、 公司基建领域所占利润比重显著增加	8
三、 基建领域即将进入利润结算高峰期	9
3.1 由铁路引起的订单高增长始于 07 年，有望维持到明年上半年	9
3.2 公路、市政领域业务将稳定增长	10
3.3 基建业务毛利率可能在上半年见底	11
四、 房地产业务将于明年进入收获期	12
4.1 房地产将于明年进入收获期	12
4.2 土地储备在二线区域比例达 78%	12
4.3 预计房地产业务收入增长 60%，毛利 30%以上	13
五、 矿产业务将从 2011 年起成为公司新的利润增长点	14
5.1 矿产资源种类齐全	14
5.2 收获期将从 2011 年开始	14
5.3 BOT 项目也许可能成为惊喜	14
六、 预计公司主营业务盈利三年复合增长为 41.7%	15
6.1 公司收入 2011 年达到 5000 亿以上	15
6.2 综合毛利率水平逐渐恢复到 10.0%以上	16
七、 公司合理估值在 12 元以上	16
7.1 基建分部合理估值 8.01-8.72 元	16
7.2 房地产分部合理估值 0.85-0.92 元	17
7.3 矿产及 BOT 分部合理估值 2.81 元	18
7.4 公司合理估值在 12 元以上	18

## 图表目录

图 1 我国铁路客运量占比 .....	4
图 2 我国铁路货运量占比 .....	4
图 3 我国铁路客运密度变动趋势 .....	4
图 4 我国铁路货运密度变动趋势 .....	4
图 5 我国铁路客运密度与其他主要国家对比 .....	5
图 6 我国铁路运输业投资变化 .....	5
图 7 建国后我国铁路营运里程变化 .....	6
图 8 我国铁路基建投资月度投资额及增速 .....	6
图 9 2008-2012 年我国铁路基建投资水平 .....	7
图 10 主营业务收入构成 .....	8
图 11 分部营业利润构成 .....	8
图 12 基建相关领域营业利润率变化情况 .....	9
图 13 公司基建业务订单 .....	9
图 14 公司铁路业务订单 .....	10
图 15 中国中铁新签公路订单及增长率 .....	10
图 16 中国中铁新签市政订单及增长率 .....	10
图 17 中国中铁公路施工毛利率水平 .....	11
图 18 中国中铁市政建设毛利率水平 .....	11
图 19 公司基建订单及毛利率变化情况 .....	11
图 20 中材国际订单及毛利率变化情况 .....	12
图 21 公司当前房地产项目拟竣工日期的年度分布 .....	12
图 22 公司土地储备的地域分布 .....	13
图 23 公司历年房地产销售收入 .....	13
图 24 公司房地产销售毛利率变化 .....	13
表 1 09 年铁道部拟新开工的长大干线一览 .....	7
表 2 中国中铁各类资源量分析 .....	14
表 3 中国中铁各类资源的投产进度预计 .....	14
表 4 公司未来新增基建订单及各板块的收入预测 .....	15
表 5 公司各业务板块毛利率预测 .....	16
表 6 A 股主要建筑企业 PE 估值水平 .....	16
表 7 A 股主要铁路装备企业 PE 估值水平 .....	17
表 8 中国中铁基建业务的价值分析 .....	17
表 9 A 股主要房地产企业 PE 及 RNAV 估值水平 .....	17
表 10 中国中铁房地产业务的价值分析 .....	17
表 11 A 股主要资源类企业的储量估值水平 .....	18
表 12 中国中铁各类资源的价值分析 .....	18
表 13 中国中铁主营业务的价值分析 .....	19
附表 1 财务预测表 .....	20
附表 2 中国中铁主要项目的土地成本估算 .....	21

## 一、 铁路建筑行业处于强景气周期的起点

### 1.1 铁路基建投资的高增长并非仅仅为了拉动经济

#### 1.1.1 铁路运输成为我国客货运体系的瓶颈

从 90 年代起，我国铁路客、货运输量占全国客、货运总量的比例出现了严重的下滑，其中货运量比例从 44% 下降到 14%，客运量比例从 32% 下降到 6%。铁路作为一种重要的运输方式在我国国民经济中的地位日益下降。

图 1 我国铁路客运量占比

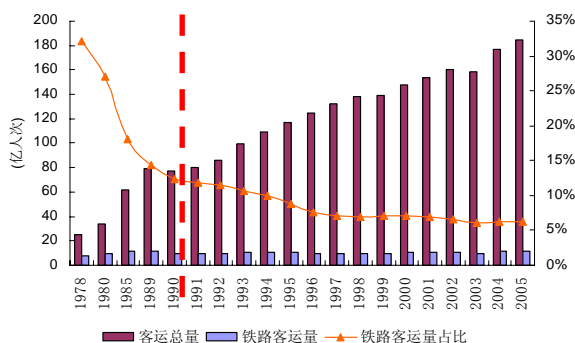
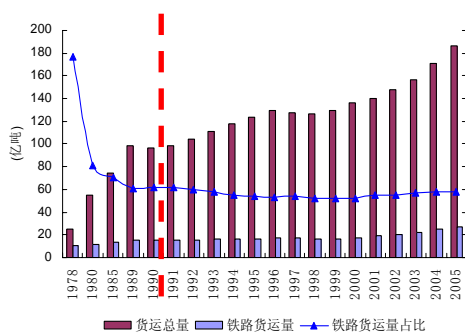


图 2 我国铁路货运量占比



资料来源：国家统计局、中投证券研究所

这种下降并不是市场需求下滑造成的。铁路运输客货运量比例下滑的同时，我国铁路运输密度仍保持着很高的负荷，近年还呈现加速增长的趋势。同时，与欧洲大陆国家及印度相比，我国客运密度和货运密度都非常高。这说明铁路运输已经成为我国交通运输系统中严重的瓶颈，我国铁路投资势必将进入一个集中的建设投入阶段。

图 3 我国铁路客运密度变动趋势

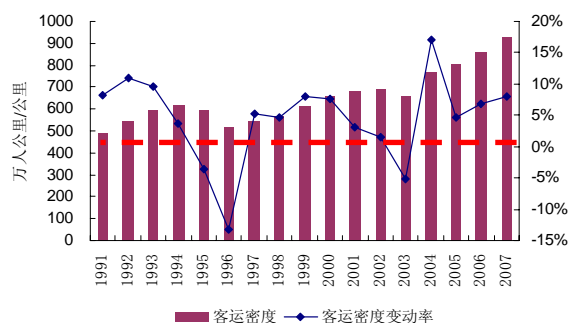
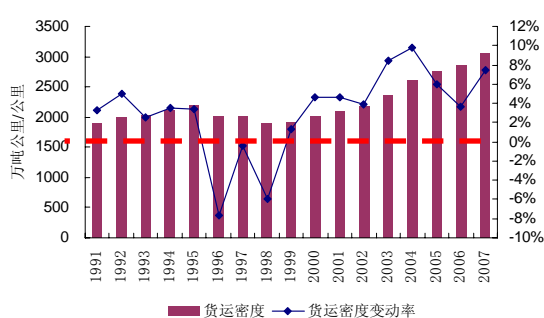
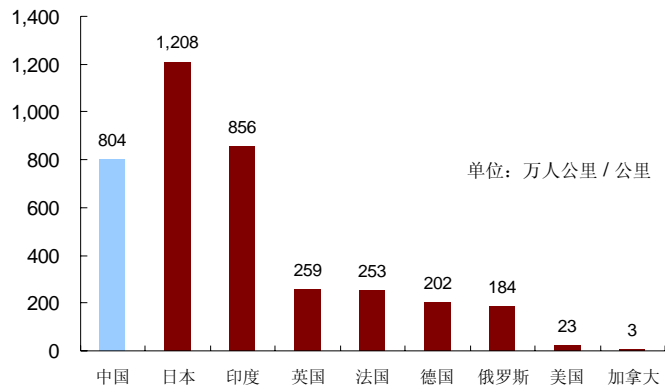


图 4 我国铁路货运密度变动趋势



资料来源：国家统计局、中投证券研究所

图 5 我国铁路客运密度与其他主要国家对比



数据来源:《中国铁道年鉴(2006)》

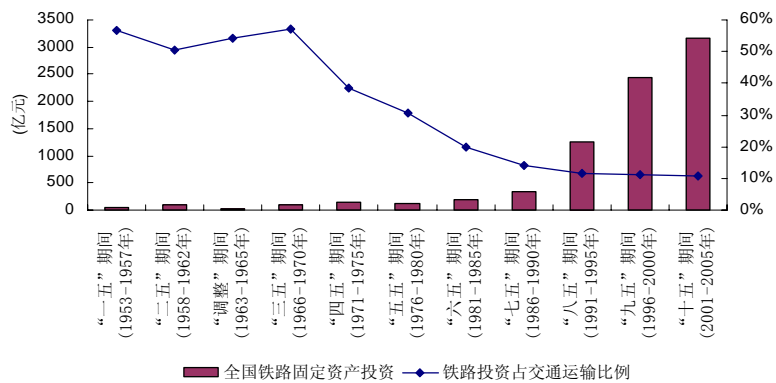
### 1.1.2 成为瓶颈的主要原因是投入的不足

我国铁路运力目前严重不足的现状主要是因为过去 30 年中我国铁路建设投资不足,相对于其他交通方式走了一条平稳而缓慢的发展道路,随着经济的快速发展铁路运力对经济发展的制约作用日益凸显。

从投资额来看,我国铁路投资在交通运输业中的占比从第四个五年计划以后逐步下降,到了十五期间铁路投资占比进一步下降为 10.6%。从运营里程来看,1981 年至 2008 年我国铁路运营总里程从 5.39 万公里增至 7.97 万公里,年复合增长率为 1.4%,而同期国内公路里程的复合增长率在 3% 以上,铁路运力相比其他交通方式增长缓慢。

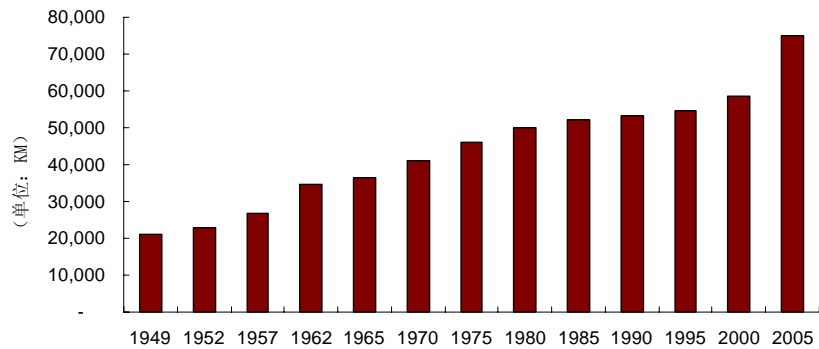
因此我们认为本次铁路投资的大幅度扩张并不只是为了在经济出现波动的时候,扩大基建投资拉动经济,而是为了缓解铁路运输紧张的压力。

图 6 我国铁路运输业投资变化



数据来源:国家统计局、中投证券研究所

图 7 建国后我国铁路营运里程变化



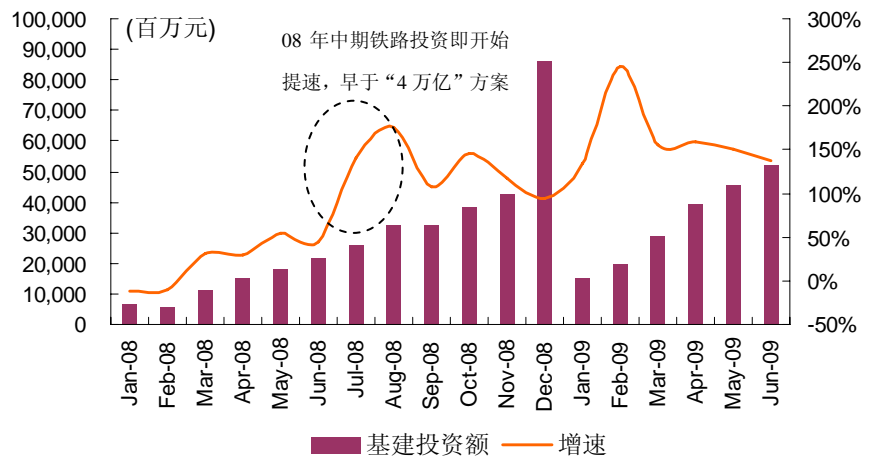
数据来源：《中国铁道年鉴》

### 1.1.3 铁路投资启动时间早于经济刺激方案的提出

从本轮铁路投资提速的时间起点看，08年6月起铁路基建投资的月度增速水平即开始明显提升，早于国家推出“4万亿”财政刺激方案约半年，这也表明本轮铁路投资力度加大主要是为解决行业沉积已久的产能瓶颈问题，而非仅仅为了短期的拉动经济，

因此此次铁路投资力度并不会因为国内和全球经济的逐步企稳而减弱，我们预计这轮建设周期的高峰将延续至2012年前后。

图 8 我国铁路基建投资月度投资额及增速



资料来源：铁道部

## 1.2 预计投资的高速增长将延续到 2012 年

从运能充足度和铁路建设周期两个维度综合分析，预计本轮铁路投资的高速增长将至少延续到2012年。

我国东西、南北向地理跨度大的特点决定了为满足基本的运输需求我国需建立多条纵横的大运力铁路通道，铁道部在最新调整的《中长期铁路网规划》中要求我国在2012年左右需建设完成“四横”、“四纵”的客运专线网络。从目前其建设进度看，除石家庄-太原、合肥-武汉等局部路段已建成通车外，大

部分线路仍处于可研阶段或建设前期，按 3-5 年的铁路建设周期，这一大型铁路骨干网络的基建高峰也将延续至 2012 年前后

#### “四纵”客运专线

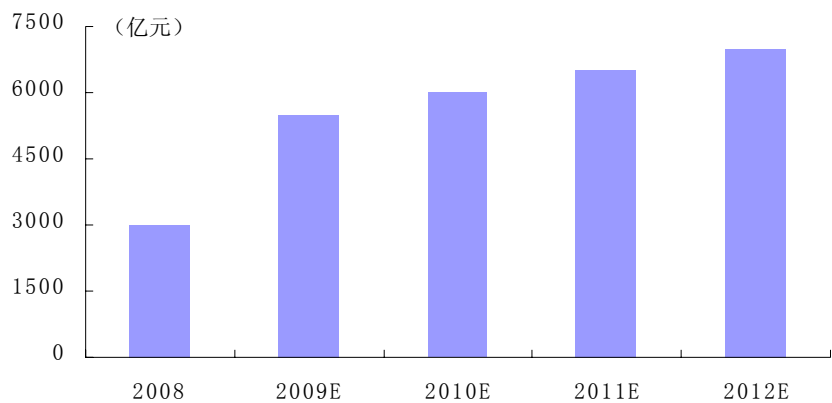
- (1)北京-上海客运专线（含蚌埠-合肥、南京-杭州）；
- (2)北京-武汉-广州-深圳客运专线；
- (3)北京-沈阳-哈尔滨客运专线（含沈阳-大连、锦州-营口）；
- (4)上海-杭州-宁波-福州客运专线。

#### “四横”客运专线

- (1)徐州-郑州-兰州客运专线；
- (2)杭州-南昌-长沙-贵州-昆明客运专线；
- (3)青岛-石家庄-太原客运专线；
- (4)南京-武汉-重庆-成都客运专线。

同时，结合西部开发性新线、城际铁路和局部路网完善等方面的其他铁路基建需求，按照铁道部的规划，2012 年我国铁路通车里程将达到 10 万公里，较 2008 年增加 2 万公里，这 5 年的铁路新增里程将相当于 1995-2008 年的 14 年间新增里程的总和。按此建设强度，预计 2009-2012 年的铁路基建年均投资将达到 6000-7000 亿元的高位水平，较 2008 年 3000 亿元的投资规模实现倍增。

图 9 2008-2012 年我国铁路基建投资水平



资料来源：铁道部、中投证券研究所

从目前国家规划的铁路投资来看，已审批待立项的铁路投资大约 1 万亿，已规划待审批的铁路投资大约 1 万亿左右。我们认为这些投资不会因为经济的复苏而放缓建设的步伐。因此未来公司的订单额度仍然具有较大的增长空间。我们判断 07 年年底起到 2010 年上半年是公司订单增长最快的年度。

表 1 09 年铁道部拟新开工的长大干线一览

	投资额 (亿元)	里程 (公里)
北京至沈阳客运专线	961	676

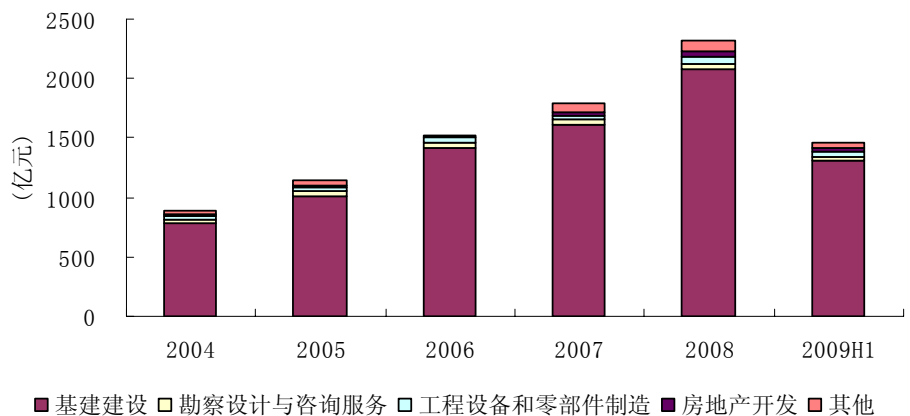
上海至昆明客运专线	2778	2020
合肥至福州客运专线	1173	808
郑州至徐州客运专线	486	356
西安至兰州客运专线	646	401
兰州至乌鲁木齐第二双线	1435	1776
合计	7479	6037

资料来源：铁道部

## 二、公司基建领域所占利润比重显著增加

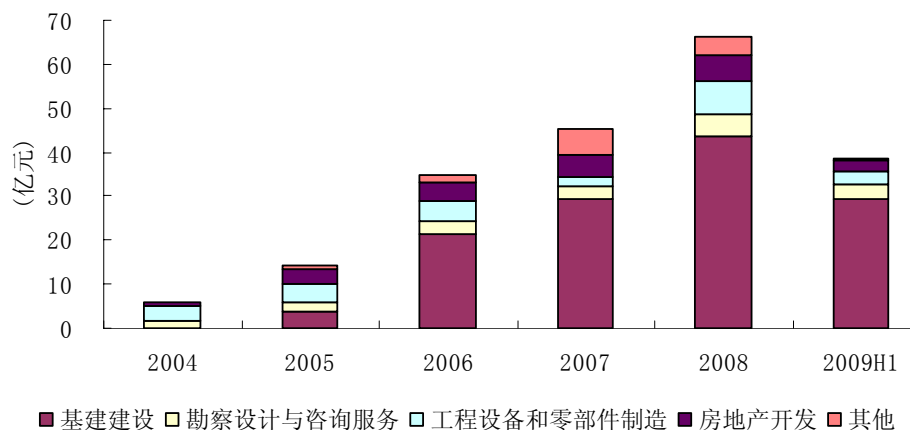
从公司历史业绩的表现来看，虽然收入结构相对稳定（与基建相关的基建建设、勘察设计与咨询服务、工程设备和零部件制造三个领域的收入比重一直占到 94-98%，其中基建建设领域比重一直稳定在 90%左右），但是利润构成的比重出现重大变化，与基建相关的基建建设、勘察设计与咨询服务、工程设备和零部件制造三个领域的营业利润比重从 05 年的 69.9% 上升到 09 年上半年的 91.9%，特别是基建建设领域的营业利润从 04 年的 0.92% 迅速上升到 09 年上半年的 75.99%。

图 10 主营业务收入构成



资料来源：公司公告、中投证券研究所

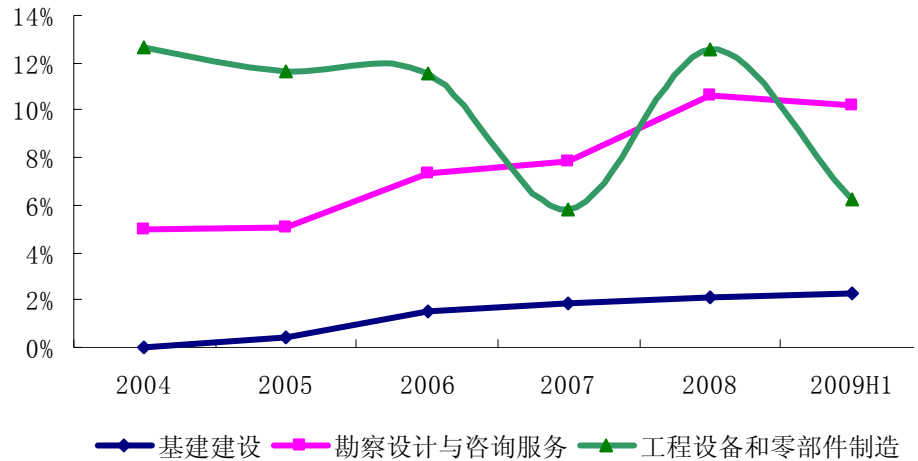
图 11 分部营业利润构成



资料来源：公司公告、中投证券研究所

我们认为这是基建相关领域盈利能力大幅度提高的结果。从图 12 可以看出,基建相关领域,特别是基建建设领域主营业务利润率从 2004 年的接近 0%,快速上升到今年上半年的 2.24%。

图 12 基建相关领域营业利润率变化情况



资料来源:公司公告、中投证券研究所

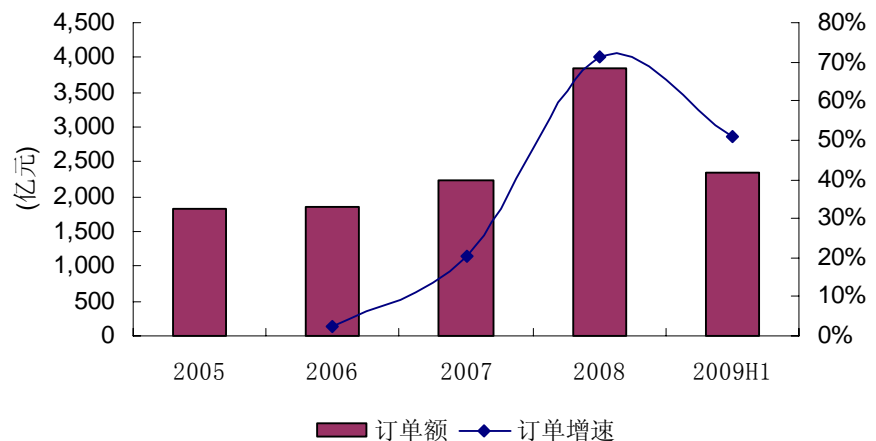
### 三、基建领域即将进入利润结算高峰期

从基建行业的特点而言,遵循“订单—收入—利润”顺序增长的规律。我们判断公司订单快速增长的时期在 2007 年年底到 2010 年上半年,收入快速增长的时间段在 2009 年到 2012 年,从 09 年下半年起将进入利润的快速增长期,而且这种快速增长期可能持续到 2012 年以后。

#### 3.1 由铁路引起的订单高速增长始于 07 年,有望维持到明年上半年

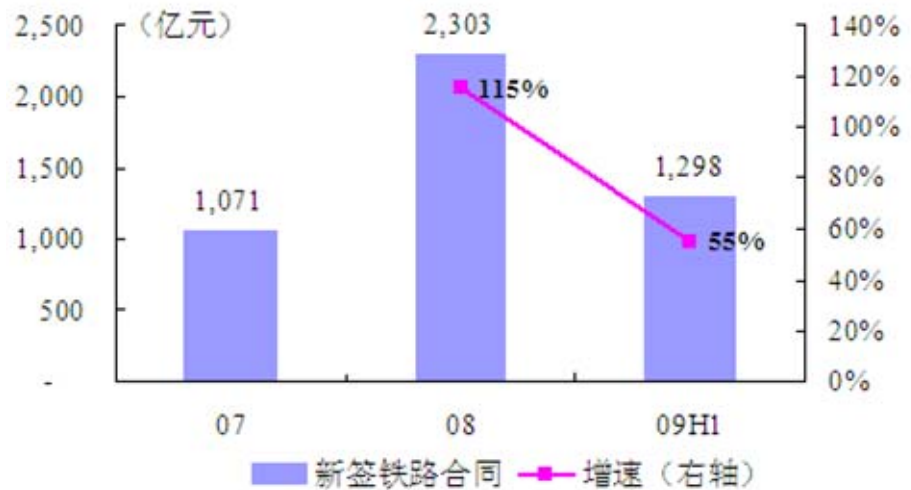
公司基建订单从 07 年开始进入高速增长期,07-09 年上半年公司订单增速分别高达 21%、71%和 51%。订单大幅度的增长来源于铁路领域,公司铁路领域的订单增速在 2008 和 2009 年上半年分别高达 115%和 55%。

图 13 公司基建业务订单



资料来源:公司公告、中投证券研究所

图 14 公司铁路业务订单



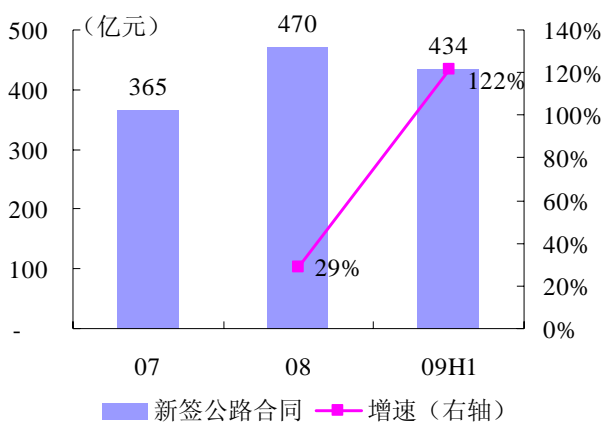
资料来源：公司公告、中投证券研究所

### 3.2 公路、市政领域业务将稳定增长

09 年上半年公司来自公路、市政领域的订单也有快速增长，同比增幅分别达到 122% 和 58%。公路方面，未来 3 年全国公路投资将维持在年均 7000 亿元的水平，按照公司目前 10% 左右的市场份额计算，预计 09 年起公司来自公路方面的订单即可超过 700 亿元；市政方面，受益于城市轨道交通发展的提速及公司在该领域高达 60% 的领先市场地位，公司未来 3 年在该领域的新增订单年复合增速预计将能稳定在 20% 以上。

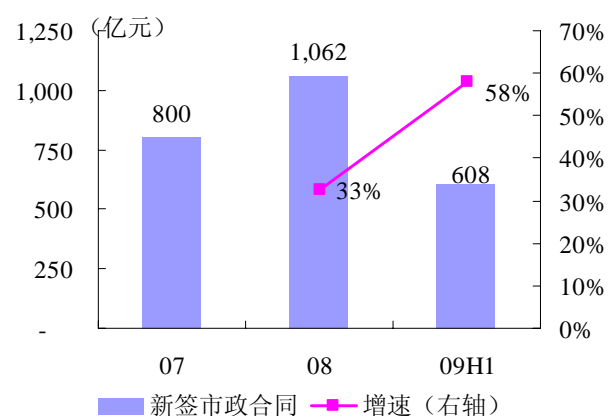
从公路、市政新增订单在中铁基建总订单中的占比来看，短期而言由于公司铁路订单的增速提升更快，其占比由 08 年之前的 50% 滑落至目前 45% 左右，我们预计未来 3 年这一占比水平将维持在 40-45% 之间。

图 15 中国中铁新签公路订单及增长率



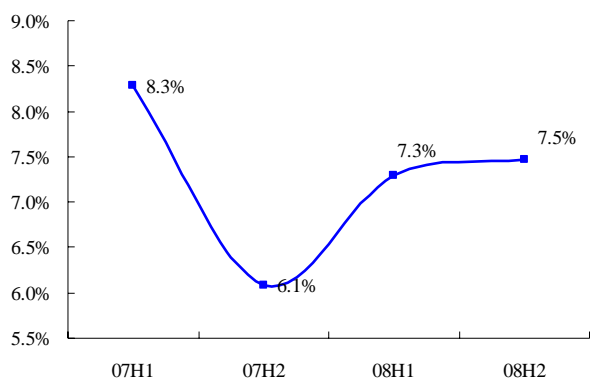
资料来源：公司资料

图 16 中国中铁新签市政订单及增长率



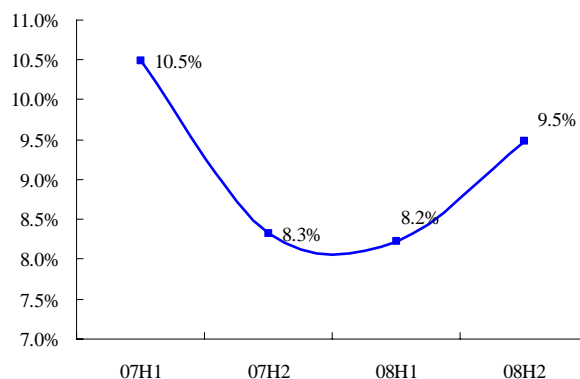
资料来源：公司资料

图 17 中国中铁公路施工毛利率水平



资料来源：公司资料

图 18 中国中铁市政建设毛利率水平



资料来源：公司资料

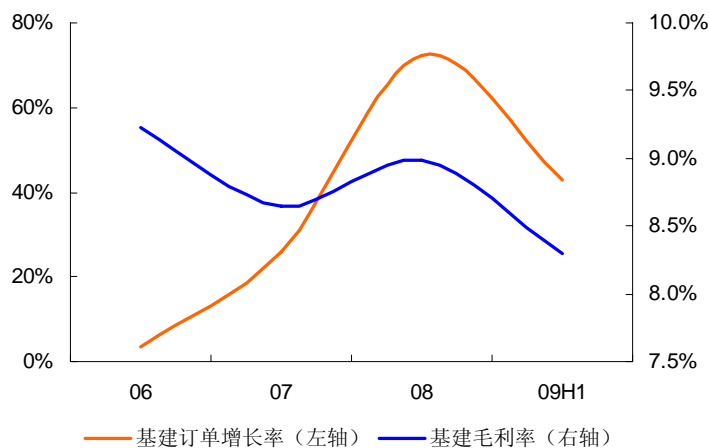
### 3.3 基建业务毛利率可能在上半年见底

市场对于公司业绩担心的另一个理由是上半年毛利率明显的下降，如果这种状况继续维持，可能会导致公司在未来几年里增收不增利。我们认为公司毛利率从下半年起将会出现积极的变化。原因有二：

一、按照建筑行业会计准则，新项目开工后完工进度，低于 20%的情况下，在会计确认上不予确认毛利。而铁路建设今年上半年开工项目较多，大多数项目完工比例都低于 20%，因此毛利率水平出现明显下滑。类似的情况在有着类似业务的中材国际的发展历程中也出现过。中材国际 04-05 年国际订单曾经经历过 34-70% 的增长，伴随而来的是 05 年毛利率的大幅度下滑，但经过大面积新项目开工以后，06 年中材国际毛利率得到明显恢复。

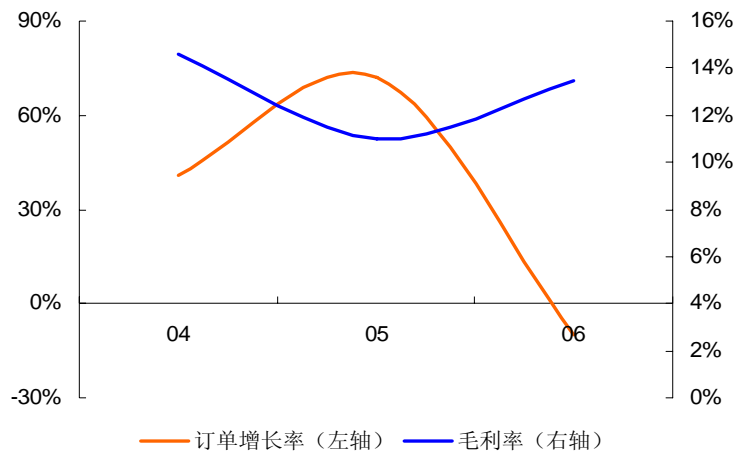
二、公司毛利率出现下降的另外一个原因是铁道部调概工作的延后。因为上半年新开工项目较多，铁道部原计划进行的对高铁项目的调概工作延后。二原始预算按照非高速铁路进行规划明显偏低，导致公司毛利率偏低，因此高铁项目概算调整是必然，只是时间问题。而且铁道部也同意了对概算进行调整。我们认为今年下半年和明年上半年随着新项目开工压力减小，概算调整工作将加快，届时公司毛利率也将回升。

图 19 公司基建订单及毛利率变化情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 20 中材国际订单及毛利率变化情况



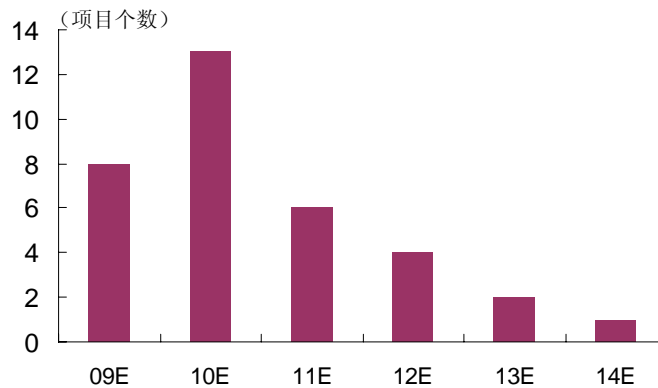
资料来源：公司公告、中投证券研究所

## 四、房地产业务将于明年进入收获期

### 4.1 房地产将于明年进入收获期

从图 21 可以看出，公司大部分房地产项目拟竣工日期集中于 2009 年和 2010 年。按照房地产项目阶段略滞后于竣工日期的规律，公司房地产业务收入确认的高速增长期将从 2010 年开始。

图 21 公司当前房地产项目拟竣工日期的年度分布



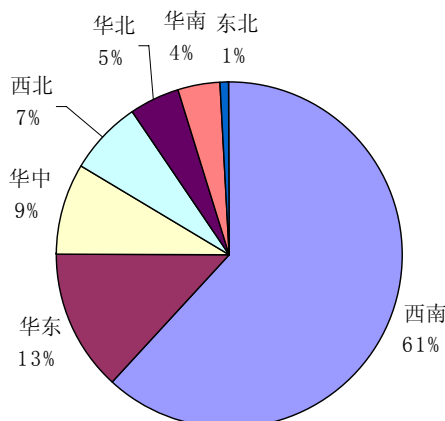
资料来源：公司资料

### 4.2 土地储备在二线区域比例达 78%

公司目前土地储备折合为建筑面积约 1700 万平方米，由于大部分地块均在 07 年及更早之前获取，其单位平均成本较低，在 1000 元/平方米左右。从地域分布上看，公司的土地储备主要集中在西南及华中的主要中心城市，其中仅成都、武汉两市的可开发建筑面积就达到 500 万平方米以上，占公司总储备的 1/3。按照房地产业内目前普遍的观点在二线城市房价风险偏小，因此公司房地产项

目安全度较高。

图 22 公司土地储备的地域分布



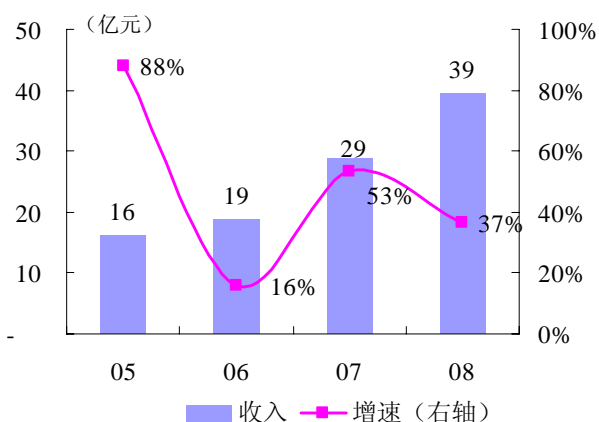
资料来源：公司资料，中投证券研究所

### 4.3 预计房地产业务收入增长 60%，毛利 30%以上

相对于公司的土地储备而言，公司目前房地产的开发规模相对较小并处于快速发展阶段。05-08 年，公司房地产收入由 16 亿元跃升至 39 亿元，年均复合增长 34%。09 年上半年公司房地产销售实现预收款 25 亿元，结转销售收入 17 亿元，我们预计 09 年其销售收入有望突破 50 亿元。按公司的预计，明后两年房地产业务的收入增速都将较 09 年水平大为提高，实现 60% 的年均增长。

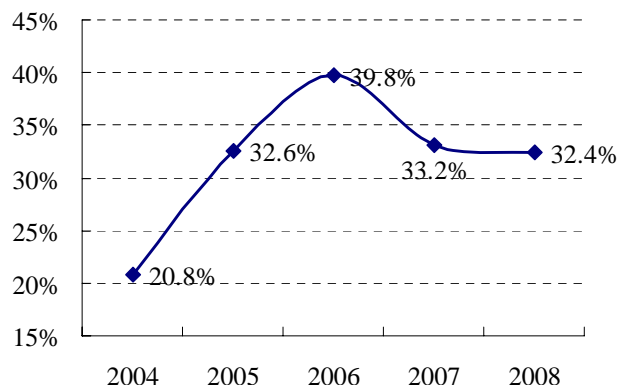
盈利能力方面，由于公司大多数土地获取时间较早，地价成本优势明显，同时公司部分地块具有规模大、且为一二级联动开发的优势，公司 05 年以来的房地产销售毛利率一直稳定在 32% 以上，即使在房地产景气有较大回落的 08 年，公司当年的毛利率比上年也仅下滑了 0.8 个百分点，表现出了较好的抗风险能力。我们预计未来公司房地产业务毛利率明显下滑的风险也极小。

图 23 公司历年房地产销售收入



资料来源：公司资料

图 24 公司房地产销售毛利率变化



资料来源：公司资料

## 五、矿产业务将从 2011 年起成为公司新的利润增长点

### 5.1 矿产资源种类齐全

公司矿产资源储量丰厚，预计 2011 年后将形成较显著的利润贡献。中铁目前旗下的矿产资源主要有金、铜和煤 3 类，其对应的权益储量分别为黄金 4.0 吨、铜 391.2 万吨和煤 10.2 亿吨。目前黄金和煤炭资源已开始进入实质开发阶段，预计 09 年公司黄金产量 400 公斤（销售价格锁定在 200 元/克）、煤炭产量 300 万吨，09 年两者合计销售收入在 10 亿元左右。2010 年起公司的资源开发规模将进一步扩大，一方面黄金产量将增至 1 吨左右，同时随着 09 年下半年运煤铁路专线的开通公司煤炭产量明年也将迎来大幅增长；铜矿方面，绿砂矿项目今年 6 月已开始进入开采期，华刚矿业在明年也将进入大规模投资开发阶段，预计铜资源在 2011 年后将为公司形成较大的业绩贡献。

表 2 中国中铁各类资源量分析

资源类型	矿业名称	资源量	权益比例	权益资源量
黄金(吨)	常福龙金矿	4	100%	4.0
	绿砂矿	80	72%	57.6
铜矿(万吨)	MKM 矿	5	71%	3.6
	华刚矿业	1000	33%	330.0
	小计			391.2
煤矿(亿吨)	华鑫、芒来、小白杨矿业	20	51%	10.2

资料来源：公司资料，中投证券研究所

### 5.2 收获期将从 2011 年开始

公司的金矿和煤矿产业务从 08 年起陆续投产，但是由于矿产业务的特点是之前磨合期较长，磨合期完成后提供的利润较高，我们预计这两个矿产将在 2010 年以后为公司带来明显的利润增长。公司在刚果投资的铜矿项目将在 2011 年下半年投产，公司表示其盈利前景值得期待，在未得到该项目更加详细的资料之前，我们对该项目的盈利前景暂不做预估。

表 3 中国中铁各类资源的投产进度预计

	08H1	08H2	09H1	09H2	10H1	10H2	11H1	11H2
内蒙煤矿								
常福龙金矿								
绿砂矿								
华刚矿业								

资料来源：公司资料，中投证券研究所

### 5.3 BOT 项目也许可能成为惊喜

资本运营项目也将是公司 2011 年以后的主要增长点之一。公司 08 年底已有 7 条 BOT 经营形式的高速公路投入运行，09 年将再增 2 条，合计对应特许

经营权账面价值 180 亿元。这些 BOT 项目目前均处于投产初期，预计 09 年可能带来 7.8 亿元左右的账面亏损，但随着这些 BOT 项目的车流量逐步趋于稳定，预计它们能够在后续年份实现公司预定的投资收益率不低于 15% 的遴选标准。由于公司公开资料中 BOT 项目描述较少，我们在盈利预测中给予的考虑较少，因此这项业务有可能能为公司长期的业绩增长带来惊喜。

## 六、预计公司主营业务盈利三年复合增长为 41.7%

### 6.1 公司收入 2011 年达到 5000 亿以上

公司的基建建设业务、勘察设计与咨询服务业务、工程设备和零部件制造业务与未来国内的基建投资规模及公司订单获取能力高度相关，我们综合公司目前在这三个业务板块的未完成合同总额、新签合同预计及各类型业务的收入结转周期，预计公司基建建设领域 2009-2011 年营业收入的年均复合增长率为 24.0%；勘察设计与咨询服务业务、工程设备和零部件制造业务 2009-2011 年营业收入的年均复合增长率将分别为 19.6% 和 30.1%。

房地产业务方面，我们预计公司未来两年的销售结转面积将在今年约 75 万平方米的基础上分别增至 120 和 180 万平方米，按 7000 元/平方米左右的销售均价计算，2009-2011 年公司的房地产销售收入分别为 51、86 和 135 亿元。

对以上板块的收入加总，预计 2009-2011 年公司的总营业收入将分别增长 39.3%、29.3% 和 20.5%。

表 4 公司未来新增基建订单及各板块的收入预测

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
新签基建订单预计	2,236	3,834	5,421	5,979	5,755
其中——铁路	1071	2303	3240	3622.5	3150
公路	365	469	800	700	700
市政	800	1062	1381	1657	1905
各板块收入预计					
公司基建建设营业收入	1618	2083	2958	3813	4549
+/-	13.9%	28.8%	42.0%	28.9%	19.3%
公司设计咨询营业收入	36	47	75	98	108
+/-	-17.0%	32.4%	60.0%	30.0%	10.0%
公司设备制造营业收入	40	62	87	113	147
+/-	4.4%	57.0%	40.0%	30.0%	30.0%
房地产收入	28.8	39.0	51.2	86.0	135.4
+/-	53.3%	35.4%	31.3%	68.0%	57.5%
其他收入	70.4	120.0	102.3	122.8	159.6
+/-	13.0%	32.0%	10.0%	20.0%	30.0%
收入总计	1842	2346	3,274	4,233	5,098
+/-	13.1%	27.4%	39.3%	29.3%	20.5%

资料来源：公司资料，中投证券研究所

## 6.2 综合毛利率水平逐渐恢复到 10.0%以上

09 年上半年由于铁路新开工项目的大量增加,公司部分项目未来得及结转毛利导致期间基建业务毛利率较上年下降 0.6 个百分点,预计下半年这种情形将基本消除,同时铁道部工程概算标准调整的逐步到位也将对基建毛利率的提升有持续正面影响。预计今年公司基建板块的毛利率为 8.5%,较 08 年的降幅将收窄至 0.5 个百分点,2010-2011 年公司基建毛利率保守预计将每年提升 0.1 个百分点。其他业务板块的毛利率预计值见下表。

表 5 公司各业务板块毛利率预测

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
综合毛利率	10.1%	10.3%	9.8%	10.0%	10.2%
其中:					
基建建设	8.7%	9.0%	8.5%	8.6%	8.7%
勘察设计与咨询服务	34.3%	32.7%	29.0%	29.0%	29.0%
工程设备和零部件制造	19.6%	17.8%	17.0%	17.0%	17.0%
房地产开发	33.2%	32.4%	33.0%	32.0%	32.0%
其他业务	17.1%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%

资料来源: 公司资料, 中投证券研究所

预计公司 2009-2011 年的净利润分别为 73.5、98.8 和 129.4 亿元,按 08 年公司扣除汇兑损失前 45.5 亿元的正常业务利润计算,公司未来 3 年的净利润年均复合增长率为 41.7%。公司 2009-2011 年的每股收益为 0.35、0.46 和 0.61 元。

## 七、公司合理估值在 12 元以上

我们对中铁的基建(包括工程承包和设计)、设备制造、房地产以及矿业资源分别进行估值。其中基建、设备制造和房地产采用 PE 相对估值法,矿业资源按储量市值法进行估值,对这些业务分部的估值进行加总后计算得到公司股票合理价值。

### 7.1 基建分部合理估值 8.01-8.72 元

中铁与基建相关的领域包括工程承包及设计、设备制造两个部分。按照目前市场估值,工程承包平均市盈率水平在 24-26 倍之间,设备制造行业公司平均估值在 25-28 倍之间。我们预计公司这两项业务未来 4 个季度对每股收益的贡献分别为 0.29 和 0.04 元,照此推算公司基建部分合理估值为 8.01-8.72 元。而且我们认为铁路基建未来 3 年的增速可能高于其他建筑领域,照此估值为较为保守的估值水平。

表 6 A 股主要建筑企业 PE 估值水平

股票代码	公司名称	股价 (090901)	市值 (百万元)	08EPS	09EPS	10EPS	08PE	09PE	10PE
600170	上海建工	12.58	9,049	0.42	0.52	0.64	30.1	24.5	19.8
600583	海油工程	10.41	33,741	0.55	0.51	0.65	18.3	19.8	15.4
600491	龙元建设	14.99	7,102	0.31	0.51	0.65	47.5	28.7	22.7
600820	隧道股份	12.00	8,802	0.40	0.49	0.58	30.5	24.8	21.0
	平均值						31.6	24.5	19.7

资料来源：WIND

表 7 A 股主要铁路装备企业 PE 估值水平

股票代码	公司名称	股价 (090901)	市值 (百万元)	08EPS	09EPS	10EPS	08PE	09PE	10PE
600495	晋西车轴	18.12	3,043	0.74	0.57	0.75	24.6	32.0	24.3
600458	时代新材	12.42	2,538	0.23	0.45	0.64	53.7	27.3	19.5
601766	中国南车	4.49	53,162	0.12	0.15	0.21	38.4	29.3	21.6
601002	晋亿实业	5.68	4,195	0.13	0.21	0.31	44.7	26.6	18.1
	平均值						40.3	28.8	20.9

资料来源：WIND

表 8 中国中铁基建业务的价值分析

	净利润 (FTM,百万元)	对应 EPS (元/股)	估值区间	对应每股价值 (元/股)
基建及设计	6,243.5	0.29	24~26	7.01~7.60
设备制造	856.3	0.04	25~28	1.00~1.12

资料来源：中投证券研究所

## 7.2 房地产分部合理估值 0.85-0.92 元

房地产行业估值方式有 PE 估值和 NAV 估值两种方法，由于我们没有对公司 60 多个房地产项目逐一进行实地调研，因此难以对其进行 NAV 估值，采用了 PE 的估值方法。而由于公司的房地产业务未来两年的增速高于绝大多数房地产公司，因此 PE 的估值方法也是较为保守的。

按照目前市场估值，房地产企业平均市盈率水平在 23-25 倍之间，。我们预计公司房地产业务未来 4 个季度的贡献的每股收益为 0.04 元，照此推算公司房地产分部合理估值为 0.85-0.92 元。

表 9 A 股主要房地产企业 PE 及 RNAV 估值水平

股票代码	公司名称	股价 (090901)	市值 (百万元)	RNAV	P/RNAV	08EPS	09EPS	10EPS	08PE	09PE	10PE
000002	万科 A	9.89	108,743	6.6	1.50	0.37	0.48	0.61	27.0	20.6	16.3
600048	保利地产	21.23	74,724	18.3	1.16	0.91	0.90	1.19	23.3	23.5	17.8
000024	招商地产	22.60	38,811	26.0	0.87	0.71	1.04	1.36	31.6	21.6	16.7
000402	金融街	10.86	26,946	15.0	0.72	0.42	0.54	0.63	25.9	20.1	17.3
600748	上实发展	13.37	14,485	12.1	1.10	0.34	0.39	0.44	39.9	34.6	30.2
000718	苏宁环球	10.52	17,912	9.2	1.14	0.37	0.51	0.77	28.7	20.5	13.7
	平均值				1.08				29.4	23.5	18.7

资料来源：WIND，中投证券研究所

表 10 中国中铁房地产业务的价值分析

	净利润 (FTM,百万元)	对应 EPS (元/股)	估值区间	对应每股价值 (元/股)
房地产	755.8	0.04	23~25	0.85~0.92

资料来源：中投证券研究所

### 7.3 矿产及 BOT 分部合理估值 2.81 元

由于矿产业务目前对公司几乎没有收益贡献，我们按照目前市场平均的资源价值对公司的市值进行评估作价。

分别取黄金资源 1.5 亿元/吨，铜矿 4800 元/吨，煤炭 22 元/吨的市场较低的估值水平计价，同时公司 BOT 业务按照账面值计价。公司矿产及 BOT 分部合理估值为 2.81 元。

表 11 A 股主要资源类企业的储量估值水平

资源类别	股票代码	公司名称	股价 (090901)	总市值 (百万元)	资源储量	单吨储量市值
黄金	600489	中金黄金	51.50	39,554	327 吨	1.2 亿元/吨
	600547	山东黄金	50.11	34,125	195 吨	1.7 亿元/吨
	601899	紫金矿业	8.88	119,966	702 吨	1.7 亿元/吨
<b>平均值</b>						<b>1.6 亿元/吨</b>
铜	600362	江西铜业	36.97	100,570	1664 万吨	6,044 元/吨
	000878	云南铜业	29.83	33,742	700 万吨	4,820 元/吨
	000630	铜陵有色	18.04	21,020	200 万吨	10,510 元/吨
<b>平均值</b>						<b>7,125 元/吨</b>
煤	601088	中国神华	30.90	554,523	135.2 亿吨	41.0 元/吨
	601898	中煤能源	12.08	147,171	59.95 亿吨	24.5 元/吨
	600188	兖州煤业	16.97	75,104	28.47 亿吨	26.4 元/吨
<b>平均值</b>						<b>30.6 元/吨</b>

资料来源：WIND

表 12 中国中铁各类资源的价值分析

资源类型	权益资源量	单位储量价值	对应权益价值 (亿元)
黄金	4.0 吨	1.5 亿元/吨	6.0
铜	391.2 万吨	4800 元/吨	187.8
煤	10.2 亿吨	22 元/吨	224.4
BOT 项目（主要为高速公路收费权）			180.0*
合计权益价值			598.2
合计每股价值			2.81 元/股

资料来源：公司资料，中投证券研究所

注：考虑到公司 BOT 项目目前均处于投产初期，保守起见，我们此处按其 180 亿元的账面价值计算

### 7.4 公司合理估值在 12 元以上

对中国中铁的净利润（FTM 值，即 09 年下半年至 10 年上半年的未来 12 个月值）进行分解，其中归属各项主营业务的净利润见下表。我们参照对应上市公司目前的 PE 估值水平，对这些业务进行估值，得到公司各项主营业务的

对应每股价值为 **9.24~10.06** 元。

按资源储量法得到中国中铁的金属、煤炭资源和 BOT 项目的价值为 598.2 亿元，对应公司每股价值为 **2.81** 元/股。

加总计算中国中铁主营业务和相关资源的价值，得到公司每股的合理价值为 **12.05~12.87** 元。

**表 13 中国中铁主营业务的价值分析**

	净利润 (FTM,百万元)	对应 EPS (元/股)	估值区间	对应每股价值 (元/股)
基建及设计	6,243.5	0.29	24~26	7.01~7.60
设备制造	856.3	0.04	25~28	1.00~1.12
房地产	755.8	0.04	23~25	0.85~0.92
其他	344.2	0.02	21~23	0.38~0.41
<b>合计</b>	<b>8,199.8</b>	<b>0.39</b>		<b>9.24~10.06</b>

资料来源：中投证券研究所

**附表 1 财务预测表**

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
<b>流动资产</b>	192297	240395	302450	353657	<b>营业收入</b>	234619	326747	422458	508856
现金	49376	55547	63369	66151	营业成本	209997	294783	380398	457039
应收账款	50197	64188	82990	99963	营业税金及附加	7374	9476	12716	14960
其它应收款	13293	18901	24437	29435	营业费用	933	1144	1521	1832
预付账款	14258	18571	23965	28793	管理费用	9193	10783	12463	14350
存货	63627	82332	106243	127649	财务费用	5133	1028	2083	3360
其他	1545	856	1445	1665	资产减值损失	484	300	600	700
<b>非流动资产</b>	59798	75267	85237	92944	公允价值变动收益	-134	0	0	0
长期投资	7547	7943	8440	8936	投资净收益	242	400	500	600
固定资产	19985	30982	35231	38058	<b>营业利润</b>	1613	9634	13178	17215
无形资产	20896	25596	30196	34696	营业外收入	512	500	500	500
其他	11370	10745	11370	11254	营业外支出	191	200	200	200
<b>资产总计</b>	252096	315662	387686	446601	<b>利润总额</b>	1933	9934	13478	17515
<b>流动负债</b>	165550	221364	283848	328805	所得税	499	2185	3167	4116
短期借款	32512	45790	63985	70553	<b>净利润</b>	1434	7748	10310	13399
应付账款	63545	88435	114119	137112	少数股东损益	319	394	426	460
其他	69494	87139	105744	121140	<b>归属母公司净利润</b>	1115	7354	9885	12939
<b>非流动负债</b>	25451	25444	24673	25233	EBITDA	9919	14904	21388	28231
长期借款	16829	16829	16829	16829	EPS (元)	0.05	0.35	0.46	0.61
其他	8622	8615	7844	8404					
<b>负债合计</b>	191001	246808	308522	354037	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	4929	5323	5749	6209	<b>会计年度</b>	<b>2008</b>	<b>2009E</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>
股本	21300	21300	21300	21300	<b>成长能力</b>				
资本公积	30622	30622	30622	30622	营业收入	27.4%	39.3%	29.3%	20.5%
留存收益	4194	11609	21493	34432	营业利润	-60.9%	497.4%	36.8%	30.6%
归属母公司股东权益	56166	63531	73416	86354	归属于母公司净利润	-65.5%	559.4%	34.4%	30.9%
<b>负债和股东权益</b>	252096	315662	387686	446601	<b>获利能力</b>				
					毛利率	10.5%	9.8%	10.0%	10.2%
					净利率	0.5%	2.3%	2.3%	2.5%
					ROE	2.0%	11.6%	13.5%	15.0%
					ROIC	9.5%	12.3%	13.5%	15.1%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	75.8%	78.2%	79.6%	79.3%
					净负债比率	28.29	27.40%	27.81	26.09%
					流动比率	1.16	1.09	1.07	1.08
					速动比率	0.78	0.71	0.69	0.69
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.00	1.15	1.20	1.22
					应收账款周转率	5	6	6	5
					应付账款周转率	3.67	3.88	3.76	3.64
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.05	0.35	0.46	0.61
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.04	0.65	0.31	0.68
					每股净资产(最新摊薄)	2.64	2.98	3.45	4.05
					<b>估值比率</b>				
					P/E	112.88	17.12	12.74	9.73
					P/B	2.24	1.98	1.71	1.46
					EV/EBITDA	13	8	6	4

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

**附表 2 中国中铁主要项目的土地成本估算**

项目名	权益比例	城市	可结算建筑面积 (平方米)	预计总投资额 (千元)	存货成本 (千元)	单位土地成本 (元/平方米)
中铁瑞城蜀郡项目	100%	成都	200,669	1,354,286	286,520	1,428
中铁瑞城龙郡项目	100%	达州	1,297,800	2,000,000	596,405	460
中铁瑞城新界项目	100%	成都	264,000	1,200,000	512,647	1,942
自贡盐滩项目	100%	自贡	300,000	1,074,280	244,893	816
锦隆时代项目	100%	成都	36,000	170,000	45,536	1,265
肥东新城项目	100%	合肥	440,000	918,000	300,816	684
兴隆枫丹白鹭城市花园三期	100%	贵阳	381,000	560,000	173,004	454
兴隆珠江湾畔项目二期	100%	贵阳	570,000	1,487,759	424,844	745
兴隆花园项目二期	100%	青岛	120,000	800,000	164,358	1,370
西岸国际花园项目	100%	西安	400,000	1,500,000	506,602	1,267
西子香荷项目	100%	成都	221,440	927,860	914,726	4,131
瑞锦名城项目	100%	成都	150,000	405,000	379,430	2,530
东海春城国际公寓	100%	淄博	42,299	305,670	142,830	3,377
中铁汇展国际	100%	济南	192,342	780,000	268,705	1,397
金桥太子湖一号	100%	武汉	85,000	300,000	123,188	1,449
中景盛世长安	100%	石家庄	400,000	1,335,650	91,756	229
大连项目	100%	大连	131,100	1,100,000	657,728	5,017
自在城市花园二期	100%	广州	353,650	700,000	173,359	490
伊萨贝拉项目	100%	成都	270,000	700,000	455,689	1,688
上海市北工业新区 5 号地块	100%	上海	189,200	600,000	741,181	3,917
西安高新区地块项目	100%	西安	627,000	2,820,658	975,414	1,556
青岛国际贸易中心	92%	青岛	332,400	4,460,000	1,456,524	4,382
北京六道口翰庭项目	100%	北京	43,388	1,028,000	701,554	16,169
中铁广场项目	100%	石家庄	76,000	240,000	189,634	2,495
阳光国际城项目	100%	淮南	300,000	605,710	103,156	344
其他项目 (含淮南新城、贵阳金阳和武锅项目等)	-	-	10,476,712	40,369,432	9,712,759	-
<b>合计</b>	-	-	<b>17,900,000</b>	<b>67,742,305</b>	<b>20,343,258</b>	-

资料来源：公司资料，中投证券研究所

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 分析师简介

李凡, 中投证券研究所建筑建材行业首席分析师, 管理学硕士, 4 年行业从业经验, 4 年证券行业从业经验。

罗泽兵, 中投证券研究所建筑建材行业分析师, 管理学硕士。3 年相关行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、\*ST 双马、南玻 A、金晶科技、海螺型材、中国中铁、中国铁建、中材国际、海油工程、中海油服、鲁阳股份、海鸥卫浴、成霖股份。

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434