

建千秋基业，造福子孙万代

研究结论

展开十年规划，坐享超长景气。铁路大开发是中国经济发展阶段的必然产物，《中长期铁路网规划》展开了我国铁路投资的十年规划。在巨大的需求驱动下，未来十年中国铁路的基建投资规模将在 3.77 万亿元到 15.23 万亿元之间。我们判断完成地方政府增肥的“四横四纵”规划的概率较大，即基建投资规模达到 8.67 万亿元，约是过去十年投资规模的 3.8 倍。公司是我国铁路基建行业两大寡头之一，必将充分享受行业十年规划的超长景气。未来五年，公司铁路基建业务年均增长潜力在 20% 以上。

已经跨出国门，走向世界。在能源日趋紧张的二十一世纪，铁路这个古老的产业被赋予了低碳经济新概念。不仅仅是中国，包括欧美在内的全世界掀起了新一轮铁路建设高潮。我国铁路基建凭借劳动力等成本优势已经跨出国门，走向世界。公司 2009 年国际业务占比 6.27%，目标五年内海外业务占比达到 20% 以上，年均增速在 30% 以上。国际市场的拓展不但彻底打开了公司的成长空间，而且也促进了我国铁路产业链的市场化改革。

多元化战略，平滑行业周期。除了铁路基建外，公司通过产业结构调整，实现了多元化经营战略，抗风险能力和抗周期能力得到进一步增强。2009 年，公司非铁路基建业务收入占营业总收入比例约 37.8%，非基建业务收入占营业总收入比例约 9.7%。伴随着产业结构调整的不断深化，公司的工业制造和非铁路基建业务，以及物流、矿产等其他业务占比将呈现明显上升趋势。

市场化改革，增强盈利能力。我国铁路的投融资体系改革在 2005 年就已经迈出了坚实的一步。2010 年 5 月国务院发布的《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》，代表着我国铁路投融资体系开始正式向民营资本乃至国际资本全面开放。同时，京津线和武广线高铁的商业化运营模式起步，为我国铁路运营机制的市场化改革奠定了基础。进入新世纪，中国铁路体系的市场化改革，伴随着铁路大开发的步伐突飞猛进。

风险因素与催化剂：国内国际宏观经济波动影响和我国铁路市场化改革进程的不确定性，以及技术人才等瓶颈，是公司面临的主要风险因素。“十二五”规划及其相关的节能环保扶植政策的推出，和 2010 年业绩超预期，是公司股价的重大催化剂。

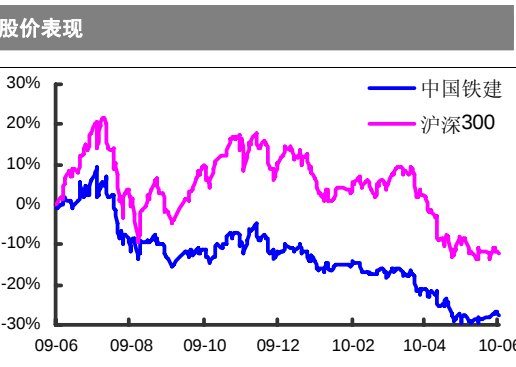
估值与投资评级：我们预计未来三年公司净利润复合增长率为 40.12%。公司享受确定性高增长溢价，也受到 H 股和大盘股折价压力。我们给予公司股价 0.4 倍 PEG 和 16.05 倍 PE 的估值水平，对应 2010 年预测 EPS 的股价为 12.12 元，绝对价值 19.66 元，目前股价严重低估，投资评级买入。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本报告最后一页的免责声明。



周凤武 机械行业资深分析师
8621-50366888×6200
zhoufw@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860200010048

投资评级	买入	增持	中性	减持	(首次)
股价 (2010 年 6 月 25 日)	7.33 元				
目标价格	12.12 元				
总股本/A 股 (万股)	1233754.2/1026124.6				
A 股市值 (百万元)	15219.25				
国家/地区	中国				
行业	土木工程建筑业				
报告日期	2010 年 6 月 28 日				



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现	(0.68)	(12.95)	(28.21)
相对表现	3.26	2.39	(13.60)

资料来源：WIND、东方证券研究所

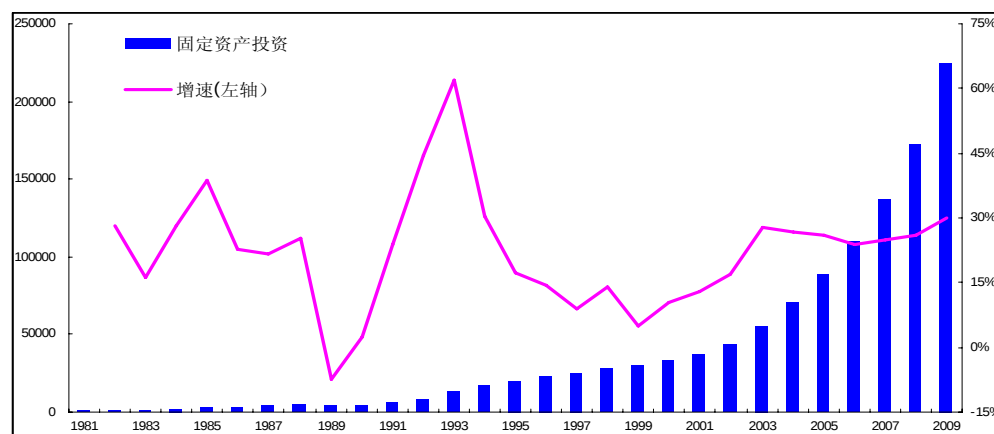
财务分析				
(百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	355520.77	437805.67	541581.93	687006.60
税前利润	8307.40	11797.50	16677.59	22979.01
归属母公司净利润	6599.07	9320.03	13175.29	18153.42
EBITDA	14497.83	18049.90	22370.56	28539.45
每股收益 (元)	0.53	0.76	1.07	1.47
净资产收益率	12.45%	15.49%	18.71%	21.56%
每股经营现金 (元)	1.42	0.92	1.85	2.12
市盈率 (X)	17.09	9.70	6.86	4.98
EV/EBITDA	4.38	1.75	0.57	(0.33)

资料来源：公司公告、东方证券研究所

1、周期展开十年规划，坐享超长景气

经受百年一遇的金融危机洗礼之后，世界经济进入了充满诸多不确定性的后金融危机时代的“疗伤”阶段。面对出口压力和消费的先天不足，中国经济的增长模式仍将长期以投资拉动为主。城市化进程和区域振兴是我国固定资产投资长期持续高增长的双引擎。我们判断，中国固定资产投资增速将长期保持在 20% 左右，甚至更高的水平上。

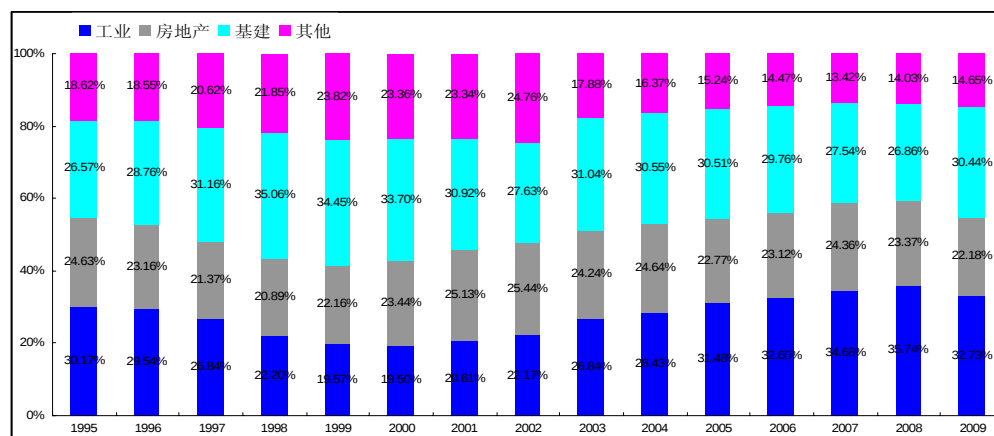
我国固定资产投资增速分析（亿元）



资料来源：www.stats.gov.cn、东方证券研究所

面对工业的产能过剩和房地产行业的宏观调控，基建投资必将长时间充当主角，其在城镇固定资产投资中的占比，仍将持续走高。

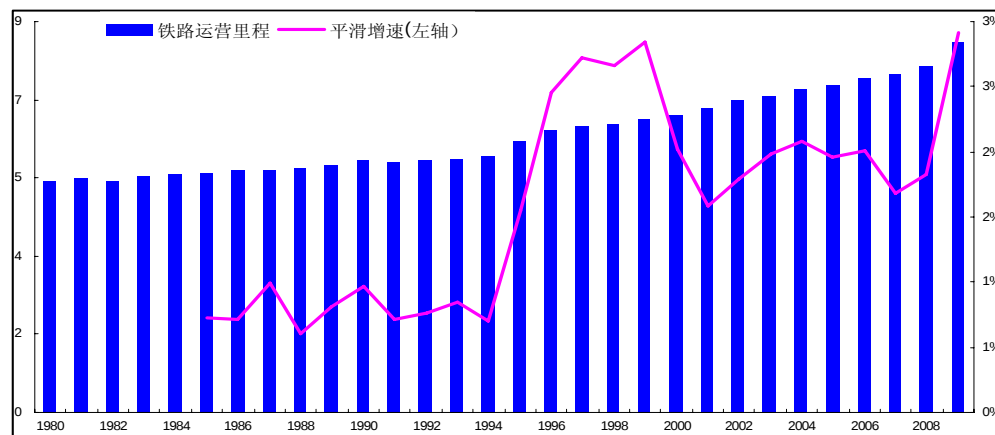
我国城镇固定资产投资结构分析



资料来源：www.stats.gov.cn、东方证券研究所

改革开放 30 年，中国人喊着“要想富，先修路”的口号，持续保持经济增速世界第一，GDP 年均增速 9.87%，创造了人类历史的奇迹，成为了国人永远的自豪，并成为了拉动世界经济增长的重要引擎。但是，铁路运营里程这 30 年间只从 5.33 万公里增加到 8.6 万公里，年均增速仅为 2.00%，大幅低于同期 GDP 的年均增长水平，造成了中国铁路运输长期以来的严重供需失衡，已经成为我国经济发展的一大瓶颈。

中国 1980 年以来铁路运营里程分析（万公里）



资料来源：www.stats.gov.cn、东方证券研究所

因此，“十一五”以来，中国开始加大铁路投资力度，拟补改革开放 30 年来铁路投资的严重滞后。2008 年四季度，为应对国际金融危机，我国推出了四万亿投资规划，其中的重头戏就是铁路投资，并对《中长期铁路网规划》做了大幅度调整，进而拉开了中国铁路大投资的序幕。铁路投资无可争议的成为了基建投资的重头戏。

中国铁路网建设规划图



资料来源：www.china-mor.gov.cn、东方证券研究所

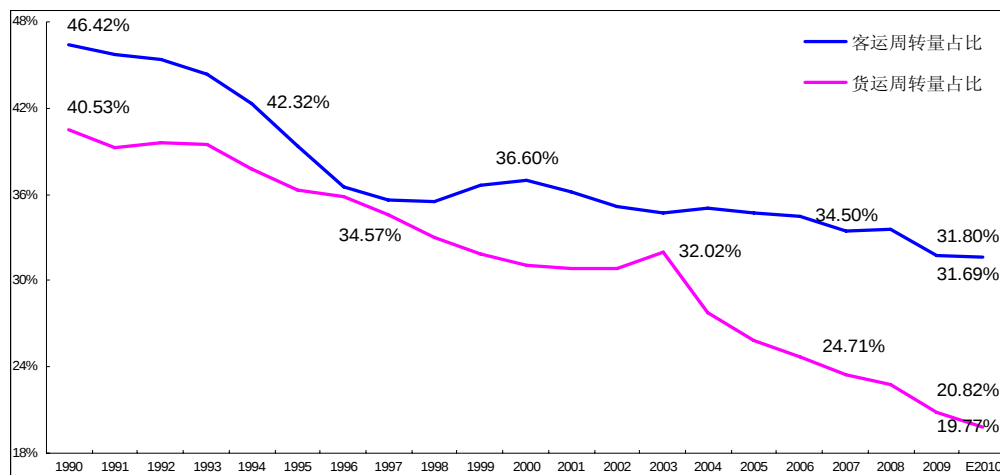
一、巨大的需求潜力是我国铁路投资的基础

尽管我国铁路运输周转率已经达到了世界最高水平，尽管我国的铁路每天都在超负荷运转着，但由于 30 年的投资欠账，还是远远满足不了市场需求。

根据统计，我国铁路货运满足率还不足三层，客运更是异常紧张，每逢节假日必然是一票难求，每年春节的铁路春运都是党中央国务院亲自关心过问的头等大事。

铁路客货运周转量占总周转量的比例逐年下降。客运由 1990 年的 46.42% 下降到 2009 年的 31.80%，年均下降 0.73 个百分点；货运下降幅度更大，由 1990 年的 40.53% 下降到 2009 年的 20.82%，年均下降 0.99 个百分点。可见，改革开放 30 年，我国铁路运输严重供不应求的状况在持续恶化。

我国铁路客货运周转量占比分析



资料来源：www.stats.gov.cn、东方证券研究所

铁路运输严重的供不应求，体现出来的是巨大的市场需求潜力，而这种巨大的市场需求，就是我国铁路投资的基础。

二、突出的成本与节能环保优势，是我国铁路投资的驱动力

我国即将推出的“十二五”规划的一个重要指导思想就是低碳经济，以低能耗、低污染为基础的经济，追求能源高效利用、清洁能源开发、绿色 GDP；核心是能源技术和减排技术创新、产业结构及制度创新、人类生存环境的改变。

世界上 60% 的石油消耗来自于交通运输业，交通运输能耗是我国三大能耗之一，因此，“十二五”期间我国交通运输业的节能减排，必将被提升到一个前所未有的历史高度，必将受到国家政策的大力扶植。

铁路运输成本与节能环保优势比照分析

	铁路	公路	航空	水运
能耗比	1.0	9.3	18.6	
客运成本比	1.0	1.6	5.5	6.0
货运成本比	1.0	6.2	17.2	0.6
二氧化碳排放比	1.0	4.6	9.4	2.0

资料来源：东方证券研究所

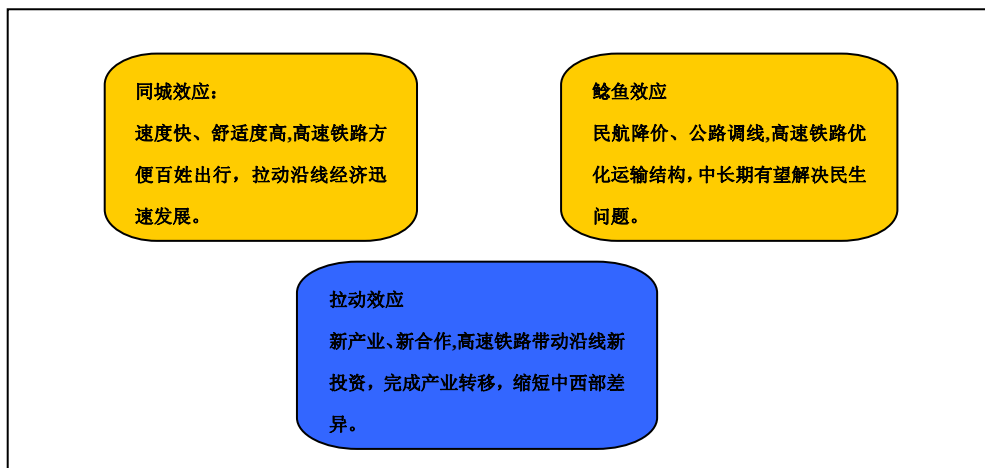
相对于公路和航空运输，铁路运输不但具有突出的节能环保优势，而且还具有较大的成本优势。在成本优势驱动下，铁路运输自然是市场的首选，这也是我国铁路客货运长期以来严重供不应求的一个重要原因。“十二五”期间，我国交通运输业要想实现节能环保目标，就必须把大力发展相对于

公路和航空运输具有突出节能环保优势的铁路运输。因此，在强调节能环保，绿色经济的“十二五”乃至今后的一个较长时间段内，铁路运输突出的成本与节能环保优势，将成为我国铁路投资长期持续高增长的驱动力。

三、铁路投资具有无可争议的巨大正外部效应

铁路投资的正外部效应已经在欧洲、日本等发达国家的经济发展中得到了充分验证，如日本新干线本身的收益远远低于其对沿线经济实体的拉动，包括房地产、旅游、餐饮、批发零售等，新干线也曾拖动了日本这个老龄战车的车轮一把。

高铁效应分析



资料来源：东方证券研究所

我国 2009 年 12 月 26 日开始正式运营的武广高铁，在短短的几个月时间里就已经看到了明显的正外部效应。已经为湖南省带来了 402 个区域转移项目，广东、港澳台地区为这次转移潮的始点。在广东省展开“粤洽周”活动中，湖南省郴州、衡阳市、永州市就合计拿下 426 亿元的合同。高铁极大地促进了沿线地区产业转移，将有望成为缩短沿海与内陆经济差异的巨大推手。再来看旅游，五一期间武广线刺激了湖北武汉热，广东旅游团队游客呈井喷式涌入湖北，今年“五一”期间广州报名“高铁游”前往湖北、湖南的游客，超过 2500 人，是往年的 25 倍。

四、我国高铁投资还具有可观的投资回报

包括中国在内的世界各国的铁路货运，大都采取商业化运营模式，而铁路客运在世界上很多国家都具有着社会福利性质。但目前我国高铁大有商业化运营趋势，已经开始展现出了可观的收益水平。

国内第一条高铁客运专线——京津城际铁路，于 2008 年正式运营，全长为 120 公里。目前一年的载客量约为 870 万人，投资额约为 220 亿元，一年的收益为 22 亿元左右，年收益率达到了 10%。国内第二条高铁客运专线——武广线，全长 1068.8 公里，投资总额 1166 亿元，2009 年春运期间日均承运旅客达到 2 万人以上，2010 年五一长假期间日均承运旅客达到 7 万人以上，预计年均发送旅客量将超过 1700 万人次，一年的收益可达 85 亿元以上，年收益率在 7% 以上。

我国高铁项目如此可观的投资回报，意味着不但可以覆盖折旧与银行贷款利息，而且其项目本身还具有一定的正回报。因此只要我国铁路投资能够像公路投资那样引进市场化机制，则我国高铁投资一定会演绎公路投资长期持续高增长的故事，没有必要担心投资资金的安全问题。

五、铁路投资本身对国民经济的拉动效应是巨大的

铁路投资与相关产业的拉动效应是 1 : 10，据测算，铁路建设投资每完成 1 万元，需要水泥 2 吨，钢材 0.32 吨，人工 25 个工作日。按此比例推算，2009 年我国完成铁路建设投资 6000 亿元，拉动需求水泥 1.2 亿吨，钢材 1920 万吨，提供了 600 万个就业岗位。全年铁路机车车辆购置 1000 亿元，拉动 500 万吨钢铁内需，创造 80 万个就业岗位。拉动 GDP 约 1.5 个百分点。根据规划，我国未来三年铁路投资均将超过 7000 亿元，每年带动的经济效应将在 7 万亿元规模以上，已经成为我国经济持续稳定增长的重要支撑。

六、地方政府已经把“四横四纵”增肥

世界经济于 2008 年遭受了百年一遇的金融危机洗礼，在经过休克到苏醒的阵痛之后，于 2010 年步入可后金融危机时代的充满诸多不确定性的“疗伤”阶段。我国政府适时推出了结构调整、淘汰落后产能，以及整顿房地产市场等一系列宏观调控措施。在此宏观经济背景下，地方政府的注意力开始逐渐聚焦符合国家政策导向，又具有强大需求支撑，而且预期收益也相对较好的铁路投资项目上。

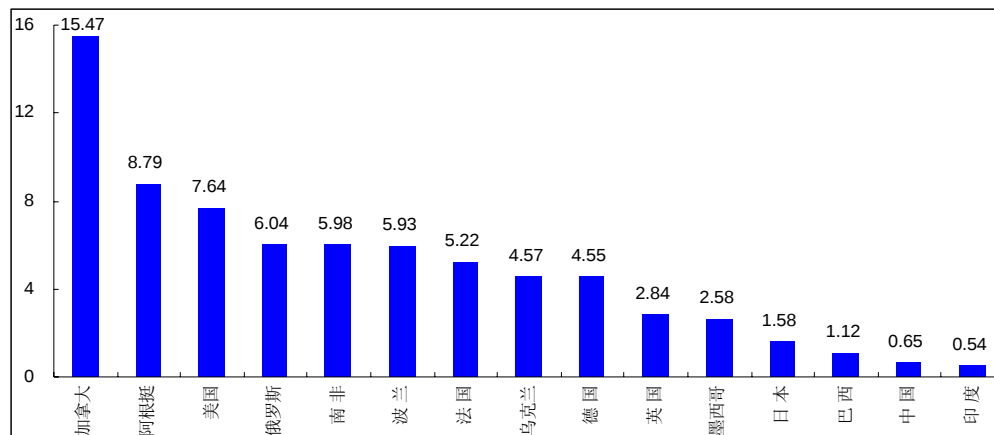
各省市自治区纷纷修改本地铁路规划，争取铁路投资的热情空前高涨。目前已由国家发改委完成，待国务院批准的最新的铁路中长期规划调整图，已大大超出原先的铁路规划。比如光东北就多了三横——齐齐哈尔到哈尔滨到牡丹江，长春到图们，沈阳到丹东，华北多了北京到呼和浩特，并连接呼和浩特到包头的线路，青岛烟台的线路。此外，也增加几纵，比如赣州到南昌到九江，武汉到九江等。在西部，重庆到贵阳，重庆到成都等多条客运专线也被地方提及。各个省纷纷进京跑部，争着要把本省的规划线挤进国家发改委的全国中长期路网规划中去。发改委应付不来，只好提出，地方只要是铁路投资在 3 亿元以下，而且总长只有 100 公里的，由地方和铁道部协商，最后报请国家发改委备案即可。

依托《中长期铁路网规划》，被地方政府增肥了的“四横四纵”已经浮出水面。如果这个增肥了的“四横四纵”得以实施，则到 2020 年我国铁路运营里程将超过 16 万公里，十年间投资金额将超过 15 万亿元。

七、国际化差距显示我国铁路投资的巨大潜力

截至到 2009 年，我国的铁路运营里程达到 8.6 万公里，世界排名第二，但人均铁路里程仅有 0.65 公里/百人，在铁路运营里程前 15 个国家中排第 14 位，即便是我们建成了 12 万公里铁路，人均铁路里程也才 0.91 公里/百人，排仍是第 14 位。

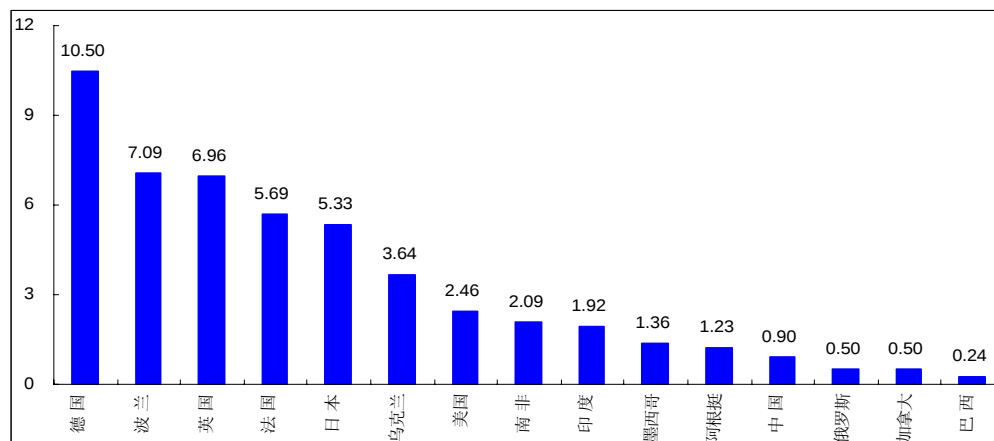
世界各国人均铁路里程比照分析（公里/万人）



资料来源：www.stats.gov.cn、东方证券研究所

中国每百平方公里国土有铁路 0.90 公里，铁路网密度在铁路运营里程前 15 个国家中，排在第 12 位，即便是我们建成了 12 万公里铁路，铁路网密度为 1.25 公里/百平方公里，排是第 11 位。

世界各国铁路网密度比照分析（公里/百平方公里）



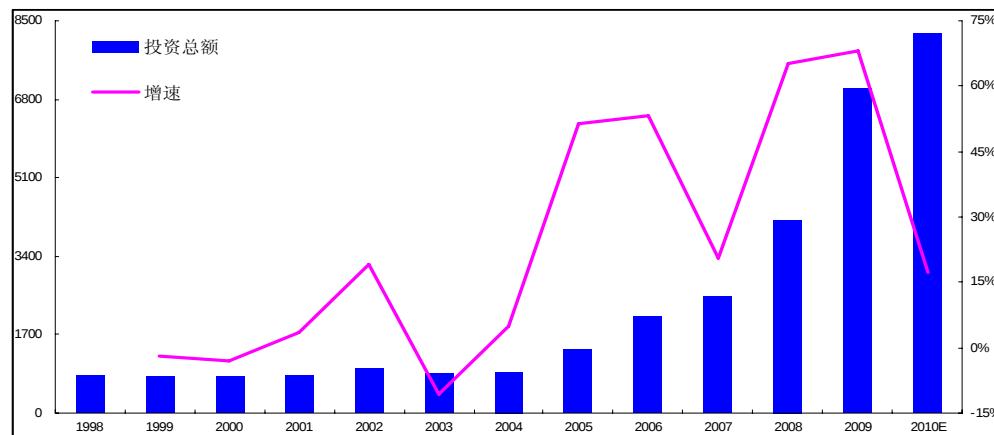
资料来源：www.stats.gov.cn、东方证券研究所

铁路运营里程前 15 个国家中，人均铁路运营里程最高的是加拿大，为 15.47 公里/百人，平均 4.90 公里/百人；铁路网密度最高的是德国，为 10.50 公里/百平方公里，平均为 3.36 公里/百平方公里。从人均铁路运营里程和铁路网密度两个指标分析，中国铁路建设不但大幅度落后于欧美日等发达国家，而且和墨西哥、南非、阿根廷等发展中国家也存在一定的差距。即便是我们建成了 12 万公里铁路，这种差距的改善仍是微乎其微的。但我们换个角度来看，国际化差距也是我国铁路投资的巨大潜力。

2009 年，中国铁路固定资产投资规模实现了一次飞跃，一举跃上 7000 亿元大关，用一年时间走过了我国公路投资五年的历程。尽管 2010 年我国经济步入了结构性调整的宏观调控时代，但全国铁路计划安排固定资产投资仍高达 8235 亿元。则整个“十一五”期间我国铁路投资完成总额将超过 2.4 万亿，约是“十五”期间的 4.91 倍，年均增长约 44.96%。

中国人投资铁路的魄力和勇气震撼了全世界。有人说中国铁路在“大跃进”，但是，如果有强劲的需求支撑，这种“大跃进”就是“千秋伟业，世界壮举”。

我国铁路投资分析（亿元）



资料来源：www.stats.gov.cn、东方证券研究所

八、定量分析我国铁路投资的巨大潜力

定量分析前提假设：

- ◆ 2011—2020 年 10 年间，我国潜在 GDP 增速为 8—10%，我们假设年均增速为 8.5%，则对应的客货运周转量增速分别为 7.0%和 10.0%；
- ◆ 假设我国铁路运营效率保持过去五年的平均水平，即客运周转强度（铁路客运周转增速/铁路运营里程增速）为 2.4 倍，货运周转强度（铁路货运周转增速/铁路运营里程增速）位 2.0 倍；
- ◆ 假设我国铁路投资强度为 1.21 亿元/公里。

我国铁路投资场潜力分析

(亿元)	基建投资	装备投资	其他投资	总投资额	运营里程	备 注
最低规模	37752	8603.91	3775.20	50131.11	12.18 万公里	只完成《中长期铁路网规划》目标
可实现规模	86757	18108.33	6940.56	111805.89	16.23 万公里	完成地方政府增肥的“四横四纵”目标
目标规模	152339	30831.07	9140.34	192310.41	21.65 万公里	中国铁路市场化改革取得突破
潜力规模	176539	35307.80	8826.95	220673.75	23.65 万公里	中国铁路网密度达到美国水平
极限规模	280841	56168.20	14042.05	351051.25	32.27 万公里	中国铁路网密度到前 15 国家平均水平

资料来源：东方证券研究所

（一）最低规模：只完成 2008 年调整的《中长期铁路网规划》目标

则我国铁路运营里程在 2010 年 9.06 万公里的基础上，年均增长约 3%，到 2020 年达到 12.18 万公里，新增 3.12 万公里。

需要基建投资额 3.77 万亿元，装备投资额 0.86 万亿元，更新改造等其他投资额 0.38 万亿元，合计 5.01 万亿元。

（二）可实现规模：完成地方政府增肥的“四横四纵”目标

则我国铁路运营里程在 2010 年 9.06 万公里的基础上，年均增长约 6%，到 2020 年达到 16.23 万公里，新增 7.17 万公里。

需要基建投资额 8.67 万亿元，装备投资额 1.81 万亿元，更新改造等其他投资额 0.69 万亿元，合计 11.18 万亿元。

（三）目标规模：铁路货运周转量占比恢复到 1990 年的 40.53% 水平

则我国铁路运营里程在 2010 年 9.06 万公里的基础上，年均增长约 9.1%，到 2020 年达到 21.65 万公里，新增 12.59 万公里。

需要基建投资额 15.23 万亿元，装备投资额 3.08 万亿元，更新改造等其他投资额 0.91 万亿元，合计 19.23 万亿元。

（四）潜力规模：铁路网密度达到美国的 2.46 公里/百平方公里水平

则我国铁路运营里程需要在 2010 年 9.06 万公里的基础上新增 14.59 万公里，达到 23.65 万公里，

需要基建投资额 17.65 万亿元，装备投资额 3.53 万亿元，更新改造等其他投资额 0.88 万亿元，合计 22.07 万亿元。

（五）极限规模：铁路网密度达到铁路运营里程前 15 个国家平均水平的 3.36 公里/百平方公里

则我国铁路运营里程需要在 2010 年 9.06 万公里的基础上新增 23.21 万公里，达到 32.27 万公里。

需要基建投资额 28.08 万亿元，装备投资额 5.62 万亿元，更新改造等其他投资额 1.40 万亿元，合计 35.11 万亿元。

中国铁路网结构分析

（公里）	2009 年	最低规模	可实现规模	目标规模
运营里程	86000	121800	162300	216500
客运专线	3459.4	16000.00	36600.00	64200.00
非客运专线电气化里程	32540.6	66748.12	82668.12	103948.12
电气化率	41.86%	67.94%	73.49%	77.67%
非客运专线复线里程	29840.60	58148.12	74068.12	95348.12
复线化率	38.72%	60.88%	68.19%	73.69%

资料来源：www.china-mor.gov.cn、东方证券研究所

我们的观点是，未来 10 年，中国铁路投资达到可实现规模的概率较大，即投资规模达到 11.18 万亿元。主要原因在于如下五点：

- ◆ 铁路投资的长期持续高增长，是以投资拉动型为主的中国经济发展阶段的必然结果，中国未来十年的经济增长，需要铁路投资的拉动。
- ◆ 地方政府依托 2008 年调整的《中长期铁路网规划》，已经把增肥了的“四横四纵”规划上报中央政府待批，并已经得到部分批复。
- ◆ 要实现铁道部提出的，到 2020 年基本缓解铁路运输严重供不应求的目标，必须对《中长期铁路网规划》的“四横四纵”进行增肥。

- ◆ 中国铁路投融资体系和营运机制等市场化改革的推进，将极大地激发起地方政府、民间资本，乃至海外资本投资铁路的积极性。
- ◆ 为实现低碳经济，绿色 GDP，加大铁路供给是我国交通运输业节能环保的必经之路，必须实现具有突出成本和节能环保优势的铁路运输，对公路和航空运输的替代。

九、公司将充分受惠于十年规划带来的铁路基建的空前繁荣

铁路基建投资约占投资总额的 80%左右，《中长期铁路网规划》带来了我国铁路投资的十年大发展，必将拉动铁路基建行业的空前繁荣。

中国铁路固定资产投资结构分析

(亿元)	“十一五”期间	最低规模	可实现规模	目标规模
基建投资	19713.67	37752.00	86757.00	152339.00
占比	82.05%	75.31%	77.60%	79.22%
装备投资	3240.99	8603.91	18108.33	30831.07
占比	13.49%	17.16%	16.20%	16.03%
其他投资	1071.08	3775.20	6940.56	9140.34
占比	4.46%	7.53%	6.21%	4.75%
投资总额	24025.74	50131.11	111805.89	192310.41

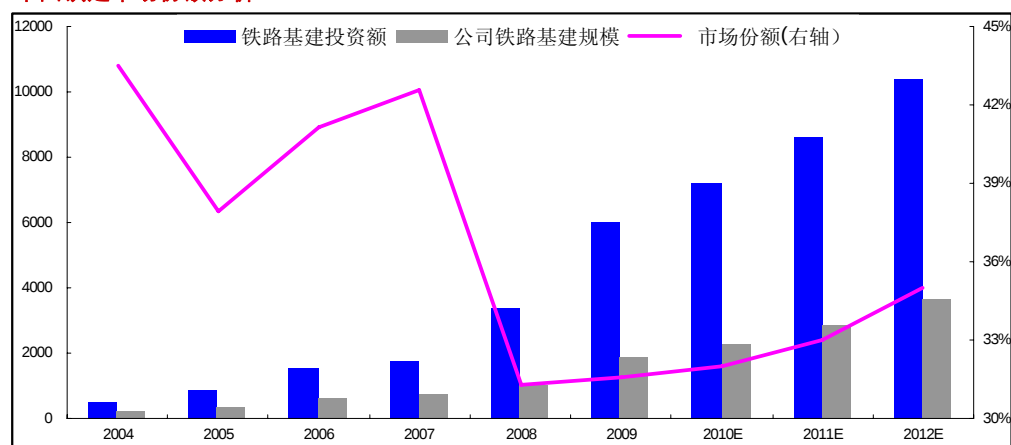
资料来源：东方证券研究所

“十一五”期间，我国铁路基建投资规模将达到 1.97 万亿元以上，约是“十五”期间的 6.41 倍，年均增长 54.87%。

到 2020 年，我国铁路基建投资规模最低将达到 3.77 万亿元，目标规模将达到 15.23 万亿元，我们的观点是实现 8.67 万亿元的概率较大。

“十二五”期间，我国铁路基建投资规模将达到 2.26 万亿元以上，目标规模将达到 9.14 万亿元，我们的观点是实现 5.21 万亿元以上的概率较大，年均增速达到 15%。

中国铁建市场份额分析



资料来源：www.stats.gov.cn、东方证券研究所

我国铁路基建市场集中度较高，中国铁建、中国中铁和中交公司三家合计市场份额在 90%以上，其中，中国铁建和中国中铁两家以往的市场份额合计在 80%以上。因此，中国铁建必将充分受惠于我国铁路投资的十年规划，而长期持续高增长。

2007 年，公司铁路基建市场份额 42.57%，由于 2008 年开始中国铁路投资突然加速，以及收入确认滞后差等因素影响，公司市场份额大幅下降，2009 年公司约为 31.55%。

中国铁建铁路基建业务分析预测

(亿元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
铁路基建投资额	1789.99	3375.54	6005.64	7206.77	8648.12	10377.75
公司铁路基建规模	761.99	1056.00	1895.00	2306.17	2853.88	3632.21
市场份额	42.57%	31.28%	31.55%	32.00%	33.00%	35.00%
增长	20.14%	38.58%	79.45%	21.70%	23.75%	27.27%

资料来源：www.china-mor.gov.cn、公司公告、东方证券研究所

我们预计，经过两年的调整准备之后，2010 年开始，公司市场份额将会持续走高，到 2012 年将恢复到 35%以上。对应的未来五年公司铁路基建营业收入年均增速将达到 20%以上。

小结：

在世界经济充满诸多不确定性的背景下。面对出口压力和消费的先天不足，我国经济的增长模式仍将长期以投资拉动为主。城市化进程和区域经济振兴是我国固定资产投资长期持续高增长的双引擎。我们判断，我国固定资产投资增速将长期保持在 20%左右，甚至更高水平上。面对工业的产能过剩和房地产行业的宏观调控，基建投资必将长时间充当主角。

铁路投资不但具有巨大的市场需求支撑、巨大的正外部效应、巨大的国民经济拉动效应，以及突出的成本与节能环保优势，而且我国高铁本身还具有可观的收益。国际化差距显示我国铁路投资具有巨大潜力。因此，在国家政策导向和地方政府热情高涨的积极参与下，我国铁路投资已经成为基建投资的重头戏。铁路大开发已经成为我国经济发展阶段的必然结果，中国铁路投资必将演绎公路投资的故事，长期持续高增长，成就“千秋伟业，世界壮举”。

《中长期铁路网规划》展开了我国铁路投资的十年规划。在巨大的需求驱动下，未来十年中国铁路的基建投资规模将在 3.77 万亿元到 15.23 万亿元之间。我们判断完成地方政府增肥的“四横四纵”规划的概率较大，即基建投资规模达到 8.67 万亿元，约是过去十年投资规模的 3.8 倍。公司是我国铁路基建行业两大寡头之一，必将充分享受行业十年规划的超长景气。未来五年，公司铁路基建业务年均增长潜力在 20%以上。

2、已经跨出国门，走向世界

相对于航空运输和公路运输，具有突出节能减排优势的铁路运输这个十八世纪的古老产业，在全球范围内的节能减排大趋势中，被赋予了低碳经济的新概念。全世界掀起了新一轮铁路建设高潮。

世界部分国家高铁建设规划（亿美元）

国家	规划里程	计划投资	规划线路	建成时间
美国	1000 公里	130 亿美元	加州线、太平洋西北线路、墨西哥海岸线、新英格兰地区线路	2025 年
欧盟	7200 公里	900 亿欧元	泛欧高速铁路网络 (TEN) 欧洲将打造两条高铁干线：一条途经巴黎、德国慕尼黑、奥地利首都维也纳和匈牙利首都布达佩斯；一条连接德国汉堡、法兰克福、法国里昂和西班牙巴塞罗那。	2020 年
印度	3400 公里	360 亿美元	普纳-孟买-艾哈迈德阿巴德、德里-阿姆利则-昌迪加尔线、塞康德拉巴德-维杰亚瓦达-金奈线、金奈-班加罗尔-哥印拜陀-科钦线	2020 年
巴西	1800 公里	380 亿美元	圣保罗至里约热内卢 (518km)、圣保罗至贝罗哈利桑塔 (594km)、圣保罗至库里奇巴 (410km)、圣保罗至桑托斯 (80km)、巴西利亚至戈雅尼亚 (200km)	2018 年
俄罗斯	1500 公里	250 亿美元	莫斯科至加里宁格勒、莫斯科至索契、莫斯科至下诺夫格罗	2030 年
英国	200 公里	100 亿美元	从伯明翰、曼彻斯特、利兹、雪菲尔、纽卡斯尔一路到苏格兰	2025 年
越南	1700 公里	560 亿美元	连接首都河内和胡志明市的“南北高速铁路”	2020 年
巴基斯坦 土耳其	2000 公里	200 亿美元	连接巴基斯坦首都伊斯兰堡和土耳其第一大城市伊斯坦布尔，建成欧亚高铁	2020 年
沙特	500 公里	70 亿美元	连接沙特西部的麦加、吉达和麦地那三个城市	2020 年

资料来源：东方证券研究所

凭借劳动力等成本，以及技术优势，中国铁路产业链，已经跨出国门，走向世界。“十一五”期间，我国铁路装备在政府的扶持下，完成了高铁的引进技术和自我创新，已经具备了自主制造时速 300 公里及以上高速列车的能力，成功跻身世界先进水平。随着一批出口项目圆满交付，中国将在世界各地赢得更多的“交钥匙”工程，铁路装备也将成为我国“十二五”时期中国制造的新标杆。

我国铁路基建部分海外合同一览表

国家	合同内容	金额（万美元）	签约时间	履行期限	承建方
沙特	沙特麦加萨法至穆戈达莎轻轨项目	177000	2009.2.10	27 个月	中国铁建
尼日利亚	尼日利亚阿布贾城铁项目	84165	2009.2.1	48 个月	中国铁建
阿尔及利亚	阿尔及利亚 EL AFFROUN 至 KHEMIS MILIANA 55 公里	51173	2009.6.1	30 个月	中国铁建
阿尔及利亚	阿尔及利亚 B.B.A. 至 THENIA 175 公里电气化铁路新	191606	2009.6.1	48 个月	中国铁建
利比亚	利比亚西线铁路项目（的黎波里-加迪角铁路）	80500	2009.1.18	45 个月	中国铁建
尼日利亚	尼日利亚铁路现代化项目	830000	2006.12.30	48 个月	中国铁建
沙特	沙特南北铁路第二标段	52500	2007.4.3	40 个月	中国铁建
土耳其	土耳其伊斯坦布尔至安卡拉铁路改造项目（第 1 段）	65900	2006.11.28	24 个月	中国铁建
土耳其	土耳其伊斯坦布尔至安卡拉铁路改造项目（第 2 段）	61000	2006.7.11	25 个月	中国铁建
利比亚	利比亚海岸线沿海铁路	128.45 亿元	2008.2.3	48 个月	中国铁建
利比亚	利比亚黑-塞卜哈铁路	58.373 亿元	2008.2.3	36 个月	中国铁建
利比亚	利比亚沿海铁路延长线项目	56.606 亿元	2008.8.19	51 个月	中国铁建
以色列	特拉维夫红线轻轨项目	17.05 亿欧元	2007.5	27 个月	中国铁建
摩洛哥	拉巴特绕城高速公路布里克格河谷斜拉桥项目合约	6.5395 亿元	2010-5-18	34 个月	中国中铁
印度尼西亚	南苏门答腊煤炭运输项目设计-施工-运营合同	327.59 亿元	2010-3-25	34 个月	中国中铁
委内瑞拉	国家铁路网 (LA ENCRUCIJADA-CUA 段) 勘察设计	2.6302 亿元	2008-10-31	13 个月	中国中铁

资料来源：公司公告、东方证券研究所

国际市场的拓展，彻底打开了我国铁路产业链的成长空间，同时也正在打破只有铁道部一个需求客户的独家垄断局面，大幅度促进了我国铁路产业链的市场化进程。

从目前已经公告的铁路基建海外订单情况来看，公司的海外业务拓展要好于中国中铁。2009 年，公司 2009 年国际业务占比 6.27%，目标五年内海外业务占比达到 20%以上。

小结：

已经跨出国门，走向世界。在能源日趋紧张的二十一世纪，铁路这个古老的产业被赋予了低碳经济新概念。不仅仅是中国，包括欧美在内的全世界掀起了新一轮铁路建设高潮。我国铁路基建凭借劳动力等成本优势已经跨出国门，走向世界。公司 2009 年国际业务占比 6.27%，目标五年内海外业务占比达到 20%以上，年均增速在 30%以上。国际市场的拓展不但彻底打开了公司的成长空间，而且也促进了我国铁路产业链的市场化改革。

3、多元化战略，平滑行业周期

公司的主营业务主要由工程承包、勘察设计与咨询服务、工业制造和其他业务四大部分构成，其中工程承包业务是公司的核心及传统业务。公司从 2008 年开始实施多元化发展战略，短短两年就取得了重大成就，2009 年，公司工程承包业务收入占营业总收入比例由 2007 年的 94.59%下降到 91.14%，我们判断未来三年公司的工程承包业务占比将持续走低。

2009 年，公司非铁路基建业务收入占营业总收入比例约 37.8%，非基建业务收入占营业总收入比例约 9.7%。

公司营业收入结构分析预测

(亿元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
工程承包	1678.85	2063.46	3240.23	3962.59	4862.39	6125.43
占比	94.59%	91.25%	91.14%	90.51%	89.78%	89.16%
勘察设计咨询	36.25	46.25	76.07	114.11	171.17	256.75
占比	2.04%	2.05%	2.14%	2.61%	3.16%	3.74%
工业制造	14.12	44.15	68.34	88.85	115.50	150.15
占比	0.80%	1.95%	1.92%	2.03%	2.13%	2.19%
其他业务	45.65	107.55	170.56	212.51	266.76	337.74
占比	2.57%	4.76%	4.80%	4.85%	4.93%	4.92%
营业总收入	1774.87	2261.41	3555.21	4378.06	5415.82	6870.07

资料来源：公司公告、东方证券研究所

一、勘察设计咨询业务进入爆发增长期

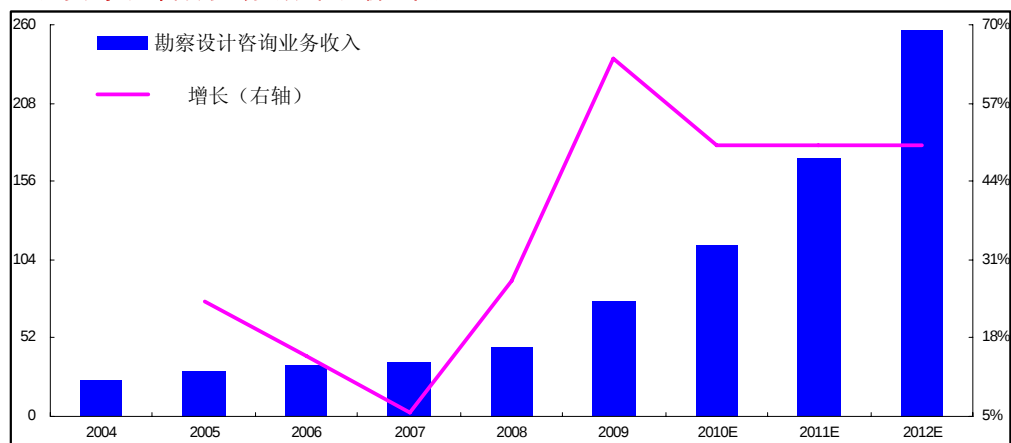
勘察设计咨询业务是公司的另一项重要收入来源，业务覆盖范围包括提供铁路、公路、城市轨道交通、水利及电力设施、机场、码头、工业与民用建筑和市政工程等土木工程和交通基础建设的勘察设计咨询服务。

面对出口压力和消费的先天不足，中国经济的增长模式仍将长期以投资拉动为主。在城市化进程和区域经济振兴等的拉动下，我国固定资产投资增速将长期保持在 20% 左右，甚至更高的水平上。但面对工业的产能过剩和房地产行业的宏观调控，基建投资必将长时间充当主角，其增速将长期保持 20% 以上水平。

尤其是未来五年，我国的铁路和城市轨道交通投资将呈现爆发式增长，公路、水利及电力设施、机场、市政工程等将持续保持高增长。这就为公司的勘察设计咨询业务提供了巨大的成长空间。

2009 年，公司的勘察设计咨询业务收入 76.06 亿元，同比增长 64.49%，我们判断未来三年有望保持 50% 甚至以上的超高增长水平，其占公司营业总收入中占比将持续走高。

公司的勘察设计咨询业务成长性分析（亿元）

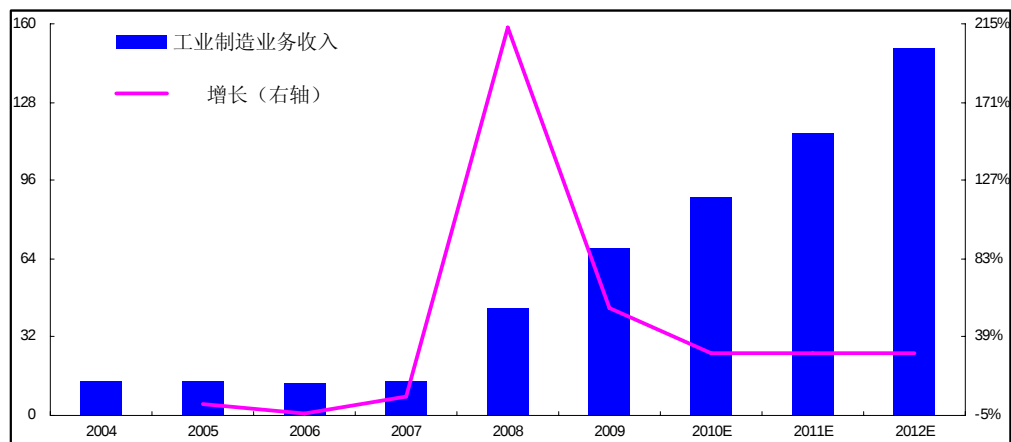


资料来源：公司公告、东方证券研究所

二、工业制造业务持续保持高增长

公司的工业制造业务主要包括设计、研发、生产及保养大型养路机械设备与铁路、桥梁、轨枕及轨道系统零部件。

公司的工业制造业务成长性分析（亿元）



资料来源：公司公告、东方证券研究所

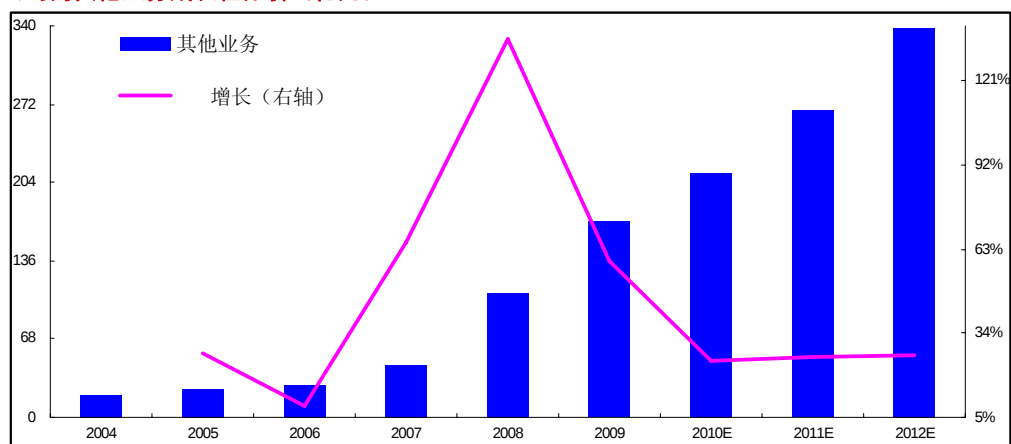
2009 年，公司的工业制造业务无论是在技术研发还是在销售规模上，均取得了重大突破。公司已经能够自行生产 900 吨的提梁机、运输车、架桥机和时速 250 公里的高速道岔和高速弹条扣件，时速 350 公里的高速道岔已经试制完成，世界领先的高速铁路焊机也已出厂，拥有自主知识产权的接触网导线，打破了过去只有一家外国公司垄断国内供货的局面。进而完善了中国铁路轨道的产品配套，形成了轨道系列产品完整的产业链，大幅增强了公司的综合发展能力。

2009 年，公司的工业制造业务收入 68.34 亿元，同比增长 54.79%。铁路建设投资的持续性和长期性，将极大带动市场对铁路施工装备、铁路轨道产品的需求，并对铁路大型养路机械的制造、修理、铁路线路养护和大修形成长期和巨大的市场需求。我们判断未来三年有望保持 30% 甚至以上的高增长水平，其在公司营业总收入中占比将持续走高。

三、其他业务受房地产业务支撑实现高增长

公司的其他业务板块主要包括房地产开发、物流与物资贸易等业务。2009 年，公司其他业务收入 170.56 亿元，同比增长 58.59%，我们预计未来三年将保持年均 25% 以上的高增长水平。

公司的其他业务成长性分析（亿元）



资料来源：公司公告、东方证券研究所

房地产业务增长潜力巨大。公司是国资委已经严令 78 家国有企业退出房地产行业之后，可以保留房地产业务的 16 家国有企业之一。虽然目前房地产行业面临着宏观调控的压力，但公司的房地产行业才刚刚起步，由于基础较低，其增长潜力巨大。

2009 年，公司房地产业务实现的营业收入 26.11 亿元（未扣除分部间交易），同比增长 141.11%，我们判断未来三年有望保持 50% 甚至以上的超高增长水平。

物流与物资贸易业务受铁路大开发拉动持续保持高增长。铁路产业面临着前所未有的发展机遇，对钢材、水泥等工程物资的供应具有长期而庞大的刚性需求，对包括招标代理、仓储、运输、深加工等各环节的物流系统服务需求巨大。公司所属中铁物资集团有限公司是全球最大的铁路工程物流服务商、全国第二大铁路物资供应商，以及国内最大的城市轨道钢轨供应商，铁路和城市轨道行业的大发展将为公司的物流业务带来广阔的发展前景。

另外，公司实行生产经营与资本经营并举的方式，稳健发展项目运营业务，在矿产资源开发领域也迈出实质性的步伐。

2009 年，公司房地产业务实现的营业收入 159.14 亿元（未扣除分部间交易），同比增长 62.66%，我们判断未来三年有望保持 20% 以上的高增长水平。

四、工程承包业务走向多元化道路，增强抗风险能力

公司的工程承包业务除了在铁路建设领域具有绝对寡头垄断优势之外，种类还覆盖公路、房屋建筑、市政公用、城市轨道交通、水利电力、桥梁、隧道、机场建设等多个领域。为中国 31 个省市、自治区以及香港和澳门提供服务，并在非洲、亚洲、中东和欧洲等海外国家及地区参与基础设施建设工程项目。

公司的工程承包业务收入结构分析预测

(亿元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
铁路	761.99	1056.00	1895.00	2306.17	2853.88	3632.21
占比	45.39%	51.18%	58.48%	58.20%	58.69%	59.30%
公路	565.32	610.00	830.00	913.68	1005.04	1105.55
占比	33.67%	29.56%	25.62%	23.06%	20.67%	18.05%
城市轨道交通	61.87	86.00	165.00	293.20	469.11	750.58
占比	3.69%	4.17%	5.09%	7.40%	9.65%	12.25%
水利水电	53.37	61.00	60.00	115.79	150.53	195.69
占比	3.18%	2.96%	1.85%	2.92%	3.10%	3.19%
其他	236.29	250.46	290.23	333.76	383.83	441.40
占比	14.07%	12.14%	8.96%	8.42%	7.89%	7.21%
工程承包业务合计	1678.85	2063.46	3240.23	3962.59	4862.39	6125.43

资料来源：公司公告、东方证券研究所

我们判断，公司未来三年将在进一步巩固铁路建设领域的龙头优势基础上，继续加大公路建设、城市轨道交通等建设和水利水电建设等领域的市场拓展，实现工程承包业务的多元化经营战略。

公司的工程承包业务市场份额结构分析预测

(亿元)	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
铁路基建	1542.50	1789.99	3375.54	6005.64	7206.77	8648.12	10377.75
公司市场份额	41.12%	42.57%	31.28%	31.55%	32.00%	33.00%	35.00%
道路运输业	6277.54	6901.77	7334.93	10382.69	11420.96	12563.05	13819.36
公司市场份额	9.35%	8.19%	8.32%	7.99%	8.00%	8.00%	8.00%
城市公共交通业	855.64	1081.70	1307.69	2036.08	3257.73	5212.36	8339.78
公司市场份额	5.82%	5.72%	6.58%	8.10%	9.00%	9.00%	9.00%
水利水电投资	7453.36	9177.44	12261.89	17813.94	23158.12	30105.56	39137.23
公司市场份额	0.69%	0.58%	0.50%	0.34%	0.50%	0.50%	0.50%

资料来源：公司公告、东方证券研究所

小结：多元化战略，平滑行业周期。

除了铁路基建外，公司通过产业结构调整，实现了多元化经营战略，抗风险能力和抗周期能力得到进一步增强。2009年，公司非铁路基建业务收入占营业总收入比例约37.8%，非基建业务收入占营业总收入比例约9.7%。伴随着产业结构调整的不断深化，公司的工业制造和非铁路基建业务，以及物流、矿产等其他业务占比将呈现明显上升趋势。

4、市场化改革，增强盈利能力

铁路的市场化改革不但能够推动我国铁路投资突飞猛进，而且也能改变铁道部单一下游需求的市场格局，进而大幅提升整个产业链的盈利能力。

我国公路网建设的成功经验，以及西方发达国家铁路建设的历史经验告诉我们，没有市场化机制推动，只依靠政府单一的投资主体，我国铁路投资是难以为继的。中国铁路，中国市场化改革的最后几块堡垒之一，能否在“十二五”期间被攻破，让我们拭目以待。

一、投融资大门开始向民营资本和海外资本全面打开

2005年7月，铁道部就颁布了《关于鼓励和引导非公有制经济参与铁路建设经营的实施意见》，明确提出要按照“平等准入、公平待遇”的原则，在铁路建设、铁路客货运输等领域对社会资本开放。中国铁路投融资体系的市场化改革开始破冰。

2006年4月，铁道部联合建设部再次发布《关于继续开放铁路建设市场的通知》，对铁路建设市场的设计、施工、监理业务范围继续开放。6月，铁道部又推出《“十一五”铁路投融资体制改革推进方案》，明确提出铁路投融资体制改革的总体目标。当年成功启动了大秦铁路和广深铁路的上市融资。

从西方发达国家铁路发展历史来看，股票、债券融资占重要的地位，尤其对于较大规模的铁路线路建设，在资本市场上可以迅速筹集到大量的建设资金。

铁道部官员曾多次表示，要深化铁路投融资体制改革，逐步走向政企分开、政资分开、事企分开。积极探索运用铁路优质存量资产改制上市，以存量换增量，实现资本市场融资的新突破。同时，要广泛吸引社会资金参与铁路建设，扩大合资铁路建设规模，完善合资铁路政策法规，探索符合我国铁路实际的合资铁路管理模式。

2009 年，我国铁路合资建设规模已经进一步扩大，新组建合资铁路公司 43 家，累计达到 145 家，投资规模 3 万亿元。全年铁路投资的 6000 亿元中，来自地方和企业的占 1/3。铁路建设仅靠中央政府投资的局面有所改善。

但是，参与铁路投资的绝大部分是地方政府和国有企业，民间资本直接投资的比例很低，我国铁路投资主体单一的格局依然没有根本改变。这主要是因为中国铁路在投融资体制和营运管理模式还没有实现市场化，甚至对民资的权益都无法得到切实保障。因此，尽管我国铁路投资已经清晰地展现出了巨大的市场潜力和长远的商业利益，然而，除了国有资本之外的国内外战略资本仍处于观望阶段。

因此，2010 年 5 月 13 日，国务院发布《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》(下称“《意见》”)，共 36 条。其中明确指出鼓励和引导民间资本参与铁路干线、铁路支线、铁路轮渡以及站场设施的建设，探索建立铁路产业投资基金，积极支持铁路企业加快股改上市。

《意见》的出台，是我国铁路投融资体制和营运管理模式等市场化改革的重大突破。中国铁路的投融资大门，开始正式向民营资本甚至是海外资本全面打开。

二、高铁初现商业化运营模式，运营机制市场化改革呼之即出

中国第一条客运专线—京津高铁的定价原则明确由京津城际铁路有限公司根据市场供求状况自主确定；中国第二条客运专线—武广线的票价也是在充分可虑建设与运营成本 and 国人的承受能力基础上的市场化定价机制。广州南站—武汉站：一等票价 780，二等票价 490 元。

高铁价格比照分析

	西班牙高铁	日本新干线	德国高铁	武广高铁
时速（公里/小时）	200	270	300	350
票价（人民币元/公里）	2.57	2.35	2.00	普通 0.46/头等 0.73

资料来源：东方证券研究所

从我国刚刚开通的这两条高铁的定价，我们很清晰地看到了中国高铁的商业化运营定位，而非社会福利，这为我国铁路运营模式的市场化改革奠定了基础。

同时，我国相关官员也曾表示：支持铁路权益性融资，从政策上鼓励和引导境内外各类社会资本参与铁路建设、经营，支持铁路既有股份改造融资；推进铁路运价改革，建立国家宏观调控下灵活反映市场需求的运价形成机制和鼓励机制；在符合国家有关税收法律、法规的前提下，给予铁路运输企业税收优惠政策。

因此，中国高铁初现的商业化运营模式，为我国铁路运营模式的市场化改革奠定了基础，中国铁路运营机制的市场化改革呼之即出。

小结：市场化改革，增强盈利能力

我国铁路的投融资体系改革在 2005 年就已经迈出了坚实的一步。2010 年 5 月国务院发布的《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》，代表着我国铁路投融资体系开始正式向民营资本乃至国际资本全面开放。同时，京津线和武广线高铁的商业化运营模式起步，为我国铁路运营机制的市场化改革奠定了基础。进入新世纪，中国铁路体系的市场化改革，伴随着铁路大开发的步伐突飞猛进。

5、公司财务分析

一、营业收入分析预测

铁路大开发给公司带来了前所未有的发展机遇，我们判断，公司营业收入在经过了 2009 年的爆发增长 57.21%之后，在未来三年将会回归到 20%以上的可持续高增长水平。但受收入确认滞后等因素影响，以及多元化经营战略效果的进一步显现，公司未来三年营业收入增长有望呈现稳步走高的态势。

公司营业收入分析预测

(亿元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
工程承包业务	1678.85	2063.46	3240.23	3962.59	4862.39	6125.43
增长	11.20%	22.91%	57.03%	22.29%	22.71%	25.98%
勘察设计与咨询服务	36.25	46.25	76.07	114.11	171.17	256.75
增长	5.75%	27.57%	64.49%	50.00%	50.00%	50.00%
工业制造	14.12	44.15	68.34	88.85	115.50	150.15
增长	5.78%	212.74%	54.79%	30.00%	30.00%	30.00%
其他业务	45.65	107.55	170.56	212.51	266.76	337.74
增长	65.63%	135.57%	58.59%	24.59%	25.53%	26.61%
营业总收入	1774.87	2261.41	3555.21	4378.06	5415.82	6870.07
增长	11.99%	27.41%	57.21%	23.14%	23.70%	26.85%

资料来源：公司公告、东方证券研究所

二、毛利率水平分析预测

2009 年，我国铁路基建投资规模同比增长 77.92%，迅速上到 6000 亿元大关，这种爆发增长之势使得相关产业链应接不暇。

为应对突然增长的基建规模和更加严格的工期要求，公司购置了大量的相关装备，加之管理水平也难以跟上铁路投资规模的爆发速度，致使 2009 年公司总体毛利率水平相对 2008 年下降了 0.66 个百分点，其中工程承包业务毛利率下降了 0.82 个百分点。

公司毛利率水平分析预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
工程承包	8.87%	9.34%	8.53%	8.85%	8.86%	8.88%
勘察设计与咨询服务	25.72%	25.37%	24.78%	25.00%	25.00%	25.00%
工业制造	23.67%	15.54%	16.21%	16.00%	16.00%	16.00%
其他业务	16.00%	12.98%	14.51%	14.32%	14.70%	15.08%
合计	9.52%	9.96%	9.31%	9.68%	9.81%	9.94%

资料来源：公司公告、东方证券研究所

我们判断，进入 2010 年以后，公司的毛利率水平将呈现只需走高趋势，主要原因有：

- ◆ 我国铁路投资增速将回归到 20%左右的可持续发展水平，公司在 2009 年的基础上，相关设备采购将大幅下降，管理水平也将大幅提升。
- ◆ 工程承包企业大都采用更加保守谨慎的财务原则，收入尽量向后确认，成本尽量向前确认。2009 年是中国历史上铁路新开工项目最多的一年，根据保守谨慎的财务原则，今后三年公司的毛利率水平存在持续走高的潜力。
- ◆ 工程承包企业在工程完工结算时，要与客户就物价水平进行调概，一般安排在每年的年底。由于铁路大开发影响，2008 年铁道部没有与相关工程企业进行调概，2009 年也由于投资规模的突发性增长，只做了很少部分的调概。2010 年，将是调概拉升公司毛利率水平最突出的一年，预计未来几年，调概影响将是拉动公司毛利率水平稳定走高的重要因素。
- ◆ 多元化经营战略将带来高毛利率业务收入占比的提升，也是拉动公司未来总体毛利率水平稳定走高的重要因素。

三、期间费用分析预测

2009 年，公司的四项费用占营业收入比例下滑了 0.55 个百分点，其中管理费用比例下滑了 0.09 个百分点，初步体现出了营业收入高增长下的规模化效应。

公司期间费用占营业收入比例分析预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业税金及附加	3.09%	2.98%	2.97%	2.99%	2.98%	2.98%
销售费用	0.39%	0.38%	0.29%	0.29%	0.30%	0.30%
管理费用	3.00%	3.86%	3.77%	3.60%	3.50%	3.40%
财务费用	0.48%	0.47%	0.10%	0.09%	-0.06%	-0.11%
合计	6.97%	7.68%	7.13%	6.97%	6.72%	6.57%

资料来源：公司公告、东方证券研究所

我们判断，公司未来三年四项费用占营业收入比例将呈现持续走低趋势。主要原因有：

- ◆ 规模化效应和管理水平的提升，将带来公司管理费用占比的持续走低。
- ◆ 资产质量的进一步改善，将带来公司财务费用占比的持续走低。

- ◆ 国有企业的管理原则是工资奖金总额的增长，必须低于利润总额的增长。

四、盈利能力分析预测

过去五年，公司净利润率呈现明显逐年走高趋势，2009 年达到 1.89%。我们判断未来三年将持续保持稳定走高态势。

- ◆ 公司毛利率水平存在持续走高潜力。
- ◆ 公司期间费用比率由持续走低趋势

公司盈利能力分析预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
毛利率	9.52%	9.96%	9.31%	9.68%	9.81%	9.94%
营业利润率	2.54%	2.29%	2.18%	2.71%	3.09%	3.37%
税前利润率	2.80%	2.02%	2.34%	2.69%	3.08%	3.34%
净利润率	1.77%	1.64%	1.89%	2.18%	2.49%	2.71%
EPS (元)	0.39	0.30	0.53	0.76	1.07	1.47

资料来源：公司公告、东方证券研究所

6、风险因素与催化剂

一、催化剂：

发展战略性新兴产业，实现低碳经济，绿色 GDP，将成为我国“十二五”规划的一个重要主题。交通运输是石油消耗大户，全球超过 40% 的石油消耗在交通运输部门。相对于公路和航空，铁路运输具有明显的节能减排优势，因此，大力发展铁路运输已经成为我国乃至全世界实现节能减排最有效的重要措施。“十二”五规划及其相关的节能环保扶植政策的推出，必将带来铁路投资更加广阔的市场空间，同时，也将成为公司股价的重大催化剂。

铁路大投资沿着基建到装备，再到相关零部件等产业链顺序，拉动相关上市公司业绩高速增长。首先是基建，中国中铁和中国铁建于 2009 年一季度就显现出巨大的投资拉动效应。铁路装备相对基建要滞后 1 年左右，从 2010 年一季度季报中已经看到了中国南车和中国北车的高增长潜力。我们判断，2010 年中报和年报将充分显示出，铁路大投资对包括铁路基建和铁路装备在内的，整个铁路产业链的巨大拉动效应。因此，业绩超预期的高增长，必将是公司乃至整个铁路产业链相关上市公司股价的重大催化剂。

我国铁路产业链重点上市公司成长性分析

(%)		2010 一季报	2009 年报	2009 中报	2009 一季报	2008 年报
中国中铁	营业收入	41.47	47.73	52.59	70.92	27.40
	归属母公司净利润	68.48	517.56	60.86	86.61	(65.46)
中国铁建	营业收入	36.94	57.21	58.35	56.08	27.41
	归属母公司净利润	47.08	81.10	45.66	33.86	15.92

中国南车	营业收入	68.77	29.70	23.98	9.66	30.54
	归属母公司净利润	84.55	21.23	(22.58)	(47.53)	71.45
中国北车	营业收入	36.40	16.72			31.62
	归属母公司净利润	38.83	16.34			52.34

资料来源：wind 资讯、东方证券研究所

二、风险因素：

到 2020 年，我国铁路投资完成 2008 年调整的《中长期铁路网规划》目标的 5 万亿规模，已经没有任何异议，关键在于能否完成地方政府增肥的“四横四纵”目标的 11.18 万亿规模而超预期，这取决于我国宏观调控的力度。因此，我国宏观经济的不确定性是铁路产业链面临的首要风险。另外，百年一遇的金融危机过后，后金融危机时代国际经济的不确定性是，影响我国铁路产业链拓展国际市场的主要风险因素。总之，国内国际宏观经济波动影响的不确定性是公司乃至整个铁路投资产业链面临的首要风险因素。

我国铁路客货运需求，能否实现铁道部提出的到 2020 年基本缓解严重供不应求的局面，这取决于我国铁路的市场化改革进程，如果我国铁路在投融资体系和运营机制的市场化改革取得实质性突破，则我国铁路投资规模到 2020 年将会达到 19.23 万亿，进而大幅超出市场预期。因此，我国铁路的市场化改革进程的不确定性，将是公司乃至整个铁路投资产业链面临的另一重要风险因素。

由于我国是在百年一遇的金融危机背景下，为刺激经济而拉开铁路大开序幕的，存在一定非市场化因素，因此，在投资的持续高增长拉动下，从基建到装备等相关产业链，都在一定程度上受制于人才等软产能瓶颈和装备场地等硬产能瓶颈问题。因此，产能瓶颈将是公司乃至整个铁路投资产业链面临的又一重要风险因素。

小结：

风险因素与催化剂：国内国际宏观经济波动影响和我国铁路市场化改革进程的不确定性，以及技术人才等瓶颈，是公司面临的主要风险因素。“十二五”规划及其相关的节能环保扶植政策的推出，和 2010 年业绩超预期，是公司股价的重大催化剂。

7、估值与投资评级：

一、相对估值

横向估值比较显示，公司估值水平无论是相对于市场平均水平，还是铁路产业链或是建筑建材行业，均明显低估。

公司相对估值分析之横向比较

(倍)	2009PE	2009PB	2009ROE%	2009PS	E2010PE
-----	--------	--------	----------	--------	---------

全部 A 股	20.61	2.83	13.74	1.98	15.56
沪深 300	17.00	2.45	14.87	1.78	13.41
东方机械大市值指数	26.14	3.86	16.65	1.57	18.80
铁路产业链	21.03	2.17	11.00	0.64	15.58
SW 建筑建材	20.19	2.33	13.10	0.63	15.22
SW 建筑施工	18.64	2.06	13.62	0.46	14.29
中国铁建	13.70	1.70	12.45	0.25	9.70

资料来源：wind 资讯、东方证券研究所

纵向估值比较显示，2008 年公司最低估值水平在 25.50 倍 PE，2009 年公司最低估值水平在 16.06 倍 PE，目前估值水平 9.70 倍 PE，公司估值水平近两年屡创新低。

公司相对估值分析之纵向比较

PE (倍)	区间最高	区间最低	区间平均
2008	43.43	25.50	35.34
2009	21.23	16.06	18.46
E2010	12.25	9.26	10.89

资料来源：wind 资讯、东方证券研究所

二、绝对估值

公司绝对价值 19.66 元，敏感性分析显示，公司股价的合理波动区间在 16.44 元—31.69 元之间。

- ◆ 无风险利率我们选择七年期国债利率，永续期取 4.5%；
- ◆ 股本溢价基数由目前市场 PE 水平算出，永续期取 7%；
- ◆ 债务溢价基数由银行长期大款利率（三年期）减去同期无风险利率得出，永续期取 2%；
- ◆ 公司永续期资产负债率取 50%，公司永续期营业收入增长率为 3%；
- ◆ 永续期股本成本为 11.49%，永续期 WACC 为 8.18%。

中国铁建 WACC 分析

绝对估值	历史数据	显性期				衰退期				永续期
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
无风险利率	3.22%	2.92%	3.14%	3.37%	3.62%	3.89%	4.19%	4.50%	4.50%	
BETA	0.75	0.69	0.73	0.78	0.83	0.88	0.94	1.00	1.00	
全 A 股 PE	29.47	20.61	18.64	16.91	15.39	14.04	12.84	11.77	11.77	
股本溢价	3.17%	4.93%	5.23%	5.54%	5.87%	6.23%	6.60%	7.00%	7.00%	
股本成本	5.60%	6.32%	6.98%	7.70%	8.50%	9.40%	10.39%	11.49%	11.49%	
债务溢价	2.18%	2.48%	2.39%	2.31%	2.23%	2.15%	2.07%	2.00%	2.00%	
债务成本	4.38%	4.37%	4.48%	4.60%	4.39%	4.53%	4.69%	4.87%	4.87%	
资产负债率	80.89%	80.62%	80.78%	80.92%	71.75%	63.62%	56.41%	50.02%	50.02%	
WACC	4.61%	4.75%	4.96%	5.19%	5.55%	6.30%	7.18%	8.18%	8.18%	

资料来源：东方证券研究所

公司绝对价值 19.66 元，敏感性分析显示，公司股价的合理波动区间在 16.44 元—31.69 元之间。

中国铁建绝对价值敏感性分析

		营 业 收 入 增 长 率							
		1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%	6.00%	7.00%	8.00%
资本成本 (WACC)	6.18%	21.55	23.70	27.20	33.91	51.98	270.87	(44.12)	(12.97)
	6.68%	20.32	21.98	24.55	29.02	38.82	77.43	(125.30)	(20.86)
	7.18%	19.29	20.60	22.53	25.67	31.69	47.93	244.54	(38.39)
	7.68%	18.42	19.46	20.94	23.23	27.23	35.99	70.50	(110.69)
	8.18%	17.67	18.50	19.66	21.38	24.17	29.52	43.95	218.69
	8.68%	17.01	17.69	18.61	19.92	21.94	25.47	33.21	63.69
	9.18%	16.44	16.99	17.73	18.74	20.25	22.70	27.39	40.05
	9.68%	15.93	16.39	16.98	17.78	18.92	20.67	23.75	30.48
	10.18%	15.48	15.85	16.33	16.96	17.84	19.14	21.25	25.30

资料来源：东方证券研究所

三、投资评级

铁路和城市轨道交通等等基础设施投资的持续高增长、多元化经营战略、国家市场的拓展，以及中国铁路投融资体系和营运体制的市场化改革，是公司高增长的主要驱动因素。我们预计公司未来三年净利润复合增长率为 40.12%。

公司享受确定性高增长溢价，也受到 H 股和大盘股折价压力。我们给予公司股价 0.4 倍 PEG 和 16.05 倍 PE 的估值水平，对应 2010 年预测 EPS 的股价为 12.12 元，绝对价值 19.66 元，目前股价严重低估，投资评级买入。

附表：财务报表预测与比率分析

损益表 (人民币百万元)					现金流量表 (人民币百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	355520.7	437805.6	541581.9	687006.6	税后利润	6599.07	9320.03	13175.29	18153.42
营业成本	322427.8	395428.9	488442.3	618712.9	经常性现金支出	6121.15	7233.61	6758.77	6854.72
主营业务税金及附	10544.54	13092.90	16139.02	20480.84	非经常性现金支	246.47	680.42	709.16	734.09
销售费用	1016.38	1269.64	1640.22	2031.77	营运资金变动	4375.13	(6091.76)	1817.89	(85.10)
管理费用	13408.95	15761.00	18955.37	23358.22	少数股东损益	132.63	235.95	333.55	459.58
财务费用	365.60	399.09	(325.07)	(722.99)	经营活动现金净	17474.45	11378.25	22794.67	26116.71
营业利润	7757.49	11854.08	16730.06	23145.85	资本开支	10786.09	1523.98	1305.59	490.22
非经常性损益	549.91	(56.57)	(52.48)	(166.84)	其他投资	8985.89	0.00	0.00	0.00
税前利润	8307.40	11797.50	16677.59	22979.01	投资活动现金净	(3013.86)	(1383.69)	(1179.34)	(376.59)
所得税	1575.69	2241.53	3168.74	4366.01	贷款增加	(6419.04)	(1782.60)	(178.26)	(160.43)
净利润	6731.70	9555.98	13508.85	18613.00	支付股利利息	(2747.20)	463.72	(1660.97)	(2573.96)
少数股东损益	132.63	235.95	333.55	459.58	其他融资	4343.02	(948.18)	(1116.90)	(975.26)
归属母公司净利润	6599.07	9320.03	13175.29	18153.42	筹资活动现金净	1769.47	(12424.95)	(2956.14)	(3709.65)
EPS (元/股)	0.53	0.76	1.07	1.47	现金净流量	16230.05	(2430.39)	18659.20	22030.47
					现金期初余额	57470.06	73700.12	71269.73	89928.93
					现金期末余额	73700.12	71269.73	89928.93	111959.4
资产负债表 (人民币百万元)					比率分析				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	64952.25	62521.86	81181.06	103211.5	增长能力				
应收账款票据	64733.91	86889.61	110204.1	142763.9	营收增长率(%)	57.21%	23.14%	23.70%	26.85%
存货	33476.46	43883.13	56582.84	74676.77	EBITDA 增长率	39.13%	24.50%	23.94%	27.58%
交易性金融资产	97.34	97.34	97.34	97.34	EBIT 增长率(%)	30.40%	50.84%	33.88%	36.68%
流动资产合计	238908.8	278975.9	341045.0	423564.5	净利润增长率	81.63%	41.95%	41.37%	37.78%
长期投资	3160.82	3160.82	3160.82	3160.82	盈利能力				
固定资产	27869.49	24053.24	19763.38	15095.71	毛利率(%)	9.31%	9.68%	9.81%	9.94%
在建工程	2571.26	2256.63	2025.17	1202.02	净利率(%)	1.89%	2.18%	2.49%	2.71%
可供出售金融资产	367.95	367.95	367.95	367.95	EBITDA 利润率	4.08%	4.12%	4.13%	4.15%
非流动资产合计	44081.47	39320.84	34640.05	28996.31	ROA(%)	2.38%	3.00%	3.60%	4.11%
资产总计	282990.2	318296.7	375685.0	452560.8	ROE(%)	12.45%	15.49%	18.71%	21.56%
					ROIC(%)	13.81%	17.57%	21.62%	26.12%
循环借款	12183.16	2025.26	2025.26	2025.26	偿债能力				
应付账款	101980.1	120324.3	143337.3	174913.7	资产负债率(%)	80.89%	80.62%	80.78%	80.92%
预收账款	37443.42	45969.60	56866.10	72135.69	流动比率(倍)	1.15	1.18	1.20	1.22
其他应交款	3694.72	4600.33	5599.25	6957.12	速动比率(倍)	0.88	0.85	0.86	0.86
流动负债合计	207595.2	237091.7	284117.8	347031.4	价值评估				
非流动负债合计	21315.74	19533.14	19354.88	19194.45	P/B(倍)	1.70	1.49	1.28	1.07
负债合计	228911.0	256624.8	303472.7	366225.9	P/E(倍)	17.09	9.70	6.86	4.98
股本	12337.54	12337.54	12337.54	12337.54	EV/收入(倍)	0.18	0.07	0.02	(0.01)
资本公积	31520.10	33384.11	36019.17	39649.85	EV/EBITDA(倍)	4.38	1.75	0.57	(0.33)
未分配利润	8684.00	13700.02	20601.37	29713.19	EV/EBIT(倍)	7.81	2.58	0.78	(0.42)
股东权益	54079.23	61671.86	72212.32	86334.96					
负债和股东权益	282990.2	318296.7	375685.0	452560.8					

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 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；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn