



上市公司半年报点评

研究报告
建筑工程—建筑

买入 维持

中国铁建 (601186)

2010 年 8 月 31 日

业务稳健增长，订单充沛，业绩稍超预期

建筑工程行业首席分析师：江孔亮
SAC 执业证书编号：S0850203100047
kljiang@htsec.com
021-23219422

建筑建材行业助理分析师：蒲世林
SAC 执业证书编号：S0850210080005
pusl@htsec.com
021-23219054

8 月 30 日收盘价 7.54 元，未来一年价格 10.32 元。

事件：公司发布了 2010 年半年报，上半年公司实现营业收入 1973.20 亿元，比上年同期增长 37.71%；其中，工程承包板块实现营业收入 1612.20 亿元，比上年同期增长 22.93%；上半年实现净利润 34.25 亿元，同比增长 52.52%；归属母公司所有者净利润 33.78 亿元，同比增长 52.10%，折合每股收益 0.27 元。

根据公司年报的披露，2010 年公司经营计划是：实现新签合同额 6133 亿元；实现营业收入 4000 亿元。

主要观点：公司的收入增长、订单增长和中期的净利润均好于预期，中报的关注点。

1.收入较快增长，毛利率趋势向好，费用率保持稳定。（1）收入增长稳健。2010 年上半年，公司实现营业收入 1973.20 亿元，比上年同期增长 37.71%；其中，工程承包板块实现营业收入 1612.20 亿元，比上年同期增长 22.93%。（2）季度毛利率稳中有升。2010 年上半年公司的综合毛利率为 9.52%，与上年同期持平，但高于去年全年的 9.31%，主要是因为收入占比最大的工程承包业务毛利率由 8.53%提升至 8.71%。从季度毛利率数据来看，2009 年第三季度的毛利率为 8.80%，而随后的 2009 年第四季度和 2010 年一季度、二季度的毛利率分别为 9.47%、9.50%和 9.54%，上升趋势较为明显。（3）三项费用率控制较好。2010 年中期三项费用率为 4.22%，与去年同期相比，销售费用率从 0.35%下降到 0.31%，但同期财务费用率从 0.11%提升至 0.15%，管理费用没有变化，为 3.77%，总体来看，三费率与去年同期持平，略高于去年全年的 4.16%。

2.订单角度——增速较快、新接订单主要来自铁路城轨领域。2010 年上半年公司累计新签合同总额达 3134.255 亿元，比上年同期增长 21.79%。其中，国内新签合同额为 2987.418 亿元，创历史同期新高；海外新签合同额为 146.837 亿元，公司境内新签订单占比进一步提高。（1）工程承包订单中，铁路市场和城市轨道交通订单保持了快速的增长。国内铁路工程新签合同额 2054.677 亿元，占新签工程承包合同总额的 71.56%，同比增长 88.82%。国内城市轨道交通工程新签合同 143.660 亿元，占新签工程承包合同总额的 5.00%，同比增长 62.69%。（2）国内公路工程新签合同额同比下降 49.75%，主要原因是今年以来全国公路招标项目相比去年明显减少，公司亦将经营重点更多地倾向于铁路项目。

3.行业增长的判断。（1）预计铁路投资增速将逐步回落，未来几年的投资增速在 10-15%。我们预计铁路建设经过 2008-2009 年的高强度投资，2010-12 年的投资增速将会逐步放缓，我们预计铁路投资增速将回落到 10-15% 的水平。2010 年前 7 个月，铁路总投资达到 3281.09 亿元，同比增长 16.5%，基建投资为 2906.55 亿元，同比增长 17.4%，2010 年全年铁路基建的投资水平大约在 7000 亿元，同比增长 16.7% 左右。（2）城市轨道交通建设市场有望快速增长。我们预计到 2015 年，国内城市轨道交通市场的工程承包市场容量达到 8000-10000 亿元。即未来六年每年有 1600-2000 亿元的建设市场。

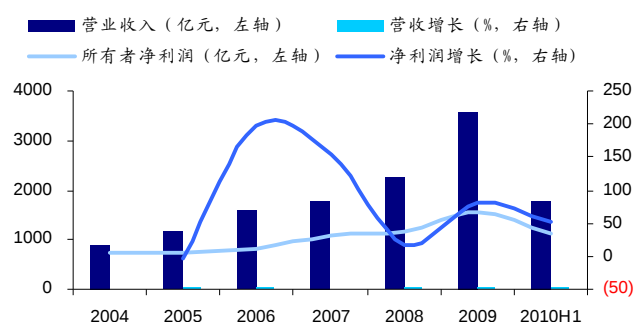
4.盈利预测及估值。我们根据公司的最新数据调整了公司的盈利预测，预计 2010-2012 年的每股收益分别为 0.71 元、0.86 元和 1.01 元（暂不考虑增发因素）。以 2010 年 15 倍和 2011 年 12 倍的动态市盈率来估值，公司的合理价值区间为 10.32-10.65 元，目前的估值计算公司 2010 年和 2011 年的动态市盈率分别为 10.6 倍和 8.77 倍，维持“买入”投资评级。

5.主要不确定因素。原材料价格波动导致工程毛利率下降风险,新接订单下滑风险,以及潜在的应收账款风险。

1.收入较快增长,毛利率趋势向好,费用率保持稳定

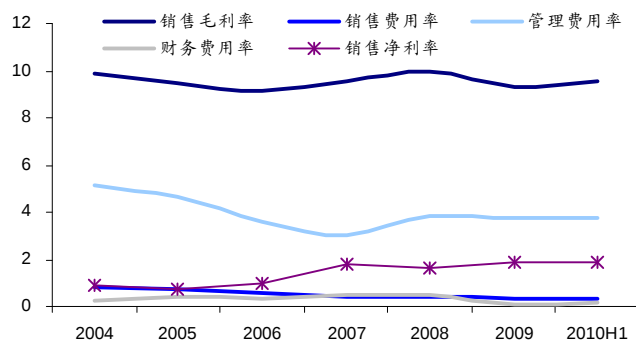
2010年上半年,公司实现营业收入1973.20亿元,比上年同期增长37.71%,其中,工程承包板块实现营业收入1612.20亿元,比上年同期增长22.93%;上半年实现净利润34.25亿元,同比增长52.52%;归属母公司所有者净利润33.78亿元,同比增长52.10%。

图1 2004-1Q2010公司收入及归属母公司净利润增长



资料来源:公司公告,海通证券研究所

图2 2004-1Q2010公司盈利能力指标(%)



资料来源:公司公告,海通证券研究所

- 公司毛利率和三项费用率同比稳定,但相对去年全年均有所提升

2010年上半年公司的综合毛利率为9.52%,与上年同期持平,但高于去年全年的9.31%,主要是因为收入占比最大的工程承包业务毛利率由8.53%提升至8.71%;同时,勘察咨询业务毛利率也从24.78%提升至27.30%。

三项费用率为4.22%,与去年同期相比,销售费用率从0.35%下降到0.31%,但同期财务费用率从0.11%提升至0.15%,管理费用率没有变化,为3.77%,总体来看,三项费用率与去年同期持平,略高于去年全年的4.16%。

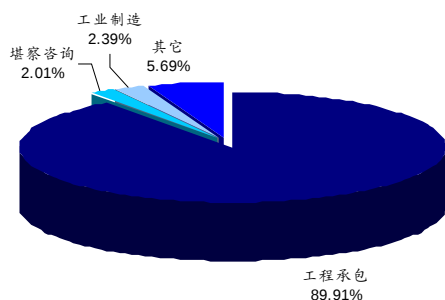
总体来看,与09年全年相比,毛利率提升幅度略高于期间费用率提升幅度。

- 工程承包收入占收入九成,境内业务占比进一步提升

2010年上半年工程承包贡献了89.91%的收入,毛利占比也达到了82.29%;而包括地产业务在内的其它业务5.69%的收入贡献了7.89%的毛利。而由于本期勘察咨询业务的毛利率较高,达到27.30%,因此虽然收入占比仅为2.01%,但毛利占比达到5.75%。

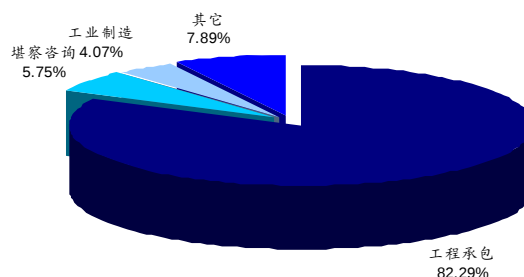
2010年上半年公司境内业务实现收入1716.43亿元,相对去年同期增长39.63%,占比也从去年同期的94.4%进一步提升到95.7%,而同期境外业务增长相对较慢,为5.21%,收入占比下降到4.28%。

图 3 2010H1 公司收入分项构成



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 4 2010H1 公司主营利润分项构成



资料来源：公司公告，海通证券研究所

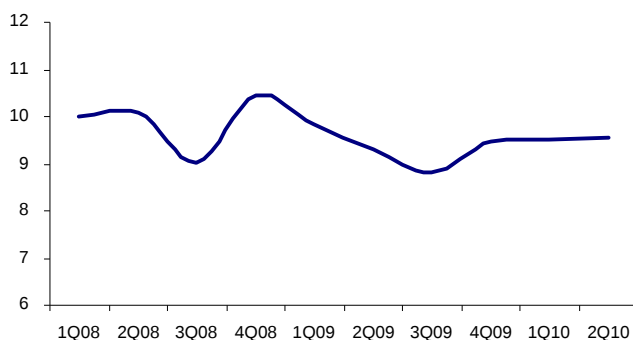
● 季度毛利率止跌回升趋势明显

虽然 2009 年的整体毛利率有所下滑，但从季度毛利率数据来看，前一年的季度毛利率出现较为明显的低位回升的迹象。2009 年第三季度的毛利率为 8.80%，而随后的 2009 年第四季度和 2010 年一季度、二季度的毛利率分别为 9.47%、9.50% 和 9.54%，上升趋势较为明显。

长期来看，公司未来的毛利率有潜在上升的趋势。主要理由有：一方面是公司增加人员对概算调整的清理力度，向铁道部及时清理项目变更增加的成本支出，提升效益；另一方面，随着公司业务结构的更加优化，高毛利率的房地产、BT、资源等业务比例的上升，公司的毛利率也能够有缓步提升。

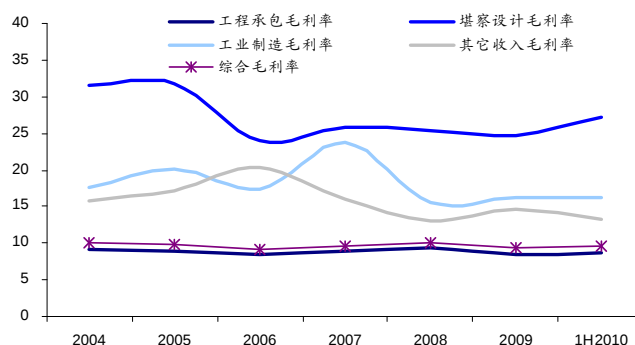
从分项业务毛利率来看，工程承包毛利率为 8.71%，低于去年同期的 9.00%，但高于全年的 8.53%。勘察设计业务毛利率继续提升，高于去年同期的 23.56% 和全年的 24.78%。而制造业务的毛利率相对去年同期也有大幅提升，为 16.19%，但略低于去年全年的 16.21%。

图 5 1Q2008 - 2Q2010 公司毛利率季度波动（%）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 6 2004 - 1H2010 公司分项业务毛利率（%）

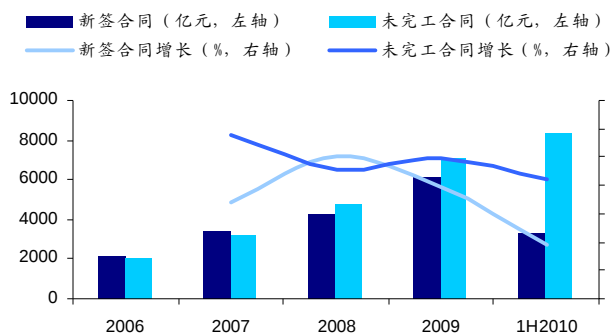


资料来源：公司公告，海通证券研究所

2. 新增订单增长较快——主要来自铁路、城轨的订单增长

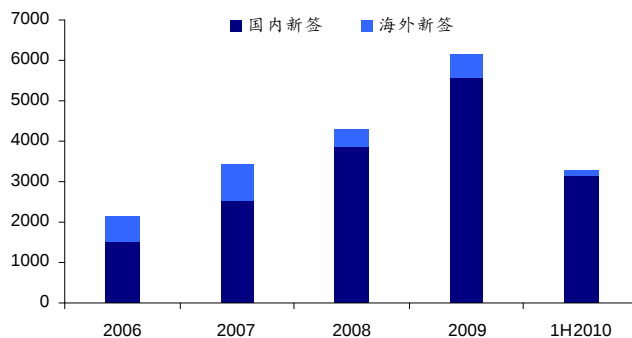
2010 年上半年公司累计新签合同总额达 3134.255 亿元，比上年同期增长 21.79%。其中，国内新签合同额为 2987.418 亿元，创历史同期新高；海外新签合同额为 146.837 亿元，公司境内新签订单占比进一步提高。截至报告期末，公司未完成合同额累计达 8374.559 亿元，较上年年末增长 18.66%。

图 5 2007 - 1H2010 公司新签及未完工订单



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 6 2006 - 1H2010 公司新签订单境内外构成 (亿元)



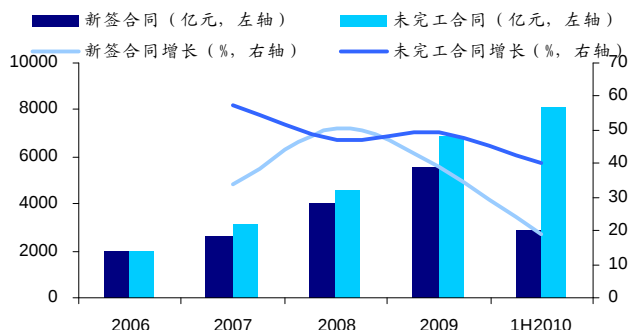
资料来源：公司公告，海通证券研究所

公司工程承包板块继续保持较快发展势头，实现新签合同额 2871.076 亿元，占全部新签合同总额的 91.60%，其中：国内铁路工程新签合同额 2054.677 亿元，占新签工程承包合同总额的 71.56%，同比增长 88.82%；国内城市轨道交通工程新签合同 143.660 亿元，占新签工程承包合同总额的 5.00%，同比增长 62.69%，业务范围覆盖全国正在实施轨道交通建设的所有城市；水利电力工程新签合同额 43.739 亿元，同比增长 118.89%；其他工程新签合同额 280.136 亿元，同比增长 23.07%。

但国内公路工程新签合同额 256.483 亿元，同比下降 49.75%，主要原因是今年以来全国公路招标项目相比去年明显减少，公司亦将经营重点更多地倾向于铁路项目。

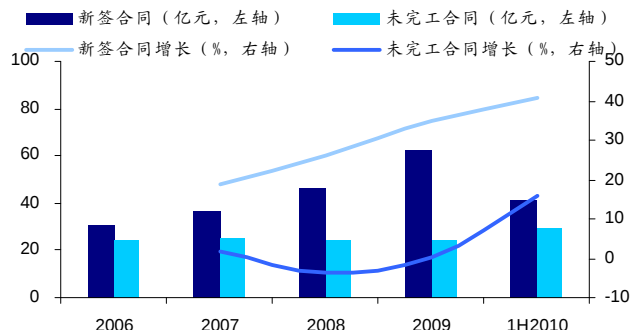
勘察设计咨询业务新签合同额 41.143 亿元，同比增长 40.58%。

图 7 工程承包 2006 - 1H2009 新签合同及未完工订单



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 8 勘察设计 2006 - 1H2010 新签合同及未完工订单



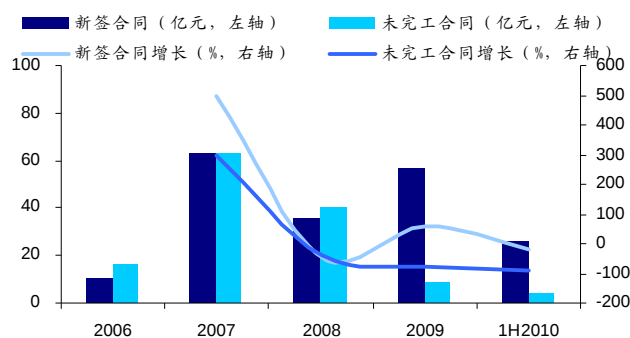
资料来源：公司公告，海通证券研究所

● 非工程承包业务喜忧参半

公司工业制造业务新签合同额同比下降 21.74%，主要原因是本集团工业产品大多应用于铁路项目，具有周期性，今年是“十一五”规划的最后一年，铁路建设项目工业产品采购处于收尾阶段，而“十二五”采购计划尚未开始。

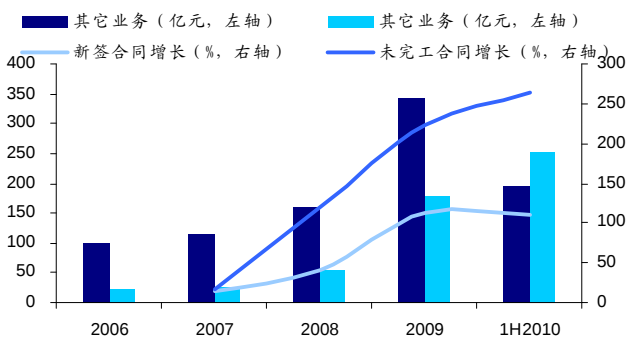
而物流与物资贸易业务新签合同 142.272 亿元，同比增长 56.68%，公司继续谨慎稳妥地发展房地产业务，控制土地成本，完善业务布局。至报告期末，集团在全国 26 个城市共有 43 个房地产项目，规划总建筑面积 1620 万平方米。

图 9 工业制造 2006 - 1H2010 新签合同及未完工订单



资料来源：定期报告、海通证券研究所

图 10 其它业务 2006 - 1H2010 新签合同及未完工订单



资料来源：海通证券研究所

3. 铁路建设投资增速回复到 10-15% 的增长，轨道交通有望保持较快增长

经过前五年的大规模铁路投资，截至 2009 年底，我国的高速铁路的总里程达到 6552 公里，其中客运专线约 3500 公里。

表 1 2001 - 2020 年我国铁路营业里程、复线里程、电气化里程预测

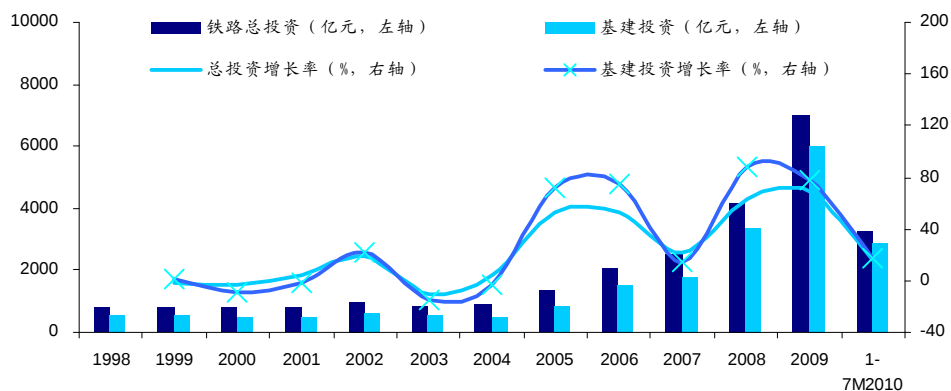
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2020E
全国铁路营业里程(Km)	7	7.19	7.3	7.44	7.54	7.71	7.8	8	8.6	>9	12
其中：客运专线(Km)		0	0	0	0	0			0.35	0.7	
复线里程(Km)	2.26	2.39	2.46	2.49	2.56	2.64	2.71	2.9		>4.05	
复线里程比例 (%)	32.29	33.3	33.8	33.5	33.9	34.3	34.7	36.2		45	50
电气化里程 (Km)	1.69	1.81	1.88	1.93	2.02	2.44	2.55	2.8		>4.05	
电气化里程比例 (%)	24.14	25.2	25.70	25.9	26.7	31.7	32.7	34.6		45	60

资料来源：铁道统计公报（2001-2009）、《铁路“十一五”规划》

预计铁路投资增速将逐步回落。我们预计铁路建设经过 2008-2009 年的高强度投资，2010-2012 年的投资增速将会逐步放缓，我们预计铁路投资增速将回落到 10-15% 的水平。

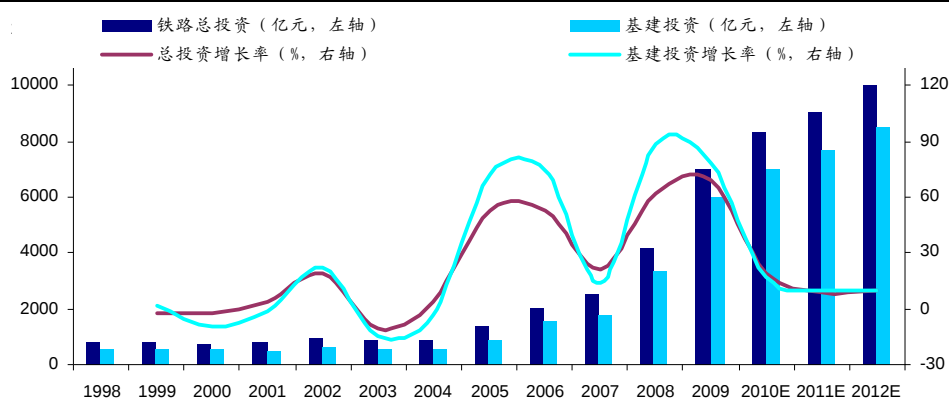
2010 年前 7 个月，铁路总投资达到 3281.09 亿元，同比增长 16.5%，基建投资为 2906.55 亿元，同比增长 17.4%，2010 年全年铁路基建的投资水平大约在 7000 亿元，同比增长 16.7% 左右。

图 11 1998-1-7M2010 铁路投资情况



资料来源：铁道部、海通证券研究所

图 12 1998-2012 年铁路投资情况估计



资料来源：铁道部、海通证券研究所

城市轨道交通建设市场有望出现较快的增长。公司 2009 年新签城市轨道交通市场合同额为 143.66 亿元，同比增长 62.69%。我们预计未来六年，全国城市轨道交通市场有 8000 - 10000 亿元的工程承包市场。根据之前媒体披露的数据，目前全国大约有 27 个城市正在筹备建设城市轨道交通，其中 22 个城市的轨道交通建设规划已经获得国务院批复。至 2015 年前后，北京、上海、广州等 22 个城市将建设 79 条轨道交通线路，总长 2259.84 公里，总投资 8820.03 亿元。

4. 业绩预测及投资建议

根据我们前文的分项，我们重新调整了对公司未来三年的业绩预测，我们预测公司 2010-2012 年的每股收益分别为 0.71 元、0.86 元和 1.01 元（暂不考虑增发因素）。以 2010 年 15 倍和 2011 年 12 倍的动态市盈率来估值，公司的合理价值区间为 10.32-10.65 元，目前的估值计算公司 2010 年和 2011 年的动态市盈率分别为 10.6 倍和 8.77 倍，维持“买入”投资评级。

5. 主要不确定因素

原材料价格波动导致工程毛利率下降风险，新接订单下滑风险，以及潜在的应收账款风险。

表1 2009—1Q2010 中国铁建利润表

	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	1H10
营业总收入(万元)	5133084	7888953	9465553	13064488	7029045	10902990	17932035
同比增长(%)	56.08	59.86	78.28	43.86	36.94	38.21	37.71
营业成本(万元)	4627886	7154728	8632339	11827829	6361317	9863371	16224688
毛利率(%)	9.84	9.31	8.80	9.47	9.50	9.54	9.52
营业税金及附加(万元)	153745	243534	272622	384553	211346	317297	528642
营业税金及附加/营业收入(%)	3.00	3.09	2.88	2.94	3.01	2.91	2.95
销售费用(万元)	20506	24926	28114	28091	25287	29727	55014
销售费用/营业收入(%)	0.40	0.32	0.30	0.22	0.36	0.27	0.31
管理费用(万元)	210431	280297	352688	497478	255667	420319	675986
管理费用/营业收入(%)	4.10	3.55	3.73	3.81	3.64	3.86	3.77
财务费用(万元)	11855	2085	3388	19232	12118	14474	26593
财务费用/营业收入(%)	0.23	0.03	0.04	0.15	0.17	0.13	0.15
三项费用率(%)	4.73	3.90	4.06	4.17	4.17	4.26	4.22
资产减值损失(元)	(476)	6374	866	(33590)	(724)	6797	6074
非经营性净收益(万元)	1669	701	6669	7739	362	(318)	44
公允价值变动净收益(万元)	641	1017	117	(584)	(317)	(2612)	(2929)
投资净收益(万元)	1027	(315)	6552	8323	679	2294	2973
营业利润(万元)	110805	177710	182205	348633	164396	250686	415082
同比增长(%)	26.29	79.48	84.29	88.91	48.36	41.07	43.87
加: 营业外收入(万元)	4645	8345	5832	11205	5227	11440	16666
减: 营业外支出(万元)	835	3525	3246	11034	2300	4295	6596
利润总额(万元)	114615	182530	184791	348804	167322	257831	425153
同比增长(%)	27.66	80.57	80.01	113.52	45.99	41.25	43.08
减: 所得税费用(万元)	20157	52424	35691	49298	25952	56684	82636
有效所得税费用率(%)	17.59	28.72	19.31	14.13	15.51	21.98	19.44
净利润(万元)	94458	130107	149100	299506	141370	201147	342517
同比增长(%)	34.12	61.79	72.38	124.70	49.66	54.60	52.52
净利润率(%)	1.84	1.65	1.58	2.29	2.01	1.84	1.91
归属于母公司所有者的净利润(万元)	94484	127615	145476	292331	138967	198843	337810
少数股东损益(万元)	(26)	2491	3624	7175	2404	2304	4708
少数股东损益/净利润(%)	(0.03)	1.91	2.43	2.40	1.70	1.15	1.37
每股收益							
全面摊薄每股收益(元)	0.08	0.10	0.12	0.24	0.11	0.16	0.27

资料来源: 海通证券研究所

表2 2006—2012年中国铁建利润表预测

	2006	2007	2008	2009	2010H1	2010E	2011E	2012E
营业总收入(万元)	15848809	17748729	22614071	35552077	17932035	45859545	50569156	53436527
同比增长(%)	36.68	11.99	27.41	57.21	37.71	28.99	10.27	5.67
营业成本(万元)	14401296	16059833	20360708	32242781	16224688	41591798	45808352	48306624
毛利率(%)	9.13	9.52	9.96	9.31	9.52	9.31	9.41	9.60
营业税金及附加(万元)	487912	548988	673052	1054454	528642	1362028	1501904	1587065
营业税金及附加/营业收入(%)	3.08	3.09	2.98	2.97	2.95	2.97	2.97	2.97
销售费用(万元)	89311	69611	84889	101638	55014	151336	166878	176341
销售费用/营业收入(%)	0.56	0.39	0.38	0.29	0.31	0.33	0.33	0.33
管理费用(万元)	573197	532635	872493	1340895	675986	1605084	1668782	1709969
管理费用/营业收入(%)	3.62	3.00	3.86	3.77	3.77	3.50	3.30	3.20
财务费用(万元)	53501	86019	106151	36560	26593	45860	50569	53437
财务费用/营业收入(%)	0.34	0.48	0.47	0.10	0.15	0.10	0.10	0.10
三项费用率(%)	4.52	3.88	4.70	4.16	4.22	3.93	3.73	3.63
资产减值损失(万元)	38985	11864	61008	(26826)	6074	50000	40000	50000
非经营性净收益(万元)	9022	49303	14404	16778	44	50000	30000	40000
营业利润(万元)	213629	489082	470175	819353	415082	1103438	1362670	1593092
同比增长(%)	107.89	128.94	(3.87)	74.27	43.87	34.67	23.49	16.91
加: 营业外收入(万元)	16085	21919	26516	30026	16666	35000	50000	60000
减: 营业外支出(万元)	20376	13323	39807	18639	6596	15000	35000	45000
利润总额(万元)	209339	497679	456885	830740	425153	1123438	1377670	1608092
同比增长(%)	109.92	137.74	(8.20)	81.83	43.08	35.23	22.63	16.73
减: 所得税费用(万元)	59580	182822	86255	157569	82636	224688	289311	337699
有效所得税费用率(%)	28.46	36.73	18.88	18.97	19.44	20.00	21.00	21.00
净利润(万元)	149759	314857	370629	673171	342517	898751	1088360	1270393
同比增长(%)	79.70	110.24	17.71	81.63	52.52	33.51	21.10	16.73
净利润率(%)	0.94	1.77	1.64	1.89	1.91	1.96	2.15	2.38
归属于母公司所有者的净利润(万元)	124016	314340	364384	659907	337810	880776	1066592	1244985
同比增长(%)	196.73	153.47	15.92	81.10	52.10	33.47	21.10	16.73
少数股东损益(万元)	25743	516	6245	13263	4708	17975	21767	25408
少数股东损益/净利润(%)	17.19	0.16	1.68	1.97	1.37	2.00	2.00	2.00
每股收益	--	--	--	--	--	--	--	--
全面摊薄每股收益(元)	0.10	0.25	0.30	0.53	0.27	0.71	0.86	1.01

资料来源: 海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

江孔亮：建筑工程行业首席分析师

蒲世林：建筑建材行业助理分析师

重点研究上市公司：中材国际、中色股份、龙元建设、上海建工、海油工程、冀东水泥、中海油服、隧道股份、中国中铁、中国铁建、中国建筑、中铁二局、金螳螂。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 海通证券研究所力求准确可靠, 但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。海通证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所授权许可, 任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。