

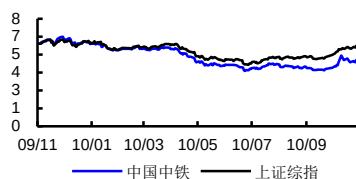
动态报告

建筑建材
建筑工程
中国中铁(601390)
谨慎推荐

(维持评级)

2010年11月8日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

昨收盘(元)	4.98
总股本/流通A股(百万股)	21,299.9/4,675.0
流通B股/H股(百万股)	0.0/0.0
总市值/流通市值(百万元)	106,073.5/44,234.3
上证综指/深圳成指	3,129.50/13,733.36
12个月最高/最低(元)	6.65/4.11

财务数据

净资产值(百万元)	65,139.89
每股净资产(元)	3.06
市净率	1.63
资产负债率	79.17%
息率	1.27%

相关研究报告:

《中国中铁-601390-2010年三季报点评: 增长持续, 空间可期》——2010-10-30
 《中国中铁-601390-公司快评: 相关多元化稳步前行, 海外业务突飞猛进》——2010-9-1
 《中国中铁-601390-2010年中报点评: 在手合同充足, 业绩有望持续成长》——2010-8-30

分析师: 邱波

电话: 0755-82133390

E-mail: qiubo@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980209050334

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

更新报告

管理效率提升助利润加速增长

●3Q10 公司业绩增长态势持续

3Q10 公司完成营收 2947.6 亿元, 同比增长 22.12%, 实现营业利润 70.17 亿元, 同比增长 14.3%; 实现归属母公司股东净利润 54.25 亿元, 同比增长 10.18%, 对应每股收益 0.25 元。

●合同储备保持增长, 提前完成全年规划

截止 9 月末, 公司新签合同总计 5689 亿元, 同比增长 36.8%, 已经完成年初计划的 120.7%。其中, 基建、勘察设计、工业等板块新签合同额分别为 4939 亿元、76.3 亿元、116.7 亿元, 同比增速分别为 30.2%、27.9%、23.5%。

●三费控制得当, 管理效率明显提升

不考虑汇兑因素, 3Q10 公司表现三费费率为 3.65%, 同比上升 0.10 个百分点。其中, 销售费率为 0.32%, 同比上升 0.01 个百分点; 管理费率为 3.06%, 同比下降 0.10 个百分点; 财务费率为 0.27%, 同比上升 0.19 个百分点。若扣除汇兑因素影响, 3Q10 公司实际三费费率较表现三费费率低 0.19 个百分点以上, 即 3Q10 公司实际三费费率低于 3.46%, 同比下降 0.09 个百分点以上。

●公司债发行顺利完成, 债务结构更为合理

2010 年 10 月公司顺利完成了公司债 2 期的发行工作。募集资金拟全部用于偿还基建建设板块相关借款, 募集资金运用计划予以执行后, 公司长期债权融资比例有所提高, 综合付息债务成本有所降低, 公司债务结构更为合理。

适当调整公司 10~12 年 EPS 至 0.38 元、0.45 元、0.54 元, 对应 10~12 年动态 PE 分别为 11X、10X、8X, 维持公司“谨慎推荐”的投资评级。

盈利预测和财务指标

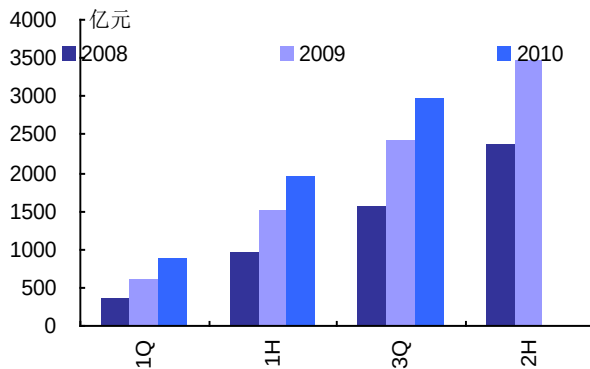
	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	234,199.01	345,973.62	447,369	522,154	598,616
(+/-%)	27.18%	47.73%	29.2%	16.7%	14.6%
净利润(百万元)	1,115.19	6,886.95	8167	9660	11593
(+/-%)	-65.46%	517.56%	18.6%	18.3%	20.0%
每股收益(元)	0.05	0.32	0.38	0.45	0.54
EBIT Margin	1.82%	3.17%	2.6%	2.7%	2.8%
净资产收益率(ROE)	1.99%	11.23%	12.6%	13.8%	15.3%
市盈率(PE)	95.12	15.40	11.4	9.7	8.0
EV/EBITDA	20.92	14.04	26.1	23.4	21.2
市净率(PB)	1.89	1.73	1.43	1.34	1.23

3Q10 公司业绩增长态势持续

3Q10 公司完成营收 2947.6 亿元，同比增长 22.12%，实现营业利润 70.17 亿元，同比增长 14.3%；实现归属母公司股东净利润 54.25 亿元，同比增长 10.18%，对应每股收益 0.25 元，公司业绩基本符合预期。

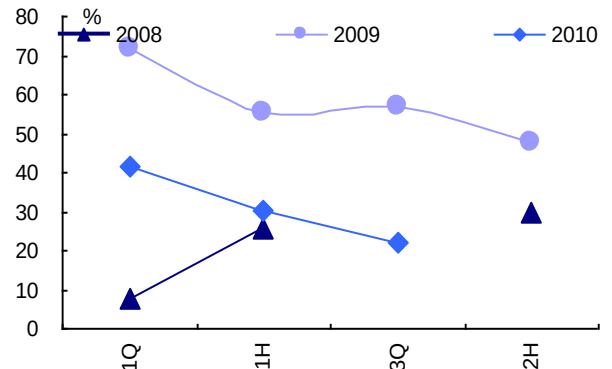
7-9 月公司完成营收 1020.4 亿元，同比增长 9.19%，实现营业利润 26.98 亿元，同比增长 23.65%；实现归属母公司股东净利润 21.40 亿元，同比增长 16.56%，对应每股收益 0.10 元。公司利润增长高于营收增长，主要因为公司管理效率提升，费用率下降。

图 1：中国中铁近三年营业收入



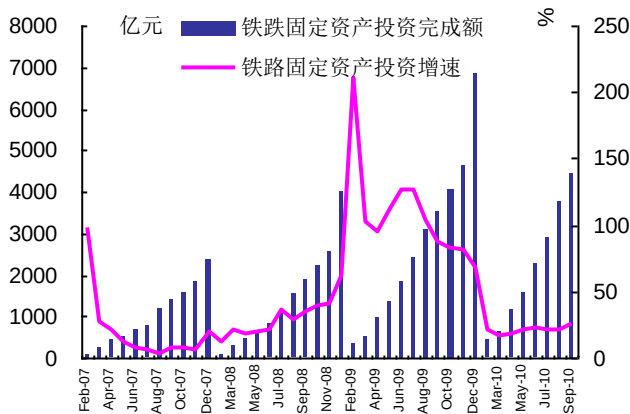
资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 2：中国中铁近三年营业收入增长率



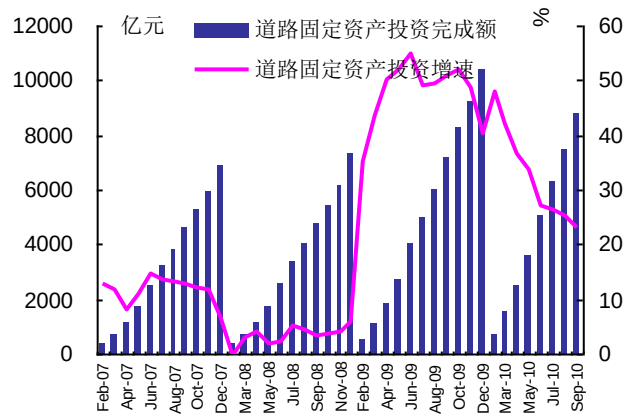
资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 3：铁路固定资产投资完成情况



资料来源：铁道部，国信证券经济研究所

图 4：道路固定资产投资完成情况



资料来源：交通部，国信证券经济研究所

合同储备保持增长，提前完成全年规划

受益于 08 年以来国家基建投资规模的迅速扩张，特别是始于 08 年 4 季度的宏观刺激政策，10 年公司迎来基建需求爆发，新签合同总量持续保持高增长。

截止 9 月末，公司新签合同总计 5689 亿元，同比增长 36.8%，已经完成年初计划的 120.7%。其中，基建、勘察设计、工业等板块新签合同额分别为 4939 亿元、76.3 亿元、116.7 亿元，同比增速分别为 30.2%、27.9%、23.5%。

截止 9 月末，公司未完工合同总计 9326 亿元，为 09 年营收的 269.6%。其中，基建、勘察设计、工业等板块未完工合同额分别为 8640.4 亿元、124.9 亿元、90.9 亿元，分别为相应业务板块 09 年营收额的 279.4%、183.7%、119.3%。

在具体项目方面，3Q10 公司相继承揽了新建沪昆铁路客运专线长沙至昆明段、新建成都至重庆铁路客运专线工程、新建绵阳至成都至乐山铁路客运专线、贵阳至开阳铁路站前工程、新建郑州—焦作、郑州—开封城际铁路、天津和谐型大功率机车检修基地工程等多项重点工程，在国内基建领域、尤其是铁路基建领域的竞争优势持续加强。

表 1: 新签合同及未完工合同（亿元）

时间	基建	勘察设计	工程	合计
新签合同				
3Q09	3794.4	59.6	94.5	4157.5
2009	5420.0	86.0	123.0	6018.0
1H10	3145.5	53.2	79.8	3724.8
3Q10	4939.0	76.3	116.7	5689.0
同比增长(%)	30.2	28.0	23.5	36.8
未完工合同				
1H09	5013.0	75.4	64.8	5269.7
2009	6420.0	99.6	68.1	6587.7
1H10	7880.0	117.6	87.8	8565.2
3Q10	8640.4	124.9	90.9	9326.0

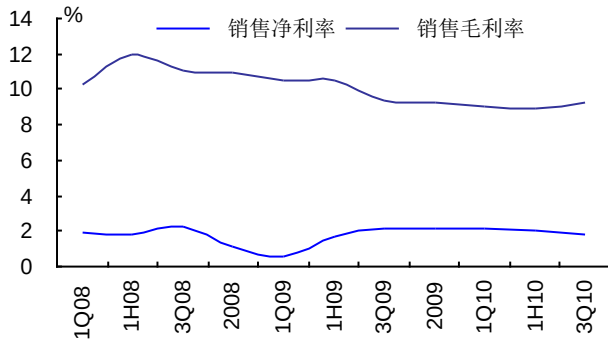
资料来源：国信证券经济研究所预测

三费控制得当，管理效率明显提升

不考虑汇兑因素，3Q10 公司表观三费费率为 3.65%，同比上升 0.10 个百分点。其中，销售费率为 0.32%，同比上升 0.01 个百分点；管理费率为 3.06%，同比下降 0.10 个百分点；财务费率为 0.27%，同比上升 0.19 个百分点。

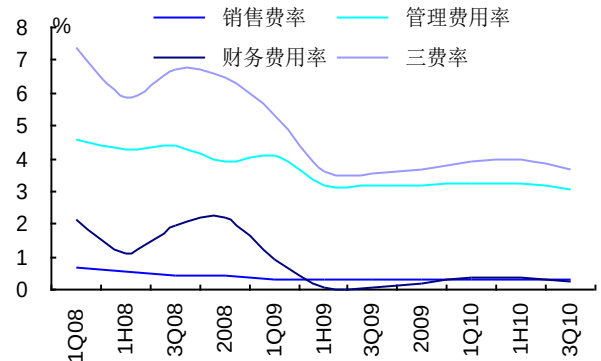
根据公司公告，若扣除汇兑因素影响，3Q10 公司财务费率低于 3Q09 同期水平，由此推断，3Q10 公司实际三费费率较表观三费费率低 0.19 个百分点以上，即 3Q10 公司实际三费费率低于 3.46%，同比下降 0.09 个百分点以上。

图 5: 中国中铁近三年毛利率与净利率



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 6: 中国中铁近三年三费率



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

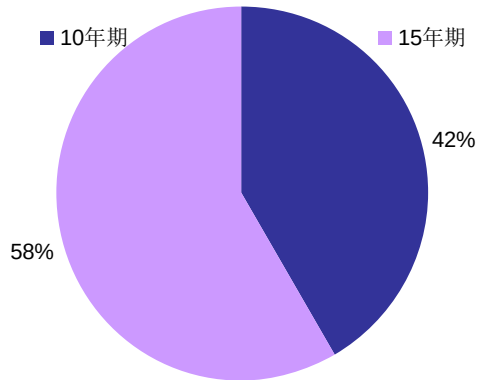
1-9 月公司综合毛利率 9.29%, 同比上升 0.03 个百分点, 7-9 月公司综合毛利率为 9.08%, 同比下降 0.06 个百分点, 公司报告期综合毛利率较去年同期略有下滑。

公司债发行顺利完成, 债务结构更为合理

2010 年 10 月公司顺利完成了公司债 2 期的发行工作。发行结果显示, 债券发行总额为 60 亿元, 分为 10 年期和 15 年期两个品种, 10 年期品种最终发行规模为 25 亿元, 占本期债券发行总量的 41.67%; 15 年期品种最终发行规模为 35 亿元, 占本期债券发行总量的 58.33%。10 年期品种票面利率为 4.34%, 15 年期品种票面利率为 4.50%。

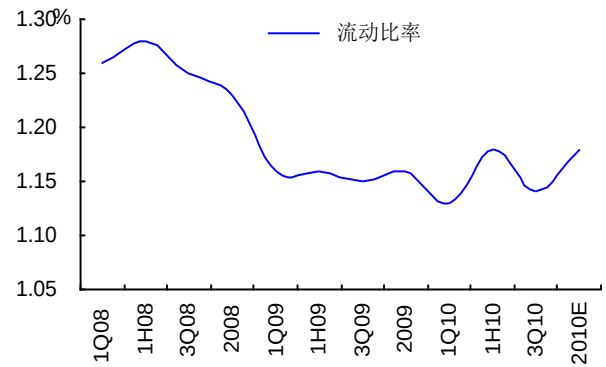
此次募集资金主要用于满足公司中长期资金需求, 调整公司债务结构, 补充公司流动资金。募集资金拟全部用于偿还基建建设板块相关借款。债券发行完成且根据募集资金运用计划予以执行后, 公司整体负债水平保持不变, 但非流动负债占总负债的比例由债券发行前的 16.10%, 增加至 18.46%。长期债权融资比例有所提高, 综合付息债务成本也有所降低, 公司债务结构得到改善, 更加适合公司的业务需求。同时公司合并财务报表的流动比率将由债券发行前的 1.14 增加至 1.18。公司流动比率有所提高, 流动资产对于流动负债的覆盖能力得到提升, 短期偿债能力增强。

图 7: 10 年期和 15 年期债券占比



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 8: 流动比率变动



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

盈利预测与估值

我们适当调整公司 10~12 年 EPS 至 0.38 元、0.45 元、0.54 元, 对应 10~12 年动态 PE 分别为 11X、10X、8X, 维持公司“谨慎推荐”的投资评级。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	51606	56468	57215	52108	营业收入	346368	447369	522154	598616
应收款项	84676	110310	123028	141044	营业成本	314547	405128	472398	540994
存货净额	82356	100335	112936	127757	营业税金及附加	11009	14092	16448	18856
其他流动资产	17777	26842	32374	36516	销售费用	1150	1432	1671	1916
流动资产合计	237232	294575	326172	358044	管理费用	10914	15194	17714	20199
固定资产	29183	37638	46662	55423	财务费用	559	1548	1702	1831
无形资产及其他	26030	25286	24543	23799	投资收益	287	618	618	618
投资性房地产	11428	11428	11428	11428	资产减值及公允价值变动	(442)	(300)	(420)	(450)
长期股权投资	7909	8509	9009	9209	其他收入	(0)	0	0	0
资产总计	311781	377436	417813	457902	营业利润	8033	10293	12420	14988
短期借款及交易性金融负债	26178	29886	31092	40461	营业外净收支	611	415	409	406
应付款项	94502	127699	148809	167301	利润总额	8645	10707	12828	15394
其他流动负债	89424	108011	120864	126831	所得税费用	1236	1820	2309	2771
流动负债合计	210104	265596	300765	334593	少数股东损益	521	721	859	1030
长期借款及应付债券	27151	32921	32921	32921	归属于母公司净利润	6887	8167	9660	11593
其他长期负债	8166	8115	8064	8014					
长期负债合计	35318	41037	40986	40935	现金流量表 (百万元)				
负债合计	245422	306633	341751	375528		2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	5420	5780	6210	6725	净利润	6887	8167	9660	11593
股东权益	60940	65023	69853	75650	资产减值准备	(8)	183	130	150
负债和股东权益总计	311781	377436	417813	457902	折旧摊销	4452	3802	4631	5459
					公允价值变动损失	442	300	420	450
					财务费用	559	1548	1702	1831
					营运资本变动	9398	(759)	3192	(12421)
					其它	237	177	299	365
					经营活动现金流	21408	11870	18333	5596
					资本开支	(9219)	(12000)	(13462)	(14076)
					其它投资现金流	(677)	198	0	0
					投资活动现金流	(10258)	(12402)	(13962)	(14276)
					权益性融资	276	0	0	0
					负债净变化	10322	(230)	0	0
					支付股利、利息	(3864)	(4083)	(4830)	(5797)
					其它融资现金流	(22113)	3708	1206	9369
					融资活动现金流	(8921)	5395	(3624)	3572
					现金净变动	2230	4862	747	(5107)
					货币资金的期初余额	49376	51606	56468	57215
					货币资金的期末余额	51606	56468	57215	52108
					企业自由现金流	12127	607	5779	(7384)
					权益自由现金流	337	2777	5548	295

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，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。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	闫莉	010-88005316	陈建生	0755- 82133766
崔嵘	021-60933159			岳鑫	0755- 82130432
吴土金	0755-82130833-1332			高健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	陈玲	0755-82130646
谈焯	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	杨森	0755-82133343
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李君	021-60933156	郑东	010- 66025270	孙菲菲	0755-82130722
左涛	021-60933164	秦波	010-66026317	祝彬	0755-82131528
				田惠蓝	0755-82133263
				吴美玉	010-66026319
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	严蓓娜	021-60933165
陈爱华	0755-82133397	丁丹	0755- 82139908		
邱斌	0755-82130532	陈栋	021-60933147		
罗洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田良	0755-82130513	程峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵达	0755-82130706	黄海培	021-60933150		
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
黄磊	0755-82151833				
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
陈财茂	021-60933163	黄茂	0755-82138922	杨昕	021-60933168
煤炭		建筑		新兴产业	
		邱波	0755-82133390	陈健	010-66022025
		李遵庆	0755-82133055	李筱筠	010-66026326
固定收益		指数与产品设计		投资基金	
李怀定	021-60933152	焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339
高宇	0755- 82133538	王军清	0755-82133297	刘舒宇	0755-82133568
侯慧娣	021-60875161	彭甘霖	0755-82133259	康亢	010-66026337
张旭	010-66026340	阳瑾	0755-82133538	刘洋	0755-82150566
蔺晓熠	021-60933146	周琦	0755-82133568	李腾	0755-82130833-6223
刘子宁	021-60933145	赵学昂	0755-66025232		
		邓岳	0755- 82150533		
数量化投资		交易策略			
葛新元	0755-82133332	戴军	0755-82133129		
董艺婷	021-60933155	秦国文	0755-82133528		
林晓明	0755-25472656	徐左乾	0755-82133090		
赵斯尘	021-60875174	黄志文	0755-82133928		
程景佳	010-88005326				
郑云	021-60875163				
毛甜	021-60933154				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
原 玮	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						严小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温 馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	