



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

公司动态
证券研究报告

2011年01月24日

建筑

研究部

吴慧敏

分析员 SAC 执业证书编号：
S0080209070098
wuhm@cicc.com.cn

中性

中国铁建 (601186.CH/1186.HK)

转让沙特麦加项目，锁定最大损失

主要财务信息

(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
主营业务收入	177,487	226,141	355,521	442,193	511,028
(+/-%)	12%	27%	57%	24%	16%
营业利润	4,891	4,702	8,194	5,124	11,411
(+/-%)	129%	-4%	74%	-37%	123%
净利润	3,143	3,644	6,599	4,054	9,055
(+/-%)	153%	16%	81%	-39%	123%
摊薄每股盈利(元)	0.25	0.30	0.53	0.33	0.73
净资产收益率(%)	62.1%	7.6%	12.4%	7.2%	14.4%
现金分红收益率(%)	2.7%	1.4%	2.2%	1.1%	2.6%
净利润率	1.8%	1.6%	1.9%	0.9%	1.8%
总资产回报率	2.0%	1.7%	2.3%	1.2%	2.4%
资产负债率	96.6%	78.1%	80.9%	82.7%	82.7%
A股市盈率	28.1	24.3	13.4	21.8	9.8
A股市净率	17.5	1.9	1.7	1.6	1.4
H股市盈率	35.9	28.3	16.0	24.8	10.7
H股市净率	22.3	2.2	2.0	1.8	1.5

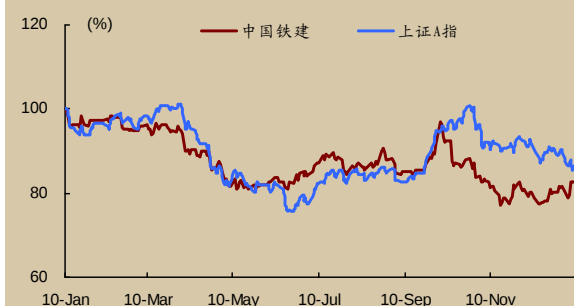
股票信息

H股		A股
1186.HK	股票代码	601186.CH
港币9.72	当前股价	人民币7.17
港币12.00	目标价	-
0.32	日成交量(百万股)	74.62
港币11.2/8.61	52周最高价/最低价	人民币8.89/6.6
90,631	市值(百万元)	90,631
12,338	发行股数(百万股)	12,338
2,076	其中：流通股(百万股)	2,450
	主要股东(持股比例)	中国铁道建筑总公司(61.33%)

最近估值走势

	近一周	1个月	3个月	年初至今
601186.CH	+2.43	+3.17	-10.49	+5.75
上证A指	-2.73	-5.67	-8.80	-3.31
A股建筑指数	+0.57	-2.63	+2.05	+1.64

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

公司近况：

公司公告关于沙特麦加项目的进展，主要内容如下：

- 1、公司将沙特麦加项目自2010年10月31日后的权利义务转让给中铁建总公司，总公司支付20.77亿元作为对价；
- 2、后期麦加项目的索赔安排：1)若索赔收入低于(含)13.85亿元，索赔收入全部归公司所有；2)若高于13.85亿元低于34.62亿元，其中13.85亿元归公司所有，剩余部分(最多20.77亿元)归中铁建总公司所有；3)若高于34.62亿元，按上述分配后的剩余部分，优先补偿中铁建总公司在该项目上的后期亏损，其余部分归公司享有；
- 3、麦加项目截止2010年10月31日的累计净亏损41.48亿元(包括已完工的34.62亿元和未完工计提的预计损失6.86亿元)仍将保留在公司2010年及以前年度的利润表中，转回的合同预计损失和由中铁建总公司支付的款项计入“资本公积”；

评论：

- 1、沙特麦加项目是一个特殊的项目，包括实施过程中的亏损及事后总公司代表国家承担部分损失，并不适用于公司的其他海外项目，截止2010年三季度末，公司在手订单约9,400亿元，其中海外订单250亿美元，目前公司的海外项目进展均处于可控状态；
- 2、从会计处理上看，41.48亿的亏损仍保留在公司2010年及以前年度的利润表中，总公司的支付款项并不影响股份公司的利润，我们仍维持原盈利预测不变；
- 3、从公司转让该项目给总公司的实质上看，股份公司锁定了最大亏损额13.85亿元，并且未来若取得索赔收入，该项目亏损仍有进一步降低的可能；

估值与建议：

当前股价下，公司A股2010、2011年PE分别为21.8和9.8倍，H股为24.8和10.7倍，估值处于建筑行业的低端。我们认为公司股价短期存在上涨动力，主要由于：1)公司公告沙特麦加项目转让于母公司，从而在一定程度上降低了投资者对建筑公司海外项目风险的担忧；2)美国、英国等国家正在进行高铁规划，公司有望获得海外高铁订单；3)投资者对于政策支持下的高铁板块的热情不减。长期来看，大型建筑公司由于政策性支持保障，大盘调整时可获得相对收益，但整体获得绝对收益的空间有限。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1: 历史和预测的财务指标

截至12月31日	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
损益表 (人民币百万元)					
主营业务收入	177,487	226,141	355,521	442,193	511,028
主营业务利润	11,399	15,803	22,548	24,713	33,826
减: 营业费用	696	849	1,016	1,327	1,533
管理费用	5,326	8,725	13,409	16,803	19,419
财务费用	860	1,062	366	679	1,154
营业利润	4,891	4,702	8,194	5,124	11,411
税前利润	4,977	4,569	8,307	5,250	11,528
减: 所得税	1,828	863	1,576	1,050	2,306
减: 少数股东损益	5	62	133	146	168
净利润	3,143	3,644	6,599	4,054	9,055
资产负债表 (人民币百万元)					
应收款项	89,737	105,411	140,383	175,751	208,429
存货	11,889	22,150	33,476	43,953	47,147
货币资金	27,488	57,470	64,952	58,804	58,042
流动资产合计	129,264	185,074	238,909	278,615	313,737
固定资产	14,662	19,689	27,869	32,461	33,417
应付款项	103,306	122,889	170,592	214,734	248,605
短期借款	17,572	13,280	10,540	11,540	12,540
流动负债合计	138,142	158,069	207,595	252,119	284,521
长期借款	5,109	5,515	3,565	4,565	6,565
负债合计	151,604	171,800	228,911	273,451	306,929
股东权益	5,058	47,774	53,265	56,256	63,001
总资产	156,878	220,102	282,990	330,667	371,057
现金流量表 (人民币百万元)					
经营活动现金流	9,421	7,300	17,474	8,257	12,352
投资活动现金流	(12,183)	(13,068)	(13,629)	(14,470)	(12,900)
筹资活动现金流	7,631	32,287	1,407	115	168
现金及现金等价物净增加额	4,815	26,267	5,615	(6,148)	(762)
期初现金及现金等价物余额	18,374	23,188	49,455	55,070	48,922
期末现金及现金等价物余额	23,188	49,455	55,070	48,922	48,160
财务指标					
毛利率	6.4%	7.0%	6.3%	5.6%	6.6%
经营利润率	2.8%	2.1%	2.3%	1.2%	2.2%
净利率	1.8%	1.6%	1.8%	0.9%	1.8%
股息收益率	2.7%	1.4%	2.2%	1.1%	2.6%
资产收益率	2.0%	1.7%	2.3%	1.2%	2.4%
净资产收益率	62.1%	7.6%	12.4%	7.2%	14.4%
资产负债率	96.6%	78.1%	80.9%	82.7%	82.7%
净现金/股东权益	(71.2%)	(75.1%)	(92.4%)	(72.1%)	(56.8%)
每股盈利	0.25	0.30	0.53	0.33	0.73
每股分红	0.20	0.10	0.16	0.08	0.18
每股净资产	0.4	3.9	4.3	4.6	5.1

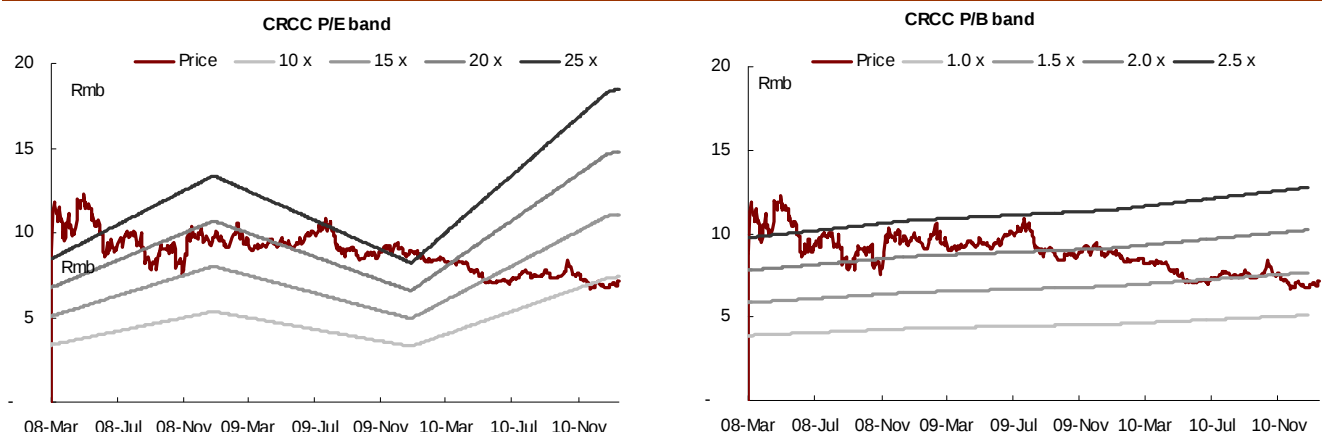
资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表 2: 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
	2011-1-22	(百万美元)	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09-11	09A	10E	11E	09A	10E	11E	最近会计年度		
美国	(USD)		(USD)	(USD)	(USD)													
Fluor Corp.	71.02	12,698	3.83	2.14	3.32	18.5	33.2	21.4	-6.9%	3.8	3.5	3.0	20%	11%	15%	58%	5%	3%
Jacobs Engineering Group	49.72	6,270	3.26	2.38	2.56	15.3	20.9	19.5	-11.5%	2.3	2.1	2.0	n.a.	9%	10%	47%	15%	4%
Shaw Group Inc	38.46	3,271	0.18	2.16	1.65	213.7	17.8	23.4	202.4%	2.3	2.1	1.9	7%	10%	8%	67%	8%	2%
KBR Huston	32.23	4,866	1.74	1.99	2.18	18.5	16.2	14.8	11.8%	2.2	2.1	1.8	n.a.	14%	14%	65%	7%	3%
平均值		6,776				66.5	22.0	19.8	49.0%	2.7	2.4	2.2	13%	11%	12%	60%	9%	3%
中间值		5,568				18.5	19.4	20.4	2.5%	2.3	2.1	1.9	13%	11%	12%	62%	7%	3%
欧洲																		
VINCI SA (EUR)	42.48	31,978	2.94	3.18	3.35	14.4	13.4	12.7	6.7%	2.3	2.1	2.0	17%	16%	16%	83%	n.a.	5%
Bouygues Corp. (EUR)	34.68	17,284	3.76	3.11	3.36	9.2	11.2	10.3	-5.5%	1.5	1.3	1.2	17%	12%	12%	75%	n.a.	5%
Skanska Ab-B Shs (SEK)	131.50	8,422	8.42	8.60	11.78	15.6	15.3	11.2	18.2%	2.8	2.8	2.4	18%	19%	25%	77%	8%	2%
Hochtief AG (EUR)	64.55	6,771	2.62	3.19	4.12	24.7	20.2	15.7	25.5%	2.0	1.6	1.5	10%	10%	12%	76%	n.a.	1%
平均值		16,114				16.0	15.0	12.5	11.2%	2.1	1.9	1.8	15%	14%	16%	78%	8%	3%
中间值		12,853				15.0	14.3	11.9	12.5%	2.1	1.8	1.7	17%	14%	14%	77%	8%	3%
日本	(JPY)		(JPY)	(JPY)	(JPY)													
Shimizu Corp.	360	3,438	8.01	-8.73	14.39	44.9	-41.2	25.0	34.0%	0.8	0.9	0.9	2%	-1%	4%	81%	7%	2%
Kajima Corp.	226	2,894	-6.20	13.02	12.84	-36.5	17.4	17.6	n.a.	0.9	0.9	0.9	-2%	5%	5%	84%	6%	2%
Taisei	201	2,776	-22.93	19.24	10.78	-8.8	10.4	18.6	n.a.	0.7	0.8	0.8	-5%	7%	4%	78%	8%	1%
Obayashi	402	3,513	15.24	-74.21	23.24	26.4	-5.4	17.3	23.5%	0.7	0.9	0.8	3%	-15%	5%	74%	6%	1%
平均值		3,155				6.5	-4.7	19.6	28.8%	0.8	0.9	0.8	-1%	-1%	4%	80%	7%	2%
中间值		3,166				8.8	2.5	18.1	28.8%	0.7	0.9	0.8	0%	2%	5%	80%	7%	2%
香港	(HK\$)		(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)													
中国中铁	5.82	15,548	0.37	0.43	0.53	15.8	13.7	10.9	20.5%	1.8	1.6	1.4	11%	11%	13%	79%	6%	2%
中国铁建	9.72	13,761	0.61	0.39	0.91	16.0	24.8	10.7	22.1%	2.0	1.8	1.5	11%	13%	14%	81%	6%	2%
中文建	6.53	12,424	0.55	0.71	0.87	11.8	9.2	7.5	25.6%	1.6	1.3	1.1	13%	14%	15%	75%	10%	3%
中国中冶	3.46	10,891	0.27	0.32	0.39	13.0	11.0	9.0	20.6%	1.6	1.4	1.2	12%	11%	12%	81%	10%	3%
中国建筑国际	8.40	3,212	0.21	0.32	0.43	40.5	26.6	19.6	43.7%	5.8	5.0	4.1	14%	19%	23%	67%	9%	5%
平均值		8,842				19.4	17.1	11.5	26.5%	2.5	2.2	1.9	12%	14%	15%	77%	8%	3%
中间值		10,891				15.8	13.7	10.7	22.1%	1.8	1.6	1.4	12%	13%	14%	79%	9%	3%
国内A股	(RMB)		(RMB)	(RMB)	(RMB)													
中国中铁	4.78	15,548	0.32	0.36	0.43	14.8	13.4	11.1	15.6%	1.7	1.5	1.4	11%	11%	13%	79%	6%	2%
中国铁建	7.17	13,761	0.53	0.33	0.73	13.4	21.8	9.8	17.1%	1.7	1.6	1.4	12%	7%	14%	81%	6%	2%
中国建筑	3.63	16,535	0.19	0.28	0.35	19.0	13.2	10.4	35.4%	1.6	1.4	1.3	8%	11%	13%	70%	8%	2%
中国中冶	3.90	10,891	0.22	0.23	0.28	17.6	16.8	13.7	13.3%	2.0	1.8	1.6	11%	11%	12%	80%	10%	3%
葛洲坝	13.03	6,900	0.38	0.48	0.58	34.4	27.3	22.4	23.7%	5.6	4.2	3.8	16%	16%	17%	78%	6%	5%
中铁二局	9.68	2,145	0.47	0.69	0.88	20.7	14.1	11.0	36.9%	3.4	2.8	2.3	16%	20%	21%	82%	4%	2%
隧道股份	11.51	1,282	0.49	0.61	0.74	23.4	18.7	15.5	22.8%	2.1	2.0	1.8	9%	11%	12%	78%	6%	2%
平均值		7,613				20.5	17.9	13.4	23.6%	2.6	2.2	1.9	12%	12%	14%	78%	7%	3%
中间值		6,900				19.0	16.8	11.1	22.8%	2.0	1.8	1.6	11%	11%	13%	79%	6%	2%

资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部;

图表 3: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部;

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

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

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



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