

建筑施工

署名人: 罗泽兵

执业证书编号: S0960209110320

021-62178410

luozebing@cjis.cn

参与人: 李凡

执业证书编号: S0960209060268

0755-82026745

lifan@cjis.cn

6-12 个月目标价: 12.50 元

当前股价: 7.17 元

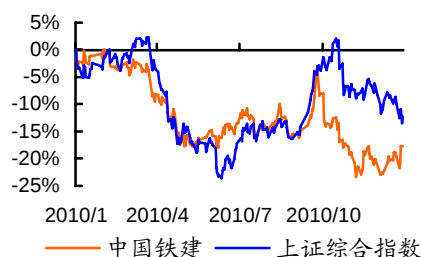
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2715.29
总股本(百万)	12338
流通股本(百万)	4526
流通市值(亿)	325
EPS (TTM)	0.40
每股净资产(元)	4.38
资产负债率	80.9%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中国铁建	3.02	-10.15	-4.65
上证综合指数	-6.50	-8.99	7.10



《中国铁建-国内铁路新签合同量再上台阶》 2010-10-28

《中国铁建-单个项目短期经营波动不改公司长期价值》 2010-10-25

《中国铁建-收入快速增长下表现出良好的业绩弹性》 2010-8-31

中国铁建

601186

强烈推荐

沙特项目损失大幅减少, 海外市场重回发展轨道

公司 1 月 21 日发布董事会公告, 与控股股东中国铁建总公司就沙特麦加轻轨项目的前期亏损弥补、后续运营事项达成安排。

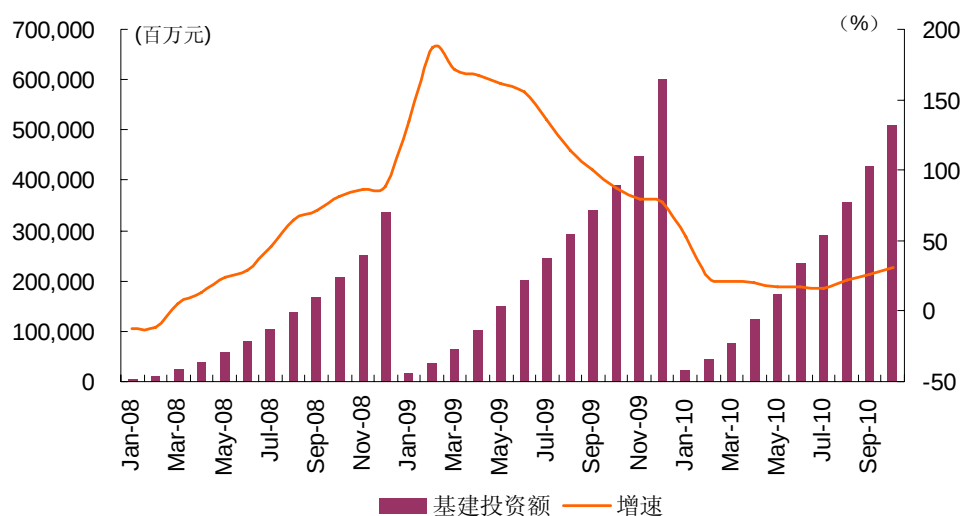
投资要点:

- **沙特项目的最大损失锁定在 13.85 亿元, 较公司之前的判断减少了 2/3。**根据公司与控股股东的协议, 沙特项目自 2010 年 10 月 31 日起的未完成部分后由中铁建总公司履行, 公司不再承担后续的亏损/盈利。对沙特项目在 2010 年 10 月 31 日之前产生的 34.62 亿元亏损部分, 主要通过两种方式进行弥补: 1) 其中 20.77 亿元由中铁建总公司直接向本公司支付; 2) 剩余合同损失的补偿金额视后续由业主方取得的索赔收入而定, 如果索赔收入超过 13.85 亿元, 则公司将能够获得 13.85 亿元的全额补偿, 如果索赔收入不足 13.85 亿元, 则公司将获得实际的索赔金额。在此安排下, 公司沙特项目的最大损失得到锁定, 且由于索赔机制的安排, 该项目存在进一步减少损失甚至扭亏的可能性。会计安排上, 沙特项目合同损失的转回部分将计入资本公积而不直接反映为收益, 虽然对账面净利润无增补效应但有利于减少所得税的支出, 对股东更为有利。
- **其他在手海外项目执行良好, 美国、巴西等新市场的开拓有望取得积极进展。**目前公司在手海外合同金额折合人民币在 1700 亿元左右。这些项目主要分布在尼日利亚、阿尔及利亚等地, 主流仍是采用中国版的设计和施工规范, 合同执行难度远小于此次沙特项目 (该项目系按欧洲标准); 同时, 公司在这些项目投标过程中均设定了严格的回报率标准 (按国际会计准则毛利率在 10% 左右) 和预收款比例要求, 预计最终的盈利水平将高出国内同类项目 2-3 个百分点, 足以覆盖其汇率和政治风险等。此外, 随着目前国内高铁技术的成熟和国家对铁路基建进军海外市场的大力支持, 在公司着力的美国、巴西等新的海外市场预计未来 3 年公司也将取得积极的进展。
- **国内铁路“十二五”建设强度持续提高, 公司是主要受益者之一。**“十一五”期间国内铁路新增里程 1.4 万公里, 基建投资完成 1.7 万亿元; 根据铁道部的最新工作计划, “十二五”期间国内铁路还将新增里程 3.0 万公里, 基建投资预计完成 3.0 万亿元。无论是从里程或是投资额的角度衡量, “十二五”期间铁路建设的强度都较“十一五”提高 70% 以上。公司作为国内铁路基建两大主要企业之一, 将直接受益于本轮铁路基建的高建设强度。
- **维持“强烈推荐”的投资评级。**公司直接受益于十二五国内铁路投资强度的持续提高; 同时, 在中国高铁快步走向海外的过程中, 公司良好的海外经营履历和技术优势也为其拓展海外市场奠定了良好基础。在考虑沙特项目账面亏损的情况下, 预计 10-12 年的 EPS 为 0.49、0.94 和 1.20 元, 维持强烈推荐。
- **风险提示:** 工程企业经营结算波动等。

主要财务指标

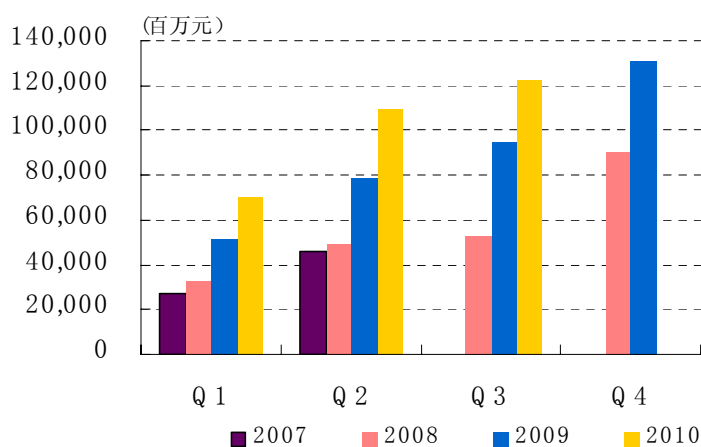
单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	355521	447361	519869	602732
同比(%)	57%	26%	16%	16%
归属母公司净利润(百万元)	6599	6055	11590	14854
同比(%)	81%	-8%	91%	28%
毛利率(%)	9.3%	8.9%	9.9%	10.2%
ROE(%)	12.4%	10.2%	16.4%	17.3%
每股收益(元)	0.53	0.49	0.94	1.20
P/E	13.40	14.61	7.63	5.96
P/B	1.66	1.49	1.25	1.03
EV/EBITDA	3	3	2	2

图 1 国内铁路基建投资的月度累计金额变化



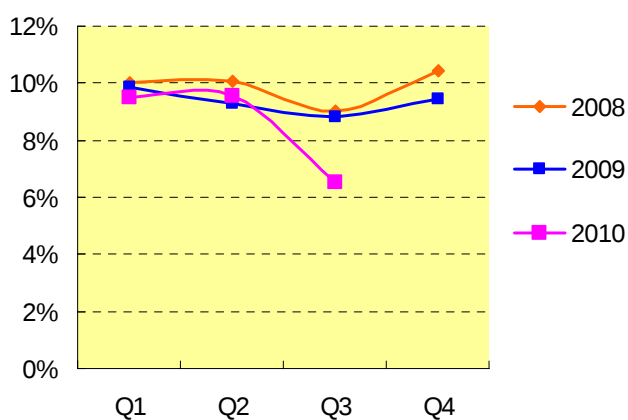
数据来源：CEIC

图 2 公司历年各季度收入对比



数据来源：公司资料

图 3 公司历年各季度毛利率对比



数据来源：公司资料

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	238909	239154	292359	337377	营业收入	355521	447361	519869	602732
现金	64952	73643	79287	97624	营业成本	322428	407540	468305	541507
应收账款	44690	62007	66910	77575	营业税金及附加	10545	13331	15492	17961
其它应收款	19784	28747	30836	35751	营业费用	1016	1297	1612	1989
预付账款	23628	29750	34186	39530	管理费用	13409	16802	18975	21638
存货	33476	44538	51179	59179	财务费用	366	607	913	934
其他	52378	468	29961	27718	资产减值损失	-268	600	400	500
非流动资产	44081	53956	58295	59168	公允价值变动收益	12	0	0	0
长期投资	3161	3484	3484	3484	投资净收益	156	200	250	300
固定资产	27869	36657	39931	39456	营业利润	8194	7383	14422	18503
无形资产	5788	7555	9272	10940	营业外收入	300	400	400	400
其他	7263	6261	5608	5289	营业外支出	186	250	250	250
资产总计	282990	293110	350654	396545	利润总额	8307	7533	14572	18653
流动负债	207595	216895	258901	290543	所得税	1576	1356	2842	3637
短期借款	10540	10000	10000	10000	净利润	6732	6177	11730	15016
应付账款	93728	118187	135808	157037	少数股东损益	133	122	140	161
其他	103327	88708	113093	123506	归属母公司净利润	6599	6055	11590	14854
非流动负债	21316	16065	19872	19107	EBITDA	14934	13644	22956	28566
长期借款	3565	3565	3565	3565	EPS (元)	0.53	0.49	0.94	1.20
其他	17751	12500	16307	15541	主要财务比率				
负债合计	228911	232960	278774	309649	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	814	936	1076	1238	成长能力				
股本	12338	12338	12338	12338	营业收入	57.2%	25.8%	16.2%	15.9%
资本公积	31520	31520	31520	31520	营业利润	74.3%	-9.9%	95.3%	28.3%
留存收益	9301	15356	26947	41801	归属于母公司净利润	81.1%	-8.2%	91.4%	28.2%
归属母公司股东权益	53265	59214	70804	85659	获利能力				
负债和股东权益	282990	293110	350654	396545	毛利率	9.3%	8.9%	9.9%	10.2%
现金流量表					净利率	1.9%	1.4%	2.2%	2.5%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	12.4%	10.2%	16.4%	17.3%
经营活动现金流	17474	25136	18306	28970	ROIC	46.8%	117.2%	79.8%	137.5%
净利润	6732	6177	11730	15016	偿债能力				
折旧摊销	6375	5653	7621	9130	资产负债率	80.9%	79.5%	79.5%	78.1%
财务费用	366	607	913	934	净负债比率	6.88%	6.55%	5.48%	4.93%
投资损失	-156	-200	-250	-300	流动比率	1.15	1.10	1.13	1.16
营运资金变动	17071	18058	-5673	4743	速动比率	0.99	0.90	0.93	0.96
其它	-12913	-5159	3964	-553	营运能力				
投资活动现金流	13629	-15199	-11750	-9700	总资产周转率	1.41	1.55	1.62	1.61
资本支出	12998	13000	10000	8000	应收账款周转率	9	8	8	8
长期投资	-1272	350	0	0	应付账款周转率	4.24	3.85	3.69	3.70
其他	25355	-1849	-1750	-1700	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	1407	-1246	-912	-933	每股收益(最新摊薄)	0.53	0.49	0.94	1.20
短期借款	-2739	-540	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.42	2.04	1.48	2.35
长期借款	-1950	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.32	4.80	5.74	6.94
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	133	0	0	0	P/E	13.40	14.61	7.63	5.96
其他	5963	-706	-912	-933	P/B	1.66	1.49	1.25	1.03
现金净增加额	5615	8691	5643	18337	EV/EBITDA	3	3	2	2

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

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 $\pm 10\%$ 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

研究团队简介

罗泽兵, 中投证券研究所建筑行业分析师, 管理学硕士。

李凡, 中投证券研究所建材建筑行业分析师, 管理学硕士。

主要研究覆盖的建筑公司包括: 中铁二局、葛洲坝、精工钢构、中材国际、海油工程、中国建筑、中国中冶、金螳螂、洪涛股份、亚厦股份、中国中铁、中国铁建。

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。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告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

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

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

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