



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

行业动态
证券研究报告

2011 年 3 月 31 日

建筑与工程

研究部

吴慧敏

分析师，SAC 执业证书编号：

S0080511030004

wuhm@cicc.com.cn

张松

分析师，SAC 执业证书编号：

S0080511010055

zhangs2@cicc.com.cn

“双铁”业绩点评 (601390.SH/601186.SH)

业绩低于市场预期

2010 年业绩低于市场预期

2010 年，中国中铁、中国铁建分别实现营业收入 4,737 亿和 4,701 亿元，分别同比增长 36.5%和 32.2%；归属母公司股东净利润分别为 74.9 亿元和 42.5 亿元，对应每股收益 0.35 和 0.34 元，分别同比增长 8.9%和下降 35.7%，低于市场一致预期 10.7%和 18.5%，剔除沙特项目亏损影响，中国铁建归属母公司净利润为 81.7 亿元，同比增长 21.4%；

- **收入增长高于行业投资增速：**中国中铁和中国铁建 2010 年营业收入分别达到 4,737 和 4,701 亿元，分别同比增长 36.5%和 32.2%，其中：基建业务仍是中国中铁和中国铁建收入的最大来源，分别同比增长 32.9%和 31.9%，主要受益于四万亿投资的滞后效应，特别地，铁路基建收入分别实现 2,355 和 2,572 亿元，同比增长 36.5%和 35.7%，占 2010 年全国铁路基建投资总额的 69.5%；
- **毛利率同比下降：**2010 年中国中铁、中国铁建毛利率 9.2%和 8.8%，分别同比下降 0.2 和 0.5 百分点；中国中铁毛利率下降的主要原因在于：1) 部分新开工项目未达到毛利确认条件；2) 铁道部概算调整的滞后性；3) 原材料及人工成本的上涨；中国铁建毛利率下降主要由于沙特麦加项目亏损影响；
- **汇兑收益正贡献，但未来对公司业绩影响减小：**中国中铁和中国铁建 2010 年实现外汇收益 3.7 亿元和 2.4 亿元，占公司税前利润的 3.5%和 3.9%；截至 2010 年底，公司货币资金中，外币资产占货币资金比重下降至 5.0%和 7.4%，汇率波动对公司业绩影响减小；
- **新签合同稳定增长，在手订单充裕，预示未来公司业绩仍能实现稳定增长：**中国中铁、中国铁建 2010 年新签合同额分别为 7,355 和 7,472 亿元，同比增长 22.2%和 24.3%；在手订单分别为 9,667 亿元和 9,724 元，分别是其 2010 年收入的 2.0 和 2.1 倍，在手订单充裕，足以支持两家公司 2-3 年的长期发展；

盈利预测调整：

我们维持两家公司盈利预测不变，即中国中铁 2011、2012 年分别实现净利润 90.0 亿元和 100.1 亿元，对应每股收益 0.42 和 0.47 元，分别同比增长 20.2%和 11.2%；中国铁建 2011、2012 年实现净利润 91.5 亿元和 101.0 亿元，对应每股收益 0.74 和 0.82 元，分别同比增长 115.4%和 10.4%；

估值与建议：

当前股价下，中国中铁 A 股 2011、2012 年 PE 分别为 10.8 和 9.7，H 股分别为 9.9 和 8.9 倍，中国铁建 A 股 2011、2012 年 PE 分别为 9.4 和 8.5 倍，H 股分别为 9.1 和 8.3 倍；短期内两家公司仍受制于铁道部刘志军事件影响，我们仍维持“中性”投资评级。

估值与建议：

基建投资放缓，原材料及人工成本上涨超预期；

2010年业绩低于市场预期

2010年，中国中铁、中国铁建分别实现营业收入4,737亿元和4,701亿元，分别同比增长36.5%和32.2%；归属母公司股东净利润分别为74.9亿元和42.5亿元，对应每股收益0.35和0.34元，分别同比增长8.9%和下降35.7%，剔除沙特项目亏损影响，中国铁建归属母公司净利润为81.7亿元，同比增长21.4%。

收入增长高于行业投资增速

2010年全年上看，两家公司营业收入分别达到4,737和4,701亿元，分别同比增长36.5%和32.2%；

- 核心主业基建建设增速高于行业投资增速：**基建业务仍是中国中铁和中国铁建收入的最大来源，分别同比增长32.9%和31.9%，主要受益于四万亿投资的滞后效应，特别地，铁路基建收入分别实现2,355和2,572亿元，同比增长36.5%和35.7%，占2010年全国铁路基建投资总额的69.5%；
- 勘察设计业务增速放缓：**勘察设计是基建建设的先行指标，两家公司勘察设计业务收入分别同比增长22.5%和9.1%，略有放缓；
- 机械制造需求比较旺盛：**两家公司机械制造的产品主要集中在铁路建设及养护所需机械设备，收入分别同比增长36.5%和13.7%。
- 房地产扩张较快：**两家公司作为国资委核准的以房地产为主业的16家大型央企之一，房地产业务扩张较快，截至2010年12月31日，中国中铁和中国铁建土地储备分别为2,501万和2,012万平方米；
- 海外业务贡献仍然相对有限：**中国中铁、中国铁建海外业务分别实现收入237.8和224.7亿元，分别同比增长141.7%和0.7%，海外收入贡献分别为5.0%和4.8%；

图表1：中国中铁分板块业务收入贡献及增速

分部收入	2009	占比 (%)	2010	占比 (%)	YoY (%)
基建建设	309,841	89.3%	411,716	86.9%	32.9%
勘察设计	6,798	2.0%	8,330	1.8%	22.5%
设备制造	7,618	2.2%	10,397	2.2%	36.5%
房地产开发	5,458	1.6%	11,715	2.5%	114.6%
其他	17,232	5.0%	31,505	6.7%	82.8%
合计	346,955	100.0%	473,663	100.0%	36.5%

资料来源：公司数据，中金公司研究部；

图表2：中国铁建分板块业务收入贡献及增速

分部收入	2009	占比 (%)	2010	占比 (%)	YoY (%)
工程承包	324,837	90.0%	428,497	89.5%	31.9%
勘察设计咨询	7,638	2.1%	8,333	1.7%	9.1%
工业制造	8,142	2.3%	9,256	1.9%	13.7%
其他业务	20,132	5.6%	32,495	6.8%	61.4%
合计	355,521	100.0%	470,159	100.0%	32.2%

资料来源：公司数据，中金公司研究部；

图表3：双铁铁路建设收入与铁路投资比较

十亿元	2007A	2008A	2009A	2010
铁路基建投资	177	338	601	709
同比增速	14.1%	90.5%	77.9%	18.1%
中国中铁铁路基建收入	76	101	173	236
同比增速	23.7%	32.6%	70.9%	36.5%
市场份额	42.9%	29.9%	28.7%	33.2%
中国铁建铁路基建收入	76	106	190	257
同比增速	20.1%	38.6%	79.5%	35.7%
市场份额	43.0%	31.3%	31.6%	36.3%
双铁合计市场份额	85.9%	61.2%	60.3%	69.5%

资料来源：公司数据，中金公司研究部；

图表4：中国中铁海外贡献依然有限

分部收入	2009	占比 (%)	2010	占比 (%)	YoY (%)
境内	337,116	97.2%	449,881	95.0%	33.5%
境外	9,839	2.8%	23,782	5.0%	141.7%
合计	346,955	100.0%	473,663	100.0%	36.5%

资料来源：公司数据，中金公司研究部；

图表5：中国铁建海外贡献依然有限

分部收入	2009	占比 (%)	2010	占比 (%)	YoY (%)
境内	333,217	93.7%	447,689	95.2%	34.4%
境外	22,303	6.3%	22,469	4.8%	0.7%
合计	355,521	100.0%	470,159	100.0%	32.2%

资料来源：公司数据，中金公司研究部；

毛利率同比下降

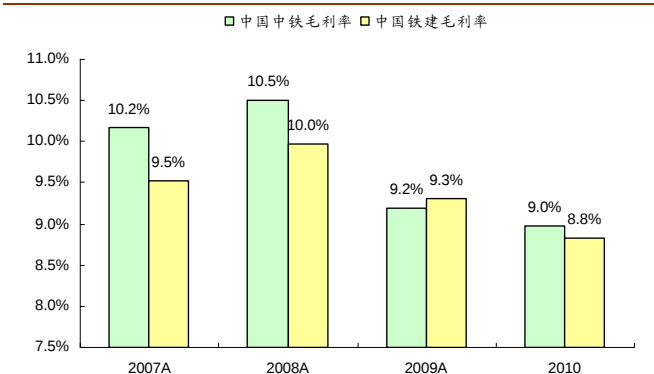
全年上看，2010年中国中铁、中国铁建毛利率分别为9.0%和8.8%，分别同比下降0.2和0.5个百分点；

中国中铁毛利率下降的主要原因包括：1)部分新开工项目未达到毛利确认条件；2)铁道部概算调整的滞后性；3)原材料及人工成本的上涨；

中国铁建毛利率下降主要由于沙特麦加项目亏损影响；

往前看，我们认为，随着更多的新开工项目达到毛利确认条件，两家公司未来毛利率有望保持稳定；

图表6：双铁毛利率下降



资料来源：公司数据，中金公司研究部；未扣除营业税金及附加

图表 7：中国中铁 2010 年分板块毛利及毛利率比较

分部毛利	2009	占比 (%)	2010	占比 (%)	YoY (%)
基础设施建设	25,129	78.8%	31,541	74.2%	25.5%
勘察设计	1,879	5.9%	2,932	6.9%	56.1%
设备制造	1,275	4.0%	1,692	4.0%	32.7%
房地产开发	1,436	4.5%	2,780	6.5%	93.6%
其他	2,168	6.8%	3,543	8.3%	63.4%
合计	31,887	100.0%	42,488	100.0%	33.3%

分部毛利率	2009	2010	+/- (%)
基础设施建设	8.1%	7.7%	-0.4%
勘察设计	27.6%	35.2%	7.6%
设备制造	16.7%	16.3%	-0.5%
房地产开发	26.3%	23.7%	-2.6%
其他	12.6%	11.2%	-1.3%
综合毛利率	9.2%	9.0%	-0.2%

资料来源：公司数据，中金公司研究部；

图表 8：中国铁建 2010 年分板块毛利及毛利率比较

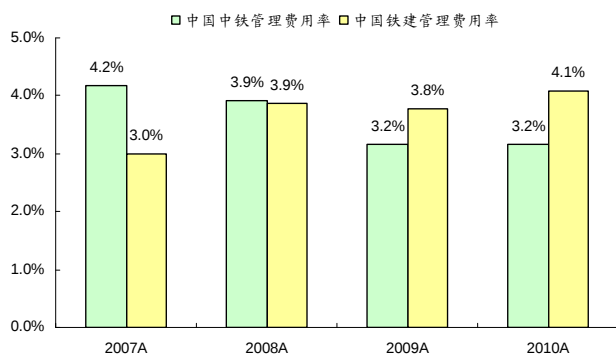
分部毛利	2009	占比 (%)	2010	占比 (%)	YoY (%)
工程承包	27,624	83.5%	34,783	83.8%	32.3%
勘察设计公司	1,885	5.7%	2,202	5.3%	42.5%
工业制造	1,108	3.3%	1,457	3.5%	78.2%
其他业务	2,476	7.5%	3,070	7.4%	93.4%
合计	33,093	100.0%	41,512	100.0%	37.8%

分部毛利率	2009	2010	+/- (%)
工程承包	8.5%	8.1%	-0.4%
勘察设计公司	24.7%	26.4%	1.7%
工业制造	13.6%	15.7%	2.1%
其他业务	12.3%	9.4%	-2.9%
综合毛利率	9.3%	8.8%	-0.5%

资料来源：公司数据，中金公司研究部；

管理费用率未有改观

2010 年，中国中铁、中国铁建管理费用率分别为 3.2% 和 4.1%，中国中铁同比基本持平，中国铁建费用率上升 0.3 个百分点，主要由于研发成本的加大；

图表 9：两家公司管理费用率未有改观


资料来源：公司数据，中金公司研究部

汇兑实现正收益

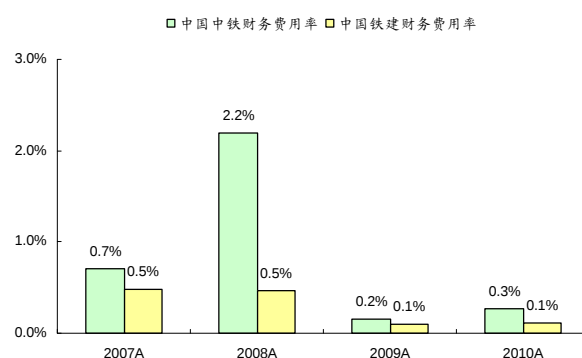
2010 年，中国中铁、中国铁建财务费用率分别为 0.3% 和 0.1%，分别同比上升 0.1 和持平；最主要来源于两家

公司由 2010 年的澳元汇率升值幅度小于 2009 年，导致公司汇兑收益小于 2009 年；

具体而言：

中国中铁 2010 年实现外汇收益 3.7 亿元（对于 2009 年收益 10.9 亿元），占 2010 年公司税前利润的 3.5%；截至 2010 年底，公司货币资金中，外币资产只有 27.7 亿元，占货币资金比重下降至 5%；

中国铁建 2010 年实现外汇收益 2.4 亿元（对于 2009 年收益 3.1 亿元），占 2010 年公司税前利润的 3.9%；截至 2010 年底，公司货币资金中，外币资产为 48.1 亿元，其占货币资金比重下降至 7.4%；

图表 10：两家公司财务费用率变化图


资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 11：中国中铁财务费用明细 (2009&2010)

百万元	2009	2010
利息支出	3,580	3,478
减：已资本化的利息费用	1,255	996
减：利息收入	937	1,270
汇兑差额	-1,088	-370
其他	261	433
合计	561	1,275

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 12：中国铁建财务费用明细 (2009&2010)

百万元	2009	2010
利息支出	1,559	1,618
减：利息收入	895	777
减：利息资本化金额	339	427
汇兑损益	-310	-244
银行手续费及其他	351	341
合计	366	511

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 13：中国中铁 2010 年底外币资产余额及构成

等值人民币 百万元	余额 @09.12.31	占比%	余额 @10.12.31	占比%	YoY %
人民币	43,988	85.0%	54,377	95.1%	23.6%
美元	3,963	7.7%	1,375	2.4%	-65.3%
澳元	3,008	5.8%	32	0.1%	-98.9%
其他	816	1.6%	1,367	2.4%	67.5%
合计	51,776	100.0%	57,151	100.0%	10.4%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 14：中国铁建 2010 年底外币资产余额及构成

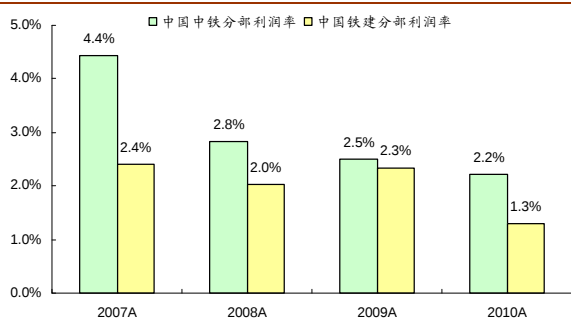
等值人民币 百万元	余额 @09.12.31	占比%	余额 @10.12.31	占比%	YoY %
人民币	55,851	86.0%	60,393	92.6%	8.1%
美元	3,441	5.3%	1,035	1.6%	-69.9%
港币	1,391	2.1%	122	0.2%	-91.2%
澳元	579	0.9%	342	0.5%	-40.8%
其他	3,690	5.7%	3,314	5.1%	-10.2%
合计	64,952	100.0%	65,207	100.0%	0.4%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

分部利润率

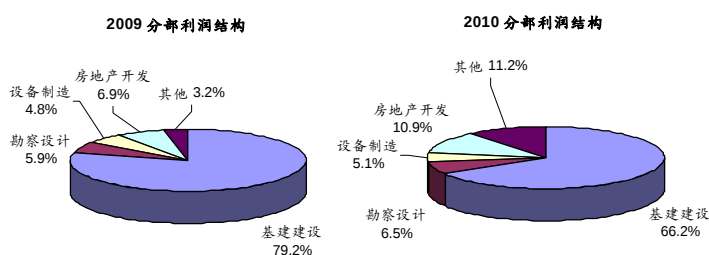
2010 年，中国中铁、中国铁建分部利润率分别达到 2.2 和 1.3%，同比下降 0.3 和 1.0 个百分点，中国中铁主要源于毛利率的下降以及财务费用率的上升；中国铁建源于沙特亏损项目影响

图表 15：双铁分部利润率变化图（2007-2010）



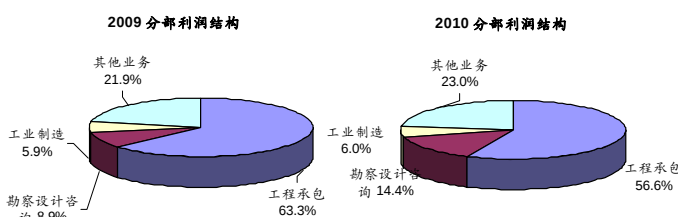
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 16：中国中铁分部利润构成变化（2009&2010）



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 17：中国铁建分部利润构成（2009&2010）



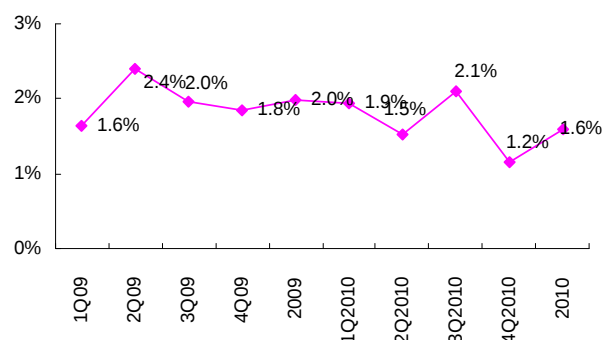
资料来源：公司数据，中金公司研究部

净利润增长符合我们预期，但低于市场预期 10.7% 和 18.5%

中国中铁、中国铁建 2010 年分别实现净利润 74.9 和 42.5 亿元，分别同比增长 8.9% 和下降 35.7%，对应每股收益 0.35 元和 0.34 元；净利润率分别达到 1.6 和 0.9%，分别同比下降 0.4 和 1.0 个百分点；

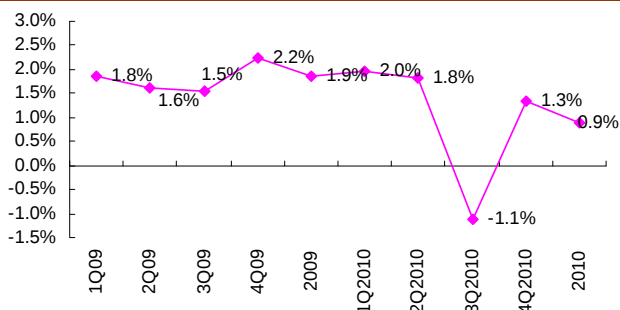
特别地，扣除非经常性损益，中国中铁归属母公司净利润为 66.1 亿元，同比增长 26.6%；剔除沙特麦加轻轨项目影响，中国铁建 2010 年实际净利润分别为 81.7 亿元，同比增长 21.4%，净利润率为 1.7%，同比下降 0.2 个百分点；

图表 18：中国中铁净利润率



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 19：中国铁建净利润率



资料来源：公司数据，中金公司研究部

分红派息计划

中国中铁 2010 年利润分配计划为每 10 股派送现金红利人民币 0.55 元（含税），共计分配利润人民币 11.7 亿元，分红比率为 15.7%；

中国铁建 2010 年利润分配计划为每 10 股派发现金股利 1.0 元（含税），共分配现金股利 12.3 亿元，分红率为 29.1%；

图表 20：中国中铁分红派息计划

百万元	现金分红数额(含税)	净利润 (调整前)	现金分红 占净利润比率%
2007	-	3,228	-
2008	-	1,115	-
2009	1,350	6,887	19.6%
2010	1,173	7,488	15.7%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 21：中国铁建分红派息计划

百万元	现金分红数额(含税)	净利润 (调整前)	现金分红 占净利润比率%
2007	2,424	3,143	77.1%
2008	1,234	3,644	33.9%
2009	1,974	6,599	29.9%
2010	1,234	4,246	29.1%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

新签合同额仍稳定增长，未来业绩有保障

- 中国中铁、中国铁建 2010 年新签合同额分别为 7,355 和 7,472 亿元，同比增长 22.2% 和 24.3%；其中，基建合同占比仍然最高；
- 截至 2010 年底，两家公司在手订单分别为 9,667 亿元和 9,724 元，分别是其 2010 年收入的 2.0 和 2.1 倍，在手订单充裕，足以支持两家公司 2-3 年的长期发展；

图表 22：中国中铁 2010 年新签合同额业务结构表

新签合同额 (百万元)	2009	占比 (%)	2010	占比 (%)	YoY (%)
基建建设	541,102	89.9%	618,480	84.1%	14.3%
勘察设计	8,599	1.4%	9,390	1.3%	9.2%
设备制造	12,302	2.0%	14,750	2.0%	19.9%
其他	39,863	6.6%	92,860	12.6%	133.0%
合计	601,866	100.0%	735,480	100.0%	22.2%

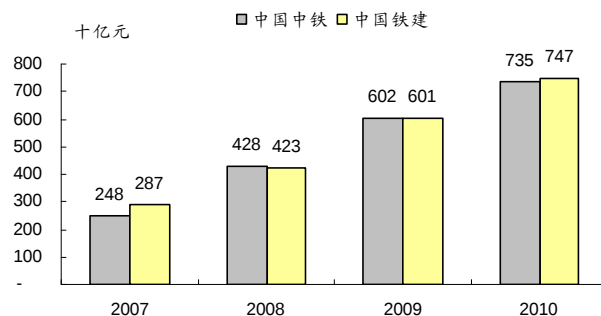
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 23：中国铁建 2010 年新签合同额业务结构表

新签合同额 (百万元)	2009	占比 (%)	2010	占比 (%)	YoY (%)
工程承包	555,314	92.3%	677,592	90.7%	22.0%
勘察设计咨询	6,225	1.0%	7,579	1.0%	21.7%
工业制造	5,681	0.9%	8,736	1.2%	53.8%
其他业务	34,107	5.7%	53,291	7.1%	56.2%
合计	601,327	100.0%	747,198	100.0%	24.3%

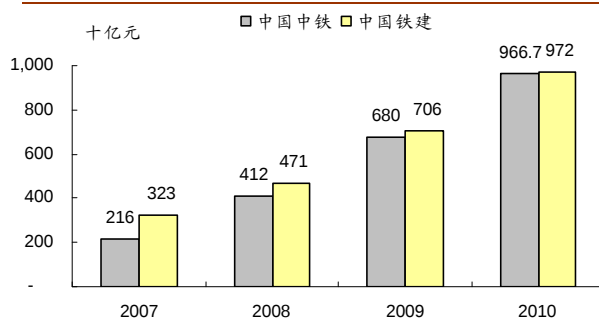
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 24：双铁新签合同额比较 (2007-2010)



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 25：双铁待施工合同额比较 (2007-2010)



资料来源：公司数据，中金公司研究部

盈利预测调整：

我们维持两家公司的盈利预测不变，即我们预计：

中国中铁 2011、2012 年分别实现净利润 90.0 亿元和 100.1 亿元，对应每股收益 0.42 和 0.47 元，分别同比增长 20.2% 和 11.2%；

中国铁建 2011、2012 年实现净利润 91.5 亿元和 101.0 亿元，对应每股收益 0.74 和 0.82 元，分别同比增长 115.4% 和 10.4%；

估值与建议：

当前股价下，中国中铁 A 股 2011、2012 年 PE 分别为 10.8 和 9.7，H 股分别为 9.9 和 8.9 倍，中国铁建 A 股 2011、2012 年 PE 分别为 9.4 和 8.5 倍，H 股分别为 9.1 和 8.3 倍；短期内两家公司仍受制于铁道部刘志军事件影响，我们仍维持“中性”投资评级。

投资风险：

基建投资大幅放缓，原材料及人工成本上涨超预期；

图表 26：中国中铁 2010 年业绩分析

百万元	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	2009	1Q2010	2Q2010	3Q2010	4Q2010	2010	YoY %	CICC Comments
营业总收入	60,106	87,814	93,459	105,571	346,949	85,085	107,637	102,041	178,899	473,663	36.5%	受益于四万亿投资的滞后效应，工程施工业务大幅增长
其中：营业收入	60,106	87,814	93,459	105,176	346,555	85,085	107,637	102,041	178,359	473,122		
减：营业成本	53,826	80,269	84,920	96,052	315,067	77,319	97,269	92,771	163,816	431,175		
营业税金及附加	1,788	2,780	3,144	3,319	11,031	2,434	3,638	3,423	5,320	14,815		
毛利	4,492	4,765	5,395	6,200	20,852	5,332	6,730	5,848	9,763	27,673	32.7%	毛利率小幅下降
营业费用	197	298	266	389	1,150	282	341	323	497	1,443		
管理费用	2,463	2,247	2,921	3,338	10,969	2,751	3,479	2,795	6,000	15,025		
财务费用	534	(435)	73	390	561	288	434	62	492	1,275		
资产减值损失	58	133	(20)	309	480	96	170	61	335	662		
加：公允价值变动收益	2	43	(4)	(8)	33	3	(53)	(2)	(14)	(66)		
投资收益	31	120	30	106	287	49	98	92	688	928		
营业利润	1,272	2,686	2,182	1,872	8,012	1,968	2,352	2,698	3,113	10,131	26.4%	
加：营业外收入	37	117	178	441	773	143	88	77	325	633		
减：营业外支出	23	34	34	66	157	18	47	38	145	249		
利润总额	1,286	2,769	2,326	2,247	8,628	2,093	2,393	2,736	3,293	10,515		
减：所得税费用	267	566	349	50	1,231	358	574	454	827	2,213	79.7%	
少数股东权益	37	98	141	245	521	79	188	142	404	813		
归属本公司股东净利润	982	2,105	1,836	1,952	6,876	1,655	1,631	2,140	2,063	7,488	8.9%	业绩低于市场预期10.7%
股本	21,300	21,300	21,300	21,300	21,300	21,300	21,300	21,300	21,300	21,300		
每股收益	0.05	0.10	0.09	0.09	0.32	0.08	0.08	0.10	0.10	0.35		
毛利率	10.4%	8.6%	9.1%	9.0%	9.2%	9.1%	9.6%	9.1%	8.4%	9.0%	-0.2%	部分新开工项目未达到毛利确认条件
营业费用率	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.0%	
管理费用率	4.1%	2.6%	3.1%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	2.7%	3.4%	3.2%	0.0%	
财务费用率	0.9%	-0.5%	0.1%	0.4%	0.2%	0.3%	0.4%	0.1%	0.3%	0.3%	0.1%	去年同期实现近10亿元的汇兑收益，今年只有3.7亿元
净利率	1.6%	2.4%	2.0%	1.8%	2.0%	1.9%	1.5%	2.1%	1.2%	1.6%	-0.4%	

资料来源：公司数据，中金公司研究部

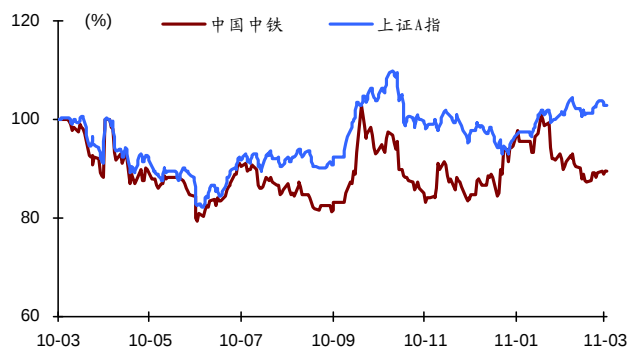
图表 27：中国铁建 2010 年业绩分析

(百万元)	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	2009	1Q2010	2Q2010	3Q2010	4Q2010	2010	YoY %	CICC comments
营业收入	51,331	78,890	94,656	130,645	355,521	70,290	109,030	122,774	168,064	470,159	32.2%	受益于四万亿投资的滞后效应，工程施工业务大幅增长
减：营业成本	46,279	71,547	86,323	118,278	322,428	63,613	98,634	114,768	151,633	428,647		
营业税金及附加	1,537	2,435	2,726	3,846	10,545	2,113	3,173	3,602	5,083	13,972		
毛利	3,515	4,907	5,606	8,521	22,548	4,564	7,223	4,404	11,349	27,540	22.1%	麦加项目亏损，毛利率下降
营业费用	205	249	281	281	1,016	253	297	306	675	1,531		
管理费用	2,104	2,803	3,527	4,975	13,409	2,557	4,203	4,547	7,852	19,159	42.9%	研发支出大幅增加
财务费用	119	21	34	192	366	121	145	109	136	511		
资产减值损失	(5)	64	9	-336	-268	-7	68	588	-35	614		
加：公允价值变动收益	6	10	1	-6	12	-3	-26	12	-3	-20		
投资收益	10	(3)	66	83	156	7	23	87	18	135		
营业利润	1,108	1,777	1,822	3,486	8,194	1,644	2,507	-1,046	2,735	5,840	-28.7%	
加：营业外收入	46	83	58	112	300	52	114	75	168	410		
减：营业外支出	8	35	32	110	186	23	43	40	54	160		
利润总额	1,146	1,825	1,848	3,488	8,307	1,673	2,578	-1,011	2,848	6,089		
减：所得税费用	202	524	357	493	1,576	260	567	342	603	1,772		
归属少数股东权益	(0)	25	36	72	133	24	23	7	16	70		
归属本公司股东	945	1,276	1,455	2,923	6,599	1,390	1,988	-1,360	2,229	4,246	-35.7%	沙特麦加项目亏损，导致业绩同比下滑
股本	12,338	12,338	12,338	12,338	12,338	12,338	12,338	12,338	12,338	12,338		
每股收益（元）	0.08	0.10	0.12	0.24	0.53	0.11	0.16	-0.11	0.18	0.34		
毛利率	9.8%	9.3%	8.8%	9.5%	9.3%	9.5%	9.5%	6.5%	9.8%	8.8%	-0.5%	主要为麦加项目亏损所致
营业费用率	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.4%	0.3%	0.2%	0.4%	0.3%	0.0%	
管理费用率	4.1%	3.6%	3.7%	3.8%	3.8%	3.6%	3.9%	3.7%	4.7%	4.1%	0.3%	研发支出大幅增长
财务费用率	0.2%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	
净利率	1.8%	1.6%	1.5%	2.2%	1.9%	2.0%	1.8%	-1.1%	1.3%	0.9%	-1.0%	

资料来源：公司数据，中金公司研究部

中国中铁主要财务，股票信息

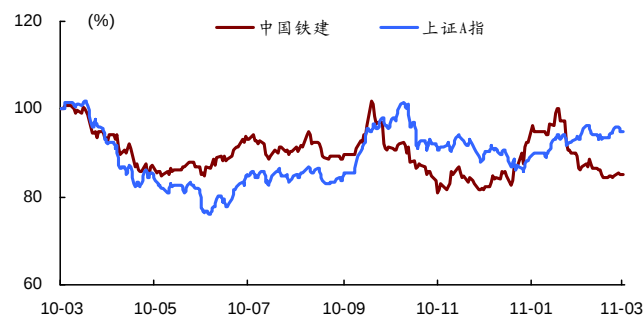
(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	H股	A股
主营业务收入	234,619	346,949	473,663	553,418	607,163	0390.HK	股票代码 601390CH
(+/-%)	27%	48%	37%	17%	10%	港币5.18	当前股价 人民币4.57
营业利润	1,613	8,012	10,131	12,001	13,348	港币5.5	目标价 -
(+/-%)	-61%	397%	26%	18%	11%	9.88	日成交量(百万股) 40.83
净利润	1,115	6,876	7,488	8,999	10,009	港币6.66/4.58	52周最高价/最低价 人民币5.88/4.11
(+/-%)	-65%	517%	9%	20%	11%	96,469	市值(百万元) 96,469
摊薄每股盈利(元)	0.05	0.32	0.35	0.42	0.47	21,300	发行股数(百万股) 21,300
净资产收益率(%)	2.0%	11.2%	11.2%	12.3%	12.4%	4,207	其中:流通股(百万股) 4,675
现金分红收益率(%)	0.3%	1.8%	1.9%	2.3%	2.6%		主要股东(持股比例) 中国铁路工程总公司(56.1%)
净利润率	0.5%	2.0%	1.6%	1.6%	1.6%		
总资产回报率	0.4%	2.2%	1.9%	2.0%	2.1%		
资产负债率	75.8%	78.6%	81.0%	81.6%	81.6%		
A股市盈率	87.3	14.2	13.0	10.8	9.7		
A股市净率	1.7	1.6	1.5	1.3	1.2		
H股市盈率	85.1	14.1	12.4	9.9	8.9		
H股市净率	1.7	1.6	1.4	1.2	1.1		



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

中国铁建主要财务，股票信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	H股	A股
主营业务收入	226,141	355,521	470,159	550,811	590,108	1186.HK	股票代码 601186.CH
(+/-%)	27%	57%	32%	17%	7%	港币8.36	当前股价 人民币6.99
营业利润	4,702	8,194	5,840	11,101	12,195	港币9.0	目标价 -
(+/-%)	-4%	74%	-29%	90%	10%	8.44	日成交量(百万股) 25.94
净利润	3,644	6,599	4,246	9,146	10,097	港币11.2/7.8	52周最高价/最低价 人民币8.63/6.6
(+/-%)	16%	81%	-36%	115%	10%	86,346	市值(百万元) 86,346
摊薄每股盈利(元)	0.30	0.53	0.34	0.74	0.82	12,338	发行股数(百万股) 12,338
净资产收益率(%)	7.6%	12.4%	7.4%	14.3%	14.1%	2,076	其中:流通股(百万股) 2,450
现金分红收益率(%)	1.4%	2.3%	1.2%	2.7%	2.9%		主要股东(持股比例) 中国铁道建筑总公司(61.33%)
净利润率	1.6%	1.9%	0.9%	1.7%	1.7%		
总资产回报率	1.7%	2.3%	1.2%	2.3%	2.4%		
资产负债率	78.1%	80.9%	83.4%	83.4%	82.5%		
A股市盈率	23.7	13.1	20.3	9.4	8.5		
A股市净率	1.8	1.6	1.5	1.3	1.2		
H股市盈率	24.3	13.8	20.4	9.1	8.3		
H股市净率	1.9	1.7	1.5	1.3	1.2		



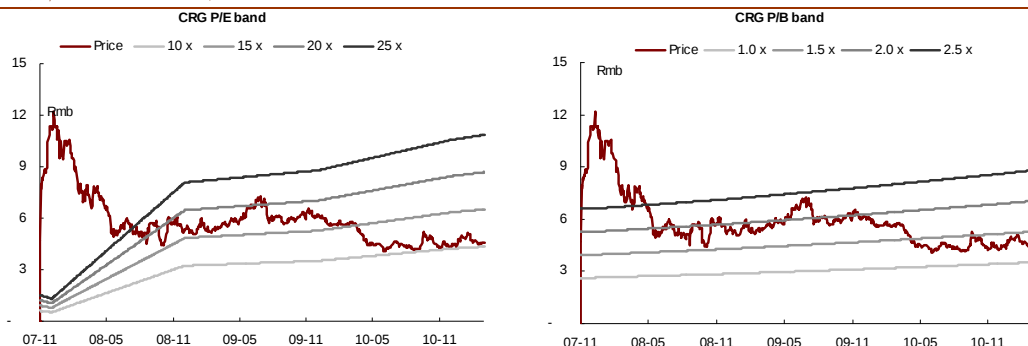
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 28：中国中铁历史和预测的财务指标

截至12月31日	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
损益表 (人民币百万元)							
主营业务收入	159,518	184,154	234,619	346,949	473,663	553,418	607,163
主营业务利润	12,239	13,285	17,248	20,852	27,673	33,367	36,654
减：营业费用	732	852	933	1,150	1,443	1,660	1,791
管理费用	7,836	7,668	9,193	10,969	15,025	17,433	19,004
财务费用	766	1,299	5,133	561	1,275	2,053	2,429
营业利润	2,771	4,120	1,613	8,012	10,131	12,001	13,348
税前利润	2,958	4,424	1,933	8,628	10,515	12,417	13,797
减：所得税	636	849	499	1,231	2,213	2,483	2,759
减：少数股东损益	675	347	319	521	813	935	1,029
净利润	1,646	3,228	1,115	6,876	7,488	8,999	10,009
资产负债表 (人民币百万元)							
应收款项	53,162	63,647	79,103	103,545	121,958	144,715	159,904
存货	33,271	49,379	63,627	82,374	118,969	139,651	155,357
货币资金	31,244	58,943	49,376	51,776	57,151	57,670	62,449
流动资产合计	117,761	172,134	192,297	237,850	298,472	342,509	378,278
固定资产	14,432	16,935	19,985	25,746	31,015	30,962	32,330
应付款项	89,212	107,504	127,482	177,849	222,350	260,675	289,024
短期借款	23,037	24,235	32,512	20,772	25,404	26,404	27,404
流动负债合计	118,682	136,520	165,550	210,500	264,400	307,427	340,552
长期借款	5,100	10,239	16,829	27,151	30,982	33,982	36,982
负债合计	133,573	156,591	191,001	245,817	315,414	361,183	397,068
股东权益	6,598	55,960	56,166	61,336	66,752	73,279	80,581
总资产	143,428	216,514	252,096	312,573	389,306	442,537	486,753
现金流量表 (人民币百万元)							
经营活动现金流	8,020	56	780	18,961	962	11,738	16,120
投资活动现金流	(8,295)	(15,607)	(20,183)	(16,563)	(16,357)	(14,168)	(13,720)
筹资活动现金流	13,873	43,008	11,614	(794)	20,876	2,899	2,329
现金及现金等价物净增加额	13,598	27,034	(9,926)	2,296	5,429	419	4,679
期初现金及现金等价物余额	16,140	29,738	56,772	47,136	49,432	54,860	55,279
期末现金及现金等价物余额	29,738	56,772	46,846	49,432	54,860	55,279	59,958
财务指标							
毛利率	7.7%	7.2%	7.4%	6.0%	5.8%	6.0%	6.0%
经营利润率	1.7%	2.2%	0.7%	2.3%	2.1%	2.2%	2.2%
净利率	1.0%	1.8%	0.5%	2.0%	1.6%	1.6%	1.6%
股息收益率	0.4%	0.8%	0.3%	1.8%	1.9%	2.3%	2.6%
资产收益率	1.1%	1.5%	0.4%	2.2%	1.9%	2.0%	2.1%
净资产收益率	25.0%	5.8%	2.0%	11.2%	11.2%	12.3%	12.4%
资产负债率	93.1%	72.3%	75.8%	78.6%	81.0%	81.6%	81.6%
净现金/股东权益	-8.2%	-40.1%	8.3%	2.5%	13.4%	21.1%	21.9%
每股盈利	0.08	0.15	0.05	0.32	0.35	0.42	0.47
每股分红	0.02	0.04	0.01	0.08	0.09	0.11	0.12
每股净资产	0.31	2.63	2.64	2.88	3.13	3.44	3.78

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 29：中国中铁历史 P/E 和 P/B



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

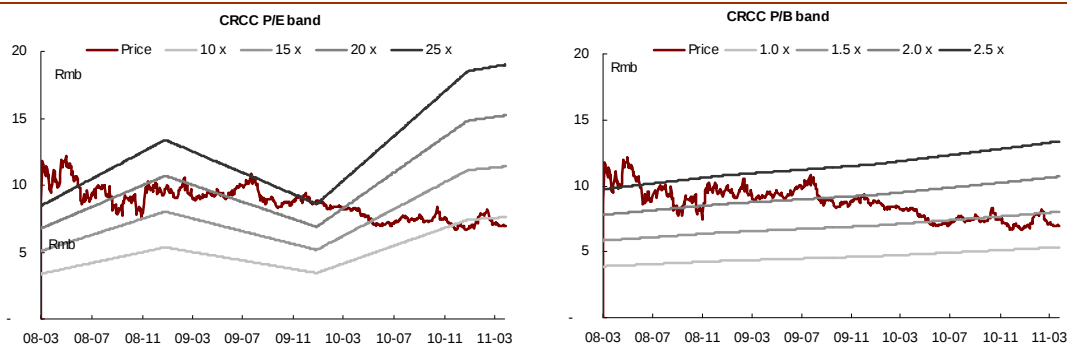
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 30：中国铁建历史和预测的财务指标

截至12月31日	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
损益表（人民币百万元）						
主营业务收入	177,487	226,141	355,521	470,159	550,811	590,108
主营业务利润	11,399	15,803	22,548	27,540	35,843	38,681
减：营业费用	696	849	1,016	1,531	1,818	1,888
管理费用	5,326	8,725	13,409	19,159	21,757	23,191
财务费用	860	1,062	366	511	979	1,179
营业利润	4,891	4,702	8,194	5,840	11,101	12,195
税前利润	4,977	4,569	8,307	6,089	11,391	12,576
减：所得税	1,828	863	1,576	1,772	2,164	2,389
减：少数股东损益	5	62	133	70	81	89
净利润	3,143	3,644	6,599	4,246	9,146	10,097
资产负债表（人民币百万元）						
应收款项	89,737	105,411	140,383	167,044	197,484	213,040
存货	11,889	22,150	33,476	59,598	70,225	76,270
货币资金	27,488	57,470	64,952	65,207	59,643	53,847
流动资产合计	129,264	185,074	238,909	291,925	327,435	343,249
固定资产	14,662	19,689	27,869	35,172	37,682	40,821
应付款项	103,306	122,889	170,592	215,070	251,653	270,111
短期借款	17,572	13,280	10,540	16,243	17,243	17,243
流动负债合计	138,142	158,069	207,595	262,738	297,430	313,162
长期借款	5,109	5,515	3,565	7,485	9,485	10,485
负债合计	151,604	171,800	228,911	291,963	327,478	343,101
股东权益	5,058	47,774	53,265	57,403	64,150	71,723
总资产	156,878	220,102	282,990	350,194	392,537	415,822
现金流量表（人民币百万元）						
经营活动现金流	9,421	7,300	17,474	6,253	9,081	13,368
投资活动现金流	-12,183	-13,068	-13,629	-15,525	-14,804	-16,550
筹资活动现金流	7,631	32,287	1,407	10,359	273	2,614
现金及现金等价物净增加额	4,815	26,267	5,615	853	-5,563	-5,796
期初现金及现金等价物余额	18,374	23,188	49,455	55,070	55,923	50,360
期末现金及现金等价物余额	23,188	49,455	55,070	55,923	50,360	44,564
财务指标						
毛利率	6.4%	7.0%	6.3%	5.9%	6.5%	6.6%
经营利润率	2.8%	2.1%	2.3%	1.2%	2.0%	2.1%
净利率	1.8%	1.6%	1.8%	0.9%	1.7%	1.7%
股息收益率	2.8%	1.4%	2.3%	1.2%	2.7%	2.9%
资产收益率	2.0%	1.7%	2.3%	1.2%	2.3%	2.4%
净资产收益率	62.1%	7.6%	12.4%	7.4%	14.3%	14.1%
资产负债率	96.6%	78.1%	80.9%	83.4%	83.4%	82.5%
净现金/股东权益	(71.2%)	(75.1%)	(92.4%)	(70.2%)	(47.9%)	(32.0%)
每股盈利	0.25	0.30	0.53	0.34	0.74	0.82
每股分红	0.20	0.10	0.16	0.09	0.19	0.20
每股净资产	0.4	3.9	4.3	4.7	5.2	5.8

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 31：中国铁建历史 P/E 和 P/B



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 32：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
	11-3-28	(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.	74.52	13,157	3.83	2.14	3.32	19.5	34.8	22.5	-6.9%	4.0	3.7	3.1	20%	11%	15%	58%	5%	3%
Jacobs Engineering Group	50.58	6,392	3.26	2.38	2.56	15.5	21.3	19.8	-11.5%	2.4	2.2	2.0	n.a.	9%	10%	47%	15%	4%
Shaw Group Inc	35.61	3,029	0.18	2.16	1.65	197.8	16.5	21.6	202.4%	2.1	1.9	1.8	7%	10%	8%	67%	8%	2%
KBR Huston	37.90	5,733	1.74	1.99	2.18	21.8	19.1	17.4	11.8%	2.6	2.5	2.1	n.a.	14%	14%	65%	7%	3%
平均值		7,078				63.6	22.9	20.3	49.0%	2.8	2.6	2.3	13%	11%	12%	60%	9%	3%
中间值		6,063				20.6	20.2	20.7	2.5%	2.5	2.3	2.1	13%	11%	12%	62%	7%	3%
欧洲																		
VINCI SA (EUR)	44.04	34,584	2.94	3.18	3.35	15.0	13.9	13.2	6.7%	2.4	2.2	2.0	17%	16%	16%	83%	n.a.	5%
Bouygues Corp. (EUR)	34.30	17,726	3.76	3.11	3.36	9.1	11.0	10.2	-5.5%	1.5	1.3	1.2	17%	12%	12%	75%	n.a.	5%
Skanska Ab-B Shs (SEK)	132.80	8,875	8.42	8.60	11.78	15.8	15.4	11.3	18.2%	2.8	2.8	2.4	18%	19%	25%	77%	8%	2%
Hochtief AG (EUR)	75.36	8,197	2.62	3.19	4.12	28.8	23.6	18.3	25.5%	2.3	1.9	1.8	10%	10%	12%	76%	n.a.	1%
平均值		17,346				17.2	16.0	13.2	11.2%	2.2	2.0	1.9	15%	14%	16%	78%	8%	3%
中间值		13,300				15.4	14.6	12.2	12.5%	2.4	2.0	1.9	17%	14%	14%	77%	8%	3%
日本	(JPY)		(JPY)	(JPY)	(JPY)													
Shimizu Corp.	370	3,522	8.01	-8.73	14.39	46.2	-42.4	25.7	34.0%	0.9	1.0	0.9	2%	-1%	4%	81%	7%	2%
Kajima Corp.	235	3,000	-6.20	13.02	12.84	-37.9	18.0	18.3	n.a.	0.9	1.0	0.9	-2%	5%	5%	84%	6%	2%
Taisei	205	2,822	-22.93	19.24	10.78	-8.9	10.7	19.0	n.a.	0.7	0.8	0.8	-5%	7%	4%	78%	8%	1%
Obayashi	369	3,214	15.24	-74.21	23.24	24.2	-5.0	15.9	23.5%	0.6	0.8	0.7	3%	-15%	5%	74%	6%	1%
平均值		3,140				5.9	-4.7	19.7	28.8%	0.8	0.9	0.8	-1%	-1%	4%	80%	7%	2%
中间值		3,107				7.6	2.8	18.7	28.8%	0.8	0.9	0.8	0%	2%	5%	80%	7%	2%
香港	(HK\$)		(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)													
中国中铁	5.18	14,715	0.37	0.42	0.52	14.1	12.4	9.9	19.2%	1.6	1.4	1.2	11%	11%	12%	81%	6%	2%
中国铁建	8.36	13,171	0.61	0.41	0.92	13.8	20.4	9.1	22.7%	1.7	1.5	1.3	11%	13%	14%	83%	6%	1%
中文建	7.21	13,732	0.55	0.79	0.97	13.1	9.1	7.5	32.4%	1.7	1.5	1.3	13%	16%	17%	75%	10%	3%
中国中冶	3.22	11,319	0.27	0.28	0.35	12.1	11.7	9.2	15.0%	1.5	1.3	1.1	12%	11%	12%	81%	10%	3%
中国建筑国际	7.19	2,759	0.23	0.35	0.49	31.9	20.7	14.8	46.9%	4.9	4.2	3.5	19%	22%	15%	75%	11%	9%
中国建筑国际（配股摊薄后）	6.99	2,759	0.19	0.29	0.41	37.2	24.2	17.2	46.9%	7.1	5.4	2.5	19%	22%	15%	75%	11%	9%
平均值		9,270				17.0	14.9	10.1	27.2%	2.3	2.0	1.7	13%	15%	14%	79%	8%	3%
中间值		11,319				13.8	12.4	9.2	22.7%	1.7	1.5	1.3	12%	13%	14%	81%	10%	3%
国内A股	(RMB)		(RMB)	(RMB)	(RMB)													
中国中铁	4.57	14,715	0.32	0.35	0.42	14.2	13.0	10.8	14.4%	1.6	1.5	1.3	11%	11%	12%	81%	6%	2%
中国铁建	6.99	13,171	0.53	0.34	0.74	13.1	20.3	9.4	17.7%	1.6	1.5	1.3	12%	7%	14%	83%	6%	1%
中国建筑	3.68	16,840	0.19	0.28	0.35	19.3	13.4	10.5	35.4%	1.6	1.5	1.3	8%	11%	13%	70%	8%	2%
中国中冶	4.09	11,319	0.22	0.23	0.28	18.5	17.7	14.4	13.3%	2.0	1.9	1.7	11%	11%	12%	80%	10%	3%
葛洲坝	11.99	6,378	0.38	0.48	0.58	31.6	25.1	20.7	23.7%	5.1	3.9	3.5	16%	16%	17%	78%	6%	5%
中铁二局	10.30	2,293	0.46	0.67	0.86	22.4	15.4	12.0	36.3%	3.6	3.1	2.5	16%	20%	21%	83%	4%	2%
隧道股份	11.51	1,292	0.49	0.75	0.78	23.4	15.3	14.8	25.7%	2.1	1.9	1.7	9%	12%	12%	78%	9%	4%
平均值		7,475				31.5	20.5	17.3	29.5%	3.0	2.5	2.3	11%	13%	14%	77%	7%	2%
中间值		6,378				22.4	17.7	14.4	25.1%	2.1	1.9	1.7	11%	11%	13%	78%	7%	2%

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