



上市公司跟踪报告

证券研究报告
建筑工程—铁路

买入 维持

中国铁建（601186）

2011 年 3 月 31 日

业绩低于预期，未来增长仍有一定保证 ——但研发开支费用和境外项目损失影响利润预测的确定性

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

赵 健
联系人

zhaoj@htsec.com
021-23219472

3 月 30 日收盘价 6.99 元，6 个月目标价 8.80 元

事项：

中国铁建 3 月 31 日公布了 2010 年年报，中国铁建公布了 2010 年年报，收入为 4701.59 亿元，同比增长 32.25%，归属母公司净利润为 42.46 亿元，同比下降 35.65%，扣除沙特项目影响后，净利润同比上升约 21.4%，2010 年 EPS 为 0.34 元。

简要观点：

公司业绩低于我们之前 0.44 元的预期，主要是因为公司 2010 年研发开支较大，管理费用率大幅上升，从 2009 年的 3.77% 上升为 2010 年的 4.08%，同时因为公司无法抵扣的境外项目亏损较大，导致有效税率大幅上升，两者共同造成公司业绩低于预期。

公司 2010 年第四季度管理费用为 78.52 亿元，比上年同期的 49.75 亿元同比增长 57.84%；管理费用大幅度增长的主要原因是公司的研究与开发支出 2010 年达到 88.24 亿元，比 2009 年的 46.74 亿元大幅增长了 88.79%，净增加 41.51 亿元，净增加额占了 2010 年主营收入的 0.88%。因此，在大量研发开支的情况下，未来工程承包毛利率增长还是可以期待的。

由于沙特项目的影响，公司毛利率从 2009 年的 9.31% 下降到 2010 年的 8.83%，但剔除沙特项目的影响后，公司毛利率约为 9.61%，仍较 2009 年有较为明显的上升，随着国内铁路建设速度的逐步平稳，我们预计未来毛利率有进一步上升空间。

公司合同仍然饱满，2010 年新签合同达到 7471.98 亿元，同比增长 24.26%，其中工程承包合同为 6775.92 亿元，同比增长 22.02%，占比为 90.7%。未完工合同达到 9724.09 亿元，同比增长为 37.78%，其中工程承包未完工合同为 9337.86 亿元，同比增长 36.40%。

公司在利比亚的三个总承包项目，合同额总计 42.37 亿美元，已完工 6.86 亿美元，由于公司收取预付款和进度款，我们预计公司损失有限，可能局限于部分材料和设备等，数额暂时无法准确估计。

由于对公司未来几年高额的研发支出难以判断及境外损失较难估计，我们谨慎下调了公司 2011-2013 年的每股收益分别为 0.74 元、0.87 元和 1.01 元，（之前对 2011-2012 年每股收益为 0.86 元、1.01 元），给予 2011 年 12 倍 PE，未来 6 个月目标价 8.80 元，公司 3 月 30 日收盘价为 6.99 元，继续维持“买入”评级。

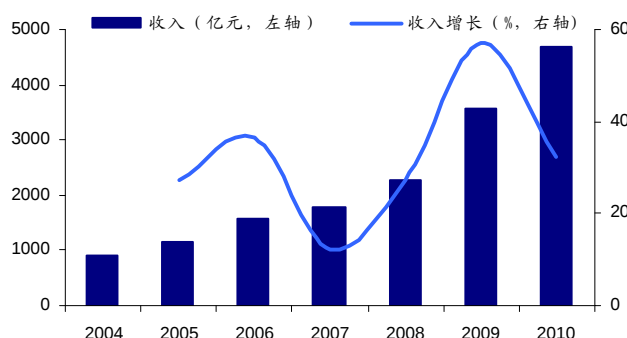
1、公司业绩低于预期，主要是因为管理费用和有效税率高于预期。

中国铁建公布了 2010 年年报，收入同比增长 32.25%，归属母公司净利润同比下降 35.65%，扣除沙特项目影响后，净利润同比上升约 21.4%，2010 年 EPS 为 0.34 元，低于我们之前 0.44 元的预期，主要是因为公司 2010 年研发开支较大，管理费用率大幅上升，从 2009 年的 3.77% 上升为 2010 年的 4.08%，同时因为公司无法抵扣的境外项目亏损较大，导致有效税率大幅上升，两者共同造成公司业绩低于预期。

公司 2010 年第四季度管理费用为 78.52 亿元，比上年同期的 49.75 亿元同比增长 57.84%；管理费用大幅度增长的主要原因是公司的研究与开发支出 2010 年达到 88.24 亿元，比 2009 年的 46.74 亿元大幅增长了 88.79%，净增加 41.51 亿元，净增加额占了 2010 年主营收入的 0.88%。

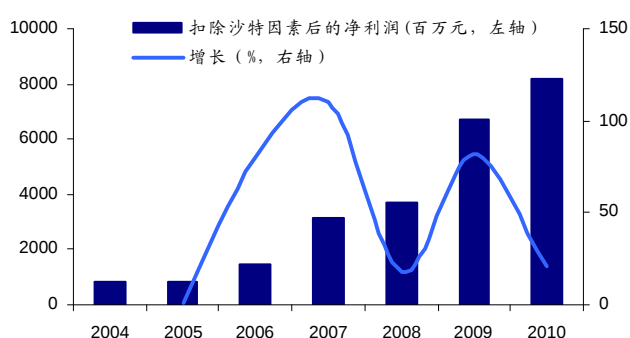
公司的研发支出 2009 年就出现了大量增加，根据 2009 年报披露：“研发费用较上年增长 209.61%”，我们倒推 2008 年的研发费用大约在 15 亿元左右。因此，在大量研发开支的情况下，未来工程承包毛利率增长还是可以期待的。

图 1 2004-2010 公司收入及增速



资料来源：公司公告、海通证券研究所

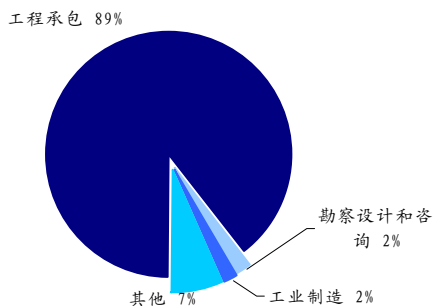
图 2 2004-2010 公司扣除沙特因素后净利润及增速



资料来源：公司公告、海通证券研究所

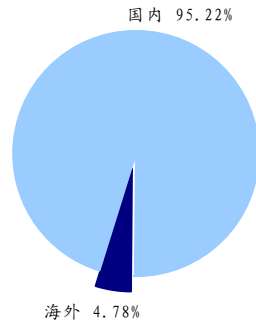
公司的收入仍然主要来在于工程承包，占比达到 89%，从地域分布看，国内收入占比为 95.22%，海外仅为 4.78%。

图 3 2010 年公司分项业务收入占比 (%)



资料来源：公司公告、海通证券研究所

图 4 2010 年公司海内外收入占比 (%)

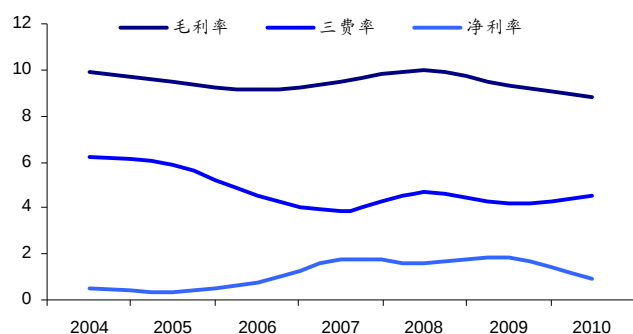


资料来源：公司公告、海通证券研究所

2、受沙特项目影响，毛利率暂时下降。

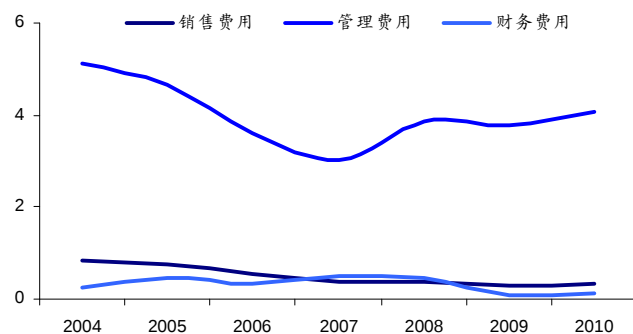
由于沙特项目的影响，公司毛利率从 2009 年的 9.31% 下降到 2010 年的 8.83%，但剔除沙特项目的影响后，公司毛利率约为 9.61%，仍较 2009 年有较为明显的上升，随着国内铁路建设速度的逐步平稳，我们预计未来毛利率有进一步上升空间。

图 5 2004-2010 公司盈利能力指标 (%)



资料来源：公司公告、海通证券研究所

图 6 2004-2010 公司三费率 (%)



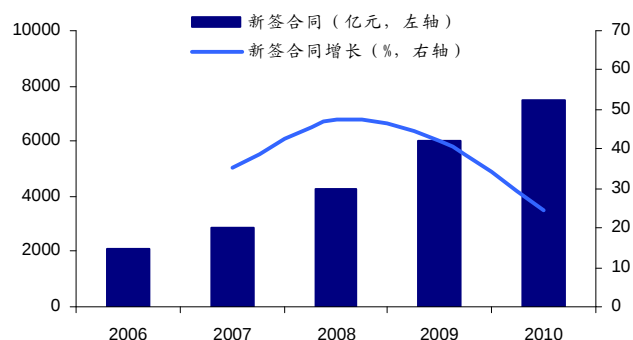
资料来源：公司公告、海通证券研究所

公司管理费用率从 2009 年的 3.77% 上升到 2010 年的 4.08%，上升幅度较为明显，主要是因为公司加强了研发，研发支出从 2009 年的 46.74 亿元上升到 2010 年的 88.25 亿元。

3、在手合同充沛，新签合同主要。

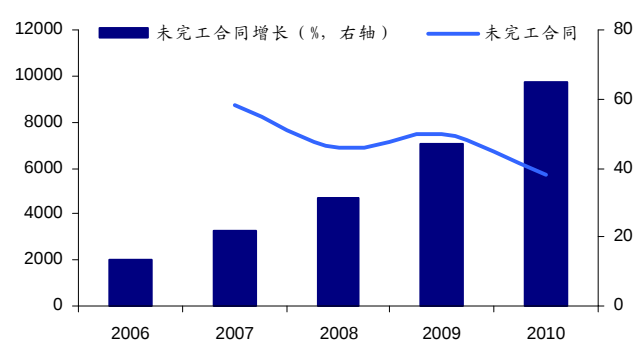
公司 2010 年新签合同达到 7471.98 亿元，同比增长 24.26%，其中工程承包合同为 6775.92 亿元，同比增长 22.02%，占比为 90.7%。未完工合同达到 9724.09 亿元，同比增长为 37.78%，其中工程承包未完工合同为 9337.86 亿元，同比增长 36.40%。

图 7 2006-2010 公司新签合同情况



资料来源：公司公告、海通证券研究所

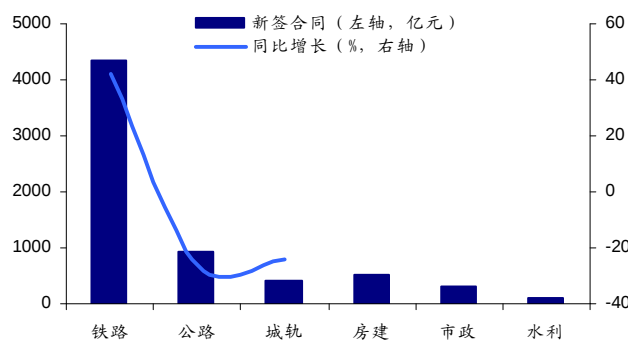
图 8 2006-2010 公司未完工合同情况



资料来源：公司公告、海通证券研究所

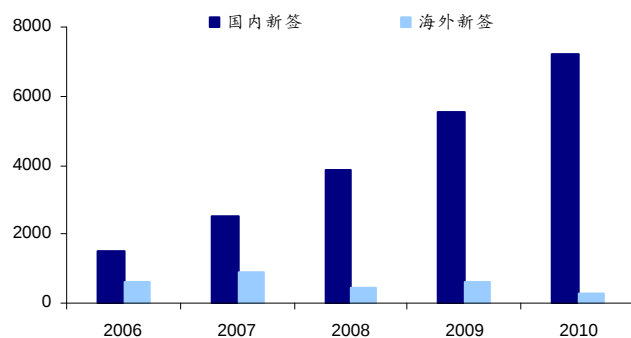
从新签合同的行业分布来看，最主要的仍然是铁路领域，达到 4336.77 亿元，同比上升 42.4%，城轨新签合同下降 24.0%，主要是由于 2009 年海外城轨新签订单额较大。从地域分布看，公司 2010 年新签订单的大幅增长仍然主要来自于国内，海外新签订单数额下降较为明显。

图 9 2010 年公司分行业新签合同情况(亿元)



资料来源：公司公告、海通证券研究所

图 10 2006-2010 公司海内外新签合同情况(亿元)



资料来源：公司公告、海通证券研究所

4、沙特项目损失集团兜底，预计利比亚损失规模目前来看有限

公司 2011 年 1 月 22 日发布公告，宣布总公司会对沙特项目损失兜底，上市公司最多承担 13.85 亿元的损失，索赔所获如果低于 13.85 亿元，则将全部弥补上市公司的损失，如果超过 13.85 亿元，则上市公司不会出现损失，超过部分弥补总公司后期损失，如果索赔所获足够大，上市公司甚至可能出现部分盈利。

公司 2011 年 3 月 2 日发布公司，通告了公司在利比亚的三个总承包项目，合同额总计 42.37 亿美元，已完工 6.86 亿美元，由于公司收取预付款和进度款，目前来看公司的损失有限，可能局限于部分材料和设备等。但假如利比亚动荡持续发展，这些境外项目未来的损失还是较难判断。

5、盈利预测及估值。由于对公司未来几年高额的研发支出难以判断及境外损失较难估计，我们谨慎下调了公司 2011-2013 年的每股收益分别为 0.74 元、0.87 元和 1.01 元，(之前对 2011-2012 年每股收益为 0.86 元、1.01 元)，给予 2011 年 12 倍 PE，未来 6 个月目标价 8.80 元，公司 3 月 30 日收盘价为 6.99 元，继续维持“买入”评级。

6、主要不确定因素。海外市场风险、原材料价格上涨风险。

表1 2009—2010年中国铁建利润表季度数据

	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q2010	4Q2010
营业总收入(万元)	5133084	7888953	9465553	13064488	7029045	10902990	12277410	16806434
同比增长(%)	56.08	59.86	78.28	43.86	36.94	38.21	29.71	28.64
营业成本(万元)	4627886	7154728	8632339	11827829	6361317	9863371	11476766	15163257
毛利率(%)	9.84	9.31	8.80	9.47	9.50	9.54	6.52	9.78
营业税金及附加(万元)	153745	243534	272622	384553	211346	317297	360214	508305
营业税金及附加/营业收入(%)	3.00	3.09	2.88	2.94	3.01	2.91	2.93	3.02
销售费用(万元)	20506	24926	28114	28091	25287	29727	30552	67533
销售费用/营业收入(%)	0.40	0.32	0.30	0.22	0.36	0.27	0.25	0.40
管理费用(万元)	210431	280297	352688	497478	255667	420319	454726	785213
管理费用/营业收入(%)	4.10	3.55	3.73	3.81	3.64	3.86	3.70	4.67
财务费用(万元)	11855	2085	3388	19232	12118	14474	10883	13640
财务费用/营业收入(%)	0.23	0.03	0.04	0.15	0.17	0.13	0.09	0.08
三项费用率(%)	4.73	3.90	4.06	4.17	4.17	4.26	4.04	5.16
资产减值损失(万元)	(476)	6374	866	(33590)	(724)	6797	58787	(3460)
非经营性净收益(万元)	1669	701	6669	7739	362	(318)	9926	1525
公允价值变动净收益(万元)	641	1017	117	(584)	(317)	(2612)	1209	(321)
投资净收益(万元)	1027	(315)	6552	8323	679	2294	8717	1846
其中:对联营合营企业投资收益(万元)	181.60	(309.30)	270.60	(222.50)	NA	NA	7883	(7287)
营业利润(万元)	110805	177710	182205	348633	164396	250686	(104591)	273470
同比增长(%)	26.29	79.48	84.29	88.91	48.36	41.07	(157.40)	(21.56)
加:营业外收入(万元)	4645	8345	5832	11205	5227	11440	7515	16782
减:营业外支出(万元)	835	3525	3246	11034	2300	4295	4005	5449
利润总额(万元)	114615	182530	184791	348804	167322	257831	(101080)	284803
同比增长(%)	27.66	80.57	80.01	113.52	45.99	41.25	(154.70)	(18.35)
减:所得税费用(万元)	20157	52424	35691	49298	25952	56684	34235	60341
有效所得税费用率(%)	17.59	28.72	19.31	14.13	15.51	21.98	(33.87)	21.19
净利润(万元)	94458	130107	149100	299506	141370	201147	(135315)	224461
同比增长(%)	34.12	61.79	72.38	124.70	49.66	54.60	(190.75)	(25.06)
净利润率(%)	1.84	1.65	1.58	2.29	2.01	1.84	(1.10)	1.34
归属于母公司所有者的净利润(万元)	94484	127615	145476	292331	138967	198843	(136047)	222859
少数股东损益(万元)	(26)	2491	3624	7175	2404	2304	732	1602
少数股东损益/净利润(%)	(0.03)	1.91	2.43	2.40	1.70	1.15	(0.54)	0.71
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	(0.11)	0.18

资料来源:海通证券研究所

表2 2007—2013E 中国铁建利润表预测

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入(万元)	17748729	22614071	35552077	47015879	52821162	57731016	60790793
同比增长(%)	11.99	27.41	57.21	32.25	12.35	9.30	5.30
营业成本(万元)	16059833	20360708	32242781	42864712	47781395	52203773	54914806
毛利率(%)	9.52	9.96	9.31	8.83	9.54	9.57	9.67
营业税金及附加(万元)	548988	673052	1054454	1397161	1568789	1714611	1805487
营业税金及附加/营业收入(%)	3.09	2.98	2.97	2.97	2.97	2.97	2.97
销售费用(万元)	69611	84889	101638	153099	174310	190512	200610
销售费用/营业收入(%)	0.39	0.38	0.29	0.33	0.33	0.33	0.33
管理费用(万元)	532635	872493	1340895	1915924	2033615	2136048	2188469
管理费用/营业收入(%)	3.00	3.86	3.77	4.08	3.85	3.70	3.60
财务费用(万元)	86019	106151	36560	51116	52821	57731	60791
财务费用/营业收入(%)	0.48	0.47	0.10	0.11	0.10	0.10	0.10
三项费用率(%)	3.88	4.70	4.16	4.51	4.28	4.13	4.03
资产减值损失(万元)	11864	61008	(26826)	61401	70000	80000	50000
非经营性净收益(万元)	49303	14404	16778	11495	20000	30000	20000
营业利润(万元)	489082	470175	819353	583962	1160233	1378341	1590632
同比增长(%)	128.94	(3.87)	74.27	(28.73)	98.68	18.80	15.40
加: 营业外收入(万元)	21919	26516	30026	40963	50000	60000	70000
减: 营业外支出(万元)	13323	39807	18639	16049	35000	45000	50000
利润总额(万元)	497679	456885	830740	608875	1175233	1393341	1610632
同比增长(%)	137.74	(8.20)	81.83	(26.71)	93.02	18.56	15.59
减: 所得税费用(万元)	182822	86255	157569	177212	246799	292602	338233
有效所得税费用率(%)	36.73	18.88	18.97	29.10	21.00	21.00	21.00
净利润(万元)	314857	370629	673171	431663	928434	1100740	1272399
同比增长(%)	110.24	17.71	81.63	(35.88)	115.08	18.56	15.59
净利润率(%)	1.77	1.64	1.89	0.92	1.76	1.91	2.09
归属于母公司所有者的净利润(万元)	314340	364384	659907	424621	909865	1078725	1246951
少数股东损益(万元)	516	6245	13263	7042	18569	22015	25448
少数股东损益/净利润(%)	0.16	1.68	1.97	2.00	2.00	2.00	2.00
每股收益							
全面摊薄每股收益(元)	0.25	0.30	0.53	0.34	0.74	0.87	1.01

资料来源: 海通证券研究所

前期相关研究报告:

中国铁建跟踪报告——沙特轻轨项目补偿有助于减轻公司财务风险、消除市场对公司境外订单的忧虑 20110124

中国铁建三季报点评——沙特项目致单季度亏损, 订单依然快速增长 20101029

中国铁建公告点评——沙特轻轨项目或出现重大亏损(增持, 调低) 20101026

中国铁建半年报点评——业务稳健增长, 订单充沛, 业绩稍超预期(买入, 维持) 20100831

中国铁建跟踪报告: 年报业绩超预期, 战略调整将逐见成效 20100428

中国铁建公告点评: 发行完成后稍微偏好 长期增强运营业务的利润比重 20100304

信息披露

分析师声明

江孔亮：建筑工程行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

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、洪涛股份、亚厦股份、广田股份。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	投资评级分为股票评级和行业评级	以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准;	类别	评级	说明
			股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
				增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
				中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
				减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
2. 投资建议的评级标准	报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。		行业投资评级	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
				增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
					行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;
				中性	

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，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。在法律许可的情况下，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书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。