

中国铁建(601186)

研究员: 张平 执业证书编号: S0570510120048

☎ 025-83290905 ✉ ustczp5000@yahoo.com.cn

🌐 http://t.zhangle.com/4093

经营净现金流陡降 铁路投资放缓存近忧

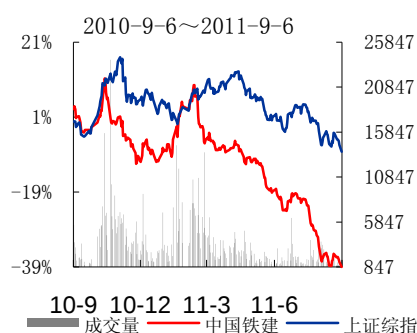
投资评级: 推荐(维持)

建筑装饰 II

当前价格(元): 4.52

目标价格(元): 5.3

股价走势图



相关研究

1《中国铁建(601186):沙特项目亏损致业绩大幅低于预期》2010.10

2011 中期业绩推介会会议要点:

- ◆ **营业收入与净利润均保持增长, 但较去年同期增速均出现较大幅度下降。**2011 中期营业收入 2114.06 亿元, 同比增长 17.89%, 扣非后净利润 35.72 亿元, 同比增长 9.05%, 实现基本每股收益 0.29 元。
- ◆ **公司对铁路发展充满信心。**基于: 铁路现状与需求存在较大差距; “十二五”规划已经确定铁路要高位运行并要高速发展。
- ◆ **公司业务拓展思路。**由路内到路外, 由东部到西部, 由地上到地下, 由国内到海外。公司重点跟踪房建、积极跟进水利、跟踪城市轨道交通、及时介入能源环保等新兴产业。
- ◆ **研发费用增长太快使得毛利与净利增速不匹配, 但未来研发费用增速会降下来。**
- ◆ **毛利率水平。**市场竞争程度和管理水平均会影响毛利率。近几年公司毛利率在 9-9.5%, 未来也可能是这种水平。
- ◆ **经营净现金流陡降。**主要是存货大幅增加等原因, 此外目前铁路资金到位不及时。对策: 公司强化应收账款催收。
- ◆ **再融资。**再融资计划已经上报证监会, 这次未能实现, 但未来有机会还是实施。

公司基本资料

总股本(万)	1233754.15
流通 A 股(万)	1001624.55
52 周内股价区间(元)	4.48-8.63
总市值(亿)	557.66
总资产(亿)	3956.13
每股净资产(元)	4.90

主要经营指标预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(亿)	4701.59	5430.33	6163.43	6779.77
+/-%	32.25	15.50	13.50	10.00
净利润(百万)	4246.22	8167.23	9378.66	10528.85
+/-%	-35.88	92.34	14.83	12.26
EPS(元)	0.34	0.66	0.76	0.85
P/E	13.29	6.83	5.95	5.30

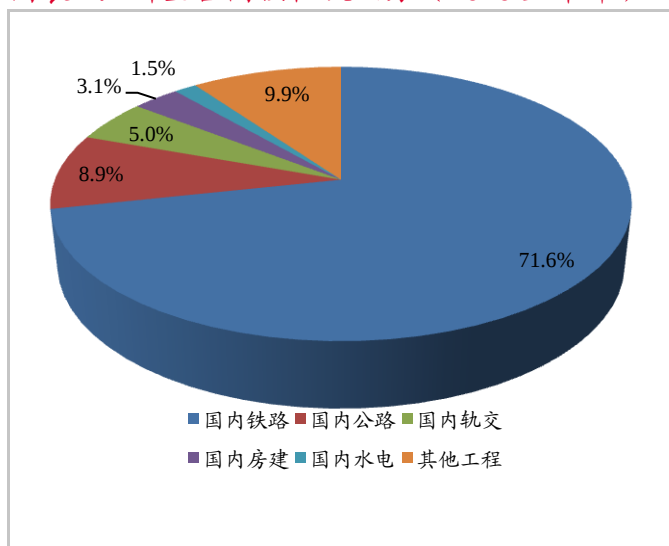
1、中国铁建 2011 中期基本情况

公司 2011 中期营业收入 2114.06 亿元，同比增长 17.89%，低于去年同期 37.71%，增速下降 19.81 个百分点。归属于上市公司所有者净利润 36.39 亿元，同比增长 7.73%，与去年同期相比增速下降 44.37 个百分点。扣非后净利润 35.72 亿元，同比增长 9.05%，比去年同期增速低 46.17 个百分点。实现基本每股收益 0.29 元，高于去年同期 0.27 元水平。

公司 2011 中期经营净现金流出现大幅度下滑，为 -125.70 亿元，去年同期为 14.21 亿元。

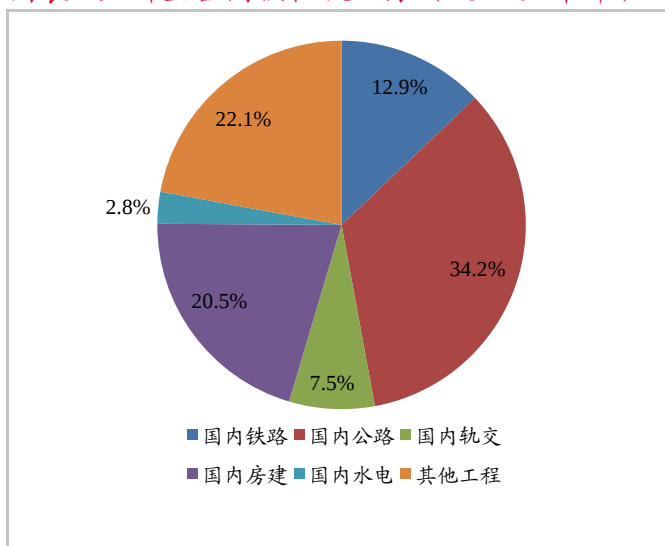
2011 上半年铁路新签合同额 203.10 亿元，与去年同期 2054.68 亿元相比，大幅下降 90.12%。路外业务新签合同额 1369.93 亿元，比去年 816.40 亿元高出 67.80%。新签合同中铁路板块占比大幅下降，公司业务板块趋于平衡。

图表 1：新签合同按板块细分（2010 上半年）



资料来源：公司公告 华泰证券研究所

图表 2：新签合同按板块细分（2011 上半年）



资料来源：公司公告 华泰证券研究所

2、中国铁建业绩推介会 Q&A

2011 年 8 月底，公司在北京举行了 2011 中期业绩推介会，就大家所关心的铁路投资、公司业绩、业务拓展、资金情况等问题进行交流。下面为此次推介会的问答纪要。

2.1 铁路投资展望

Q：请对铁路未来投资做一展望。

A：对铁路发展充满信心，主要基于两个原因：（1）、铁路现状与需求存在较大差距，是制约经济发展的一个瓶颈。从中美对比看，中国现在长度为 9.1 万公里，美国是 26 万公里，无论是物资运输还是旅客出行，均非常依赖铁路。所以从需求看，铁路发展仍是必须的。（2）、“十二五”规划已经确定铁路要高位运行并要高速发展。今年因事故等原因，今年铁路投资由 7 千亿调整到 6 千亿，其目的是为了铁路更好更快

发展。“十二五”铁路运营长度由 9.1 万公里增至 12 万公里，高铁达到 1.6 万公里，规划目标没有发生变化。

2.2 路内业务

Q: 铁路近万亿在手订单有否变化?

A: 今年铁路投资急刹车，上半年投标 200 多亿，比去年减少 90%，因此公司业务转变，由路内到路外，由东部到西部，由地上到地下，由国内到海外。铁路投资放缓，并重新评估，但现在已经开工的项目不会停工，不会有大的调整。只是由于资金影响，放缓了建设速度。从公司层面看路内收入肯定要减少，但路内减少路外补。

Q: 铁路项目是否存在停工现象?

A: 目前尚未有一条铁路发出停工通知。重点工程节点，例如特长隧道因施工技术原因无法停工，但非重要节点的路桥存在放缓情况，主要原因是业主付款速度有所放缓，公司不会垫资太多。

Q: 铁路部可能将融资权力下放到各路局，对于公司业务有何影响?

A: 融资权力下放，但是投资主体没有发生变化，仍然是铁道部。此外路局有了融资权力之后，能够拓宽铁路投资的融资渠道，对公司业务发展有好处。

2.3 路外业务拓展：铜矿、海外工程、房地产

Q: 请介绍公司路外业务拓展思路。

A: 今年铁路投资放缓，公司中标合同金额大幅下滑，短期看这种状况可能会继续存在，也许年底或明年初铁路招标会上来。在这种局面下，公司的发展思路是由路内到路外，由东部到西部，由地上到地下，由国内到海外。公司重点跟踪房建、积极跟进水利、跟踪城市轨道交通、及时介入能源环保等新兴产业。需要强调的是，对于新兴产业等业务是侧重于参与建设过程，而不是投资。

Q: 请对铜矿业务做一介绍。

A: 目前仍在进行合同谈判，如果顺利，计划 2013 年投产，一期 6 万吨/天，二期计划 15 万吨/天。一期总投资 16 亿美元，包括矿场和电站等附属设施。铜矿品位 0.4%，1613 万吨铜储量。

Q: 利比亚项目情况如何？潜在损失是否扩大？

A: 关于利比亚情况，在 2010 年度业绩说明会上已作介绍，到目前为止没有太多变化，存货与设备与以前公布数据相比没有太大变化。在设备方面做了保全措施，委托当地长老、有实力的公司看管，并对重要设备拆开掩埋。因战争原因无法现场查看，通过电话沟通，大部分处在完好状态。因此，根据会计准则，公司认为没有进行计提准备的必要。

Q: 为什么房地产业务收入波动这么大？

A: 上半年房地产预售收入 76.21 亿元，根据收入确定原则，一般年底比较集中，但整体没有变化，原计划 200 亿元虽然有压力，但可能实现。

2.4 盈利能力：重点是毛利率变化

Q：为什么毛利增速与净利不匹配？毛利率水平会有什么变化

A：研发费用增长太快，主要原因：（1）、重点项目需要技术攻关；（2）、二三级企业都在争取高新技术企业，相应需要的研发支出也在增加。从趋势看，未来这块支出增速会降下来。

市场竞争程度和管理水平均会影响毛利率。铁路工程变更量比较大，一类变更可以谈判但二三类不好谈判，另外项目减少后资本支出也会减少。近几年公司毛利率在 9-9.5%，未来也可能是这种水平。

Q：物流板块毛利为什么下降这么快？

A：中铁物流排名全国第七，业务侧重于工程物流，大客户还是铁路，主要是道岔、钢轨等，以及大宗材料集中采购，为公司服务。原先市场化占比较高，毛利率也高，但今年主要内部使用，毛利率比较低，由于资源有限，内部使用挤占了市场化份额。因此，物流整体毛利率出现下滑，不过如果周转加快的话，这块业务也不会亏损。

Q：公司曾经说过净利率每年上升千分之一，请问现在环境发生变化后，此目标是否相应变化？

A：营收在未来两年保持 10% 增速没有问题，不过将来有可能降下来。目前成本上升带来压力，尽管部分可以转嫁给业务，但是人工成本不易转嫁。并且，业主付款放慢后，合同实施周期加长，工期成本（窝工）上升，财务成本也因资金到位慢而上升，例如盾构业务不能轻易停下来，这会导致财务成本上升。

2.5 资金情况：现金流与再融资

Q：经营净现金流为什么下降这么厉害？

A：主要原因是存货大幅增加等原因。目前铁路资金到位不及时，项目若能停就停下来，否则垫资压力太大。对策：公司强化应收账款催收。

Q：公司未来再融资计划

A：再融资计划已经上报证监会，这次未能实现，但未来有机会还是实施，公司方面重新开董事会和股东大会走流程。目前，从三个方面来缓解资金压力。（1）、提升现有资金使用效率；（2）、中票、短期融资券；（3）、银行授信；现在负债率比较高，有息负债 630 亿元，压力大但比较乐观。

3、中国铁建业绩推介会总结

通过交流，公司对未来铁路投资比较乐观，但是考虑到 723 动车事故和铁道部人事变动，我们判断未来铁路投资存在一定不确定性，即使总投资额没有太大变化，但是基于审慎原则，铁路降速等运营，投资周期非常可能加长，投资强度相应降低。在这种局面下，对公司而言利弊互现，短期铁路板块业绩爆发不可能，但是工期更加科学却利于公司盈利。

短期看，我们认为公司资金压力比较大，尤其是在铁道部融资出现困难的情况下，公司铁路工程回款速度不会太快。

附表：财务报表与预测

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	291925	339712	383543	426981
现金	65207	73041	84153	94871
应收账款	56048	70499	79626	87698
其他应收款	21995	33355	38562	43830
预付账款	28133	39842	40836	44891
存货	59598	72863	85770	100353
其他流动资产	60944	50112	54596	55338
非流动资产	58269	66347	66149	62607
长期投资	4192	3083	3479	3585
固定资产	35172	42497	43102	40030
无形资产	6373	6355	6024	6036
其他非流动资产	12533	14412	13545	12956
资产总计	350194	406059	449692	489588
流动负债	262738	308984	339651	366819
短期借款	16243	34000	38000	40000
应付账款	127589	143270	163331	180040
其他流动负债	118906	131715	138319	146780
非流动负债	29225	31187	36749	40987
长期借款	7485	15285	18285	22285
其他非流动负债	21740	15902	18464	18702
负债合计	291963	340172	376400	407806
少数股东权益	828	975	1147	1333
股本	12338	12338	12338	12338
资本公积	33986	33986	33986	33986
留存收益	10957	18507	25754	34078
归属母公司股东权益	57403	64945	72159	80472
负债和股东权益	350194	406092	449706	489611

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	6253	4598	18919	20524
净利润	4317	8314	9550	10715
折旧摊销	7806	9187	12200	14694
财务费用	511	1893	2751	2465
投资损失	-135	-175	-155	-155
营运资金变动	4553	-16656	-4811	-7099
其他经营现金流	-10799	2035	-616	-95
投资活动现金流	-15525	-13629	-12447	-11515
资本支出	17014	14700	12350	11400
长期投资	-1061	-1105	423	87
其他投资现金流	428	-34	325	-28
筹资活动现金流	10359	16865	4641	1709
短期借款	5702	17757	4000	2000
长期借款	3920	7800	3000	4000
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	2466	0	0	0
其他筹资现金流	-1729	-8692	-2359	-4291
现金净增加额	853	7834	11112	10718

利润表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	470159	543033	616343	677977
营业成本	428647	491230	556809	611933
营业税金及附加	13972	16135	18303	20142
营业费用	1531	1786	1932	2188
管理费用	19159	21187	24137	26877
财务费用	511	1893	2751	2465
资产减值损失	614	319	221	385
公允价值变动收益	-20	-33	-14	-22
投资净收益	135	175	155	155
营业利润	5840	10626	12331	14122
营业外收入	410	325	345	360
营业外支出	160	248	198	202
利润总额	6089	10703	12478	14279
所得税	1772	2389	2928	3564
净利润	4317	8314	9550	10715
少数股东损益	70	147	172	186
归属母公司净利润	4246	8167	9379	10529
EBITDA	14157	21705	27282	31280
EPS (元)	0.34	0.66	0.76	0.85

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	32.2%	15.5%	13.5%	10.0%
营业利润	-28.7%	82.0%	16.0%	14.5%
归属于母公司净利润	-35.7%	92.3%	14.8%	12.3%
获利能力				
毛利率(%)	8.8%	9.5%	9.7%	9.7%
净利率(%)	0.9%	1.5%	1.5%	1.6%
ROE(%)	7.4%	12.6%	13.0%	13.1%
ROIC(%)	14.3%	18.5%	20.0%	20.2%
偿债能力				
资产负债率(%)	83.4%	83.8%	83.7%	83.3%
净负债比率(%)	8.53%	15.04%	15.37%	15.65%
流动比率	1.11	1.10	1.13	1.16
速动比率	0.88	0.86	0.88	0.89
营运能力				
总资产周转率	1.49	1.44	1.44	1.44
应收账款周转率	9	9	8	8
应付账款周转率	3.87	3.63	3.63	3.56
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.34	0.66	0.76	0.85
每股经营现金流(最新摊薄)	0.51	0.37	1.53	1.66
每股净资产(最新摊薄)	4.65	5.26	5.85	6.52
估值比率				
P/E	13.13	6.83	5.95	5.30
P/B	0.97	0.86	0.77	0.69
EV/EBITDA	2	1	1	1

资料来源：公司公告 华泰证券研究所

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现20%以上;

推荐: 相对强于市场表现5% ~ 20%;

观望: 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

免责声明:

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。