

建筑工程行业研究小组  
 联系人: 王小勇  
 0755-82960440  
 wxy@cmschina.com.cn

2009年6月15日

## 比较估值优势下,“铁公基”伺机待飞

### 建筑工程行业2009年中期投资策略

工业

建筑工程

推荐(维持)

上证指数 2789

#### 行业规模

|          |      | 占比% |
|----------|------|-----|
| 股票家数(只)  | 34   | 2.2 |
| 总市值(亿元)  | 3602 | 1.8 |
| 流通市值(亿元) | 1498 | 1.8 |

#### 行业指数

| %    | 1m   | 6m    | 12m  |
|------|------|-------|------|
| 绝对表现 | 6.1  | 28.4  | 30.1 |
| 相对表现 | -1.1 | -14.2 | 36.9 |



#### 相关报告

- 1、《建筑工程行业 2009 年二季度投资策略——依附轨道基建产业链,各放异彩》2009/04/03
- 2、《建筑工程行业 2009 年投资策略系列报告(之一)——己丑,土生金,利动土,宜建筑》2009/02/04
- 3、《建筑工程行业 2009 年度投资策略——铁路建设,中国经济再次腾飞的引擎》2008/12/03
- 4、《建筑工程行业 08 年第四季度投资策略报告——总为浮云能蔽日,黄沙吹尽始到金》2008/10/09
- 5、《建筑工程行业 08 年中期投资策略——行业持续景气,战略布局央企》2008/06/10
- 6、《建筑工程行业 08 年第二季度投资策略——灯火阑珊处,投资价值渐显》2008/04/07

“铁公基”即铁路、公路及其他基础设施建设。本文详细分析了该板块面临的有利形势,目前该板块上市公司股价涨幅落后,我们认为,该板块补涨在即,而中报超预期将是最为有效的刺激因素。个股方面,中国中铁、中铁二局、中材国际将有可能最先启动上涨行情。

- “4 万亿”投资下“铁公基”有效地保证了固定资产投资增速。“4 万亿”计划投资的重点在“铁公基”(投资额达到 1.8 万亿元,占“4 万亿”投资计划 45%),“铁公基”投资增长有效地保证了固定资产投资的增速。前 5 个月城镇固定资产投资为 5.35 万亿元,较上年同期增长 32.9%,远远高于此前设定的 20% 的全年目标。5 月份单月固定资产投资较上年同期增长 38.7%,创下三年新高。
- 大盘估值上行有望带动“铁公基”板块的估值的进一步提升。2009 年截止 6 月 15 日,大盘整体(剔除负值)估值静态 PE 水平由年初的 16 倍提升到目前的 24 倍,提升幅度达到 50%,沪深 300 指数提升幅度也达到了 47%。在大盘估值的不断提升、风险不断积聚的情况下,市场资金将会重新转向那些估值较低、盈利增长确定、风险较低的板块,而“铁公基”板块恰好符合这些要求。
- “铁公基”板块行情相机启动。我们预计,“铁公基”的行情将可能随时启动,而其中报业绩的超预期以及中国建筑上市所引发的板块效应将可能是最有效的刺激因素。
- 投资策略:寻找最先启动行情的个股。我们通过区间涨跌幅、经营情况、多元化经营进展、中报超预期的可能性等四个方面进行考察,寻找最先启动行情的个股。我们认为中国中铁、中铁二局、中材国际将可能最先启动“铁公基”板块的上涨行情。

#### 重点公司主要财务指标

|      | 股价    | 08EPS | 09EPS | 10EPS | 09PE | 10PE | PB  | 评级     |
|------|-------|-------|-------|-------|------|------|-----|--------|
| 中国中铁 | 6.19  | 0.05  | 0.30  | 0.42  | 21   | 15   | 2.1 | 强烈推荐-A |
| 中国铁建 | 9.71  | 0.32  | 0.49  | 0.69  | 20   | 14   | 2.5 | 强烈推荐-A |
| 中铁二局 | 10.75 | 0.32  | 0.50  | 0.63  | 22   | 17   | 4.0 | 强烈推荐-A |
| 宏润建设 | 15.70 | 1.28  | 1.18  | 1.31  | 13   | 12   | 2.6 | 强烈推荐-A |
| 中材国际 | 29.08 | 1.86  | 1.53  | 1.96  | 19   | 15   | 4.7 | 强烈推荐-A |

资料来源:招商证券

## 正文目录

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 一、“4 万亿”投资，“铁公基”迎来发展高峰.....  | 4  |
| 1、“4 万亿”投资保增长.....           | 4  |
| 2、“铁公基”投资大规模展开.....          | 5  |
| (1) 铁路建设投资.....              | 5  |
| (2) 公路、水路、内河等交通基础设施建设投资..... | 6  |
| (3) 轨道建设投资.....              | 7  |
| (4) 机场建设投资.....              | 7  |
| (5) 农村基础设施建设投资.....          | 8  |
| 3、带动其他配套建筑投资大规模投入.....       | 9  |
| (1) 站场建设装修投入巨大.....          | 9  |
| (2) 新增水泥项目增多.....            | 9  |
| 二、比较估值优势明显，寻找最先启动行情的个股.....  | 10 |
| 1、大盘估值提升幅度较大.....            | 10 |
| 2、“铁公基”板块估值有望进一步提升.....      | 11 |
| (1) “铁公基”板块对应的上市公司.....      | 11 |
| (2) 估值有望进一步提升.....           | 12 |
| 3、寻找最先启动行情的个股.....           | 14 |
| 三、重点公司.....                  | 16 |
| 1、中国中铁.....                  | 16 |
| 2、中铁二局.....                  | 19 |
| 3、中材国际.....                  | 21 |

## 图表目录

|                                   |   |
|-----------------------------------|---|
| 图 1: 我国进出口商品总额增速创下近 10 年来新低.....  | 4 |
| 图 2: 城镇固定资产投资完成额累计增速加大.....       | 5 |
| 图 3: 城镇固定资产投资完成额当月增速创 3 年来新高..... | 5 |
| 图 4: 房地产实际投资完成额数据回暖.....          | 5 |
| 图 5: 铁路固定资产投资及基建投资累计同比大幅增长.....   | 6 |
| 图 6: 铁路固定资产投资及基建投资当月同比大幅增长.....   | 6 |
| 图 7: 交通基础设施固定资产投资累计同比大幅增长.....    | 6 |
| 图 8: 交通基础设施固定资产投资当月同比大幅增长.....    | 6 |
| 图 9: 公路建设固定资产投资 2009 年以来大幅增长..... | 7 |
| 图 10: 我国各城市近（远）城轨规划总里程.....       | 7 |
| 图 11: 我国机场 2020 年规划布局.....        | 8 |
| 图 12: 农村固定资产投资增速创下历史新高，.....      | 8 |
| 图 13: 水泥固定资产投资增速回升迅猛.....         | 9 |
| 图 14: 新型干法水泥发展迅速.....             | 9 |

|                                                 |    |
|-------------------------------------------------|----|
| 图 15: A 股及沪深 300 平均 PE 走势 (截止 6 月 15 日)         | 10 |
| 图 16: A 股及沪深 300 平均 PB 走势 (截止 6 月 15 日)         | 11 |
| 图 17: 09 年以来铁公基板块走势远远落后于沪深 300 指数 (截止 6 月 15 日) | 13 |
| 图 18: 中国中铁营业收入稳步增长                              | 16 |
| 图 19: 中国中铁铁路施工业务增长较快                            | 16 |
| 图 20: 中国中铁新签合同大幅增长                              | 16 |
| 图 21: 中国中铁未完工合同额大幅增长                            | 16 |
| 图 22: 08 年因澳元汇兑损失导致财务费用大增                       | 17 |
| 图 23: 因澳元汇兑损失导致现金大幅减少了 587.13%                  | 17 |
| 图 24: 公司管理费用率下降较快                               | 17 |
| 图 25: 中国中铁毛利率将呈“U”形反转                           | 18 |
| 图 26: 中国中铁历史 PE Band                            | 19 |
| 图 27: 中国中铁历史 PB Band                            | 19 |
| 图 28: 中铁二局营业收入稳步增长                              | 19 |
| 图 29: 中铁二局铁路施工收入在 08 年实现大幅增长                    | 19 |
| 图 30: 中铁二局三项费用率不断走低                             | 19 |
| 图 31: 中铁二局历史 PE Band                            | 20 |
| 图 32: 中铁二局历史 PB Band                            | 20 |
| 图 33: 中材国际新签合同额 09 年将基本保持稳定                     | 21 |
| 图 34: 装备业务是中材国际利润的主要来源                          | 21 |
| 图 35: 中材国际少数股东权益占比在合并后大幅下降                      | 22 |
| 图 36: 中材国际历史 PE Band                            | 22 |
| 图 37: 中材国际历史 PB Band                            | 22 |
| 表 1: 我国提出的 1000 亿及 4 万亿投资具体投向                   | 4  |
| 表 2: 公用建筑装修标准                                   | 9  |
| 表 3: 6 月 15 日申万行业分类 PE                          | 10 |
| 表 4: 6 月 15 日申万行业分类 PB                          | 11 |
| 表 5: “铁公基”上市公司分类明细                              | 11 |
| 表 6: “铁公基”板块 09 年涨幅按市值加权平均排名倒数第一                | 12 |
| 表 7: “铁公基”上市公司分类明细                              | 13 |
| 表 8: “铁公基”上市公司自 09 年以来涨幅 (截止 6 月 15 日)          | 14 |
| 表 9: “铁公基”上市公司经营情况概览 (单位: 百万元)                  | 14 |
| 表 10: “铁公基”上市公司多元化业务概览                          | 15 |
| 表 11: “铁公基”上市公司 09 年 EPS 概览                     | 15 |
| 表 12: 中国中铁截止 08 年末所持有的主要外币资产明细                  | 17 |
| 表 13: 中国中铁盈利预测简表                                | 18 |
| 表 14: 中铁二局盈利预测简表                                | 20 |
| 表 15: 盈利预测简表                                    | 22 |

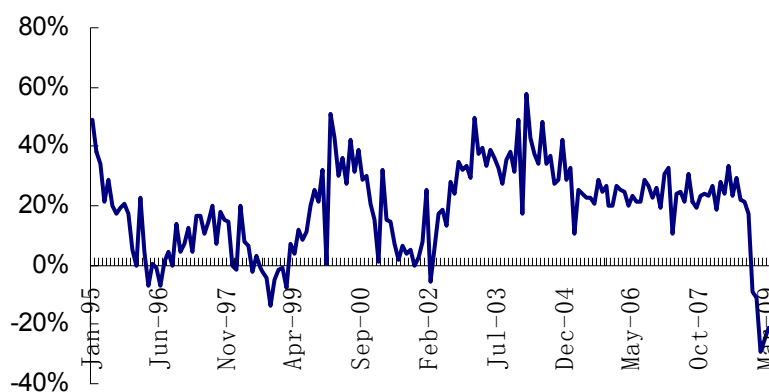
## 一、“4 万亿”投资，“铁公基”迎来发展高峰

### 1、“4 万亿”投资保增长

净出口、消费和固定资产投资是拉动经济的“三驾马车”。

美国次贷危机引起全球性的金融风暴，导致我国出口急剧萎缩。来自海关总署的数据显示，5 月份我国进出口总值 1641.27 亿美元，同比下降 25.9%，连续 7 个月下降，其中，出口下降 26.4%，进口下降 25.2%，创下了近 10 年来的新低。

**图 1：我国进出口商品总额增速创下近10年来新低**



资料来源：Wind，招商证券研发中心

我国政府在面临出口萎缩、经济下滑的风险的情况下，在 08 年底提出了“4 万亿”的经济刺激计划保增长。

**表 1：我国提出的 1000 亿及 4 万亿投资具体投向**

| 拟投资额            | 具体投向                                                                                                                                     |
|-----------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1000 亿元<br>资金投向 | 保障性安居工程 100 亿元，农村民生工程 and 农村基础设施 340 亿元，铁路、公路和机场等重大基础设施建设 250 亿元，医疗卫生、教育文化等社会事业发展 130 亿元，节能减排和生态建设工程 120 亿元，自主创新和产业结构调整 60 亿元            |
| 4 万亿资<br>金投向    | 保障性安居工程是 2800 亿；农村民生工程和农村基础设施大体是 3700 亿；铁路、公路、机场、城乡电网是 18000 亿；医疗卫生、文化教育事业是 400 亿；生态环境这方面的投资是 3500 亿；自主创新结构调整是 1600 亿；灾后的恢复重建，重灾区是 1 万亿。 |

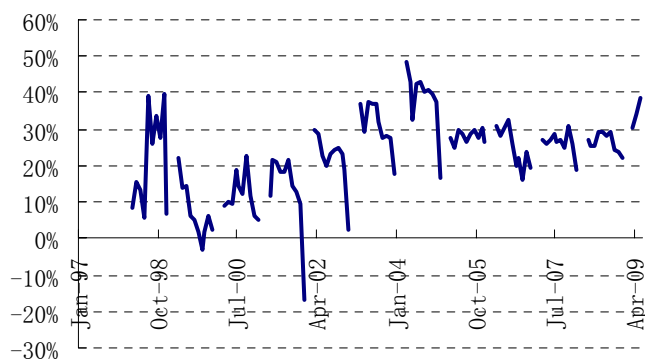
资料来源：招商证券研发中心

由于投资占据绝对比重，因此，固定资产投资将成为我国目前拉动经济增长的主要因素之一。

国家统计局的数据显示，前 5 个月城镇固定资产投资为 5.35 万亿元，较上年同期增长 32.9%，远远高于此前设定的 20% 的全年目标。5 月份单月固定资产投资较上年同期增长 38.7%，创下三年新高。

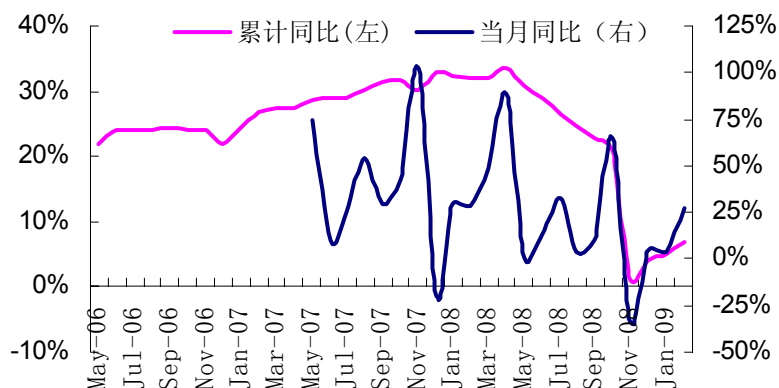
**图 2：城镇固定资产投资完成额累计增速加大**


资料来源：CEIC，招商证券研发中心

**图 3：城镇固定资产投资完成额当月增速创3年来新高**


资料来源：CEIC，招商证券研发中心

摩根士丹利表示：“中国固定资产投资增加，加上房地产开发的持续复苏，完全可以抵消出口行业低迷对经济复苏的影响。”实际上，5月份房地产投资完成累计同比增长6.8%，当月投资完成额同比增长27%，远远高于市场的预期。

**图 4：房地产实际投资完成额数据回暖**


资料来源：招商证券研发中心整理

我们认为，目前“4万亿”投资计划拉动经济的目的基本达到。

## 2、“铁公基”投资大规模展开

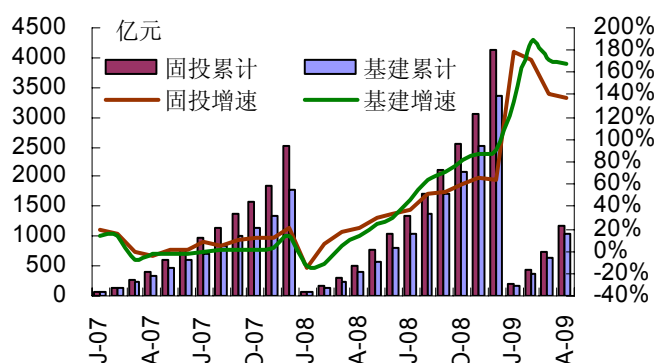
从目前来看，我国本次经济刺激的重点在“铁公基”即铁路、公路及其他基础设施建设，根据发改委的数据，“铁公基”投资额达到1.8万亿元，占“4万亿”投资计划45%。

### （1）铁路建设投资

进入2009年以来，铁路投资同比增速创下了“十一五”以来的新高。

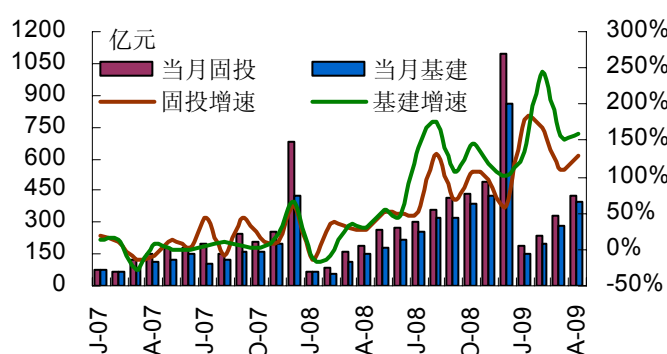
根据铁道部的统计数据显示，4月份铁路固定资产投资累计达到1180.38亿元，累计同比增速为136.57%；基建累计投资达到1034.22亿元，累计同比增长167.0%。4月当月铁路固定资产投资达到425.92亿元，同比增速达到130.44%；基建当月投资达到392.99亿元，同比增速达到159.56%。

图 5: 铁路固定资产投资及基建投资累计同比大幅增长



资料来源：铁道部，招商证券研发中心

图 6: 铁路固定资产投资及基建投资当月同比大幅增长

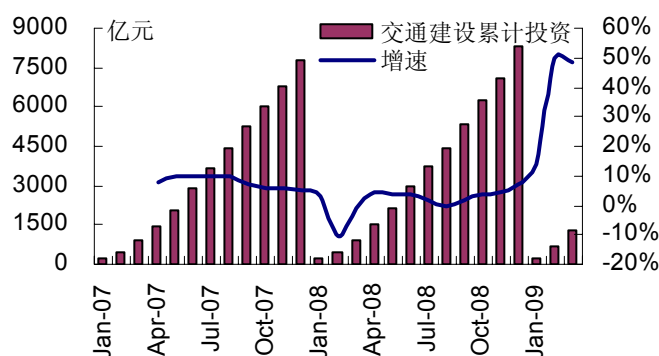


资料来源：CEIC，招商证券研发中心

## （2）公路、水路、内河等交通基础设施建设投资

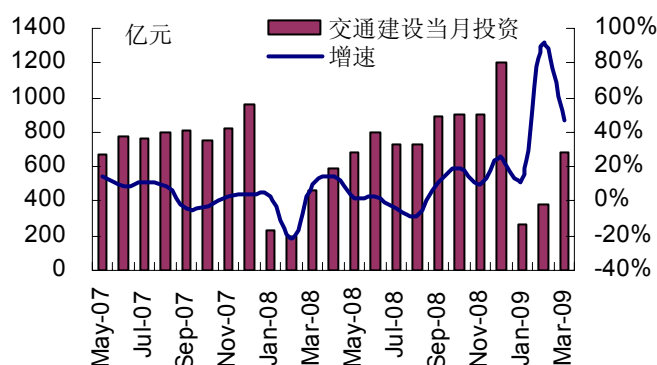
根据交通部的统计显示，进入 2009 年以来，我国交通基础设施建设投资一反近几年的投资个位数增长的态势，第一季度累计投资增速达到 48.21% 以上，3 月份当月投资增速达到 46.82%，创先多年来的新高。

图 7: 交通基础设施固定资产投资累计同比大幅增长



资料来源：招商证券研发中心整理

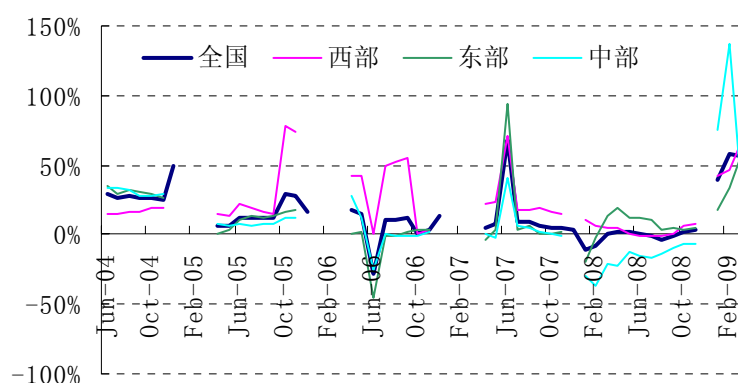
图 8: 交通基础设施固定资产投资当月同比大幅增长



资料来源：招商证券研发中心整理

公路等交通基础设施建设固定资产投资的大幅增长与“4 万亿”密切相关。根据交通部的规划，在“4 万亿”政策的刺激下，未来 5 年内将投资 5 万亿进行基础设施建设。

实际上，我国公路网络基本上成型，我们原来预计公路等固定资产投资增速将呈不断下降的趋势，本次“4 万亿”投资计划加速了公路建设的投资。

**图 9：公路建设固定资产投资2009年以来大幅增长**


资料来源：招商证券研发中心整理

### (3) 轨道建设投资

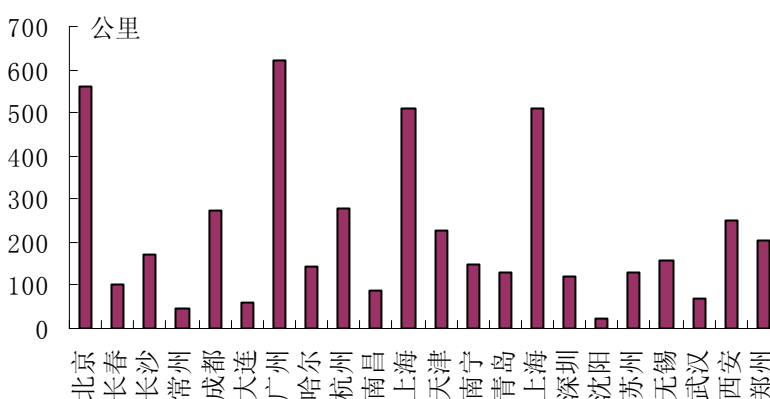
我国内地有 14 个城市共 46 条轨道线路正在开工建设，建设总里程为 1212.3 公里。而自 2003 年以来，内地共有 19 个城市轨道交通建设规划得到了国家批准，已上报的 28 个城市的城轨规划线路达 91 条，总里程为 2600 公里。

到 2008 年底，我国已有北京、上海等 10 个城市的 29 条轨道交通线路建成并投入运营，运营里程近 780 公里。

预计到 2010 年我国城市轨道数量将达到 55 条、1500 公里。

到 2015 年将规划建设 70 条轨道交通线路，总长度约 2100 公里。

到 2020 年，我国内地城市轨道交通总规模将达到 3000 至 3500 公里。

**图 10：我国各城市近（远）城轨规划总里程**


资料来源：招商证券研发中心整理

按照规划，2009、2010 两年，我国城市轨道将建成 720 公里的新增运营里程，以每公里造价 5~6 亿元/公里的计算，平均每年投资达到 1800~2160 亿元。

### (4) 机场建设投资

在 4 万亿元拉动内需政策支持下，民航局公布了未来两年巨额的机场建设投入计划，资金规模高达 4500 亿元，加上 2008 年于新建、改扩建机场投入 300 亿元。近三年，有

超过 5000 亿元的资金流向机场建设项目。

根据 5 月 15 日《上海证券报》报道，中国交通部副部长、民航局局长李家祥在出席“2009 中国民航发展论坛”时表示，今明两年我国机场建设总投资规模将达 3000 亿元。李家祥透露，目前我国 160 多个民用机场中，到 2010 年将有 40 多个机场达到饱和状态，同时将有不少大型机场综合功能跟不上需要，投入资金就是解决这些问题。民航局将抓住目前经济下行阶段的时机对民航结构进行调整。今明两年中央和地方政府投入大约 581 亿元用于中西部机场建设，70% 的中西部机场还得到了 22 亿元的基建贷款等补贴。民航局鼓励航空公司增加 100 条老少边穷、但有市场潜力地区航线航班，对于新开辟航线给予独家经营 3 年的保证期。

**图 11：我国机场2020年规划布局**



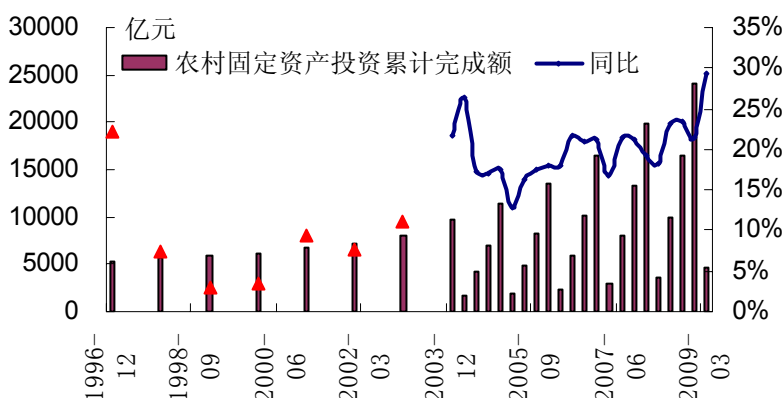
资料来源：招商证券研发中心整理

根据测算，09、10 年两年我国的机场年均投资超过 1500 亿元，远远高于“十一五”规划中的年均 500 亿元投资的规划。

### （5）农村基础设施建设投资

我国本次“4 万亿”投资号称是“民生工程”，将重点解决农村的基础设施建设问题，其中有近一半的投资项目（非投资额）与农业有关。我们认为，当前财政激励计划对农业投入的力度是近年来所未见的。

**图 12：农村固定资产投资增速创下历史新高，**



资料来源：招商证券研发中心整理

### 3、带动其他配套建筑投资大规模投入

#### (1) 站场建设装修投入巨大

随着 4 万亿投资计划的提出，我国公路车站、航空机场、铁路枢纽车站等交通枢纽站场等公共建筑所带来的建筑装修市场是非常巨大的。

**表 2：公用建筑装修标准**

| 公用建筑类别 | 装修费用标准           |
|--------|------------------|
| 酒店类    | 相当于土建费用的 2~3 倍左右 |
| 车站类    | 相当于土建费用的 1 倍左右   |
| 机场航站楼  | 相当于土建费用的 1 倍左右   |
| 体育场馆类  | 相当于土建费用的 30% 左右  |

资料来源：招商证券研发中心整理

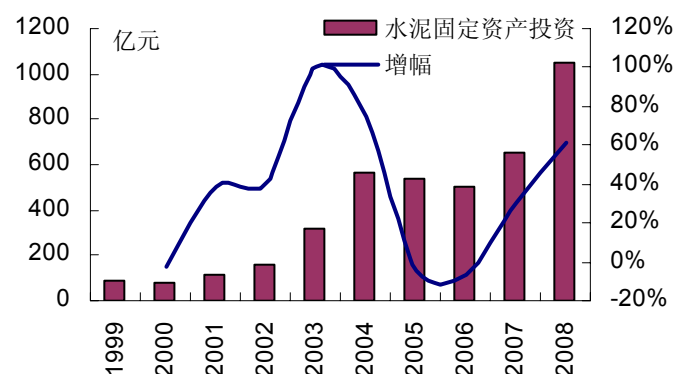
以铁路枢纽为例，按照该规划，“十一五”期间，铁路系统将投资 1500 亿元新建或改建 548 座客站，并在全国建成六大枢纽性的客运中心和十大区域性客运中心。根据上表估算，仅铁路枢纽车站的装修市场份额将达到 700 亿元以上。

#### (2) 新增水泥项目增多

根据我们对公司的调研情况来看，由于基础设施的大规模建设，西部水泥基本上供不应求，对新线的需求较大。

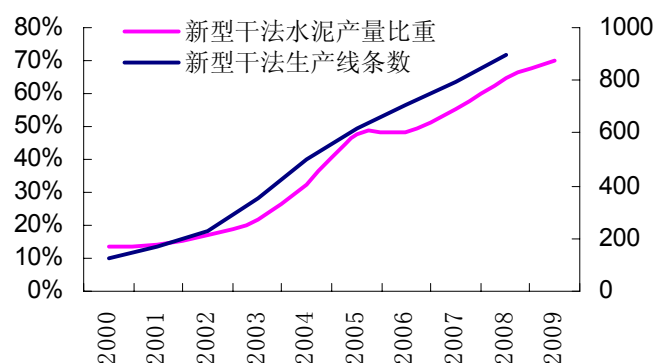
以四川为例，本次投资拉动内需政策拟投资 1 万亿用于灾后重建，由此带动水泥固定资产投资增速迅猛，08 年四川省水泥投资增幅排名全国第一就是明显的证明。实际上，汶川地震后，众多龙头水泥企业相继进入四川市场，掀起了四川新型干法水泥生产线建设热潮。根据四川省经贸委的消息，目前四川全省在建项目和开展前期工作的项目共有 70 余个。

**图 13：水泥固定资产投资增速回升迅猛**



资料来源：招商证券研发中心整理

**图 14：新型干法水泥发展迅速**



资料来源：招商证券研发中心整理

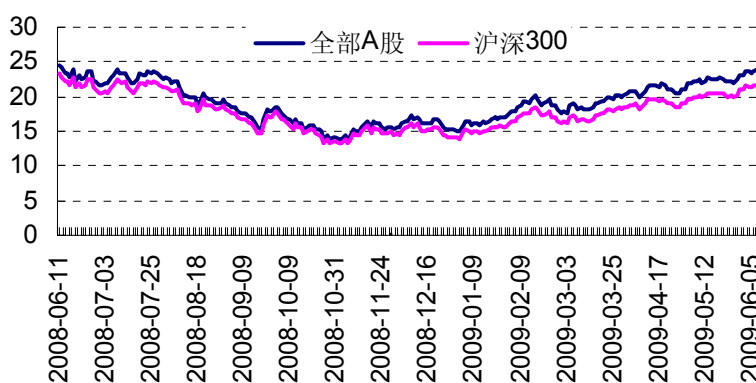
2008 年新型干法比重估计达到 65%，较 2007 年提升了 10%。我们预计，2009 年新型干法比例将有望提升到 70%，将提前一年达到《我国水泥工业“十一五”规划》的目标。

## 二、比较估值优势明显，寻找最先启动行情的个股

### 1、大盘估值提升幅度较大

与我们在 2 月 4 日的报告《建筑工程行业 2009 年投资策略系列报告（之一）- 己丑，土生金，利动土，宜建筑》判断一样，A 股的平均静态市盈率上升到 20 倍以上。截止到 6 月 15 日，A 股整体（剔除负值）平均静态市盈率为 24 倍；沪深 300（剔除负值）平均静态市盈率为 21 倍。如扣除盈利为负及偏离值较大的公司，沪深 300 指数 6 月 15 日的动态 PE 为 27 倍；A 股动态市盈率（扣除负值及 PE 大于 100 的上市公司）为 32 倍。

图 15: A 股及沪深 300 平均 PE 走势（截止 6 月 15 日）



资料来源：招商证券研发中心整理

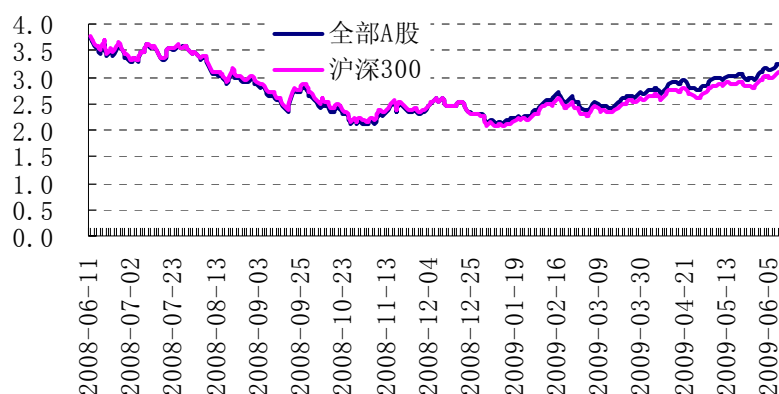
2009 年截止 6 月 15 日，大盘整体（剔除负值）估值静态 PE 水平由年初的 16 倍提升到目前的 24 倍，提升幅度达到 50%，沪深 300 指数提升幅度也达到了 47%。

表 3: 6 月 15 日申万行业分类 PE（截止 6 月 15 日）

| 申万行业分类 | PE | 申万行业分类 | PE |
|--------|----|--------|----|
| 农林牧渔   | 62 | 纺织服装   | 40 |
| 采掘     | 18 | 轻工制造   | 38 |
| 化工     | 35 | 医药生物   | 39 |
| 黑色金属   | 24 | 公用事业   | 57 |
| 有色金属   | 68 | 交通运输   | 21 |
| 建筑建材   | 39 | 房地产    | 38 |
| 机械设备   | 38 | 金融服务   | 20 |
| 电子元器件  | 61 | 商业贸易   | 36 |
| 交运设备   | 37 | 餐饮旅游   | 59 |
| 信息设备   | 46 | 信息服务   | 13 |
| 家用电器   | 25 | 综合行业   | 68 |
| 食品饮料   | 40 |        |    |

资料来源：招商证券研发中心整理

从 PB 方面来看，2009 年截止目前，大盘整体（剔除负值）估值 PB 水平由年初的 2.03 倍提升到目前的 3.14 倍，提升幅度达到 47%；沪深 300 指数（剔除负值）估值 PB 水平由年初的 2.09 倍提升到 3.02 倍，提升幅度达到 44%。

**图 16: A股及沪深300平均PB走势 (截止6月15日)**


资料来源: 招商证券研发中心整理

**表 4: 6月15日申万行业分类PB (截止6月15日)**

| 申万行业分类 | PB   | 申万行业分类 | PB   |
|--------|------|--------|------|
| 农林牧渔   | 3.72 | 纺织服装   | 2.83 |
| 采掘     | 3.89 | 轻工制造   | 2.32 |
| 化工     | 3.09 | 医药生物   | 4.31 |
| 黑色金属   | 1.56 | 公用事业   | 2.70 |
| 有色金属   | 4.93 | 交通运输   | 2.52 |
| 建筑建材   | 3.09 | 房地产    | 3.59 |
| 机械设备   | 4.36 | 金融服务   | 3.23 |
| 电子元器件  | 3.05 | 商业贸易   | 3.73 |
| 交运设备   | 3.02 | 餐饮旅游   | 3.42 |
| 信息设备   | 3.38 | 信息服务   | 2.85 |
| 家用电器   | 3.01 | 综合行业   | 3.89 |
| 食品饮料   | 5.88 |        |      |

资料来源: 招商证券研发中心整理

## 2、“铁公基”板块估值有望进一步提升

### (1) “铁公基”板块对应的上市公司

我们根据涉及“铁公基”业务的建筑类上市公司主要业务范围, 对其进行了如下分类:

**表 5: “铁公基”上市公司分类明细**

| 子行业         | 证券代码      | 公司简称 | 08年营业收入<br>(亿元) |
|-------------|-----------|------|-----------------|
| 铁公基         | 601390.SH | 中国中铁 | 2346            |
|             | 601186.SH | 中国铁建 | 2261            |
|             | 600528.SH | 中铁二局 | 235             |
|             | 600820.SH | 隧道股份 | 125             |
|             | 002062.SZ | 宏润建设 | 48              |
|             | 002060.SZ | 粤水电  | 24              |
|             | 600512.SH | 腾达建设 | 18              |
| 公路、港口、河道等建设 | 600284.SH | 浦东建设 | 11              |
|             | 600170.SH | 上海建工 | 306             |
|             | 600263.SH | 路桥建设 | 68              |
|             | 600326.SH | 西藏天路 | 6               |

|           |         |           |      |     |
|-----------|---------|-----------|------|-----|
|           |         | 600039.SH | 四川路桥 | 22  |
| 铁公基配<br>套 | 钢结构     | 600496.SH | 精工钢构 | 46  |
|           | 车站装修    | 002135.SZ | 东南网架 | 20  |
|           | 水泥生产线建设 | 002081.SZ | 金螳螂  | 33  |
|           |         | 600970.SH | 中材国际 | 141 |

资料来源：招商证券研发中心整理

## （2）估值有望进一步提升

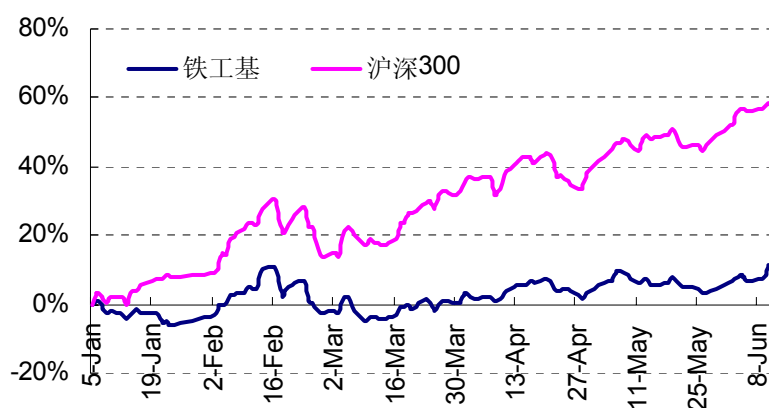
与其他板块相比，“铁公基”板块自 09 年初以来涨幅按照市值加权平均计算在所有行业中排名倒数第一。

**表 6：“铁公基”板块 09 年涨幅按市值加权平均排名倒数第一（截止 6 月 15 日）**

| 板块名称       | 算术平均       | 总市值加权平均    | 流通市值加权平均   |
|------------|------------|------------|------------|
| 农林牧渔       | 49%        | 38%        | 36%        |
| 采掘         | 129%       | 50%        | 97%        |
| 化工         | 75%        | 47%        | 55%        |
| 黑色金属       | 68%        | 55%        | 49%        |
| 有色金属       | 123%       | 121%       | 124%       |
| 建筑建材       | 76%        | 32%        | 43%        |
| 其中：建筑施工    | 64%        | 19%        | 27%        |
| 机械设备       | 80%        | 65%        | 63%        |
| 电子元器件      | 83%        | 82%        | 82%        |
| 交运设备       | 110%       | 82%        | 90%        |
| 信息设备       | 79%        | 58%        | 58%        |
| 家用电器       | 75%        | 52%        | 55%        |
| 食品饮料       | 68%        | 35%        | 39%        |
| 纺织服装       | 80%        | 65%        | 72%        |
| 轻工制造       | 84%        | 65%        | 60%        |
| 医药生物       | 63%        | 40%        | 41%        |
| 公用事业       | 67%        | 27%        | 30%        |
| 交通运输       | 62%        | 49%        | 52%        |
| 房地产        | 118%       | 106%       | 99%        |
| 金融服务       | 73%        | 48%        | 73%        |
| 商业贸易       | 76%        | 55%        | 56%        |
| 餐饮旅游       | 81%        | 70%        | 71%        |
| 信息服务       | 65%        | 39%        | 42%        |
| 综合         | 100%       | 93%        | 89%        |
| <b>铁公基</b> | <b>49%</b> | <b>11%</b> | <b>20%</b> |

资料来源：招商证券研发中心整理

与沪深 300 指数的上涨幅度相比，我们发现，09 年以来“铁公基”板块仅上涨了 11 个百分点，同期沪深 300 指数上涨了 57 个百分点，远远落后于沪深 300 指数达到 46 个百分点。

**图 17：09年以来铁公基板块走势远远落后于沪深300指数（截止6月15日）**


资料来源：招商证券研发中心整理

**表 7：“铁公基”上市公司分类明细（截止 6 月 15 日）**

| 证券代码      | 证券简称 | 预测市盈率<br>(PE,未来 12 个月) | 市盈率<br>(PE,TTM) | 预测市盈率<br>(PE,最新预测) |
|-----------|------|------------------------|-----------------|--------------------|
| 600820.SH | 隧道股份 | 20                     | 28              | 21                 |
| 600170.SH | 上海建工 | 27                     | 32              | 28                 |
| 600263.SH | 路桥建设 | 25                     | 35              | 28                 |
| 600326.SH | 西藏天路 |                        | 516             |                    |
| 600528.SH | 中铁二局 | 21                     | 33              | 24                 |
| 600496.SH | 精工钢构 | 15                     | 20              | 16                 |
| 600512.SH | 腾达建设 | 24                     | 86              | 27                 |
| 600477.SH | 杭萧钢构 |                        | 31              |                    |
| 600284.SH | 浦东建设 | 21                     | 45              | 26                 |
| 600970.SH | 中材国际 | 17                     | 35              | 19                 |
| 002060.SZ | 粤水电  | 18                     | 31              | 20                 |
| 002062.SZ | 宏润建设 | 14                     | 17              | 15                 |
| 002081.SZ | 金螳螂  | 22                     | 28              | 24                 |
| 002135.SZ | 东南网架 |                        | 68              |                    |
| 601390.SH | 中国中铁 | 19                     | 82              | 21                 |
| 601186.SH | 中国铁建 | 17                     | 30              | 20                 |
| 600039.SH | 四川路桥 | 59                     | 162             | 75                 |
| 扣除偏离值后平均  |      | 20                     |                 | 22                 |

资料来源：招商证券研发中心整理

### 我们的观点：

本轮行情启动始于“4 万亿”投资计划的公布，而“铁公基”板块作为最先受益的板块，行情同样也至然最先启动，可以认为，“铁公基”板块是行情之始；

在大盘估值的不断提升、风险不断积聚的情况下，市场资金将会重新转向那些估值较低、盈利增长确定、风险较低的板块，而“铁公基”板块恰好符合这些要求；

从表 6、表 7 的数据来看，目前“铁公基”09 年以来的涨幅居于所有行业之末，从该行业业绩的确定性来看，我们认为是不应该有如此之差的表现的；

我们预计，“铁公基”的行情将可能随时启动，而其中报业绩的超预期以及中国建筑上市所引发的板块效应将可能是最有效的刺激因素。

### 3、寻找最先启动行情的个股

我们通过区间涨跌幅、经营情况、多元化经营进展、中报超预期的可能性等四个方面进行考察，寻找最先启动行情的个股。

自 09 年初以来，“铁公基”个股涨幅最大是西藏天路（绝对涨幅为 131.4%、相对涨幅为 80.7%），涨幅最小的是中国铁建（绝对涨幅为-4.5%、相对涨幅为 55.2%）。

**表 8：“铁公基”上市公司自 09 年以来涨幅（截止 6 月 15 日）**

| 证券代码      | 证券简称 | 区间涨跌幅  | 相对大盘区间涨跌幅 | 涨跌幅排名 |
|-----------|------|--------|-----------|-------|
| 600820.SH | 隧道股份 | 5.9%   | -44.8%    | 15    |
| 600170.SH | 上海建工 | 47.0%  | -3.7%     | 7     |
| 600263.SH | 路桥建设 | 26.9%  | -23.8%    | 13    |
| 600326.SH | 西藏天路 | 131.4% | 80.7%     | 1     |
| 600528.SH | 中铁二局 | 31.8%  | -18.9%    | 12    |
| 600496.SH | 精工钢构 | 85.0%  | 34.3%     | 2     |
| 600512.SH | 腾达建设 | 57.9%  | 7.2%      | 5     |
| 600284.SH | 浦东建设 | 46.6%  | -4.1%     | 8     |
| 600970.SH | 中材国际 | 82.0%  | 31.3%     | 3     |
| 002060.SZ | 粤水电  | 37.6%  | -13.1%    | 11    |
| 002062.SZ | 宏润建设 | 79.7%  | 29.0%     | 4     |
| 002081.SZ | 金螳螂  | 45.3%  | -5.4%     | 9     |
| 002135.SZ | 东南网架 | 56.4%  | 5.7%      | 6     |
| 601390.SH | 中国中铁 | 12.0%  | -38.7%    | 14    |
| 601186.SH | 中国铁建 | -4.5%  | -55.2%    | 16    |
| 600039.SH | 四川路桥 | 39.4%  | -11.3%    | 10    |

资料来源：招商证券研发中心整理

**表 9：“铁公基”上市公司经营情况概览（单位：百万元）**

| 证券简称 | 股本<br>(亿股) | 营收     | 营收<br>3 年 CAGR | 营业<br>利润 | 利润<br>总额 | EPS<br>(元) | 09 Q1<br>EPS<br>(元) | 流动<br>比率 | ROE   | 资产<br>负债率 |
|------|------------|--------|----------------|----------|----------|------------|---------------------|----------|-------|-----------|
| 中国中铁 | 213        | 234619 | 102.6%         | 1613     | 1933     | 0.05       | 0.05                | 1.16     | 2.0%  | 75.8%     |
| 中国铁建 | 123        | 226141 | 98.2%          | 4702     | 4569     | 0.32       | 0.08                | 1.17     | 13.8% | 78.1%     |
| 中铁二局 | 15         | 23464  | 177.5%         | 602      | 612      | 0.32       | 0.09                | 1.14     | 12.4% | 80.8%     |
| 隧道股份 | 7          | 12501  | 95.3%          | 281      | 367      | 0.43       | 0.10                | 1.01     | 10.0% | 74.8%     |
| 上海建工 | 7          | 30573  | 67.2%          | 269      | 365      | 0.42       | 0.07                | 1.12     | 8.2%  | 77.9%     |
| 西藏天路 | 5          | 620    | 59.8%          | 9        | 14       | 0.02       | 0.00                | 1.65     | 0.9%  | 41.9%     |
| 中材国际 | 4          | 14092  | 242.6%         | 776      | 644      | 1.86       | 0.64                | 1.02     | 30.7% | 91.6%     |
| 路桥建设 | 4          | 6762   | 92.5%          | 125      | 127      | 0.24       | 0.03                | 1.16     | 5.8%  | 74.1%     |
| 腾达建设 | 4          | 1814   | 32.3%          | 36       | 41       | 0.08       | 0.03                | 1.35     | 3.7%  | 60.8%     |
| 浦东建设 | 3          | 1149   | 43.6%          | 114      | 125      | 0.39       | 0.05                | 0.27     | 7.6%  | 62.5%     |
| 精工钢构 | 3          | 4588   | 187.3%         | 147      | 156      | 0.36       | 0.05                | 0.94     | 15.7% | 77.8%     |
| 粤水电  | 3          | 2364   | 36.3%          | 100      | 100      | 0.32       | 0.06                | 1.26     | 6.9%  | 61.8%     |
| 四川路桥 | 3          | 2191   | 2.3%           | 35       | 29       | 0.05       | 0.01                | 0.90     | 1.5%  | 76.9%     |
| 宏润建设 | 3          | 4817   | 107.7%         | 335      | 347      | 1.28       | 0.25                | 1.26     | 26.5% | 72.6%     |
| 金螳螂  | 2          | 3338   | 158.1%         | 186      | 195      | 0.98       | 0.24                | 1.32     | 21.7% | 63.4%     |
| 东南网架 | 2          | 2020   | 95.7%          | 36       | 38       | 0.14       | 0.07                | 1.12     | 3.1%  | 69.0%     |

资料来源：招商证券研发中心整理 备注：中国中铁扣除非经常性损益，2008 年利润总额达到 45.50 亿元左右

**表 10：“铁公基”上市公司多元化业务概览**

|      | 主业              | 多元化业务      | 主业占比 |
|------|-----------------|------------|------|
| 中国中铁 | 铁路、公路、城市轨道等工程施工 | 房地产、矿产、BOT | 89%  |
| 中国铁建 | 铁路、公路、城市轨道等工程施工 | 房地产、BOT    | 92%  |
| 中铁二局 | 铁路、公路、城市轨道等工程施工 | 房地产、BOT    | 79%  |
| 隧道股份 | 隧道施工            | 盾构机制造、BOT  | 90%  |
| 上海建工 | 民用建筑施工          | 公路运营       | 99%  |
| 西藏天路 | 公路、民建施工         | 水泥         | 58%  |
| 中材国际 | 水泥生产线 EPC       | 无          | 100% |
| 路桥建设 | 公路、港口施工业务       | 无          | 99%  |
| 腾达建设 | 民用、市政施工         | 房地产、运营     | 93%  |
| 浦东建设 | 路桥施工            | 无          | 97%  |
| 精工钢构 | 钢结构施工           | 无          | 100% |
| 粤水电  | 水电施工、城轨施工       | 水利发电、风电    | 97%  |
| 四川路桥 | 公路施工            | BT、水电营运    | 93%  |
| 宏润建设 | 民用建筑、城轨施工       | 房地产        | 86%  |
| 金螳螂  | 建筑装饰            | 无          | 100% |
| 东南网架 | 钢结构施工           | 无          | 100% |

资料来源：招商证券研发中心整理

**表 11：“铁公基”上市公司 09 年 EPS 概览**

| 证券简称 | 08EPS | 09EPS  |       |       |       |      | 中报超预期可能性 |
|------|-------|--------|-------|-------|-------|------|----------|
|      |       | 招商证券预测 | 预测平均值 | 预测最大值 | 预测最小值 | 预测中值 |          |
| 中铁二局 | 0.32  | 0.50   | 0.45  | 0.50  | 0.41  | 0.44 | 较大       |
| 中国中铁 | 0.05  | 0.30   | 0.29  | 0.35  | 0.25  | 0.28 | 较大       |
| 中国铁建 | 0.32  | 0.49   | 0.48  | 0.58  | 0.36  | 0.48 | 较大       |
| 中材国际 | 1.86  | 1.53   | 1.57  | 1.75  | 1.34  | 1.59 | 较大       |
| 粤水电  | 0.32  | 0.36   | 0.36  | 0.39  | 0.31  | 0.36 | 一般       |
| 西藏天路 | 0.02  | -      |       |       |       |      |          |
| 腾达建设 | 0.08  | -      | 0.22  | 0.22  | 0.22  | 0.22 |          |
| 隧道股份 | 0.43  | 0.55   | 0.54  | 0.58  | 0.43  | 0.55 | 一般       |
| 四川路桥 | 0.05  | -      | 0.10  | 0.10  | 0.10  | 0.10 |          |
| 上海建工 | 0.42  | 0.46   | 0.48  | 0.50  | 0.46  | 0.48 | 一般       |
| 浦东建设 | 0.39  | -      | 0.50  | 0.56  | 0.45  | 0.49 | 一般       |
| 路桥建设 | 0.24  | -      | 0.31  | 0.31  | 0.31  | 0.31 | 一般       |
| 精工钢构 | 0.36  | 0.45   | 0.47  | 0.50  | 0.41  | 0.47 | 一般       |
| 金螳螂  | 0.98  | 0.81   | 0.81  | 0.85  | 0.75  | 0.81 | 一般       |
| 宏润建设 | 1.28  | 1.18   | 1.06  | 1.18  | 1.02  | 1.03 | 一般       |
| 东南网架 | 0.14  | -      |       |       |       |      |          |

资料来源：招商证券研发中心整理

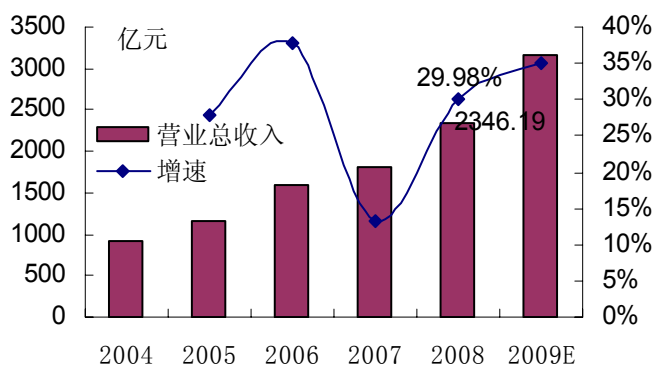
通过考察表 8、表 9、表 10、表 11，我们认为中国中铁、中铁二局、中材国际将可能最先启动“铁公基”板块的上涨行情。

## 三、重点公司

### 1、中国中铁

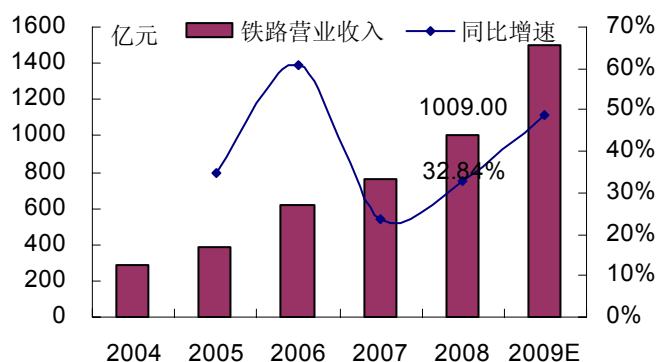
公司经营稳步增长提升,新签合同大幅增长。2008 年度,公司实现营业收入为 2346.19 亿元,同比增长 27.40%;新签合同额为 4284.5 亿元,同比增长幅度高达 72.42%,其中 245.23 亿元来自于海外;未完成合同额为 4207.5 亿元,同比增长 94.4%。受益 4 万亿投资计划的刺激,公司 09 年 1 季度营业收入达到 601.06 亿元,同比增长 70.69%,新签合同额达到 1500 亿元左右,远大于 08 年同期的 800 亿元左右。

图 18: 中国中铁营业收入稳步增长



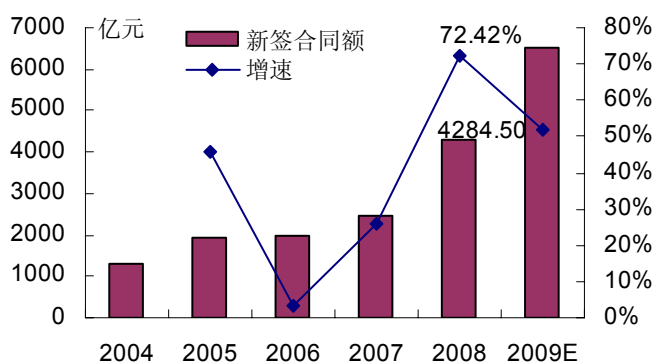
资料来源: 招商证券研发中心整理

图 19: 中国中铁铁路施工业务增长较快



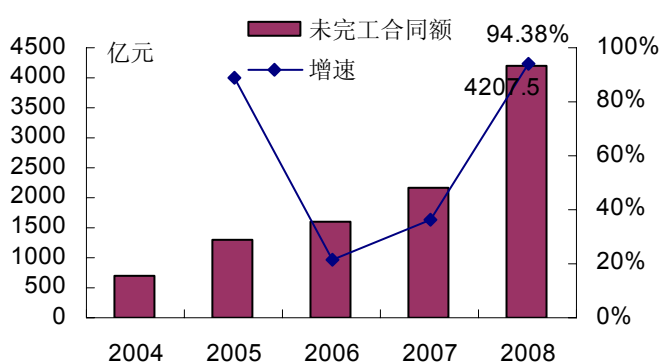
资料来源: 招商证券研发中心整理

图 20: 中国中铁新签合同大幅增长



资料来源: 招商证券研发中心整理

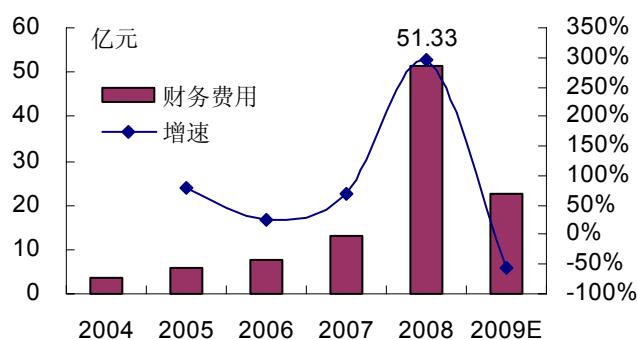
图 21: 中国中铁未完工合同额大幅增长



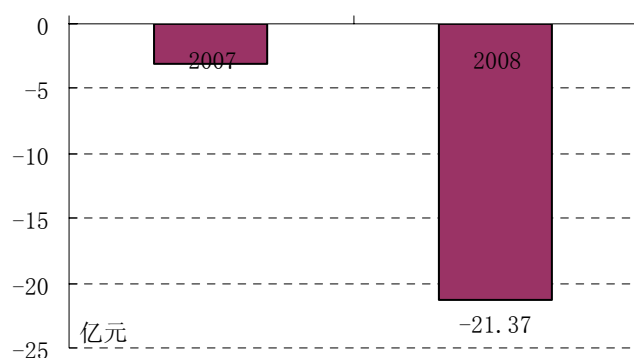
资料来源: 招商证券研发中心整理

扣除澳元汇兑损失影响,公司归属母公司净利润大幅增长。2008 年,公司受澳元大幅贬值的影响,归属母公司净利润仅为 11 亿元左右, EPS 为 0.05 元,同比下降 65.46%。如果扣除因澳元汇兑损失造成的影响,08 年归属母公司股东净利润达到 45.50 亿元,同比增长 389.12%。

外币资产获批复转回,将使汇兑损失因素消失。4 月 29 日外管局的 100 亿人民币外币资产转回的批复使得公司对所持有的外币资产具有更大的主动性。消除了导致 08 年业绩大幅下降的主要因素,并可能获得汇兑收益。

**图 22: 08年因澳元汇兑损失导致财务费用大增**


资料来源：公司数据，招商证券研发中心

**图 23: 因澳元汇兑损失导致现金大幅减少了587.13%**


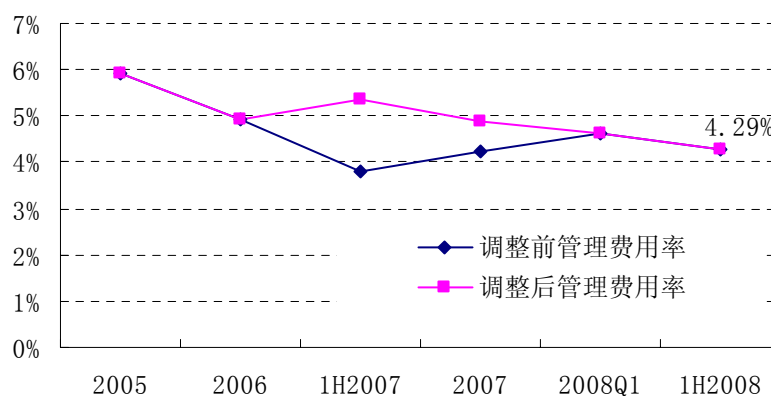
资料来源：公司数据，招商证券研发中心

**表 12: 中国中铁截止 08 年末所持有的主要外币资产明细**

| 单位: 万元       | 现金          | 银行存款           | 其他货币资金     |
|--------------|-------------|----------------|------------|
| 美元           | 332         | 176624         | 81         |
| 日元           | 3230        | 9640           | 0          |
| 港币           | 3           | 5971           | 0          |
| 欧元           | 66          | 678            | 0          |
| 澳大利亚元        | 0           | 82675          | 0          |
| <b>合计人民币</b> | <b>3153</b> | <b>1609385</b> | <b>553</b> |

资料来源：公司数据，招商证券研发中心

公司在 08 年推行的“一个思路、两个加强、三个集中，做优业务板块”管理措施初见成效。2008 年，公司管理费用为 91.93 亿元，管理费用率为 3.92%，与 07 年相比，下降了 0.25 个百分点，若考虑到 07 年结转的 11.74 亿元的职工福利费用冲减，则实际下降了 0.88 个百分点。09 年 1 季度管理费用率为 4.1%，与 08 年同期相比也下降了 0.49 个百分点。

**图 24: 公司管理费用率下降较快**


资料来源：公司数据，招商证券研发中心

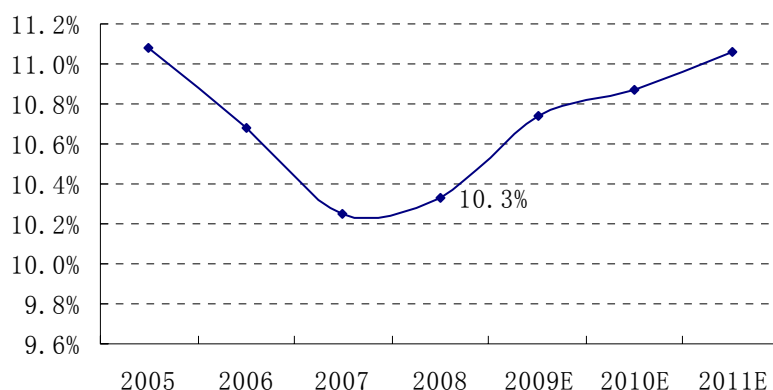
我们预计，公司的毛利率将呈现出“U”形反转的形态。主要基于以下几个理由：

一是 08 年新签的高价闭口合同在未来二至三年将逐步结算；

二是 60 亿元的低价材料储备将在 09 年投入使用；

三是公司非施工业务在 09 年起开始发挥规模盈利能力；

四是公司管理能力进一步提高，对项目成本及费用的控制能力进一步增强。

**图 25: 中国中铁毛利率将呈“U”形反转**


资料来源: 公司数据, 招商证券研发中心

预估公司 09-11 年主营业务收入分别为 3141 亿元、4078 亿元、4892 亿元, 同比分别增长 35.2%、29.8%、20.0%。预估公司 09-11 年基本每股收益为 0.30 元、0.42 元、0.56 元, 同比分别增长 476%、40%、32%。

**表 13: 中国中铁盈利预测简表**

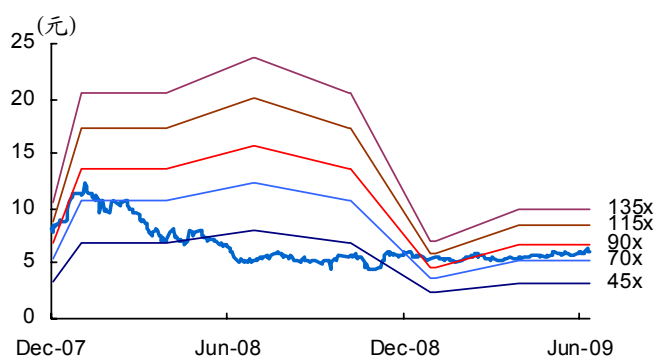
| 单位: 亿元    | 2007 | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 1805 | 2346 | 3171  | 4118  | 4940  |
| 营业成本      | 1619 | 2100 | 2831  | 3670  | 4393  |
| 营业税金及附加   | 55   | 74   | 95    | 124   | 148   |
| 营业费用      | 9    | 9    | 13    | 16    | 20    |
| 管理费用      | 77   | 92   | 119   | 150   | 180   |
| 财务费用      | 13   | 51   | 23    | 24    | 26    |
| 资产减值损失    | 5    | 5    | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益  | 0    | (1)  | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益      | 11   | 2    | 3     | 3     | 3     |
| 营业利润      | 40   | 16   | 94    | 136   | 176   |
| 营业外收入     | 5    | 5    | 6     | 7     | 8     |
| 营业外支出     | 2    | 2    | 2     | 2     | 2     |
| 利润总额      | 43   | 19   | 98    | 141   | 181   |
| 所得税       | 8    | 5    | 23    | 32    | 42    |
| 净利润       | 35   | 14   | 76    | 109   | 140   |
| 少数股东损益    | 3    | 3    | 11    | 18    | 21    |
| 归属于母公司净利润 | 32   | 11   | 64    | 90    | 119   |
| EPS (元)   | 0.15 | 0.05 | 0.30  | 0.42  | 0.56  |

资料来源: 招商证券研发中心

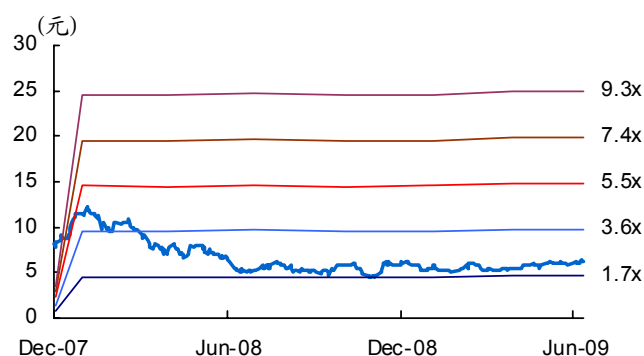
随着影响公司业绩增长的不确定性的不断消除, 施工业务稳步发展, 非施工业务尤其是矿产、房地产业务爆发式增长, 我们认为, 未来 4~5 年内公司业绩将以 30% 以上的复合增长率增长。

我们采用 DCF 估值, 公司内在股价为 7.1 至 8.9 元之间, 目前股价远落后于内在股价, 维持 6 个月 8 元的目标价不变。

公司目前股价依然维持在 6 元左右, 远远落后于大盘的涨幅, 我们认为, 随着公司 09 年业绩的逐步释放, 公司股价也将上一个台阶, 给予 6 个月 7.5-8 元的目标价。

**图 26: 中国中铁历史PE Band**


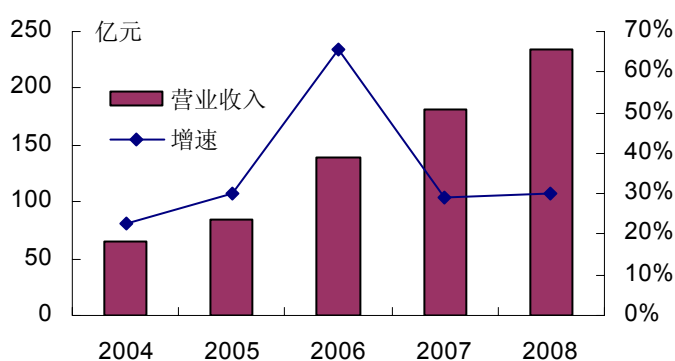
资料来源：招商证券研发中心

**图 27: 中国中铁历史PB Band**


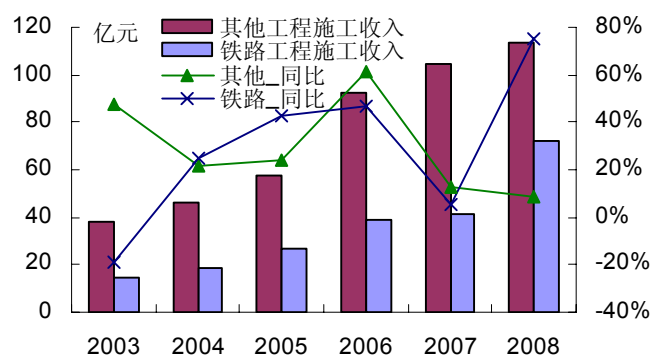
资料来源：招商证券研发中心

## 2、中铁二局

**受益铁路建设提速，公司营业收入稳步增长：**2008 年实现营业收入 234.64 亿元，同比增长 30%，其中铁路施工收入因受国家投资影响，增长幅度达到 74.76%，铁路业务的稳步增长，保证了公司经营增长的持续性。

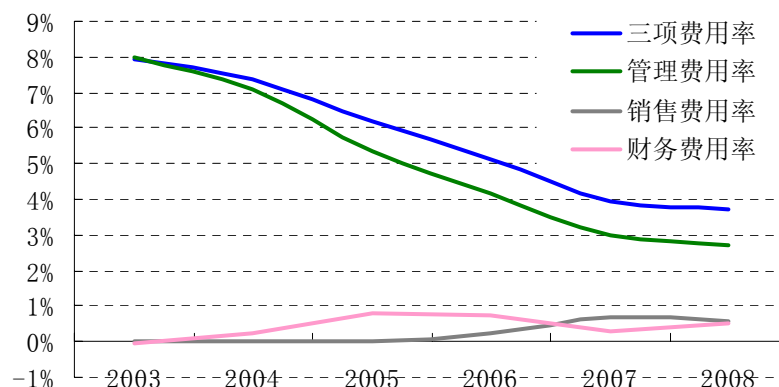
**图 28: 中铁二局营业收入稳步增长**


资料来源：招商证券研发中心整理

**图 29: 中铁二局铁路施工收入在08年实现大幅增长**


资料来源：招商证券研发中心整理

三项费用率持续降低，主要原因有两点：一是公司采取的“项目管理大反思”活动、通过各种措施积极增收节支的做法已经初见成效；二是公司新签大金额的铁路施工合同项目占比越来越大，因此营销费用相应有所降低。

**图 30: 中铁二局三项费用率不断走低**


资料来源：招商证券研发中心整理

受益铁路施工业务毛利率大幅提升的影响，公司综合毛利率也有显著的提升：在铁路施工业务合同量大幅增长的同时，毛利率的大幅提升。08 年公司铁路业务毛利率达到 8.44%，比 07 年增长了 3.21 个百分点。我们测算，公司综合毛利率所增长 1.64 个百分点中，有近 1 个百分点是由铁路施工业务贡献的。

**铁路施工业务将成为公司未来增长的主引擎：**我们预计，09 年公司新签合同将达到 500 亿元以上，铁路合同将达到 350 亿元以上；10 年公司铁路施工业务将超越路外工程业务，成为公司最主要的业务来源。同时，我们预计公司的铁路施工业务毛利率在 08 年的基础上还将增加 1~2 个百分点，完全达到同类铁路建筑公司的水平。

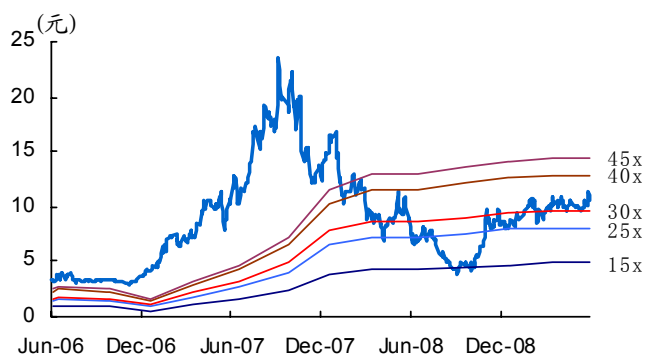
预估公司 09-11 年营业收入分别为 295.61 亿元、354.43 亿元、397.30 亿元，同比增长 26%、20%、12%；基本每股收益分别为 0.50 元、0.63 元、0.76 元，同比增长 60%、25%、21%。

**表 14：中铁二局盈利预测简表**

| 单位：百万元    | 2007  | 2008  | 2009E | 2010E | 2011E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 18068 | 23464 | 29561 | 35443 | 39730 |
| 营业成本      | 16812 | 21450 | 26735 | 31990 | 35754 |
| 营业税金及附加   | 492   | 645   | 798   | 957   | 1073  |
| 营业费用      | 120   | 128   | 148   | 177   | 199   |
| 管理费用      | 538   | 630   | 798   | 957   | 1073  |
| 财务费用      | 58    | 117   | 283   | 343   | 382   |
| 资产减值损失    | (70)  | (1)   | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益  | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益      | 273   | 107   | 150   | 165   | 180   |
| 营业利润      | 391   | 602   | 948   | 1183  | 1430  |
| 营业外收入     | 62    | 24    | 45    | 55    | 65    |
| 营业外支出     | 14    | 15    | 16    | 17    | 18    |
| 利润总额      | 438   | 612   | 977   | 1221  | 1477  |
| 所得税       | 64    | 102   | 163   | 204   | 247   |
| 净利润       | 375   | 510   | 814   | 1017  | 1230  |
| 少数股东损益    | (5)   | 49    | 78    | 98    | 118   |
| 归属于母公司净利润 | 380   | 461   | 736   | 920   | 1112  |
| EPS (元)   | 0.42  | 0.32  | 0.50  | 0.63  | 0.76  |

资料来源：公司公告，招商证券

**图 31：中铁二局历史 PE Band**



资料来源：招商证券研发中心

**图 32：中铁二局历史 PB Band**



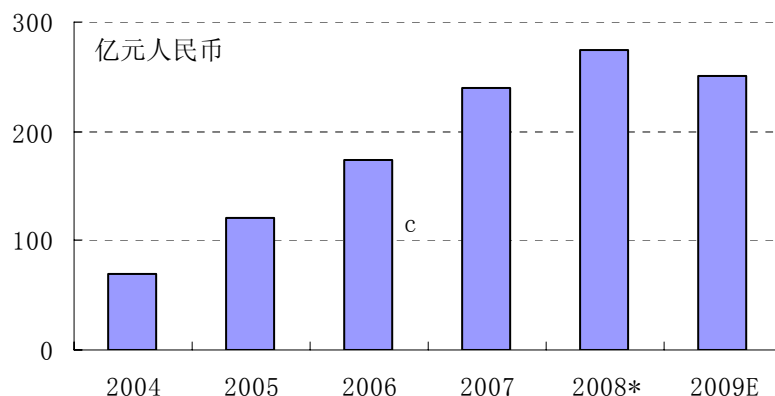
资料来源：招商证券研发中心

我们以 25-30 倍的 09 年预估业绩计算，6 个月目标价为 13~15 元。维持“强烈推荐-A”投资评级。

### 3、中材国际

**金融风险缓冲，签单数量增多。**随着欧洲经济的下降幅度变缓，资金压力明显变缓，这就使得这些国外业主获得银行信贷的门槛变低。其次，很多业主预期发生改变，认为现在新建生产线可以获得较高的利润。因此，目前签单的数量明显增多。

**图 33：中材国际新签合同额09年将基本保持稳定**

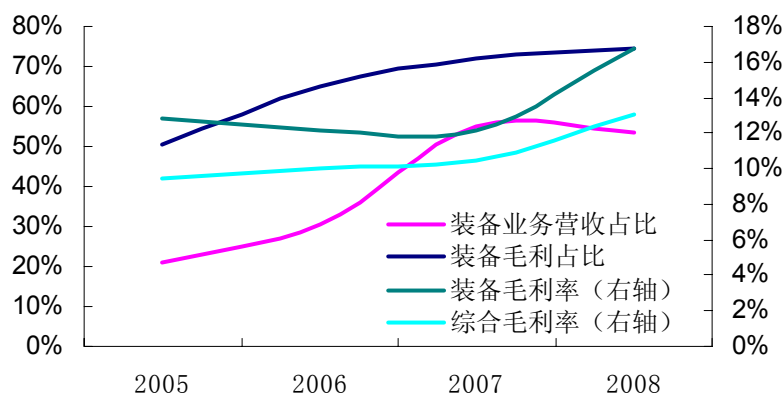


备注：08年新签合同扣除尼日利亚取消项目，合同总金额在274亿元左右。

资料来源：公司数据，招商证券研发中心

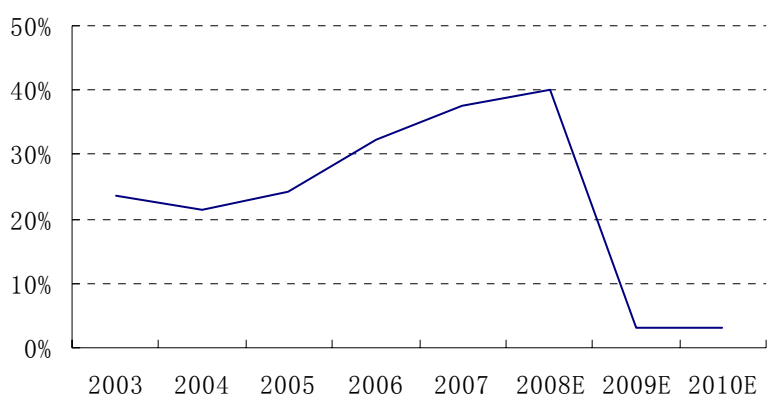
**装备制造业务值得期待，将成为公司业绩的持续动力源。**公司未来的发展思路如下：一是部品部件的发展；二是发展水泥装备制造业相关的业务，如矿山设备等；三，相关产业进行扩张。从总体上来说来，公司的未来的发展方向是相关多元化。装备制造先行：少数股东权益统一之后，装备制造业将进行整合，进行分工；整合成装备制造集团，先撤销一些公司，进行专业化整合。

**图 34：装备业务是中材国际利润的主要来源**



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

公司少数股东权益占比自2004年的21%左右上升到08年的40%左右，一直被投资者诟病的是少数股东权益占比过高，从而导致归属于母公司的净利润增速低于预期。我们认为，随着公司少数股东权益的统一，业绩爆发在即，6个月目标价75-80元，对应09年EPS为25-27倍PE。

**图 35: 中材国际少数股东权益占比在合并后大幅下降**


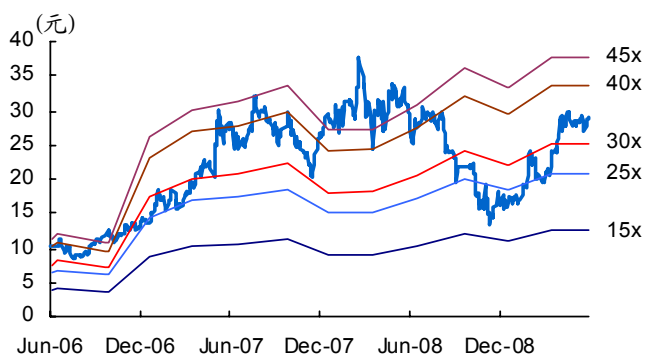
资料来源: 公司数据, 招商证券研发中心

预计公司 09-11 年营业收入为 158.2 亿元、183.1 亿元、214.8 亿元, 同比增长 12%、15%、18%; 归属母公司股东净利润分别为 6.44 亿元、8.27 亿元、10.56 亿元, 同比增长 107%、28%、28%; 弹拨后基本每股收益为 1.53 元、1.96 元、2.50 元。

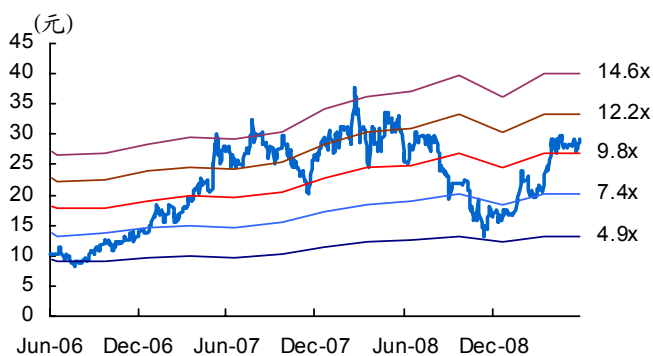
**表 15: 中材国际盈利预测简表**

| 单位: 百万元   | 2007  | 2008  | 2009E | 2010E | 2011E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 12371 | 14092 | 15818 | 18213 | 21483 |
| 营业成本      | 11070 | 12227 | 13850 | 15881 | 18670 |
| 营业税金及附加   | 75    | 109   | 134   | 155   | 183   |
| 营业费用      | 143   | 129   | 158   | 182   | 215   |
| 管理费用      | 495   | 614   | 688   | 787   | 922   |
| 财务费用      | 2     | 134   | 140   | 118   | 99    |
| 资产减值损失    | 19    | 112   | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益  | 0     | 3     | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益      | (5)   | 6     | 6     | 6     | 6     |
| 营业利润      | 562   | 776   | 853   | 1095  | 1401  |
| 营业外收入     | 42    | 55    | 67    | 79    | 91    |
| 营业外支出     | 7     | 188   | 25    | 25    | 25    |
| 利润总额      | 598   | 644   | 895   | 1149  | 1467  |
| 所得税       | 190   | 140   | 224   | 287   | 367   |
| 净利润       | 408   | 504   | 671   | 862   | 1100  |
| 少数股东损益    | 154   | 192   | 27    | 34    | 44    |
| 归属于母公司净利润 | 254   | 312   | 644   | 828   | 1056  |
| EPS (元)   | 1.51  | 1.86  | 1.53  | 1.96  | 2.50  |

资料来源: 招商证券

**图 36: 中材国际历史 PE Band**


资料来源: 招商证券研发中心

**图 37: 中材国际历史 PB Band**


资料来源: 招商证券研发中心

**参考报告:**

1、《建筑工程行业 2009 年二季度投资策略——依附轨道基建产业链，各放异彩》2009/04/03

2、《建筑工程行业 2009 年投资策略系列报告（之一）- 己丑，土生金，利动土，宜建筑》2009/02/04

3、《建筑工程行业 2009 年度投资策略 - 铁路建设，中国经济再次腾飞的引擎》2008/12/03

我们提出铁路建设投资是 4 万亿投资计划中最为明确的，并提出配置全国性铁路建设公司如中国中铁、中国铁建；并看好区域性的铁路投资尤其是西南地区的铁路投资，此类受益公司有中铁二局、四川路桥。

4、《建筑工程行业 08 年第四季度投资策略报告 - 总为浮云能蔽日，黄沙吹尽始到金》2008/10/09

我们提出，本次宏观经济调整带来的铁路投资激增使得两家铁路公司成为目前较好的投资标的。

5、《建筑工程行业 08 年中期投资策略——行业持续景气，战略布局央企》2008/06/10

我们提出，在我国建筑行业景气的大背景下，强烈推荐大规模、大项目、大市场的央企，这些央企分享了我国基建投资业务的最大份额，能稳定持续地获取大单。中国中铁、中国铁建、中材国际正符合我们的这一投资思路。

6、《建筑工程行业 08 年第二季度投资策略——灯火阑珊处，投资价值渐显》2008/04/07

我们提出，在股市走弱的情况下，建筑工程板块尤其是铁路基建板块在国家内需拉动、灾后重建以及政府换届投资冲动的大背景下，具有明显的抗周期性，是较好的投资品种。

## 分析师简介

**王小勇**，重庆建筑大学技术经济及管理硕士，水电建筑工程学士，4 年相关行业工作经验。主要研究建筑工程、建材行业。

主要研究特点：行业经验丰富，对基建行业研究深刻，看好铁路基建、城市轨道交通基建子行业。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于  $\pm 5\%$  之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。