

增长超过预期，海外投资成新宠

谨慎推荐 维持评级

核心观点：

- **2009年，我国对外承包工程完成营业额和新签合同额延续长势头**
2009年，我国对外承包工程完成营业额 777 亿美元，同比增长 37.3%；新签合同额 1262 亿美元，同比增长 20.7%，这两项指标均延续了近 10 年的增长势头。
- **2009年，我国对外承包工程结构继续优化，呈现四大特点**
四大特点：（1）项目规模不断扩大特点；（2）建设领域多元化（3）亚、非两大传统市场继续巩固；（4）工程总承包项目数量持续增长。
- **政策护航，支持企业扬帆远航**
2009年，从放宽境外放款资格到大规模提高出口信用保险覆盖率，从“走出去”专项资金补助到贷款贴息，国家稳定“走出去”的政策在短期内密集出台，为在海外打拼的企业提供了巨大的政策支持。
- **建筑业央企实力雄厚，双榜题名。**
2009年，我国五大建筑央企在世界 500 强中的排名实现大幅提升；从 ENR225 国际承包商排名上看，50 家中国建筑企业共完成海外工程营业额 357.14 亿美元，同比增长了 57.1%。
- **建筑业央企海外收入占比提升，对外投资成为新宠**
近年来，我国五大建筑央企海外收入实现快速增长，其海外收入占比也有所提高。
随着建筑企业多元化发展成为主流，在把工程做到海外的同时，大型建筑企业还开始尝试 BOT、PPP 等运营项目，并积极开展对外投资业务，利用自身优势以项目换资源，不断向上游行业拓展产业链，提升企业综合实力和盈利能力。
- **展望未来，建筑业海外扩展将走得更远**
我们对建筑企业海外发展的前景比较乐观，预计未来两年我国海外承包工程完成营业额将保持 25% 以上的增长；新签合同额的增长将在 20% 以上。

分析师

郝飞飞

✉: haofeifei@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8843

相关研究

需要关注的重点公司

股票名称	股票代码	评级	当前股价（元）	EPS（元）			PE（X）		
				2009	2010	2011	2009	2010	2011
中国中铁	601390	谨慎推荐	5.74	0.32	0.41	0.50	17.94	14.00	11.48
中国铁建	601186	谨慎推荐	8.61	0.47	0.50	0.76	18.32	17.22	11.33
中国建筑	601668	谨慎推荐	4.28	0.17	0.25	0.32	25.18	17.12	13.38

资料来源：中国银河证券研究所

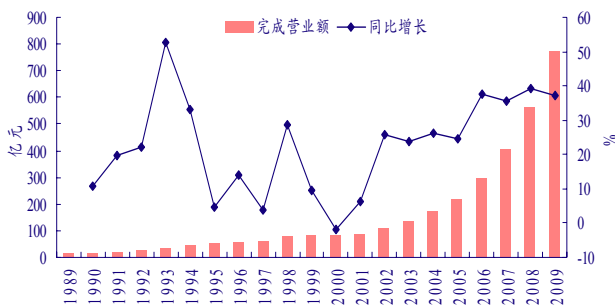
一、2009 年中国海外承包工程逆风飞扬

(一) 营业收入和新签合同延续高增长势头

2009 年，我国对外承包工程完成营业额 777 亿美元，同比增长 37.3%；新签合同额 1262 亿美元，同比增长 20.7%，这两项指标延续了近 10 年的增长势头。

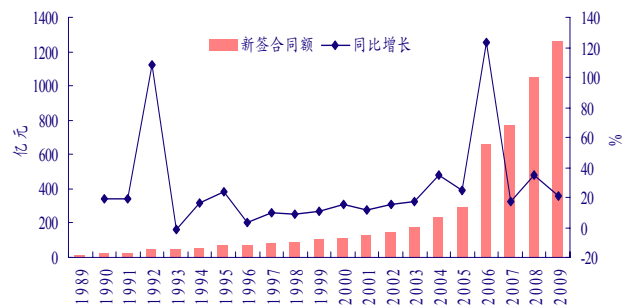
截至 2009 年底，我国对外承包工程累计完成营业额 3407 亿美元，签订合同额 5603 亿美元。

图 1：2009 年对外承包工程完成营业额增长 37.3%



资料来源：商务部

图 2：2009 年对外承包工程新签合同额增长 20.7%

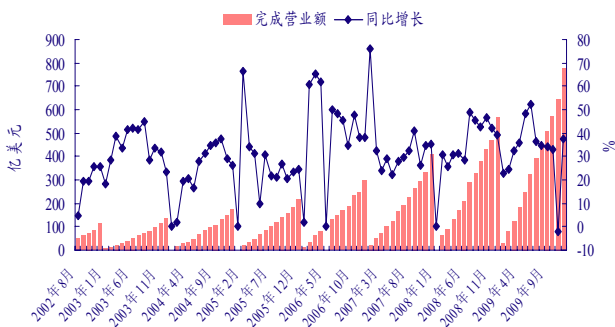


资料来源：商务部

从月度数据来看，我国对外承包工程新签合同额增速在 1 月份最高，达到 119.7%，是 2007 年以来的最高值。

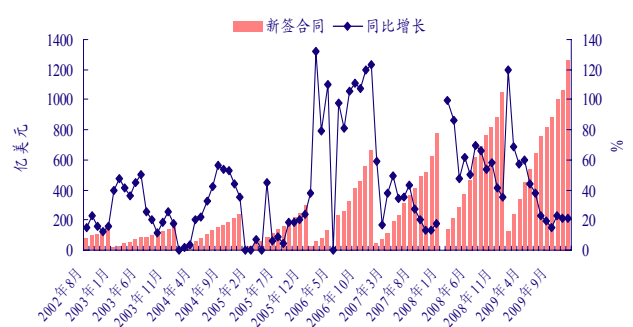
从这一数据来看，几乎没有显示出金融危机对国内建筑企业海外拓展的影响。我们认为，这主要有两方面的原因：其一，我国海外承包最主要的市场是亚洲和非洲，而这两个地区受经济危机的影响远小于欧美等发达国家。其二，中国建筑企业的综合竞争力优势逐渐显现。国内经济的发展和基础设施建设浪潮的兴起使我国建筑企业在技术实力上并不比欧美企业逊色，而劳动力等方面的成本优势使中国建筑企业在投标时具有较高的价格优势。

图 3：2009 年对外承包工程完成营业额（月度数据）



资料来源：商务部

图 4：2009 年对外承包工程新签合同额（月度数据）



资料来源：商务部

从月度新签合同额来看，全年有 9 个月的新签合同额保持了 30%以上的增长，主要源于 2007 年以来我国对外承包工程新签合同额的高增长。

（二）项目大型化、领域多元化成为亮点

特点 1：项目规模不断扩大

根据中国对外承包工程商会的数据显示，2009 年我国对外新签合同中金额在 5000 万美元以上的项目共 440 个，比去年同期增加了 93 个，合计金额 1017 亿美元；其中上亿美元的项目 240 个，较上年同期增加了 45 个，主要集中在铁路、公路、电站、房屋建筑以及石油化工领域；超过 70 亿美元的超大型项目有两个。

中国中铁：公司承揽的委内瑞拉第那科-阿纳科段铁路项目，合同金额达 75 亿美元，是中国企业在国际建筑市场获得的最大的铁路建设总承包合同。

中国铁建：公司在沙特阿拉伯（121 亿元）和阿尔及利亚（两项合计 206 亿）分别获得铁路大单。

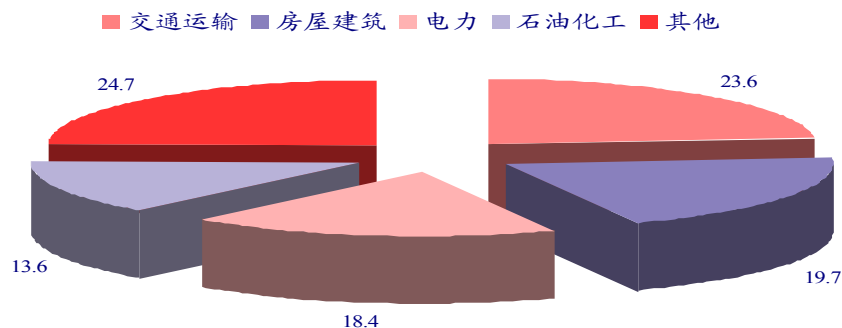
中国建筑：公司承建的利比亚班加西两万套住宅项目，是 2007 年以来中资公司在利比亚承包的一批住宅工程中最大的一个项目。

2009 年，我国对外承包工程单个合同的体量继续增大，项目大型化趋势更为突出，这与大型国有建筑企业的集团化、多元化发展是紧密相关，国有大型建筑企业实力的显著增强是我国对外承包工程延续良好发展的关键。

特点 2：建设领域多元化

从新签合同额的行业分布来看，房屋建筑业比例有所下降，能源领域新签合同数量（金额）有所提高。在 2009 年新签合同中，交通运输业占比最大，为 23.6%；房屋建筑业和电力工业分别以 19.7%和 18.4%的占比位居第二和第三位；石油化工工业所占份额由 11%上升到 13.6%；电子通讯业则出现了近 7 个百分点的下滑。

图 5：2009 年对外承包工程新签合同行业分布



资料来源：商务部

特点 3：亚、非两大传统市场继续巩固

从完成营业额的情况来看，2009 年亚洲和非洲地区分别占 51.2%和 36.2%，这两大洲营业额的占比由 2008 年的 86%上升到 87.4%。

从我国对外承包工程的亚非市场来看，阿尔及利亚和印度两国完成营业额最多；我国在伊朗和委内瑞拉获得的新签合同额最多。

2009 年，我国对外承包工程在 36 个国家的新签合同额超过 10 亿美元，较 2008 年增多 10 个国家；完成营业额超过 10 亿美元的国家共有 21 个，较上年增加 8 个。

特点 4：工程总承包项目数量持续增长

在 2009 年的新签合同中，金额重、体量大的 EPC 项目显著增多，BOT、PPP 等具有投资和运营属性的项目不断增加，中国企业的经营实力明显提升。

（三）政策护航，支持企业扬帆远航

2008 年以来，受次债危机加剧、全球经济增速放缓等因素影响，许多国家都取消或暂缓了部分大型项目的建设以减轻国家经济压力，国际建筑市场景气程度持续下降。

回首 2009 年，从放宽境外放款资格到大规模提高出口信用保险覆盖率，从“走出去”专项资金补助到贷款贴息，国家稳定“走出去”的相关政策在短期内密集出台，为在海外打拼的企业提供了巨大的政策支持，扶植有能力的建筑企业在国际市场走得更远。

商务部：出台《境外投资管理办法》，下放核准权限、简化核准程序、突出管理重点、强化引导服务和提出行为规范，推进境外投资便利化，支持我国企业“走出去”参与国际经济合作与竞争。

国家外汇管理局：发布《关于境内企业境外放款外汇管理有关问题的通知》，并于 8 月 1 日起开始实施，缓解了企业“走出去”面临的资金不足难题

二、建筑央企实力雄厚，海外业务占比不断提升

（一）建筑业央企实力雄厚，双榜题名

商务部的统计显示，2009 年建筑央企签署的合同额占到我国对外承包工程合同总额的近一半，排名在前三位的依次是中国中铁股份有限公司、中国石化工程建设公司和中国建筑工程总公司。

1、ENR 225

2009 年度美国《工程新闻纪录》(ENR)的“全球最大国际承包商 225 强”中，中国有 50 家建筑企业榜上有名，共完成海外工程营业额 357.14 亿美元，同比增长了 57.1%，达到 356.3 亿美元，占 225 强总营业额的比重为 9.15%，列国家排名第 4 位。

统计数据显示，入选该榜的中国企业，其平均营业额达到 7.14 亿美元；上榜的中国承包商最低海外营业额也达到 10014 万美元，这两项指标在 2009 年都实现了较大的增长。

与国际领先的承包商相比，我国企业仍有一定的差距。全球最大 225 家国际承包商平均完成海外营业额为 17.3 亿美元，约为中国企业平均海外营业额的 2.5 倍。

表 1: ENRR Top225 的中国企业（2009 年，中国前 10 名）

序号	排名		公司名称
	2009	2008	
1	17	18	中国交通建设股份有限公司
2	25	21	中国建筑股份有限公司
3	28	48	中国机械工业集团公司
4	51	102	中国铁建股份有限公司
5	56	50	中国水利水电建设集团公司
6	59	72	中信建设有限责任公司
7	61	81	中国冶金科工集团有限公司
8	62	71	中国中铁股份有限公司
9	72	100	中国土木工程集团公司
10	80	86	四川东方电力设备联合公司

资料来源: ENR

2、TOP 500

在全球金融危机的大背景下，中国建筑企业却取得了不俗的表现，中国中铁、中国铁建、中国建筑、中交建设和中国中冶五家建筑央企在世界 500 强中的排名显著提升。

表 2: 中国建筑企业在世界 500 强的排名（2009 年）

名次	公司标志	公司名称	主要业务	营业收入（亿美元）	名次变动
242	 中国中铁股份有限公司 CHINA RAILWAY GROUP LIMITED	中国中铁	工程建筑	337.58	↑ 99
252		中国铁建	工程建筑	325.38	↑ 104
292	 中国建筑集团有限公司 CHINA STATE CONSTRUCTION ENGRG. CORP.	中国建筑	工程建筑	298.07	↑ 93
341	 中国交通建设股份有限公司 CHINA COMMUNICATIONS CONSTRUCTION COMPANY LTD.	中交建	工程建筑	259.83	↑ 341
380		中国中冶	工程建筑	237.67	↑ 100

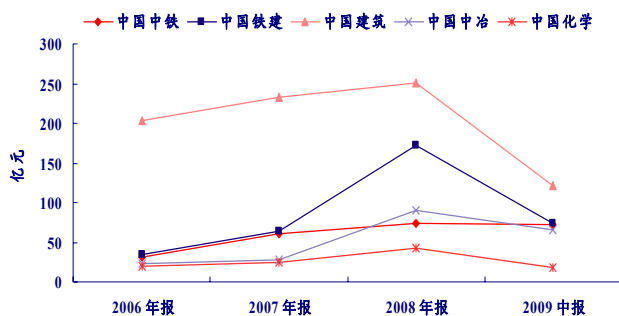
资料来源: 财富杂志

（二）建筑业央企海外收入占比提升，对外投资成为新宠

由于海外建设项目的毛利率水平大都高于国内项目 1-2 个百分点，很多大型建筑企业都将拓展海外布局作为公司战略的发展重点，将未来 3-5 年公司海外收入占比达到 10% 以上作为发展目标。

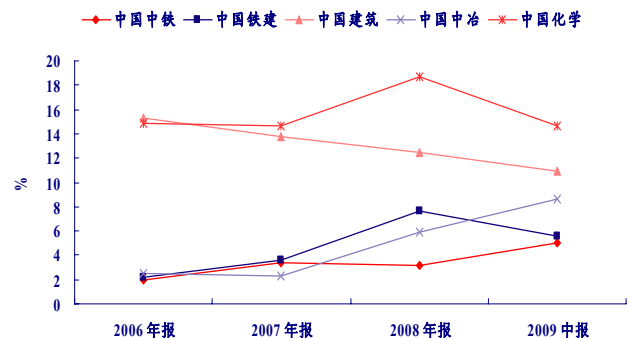
2006 年以来，A 股大型建筑企业积极开展海外业务，以中国中铁、中国铁建、中国建筑、中交建、中国中冶为代表的建筑公司在海外市场斩获颇丰。

图 6：A 股建筑央企海外收入大幅提升



资料来源：中国银河证券研究所

图 7：A 股建筑央企海外收入占比持续提升



资料来源：中国银河证券研究所

随着建筑企业的多元化发展成为主流，在把工程做到海外的同时，大型建筑企业还开始尝试 BOT、PPP 等运营项目，并积极的开展对外投资业务，利用自身优势以项目换资源，不断向上游行业拓展产业链，提升企业的综合实力和盈利能力。

以中国中冶为例，其在阿富汗铜矿投资建设铜矿，在巴布亚新几内亚开发的镍钴矿项目，这项项目的资源品位高、储量大，投产后将为公司提供丰厚的利润。

三、展望未来，建筑业海外扩展将走得更远

2001 年以来，在国家“走出去”战略指导下，我国对外承包工程快速、健康发展，营业额复合增长率高达 24% 以上。2006 年以来，凭借有良好的信誉、较高的综合实力，中国建筑业海外拓展发展迅猛，亚洲以外的非洲、欧美等新兴市场业务不断扩大。

2006 年，我国对外承包工程完成新签合同 660.05 亿美元，同比增长 122.89%，成为近十年我国对外承包工程发展的高峰。

经历了全球经济危机的考验，2009 年我国对外承包工程完成营业额 777 亿美元，同比增长 37.3%；新签合同额 1262 亿美元，同比增长 20.7%，高于我们的预期。

我们认为，未来建筑业的海外发展，既取决于企业的自身实力，又依靠国家的政策支持。一方面，经过了多年的发展，我国建筑央企的实力已大大加强，在国际市场的竞争实力也比较强。另一方面，由于国家对国内企业海外发展给予的支持性政策，不会对国内经济和其他企业造成相对冲击和引起挤出效应，因此未来国家对企业走出去的支持力度还会加大。

我们对建筑企业海外发展的前景比较乐观，预计未来两年我国海外承包工程完成营业额将

保持 25%以上的增长；新签合同额的增长将在 20%以上。



四、建筑央企的投资评级与估值

(一) 中国建筑：地产巨头，建筑王者

关键指标预测

投资评级 谨慎推荐

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	168305.81	202096.80	253544.16	317309.91	379907.87
EBITDA（百万元）	11781.55	9585.19	13243.52	16542.51	22085.81
净利润（百万元）	4916.97	2745.48	5381.24	7263.35	9700.42
摊薄 EPS（元）	0.27	0.15	0.18	0.24	0.32
PE（X）	17.13	30.68	26.09	19.33	14.47
EV/EBITDA（X）	9.21	12.50	10.81	8.94	6.70
PB（X）	3.24	2.74	1.63	1.46	1.27
ROIC	11.14%	6.16%	6.88%	7.99%	9.39%
总资产周转率	1.19	1.09	1.18	1.29	1.30

资料来源：公司数据，中国银河证券研究所

驱动因素、关键假设及主要预测：

基础设施建设和城镇化发展是建筑业和房地产业的主要驱动因素。根据银河证券宏观部预测，2010 年城镇固定资产投资增长将达到 29% 以上。

我们与市场不同的观点：

市场过分强调了基础设施建设对公司收入的贡献。我们认为，公司在房屋建设领域市场占有率高、经验丰富，优势更为明显。特别是，海外市场对房屋建设的需求依然较大，将成为公司潜在增长点。

公司估值与投资建议：

根据 DCF 模型，在 WACC=9.71%，G=1% 条件下，中国建筑的合理价值为 6.47 元。综合建筑和房地产业务分布估值，按照 2010 年业绩估算，我们认为公司的合理价值区间为 4.85-6.5 元，对应市盈率为 20-27 倍。

股价表现的催化剂：

- 1、房地产市场持续繁荣，公司房地产销售额增长超过预期。
- 2、房价持续走高，房地产业务毛利率持续向好，利润显著增长。

主要风险因素：

- 1、房屋建筑业务和房地产开发投资的周期性较强，其对公司的收入和利润贡献很大。如果房地产市场持续低迷，将给公司发展带来较大影响。
- 2、海外建筑市场的违约风险和汇率风险不容忽视。

表 2: 中国建筑 (601668) 公司财务预测

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E
货币资金	34155.8	55491.9	54028.8	64207.1	营业收入	202096.8	253544.2	317309.9	379907.9
应收票据	174.2	218.6	273.6	327.5	营业成本	179198.0	222414.7	279239.5	332075.1
应收账款	33103.4	55571.3	69547.4	83267.5	营业税金及附加	7697.5	9657.1	12085.8	14470.1
预付款项	10743.6	13852.9	16919.0	20565.2	销售费用	831.1	1094.8	1132.1	1355.4
其他应收款	10622.5	13326.6	16678.3	19968.5	管理费用	6120.1	7687.6	9034.5	10816.7
存货	57104.5	70876.2	88984.3	105821.3	财务费用	1399.9	1813.9	1380.2	1486.3
其他流动资产	771.5	1433.8	2254.6	3060.4	资产减值损失	409.6	444.5	457.9	457.9
长期股权投资	3444.0	3444.0	3444.0	3444.0	公允价值变动收益	-59.1	14.8	14.8	14.8
固定资产	8295.8	3445.8	5995.9	8375.0	投资收益	323.2	323.2	485.0	430.0
在建工程	3062.8	2975.4	2946.1	2946.0	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	9.1	9.1	9.1	9.1	营业利润	6704.7	10769.6	14479.8	19691.2
无形资产	3153.9	2838.5	2523.1	2207.7	营业外收支净额	156.8	156.5	156.5	156.5
长期待摊费用	130.3	117.3	104.2	91.2	税前利润	6861.5	10926.1	14636.3	19847.7
资产总计	204167.8	226446.9	266553.8	317136.0	减: 所得税	2222.3	3113.9	4116.6	5582.3
短期借款	13969.2	0.0	0.0	5723.2	净利润	4639.2	7812.1	10519.7	14265.4
应付票据	3277.5	4068.0	5107.3	6073.7	归属于母公司的净利润	2745.5	5381.2	7263.4	9700.4
应付账款	54218.4	66372.3	83329.8	99096.8	少数股东损益	1893.7	2430.9	3256.4	4565.0
预收款项	28305.9	37602.6	49237.4	63167.5	基本每股收益	0.15	0.18	0.24	0.32
应付职工薪酬	1582.0	1582.0	1582.0	1582.0	稀释每股收益	0.15	0.18	0.24	0.32
应交税费	8439.1	8439.1	8439.1	8439.1	财务指标				
其他应付款	11436.7	11436.7	11436.7	11436.7	成长性				
其他流动负债	125.0	161.1	205.9	249.9	营收增长率	20.1%	25.5%	25.1%	19.7%
长期借款	22860.1	22860.1	22860.1	22860.1	EBIT 增长率	-21.0%	53.8%	24.7%	34.0%
预计负债	37.2	37.2	37.2	37.2	净利润增长率	-44.2%	96.0%	35.0%	33.6%
负债合计	173454.1	175707.5	205379.9	241806.7	盈利性				
股东权益合计	30713.7	85924.1	96373.4	110543.6	销售毛利率	11.3%	12.3%	12.0%	12.6%
现金流量表 (百万元)					销售净利率	1.4%	2.1%	2.3%	2.6%
净利润	4639	7812	10520	14265	ROE	8.9%	6.3%	7.5%	8.8%
折旧与摊销	1335	554	724	895	ROIC	6.16%	6.88%	7.99%	9.39%
经营活动现金流	2604	-9885	2419	8552	估值倍数				
投资活动现金流	-8087	-612	-2432	-2516	PE	30.7	26.1	19.3	14.5
融资活动现金流	14170	31833	-1451	4142	P/S	0.4	0.6	0.4	0.4
现金净变动	8687	21336	-1463	10178	P/B	2.7	1.6	1.5	1.3
期初现金余额	25988	34156	55492	54029	股息收益率	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%
期末现金余额	34675	55492	54029	64207	EV/EBITDA	12.5	10.8	8.9	6.7

资料来源: 公司数据 中国银河证券研究所

表 3: 中国建筑 (601668) DCF 折现模型

万元	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
EBIT	825010.0	1268998.7	1581809.7	2119053.9	1875377.0	1454740.1	1044232.2	641726.2	244896.5	-148823.4	-542291.0
所得税	267202.9	361664.6	444895.4	595999.2	534482.4	414600.9	297606.2	182892.0	69795.5	-42414.7	-154552.9
NOPLAT	763957.4	557807.1	907334.1	1136914.3	1523054.7	1340894.5	1040139.2	746626.0	458834.2	175101.0	-106408.8
营运资金净变动	-134022.6	-437318.2	-2049668.0	-970127.8	-764576.2	1289637.1	1250690.7	1213738.6	1178094.2	1143722.4	1110592.2
资本支出	-285928.2	-288787.5	-291675.4	-294592.1	-323904.0	-356132.5	-391567.7	-430528.6	-473366.2	-520466.2	-572252.6
自由现金流	-31930.0	-1375767.7	-52448.1	553414.0	2414091.8	2061457.7	1716560.9	1377150.7	1041429.3	707393.5	372810.1

WACC	9.71%	Ke	14.50%	估值		g				
永续增长率	1.00%	Kd	3.72%			0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
终值	161496.60	t	32.39%	WACC	9.11%	6.56	6.62	6.69	6.77	6.85
企业价值	16204299.04	Rf	4.50%		9.31%	6.49	6.55	6.61	6.68	6.77
非核心资产价值	9309164.10	E(Rm)	12.50%		9.51%	6.43	6.48	6.54	6.61	6.68
债务价值	4559288.30	Rm - Rf	8.00%		9.71%	6.36	6.41	6.47	6.53	6.60
股权价值	11645010.74	D/A	35.12%		9.91%	6.30	6.35	6.40	6.46	6.53
股本	3000000.00	E/A	64.88%		10.11%	6.24	6.28	6.33	6.39	6.45
每股价值 (元)	6.47	Beta	1.25		10.31%	6.18	6.22	6.27	6.32	6.38

资料来源: 公司数据 中国银河证券研究所

公司战略和竞争力分析

公司基本情况介绍

公司是中国最大的建筑房地产综合企业集团、中国最大的房屋建筑承包商，在工业与民用建筑工程建设、大型公共设施建设以及大型工业设备安装等领域积聚了雄厚的技术优势；公司是中国最具国际竞争力的建筑企业集团，以房屋建筑承包、国际工程承包、地产开发、基础设施建设和市政勘察设计的核心业务，是中国唯一一家拥有三个特级资质的建筑企业。

公司战略分析	SWOT 评价	总分值：4.3
优势	公司房屋建筑业务的竞争力强、土地储备多	分值：4.5
劣势	主营业务的周期性较强	分值：4
机会	基建投资加大、房地产市场回暖	分值：4.5
威胁	房屋建筑企业众多，行业毛利率低	分值：4

注：分值 1-5，越高越好

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值：4.3
供应商力量	需求决定供给，供应商力量比较弱	分值：4.5
新进入壁垒	行业对技术等方面的要求不太高，进入壁垒相对较低	分值：4
客户力量	客户的议价能力一般，大开发商有较强的定价权	分值：4
替代产品	没有替代品	分值：5
竞争对手	众多房建企业、大型基础设施建设企业、其他房地产开发商	分值：4

注：分值 1-5，越高越好；+表示未来转好，-表示未来变差



(二) 中国中铁：铁路建设主力军，多元化业务快速发展

关键指标预测

投资评级 谨慎推荐

	2007A	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	180506.82	234619.28	334332.48	434632.22	521558.67
EBITDA（百万元）	7635.43	10295.80	13985.60	16851.41	19367.07
净利润（百万元）	3163.31	1115.19	6916.33	8752.59	10474.41
摊薄 EPS（元）	0.15	0.05	0.32	0.41	0.49
PE（X）	41.88	118.80	19.16	15.14	12.65
EV/EBITDA（X）	14.88	13.80	10.77	9.21	7.90
PB（X）	2.25	2.17	1.93	1.69	1.47
ROIC	3.62%	4.28%	4.74%	5.07%	5.38%
总资产周转率	1.01	1.00	1.17	1.23	1.23

资料来源：公司数据，中国银河证券研究所

驱动因素及主要假设条件：

未来3年年均铁路建设投资将达到7000亿元，公司占据铁路建设市场40%以上的市场份额。2010年，新开工铁路项目增速放缓，公司满足毛利确认的项目增加，毛利率将略有提升。

根据公司在建房地产项目和存货数据来看，2010年可销售房地产项目数量明显提高，有望为房地产开发业务带来30%以上的增长。

公司以开口合同为主，钢铁、水泥等原材料价格上涨对公司毛利率的影响不超过5-10%。

我们与市场不同的观点：

市场认为，中国中铁管理效率不高。虽然公司多元化业务发展模式具有较高的增长潜力，但是公司短期业绩增长仍有待考量。

我们认为，未来3年公司业绩稳定增长的局面不容置疑。一方面，数倍于收入的在手合同为公司收入的增长打下了坚实的基础。另一方面，公司的多元化业务虽然多处于培育期，但公司的房地产开发业务与矿产业务发展虽然规模较小，但增长很快。在全球经济经历2-3年的复苏期后，公司的多元化业务正值回报期，未来增长可期。

公司估值与投资建议：

根据DCF估价模型显示，在WACC=9.56%，G=1%条件下，公司的合理价值为7.5元。按照2010年业绩估算，我们认为公司的合理价值区间为6.5-7.8元，对应市盈率为16-19倍，我们给予公司推荐的投资评级。

股票价格表现的催化剂：

铁道部概算调整，使公司毛利率提高。

风险因素：

行业竞争加剧、劳动力成本上涨、海外拓展风险加大。

表 4: 中国中铁 (601390) 公司财务预测

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E
货币资金	49376.2	70361.2	91469.5	109763.4	营业收入	234619.3	334332.5	434632.2	521558.7
应收票据	487.8	695.1	903.7	1084.4	营业成本	209997.5	299246.4	389020.3	466746.6
应收账款	50197.5	73278.4	95261.9	114314.2	营业税金及附加	7373.8	10507.6	13659.9	16391.9
预付款项	14258.2	18441.6	22713.1	27837.9	销售费用	933.3	1437.6	1868.9	2242.7
其他应收款	13293.1	18942.7	24625.5	29550.6	管理费用	9192.8	13373.3	17385.3	20862.3
存货	63626.9	90668.3	117868.8	141419.0	财务费用	5133.0	385.0	462.0	554.4
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	483.8	496.4	511.3	511.3
长期股权投资	7546.7	7546.7	7546.7	7546.7	公允价值变动收益	-134.3	25.0	25.0	25.0
固定资产	19985.4	13128.8	9957.6	6246.0	投资收益	241.8	689.2	485.0	430.0
在建工程	2646.2	148.9	-1111.4	-1753.5	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	991.0	991.0	991.0	991.0	营业利润	1612.7	9600.5	12234.6	14704.6
无形资产	20896.2	18806.6	16716.9	14627.3	营业外收支净额	320.5	321.1	321.1	321.1
长期待摊费用	41.5	37.4	33.2	29.1	税前利润	1933.2	9921.6	12555.7	15025.7
资产总计	252095.7	317041.8	391663.2	456942.3	减: 所得税	499.0	2232.4	2825.0	3380.8
短期借款	32511.5	61293.3	86015.2	100981.9	净利润	1434.2	7689.2	9730.7	11644.9
应付票据	3530.3	5030.7	6539.9	7846.6	归属于母公司的净利润	1115.2	6916.3	8752.6	10474.4
应付账款	63545.1	89311.3	116104.7	139302.4	少数股东损益	319.0	772.9	978.1	1170.5
预收款项	39627.6	48660.3	60402.8	74493.9	基本每股收益	0.05	0.32	0.41	0.49
应付职工薪酬	1942.4	1942.4	1942.4	1942.4	稀释每股收益	0.05	0.32	0.41	0.49
应交税费	4412.5	4412.5	4412.5	4412.5	财务指标				
其他应付款	14309.9	14309.9	14309.9	14309.9	成长性				
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	30.0%	42.5%	30.0%	20.0%
长期借款	16829.0	16829.0	16829.0	16829.0	EBIT 增长率	52.1%	37.1%	30.0%	20.6%
预计负债	82.6	82.6	82.6	82.6	净利润增长率	-64.7%	520.2%	26.5%	19.7%
负债合计	191000.9	255312.9	320308.1	374068.0	盈利性				
股东权益合计	61094.9	68698.4	78349.5	89893.8	销售毛利率	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%
现金流量表 (百万元)					销售净利率	0.5%	2.1%	2.0%	2.0%
净利润	1434	7689	9731	11645	ROE	1.8%	10.1%	11.2%	11.7%
折旧与摊销	3174	4218	4154	4052	ROIC	4.28%	4.74%	5.07%	5.38%
经营活动现金流	780	-10333	-5929	1157	估值倍数				
投资活动现金流	-20183	3038	2857	2826	PE	118.8	19.2	15.1	12.6
融资活动现金流	11614	28281	24180	14312	P/S	0.6	0.4	0.3	0.3
现金净变动	-7789	20985	21108	18294	P/B	2.2	1.9	1.7	1.5
期初现金余额	58896	49376	70361	91469	股息收益率	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%
期末现金余额	51107	70361	91469	109763	EV/EBITDA	13.8	10.8	9.2	7.9

资料来源: 公司数据 中国银河证券研究所

表 5: 中国中铁（601390）DCF 折现模型

万元	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
EBIT	712205.3	976756.4	1269783.3	1531520.4	1300599.5	1170092.8	1169645.6	1169198.0	1168749.9	1168301.4	1167852.4
所得税	183836.8	219770.2	285701.2	344592.1	292634.9	263270.9	263170.3	263069.5	262968.7	262867.8	262766.8
NOPLAT	378687.7	528368.5	756986.2	984082.1	1186928.3	1007964.6	906821.9	906475.4	906128.4	905781.2	905433.6
营运资金净变动	-808286.3	-909992.8	-2400437.1	-1930166.9	-1423785.2	3340437.4	1775296.8	644270.0	644210.2	644150.0	644089.6
资本支出	232507.9	234833.0	237181.3	239553.1	263388.7	289595.8	318410.6	350092.5	384926.7	423226.9	465337.9
自由现金流	168258.2	-986814.4	-293546.3	407883.2	5004254.4	3349418.2	2230245.8	2243061.3	2257095.4	2272517.6	2289490.3

WACC	9.56%	Ke	13.39%	估值		g				
永续增长率	1.00%	Kd	7.74%			0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
终值	1003556.25	t	25.81%	WACC	8.66%	7.76	8.07	8.36	8.47	8.96
企业价值	34717228.09	Rf	4.50%		8.96%	7.22	7.69	8.28	8.25	8.51
非核心资产价值	12728405.46	E(Rm)	12.00%		9.26%	6.96	7.31	7.84	7.99	8.35
债务价值	9104233.94	Rm - Rf	7.50%		9.56%	6.71	7.13	7.51	7.87	8.16
股权价值	25612994.15	D/A	45.27%		9.86%	6.48	6.37	7.03	7.52	7.71
股本	2129990.00	E/A	54.73%		10.16%	6.21	6.13	6.79	7.17	7.43
每股价值（元）	7.51	Beta	1.19		10.46%	5.94	6.07	6.55	7.06	7.15

资料来源：公司数据 中国银河证券研究所

公司战略和竞争力分析

公司基本情况介绍

公司是中国和亚洲最大的多功能综合型建设集团，能够提供包括基建建设、勘察设计与咨询服务、工程设备和零部件制造等方面“一站式”全套建筑相关服务。在中国铁路建设行业，公司一直占据主导地位，市场份额将近 50%，在桥梁、隧道、电气化铁路设计和建设以及桥梁钢结构、道岔设计和制造等专业领域位居行业领先水平。

公司战略分析	SWOT 评价	总分值：4.5
优势	在铁路建设行业具有绝对竞争优势，占据 40% 以上的市场份额	分值：5
劣势	公司规模巨大，管理效率不高	分值：4
机会	铁路建设投资规模加大，建设速度加快	分值：5
威胁	以中交建为代表的大型建筑企业大举进军铁路建设市场	分值：4

注：分值 1-5，越高越好

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值：4.4
供应商力量	除了铁道部（甲供材）以外，其他供应商的力量一般	分值：4.5
新进入壁垒	高铁建设进入壁垒较强，传统施工领域很容易进入	分值：4.5
客户力量	买方市场，项目业主的议价能力都比较强	分值：4
替代产品	建筑物和构筑物没有替代品	分值：5
竞争对手	（1）与其旗鼓相当的中国铁建（2）其他综合建筑企业	分值：4

注：分值 1-5，越高越好；+表示未来转好，-表示未来变差

附件一：ENR Top 225 排行榜上的中国建筑企业

表 3：ENR Top 225 排行榜上的中国建筑企业

序号	排名		公司名称
	2009	2008	
1	17	18	中国交通建设股份有限公司
2	25	21	中国建筑股份有限公司
3	28	48	中国机械工业集团公司
4	51	102	中国铁建股份有限公司
5	56	50	中国水利水电建设集团公司
6	59	72	中信建设有限责任公司
7	61	81	中国冶金科工集团有限公司
8	62	71	中国中铁股份有限公司
9	72	100	中国土木工程集团公司
10	80	86	四川东方电力设备联合公司
11	83	145	上海电气集团股份有限公司
12	90	97	中国化学工程股份有限公司
13	94	103	中国石化工程建设公司
14	95	142	山东电力建设第三工程公司
15	99	129	中国葛洲坝集团股份有限公司
16	100	76	中国石油工程建设（集团）公司
17	103	90	上海建工（集团）总公司
18	109	191	中国技术进出口总公司
19	112	94	中国石化集团中原油油勘探局
20	120	118	中国石油天然气管道局
21	122	110	中国水利电力对外公司
22	123	107	山东电力基本建设总公司
23	131	95	中地海外建设有限责任公司
24	137	140	哈尔滨电站工程有限责任公司
25	140	158	北京建工集团有限责任公司
26	141	127	中国海外工程有限责任公司
27	142	132	中国地质工程集团公司
28	143	135	青建集团股份公司
29	145	**	合肥水泥研究设计院
30	147	143	中国江苏国际经济技术合作公司
31	153	122	中国万宝工程公司
32	165	172	中国河南国际合作集团有限公司
33	168	**	安徽建工集团有限公司
34	172	154	中国大连国际经济合作集团有限公司
35	175	165	中国中原对外工程公司
36	185	183	中国机械进出口（集团）有限公司

37	189	210	中国寰球工程公司
38	191	199	新疆北新建设工程（集团）有限责任公司
39	192	186	中国江西国际经济技术合作公司
40	193	178	中钢设备有限公司
41	194	134	中国有色金属股份有限公司
42	199	180	威海国际经济技术合作股份有限公司
43	202	220	上海城建（集团）公司
44	212	**	安徽省外经建设（集团）有限公司
45	214	**	中国水电工程顾问集团公司
46	220	209	中鼎国际工程有限责任公司
47	221	218	江苏省建设集团公司
48	222	206	中国武夷实业股份有限公司
49	224	226	中国成套设备进出口（集团）总公司
50	225	194	浙江省建设投资集团有限公司

资料来源：中国银河证券研究所

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032
电话：010-66568888
传真：010-66568641
网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：
北京地区联系：010-66568849
上海地区联系：010-66568281
深圳广州地区联系：010-66568908