

## 1-2月铁路基本建设投资增长 23.7%

推荐 维持评级

分析师: 郝飞飞 ✉: [haofeifei@chinastock.com.cn](mailto:haofeifei@chinastock.com.cn) ☎: 010-66568843 执业证书编号: S0130108073814

### 1. 事件

今日, 铁道部公布了2月份全国铁路主要指标完成情况。

### 2. 我们的分析与判断

1-2月份, 铁路部门完成固定资产投资 539.68 亿元, 同比增长 28%; 实现铁路基本建设投资 437.25 亿元, 同比增长 23.7%。

2月份, 铁路部门完成固定资产投资 217.84 亿元, 同比增长-48.35%, 环比增长-32.31%; 铁路基本建设完成投资 203.48 亿元, 同比增长-42.42%, 环比增长-12.95%。

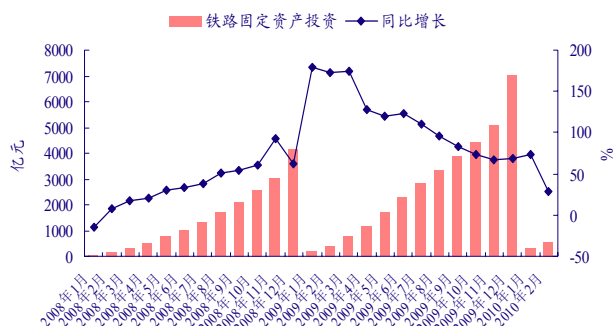
统计数据显示, 2月份铁路投资与1月份相比, 在绝对数量上有所下降。

我们分析这主要有两方面的原因:

其一, 春节因素, 也是传统的因素。春节期间, 主要施工人员回家团聚, 大多数项目作业面上的施工人数都有所下降, 是工程进度受到一定影响, 这也是很正常的。

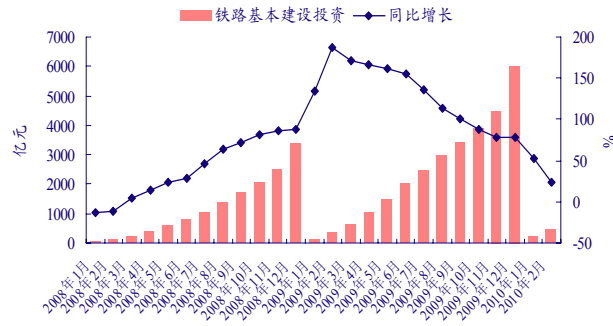
其二, 2009年底以来, 我国大部分地区的降雪次数和降雪量明显高于往年, 对施工造成了较大影响。冰雪天气使施工环境变得恶劣, 直接影响施工进度, 特别是大雪降温后形成土壤的冻土, 使机械施工效率大大降低; 另外, 冰雪天气使道路通行效率大大降低, 对项目上施工材料的运输造成不利的影响。

图 1: 1-2月铁路固定资产投资增长 28%



资料来源: 铁道部 中国银河证券研究所

图 2: 1-2月铁路基本建设投资增长 23.7%

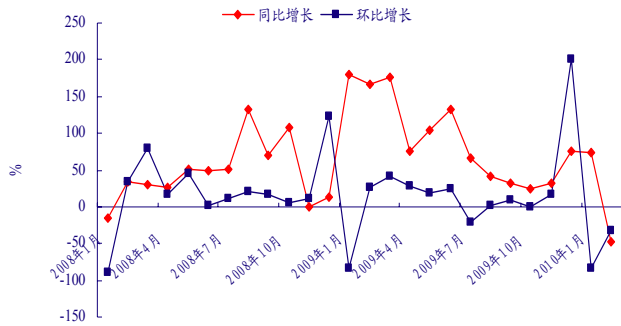


资料来源: 铁道部 中国银河证券研究所

### 3. 投资建议

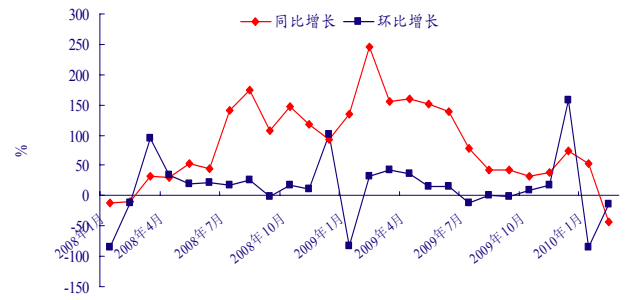
2010年, 铁路部门计划安排固定资产投资 8235 亿元, 其中基本建设投资 7000 亿元, 规模依旧庞大。受益于铁路大投资, 铁路建设企业订单饱满, 我们给予中国中铁、中国铁建谨慎推荐的投资评级。未来铁路客运站大规模建设将使具有进入资质的建筑装饰企业明显受益, 金螳螂等建筑装饰企业值得关注。

图 3: 铁路固定资产投资增长



资料来源: 铁道部 中国银河证券研究所

图 4: 铁路基本建设投资增长



资料来源: 铁道部 中国银河证券研究所

## 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 1: 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   | <b>财务指标</b> |          |          |          |          |
| 其他应付款              | 14309.9  | 14309.9  | 14309.9  | 14309.9  | <b>成长性</b>  |          |          |          |          |
| 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 | <b>盈利性</b>  |          |          |          |          |
| 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%    |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> |          |          |          |          | 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     | <b>估值倍数</b> |          |          |          |          |
| 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 2: 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

表 3: 中国中铁新签合同额统计

| 新签合同额 (亿)             | 2004           | 2005           | 2006           | 2007           | 2008           |
|-----------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 基建建设                  | 1235.97        | 1815.73        | 1855.96        | 1502.60        | 3834.80        |
| 增长率 (%)               | N/A.           | 46.91          | 2.22           | -19.04         | 155.21         |
| 勘察设计与咨询服务             | 26.66          | 32.66          | 50.63          | 23.37          | 38.10          |
| 增长率 (%)               | N/A.           | 22.51          | 55.02          | -53.84         | 63.03          |
| 工程设备与零部件制造            | 49.72          | 61.48          | 67.96          | 49.03          | 84.70          |
| 增长率 (%)               | N/A.           | 23.65          | 10.54          | -27.85         | 72.75          |
| <b>合计</b>             | <b>1312.35</b> | <b>1909.87</b> | <b>1974.55</b> | <b>2484.94</b> | <b>4284.50</b> |
| 增长率 (%)               | N/A.           | 45.53          | 3.39           | 25.85          | 72.42          |
| 营业收入                  | 905.31         | 1157.98        | 1595.18        | 1805.07        | 2346.19        |
| 增长率 (%)               | 0.00           | 27.91          | 37.76          | 13.16          | 29.98          |
| <b>营业收入/新签合同额/(%)</b> | <b>N/A</b>     | <b>N/A</b>     | <b>80.79</b>   | <b>72.64</b>   | <b>54.76</b>   |

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究所整理

表 4: 中国中铁未完工合同额统计

| 未完合同额 (亿)              | 2004          | 2005           | 2006           | 2007           | 2008           |
|------------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 基建建设                   | 632.86        | 1247.78        | 1514.90        | 1815.55        | 3992.25        |
| 增长率 (%)                | N/A.          | 97.17          | 21.41          | 19.85          | 119.89         |
| 勘察设计与咨询服务              | 46.72         | 43.31          | 51.17          | 53.54          | 68.43          |
| 增长率 (%)                | N/A.          | -7.30          | 18.15          | 4.63           | 27.81          |
| 工程设备与零部件制造             | 12.23         | 15.62          | 23.72          | 47.73          | 55.35          |
| 增长率 (%)                | N/A.          | 27.72          | 51.86          | 101.22         | 15.96          |
| <b>合计</b>              | <b>691.80</b> | <b>1306.70</b> | <b>1589.80</b> | <b>2164.62</b> | <b>4207.50</b> |
| 增长率 (%)                | N/A.          | 88.88          | 21.67          | 36.16          | 94.38          |
| 营业收入                   | 905.31        | 1157.98        | 1595.18        | 1805.07        | 2346.19        |
| 增长率 (%)                | 0.00          | 27.91          | 37.76          | 13.16          | 29.98          |
| <b>营业收入/未完成合同额/(%)</b> | <b>130.86</b> | <b>88.62</b>   | <b>100.34</b>  | <b>83.39</b>   | <b>55.76</b>   |

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究所整理

## 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

## 评级标准

---

**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