

营业额增长，新签合同额下降

谨慎推荐 维持评级

核心观点:

- **1-4月，我国对外承包工程营业额增长，新签合同额下降**
 2010年1-4月，我国对外承包工程业务完成营业额230.8亿美元，同比增长28.7%；新签合同额366.4亿美元，同比下降17.8%。
 截至2010年4月底，我国对外承包工程累计完成营业额3638亿美元，签订合同额5969亿美元。
- **对外承包工程完成新签合同额增长（月度）有望由负转正**
 2010年4月，我国对外承包工程业务完成营业额65.8亿美元，同比增长19.42%；新签合同额101.2亿美元，同比下降8%。
 4月份，虽然对外承包工程新签合同增长仍为负数，但与2月58%的负增长和3月份20%的负增长相比明显好转，未来该数据有望实现由负转正。
- **行业动态**
 1、七部委规范央企对海外工程承包；2、国际基础设施投资与建设高峰论坛在京召开
- **建筑企业新签海外合同概览**
 1、葛洲坝：中标喀麦隆杜阿拉二桥及其引路项目和克里比-刚博公路项目，两个项目中标价格分别为154,336,781美元（1,054,120,214元人民币）和94,590,708美元（646,054,535元人民币）。
 2、北新路桥：中标吉尔吉斯斯坦奥什伊斯法纳道路升级改造一期项目——布甘迪至巴特肯标段，中标价为25,402,218.61美元。
 3、中材国际：签订土耳其MEDCEM CEMENT PLANT2×10000t/d水泥生产线工程总承包意向性协议，意向总金额为7.8亿美元。
 4、中国建筑：签属刚果（布）政府签署“刚果（布）1号公路项目二期多利吉——布拉柴段”设计施工总承包合同，合同金额14.79亿美元，折合人民币约100.96亿元，涉及道路长约415公里，合同工期48个月。

分析师

郝飞飞

✉: haofeifei@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8843

执业证书编号: S0130108073814

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）		
				2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
中国中铁	601390	谨慎推荐	4.51	0.41	0.50	0.59	11.00	9.02	7.64
中国铁建	601186	谨慎推荐	7.22	0.65	0.76	0.89	11.11	9.50	8.11
中国建筑	601668	谨慎推荐	3.60	0.25	0.32	0.40	14.40	11.25	9.00
葛洲坝	600068	推荐	10.09	0.73	0.88	1.06	13.82	11.47	9.52

资料来源：中国银河证券研究所

一、对外承包工程数据解读

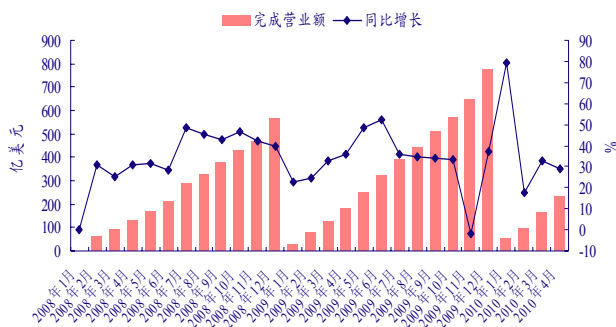
2010年1-4月，我国对外承包工程业务完成营业额230.8亿美元，同比增长28.7%；新签合同额366.4亿美元，同比下降17.8%。

截至2010年4月底，我国对外承包工程累计完成营业额3638亿美元，签订合同额5969亿美元。

我们看到，对外承包工程营业额增长保持了相对稳定的趋势，这主要源于中国建筑行业庞大的海外承包合同储备。

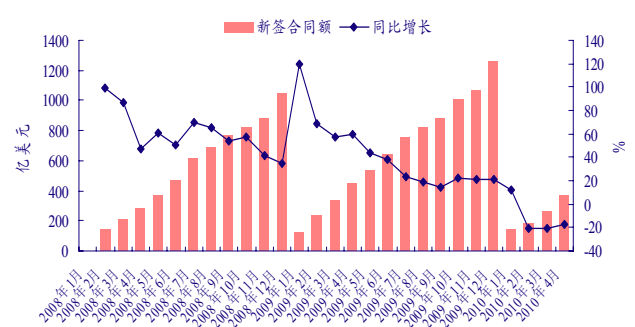
今年以来，我国对外承包新签合同数已连续3个月同比负增长，这与欧美及其他海外主要经济体受金融危机影响有关。目前的全球经济形势尚未明朗，金融危机对全球承包工程市场的影响难以在短时间内消除。

图 1：1-4 月对外承包工程完成营业额增长 28.7%



资料来源：商务部

图 2：1-4 月对外承包工程新签合同额下降 17.8%

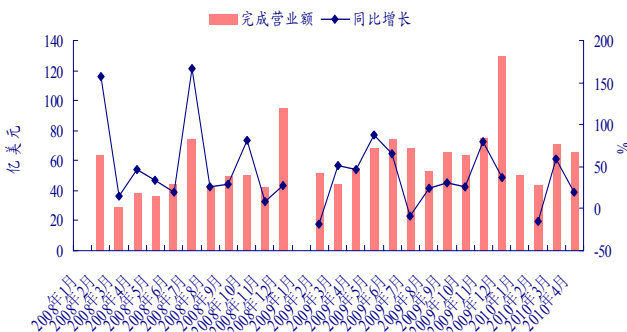


资料来源：商务部

4月份，我国对外承包工程业务完成营业额65.8亿美元，同比增长19.42%；新签合同额101.2亿美元，同比下降8%。

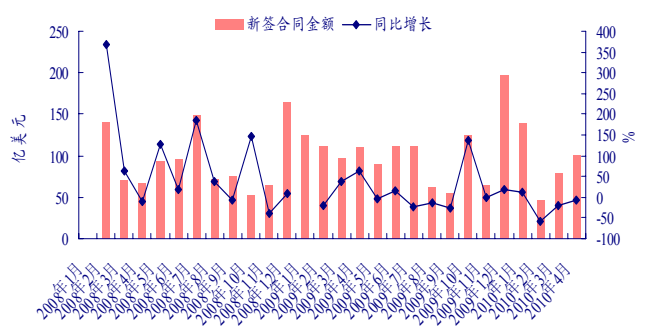
4月，虽然对外承包工程新签合同增长仍为负数，但与2月58%的负增长和3月份20%的负增长相比明显好转，未来该数据有望实现由负转正。

图 3：4 月对外承包工程完成营业额增长 19.42%



资料来源：商务部

图 4：4 月对外承包工程新签合同额下降 8%



资料来源：商务部

二、行业动态分析

(一) 七部委规范央企对海外工程承包

4月29日,商务部、外交部、发改委、财政部、住房和城乡建设部、国资委、安全监管总局等七部委共同就央企对外承包工程情况召开电视电话会议。

会议指出,一方面,个别企业的不规范行为成为“害群之马”,损害了央企的海外形象;另一方面,海外工程承包自身固有的潜在风险,亦需引起企业和有关部门的高度重视。

我们的分析和判断:我国建筑业海外承包工程拓展取得了长足的发展,新签合同额成倍增长,单个合同金额连创新高。但是,建筑行业在国内还属于粗放式经营的行业,科技水平和劳动力素质与发达国家相比仍有一定差距。

有关专家指出,目前大部分国内企业还没有建立起一个全球化的经营意识,跨国管理能力、系统指挥能力都比较落后,信息延误、决策失误、指挥滞后和监控不力的情况比比皆是。

2008年全球金融危机以来,很多国家的汇率大幅波动,不少国内建筑企业都遭受了一定的汇兑损失;金融危机也使项目业主的支付能力受到一定的影响,一些项目被迫延期甚至撤销。中国建筑企业的主要竞争优势在于较低的成本,与国内建筑企业粗放式经营管理相关,这既不利于树立国内建筑企业的良好形象,也增加了海外项目的施工安全、经营管理等方面的风险。

(二) 国际基础设施投资与建设高峰论坛在京召开

国际基础设施投资与建设高峰论坛”5月11日在北京国家会议中心隆重开幕,来自中国、俄罗斯、马来西亚、加拿大、秘鲁、澳大利亚等42个国家和地区的600余人参会。

由中国对外承包工程商会倡议并起草的《多国承包商协会国际基础设施合作共同行动计划》,得到了相关国家承包商协会的积极响应。

我们的分析和判断:本次会议的召开加强了国内建筑行业和外国的交流与合作。

三、建筑企业海外动态

(一) 本月建筑企业新签合同总揽(4月)

(1) 葛洲坝: 2010年4月27日

公司收到项目业主喀麦隆公共工程部颁发的《关于喀麦隆杜阿拉二桥及其引路项目和克里比-刚博公路项目的中标通知书》,两个项目中标价格分别为154,336,781美元(1,054,120,214元人民币)和94,590,708美元(646,054,535元人民币),总工期分别为44个月和36个月,均为总价承包设计-建造合同。公司将跟踪合同签订进程,并在合同正式签订后另行公告合同内容。

表 1: 公司新签合同概览

序号	公告日期	合同简介	金额
1	2010 年 1 月 4 日	柬埔寨达岱河水电工程等四个标段	约合 1,805,254,000 元人民币
2	2010 年 1 月 5 日	尼泊尔电力局 (NEA) 上崔树理 3A 水电站项目	约为 1 亿美元
3	2010 年 1 月 6 日	南水北调中线一期工程总干渠沙河段 (中线建管局直管项目) 沙河渡槽工程第二施工标段	合同金额为 599,539,486 元
4	2010 年 2 月 9 日	毛里塔尼亚努瓦克肖特城市排水一期项目	合同总金额为 1,361,958,582 元
5	2010 年 2 月 11 日	智利克河梯级水电工程总承包	727,775,047 美元 (约合 4,968,811,350 元人民币)
7	2010 年 3 月 9 日	菲律宾首都马尼拉 Agus3 水电站项目合同	项目合同金额 4.6 亿美元
8	2010 年 3 月 25 日	成安渝高速公路四川段第 I 标段工程	合同金额为人民币 42.1 亿元
9	2010 年 4 月 8 日	新建山西中南部铁路通道瓦塘至汤阴东 (含) 段站前工程 ZNTJ-4 标段为总价承包的工程施工合同	合同金额为 3,241,479,203 元人民币
10	2010 年 4 月 28 日	喀麦隆杜阿拉二桥及其引路项目和克里比-刚博公路项目	中标价格分别为 154,336,781 美元 (1,054,120,214 元人民币) 和 94,590,708 美元 (646,054,535 元人民币)

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究所

(2) 北新路桥: 2010 年 4 月 30 日

近日, 公司收到吉尔吉斯斯坦交通运输部发来的《中标通知书》, 通知确定本公司为: NO.NRRP/ICB-1 合同项下, “吉尔吉斯国内奥什伊斯法纳道路升级改造一期项目——布甘迪至巴特肯标段”的中标单位, 中标价为 25,402,218.61 美元。中标通知书中要求公司在 28 天内, 开具 25,402,218.61 美元的工程履约保函。该工程的业主为吉尔吉斯斯坦交通运输部, 与本公司不存在关联关系, 上一会计年度本公司没有承接该业主工程。该中标通知书中标金额占公司 2009 年度营业收入的 7.47%, 合同履行不影响公司业务独立性。

表 2: 公司新签合同概览

序号	公告日期	合同简介	金额
1	2010 年 2 月 22 日	(合川) 试点区草街示范园首期工程 BT 融资建设	总投资匡算为 15 亿元, 其中建安工程投资不少于 8 亿元
2	2010 年 4 月 30 日	吉尔吉斯国内奥什伊斯法纳道路升级改造一期项目——布甘迪至巴特肯标段	中标价为 25,402,218.61 美元。

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究所

(3) 中材国际: 2010 年 4 月 17 日

中国中材国际工程股份有限公司 (以下简称中材国际、公司) 与土耳其 EREN 控股公司 (EREN HOLDING) 签署了 MEDCEM CEMENT PLANT2 × 10000t/d 水泥生产线工程总承包意向性协议。项目位于土耳其南部 Mersin 港附近 Silifke 镇的 Akdere 区。意向总金额为 7.8 亿美元, 其中, 第一条生产线 4.2 亿美元; 第二条生产线 3.6 亿美元。

项目范围包括从石灰石破碎到水泥包装出厂。工作范围包括工程设计、设备供货、土建、安装及生产调试等的 EPC 交钥匙工程。

风险提示: 1、上述协议为意向性协议, 在市场和业主资金具备条件的情况下, 双方另行签署工程总承包合同。2、EREN 控股公司 (业主) 对该项目的投资资金尚未全面落实, 目前

融资工作正在进行中。3、鉴于上述项目有关技术谈判尚未完成，最终价格将以正式合同为准。

表 3: 公司新签合同概览

序号	公告日期	合同简介	金额
1	2010 年 1 月 4 日	阿拉伯南方省水泥公司 Tahamah 水泥厂 5000t/d 水泥生产线二期扩建工程项目总承包合同	合同总额为 1.47 亿美元
2	2010 年 1 月 12 日	国产实业（湖南）水泥有限公司 4500t/d 熟料水泥生产线及配套工程设计及建造工程总承包合同	合同金额人民币 67500 万元整
3	2010 年 3 月 31 日	宁夏青铜峡水泥股份有限公司利用先进节能技术淘汰落后水泥粉磨装备技术改造项目	总价款为 4800 万元
	2010 年 3 月 31 日	天水中材水泥有限责任公司 2*2500t/d 新型干法水泥生产线及配套项目后续工程	合同总价款为 28800 万元
上述工程合计			合同涉及总价款为 33600 万元
4	2010 年 4 月 17 日	土耳其 MEDCEM CEMENT PLANT2×10000t/d 水泥生产线工程总承包意向性协议	意向总金额为 7.8 亿美元，其中，第一条生产线 4.2 亿美元；第二条生产线 3.6 亿美元
5	2010 年 5 月 4 日	越南宁平平养 2×5000t/d 熟料生产线工程总承包	合同金额为人民币 4.9125 亿元
6	2010 年 5 月 22 日	沙特阿拉伯 Hail Cement Company5000t/d 熟料水泥生产线工程总承包	合同金额为 1.44 亿美元加 4000 万欧元

资料来源：公司公告 中国银河证券研究所

（4）中国建筑：2010 年 4 月 29 日

中国建筑股份有限公司（“公司”）与刚果（布）政府签署“刚果（布）1 号公路项目二期多利吉——布拉柴段”设计施工总承包合同。合同金额 14.79 亿美元，折合人民币约 100.96 亿元，涉及道路长约 415 公里，合同工期 48 个月。

公司于 2007 年 9 月与刚果（布）政府签署“刚果（布）1 号公路项目一期黑角——多利吉段”施工总承包商合同，合同金额为 3.83 亿美元，涉及道路长 173 公里。2009 年 6 月，公司与刚果（布）政府签署刚果（布）1 号公路项目补充协议，追加合同金额 2.82 亿美元，合同总金额变更为 6.65 亿美元。

截至本次合同，公司共获得刚果（布）1 号公路项目合同金额 21.44 亿美元，涉及道路长度近 600 公里。

表 4: 公司新签合同概览

序号	日期	项目名称	项目金额（亿元）
1	2010 年 1 月 14 日	北京京东方第八代薄膜晶体管液晶显示器件总承包项目	43.36
2	2010 年 1 月 14 日	珠海中信湾建安项目	23.62
3	2010 年 1 月 14 日	合肥万达广场项目	21.36
4	2010 年 1 月 14 日	武汉国际博览中心展馆 BT 项目	20.17
5	2010 年 1 月 14 日	深圳湾体育中心项目	20
6	2010 年 1 月 14 日	贵阳“中天·会展城”B 区项目	20
7	2010 年 1 月 14 日	广州珠江新城 NS-1 地块项目住宅楼项目	17.98
8	2010 年 1 月 14 日	上海江桥万达项目	16.49

9	2010年1月14日	上海合生商业广场项目	16
10	2010年1月14日	云南抚仙湖国际旅游度假区项目	16
11	2010年1月14日	上海创展国际商贸中心项目	15.1
12	2010年1月14日	多哈新国际机场 CP61 标段施工总承包项目	12.02
项目金额合计			242.1
13	2010年2月25日	青岛北客站及相关工程施工总价承包综合（ZH）I 标段铁路站房项目	30.78
14	2010年2月25日	唐山市滨海大道海港开发区至曹妃甸段内线工程 BT 项目（续签项目）	14.26
15	2010年2月25日	大庆万达广场项目	13.88
16	2010年2月25日	天津大悦城 B 地块商业工程项目	13.08
17	2010年2月25日	天津空港加工区天保商务园 A 区施工总承包项目	12.5
18	2010年2月25日	沈阳盛世长安商业广场总承包工程项目	10.23
项目金额合计			94.73
19	2010年3月5日	中国建筑第五工程局有限公司与株洲国家高新技术产业开发区（“株洲国家高新区”）签订战略合作协议	涉及总投资金额约 60 亿元
20	2010年4月22日	西安沣渭新区签订战略合作协议	涉及投资规模 100 亿元
21	2010年4月22日	贵阳东二环道路 BT 项目	28.8
22	2010年4月22日	清远凤城郦都项目	20
23	2010年4月22日	石家庄泰勒中心项目	19.9
24	2010年4月22日	云南马街新城项目	16.5
25	2010年4月22日	广州南丰琶洲 PZB1401 项目	14.9
26	2010年4月22日	东方万国广场项目	14
27	2010年4月22日	成都软件工厂项目	13.7
28	2010年4月22日	银河搜狐中心项目	13.1
29	2010年4月22日	镇江万达广场项目	13
项目金额合计			153.9
30	2010年4月29日	刚果（布）1 号公路项目二期多利吉——布拉柴段”设计施工总承包	合同金额 14.79 亿美元，折合人民币约 100.96 亿元
31	2010年5月17日	尼日利亚国家石油公司就三家未开发地区的炼油厂和石化厂项目框架协议	项目涉及金额预计约为 238 亿美元

资料来源：公司公告 中国银河证券研究所

（二）上市公司最新动态

东南网架：获得对外承包工程资格

2010年5月14日，浙江东南网架股份有限公司（以下简称“公司”）从浙江省商务厅领取了由浙江省商务厅颁发的《中华人民共和国对外承包工程资格证书》（编号：3300201000015）（以下简称“证书”）。

证书同意公司在如下经营范围内开展对外承包工程业务：一、承包与其实力、规模、业绩相适应的国外工程项目。二、对外遣派实施上述境外工程所需的劳务人员。

备查文件:《中华人民共和国对外承包工程资格证书》(编号: 3300201000015)

四、建设行业表现与估值

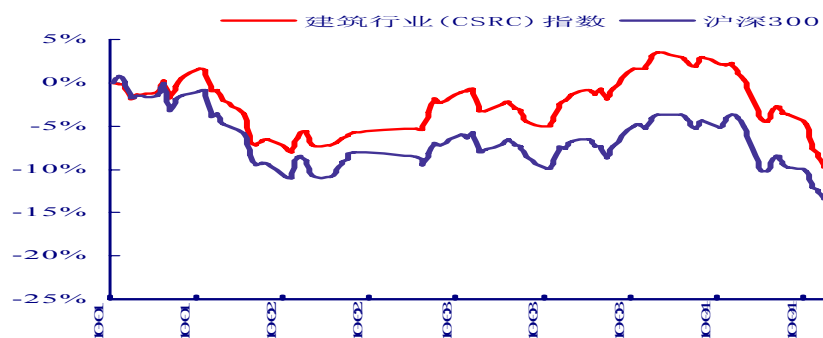
2010 年以来,建筑行业与大盘走势大体相当,显示出行业具有一定的防御性特征,主要“中字头”建筑企业 2010 年市盈率在 11-15 倍水平,估值不高。

表 5: 建筑公司估值水平

代码	名称	股价(元)	EPS(元)			PE		
			2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
600068.SH	葛洲坝	10.09	0.75	0.96	1.16	13.44	10.53	8.71
600170.SH	上海建工	10.85	0.61	0.78	0.86	17.75	13.84	12.55
600263.SH	路桥建设	10.56	0.57	0.70	0.82	18.58	15.19	12.92
600477.SH	杭萧钢构	7.51	0.35	0.42	0.48	21.20	17.90	15.49
600491.SH	龙元建设	10.17	0.74	1.21	1.76	13.73	8.41	5.77
600496.SH	精工钢构	8.78	0.65	0.82	0.94	13.45	10.73	9.33
600502.SH	安徽水利	8.40	0.80	0.92	0.90	10.51	9.08	9.37
600528.SH	中铁二局	8.15	0.76	0.96	1.20	10.78	8.48	6.81
600545.SH	新疆城建	11.57	0.32	0.37	0.43	36.66	31.34	26.91
600820.SH	隧道股份	9.10	0.66	0.80	0.88	13.89	11.35	10.33
600853.SH	龙建股份	4.18	0.10	0.20	0.24	39.96	21.29	17.24
600970.SH	中材国际	17.86	1.31	1.59	1.84	13.64	11.27	9.69
601117.SH	中国化学	4.32	0.24	0.29	0.37	17.85	14.68	11.66
601186.SH	中国铁建	7.22	0.66	0.81	1.01	10.91	8.90	7.16
601390.SH	中国中铁	4.51	0.42	0.52	0.62	10.74	8.60	7.29
601618.SH	中国中冶	3.97	0.29	0.36	0.45	13.59	11.08	8.91
601668.SH	中国建筑	3.60	0.24	0.30	0.37	14.77	11.90	9.66
000090.SZ	深天健	8.54	0.34	0.54	0.88	24.90	15.96	9.65
002060.SZ	粤水电	7.26	0.51	0.66	0.68	14.25	11.06	10.73
002062.SZ	宏润建设	10.40	0.85	1.31	1.86	12.19	7.96	5.58
002135.SZ	东南网架	10.58	0.34	0.46	0.48	30.77	23.11	22.27
002140.SZ	东华科技	24.59	0.65	0.85	1.44	38.10	28.78	17.06
600039.SH	四川路桥	8.09	0.19	0.29	0.34	41.55	27.94	23.79
600284.SH	浦东建设	10.24	0.80	0.95	0.95	12.77	10.76	10.80
002307.SZ	北新路桥	22.04	0.46	0.59	0.96	47.74	37.48	23.07
002081.SZ	金螳螂	27.20	0.95	1.25	1.56	28.73	21.85	17.39
002325.SZ	洪涛股份	28.65	0.80	1.16	1.91	35.68	24.76	14.98
002375.SZ	亚厦股份	35.92	1.06	1.64	2.21	34.03	21.96	16.26

资料来源: WIND 资讯

图 5: 建筑行业相对沪深 300 走势比较



资料来源: WIND 资讯

五、重点建筑承包商

中国中铁：海外高铁建造商

关键指标预测

投资评级 谨慎推荐

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	234619.28	346367.96	442199.16	549174.79	648496.46
EBITDA（百万元）	10295.80	13173.94	16462.84	19811.48	22932.36
净利润（百万元）	1115.19	6886.95	8750.86	10671.24	12597.96
摊薄 EPS（元）	0.05	0.32	0.41	0.50	0.59
PE（X）	99.70	16.14	12.71	10.42	8.83
EV/EBITDA（X）	11.73	8.98	7.59	5.86	4.34
PB（X）	1.82	1.68	1.45	1.25	1.08
ROIC	4.28%	5.89%	6.28%	7.15%	8.04%
总资产周转率	1.00	1.23	1.29	1.33	1.33

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：

截止 2009 年底，公司未完工合同额达到 6795 亿元，同比增长 61.5%。庞大的在手订单规模将使公司铁路建设收入占比维持在 90%左右。

我们与市场不同的观点：

市场认为，中国中铁管理效率不高；非基建业务占比仅为 10%，多元化业务发展模式对公司业绩的贡献很有限。

我们认为，庞大的在手合同规模为公司收入增长打下了坚实的基础；而公司的多元化业务虽然多处于培育期，但其对公司业绩的贡献将逐步加大，特别是公司的房地产开发业务与矿产开发业务属于强周期性行业，与公司现有的基建主业相结合，更利于公司长期平衡发展。从 2009 年年报来看，公司的三项费用率呈下降趋势，体现了公司管理效率的提升。

公司估值与投资建议：

根据 DCF 估价模型显示，在 WACC = 10.16%，G = 1% 的假设条件下，公司合理价值为 6.51 元。2010-2012 年，中国中铁的 EPS 为 0.41 元、0.50 元、0.59 元，对应市盈率为 12.7 倍、10.4 倍、8.8 倍；未来 3 年公司 EPS 复合增长率为 36%，增长明确。我们维持对公司“谨慎推荐”的投资评级。

股票价格表现的催化剂：

铁道部概算调整超预期，使公司毛利率提高。

风险因素：

（1）投资增速放缓，不利于公司收入增长。（2）原材料价格波动风险。（3）海外承包工程面临的违约风险和汇率风险。

表 6: 中国中铁（601390）公司财务预测

资产负债表（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E	利润表（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	51605.8	65883.8	81822.2	96620.3	营业收入	346368.0	442199.2	549174.8	648496.5
应收票据	765.1	976.7	1213.0	1432.4	营业成本	314547.3	401547.7	498408.5	588369.9
应收账款	65998.9	96920.4	120367.1	142136.2	营业税金及附加	11009.2	13771.2	17102.7	20195.8
预付款项	17664.1	23277.8	28750.3	35210.6	销售费用	1150.1	1459.3	1812.3	2140.0
其他应收款	17911.7	22867.4	28399.5	33535.7	管理费用	10914.0	13929.3	17299.0	20427.6
存货	82356.0	105134.8	130495.2	154049.3	财务费用	559.3	587.3	704.7	845.7
其他流动资产	75.0	139.4	211.2	277.9	资产减值损失	475.4	479.6	494.0	494.0
长期股权投资	7908.7	7908.7	7908.7	7908.7	公允价值变动收益	33.3	25.0	25.0	25.0
固定资产	25634.5	17006.2	19322.1	21707.1	投资收益	287.4	819.0	485.0	430.0
在建工程	2917.5	4265.1	4967.0	5346.2	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	627.7	627.7	627.7	627.7	营业利润	8033.2	11268.8	13863.5	16478.4
无形资产	26030.0	23427.0	20824.0	18221.0	营业外收支净额	611.3	618.9	618.9	618.9
长期待摊费用	51.2	46.1	40.9	35.8	税前利润	8644.5	11887.7	14482.4	17097.3
资产总计	311781.1	374917.5	452503.9	525702.4	减：所得税	1236.4	1700.2	2061.0	2433.1
短期借款	20771.6	40159.1	45529.7	41695.5	净利润	7408.2	10187.5	12421.5	14664.2
应付票据	5460.9	6971.3	8653.0	10214.8	归属于母公司的净利润	6887.0	8750.9	10671.2	12598.0
应付账款	89041.1	112111.8	139155.3	164272.4	少数股东损益	521.2	1436.7	1750.2	2066.2
预收款项	56773.4	78662.9	105848.0	137949.6	基本每股收益	0.32	0.41	0.50	0.59
应付职工薪酬	1731.4	1731.4	1731.4	1731.4	稀释每股收益	0.32	0.41	0.50	0.59
应交税费	5478.6	5478.6	5478.6	5478.6	财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
其他应付款	18900.5	18900.5	18900.5	18900.5	成长性				
其他流动负债	3813.0	7083.0	10733.1	14122.2	营收增长率	47.6%	27.7%	24.2%	18.1%
长期借款	27151.2	27151.2	27151.2	27151.2	EBIT 增长率	22.8%	31.4%	26.6%	19.3%
预计负债	83.0	83.0	83.0	83.0	净利润增长率	517.6%	27.1%	21.9%	18.1%
负债合计	245421.8	312169.8	377416.6	436045.3	盈利性				
股东权益合计	66359.3	76430.2	88794.8	103389.6	销售毛利率	9.2%	9.2%	9.2%	9.3%
现金流量表（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E	销售净利率	2.0%	2.0%	1.9%	1.9%
净利润	7408	10188	12421	14664	ROE	10.4%	11.4%	12.0%	12.2%
折旧与摊销	4427	4971	5259	5569	ROIC	5.89%	6.28%	7.15%	8.04%
经营活动现金流	18861	-332	16513	24843	估值倍数				
投资活动现金流	-16385	-4057	-5184	-5296	PE	16.1	12.7	10.4	8.8
融资活动现金流	-738	18666	4609	-4749	P/S	0.3	0.3	0.2	0.2
现金净变动	1739	14278	15938	14798	P/B	1.7	1.5	1.3	1.1
期初现金余额	49376	51606	65884	81822	股息收益率	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%
期末现金余额	51115	65884	81822	96620	EV/EBITDA	9.0	7.6	5.9	4.3

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