

建筑施工

署名人: 罗泽兵

执业证书编号: S0960209110320

021-62178410

luozebing@cjis.cn

参与人: 李凡

执业证书编号: S0960209060268

0755-82026745

lifan@cjis.cn

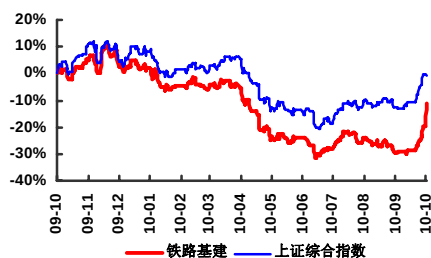
评级调整: 维持

行业基本资料

上市公司家数	3
总市值(亿元)	2306
占 A 股比例(%)	0.85%
平均市盈率(倍)	12.6

行业表现

(%)	1M	3M	6M
铁路基建	-11.8	-1.8	-1.3
上证综合指数	-9.8	7.2	10.8



相关报告

建筑行业 10 年 2 季度投资策略-关注铁路基建、装修装饰子领域的投资机会 100330

铁路行业 2009 年投资策略: 投资和改革双引擎开始加速 081218

铁路基建

看好

高铁大会移师北京彰显国铁实力,国内外市场前景

12 月 7-9 日,世界高铁大会首次在我国召开,会议议题涉及高速铁路与社会经济发展、高速铁路与资源节约以及全球视角下的高速铁路网规划等。我们维持对“十二五”期间国内铁路基建前景的乐观看法,同时认为中国高铁在世界舞台的示范效应也将使中国铁路基建企业在海外市场面临良好机遇。

投资要点:

- 国内视角方面,受益区域发展规划推进的基础设施建设加速实施,十二五期间铁路基建投资较十一五仍有 70%的提升空间。当前我国经济正处于由投资出口向内需消费型发展模式的战略转型期,从宏观经济的地理布局上看,这种发展战略的转变迫切需要扭转当前经济资源过度集中于东部沿海地区的传统思路,而代之以区域统筹发展的新思路,铁路基建的大发展是实现这一战略的首要基础条件。从此次高铁大会透露的信息看,十二五期间铁路基建投资在 3 万亿元左右的规模印证了我们此前对行业乐观前景的判断。无论从运营里程或是新增基建投资的角度衡量,主要基建企业当前充沛的在手订单还将快速增长,新增订单也将持续维持高位水平。
- 国际视角方面,世界高铁大会首次在欧洲以外国家举办,中国铁路工程技术实力彰显。中国铁路企业通过此前技术吸收创新和国内市场经营,目前在国际市场上具有 3 方面的显著优势: 1) 示范效应强,中国高铁的运营和在建规模全球领先; 2) 全产业链综合优势,目前国内企业在勘察设计、施工、机车设备各环节上的技术实力较为均衡无明显短板,国外市场以 EPC 为主的项目总包方式有利于中国企业参与竞争; 3) 工期和成本优势显著。中国铁路产业链的整体优势将大大增强相关企业在海外市场的竞争力。
- 海外市场开发的政策支持增强,国内铁路基建企业十二五末海外市场份额将上升至 25%左右。目前全球铁路基建市场(不含中国)年产值折合人民币 6800 亿元,市场规模巨大。当前各国对铁路这种低碳运输方式的偏好升温明显,相继酝酿修建里程更长、速度目标值更高的高速铁路。国内铁路工程承包进入海外市场能够大幅带动国内劳务、设备输出,以及有效推进“以基建项目换取国外资源”的商业模式,铁道部和商务部在优惠信贷、对外市场推广等方面的政策扶持力度上升明显。中国基建企业目前国际市场份额较 5 年前的 5%迅速上升至 15%,预计到 2015 年有望再上升 10 个百分点,届时订单总量有望较目前的 1000 亿元规模实现一倍以上的增长。
- 国内外市场前景更为明晰,维持“看好”的投资评级。目前行业估值处于 10 倍 PE 附近,安全边际显著。而主要铁路基建企业的收入结算规模目前正处于快速上升阶段,良好的新签及在手订单状况将使其未来 5 年收入在高位的持续能力远好于市场预期,中铁、铁建直接受益于行业快速发展的整体机遇。从区域性角度考察,西部地区投资增速和持续性将高于行业整体水平,看好直接受益于此的中铁二局。

股票代码	股票名称	10EPS	11EPS	12EPS	10PE	11PE	12PE	投资评级
600528	中铁二局	0.74	0.93	1.18	12.2	9.7	7.6	强烈推荐
601390	中国中铁	0.39	0.51	0.66	11.1	8.5	6.5	强烈推荐
601186	中国铁建	0.45	0.94	1.20	14.9	7.1	5.6	强烈推荐

目 录

1、国内铁路-“十二五”运营里程和投资规模继续大幅提升	4
1.1 中长期目标超预期,“十二五”铁路投资整体维持高强度.....	4
1.2 西部地区铁路投资快速增长带来的区域性投资机会.....	5
2、海外市场-高铁发展带来机遇,中国企业竞争优势明显	6
2.1 海外市场容量比肩国内,高速化趋势将带来第3轮建设热潮.....	6
2.2 中国高铁影响力显现,进军海外市场优势明显.....	7
3、铁路企业新签订单将在2010-2015年持续维持高位	9
4、订单保障业绩成长前景,估值低估明显	10
5 重点公司分析	10
5.1 中铁二局——强烈推荐.....	10
5.2 中国铁建——强烈推荐.....	11
5.3 中国中铁——强烈推荐.....	12

图表目录

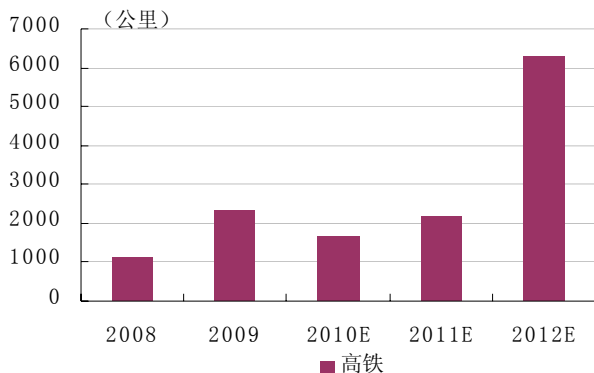
图 1 08-12 年客运专线各年新增通车里程	4
图 2 09-12 年普通线路各年新增通车里程	4
图 3 “九五”以来国内铁路基建投资强度变化	4
图 4 2001-2020 年四川铁路营业里程	6
图 5 全球铁路市场各细分领域的市场空间变化	6
图 6 全球铁路市场各区域概览	7
图 7 05-09 年中国中铁铁路海外订单变化	9
图 8 07-09 年中国铁建铁路海外订单变化	9
表 1 09 年以来出台的中西部地区主要区域规划一览	5
表 2 现有铁路中长期规划中的西部地区铁路里程目标及其占全国比例	5
表 3 世界主要高铁国家的运营时速对比	8
表 4 2012 年中国铁路企业海外订单获取能力的敏感性分析（单位：亿 RMB）	8
表 5 中国中铁、中国铁建 2010-2015 年基建订单预计（单位：亿 RMB）	9
表 6 主要建筑企业盈利及估值表	10
表 7 中铁二局盈利预测	11
表 8 中国铁建盈利预测	12
表 9 中国中铁盈利预测	13

1、国内铁路-“十二五”运营里程和投资规模继续大幅提升

1.1 中长期目标超预期，“十二五”铁路投资整体维持高强度

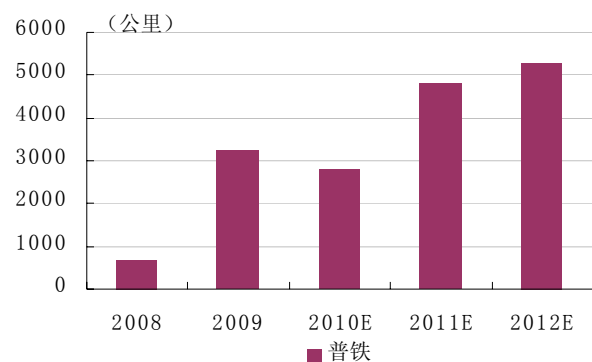
根据《铁路中长期规划（2008年调整）》的原定目标，到2020年全国铁路营业里程目标值为12万公里。而由于09年以来铁路建设的提速，预计2013年全国铁路营业里程就将达到11万公里，到2015年即有望提前实现原定2020年的建设目标，因此2010-2015年间国内铁路建设将始终保持很高的投资强度。同时原定的2020年12万公里的营业里程目标也将势必上调。

图1 08-12年客运专线各年新增通车里程



资料来源：国家统计局

图2 09-12年普通线路各年新增通车里程

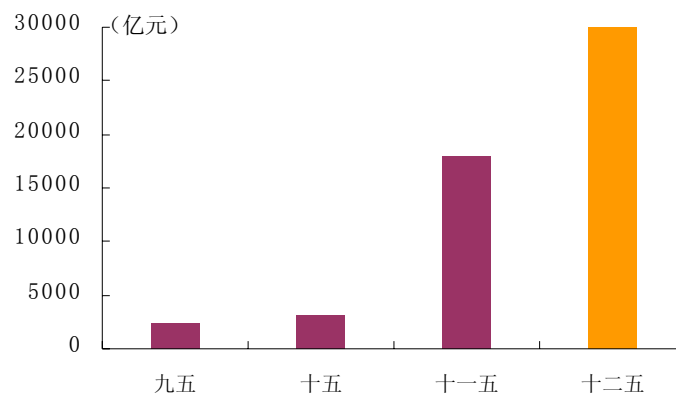


资料来源：国家统计局

从现在公开的情况来看，关于2020年铁路远期里程的讨论方式较多，主要有14、15、18万公里三种。从远期运力需求与运输密度的匹配角度分析，预计路网规划长期目标上调为14-15万公里以上的可能性偏大。由于2008年年底我国的铁路里程仅为8万公里，这种调整将使这一轮景气周期中铁路建设行业的施工量增加50%以上。

“十二五”期间，铁路基建投资将达到3万亿元，较“十一五”期间2万亿的投资规模增长50%，铁路基建投资整体仍将维持高强度。

图3 “九五”以来国内铁路基建投资强度变化



资料来源：铁道部，中投证券研究所

1.2 西部地区铁路投资快速增长带来的区域性投资机会

根据铁道部《中长期建设规划（2008年调整）》中设定的东中西部各自的路网建设目标，西部地区未来一段时间其铁路投资增速将整体高于行业平均水平。同时，随着过去一年国内出台中西部多个区域的经济发展规划，中西部与东部地区的经济联系未来将大为增强，各区域之间客运、能源和原材料的运输需求将保持快速增长。铁路运输作为大运量、中长途跨区域的最优交通运输方式，中西部的铁路交通势必将迎来大的发展机遇。

表 1 09 年以来出台的中西部地区主要区域规划一览

规划区域	获批日期	规划主要内容
皖江城市带	2010 年 3 月 24 日	加快建设皖江城市带承接产业转移示范区
青海省柴达木循环经济试验区	2010 年 3 月 19 日	建立一个在资源赋存丰富、生态环境脆弱地区发展循环经济的示范区
成渝经济区区域规划	2010 年 3 月 5 日	成渝经济区面积 20.6 万平方公里，2008 年户籍人口为 1.016 亿。在该区域进行综合配套改革试验
甘肃省循环经济区	2009 年 12 月 24 日	到 2015 年，把甘肃建成全国循环经济发展示范区
鄱阳湖生态经济区	2009 年 12 月 12 日	实现区域生态环境质量继续位居全国前列，率先在欠发达地区构建生态产业体系
图们江区域合作开发	2009 年 11 月 16 日	到 2012 年，珲春市对外开放窗口功能显著提升，延(吉)龙(井)图(们)开放前沿功能进一步完善
促进中部地区崛起规划	2009 年 9 月 23 日	到 2020 年，中部地区现代产业体系基本建立，与东西部合作更加紧密
关中—天水经济区	2009 年 6 月 25 日	推进西(安)咸(阳)一体化建设，着力打造西安国际化大都市，都市区人口发展到 1000 万人以上

资料来源：发改委、中投证券研究所

中国西部地区铁路总营业里程 2008 年底接近 3 万公里，占全国铁路营业里程的 36%；预计到 2015 年，西部地区铁路网规模将扩大到 5 万公里以上，西部铁路通车里程在全国的占比也将进一步提升至 42%左右，西部铁路投资的增速水平将高于行业整体水平。

表 2 现有铁路中长期规划中的西部地区铁路里程目标及其占全国比例

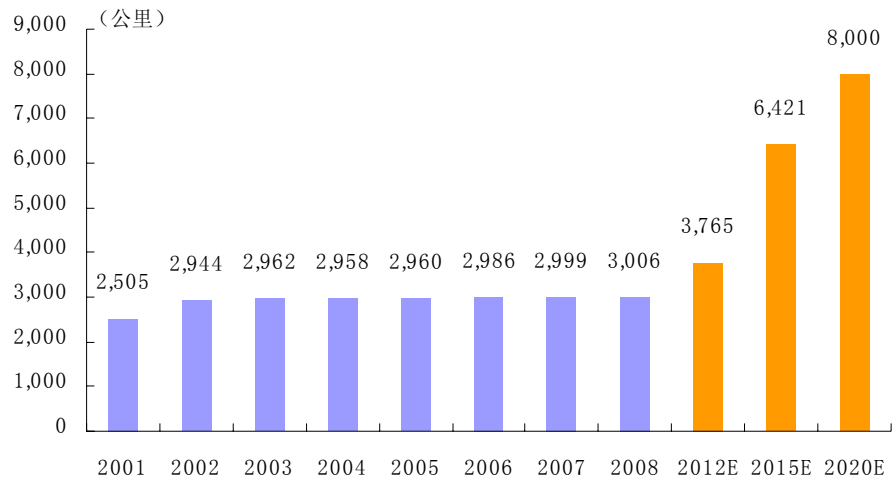
(单位：万公里)	2000 年	2008 年	2015 年 E
西部铁路里程	2.0	3.0	5.0
全国铁路里程	6.9	8.0	12.0
占比	29%	36%	42%

资料来源：铁道部，中投证券研究所

从西部地区一些具体省份的铁路项目开工及投资计划看，2010 年以来进一步提速的迹象明显。以四川为例，该省 2002-2009 年间铁路新增里程很少，全省铁路营业里程一直徘徊在 3000 公里左右。而 09 年该省在《西部综

合交通枢纽建设规划》中提出到2015年四川铁路营业里程将达到6400公里，将较目前规模翻倍。预计十二五期间四川省铁路基建投资规模将达到2500亿元，年均投资将保持在500亿元，而2009年四川省的铁路基建投资仅为200亿元，未来5年该省铁路投资将进入一个持续的快速发展阶段，这将为在西南铁路市场有较大份额的中铁二局带来显著的发展机遇。

图4 2001-2020年四川铁路营业里程



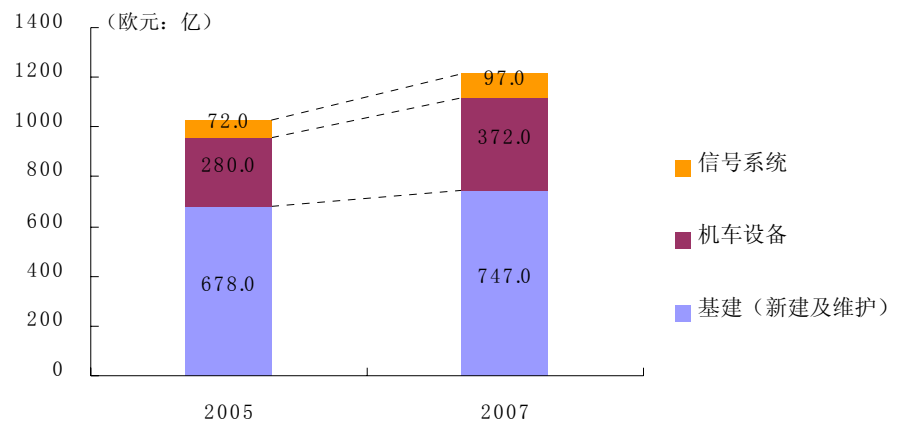
资料来源：铁道部，中投证券研究所

2、海外市场-高铁发展带来机遇，中国企业竞争优势明显

2.1 海外市场容量比肩国内，高速化趋势将带来第3轮建设热潮

根据欧洲铁路工业联合会(UNIFE)公布的研究报告显示，目前全球铁路市场年产值为1200亿欧元，其中基建规模750亿欧元（新建投资占1/3，维护投资占2/3），折合人民币6800亿元，与目前中国国内的铁路基建市场容量基本相当。

图5 全球铁路市场各细分领域的市场空间变化

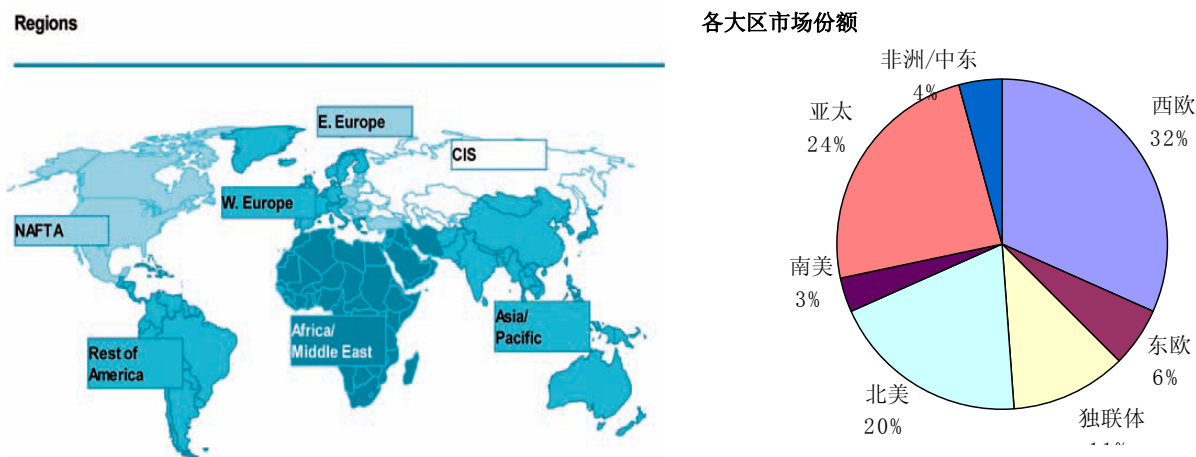


资料来源：欧洲铁路工业联合会，中投证券研究所

从国外铁路建设的发展趋势看，高铁及重载铁路等新技术应用的加快使其整体投资规模近年来一直保持着稳定的增速水平。当前全球铁路的总里程为 150 万公里，其中高速铁路里程（不含中国）仅为 7000 公里，仅占到全部里程的 0.5%。这些既有高铁线路主要建于上世纪 90 年代，运营速度基本为 200-250 公里/小时，随着当前时速 350 公里/小时高铁技术的成熟以及各国对铁路这种低碳、安全运输方式的进一步偏好，各国（特别是大陆型国家）都在酝酿修建里程更长、速度目标值更高的高速铁路，这将使全球铁路基建市场有望进入继 20 世纪 60 年代至 80 年代、90 年代这第二次建设高潮之后的第三次建设高潮。

2005-2007 年全球铁路基建投资（不含中国）年均增长 5%。从未来投资水平来看，即使按照欧洲铁路工业联合会(UNIFE)的保守预计水平，2016 年之前全球铁路基建市场仍将实现 4%以上的按年增长，这将为全球铁路基建企业提供稳定的外部市场，有助于平滑国内市场波动对中铁、铁建等企业的经营业绩影响。

图 6 全球铁路市场各区域概览



资料来源：欧洲铁路工业联合会，中投证券研究所。

注：各大区市场份额为 2007 年数据，亚太数据不含中国。

2.2 中国高铁影响力显现，进军海外市场优势明显

2009 年，中国铁路里程达到 8.9 万公里，跃居世界第二位。更重要的是，在高铁这一技术含量高的新兴领域，中国在以下三方面的影响力日益显现，为中国铁路基建企业进入国际市场奠定了良好基础。

● 新建规模庞大，10 年底中国高铁通车里程将占全球 1/3

2009 年国内投产客运专线 2319 公里，按照铁道部的建设进度，今年将有客运专线 1669 公里投产，10 年底国内客运专线将达到 3988 公里。而目前其他国家的高铁总运营里程也仅为 7000 公里左右，中国高铁的建设速度与总运营规模对其他拟发展高铁的单一国家具有很强的示范意义。

● 中国高铁的技术综合集成能力达到国际先进水平

国外工程市场一般以 EPC 的模式发包项目，即希望通过单一承包商完成从设计、施工到设备采购的全部作业，目前国际上具有大规模高铁修建经验的承建商很少。而中国中铁、中国铁建各自均拥有完整的勘察设计、基建施工和道岔、养路机械生产能力，凭借这一系统集成能力这两公司在进军海外高铁市场方面的优势明显；同时，我国目前在高铁产业链条上的机车设备上也达到国际领先水平，这将更为增强国外高铁项目整体采用中国高铁基建的信心。

表 3 世界主要高铁国家的运营时速对比

	德国/意大利	日本/法国	中国
运营时速 (公里/小时)	250	300	350

资料来源：铁道经济研究

● 中国铁路基建企业成本优势明显、工期控制能力强

铁路施工成本的 40% 由人工及机械使用构成，中国企业在这方面的成本竞争力显著。从工期方面看，同等项目情况下中国企业普遍较国外企业要短 1 年左右，这对国外业主也具有很强的吸引力。

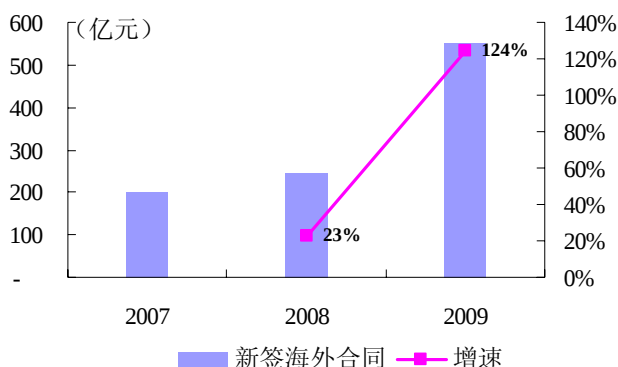
从国内较早进入国际市场的中国铁建来看，其海外新签合同额在过去 5 年中提升明显，由 2005 年的 130 亿元快速上升至 2009 年的 700 亿元左右，充分显示了中国铁路基建企业在海外市场的竞争优势。目前中铁、铁建两家企业在海外铁路基建市场的市场占有率合计在 15% 左右，随着海外铁路特别是高铁建设市场的陆续启动，中国铁路基建企业在这一巨大的市场空间其市场占有率有望进一步上升至 25% 以上。按海外铁路基建市场年均 7000 亿人民币的静态规模保守计算，预计中国铁路基建企业在未来数年间将从这一市场稳定获取年均 2000 亿元的新签合同。

表 4 2012 年中国铁路企业海外订单获取能力的敏感性分析(单位: 亿 RMB)

海外市场 CAGR 中国企业 份额	3%	4%	5%	6%	7%
22%	1,635	1,683	1,732	1,782	1,833
24%	1,783	1,836	1,889	1,944	1,999
26%	1,932	1,989	2,047	2,106	2,166
28%	2,081	2,142	2,204	2,268	2,332
30%	2,229	2,295	2,362	2,430	2,499

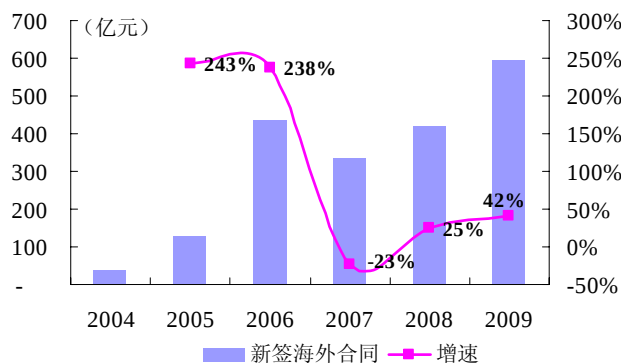
资料来源：中投证券研究所

图 7 05-09 年中国中铁铁路海外订单变化



资料来源：公司资料

图 8 07-09 年中国铁建铁路海外订单变化



资料来源：公司资料

3、铁路企业新签订单将在 2010-2015 年持续维持高位

在国内铁路建设中长期规划极有可能上调里程目标，以及海外市场、城市轨道进一步加速的局面下，铁路基建企业在“十二五”期间的订单强度保持着较好的持续能力。预计 2010-2012 年中铁、铁建的年均新签订单水平将保持在 6000 亿元左右，而 2013-2015 年其订单规模也不会出现明显下滑，仍将维持在 5500 亿元附近的高位水平。

各分项市场的订单分析如下：

1) **国内铁路订单：**根据铁路远期需求适应性的分析，我们预计“十二五”期间铁路基建投资的规模在 3 万亿元，“十三五”期间投资规模将为 2.5 万亿元。从主要公司中国中铁、中国铁建的订单角度而言，预计 2012 年后其绝对数量有所下滑，但其幅度将较为缓和，预计 2013-2015 年中国中铁、中国铁建国内铁路订单环比以前年度的下降幅度年均在 500-600 亿元左右，远好于市场目前预期。

2) **海外铁路订单：**国外铁路基建市场容量与当前我国的国内市场规模基本相当。中国企业 09 年在国际市场的份额较 05 年上升了 10 个百分点，目前在 15% 左右。随着当前国内铁路技术的成熟和对外示范效应的显现，在铁道部的大力推动下，预计到 2015 年中国企业的海外市场份额有望再上升 10 个百分点，届时中国企业的海外订单总容量将达到 2000 亿元，其中中铁、铁建将分别获取 800、1200 亿元，将实现较目前水平的翻倍增长。

3) **城轨订单：**中铁、铁建目前在城轨市场的合计占有率在 90% 左右。根据发改委对城轨的批复计划，至 2015 年我国城轨的新增里程为 2500 公里，投资规模介于 10000-12500 亿元。按此规模，中铁、铁建到 2015 年每家的城轨年增订单将达到 1400 亿元，较目前 500 亿元的水平有大幅增长。

表 5 中国中铁、中国铁建 2010-2015 年基建订单预计（单位：亿 RMB）

	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
国内铁路基建投资额	7,000	7,000	7,000	5,500	4,000	3,500
中国铁路企业海外铁路市场获取规模	1,100	1,240	1,397	1,575	1,775	2,000
中国中铁新签订单						
其中：国内铁路	3500	3150	2800	2475	1800	1575
国外铁路	440	496	559	630	710	800

公路	800	800	800	800	800	800
城轨	594	705	837	993	1,179	1,400
其他	1,038	1,142	1,142	1,142	1,142	1,142
中国中铁新签订单合计	6,372	6,293	6,138	6,040	5,631	5,717
中国铁建新签订单						
其中：国内铁路	3500	3150	2800	2475	1800	1575
国外铁路	660	744	838	945	1,065	1,200
公路	1000	1000	1000	1000	1000	1000
城轨	615	725	855	1,008	1,188	1,400
其他	416	458	458	458	458	458
中国铁建新签订单合计	6,191	6,077	5,951	5,885	5,510	5,633

资料来源：中投证券研究所

4、订单保障业绩成长前景，估值低估明显

目前铁路基建 3 家主要公司相对 2010 年的 PE 估值均在 10 倍附近，远低于 08 年年中以来 20 倍左右的历史平均 PE 估值水平。考虑到这 3 家公司未来 3 年均将保持 30% 左右的稳定增长，目前估值处于严重低估状态。

从 PB 的角度衡量，中国中铁、中国铁建当前的 PB 为 1.5 倍，随着 2011-2012 年公司业绩的明确稳定增长，预计 2012 年两家公司的 PB 估值均将降至 1.0 之下，目前股价也具有很高的安全边际。

表 6 主要建筑企业盈利及估值表

股票代码	公司名称	股价 (10/12/06)	EPS				PE				PB (10Q3)	投资评级
			09	10E	11E	12E	09	10E	11E	12E		
600528	中铁二局	9.00	0.47	0.74	0.93	1.18	19.2	12.2	9.7	7.6	2.9	强烈推荐
601390	中国中铁	4.31	0.32	0.39	0.51	0.66	13.3	11.1	8.5	6.5	1.4	强烈推荐
601186	中国铁建	6.72	0.53	0.45	0.94	1.20	12.6	14.9	7.1	5.6	1.6	强烈推荐

资料来源：中投证券研究所

5 重点公司分析

5.1 中铁二局--强烈推荐

成渝地区铁路网迎来“西部终端”发展为“西部中枢”的建设高峰，未来 3 年公司铁路收入复合增速将超过 25%。公司作为根植于西南地区的骨干建筑企业，直接与西部特别是成渝地区基建投资力度相关。虽然 09 年由于当地多个铁路项目处于立项前期而影响了公司当年新签订单合同水平，但从 2010 年开始随着《西部综合交通枢纽建设规划》全面实施，仅四川一省即需将铁路通车里程由 3000 公里扩展至 8000 公里，公司铁路订单将迎来快速增长。铁路施工在公司营收中的占比将上升至一半左右，并将成为推动未来 3 年公司营收增长的主要动力。

城际交通圈及城内地网成形，旺盛的内生需求使成都有望成为受房产宏观调控影响较小的地区之一。成都与省内城市连接的主要城际铁路将在

2010-2012 间陆续建成，届时成都东、西、南、北四个方向的快速交通通道都将打开，1.5 小时的交通圈使成都辐射的人口将占到全省人口的 70%，达到 6000 万人左右。同时随着城市内部多条地铁线路的通车，成都市在西部地区地理经济及文化禀赋优势将进一步凸显，其对置业者强劲的吸引力使其房地产市场长期前景仍可看好。

公司房地产布局前瞻，一、二级联动开发模式成为成都城市化进程的主要受益者。公司土地储备丰富，主要项目均位于成都市房地产成交活跃、需求较为刚性的外环近郊地区。这些项目交通条件优势明显（主要依托城市快速路、地铁等）。同时，在“一、二级联动”的房产开发模式下，公司项目在开发规模、土地成本方面也拥有明显优势，公司房产销售在过去 3 年的稳健潜行中将迎来较快增长，预计 2012 年其销售金额将由 2009 年 17 亿元的规模上升至 35 亿元以上。

目前公司铁路基建面临良好发展机遇；房地产开发项目主要集中在市场风险较小的成都一地，低廉的土地成本具备较高的安全边际。预计 2010-2012 年公司 EPS 分别为 0.74、0.93 和 1.18 元，维持强烈推荐。

表 7 中铁二局盈利预测

利润表	单位：百万元			
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	40619	51164	61616	74275
营业成本	37769	47320	56920	68497
营业税金及附加	1184	1484	1787	2154
营业费用	112	128	154	186
管理费用	712	793	893	1040
财务费用	87	195	236	276
资产减值损失	37	30	30	30
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	53	45	45	45
营业利润	772	1260	1641	2137
营业外收入	54	50	50	50
营业外支出	16	15	15	15
利润总额	810	1295	1676	2172
所得税	103	164	268	391
净利润	707	1130	1408	1781
少数股东损益	23	50	54	60
归属母公司净利润	684	1081	1353	1721
EBITDA	1438	1846	2383	3022
EPS（元）	0.47	0.74	0.93	1.18

资料来源：中投证券研究所

5.2 中国铁建——强烈推荐

公司国内铁路合同新签量再次提速，前 3 季度工程新签合同额接近去年全年水平。今年第 3 季度铁道部加快了对沪昆、成渝等重要客运专线及部分普通铁路项目的工程发包进度，公司单季度新签规模再上台阶。第 3 季度公司新签约 1800 亿元工程合同，其中铁路项目占 88%。前 3 季度公司累计新签合同 5395 亿元，接近去年全年水平，预计公司今年全年新签合同将达到 6500 亿元以上，年底在手未完工合同约 9500 亿元，合同储备丰厚。

主要项目施工进度正常，季度收入结算量维持较高增速。第3季度公司实现收入1228亿元，同比增长29.7%。预计今年全年公司收入将达到4500亿元，同比增长25%以上。

剔除沙特轻轨项目影响，3季度公司整体毛利率环比基本持平，较去年同期的低谷水平改善明显。第3季度公司报表反映的毛利率为6.5%，我们预计沙特轻轨项目因工程量超出因素带来的营业成本增加在35亿元左右，若剔除此因素，公司第3季度的实际毛利率为9.4%，基本与上半年持平，也较去年同期高出0.6个百分点。综合来看，随着去年以来国内铁路施工赶工因素的逐步缓解，公司施工业务的毛利率已渡过最低谷水平。

沙特轻轨事件短期冲击有限，维持“强烈推荐”的投资评级。我们判断沙特项目最终形成实质大额亏损的可能较小，公司拓展海外市场的长期战略仍将持续。国内市场方面，公司铁路基建正面临良好发展机遇，订单快速增长之下，公司收入及业绩正处于快速释放阶段，在足额考虑沙特项目账面亏损的情况下，预计10-12年的EPS为0.45、0.94和1.20元，维持强烈推荐。

表8 中国铁建盈利预测

利润表	单位：百万元			
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	355521	447361	519869	602732
营业成本	322428	408190	468305	541507
营业税金及附加	10545	13331	15492	17961
营业费用	1016	1297	1612	1989
管理费用	13409	16802	18975	21638
财务费用	366	610	921	942
资产减值损失	-268	600	400	500
公允价值变动收益	12	0	0	0
投资净收益	156	200	250	300
营业利润	8194	6730	14415	18495
营业外收入	300	400	400	400
营业外支出	186	250	250	250
利润总额	8307	6880	14565	18645
所得税	1576	1238	2840	3636
净利润	6732	5641	11724	15009
少数股东损益	133	122	140	161
归属母公司净利润	6599	5519	11584	14848
EBITDA	14934	12994	22956	28566
EPS（元）	0.53	0.45	0.94	1.20

资料来源：中投证券研究所

5.3 中国中铁—强烈推荐

受益铁路合同发标进程加快，2010年前3季度公司新增及未完工合同量保持快速增势。3季度铁道部对部分客运专线和普通铁路新建项目的合同发包速度较上半年进一步加快，第3季度公司新签合同1,964.3亿元，同比增长23.8%，1-9月份累计新签合同额5,689亿元，接近去年全年水平。3季度末，公司在手未完工订单9,326.03亿元，相当于09年公司收入规模的2.67倍，合同储备丰厚。

第3季度收入规模受个别工程项目结转进程滞后的影响,预计全年仍能实现4300亿元,同比增长24%。3季度单季度公司实现收入1023亿元,同比增长9.5%,而上半年公司收入的同比增速为30.1%;预计在4季度公司的施工高峰期,当季收入结转规模将有大幅上升,全年公司收入仍将达到4300亿元左右。

前3季度公司综合毛利率同比持平,汇兑收益对公司净利润的影响因素大幅削弱。前3季度公司综合毛利率为9.3%,同比基本持平,剔除房地产结算毛利率下滑的因素,公司基建业务的毛利率同比有所恢复。汇兑收益方面,公司当前外币资产折合人民币规模已减少至50亿元以下,前3季度其产生的汇兑收益在1亿元以下,公司当前净利润已基本反映其主营业务的整体经营成果。

维持“强烈推荐”的投资评级。当前铁路基建正处于投资高峰期,同时,在国内区域经济协调发展的大背景下,国内铁路网远期建设规模存在进一步上调可能。公司是本轮铁路投资景气的主要受益者之一,预计10-12年的EPS为0.39、0.51和0.66元,维持强烈推荐。

表9 中国中铁盈利预测

利润表	单位:百万元			
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	345974	430266	521038	609638
营业成本	314547	390097	471021	549986
营业税金及附加	11009	13682	16569	19386
营业费用	1150	1291	1667	2134
管理费用	10914	12607	15110	17375
财务费用	559	1373	1716	1783
资产减值损失	475	500	700	800
公允价值变动收益	33	0	0	0
投资净收益	287	100	100	200
营业利润	8033	10816	14355	18374
营业外收入	766	500	500	500
营业外支出	155	300	300	300
利润总额	8645	11016	14555	18574
所得税	1236	1983	2736	3492
净利润	7408	9033	11818	15082
少数股东损益	521	650	850	1038
归属母公司净利润	6887	8383	10969	14044
EBITDA	13043	16770	22098	27291
EPS(元)	0.32	0.39	0.51	0.66

资料来源:中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

罗泽兵, 中投证券研究所建筑行业分析师, 管理学硕士。

李凡, 中投证券研究所建材建筑行业分析师, 管理学硕士。

主要研究覆盖的建筑公司包括: 中国中铁、中国铁建、中铁二局、葛洲坝、精工钢构、中国建筑、中国中冶、中材国际、海油工程、金螳螂、洪涛股份、亚厦股份。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站:

<http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路6003号荣超商务中心A座19楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街1号长安兴融中心2号楼7层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路580号南证大厦16楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434