

延续投资思路，配置中材国际、东华科技、中国中铁

中性 维持评级

核心观点：

- **细分行业投资增速差异较大。**(1) 1-11月铁路部门完成固定资产投资 6877.9 亿元，同比增长 35.6%；实现铁路基本建设投资 6067 亿元，同比增长 35%。11 月份，铁路部门完成固定资产投资 1087.95 亿元，同比增长 68.79%，环比增长 23.98%；铁路基本建设完成投资 963.32 亿元，同比增长 64.24%，环比增长 19.66%。目前，铁路建设投资尚存在 933 亿元缺口。我们认为，12 月铁路建设投资在 950 亿-1200 亿，完成投资很有可能超过 7000 亿。(2) 1-11 月，交通运输部门完成固定资产投资 11661.63 亿元，同比增长 18.82%，增速持续提升；其中，公路建设投资 10395.83 亿元，同比增长 20.08%；内河建设投资 280.93 亿元，同比增长 15.14%；沿海建设投资 717.97 亿元，同比增长 8.89%；(3) 2010 年 1-11 月，我国对外承包工程完成营业额 742.5 亿美元，同比增长 14.6%；新签合同额 1103.0 亿美元，同比增长 3.6%，增速持续回升。
- **行业估值水平变化不大，维持中性的投资评级。**目前，A 股建筑行业 2010-2012 年的市盈率为 17 倍、13 倍、10 倍，我们维持行业“中性”的投资评级。
- **上月投资组合回报超越行业指数 1.48 个百分点以上。**上个月，我们给出的建筑行业月度投资组合回报为 2.38%，指数回报为 0.90%，投资组合表现高于行业指数 1.48 个百分点。我们组合中，中材国际的回报为 19.49%；但葛洲坝、东南网架、东华科技的回报分别为 -3.65%、-2.41%、-0.96%。
- **投资组合及权重：**(1) 积极型公司配置 85%；其中，中材国际权重最高为 60%；东华科技权重为 25%。(2) 防御型公司配置 15%；中国中铁，估值优势明显，风险释放相对充分，配置 15% 相对比较适合。公司虽然对投资组合的贡献不会很大，但也不会拖累组合的表现。
- **主要风险因素。**投资增速下降超预期、公司新签合同额不理想等。

分析师

洪亮

 邮箱: hongliang@chinastock.com.cn

电话: (8610) 6656 8750

执业证书编号: S0130200010385

郝飞飞

 邮箱: haofeifei@chinastock.com.cn

电话: (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	权重 (%)	股价(元)	EPS (元)			入选投资组合理由
				2010E	2010E	2011E	
002140	东华科技	25%	41.1	0.74	0.97	1.24	下游市场回暖、FMTP 远景广阔
600970	中材国际	60%	40.7	1.71	2.12	2.64	海外需求回暖，连签大单
601390	中国中铁	15%	4.33	0.41	0.50	0.59	估值偏低，风险释放充分

资料来源：中国银河证券研究部

投资概要:

本月投资逻辑与投资思路:

本月,我们认为行业整体性的表现机会仍难以显现,因此依然维持中性的行业评级。

我们延续年初以来的投资思路,积极寻找投资线索和主题,通过自下而上的方式选择和配置个股来构建投资组合。

我们主要考虑的投资要素包括:细分行业基本面和驱动因素改善、估值与成长综合优势、主题性投资等方面。

我们选择东华科技的逻辑是:下游市场的回暖以及FMTP的市场远景广阔。

我们选择中材国际的逻辑是:海外市场回暖,公司仍有一定的估值提升空间。

我们选择中国中铁,主要在于公司的估值优势明显,又是行业的龙头企业,从配置角度上适合加入投资组合。

估值与组合投资建议:

目前,A股建筑行业2010-2012年的市盈率为17倍、13倍、10倍,略高于国际建筑行业估值水平的均值。

A股市场,建筑行业的整体走势主要由五大建筑央企的表现决定。就上月的数据来看,由我们覆盖公司组成的建筑行业指数回报为0.90%,建筑行业(CSRC)指数回报为1.24%,同期沪深300跌幅达到-0.25%。从整体来看,上个月建筑行业是跑赢大盘的。

虽然从整体上看建筑行业估值水平并不高。但从细分行业来看,估值分化明显,建筑央企估值偏低,建筑装饰和园林估值偏高,这主要受细分行业的成长性差异的影响。

我们认为,目前国内建筑业与全球建筑业的估值水平相比,是合理的。目前建筑业正结合行业目前估值水平和行业景气状况,我们给予行业“中性”的投资评级。

股票权重说明:

本月,我们选择3家公司进入投资组合,权重不尽相同,主要考虑如下:

(1)积极型公司配置85%;其中,中材国际权重最高为60%;东华科技权重为25%。

(2)防御型公司配置15%;中国中铁,估值优势明显,风险释放相对充分,配置15%相对比较适合。公司虽然对投资组合的贡献不会很大,但也不会拖累组合的表现。

组合表现的催化剂:

国家继续出台保持固定资产投资平稳增长的新政策和措施,改善市场对未来投资增速下降的担忧。

主要风险因素:

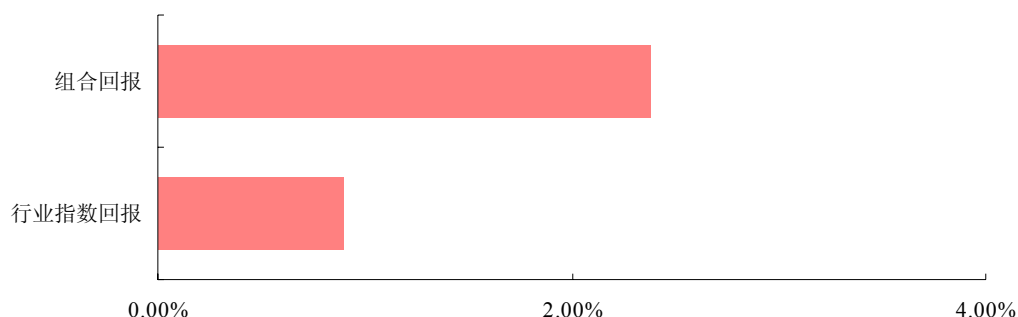
固定资产投资增速持续下降、建筑行业毛利率持续下降。

一、上月投资组合回顾与讨论

(一) 上月投资组合表现高于行业指数 1.48 个百分点

上个月，我们给出的建筑行业月度投资组合回报为 2.38%，指数回报为 0.90%，投资组合表现高于行业指数 1.48 个百分点。

图 1：上月投资组合表现



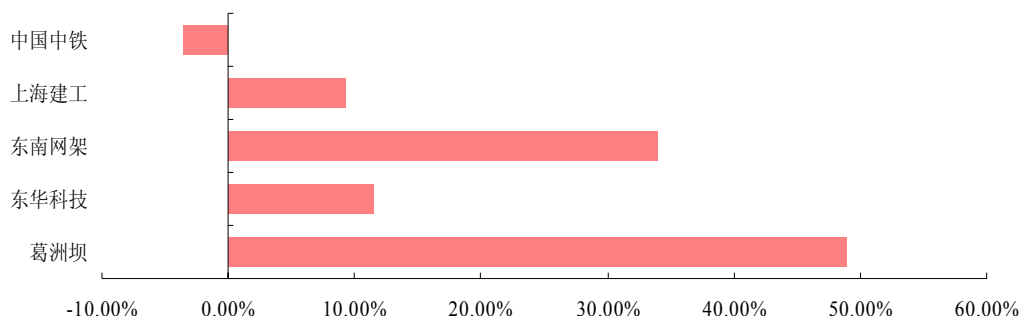
资料来源：中国银河证券研究部

表 1：上月投资组合

股票名称	股票代码	权重 (%)	涨跌幅	EPS (元)			入选投资组合理由
				2010E	2011E	2012E	
葛洲坝	600068	25%	-3.65%	0.74	0.97	1.24	业绩增长动力强
东南网架	002135	25%	-2.41%	0.39	0.51	0.72	产能提升，业绩向好
东华科技	002140	20%	-0.96%	1.71	2.12	2.64	新签合同增长，估值提升
中材国际	600970	20%	19.49%	0.49	0.64	0.82	业绩稳定增长
中国中铁	601390	10%	1.88%	0.41	0.50	0.59	估值偏低

资料来源：中国银河证券研究部

图 2：上月投资组合品种回报贡献度

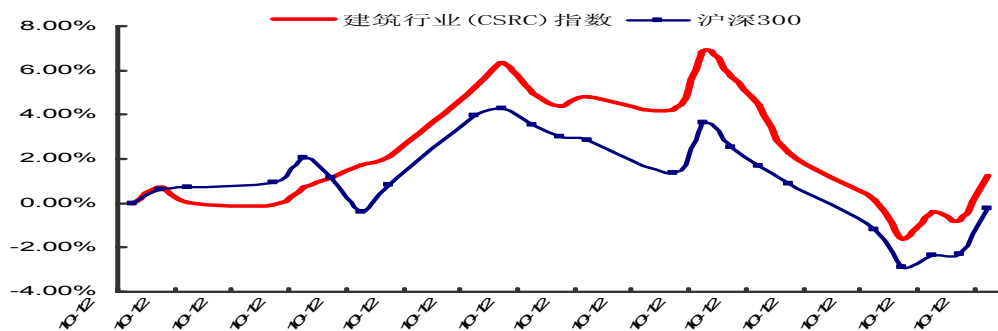


资料来源：中国银河证券研究部

(二) 需要改进的方面

12月,沪深300跌回报为-0.25%,建筑行业指数(883005)回报为1.24%;好于市场整体表现。我们投资组合的表现略好于同期行业指数表现。

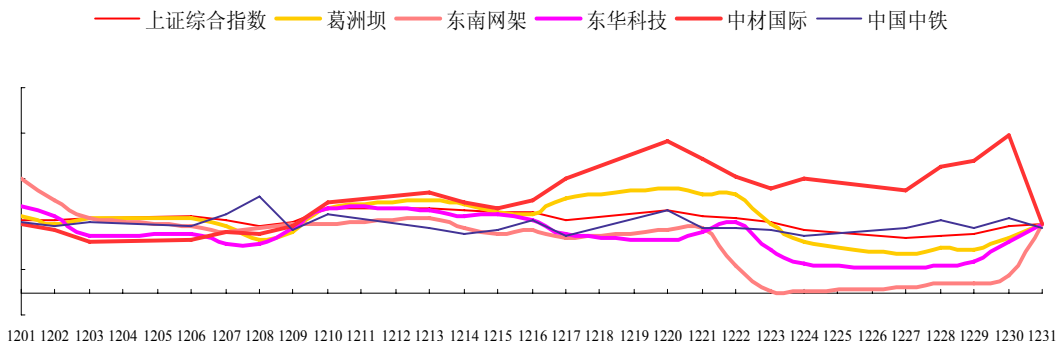
图 3: 上月市场整体表现与建筑业对比



资料来源: 万得资讯 中国银河证券研究部

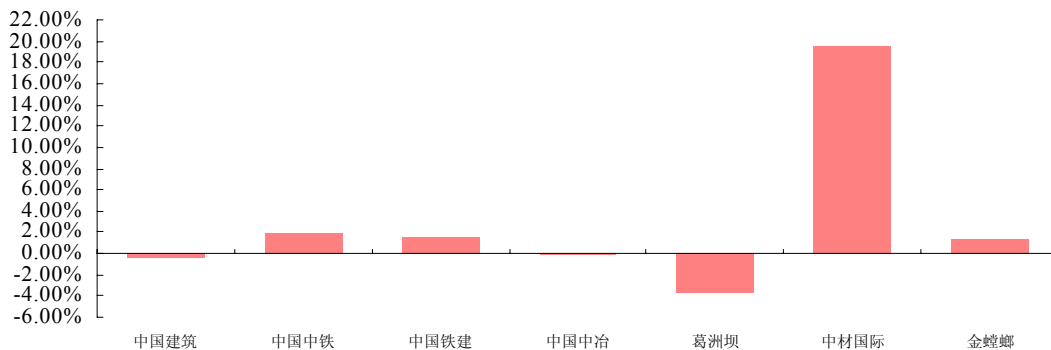
我们组合中,葛洲坝、东南网架、东华科技的回报分别为-3.65%、-2.41%、-0.96%,表现并不理想。

图 4: 投资组合品种表现



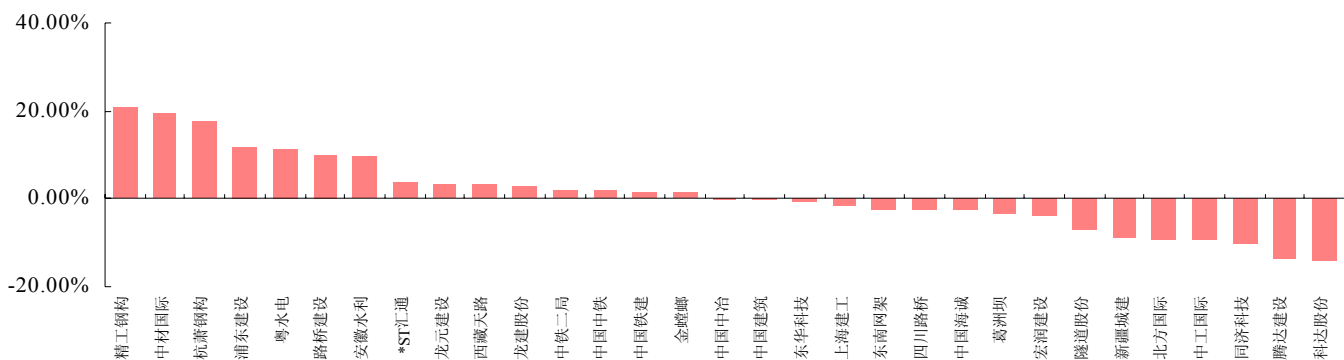
资料来源: 中国银河证券研究部

图 5: 200 亿元以上市值以上主板上市公司回报



资料来源: 中国银河证券研究部

图 6: 上月建筑行业上市公司回报



资料来源: 中国银河证券研究部

二、本月投资逻辑与投资思路

(一) 本月投资逻辑

建筑行业的整体走势主要由五大建筑央企的表现决定。就上月的数据来看, 由我们覆盖公司组成的建筑行业指数回报为 0.90%, 建筑行业(CSRC)指数回报为 1.24%, 同期沪深 300 跌幅达到-0.25%。从整体来看, 上个月建筑行业是跑赢大盘的。

本月, 我们认为行业整体性的表现机会仍难以显现, 因此依然维持中性的行业评级。我们延续年初以来的投资思路, 积极寻找投资线索和主题, 通过自下而上的方式选择和配置个股来构建投资组合。我们主要考虑的投资要素包括: 细分行业基本面和驱动因素改善、估值与成长综合优势、主题性投资等方面。

我们选择东华科技的逻辑是: 下游市场的回暖以及 FMTP 的市场远景广阔。我们选择中材国际的逻辑是: 海外市场回暖, 公司仍有一定的估值提升空间。我们选择中国中铁, 主要在于公司的估值优势明显, 又是行业的龙头企业, 从配置角度上适合加入投资组合。

(二) 行业面情况分析: 各子行业表现差异较大

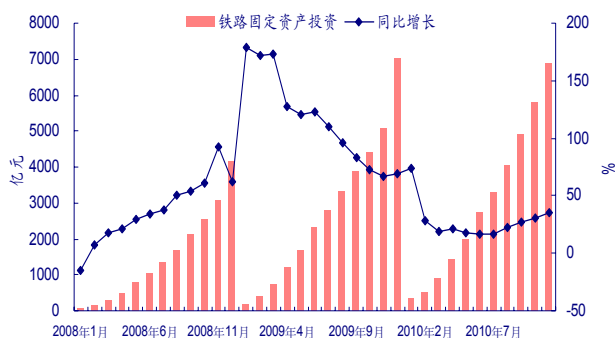
固定资产投资状况直接决定建筑行业的景气水平。根据固定资产投资额的行业构成, 我们将建筑行业细分为铁路建设行业、公路建设行业、房屋建设行业、轨道交通建设行业等。

按照建筑业的收入来源, 建筑行业又可分为国内建筑业与海外承包工程行业。我们将分别分析各细分行业的驱动因素和未来发展前景:

1、11 月铁路建设投资增长 64%, 全年投资将超 7000 亿

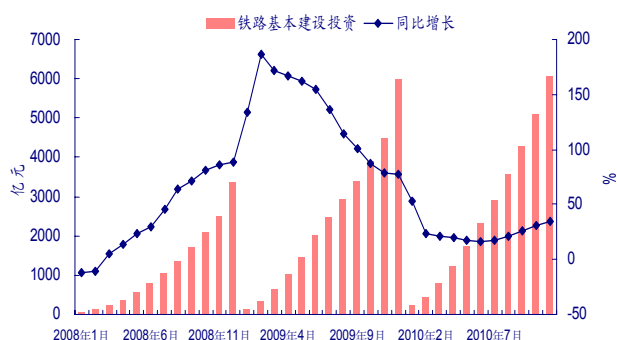
从 2010 年 11 月全国铁路主要指标完成情况来看, 1-11 月铁路部门完成固定资产投资 6877.9 亿元, 同比增长 35.6%; 实现铁路基本建设投资 6067 亿元, 同比增长 35%。

图 7: 1-11 月铁路固定资产投资增长 35.6%



资料来源：铁道部 中国银河证券研究部整理

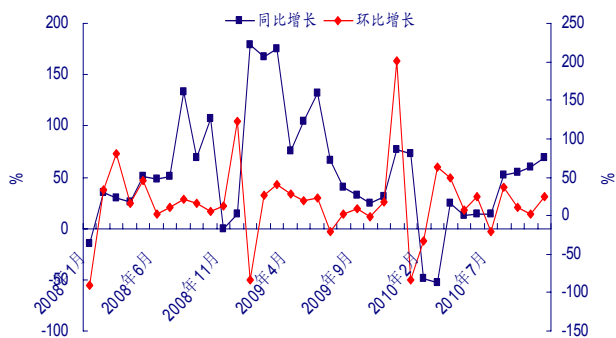
图 8: 1-11 月铁路基本建设投资增长 35%



资料来源：铁道部 中国银河证券研究部整理

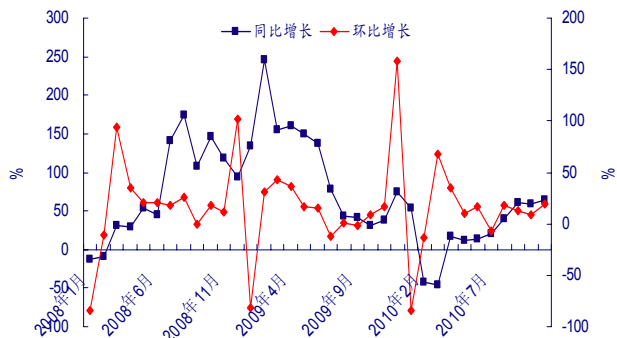
11 月份，铁路部门完成固定资产投资 1087.95 亿元，同比增长 68.79%，环比增长 23.98%；铁路基本建设完成投资 963.32 亿元，同比增长 64.24%，环比增长 19.66%。

图 9: 11 月铁路固定资产投资同比增长 68.79%



资料来源：铁道部 中国银河证券研究部整理

图 10: 11 月铁路基本建设投资同比增长 64.24%



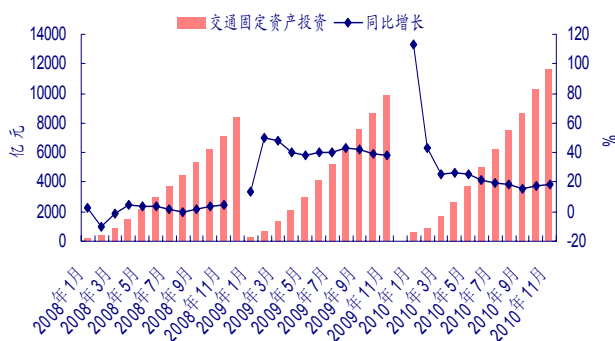
资料来源：铁道部 中国银河证券研究部整理

11 月数据显示，无论同比，还是环比数据，铁路建设投资都明显加速。目前，铁路部门实际完成的基本建设投资与全年投资计划相比，仅存 933 亿元缺。我们认为 12 月铁路建设投资在 950 亿-1200 亿，完成全年目标没问题，很有可能超过 7000 亿。

2、交通固定资产投资增速持续提升，全年投资超预期

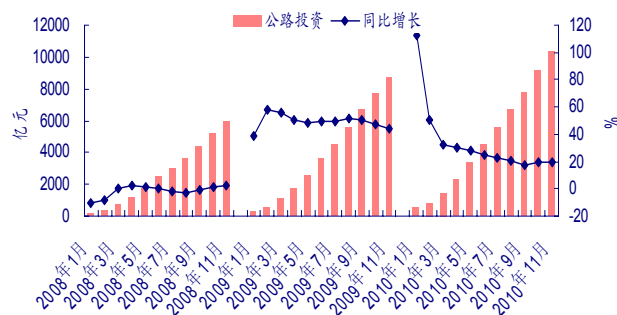
1-11 月，交通运输部门完成固定资产投资 11661.63 亿元，同比增长 18.82%，增速持续提升；其中，公路建设投资 10395.83 亿元，同比增长 20.08%；内河建设投资 280.93 亿元，同比增长 15.14%；沿海建设投资 717.97 亿元，同比增长 8.89%。

图 11: 1-11 月交通固定资产投资增长 18.82%



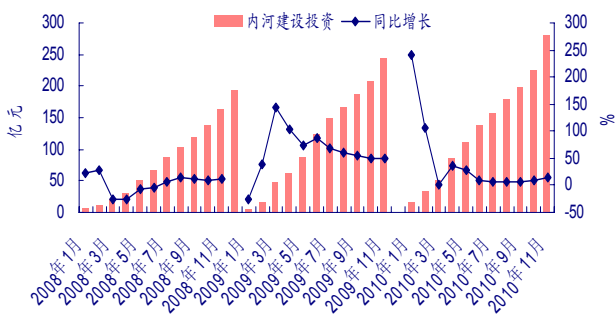
资料来源：交通部 中国银河证券研究部整理

图 12: 1-11 月公路建设投资增长 20.08%



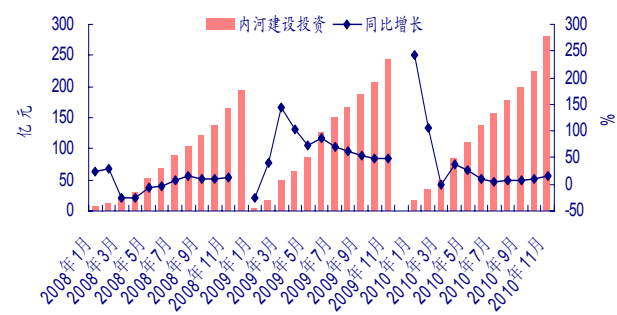
资料来源：交通部 中国银河证券研究部整理

图 13: 1-11 月内河建设投资增长 15.14%



资料来源：交通部 中国银河证券研究部整理

图 14: 1-11 月沿海建设投资增长 8.89%



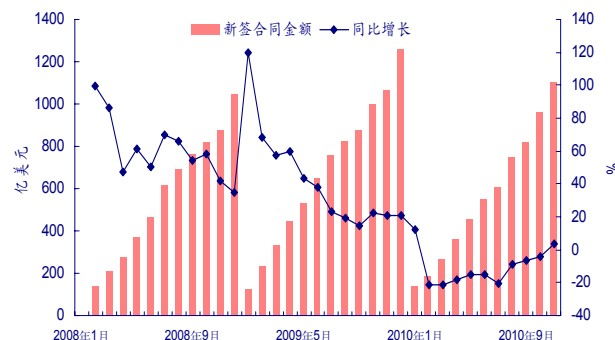
资料来源：交通部 中国银河证券研究部整理

3、对外承包工程新签合同额实现正增长

2010 年 1-11 月，我国对外承包工程完成营业额 742.5 亿美元，同比增长 14.6%；新签合同额 1103.0 亿美元，同比增长 3.6%，增速持续回升。

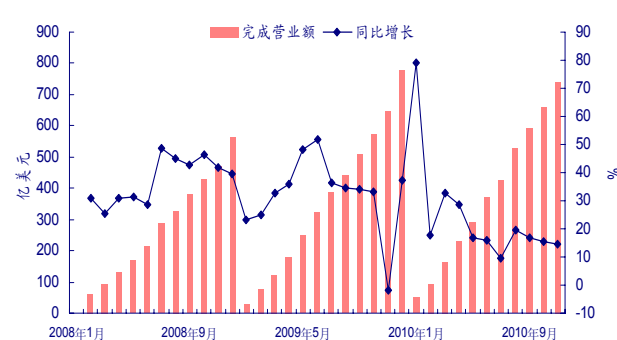
截至 2010 年 11 月底，我国对外承包工程累计完成营业额 4177 亿美元，签订合同额 6753 亿美元。

图 15: 1-11 月对外承包工程新签合同额增长 3.6%



资料来源：商务部 中国银河证券研究部整理

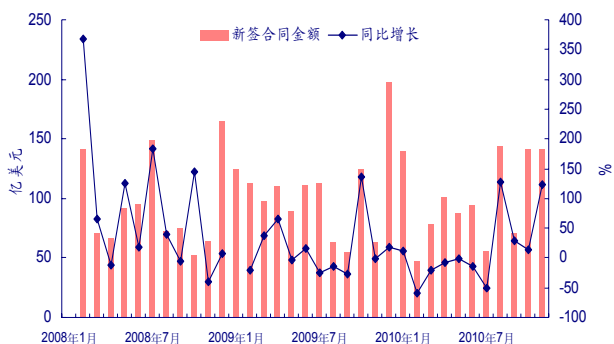
图 16: 1-11 月对外承包工程完成营业额增长 14.6%



资料来源：商务部 中国银河证券研究部整理

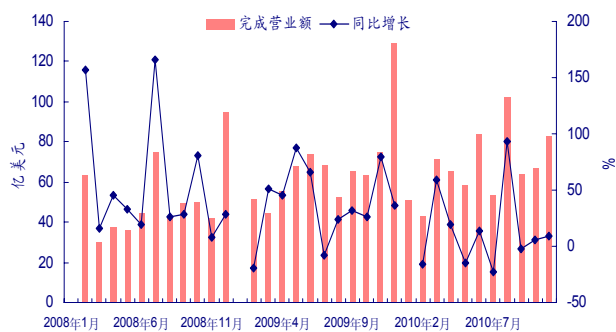
11月,我国对外承包工程完成营业额82.6亿美元,同比增长9.5%;新签合同额141.8亿美元,同比增长123%。从数据上看,海外承包工程市场缓慢回暖,但趋势已逐渐形成。

图 17: 11 月我国对外承包工程新签合同额增长 123%



资料来源: 商务部 中国银河证券研究部整理

图 18: 11 月我国对外承包工程完成营业额增长 9.5%



资料来源: 商务部 中国银河证券研究部整理

根据“十二五”规划的建议,未来五年我国将加快实施“走出去”战略,提高综合统筹能力,完善跨部门协调机制,加强实施“走出去”战略的宏观指导和服务,维护我国海外权益,防范各类风险。

三、组合投资与股票权重说明

(一) 估值水平全球同行对比

目前,A股建筑行业2010-2012年的市盈率为17倍、13倍、10倍,略高于国际建筑行业估值水平的均值。结合行业估值水平和行业景气状况,我们维持对行业“中性”的投资评级。

表 2: 海外建筑公司估值水平(包括港股)

代码	名称	收盘价	EPS			PE			PB	ROE	ROA
			2010	2011	2012	2010	2011	2012			
FLR US	福陆	52.05	3.06	3.32	3.65	17.13	15.68	14.26	2.65	15.50	10.06
JEC US	雅克布	40.33	2.41	2.59	2.83	16.47	15.55	14.28	1.77	10.20	8.12
FWLT US	福斯特惠勒	24.52	2.08	2.35	2.68	11.82	10.42	9.17	3.49	28.86	11.18
AVERAGE		38.97	2.51	2.76	3.05	15.14	13.88	12.57	2.64	18.19	9.78
DG FP	万喜	37.43	3.17	3.32	3.64	11.77	11.27	10.28	1.76	16.21	3.28
EN FP	布伊格	31.62	3.29	3.55	4.04	9.58	8.91	7.83	1.29	12.98	3.38
HOT GR	豪赫蒂夫	64.40	3.30	3.84	4.55	19.30	16.78	14.15	1.85	10.21	1.75
GBF GR	贝尔芬格伯格	52.50	5.27	5.43	6.44	10.08	9.67	8.15	1.48	14.19	3.09
SKAB SS	斯堪雅	128.10	8.17	8.06	9.03	15.55	15.90	14.19	2.91	17.31	5.86
AVERAGE		81.67	5.58	5.78	6.67	14.98	14.12	12.16	2.08	13.90	3.57
1812 JP	鹿岛建设	199.00	12.10	14.76	16.38	16.52	13.49	12.15	0.79	4.62	0.85
1802 JP	大林组	350.00	26.66	25.43	26.67	12.98	13.76	13.13	0.74	5.86	1.45
1803 JP	清水建设	329.00	14.56	18.39	19.52	22.67	17.89	16.85	0.85	3.70	1.00
1801 JP	大成建设	186.00	10.10	13.00	14.30	18.01	14.31	13.01	0.71	3.97	1.30

AVERAGE		288.33	17.11	18.94	20.16	17.89	15.32	14.33	0.76	4.51	1.25
000720 KS	现代工程	71700	5571.90	6114.14	7269	13.44	11.73	9.86	2.66	15.87	6.46
028050 KS	三星工程	162000	8384.61	11386.06	13875	19.38	14.23	11.68	7.95	33.14	11.62
AVERAGE		77996.11	4657.87	5839.72	7054.72	16.90	13.76	11.96	3.79	17.84	6.44
IJM MK	怡保工程	5.26	0.29	0.34	0.38	17.89	15.38	13.84	1.42	7.91	3.79
GMRI IN	GMR 建筑公司	58.95	0.59	1.07	2.49	99.66	55.30	23.67	3.24	2.63	1.35
AVERAGE		26020.11	1552.92	1947.04	2352.53	44.82	28.15	16.49	2.82	9.46	3.86
1800 HK	中国交通建设	7.34	0.56	0.66	0.72	11.22	11.19	10.19	1.74	14.04	3.23
1186 HK	中国中铁	10.16	0.65	0.79	0.92	13.42	12.80	11.10	1.99	14.27	2.84
390 HK	中国铁建	5.82	0.39	0.47	0.53	12.82	12.46	11.09	1.71	12.73	2.64
3311 HK	中国建筑	5.71	0.30	0.42	0.50	18.91	13.60	11.42	3.70	19.91	6.39
AVERAGE		7.23	0.45	0.56	0.65	15.05	12.95	11.20	2.47	15.64	3.96

资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究部整理

表 3: A 股建筑工程类上市公司估值水平

名称	代码	前收盘价	EPS			PE			PB	ROE	ROA
			2010	2011	2012	2010	2011	2012			
细分行业\公司											
专业建设											
中材国际	600970	35.07	1.67	2.15	2.72	20.96	16.30	12.90	9.43	38.88	7.70
东华科技	002140	38.40	0.69	0.97	1.35	55.49	39.61	28.52	13.81	22.03	8.08
中国海诚	002116	23.69	0.64	0.75	0.87	37.02	31.59	27.23	5.76	16.51	4.52
均值		32.39	1.00	1.29	1.64	37.82	29.17	22.88	9.67	25.81	6.77
钢结构											
东南网架	002135	12.99	0.36	0.46	0.63	35.83	28.55	20.54	2.61	5.12	1.76
精工钢构	600496	13.36	0.62	0.77	0.97	21.47	17.24	13.84	3.42	14.86	5.44
杭萧钢构	600477	7.77	0.30	0.35	0.40	26.32	22.23	19.24	3.95	15.23	3.92
雅致股份	002314	18.30	0.64	0.81	0.77	28.50	22.61	23.77	2.80	9.60	7.76
均值		13.11	0.48	0.60	0.69	28.03	22.66	19.35	3.19	11.20	4.72
水电建设											
粤水电	002060	9.03	0.40	0.66	0.68	22.32	13.77	13.34	2.09	7.90	2.30
安徽水利	600502	10.07	0.20	0.92	0.90	50.35	10.89	11.23	3.27	15.28	3.11
葛洲坝	600068	9.65	0.47	0.62	0.80	20.37	15.69	12.11	3.43	16.96	3.82
均值		9.58	0.36	0.73	0.79	31.01	13.45	12.23	2.93	13.38	3.08
国际承包											
中工国际	002051	59.24	1.62	2.03	2.39	36.48	29.12	24.76	8.58	18.30	7.55
北方国际	000065	24.85	0.18	0.72	0.81	138.06	34.53	30.68	8.97	11.97	2.75
均值		42.05	0.90	1.38	1.60	87.27	31.83	27.72	8.78	15.13	5.15
路、桥、隧建设											

名称	代码	前收盘价	EPS			PE			PB	ROE	ROA
			2010	2011	2012	2010	2011	2012			
路桥建设	600263	11.96	0.41	0.70	0.82	29.17	17.21	14.64	2.47	7.23	2.56
浦东建设	600284	14.87	0.79	0.97	1.02	18.87	15.29	14.58	2.10	10.07	1.89
腾达建设	600521	18.04	0.37	0.51	0.69	48.97	35.54	26.10	6.49	12.20	7.50
隧道股份	600820	11.37	0.63	0.76	0.89	17.95	15.04	12.76	1.99	10.88	2.33
四川路桥	600039	8.70	0.08	0.29	0.37	108.75	30.05	23.51	3.29	9.24	1.57
西藏天路	600326	17.12	0.26	0.37	0.38	67.11	46.36	45.42	9.02	12.34	4.87
北新路桥	002307	25.30	0.44	0.64	0.88	57.74	39.41	28.59	6.52	9.97	4.23
龙建股份	600853	4.84	0.09	0.17	0.27	53.96	27.98	17.97	3.34	4.10	1.23
新疆城建	600545	11.90	0.31	0.39	0.42	38.45	30.65	28.33	4.97	12.83	5.62
均值		13.79	0.37	0.53	0.64	49.00	28.61	23.55	4.47	9.87	3.53
均值（剔除区域振兴板块）		14.06	0.55	0.73	0.85	28.74	20.77	17.02	3.26	10.09	3.57
均值（区域振兴板块）		13.57	0.23	0.37	0.46	65.20	34.89	28.77	5.43	9.70	3.50
建筑+地产											
上海建工	600170	13.59	0.65	0.85	1.14	20.84	15.92	11.87	1.89	11.82	2.20
宏润建设	002062	14.86	0.80	1.00	1.20	18.52	14.79	12.42	3.98	19.67	5.31
龙元建设	600491	14.38	0.55	0.95	1.76	25.96	15.11	8.17	2.85	10.55	2.50
中铁二局	600528	9.96	0.71	0.88	1.09	14.07	11.33	9.14	3.15	20.33	3.10
均值		13.20	0.68	0.92	1.30	19.85	14.29	10.40	2.97	15.59	3.28
大型综合											
中国中铁	601390	4.77	0.40	0.51	0.63	11.79	9.44	7.53	1.56	12.19	2.51
中国铁建	601186	7.54	0.58	0.84	1.11	13.06	8.98	6.82	1.76	13.18	2.51
中国建筑	601668	3.65	0.26	0.33	0.41	14.02	11.08	8.95	1.48	10.56	2.67
中国中冶	601618	4.57	0.28	0.34	0.41	16.39	13.45	11.14	2.05	12.09	2.15
中国化学	601117	4.99	0.28	0.35	0.43	17.91	14.19	11.64	2.02	11.31	4.11
均值		5.10	0.36	0.47	0.60	14.63	11.43	9.22	1.77	11.86	2.79
建筑装饰											
金螳螂	002081	57.20	1.10	1.58	2.12	52.03	36.10	27.04	17.47	30.75	10.21
洪涛股份	002325	37.45	0.76	1.10	1.47	49.50	34.03	25.54	5.19	10.32	7.32
亚厦股份	002375	79.50	1.27	2.04	3.03	62.59	38.95	26.24	7.26	17.00	8.30
均值		58.05	1.04	1.58	2.20	54.71	36.36	26.27	9.97	19.36	8.61
园林建设											
东方园林	002310	115.36	1.56	2.76	3.95	73.84	41.83	29.24	14.32	19.45	13.21
建筑行业均值（算术平均）		22.19	0.60	0.87	1.11	38.96	23.67	18.99	5.10	14.14	4.61
建筑行业均值（整体法）			0.40	0.52	0.66	16.63	12.84	10	2.3	10.83	2.94

资料来源：万得资讯，中国银河证券研究部整理

（二）投资组合与权重说明

在上文中，我们已经分析了选择中材国际、东华科技、中国中铁构建投资组合的思路和逻辑。在下文中，我们将给出投资组合中个股不同权重的原因。

（1）积极型公司配置 85%；其中，中材国际权重最高为 60%；东华科技权重为 25%。

（2）防御型公司配置 15%；中国中铁，估值优势明显，风险释放相对充分，配置 15%相对比较合适。公司虽然对投资组合的贡献不会很大，但也不会拖累组合的表现。

表 4：投资组合品种投资参考

股票代码	公司名称	目标权重	投资说明
002140	东华科技	25%	新签合同增长，估值提升
600970	中材国际	60%	业绩稳定增长
601390	中国中铁	15%	估值偏低

资料来源：中国银河证券研究部

四、重点关注的公司

(一) 中国中铁：业绩稳定增长，估值优势明显

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，中国银河证券研究部

驱动因素、关键假设及主要预测：

基建建设占公司营业收入的 85%以上，铁路建设收入占公司基建建设收入的 50%。

2011 年铁路部门将完成建设投资 8000 亿元，同比增长 14.3%。在不考虑路网规划调整的前提下，预计 2012-2013 年铁路建设投资年均增长为 5%。公司占铁路建设市场份额的 45%

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；公司多元化业务虽然多处于培育期，但其对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将逐步进入回报期，与公司现有的基建主业相结合，更利于公司长期平衡发展。

公司估值与投资建议：

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 5.54 元。2010-2012 年，公司 EPS 为 0.41 元、0.50 元、0.59 元，对应市盈率为 13.5 倍、11.1 倍、9.4 倍；未来 3 年公司 EPS 复合增长率为 20%，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 5: 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 中国银河证券研究部

表 6: 中国中铁主营业务收入预测

主营业务收入和成本预测		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
基建建设	收入 (亿元)	1617.62	2082.70	3092.79	3969.33	4956.70	5864.74
	增长率	13.92%	28.75%	48.50%	28.34%	24.88%	18.32%
	成本 (亿元)	1475.10	1895.59	2842.11	3645.66	4551.23	5383.54
	增长率	14.45%	28.51%	49.93%	28.27%	24.84%	18.29%
	毛利率	8.81%	8.98%	8.11%	8.15%	8.18%	8.21%
A (铁路)	收入 (亿元)	759.56	1009.29	1725.31	2242.91	2915.78	3498.93
	增长率	23.49%	32.88%	70.94%	30.00%	30.00%	20.00%
	成本 (亿元)	687.27	913.24	1588.97	2064.07	2682.25	3217.36
	增长率	24.46%	32.88%	73.99%	29.90%	29.95%	19.95%
	毛利率	9.52%	9.52%	7.90%	7.97%	8.01%	8.05%
B (公路)	收入 (亿元)	401.16	416.57	513.02	615.62	707.96	792.92
	增长率	-6.11%	3.84%	23.15%	20.00%	15.00%	12.00%
	成本 (亿元)	372.74	385.80	473.49	568.43	653.69	732.14
	增长率	-4.25%	3.50%	22.73%	20.05%	15.00%	12.00%
	毛利率	7.08%	7.39%	7.70%	7.67%	7.67%	7.67%
C (市政)	收入 (亿元)	456.90	656.84	854.46	1110.80	1332.96	1572.89
	增长率	21.00%	43.76%	30.09%	30.00%	20.00%	18.00%
	成本 (亿元)	415.09	596.54	779.66	1013.16	1215.29	1434.04
	增长率	19.47%	43.71%	30.70%	29.95%	19.95%	18.00%
	毛利率	9.15%	9.18%	8.75%	8.79%	8.83%	8.83%
铁路占基建比例		46.96%	48.46%	55.78%	56.51%	58.82%	59.66%
基建占主营业务比重		90.28%	89.64%	89.89%	90.28%	90.77%	90.89%

资料来源: 公司资料 中国银河证券研究部

表 7: 中国中铁主营业务收入预测 (续前表)

主营业务收入和成本预测		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
勘察设计咨询服务	收入 (亿元)	35.50	46.52	67.98	84.97	101.97	122.36
	增长率	-17.00%	31.03%	46.14%	25.00%	20.00%	20.00%
	成本 (亿元)	23.32	31.29	49.19	61.49	73.79	88.55
	增长率	-12.35%	34.17%	57.21%	25.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	34.30%	32.73%	27.64%	27.64%	27.64%	27.64%
工程设备与零部件制造	收入 (亿元)	39.54	61.95	76.18	95.22	114.27	137.12
	增长率	4.47%	56.67%	22.97%	25.00%	20.00%	20.00%
	成本 (亿元)	31.77	50.95	63.43	72.94	87.53	105.03
	增长率	2.60%	60.33%	24.50%	15.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	19.65%	17.76%	16.74%	23.40%	23.40%	23.40%
房地产开发	收入 (亿元)	28.80	39.34	54.58	65.50	78.60	94.32
	增长率	53.31%	36.59%	38.73%	20.00%	20.00%	20.00%
	成本 (亿元)	19.25	26.60	40.22	48.26	57.84	69.12
	增长率	70.21%	38.17%	51.22%	20.00%	19.85%	19.50%
	毛利率	33.17%	32.40%	26.32%	26.32%	26.41%	26.71%
其他	收入 (亿元)	70.35	92.98	148.94	181.70	208.96	234.04
	增长率	8.45%	32.17%	60.18%	22.00%	15.00%	12.00%
	成本 (亿元)	58.62	79.04	135.08	164.80	189.52	212.26
	增长率	2.46%	34.83%	70.91%	22.00%	15.00%	12.00%
	毛利率	16.68%	15.00%	9.31%	9.31%	9.31%	9.31%
主营业务合计	收入 (亿元)	1791.82	2323.49	3440.47	4396.73	5460.50	6452.58
	增长率	13.10%	29.67%	48.07%	27.79%	24.19%	18.17%
	成本 (亿元)	1608.07	2083.45	3130.03	3993.15	4959.91	5858.50
	增长率	13.65%	29.56%	50.23%	27.58%	24.21%	18.12%
	毛利率	10.26%	10.33%	9.02%	9.18%	9.17%	9.21%

资料来源: 公司资料 中国银河证券研究部

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
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：4.5
劣势	公司规模巨，管理效率不高	分值：4
机会	凭借规模、技术、资金优势大，公司能获得更好的土地和矿产资源	分值：4
威胁	基建投资放缓，建筑施工主业增长动力不强	分值：3.5

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

(二) 东华科技: FMTP 前景广阔, 业绩增长动力强劲

关键指标预测

投资评级 推荐

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	1381.83	1770.40	1912.03	2523.88	3230.57
EBITDA (百万元)	128.54	161.04	250.46	328.71	418.00
净利润 (百万元)	90.15	129.98	204.98	269.86	346.03
摊薄 EPS (元)	0.84	0.93	0.74	0.97	1.24
PE (X)	49.48	44.61	56.58	42.97	33.51
EV/EBITDA (X)	28.10	30.18	42.74	31.15	23.07
PB (X)	6.75	8.28	12.02	9.68	7.75
ROIC	13.62%	18.46%	17.61%	21.04%	23.31%
总资产周转率	0.72	0.76	0.81	0.91	0.89

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究部

驱动因素、关键假设及主要预测:

公司业务主要源于化工行业新增产能增长, 即化工建设领域。化工行业总体供大于求, 限制了新建生产线的需求。

截止 2010 年 10 月底, 公司新签合同总额约 15 亿元, 在手合同总额超过 55 亿元, 可以保证公司未来两年的增长。

我们预计, 2010-2012 年公司收入增长为 8%、32%、28%; 公司毛利率保持在 22%。

我们与市场不同的观点:

市场有观点认为, 化工行业总体供大于求, 未来化工行业新建生产线需求增长不足。公司已经占据甲乙酮、三氯氟胺、磷复肥等细分建设行业的大部分市场份额; 而作为公司未来战略发展重点的煤化工建设领域, 是国家限制产能的主要行业, 未来公司业绩难以持续增长。

我们认为, 国家对煤化工行业的限制主要源于投资规模巨大; 而煤制二甲醚、石油、天然气等项目需要消耗大量的水等其他不可再生能源, 且在石油、天然气等产成品价格低迷时, 无法取得经济效益。但是, FMTP (煤经甲醇制烯烃) 和煤制乙二醇前景广阔, 项目体量大, 公司又具备技术优势。因此, 我们认为公司业绩持续增长动力强劲。

公司估值与投资建议:

DCF 估价模型显示, 在 WACC = 7.8%, G = 1% 的假设条件下, 公司合理价值为 50 元。2010-2012 年, 公司 EPS 为 0.74 元、0.97 元、1.24 元, 对应市盈率为 68 倍、52 倍、40 倍。考虑 FMTP 技术带来的巨大潜在订单规模, 我们给予公司 “推荐” 的投资评级。

股票价格表现的催化剂:

FMTP 项目设计合同在 2011 年完成, 公司获得施工订单, 带来业绩快速增长。

风险因素:

化工品价格持续低迷, 新增生产线建设需求下降。

表 8: 东华科技 (002140) 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	953.1	1105.7	1459.5	1958.7	营业收入	1770.4	1912.0	2523.9	3230.6
应收票据	56.8	70.8	93.4	119.6	营业成本	1465.4	1491.8	1969.1	2520.5
应收账款	160.5	173.2	228.7	292.7	营业税金及附加	22.2	33.5	44.2	56.5
预付款项	453.2	333.8	530.8	782.8	销售费用	17.5	22.0	29.0	37.2
其他应收款	19.4	20.9	27.6	35.3	管理费用	113.8	125.5	165.6	212.0
存货	343.2	351.9	464.6	594.6	财务费用	-3.3	0.0	0.0	0.0
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	9.4	9.8	9.8	9.8
长期股权投资	84.4	84.4	84.4	84.4	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	80.8	128.2	146.6	150.4	投资收益	4.2	5.5	5.5	5.5
在建工程	109.8	54.9	27.4	13.7	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	149.6	235.1	311.7	400.2
无形资产	73.0	69.3	65.7	62.0	营业外收支净额	1.6	3.0	1.7	1.7
长期待摊费用	0.0	0.0	0.0	0.0	税前利润	151.2	238.1	313.4	401.9
资产总计	2342.0	2393.2	3128.6	4094.2	减: 所得税	20.5	32.9	43.3	55.5
短期借款	9.3	206.9	96.5	0.0	净利润	130.7	205.2	270.1	346.4
应付票据	79.6	60.6	80.0	102.4	归属于母公司的净利润	130.0	205.0	269.9	346.0
应付账款	528.6	434.1	573.0	733.4	少数股东损益	0.7	0.2	0.3	0.3
预收款项	912.4	625.6	1079.9	1661.4	基本每股收益	0.93	0.74	0.97	1.24
应付职工薪酬	54.4	54.4	54.4	54.4	稀释每股收益	0.93	0.74	0.97	1.24
应交税费	46.8	46.8	46.8	46.8	财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
其他应付款	10.7	10.7	10.7	10.7	成长性				
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	28.1%	8.0%	32.0%	28.0%
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	41.1%	58.0%	32.0%	28.0%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	44.2%	57.7%	31.6%	28.2%
负债合计	1642.0	1439.3	1941.5	2609.3	盈利性				
股东权益合计	700.0	964.5	1197.7	1495.5	销售毛利率	17.2%	22.0%	22.0%	22.0%
现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E	销售净利率	7.3%	10.7%	10.7%	10.7%
净利润	131	205	270	346	ROE	18.6%	21.3%	22.5%	23.1%
折旧与摊销	10	11	13	14	ROIC	18.46%	17.61%	21.04%	23.31%
经营活动现金流	253	-99	496	639	估值倍数				
投资活动现金流	-72	6	6	6	PE	44.6	56.6	43.0	33.5
融资活动现金流	-82	246	-147	-145	P/S	3.3	6.1	4.6	3.6
现金净变动	99	153	354	499	P/B	8.3	12.0	9.7	7.8
期初现金余额	854	953	1106	1460	股息收益率	1.6%	0.2%	0.3%	0.4%
期末现金余额	953	1106	1460	1959	EV/EBITDA	30.2	42.7	31.2	23.1

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究部

公司战略和竞争力分析

公司基本情况介绍

公司是一家专业从事工程设计、咨询与工程总承包业务的大型工程公司，尤其在化学工业建设的诸多细分领域具有较强的技术优势、领先的市场地位和较高的市场占有率，在煤化工领域是目前国内唯一同时拥有国际上最先进的 Texco、Shell、GSP 三种煤气化技术以及工程设计业绩的工程公司。

公司战略分析	SWOT 评价	总分值: 4.3
优势	公司技术优势明显，市场占有率高	分值: 5
劣势	公司业务量受化工周期影响	分值: 3
机会	FMTP 项目的工业化规模在 120 亿，前景广阔	分值: 5
威胁	政策限制煤化工产能，海外专业建设企业进入市场	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
供应商力量	原材料价格市场化，供应商力量一般	分值: 4.5
新进入壁垒	专业建设行业，进入壁垒高	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: 3
竞争对手	公司与其他化工建设企业主要经营的细分行业不同	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。

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 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

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