东兴证券
DONGXING SECURITIES

铁路订单有望超预期，地产快速发展

——中国铁建（601186）调研报告

2012 年 6 月 1 日

强烈推荐/首次

中国铁建	调研报告

郑闵钢
执业证书编号：S1480510120012
房地产行业分析师
010-66554031　　Zhengmg@dxzq.net.cn
联系人：张鹏
010-66554029　Zhangpeng@dxzq.net.cn

报告摘要:

- **公司是全球最大承包商。**公司是中国乃至全球最具实力、最具规模的特大型综合建设集团之一，2011 年《财富》“世界 500 强企业”排名第 105 位，“全球 225 家最大承包商”排名第 1 位。公司在国内铁路建设市场的份额为 45%左右，与中国中铁并列国内铁路建设巨头。
- **铁路投资重启，公司 2012 年铁路订单有望大幅增长。**2011 年铁路建设停滞，公司国内铁路订单仅实现 300 亿元左右，而海外铁路订单则大幅增长。我们预计 2012 年国内铁路建设有望超预期，公司今年可获取铁路订单的金额将有望大幅增长，全年 5500 亿元的合同目标有望超额实现。
- **公司房地产业务净利贡献率越来越高。**公司房地产业务迅速发展，2011 年为公司的净利润贡献率约为 20%，已成为重要的支柱板块，未来占比还将逐步提高。公司目前土地储备丰富，土地获取有一定优势，产品定位中端，符合市场主流，2011 年签约销售额同比增长 23%，在房地产行业中处于较快水平。公司由于其独特的拿地模式和资源优势，以及本身是建筑企业的背景优势，使得公司的房地产业务可以快速发展。
- **公司盈利预测及投资评级。**公司是国内铁路建设龙头，国际最大的承包商。公司在铁路工程方面具有无可撼动的地位，2011 年铁路建设遭遇“滑铁卢”，而 2012 年铁路建设的重启将对公司有较大的利好作用。公司其他工程业务发展迅速，房建、市政工程、水利水电等都将成为公司的收入稳定器，而房地产业务将对公司净利润的贡献越来越大，有望成为公司净利润增长的新引擎。我们预计公司 2012 年-2014 年的营业收入分别为 4936 亿元、5497 亿元和 6133 亿元，每股收益分别为 0.71 元、0.82 和 0.97 元，对应 PE 分别为 6.4、5.53 和 4.69。谨慎地按照公司 2012 年 8 倍 PE 计算，给予公司 6 个月目标价 5.68 元。考虑到下半年铁路建设投资加大或将超预期，首次给予“强烈推荐”评级。

财务指标预测

指标	10A	11A	12E	13E	14E
营业收入(百万元)	470,159	457,366	493,597	549,650	613,340
增长率（%）	32.25%	-2.72%	7.92%	11.36%	11.59%
净利润（百万元）	4,246	7,854	8,733	10,109	11,924
增长率（%）	-35.65%	84.97%	11.18%	15.76%	17.96%
每股收益(元)	0.340	0.640	0.708	0.819	0.967
净资产收益率(%)	7.40%	12.13%	13.25%	15.11%	17.51%
PE	13.32	7.08	6.40	5.53	4.69
PB	0.97	0.86	0.85	0.84	0.82

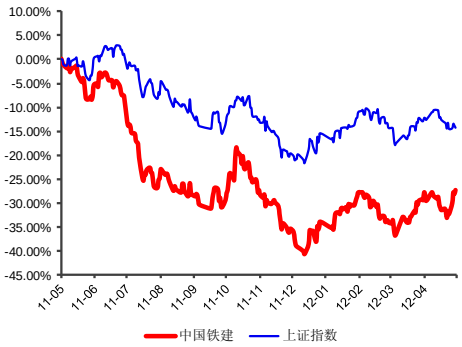
资产负债表数据

总资产（百万元）	426,255.21
股东权益（百万元）	66,945.67
每股净值产（元）	5.35
市净率（X）	0.85
负债率（%）	84.68

交易数据

52 周股价区间（元）	3.66—6.39
总市值（亿元）	464.83
流通市值(亿元)	453.74
总股本/流通 A 股(万股)	1233754/100162 5
流通 B 股/H 股(万股)	207,629.60
52 周日均换手率	0.22

52 周股价走势图



资料来源：wind

相关研究报告

1、《中国建筑调研快报：房建巨头，建筑市场游刃有余》 2012-2-10
2、《中国交建新股报告：基建巨头产业延伸带来新发展》 2012-2-7
3、《上海建工调研快报：超高层建设霸主，增长无忧》 2011-12-22

东兴证券

目 录

1. 公司是全球最大承包商 3
2、主业竞争优势明显，其他业务快速发展 4
3、公司房地产业务发展迅速 6
4、公司海外业务迅速发展 6
5、盈利预测及投资评级 7

表格目录

表 1: 公司盈利预测表 8

插图目录

图 1: 公司股权结构图 3
图 2: 公司历年营业收入及增长率 4
图 3: 公司历年净利率及增长率 4
图 4: 公司工程承包业务历年营收占比 4
图 5: 公司勘察设计、工业制造和其他业务的历年营收占比 4
图 6: 公司历年综合毛利率 5
图 7: 公司分业务历年毛利率 5
图 8: 公司新签合同额及增速 5
图 9: 2011 年末公司在手订单结构 5
图 10: 公司房地产业务保持快速增长 6
图 11: 公司 2011 年各子公司净利润贡献 6

东兴证券

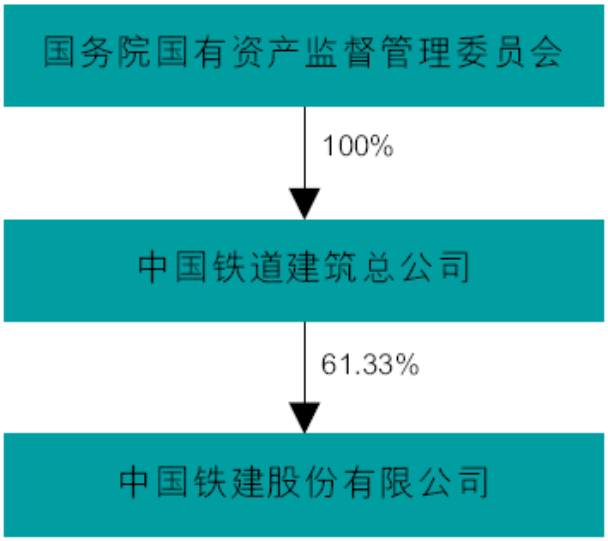
1. 公司是全球最大承包商

前身是铁道兵的中国铁建股份有限公司（中文简称中国铁建，英文简称 CRCC），由中国铁道建筑总公司独家发起设立，于 2007 年 11 月 5 日在北京成立，为国务院国有资产监督管理委员会管理的特大型建筑企业。2008 年 3 月 10 日、13 日分别在上海和香港上市（A 股代码 601186、H 股代码 1186），公司注册资本 80 亿元。

公司是中国乃至全球最具实力、最具规模的特大型综合建设集团之一，2011 年《财富》“世界 500 强企业”排名第 105 位，“全球 225 家最大承包商”排名第 1 位，“中国企业 500 强”排名第 7 位，是中国最大的工程承包商，也是中国最大的海外工程承包商。2011 年底，企业总资产 4229.82 亿元，净资产 657.18 亿元，营业收入 4573.66 亿元，实现净利润 78.54 亿元。

公司业务涵盖工程建筑、房地产、特许经营、工业制造、物资物流、矿产资源及金融保险，已经从以施工承包为主发展成为具有科研、规划、勘察、设计、施工、监理、维护、运营和投融资的完善的行业产业链，具备了为业主提供一站式综合服务的能力。并在高原铁路、高速铁路、高速公路、桥梁、隧道和城市轨道交通工程设计及建设领域确立了行业领导地位。自上世纪八十年代以来，在工程承包、勘察设计咨询等领域获得了 400 项国家级奖项。其中，国家科技进步奖 59 项，国家勘察设计“四优”奖 80 项，詹天佑土木工程大奖 46 项，国家优质工程奖 140 项，中国建筑工程鲁班奖 74 项，中国专利奖优秀奖 71 项。

图 1：公司股权结构图

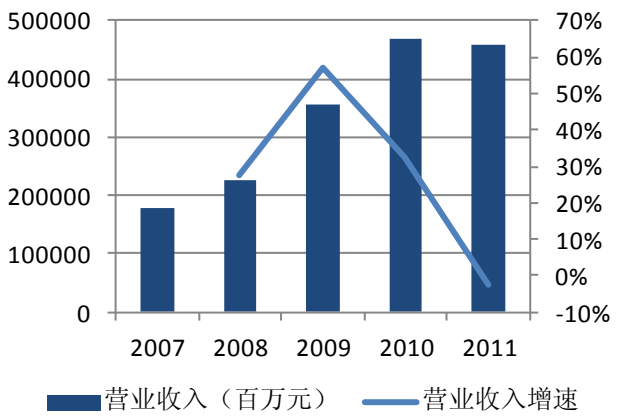


资料来源：公司公告，东兴证券

2、主业竞争优势明显，其他业务快速发展

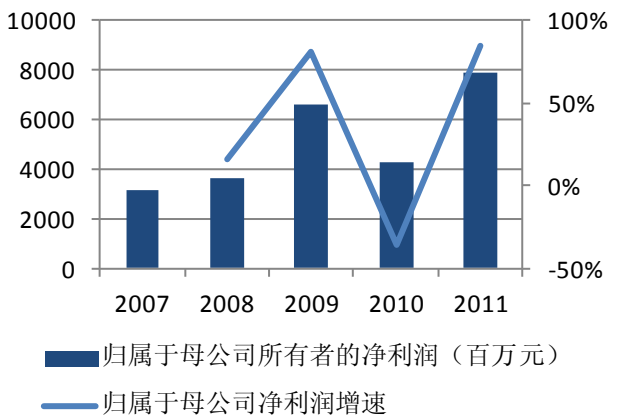
由于国家对于铁路投资力度的加大，公司近几年业务发展迅速，营业收入呈现出快速增长的态势。公司 2007 年-2011 年的营业收入复合增长率为 26.7%；归属于母公司净利润的复合增长率为 25.73%。其中 2011 年由于“温州 723 动车事故”之后，铁路投资大幅放缓，对公司当年的营业收入产生了一定影响，但公司通过调整业务结构，净利润方面不仅弥补了营业收入下降的负面影响，还产生了 84.97%的大幅增长。

图 2：公司历年营业收入及增长率



资料来源：公司公告，东兴证券

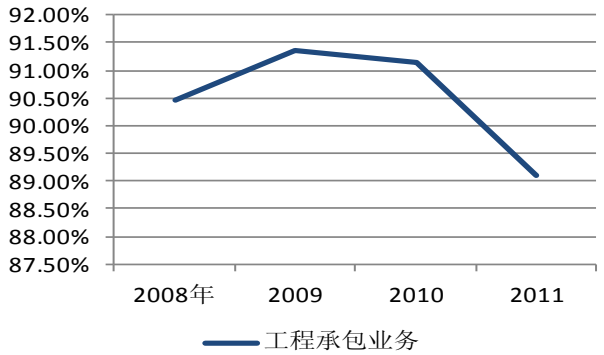
图 3：公司历年净利率及增长率



资料来源：公司公告，东兴证券

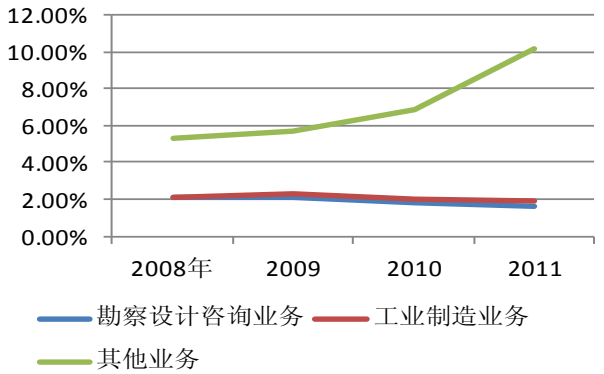
公司的主营业务由四大板块构成，分别是工程承包、勘察设计咨询、工业制造和其他业务（主要包括房地产和物流与物资贸易）。其中工程承包是公司的传统业务，截止 2011 年末在公司的营业收入中占比为 89.11%，近三年来此业务占比一直维持在 90%左右；勘察设计和工业制造业务近几年来占比逐渐下滑，伴随的是其他业务占比的逐步提升，尤其是房地产业务，营业收入占比从 2008 年的 0.47%提高至至 2011 年的 2.96%。我们预计公司未来将继续大力发展非工程承包业务，以铁路工程为代表的传统业务占比将继续下滑，房地产等新兴业务占比越来越高。

图 4：公司工程承包业务历年营收占比



资料来源：公司公告，东兴证券

图 5：公司勘察设计、工业制造和其他业务的历年营收占比

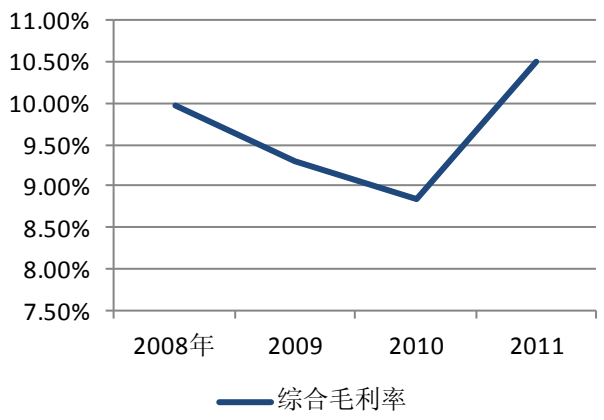


资料来源：公司公告，东兴证券

公司的综合毛利率近几年年基本在 9%-11%之间波动。其中 2010 年毛利率下降的主要原因在于工程承包业务毛利率下滑较大所致。

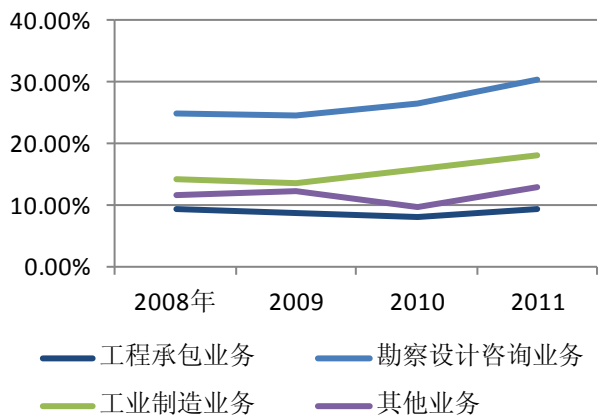
公司的工程承包业务毛利率一直在 8%-9.5%之间波动，其中 2011 年毛利率最高，达到 9.43%。由于公司各项基建工程中铁路工程的毛利率最高，其他工程如市政、水利水电、房建等相对较低，但近几年呈逐步提升的趋势。向前看，考虑到公司在铁路市场的垄断地位优势、公司内部管控能力的提升以及高毛利的房地产业务占公司收入比重越来越高，未来公司综合毛利率有望保持稳定并逐步提升。

图 6：公司历年综合毛利率



资料来源：公司公告，东兴证券

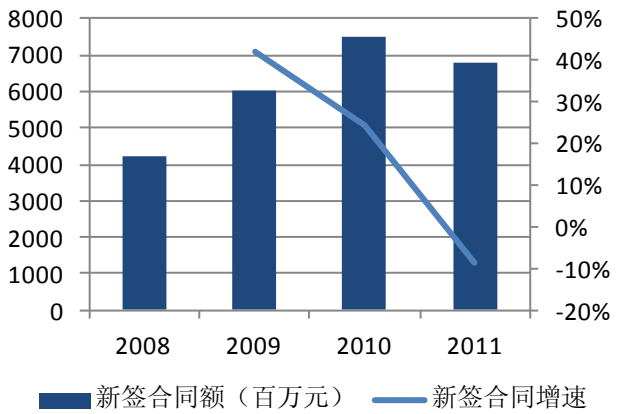
图 7：公司分业务历年毛利率



资料来源：公司公告，东兴证券

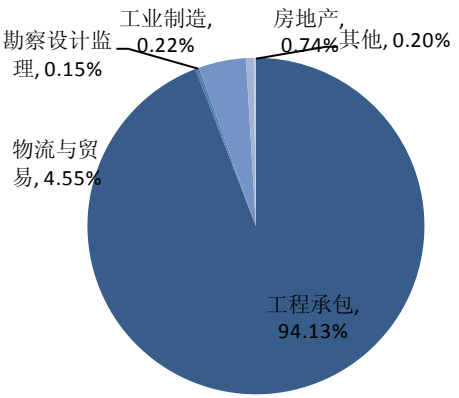
公司近三年的新签合同额复合增长率为 17.2%，其中 2011 年由于国内铁路建设放缓，公司新签合同额出现一定程度下滑，但公司积极调整工程施工的业务结构，在房建、市政、水利水电等工程积极获取订单，在很大程度上抵消了国铁订单下滑的负面影响。截止 2011 年末，公司在手订单 11982.5 亿元，其中在手铁路工程订单约 5000 亿元。公司目前在手订单充足，将会在未来 2-3 年内逐步结算。

图 6：公司新签合同额及增速



资料来源：公司公告，东兴证券

图 7：2011 年末公司在手订单结构



资料来源：公司公告，东兴证券

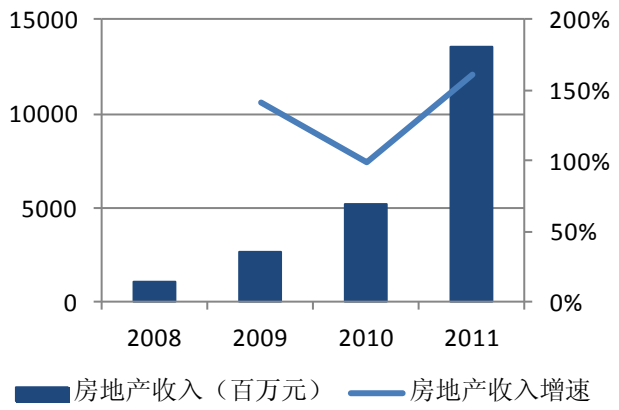
3、公司房地产业务发展迅速

公司的房地产业务是非工程承包业务中发展较为迅速，盈利能力较强的板块。公司土地获取方式特别，具有较强的成本优势。主要的获取土地方式有三种，一种是公司的自有土地转商品房用地，这类土地获取成本极低；第二种是通过其他业务协同效应获取土地，这种方式土地获取成本较低；第三种是市场招拍挂。目前公司的土地储备中前二类占比较大，总体上看公司的土地成本相对低廉。

建安成本方面，公司基本上采用自己的施工队伍，在项目管理和成本控制方面具有较好的优势。

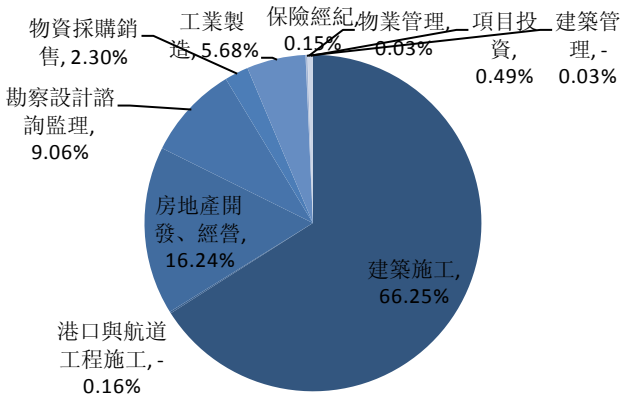
公司截止 2011 年末拥有项目储备的总规划建筑面积为 2346 万平方米，目前已经进入 30 个城市，大部分都是中等城市。公司产品定位刚需，一般楼盘户型面积为 80-120 平方米，2011 年取得了良好的销售业绩，实现签约销售收入 140 亿元，同比增长 23%，结算收入 135 亿元，同比增长 160.87%；房地产业务对公司净利润的贡献程度不断提升，2011 年已达 20%左右。我们预计未来房地产业务对公司整体净利润的贡献还将继续较大幅度地提高。

图 10：公司房地产业务保持快速增长



资料来源：公司公告，东兴证券

图 11：公司 2011 年各子公司净利润贡献



资料来源：公司公告，东兴证券

4、公司海外业务迅速发展

公司海外业务是国内业务的有力补充，例如 2011 年在国内铁路订单增速下滑的背景下，海外的铁路订单大幅增长，有效弥补了国内业务放缓的情况。目前公司在手订单中，海外部分占比已经达到 10%，收入结构中，海外业务仅占 3%，未来随着订单结算逐步增加，海外占比将逐步提升。

5、盈利预测及投资评级

公司是国内铁路建设龙头，国际最大的承包商。公司在铁路工程方面具有无可撼动的地位，2011 年铁路建设遭遇“滑铁卢”，而 2012 年铁路建设的重启将对公司有很大的利好作用。公司其他工程业务发展迅速，房建、市政工程、水利水电等都将成为公司的收入稳定器，非工程承包业务方面，房地产业务将对公司净利润的贡献越来越大，有望成为公司净利润增长的新引擎。我们预计公司 2012 年-2014 年的营业收入分别为 4936 亿元、5497 亿元和 6133 亿元，每股收益分别为 0.71 元、0.82 和 0.97 元，对应 PE 分别为 6.4、5.53 和 4.69。谨慎地按照公司 2012 年 8 倍 PE 计算，给予公司 6 个月目标价 5.68 元。考虑到下半年铁路建设投资加大或将超预期，首次给予公司“强烈推荐”评级。

东兴证券

表 1：公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元		利润表			单位:百万元	
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产合计	360324	356674	398550	445985	**营业收入**	457366	493597	549650	613340
货币资金	83058	74040	82447	92001	**营业成本**	409327	441307	491036	547328
应收账款	62919	83844	93365	104184	营业税金及附加	14047	14808	16489	18400
其他应收款	74550	80455	89592	99973	营业费用	1746	1876	2089	2331
预付款项	26076	30489	35399	40872	管理费用	19851	22014	24514	26987
存货	76006	84634	94171	104967	财务费用	1982	2113	2886	3343
其他流动资产	39	75	131	195	资产减值损失	624.56	600.00	0.00	0.00
非流动资产合计	62659	61109	55729	55633	公允价值变动收益	-27.11	4.00	4.00	4.00
长期股权投资	4444	4444	4444	4444	投资净收益	168.38	170.00	170.00	170.00
固定资产	38507.45	36857.68	36114.05	36315.05	**营业利润**	9930	11053	12809	15125
无形资产	6791	6112	5433	4754	营业外收入	521.54	521.54	521.54	521.54
其他非流动资产	0	0	1000	1000	营业外支出	395.21	395.21	395.21	395.21
资产总计	422983	417783	454279	501618	**利润总额**	10056	11179	12936	15251
流动负债合计	318742	309378	337833	376950	所得税	2174	2417	2796	3297
短期借款	34160	53203	54452	62950	**净利润**	7882	8763	10139	11954
应付账款	149399	132997	147984	164948	少数股东损益	28	30	30	30
预收款项	39348	49220	60213	72480	归属母公司净利润	7854	8733	10109	11924
非流动负债合计	38522	41493	48493	55493	EBITDA	27921	17715	20571	23564
长期借款	18219	25219	32219	39219	**EPS（元）**	0.64	0.71	0.82	0.97
其他非流动负债	0	0	0	0	**主要财务比率**				
负债合计	357264	350871	386326	432443		2011A	2012E	2013E	2014E
少数股东权益	970	1000	1030	1060	**成长能力**				
实收资本（或股本）	12338	12338	12338	12338	营业收入增长	-2.7%	7.92%	11.36%	11.59%
资本公积	34739	34739	34739	34739	营业利润增长	385.7%	11.31%	15.89%	18.08%
未分配利润	17338	17735	18463	19321	归属于母公司净利润增长	244.7%	11.18%	15.76%	17.96%
归属母公司股东权益合计	64748	65912	66923	68115	**获利能力**				
负债和所有者权益	422983	417783	454279	501618	毛利率(%)	11%	11%	11%	11%
现金流量表			单位:百万元		净利率(%)	2%	2%	2%	2%
	2011A	2012E	2013E	2014E	总资产净利润（%）	2%	2%	2%	2%
经营活动现金流	189	-31370	11465	12957	ROE(%)	12%	13%	15%	18%
净利润	7882	8763	10139	11954	**偿债能力**				
折旧摊销	16009.96	0.00	4876.24	5095.57	资产负债率(%)	84%	84%	85%	86%
财务费用	1982	2113	2886	3343	流动比率	1.13	1.15	1.18	1.18
应付帐款的变化	0	-16402	14987	16965	速动比率	0.89	0.88	0.90	0.90
预收帐款的变化	0	9872	10993	12267	**营运能力**				
投资活动现金流	0	6844	678	-4826	总资产周转率	1.18	1.17	1.26	1.28
公允价值变动收益	0	4	4	4	应收账款周转率	7.69	6.73	6.20	6.21
长期投资	4444	4444	4444	4444	应付账款周转率	3.30	3.50	3.91	3.92
投资收益	168	170	170	170	**每股指标（元）**				
筹资活动现金流	0	15508	-3735	1423	每股收益(最新摊薄)	0.64	0.71	0.82	0.97
短期借款	34160	53203	54452	62950	每股净现金流(最新摊薄)	0.03	-0.73	0.68	0.77
长期借款	18219	25219	32219	39219	每股净资产(最新摊薄)	5.25	5.34	5.42	5.52
普通股增加	0	0	0	0	**估值比率**				
资本公积增加	753	0	0	0	P/E	7.08	6.40	5.53	4.69
财务费用	0.00	-2113	-2886	-3343	P/B	0.86	0.85	0.84	0.82
现金净增加额	189	-9018	8408	9554	EV/EBITDA	1.85	4.36	4.20	3.92

资料来源：东兴证券

分析师简介

郑闵钢

房地产、建筑行业高级研究员，基础产业小组组长，东南大学土木工程系毕业，2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产、建筑行业研究至今。

联系人简介

张鹏

金融学硕士，具有房地产行业从业经验，2010 年起从事房地产、建筑行业研究工作至今。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

东兴证券

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：　　相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：　　相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：　　相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：　　相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：　　相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：　　相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。