

2012年11月19日

李晓璐

Mickey_li@e-capital.com.cn

目标价(元)

A股: 6.5 元
H股: 9.5 港币

公司基本资讯

产业别	建筑建材
A 股价(2012/11/19)	5.29
上证综合指数(2012/11/19)	2016.98
股价 12 个月高/低	5.38/3.7
总发行股数 (百万)	12337.54
A 股数 (百万)	10016.25
A 市值 (亿元)	529.86
主要股东	中铁建总公司 (61.33%)
每股净值 (元)	5.54
股价/账面净值	0.95
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	8.62 18.61 15.20

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
--	--	--

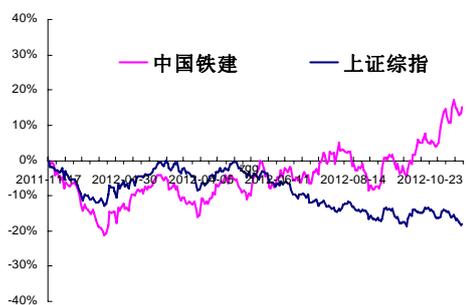
产品组合

工程承包	87.93%
其他	8.66%
工业制造	1.89%
勘察、设计及咨询	1.52%

机构投资者占流通 A 股比例

QFII	2.31%
基金	1.13%
券商	0.23%
社保基金	0.61%
一般法人	75.54%

股价相对大盘走势



中国铁建 (601186. SH/1186. HK)

Buy 买入

**新签订单可能在第四季度和明年集中释放
结论与建议:**

由于低基期,今年第三季度公司新签订单同比增长 88%,其中铁路、公路和城市轨道等新签订单在第三季度环比分别增长 5.4 倍、1.44 倍和 2.4 倍。政府从今年下半年开始加码基建投资,考虑建设周期,预计第四季度至明年,来自铁路、公路、城轨和市政工程等的新签订单将会显著增多。目前公司 A 股股价对应 PE 分别为 7.6 倍和 6.4 倍;H 股股价对应 PE 分别为 10 倍和 8 倍。均给予买入投资评级。

- 公司是国内特大型的建筑工程承包商(铁路、公路、市政),工程承包占营业收入比重将近九成。从业务、规模、利润率等基本情况看,中国铁建和中国中铁两家公司很相似。
- 2011 年,公司的营收总规模达到 4574 万元(YoY-2.72%),并且年均复合增长率很快,2002-2011 年 9 年间,公司的营收年均增长 27%。
- 公司的毛利率和净利率较低但是稳定,分别在 10%和 2%附近。
- 公司的在手订单充足,截至 2012 年 9 月 30 日,公司未完工合同总额 13,569.4 亿元。
- 今年前三季度累计新签订单同比增长 53%。分季度看,2012 年前三季度分别新签订单 1048.3 亿元(YoY+30.4%)、1752.44 亿元(YoY+40.5%)、1817.96 亿元(YoY+88.27%)。
- 铁路、公路和城市轨道等新签订单在第三季度环比增长明显:铁路订单环比增 5.4 倍,公路订单环比增 1.44 倍,城市轨道交通订单增 2.4 倍。
- 发改委 9 月初集中批复总投资规模超过 1 万亿元的基建投资项目,主要有城轨、公路、市政、航道、仓储、水利等。
- 截止 10 月底,经铁道部四次上调,今年的铁路基建投资规模已经较去年底增长了 29%至 5160 亿元。
- 考虑到铁路、公路和城轨的投资周期一般在 1-2 年,预计第四季度至明年,来自铁路、公路、城轨和市政工程等的新签订单将会显著增多。
- 公司 2012 年前三季度累计实现归属母公司净利润 50.93 亿元,同比增长 2.06%。其中,第三季度实现归属于上市公司股东的净利润为人民币 19.04 亿元,比上年同期增长 40.99%。
- 盈利预测:第四季度通常是项目结算的高峰期,预计 2012 年全年公司可实现净利润 84.47 亿元, YoY+7.55%,每股收益 0.685 亿元。预计 2013 年可实现净利润 99.76 亿元, YoY+18.11%,每股收益 0.809 亿元。

..... 接续下页.....

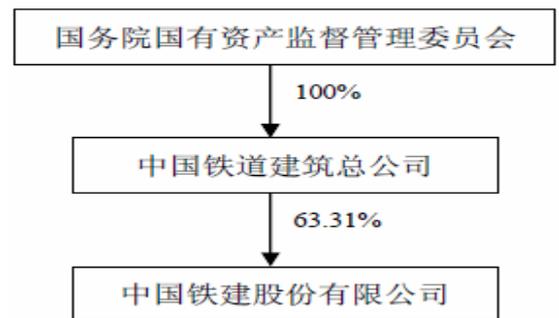
年度截止 12 月 31 日		2008	2009	2010	2011	2012F	2013F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	3644	6599	4246	7854	8447	9976
同比增减	%	15.92%	81.10%	-35.65%	84.97%	7.55%	18.11%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.295	0.535	0.344	0.637	0.685	0.809
同比增减	%	-24.83%	81.10%	-35.65%	84.97%	7.55%	18.11%
A 股市盈率(P/E)	X	17.64	9.74	15.14	8.18	7.61	6.44
股利 (DPS)	RMB 元	0.100	0.150	0.100	0.100	0.100	0.100
股息率 (Yield)	%	1.92%	2.88%	1.92%	1.92%	1.92%	1.92%

营运分析

➤ 公司简介

中国铁建股份有限公司（以下简称“公司”）于2007年11月5日，由中国铁道建筑总公司独家发起设立的公司。总部位于北京。2008年2月在上海证券交易所和香港联合交易所两地相继上市。截至2012年9月30日，中国铁道建筑总公司控股61.33%，是公司最大的控股股东。

图1：公司与实际控制人之间的产权及控制关系



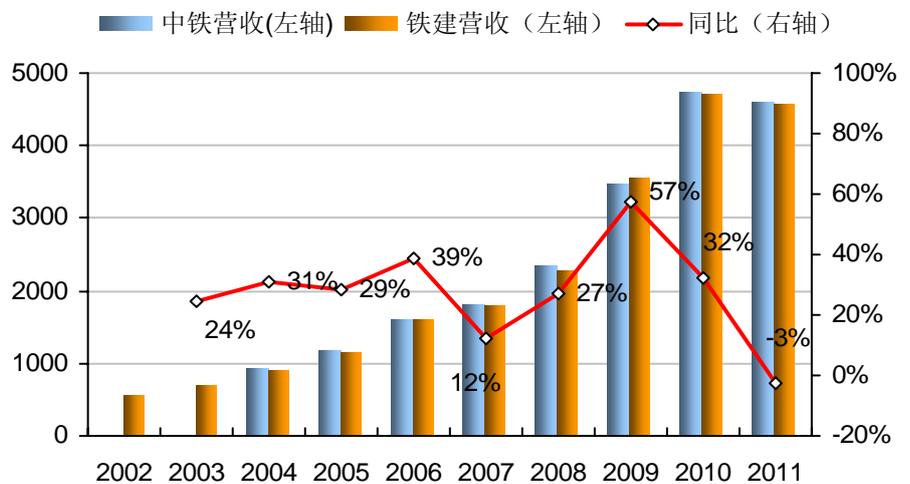
资料来源：公司公告

公司是国内特大型的建筑工程承包商（铁路、公路、市政），提供全套建筑相关服务，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。

从业务、规模、利润率等基本情况看，中国铁建和中国中铁两家公司很相似。

从营收规模来看，2011年中国铁建的营收规模达到4574亿元（YoY+2.72%），略小于中铁。从归属母公司净利润来看，也大体相当。2011年公司实现归属母公司净利润79.75亿元（YoY+91.74%），2010年沙特轻轨项目巨亏使得公司当年的净利润大幅衰退38%。两家公司的毛利率和净利率率都分别在10%和2%上下。从盈利模式看，公司也必须依靠合同金额不断增长才能够实现盈利的稳步增长。

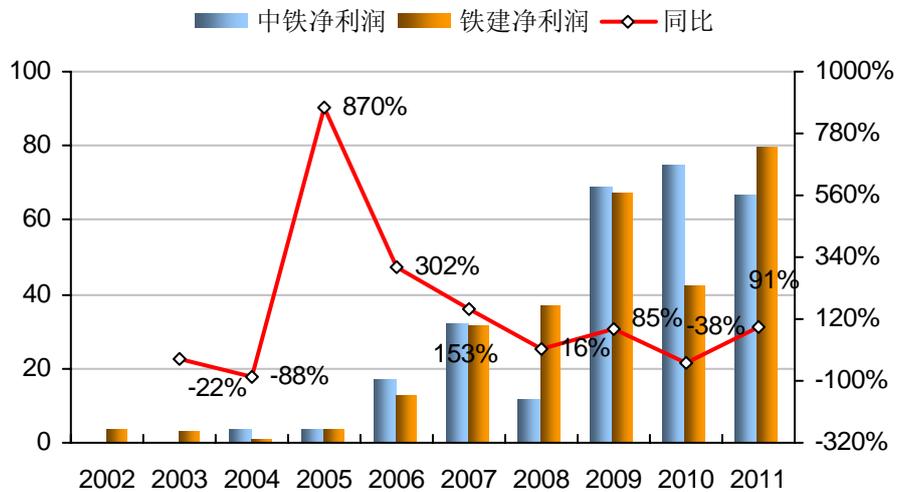
图2：公司营收以及同比变化趋势（CAGR+26.67%） 单位：亿元 人民币



资料来源：公司公告，群益证券整理

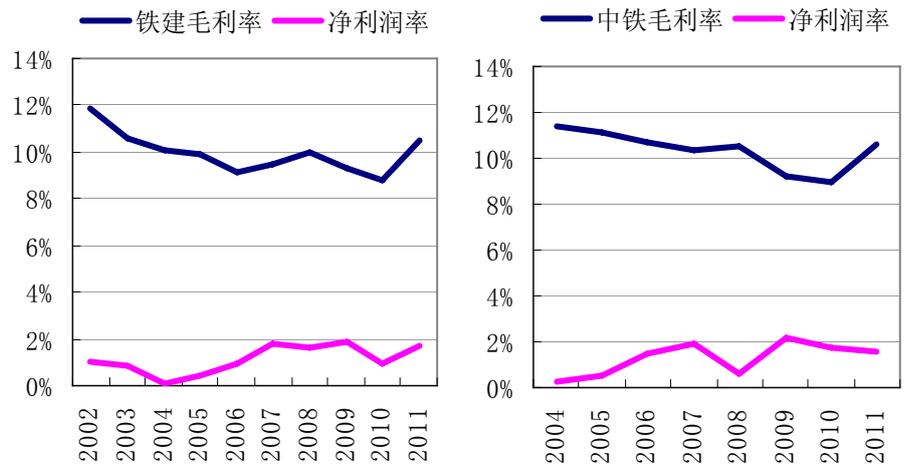
图 3：公司归属上市股东净利润及同比变化趋势

单位：亿元



资料来源：公司公告，群益证券整理

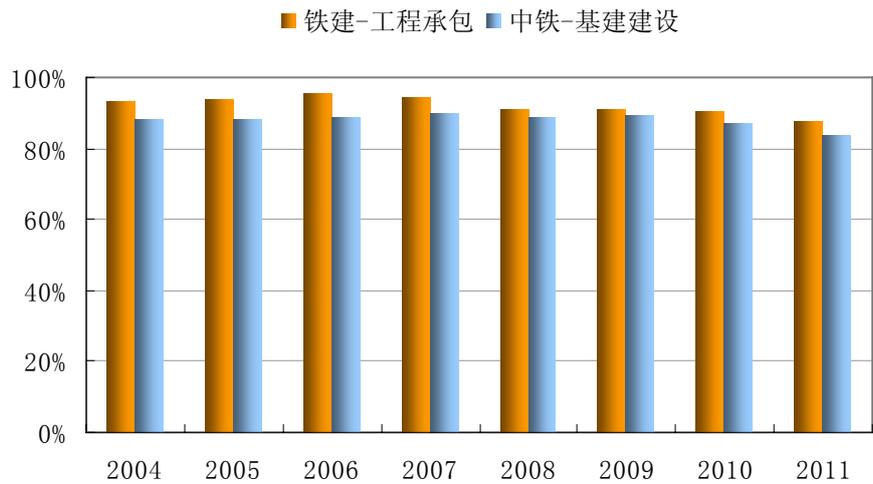
图 4：两家公司毛利率水准和净利率水平很接近



资料来源：公司公告，群益证券整理

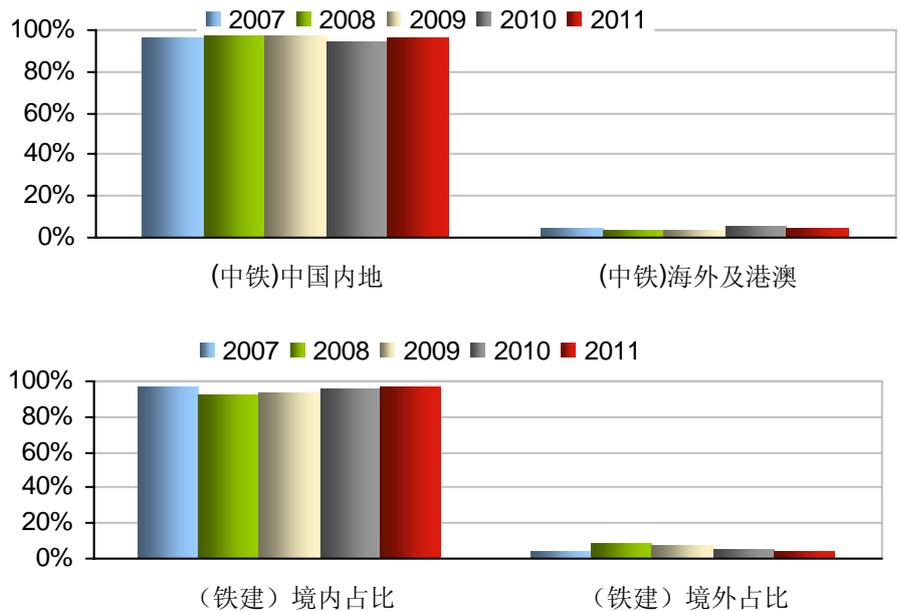
从业务内容看，公司的核心业务是工程承包，与中铁类似，只不过在营收当中的占比更高一些。2011 年工程承包营收占比约 88%。从业务分布地区来看，公司的绝大部分业务在中国境内。海外的项目近几年占比有所下降，主要集中在中东和非洲等地区。2011 年海外项目营收占比 3.8%。

图 5：两家公司核心业务占营收的比重



资料来源：公司公告，群益证券整理

图 6：两家公司分地区占营收的比重

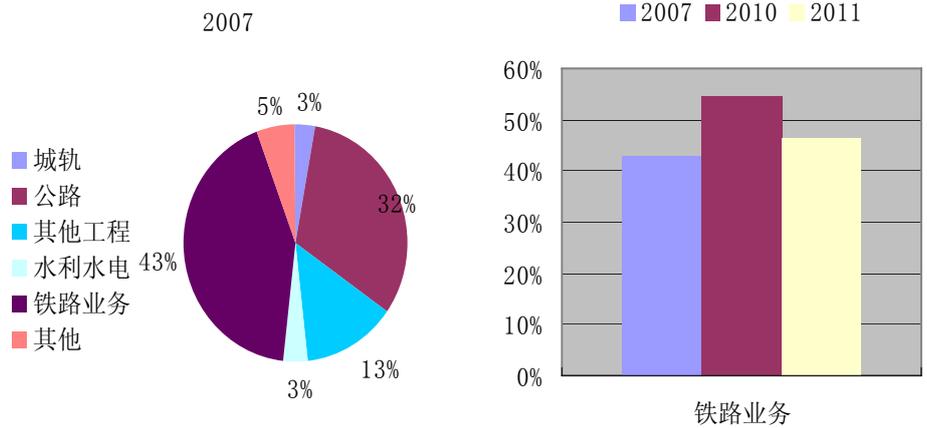


资料来源：公司公告，群益证券整理

➤ 业务分析

工程承包业务是公司核心业务，涵盖铁路、公路、房屋建筑、市政公用、城市轨道交通、水利水电、桥梁、隧道、机场建设等多个领域。铁路和公路一直是公司工程承包业务中两块最重要的业务。从 2007 年的数据来看，铁路在公司工程承包中的占比达到 43%，其次是公路占比 32%。2011 年铁路业务占总营收的比重约为 46%，同比下降约 8 个百分点，主要原因是铁路投资额减少。

图 7：工程承包细分业务在营收中的占比

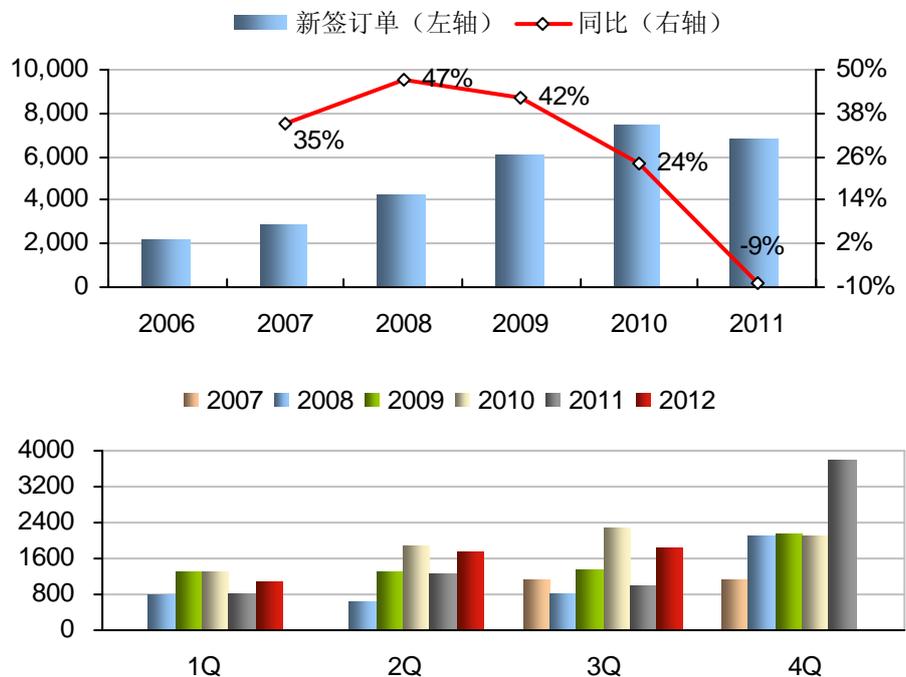


数据来源：公司公告，群益证券整理

◇ 订单情况

从公司的盈利模式看，新签订单量的多少对公司的业绩有很大的影响。截至2012年9月30日，公司当年累计新签订单金额4618.7亿元，同比增长53.1%，好于市场预期。分季度看，2012年前三季度分别新签订单1048.3亿元（YoY+30.4%）、1752.44亿元（YoY+40.5%）、1817.96亿元（YoY+88.27%）。

图 8：公司分年新签订单和分季新签订单对比图 单位：亿元

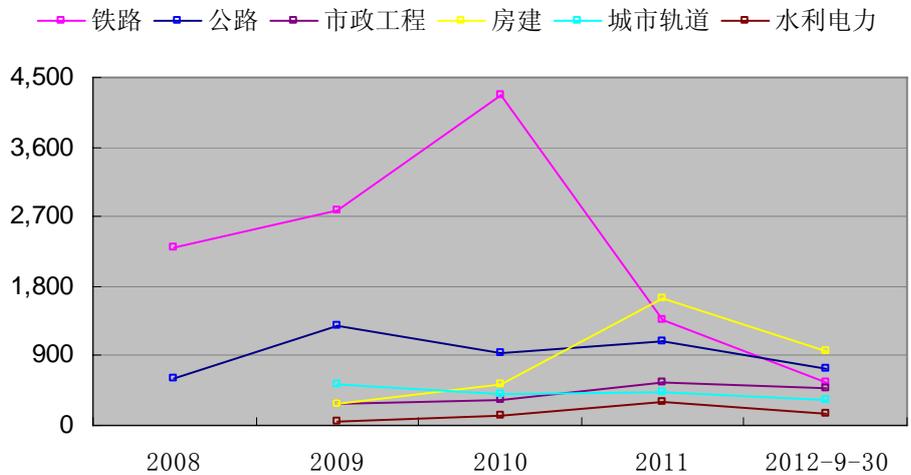


数据来源：公司公告，群益证券整理

前三季度新签订单同比增幅较大的原因主要是：第一：去年前三季度尤其是第三季度铁路新签订单额迅速下降，导致基期很低；第二，公路、市政和房建等三大业务新签订单连年大幅增长，在新签订单额中的占比迅速提升；第三，海外订单

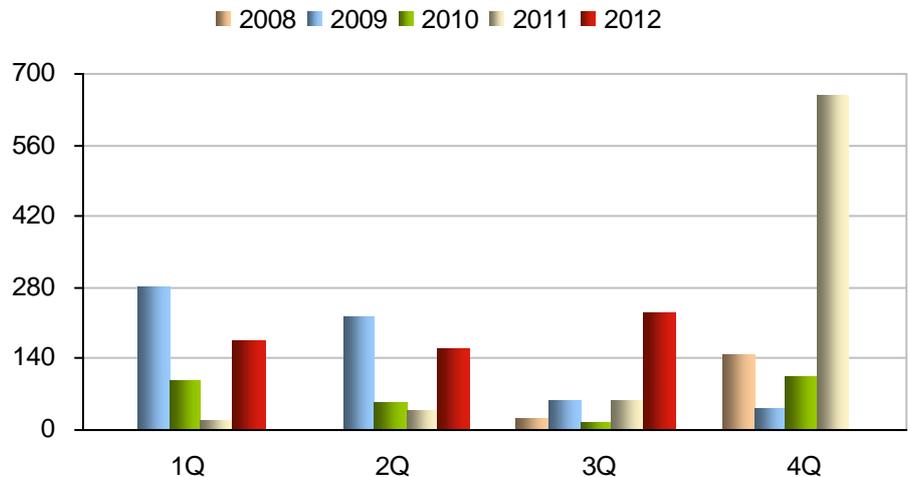
急速增长。

图 9：细分业务新签订单额变动情况 单位：亿元



数据来源：公司公告，群益证券整理

图 10：海外新签订单额分季变动情况 单位：亿元



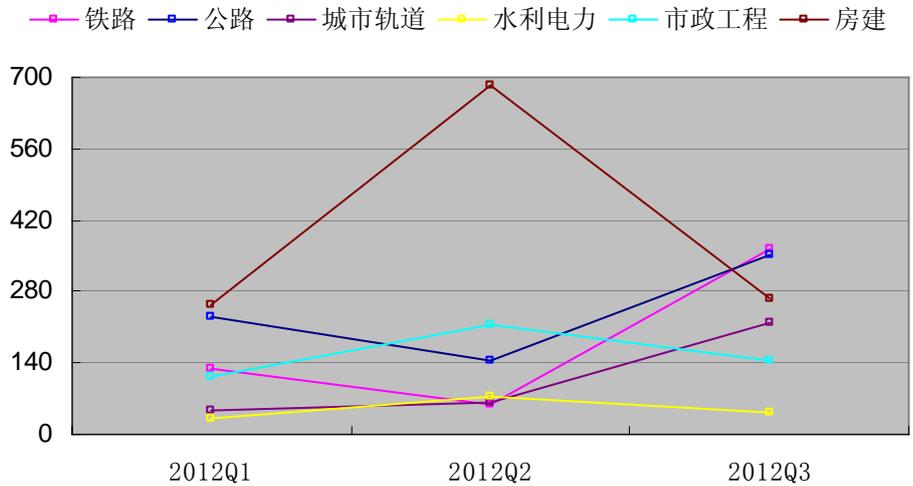
数据来源：公司公告，群益证券整理

从细项来看，铁路、公路和城市轨道交通等新签订单在第三季度环比明显增长：铁路订单环比增 5.4 倍，公路订单环比增 1.44 倍，城市轨道交通订单增 2.4 倍。一般而言，每年的下半年尤其是第四季度，基建投资会进入高峰期，使得公司的新签订单快速增长。今年，我们预计政府加大基建类投资会是公司第四季度新签订单大量增加的又一重要因素。

发改委 9 月初集中批复总投资规模超过 1 万亿元的基建投资项目，主要有城轨、公路、市政、航道、仓储、水利等。截止 10 月底，经铁道部四次上调，今年的铁路基建投资规模已经较去年底增长了 29% 至 5160 亿元。考虑到铁路、公路和城轨的投资周期一般在 1-2 年，预计第四季度至明年，来自这些工程的新签订单将会显著

增多。

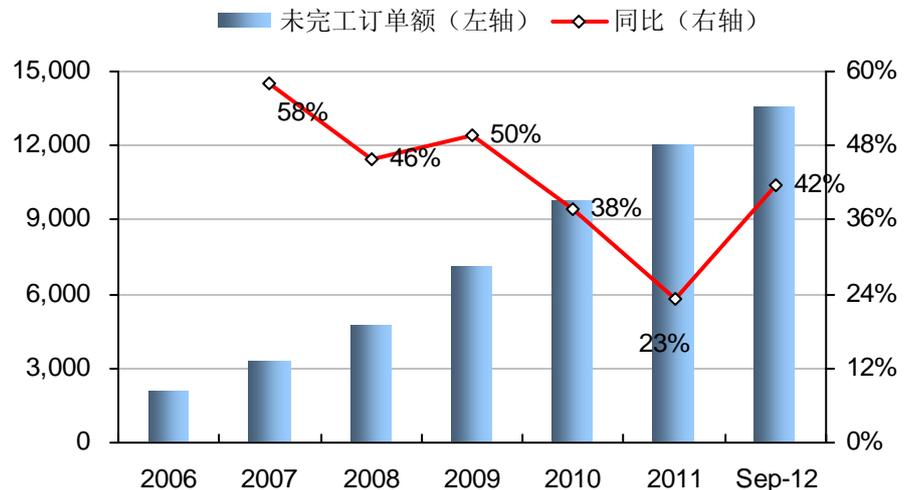
图 11: 2012 年前三季度单季新签订单额趋势图 单位: 亿元



数据来源: 公司公告, 群益证券整理

此外, 目前公司的在手订单充足, 截至 2012 年 9 月 30 日, 公司未完工合同总额 13,569.4 亿元, 其中, 未完成的国内合同额达 11,331.9 亿元, 海外合同额达 2,237.5 亿元。

图 12: 公司未完工订单额变动情况 单位: 亿元



数据来源: 公司公告, 群益证券整理

◇ 铁路

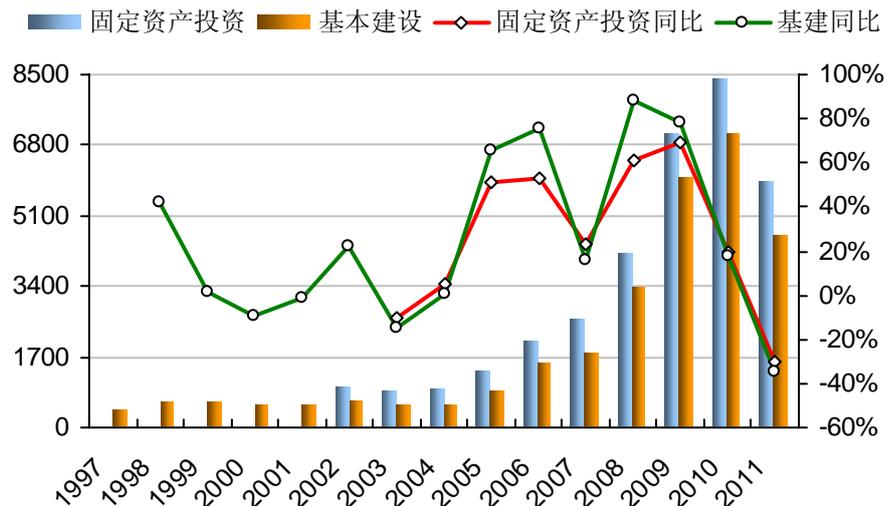
我们维持 2010 年是铁路投资高峰的观点不变, 同时预计, 2013 年铁路投资可能超过 2012 年, “十二五”计划也有超额完成的可能。

“十一五”期间, 我国铁路固定资产投资实际完成额为 1.98 万亿元, 比原计划的 1.2 万亿元足足增加了 65%。超额完成计划的主要原因是 2008 年金融危机时期,

政府推出“四万亿”投资计划，受此刺激，铁路投资集中在 2009 年和 2010 年两年爆发，2010 年出现有史以来的投资最高点。

2011 年，受刘志军事件和“7.23”特大事故的影响，铁路建设尤其是高铁建设步伐在第三季度明显放缓。受此影响，2011 年全国铁路固定资产投资完成额仅为 5906 亿元，同比下降 30%，其中基建投资 4610 亿元，同比大幅下降 35%。

图 13：铁路固定资产投资和基建投资完成额 单位：亿元



资料来源：铁道部，群益证券整理

根据国家“十二五”发展规划纲要，“十二五”期间铁路固定资产投资约 2.8 万亿元，约安排铁路基建投资 2.3 万亿元（比“十一五”增长 15.7%）。如果按照 2012 年 5160 亿元的基建投资额计算，前两年累计完成投资额 9770 亿元，相当于完成计划的 42.47%。由于 2012 年下半年开始，政府屡次加码铁路投资，因此我们预计 2013 年这种态势将会延续，明年全年的投资额或许会超过今年。而铁路“十二五”计划也极有可能超额完成。

理由主要有：第一，为“保增长”，2012 年下半年开始尤其是第三季度开始，政府加大对铁路的投资力度，其效果已经显现。如果从 2011 年 12 月的全国铁路工作会议开始计算，那么截至到目前，铁道部共调整了四次全年投资完成额，其中三次发生在下半年。根据最新的数据，2012 年全国基建投资完成额目标较去年底增长了 29%至 5160 亿元。

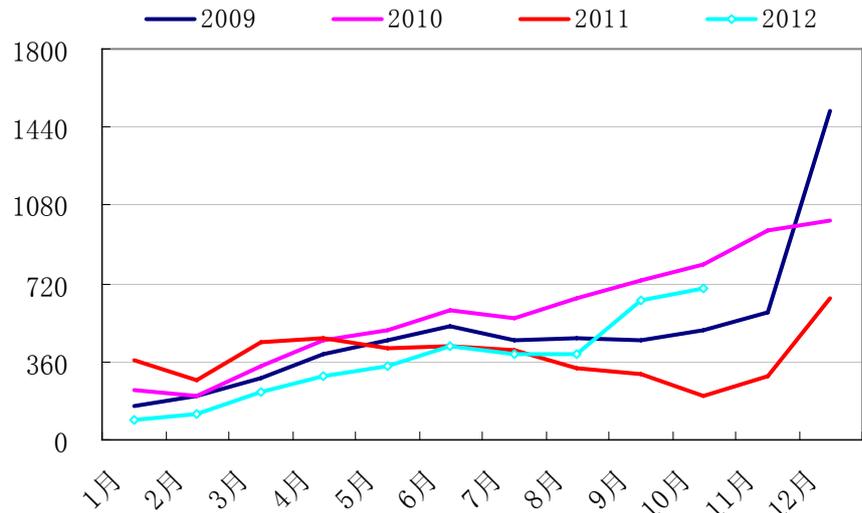
表 1：铁道部历次公布的铁路固定资产投资完成额 单位：亿元

公布日期	固定资产投资		移动设备投资与更新改造
	额	其中：基础建设	
2011 年 12 月	5000	4000	1000
2012 年年初	5160	4060	1100
2012 年 7 月	5800	4700	1100
2012 年 9 月	6100	4960	1140
2012 年 10 月	6300	5160	1140
增减幅度	26%	29%	14%

数据来源：铁道部，群益证券整理

从数据看，2012年9月和10月的铁路投资完成额大幅增长，印证了各大项目正密集开工和加快建设，投资效果已经显现。9月完成铁路基建投资642.77亿元，同比增长1.11倍，环比增长63%；10月完成基建投资额697.75亿元，同比增长2.4倍，环比增长8.55%。

图 14：铁路基建投资额分月走势 单位：亿元



资料来源：铁道部，群益证券整理

第二，中央政府已经明确，“要加大政策预调微调力度”，在调整结构的同时保持经济适度增长。我们认为，从保障民生和适度投资的角度，铁路、城市轨道交通等基建在未来最有可能继续得到政策支持。不过，与2008年不同，我们认为此次“微调”的特征会较为明显，不会在短时间内一次性投入巨额资金。再结合今年的调整幅度，我们预计整个“十二五”期间增加的幅度约在20%左右。

综上，考虑到投资的周期性，我们预计2013年投资额可能会超过今年。“十二五”期间铁路投资额可能会超额完成，预计基建投资可能较原计划增加20%至2.76亿元。

表 2：铁路“十二五”规划实际完成情况及我们的预估 单位：亿元

铁路“十二五”	原计划	假定超额 20%	2011 年完成	2012 年目标	累计完成	剩余三年每年平均 (E)
固定资产投资额	28000	33600	5906	6300	12206	7131
—基建	23000	27600	4610	5160	9770	5943
—设备	5000	6000	1296	1140	2436	1188

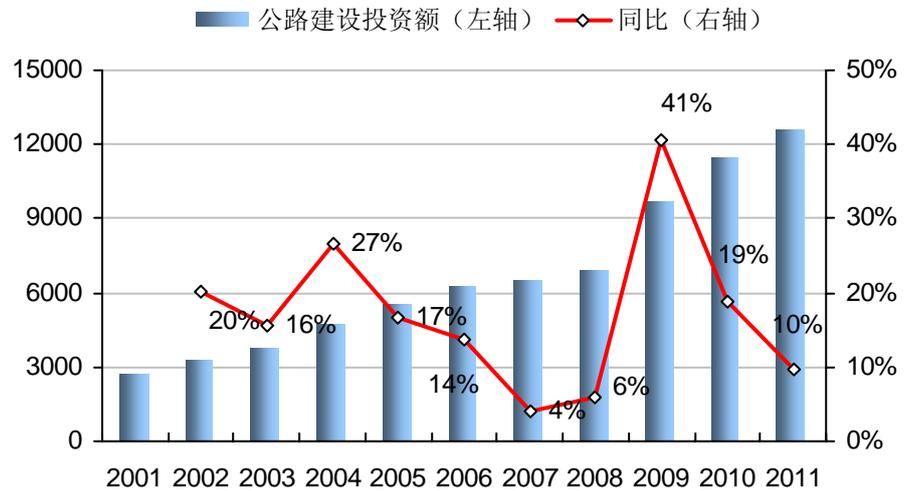
数据来源：铁道部，群益证券预测

◇ 公路

公路业务是公司工程承包的第二大块项目。如前述，据2007年公布的数据，公路业务在当年营收中的占比约为32%，仅次于铁路业务。近几年公司没有公布相关的数据，我们预计占比大体在30%左右。我们认为，尽管目前我国公路网的密度已经很大，但是地方政府的建设热情仍旧较高，因此预计2013年，公路的投资额会继续增长。

2001年至2011年，我国公路的投资连年增长，年均增速约16.8%，发展十分平稳。2011年，全国公路完成固定资产投资额逼近1.26万亿元（同比增长9.7%），是同期铁路固定资产投资完成额的两倍还要多。

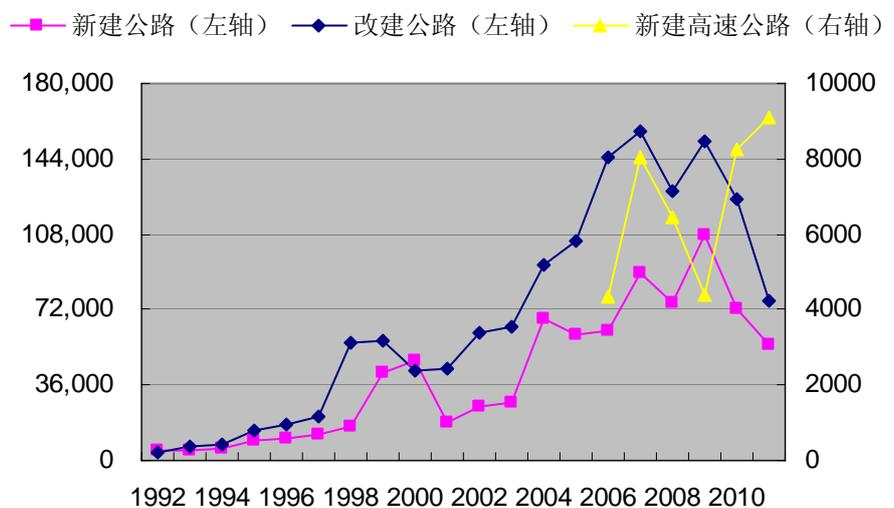
图 15：公路分年投资完成额和同比变化情况（CAGR+16.78%） 单位：亿元



资料来源：国家统计局，群益证券整理

由于一些公路达到使用年限后需要改建，加上重复建设等原因，公路每年的改建里程要明显超过新建里程。2011年，公路改建里程和新建里程分别为76298.53公里和55041公里；公路总里程达到410.64万公里。我国幅员辽阔，公路的发展较早，普通公路的使用年限为6-10年，老旧公路陆续需要改建，再加上地方存在重复建设，滥用资金等问题，而且公路正成为政府近期重点投资的领域，因此预计2013年，公路的改建和新建步伐会继续加快。

图 16：公路每年新建和改建里程（1992-2011） 单位：公里

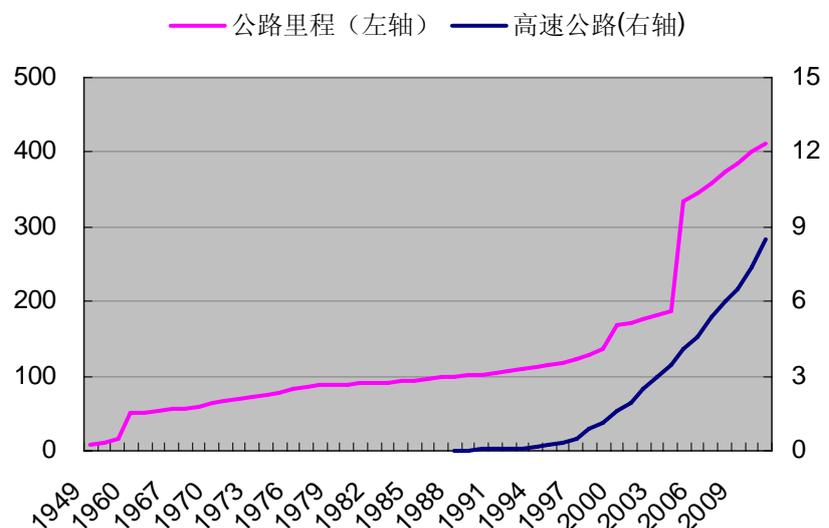


资料来源：国家统计局，群益证券整理

高速公路在国内的起步较晚，但发展迅速，每年的新建里程增长很快。2011年，高速公路新建里程 9124 公里。2011 年底，全国高速公路总里程已经达到 8.49 万公里。资料显示，目前已建成的高速公路大多为国家网，地方项目尚未大规模启动。

高速公路的建设资金大多来源于银行贷款。由于可以大规模融资，而且建成后大多成为地方政府的财政收入的一部分，因此不少地方建设高速公路的热情相当高。据统计，2004 年发改委发布《中国高速公路网规划》，提出到 2030 年主干高速公路网总里程 8.5 万公里的目标之后，各地政府纷纷发布中长期高速公路发展规划，合计里程达到 17.4 万公里，是国家网的两倍还要多。

图 17：公路和高速公路总里程统计（1949-2011） 单位： 万公里



资料来源：国家统计局，群益证券整理

另据交通部 2011 年发布的《交通运输十二五发展规划》：十二五期间，公路总里程由 398.4 万公里增加到 450 万公里，年均增长 2.38%；而高速公路总里程由 7.4 万公里增加到 10.8 万公里，年均增长则达到 7.85%。综上，我们认为地方政府建设公路尤其是高速公路的热情本就很高，外加在政策扶持，预计 2013 年高速公路的投资额会继续增长。

表 4：公路“十二五”规划主要发展指标

指标	2010 年	2015 年
公路网总里程 (万公里)	398.4	450
高速公路总里程 (万公里)	7.4	10.8
国家高速公路通车里程* (万公里)	5.8	8.3
高速公路覆盖 20 万以上城镇人口城市比例 (%)	80	≥90
二级及以上公路总里程 (万公里)	44.5	65
国道二级及以上公路比例** (%)	60	≥70
每年实施国省道大中修工程比例 (%)	13	≥17
国省道总体技术状况 (MQI, %)	72	>80
农村公路总里程 (万公里)	345.5	390
国家公路运输枢纽客货运输站场建成率 (%)	21、13	50、40

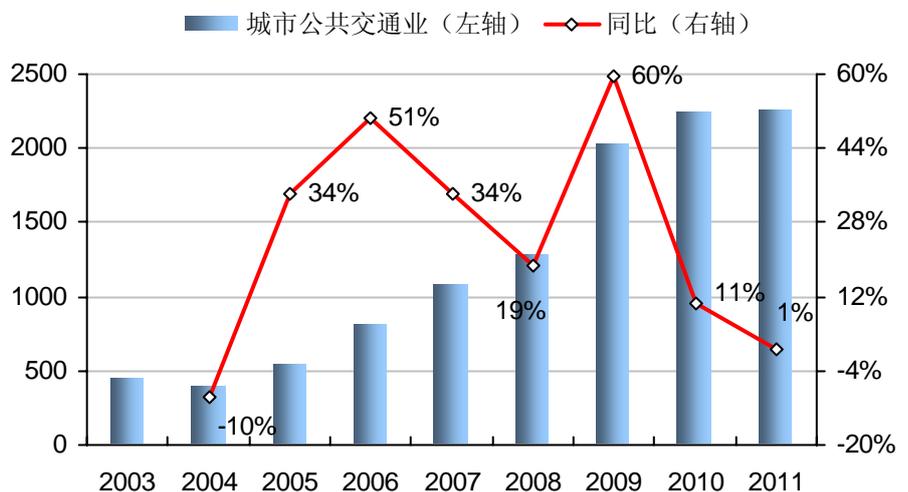
数据来源：交通部，群益证券整理

◇ 城市轨道交通

2007 年，城市轨道交通业务在公司营收中的占比仅为 3%。近两年铁路投资额下降而城市轨道交通投资额逐渐增加，我们通过分析两者的新增订单和在手订单，预计 2011 年轨道交通业务在总营收中的占比上升到 10% 附近。

城市轨道交通（含“地铁”和“轻轨”）是城镇化快速发展时期大多数国家大力发展的客运方式之一，是城市公共交通的重要组成部分。近几年我国轨道交通发展十分迅速，2006 年，我国只有 10 条轨道交通线路投入运营，2009 年增至 37 条，2011 年增至 58 条。从投资规模和速度上看，2003 年城市公共交通业固定资产投资规模只有 438 亿元，到 2011 年增加到 2264 亿元，年均复合增长率接近 23%。

图 18：城市公共交通业固定资产投资完成额（CAGR+22.79%） 单位：亿元

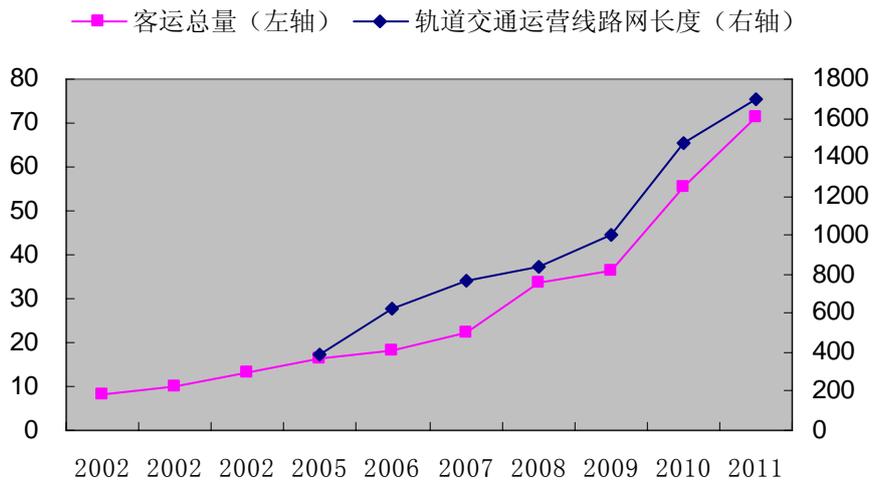


数据来源：国家统计局，群益证券整理

2011 年，我国轨道交通网运营长度为 1698.7 公里，当年客运总量达 71.34 亿人次。截至 2010 年底，我国共规划城市轨道交通线路 90 多条，规划总里程约 2700 公里。预计到 2015 年，我国至少新增 86 条地铁线路，建设里程将达到 3000 公里。轨道交通每公里造价约 5 亿元至 8 亿元。按照每公里 5 亿元计算，五年投资总额将达到 1.5 万亿元，年均 3000 亿元。

今年下半年开始，市政、水利水电和城市轨道交通等基础设施建设项目审批进度加快，地方建设动力充足，投资规划加速落地，因此我们预计 2013 年城市轨道交通投资会继续增长。

图 19：轨道交通运营长度以及年客运总量趋势图 单位：公里，亿人次



数据来源：国家统计局，群益证券整理

盈利预测

公司 2012 年前三季度累计实现营业收入 3031.77 亿元，同比下降 6.5%。实现归属母公司净利润 50.93 亿元，同比增长 2.06%。其中，第三季度实现归属于上市公司股东的净利润为人民币 19.04 亿元，比上年同期增长 40.99%。前三季度毛利率 10%，同比持平。

第四季度通常是项目结算的高峰期，预计 2012 年全年公司可实现净利润 84.47 亿元，YoY+7.55%，每股收益 0.685 亿元。预计 2013 年可实现净利润 99.76 亿元，YoY+18.11%，每股收益 0.809 亿元。

预期报酬 (Expected Return; ER) 为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%)；买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并损益表

百万元	2008	2009	2010	2011	2012F	2013F
营业收入	226141	355521	470159	457366	496757	545918
经营成本	203607	322428	428647	409327	443927	487563
营业税金及附加	6731	10545	13972	14047	14654	16105
销售费用	849	1016	1531	1746	1987	2184
管理费用	8725	13409	19159	19851	21609	23474
财务费用	1062	366	511	1982	3726	3821
资产减值损失	610	-268	614	625	500	500
投资收益	235	156	135	168	180	200
营业利润	4702	8194	5840	9930	10536	12470
营业外收入	265	300	410	522	500	500
营业外支出	398	186	160	395	350	350
利润总额	4569	8307	6089	10056	10686	12620
所得税	863	1576	1772	2174	2191	2587
少数股东损益	0	133	70	28	48	57
归属于母公司所有者的净利润	3644	6599	4246	7854	8447	9976

附二：合并资产负债表

百万元	2008	2009	2010	2011	2012F	2013F
货币资金	57470	64952	65207	83058	90628	88678
应收账款	32774	44896	56531	64933	73375	82914
存货	22150	33476	59598	76006	79806	83796
流动资产合计	185074	238909	291925	360324	389150	420282
长期股权投资	1898	3161	4192	4444	4666	4900
固定资产	19689	27869	35172	38507	41203	44087
在建工程	2197	2571	2192	2064	2147	2233
非流动资产合计	6979	5788	6373	6791	6927	7066
资产总计	220102	282990	350194	422983	463700	507263
流动负债合计	158069	207595	262809	318742	350616	385677
非流动负债合计	13731	21316	29225	38522	42375	46612
负债合计	171800	228911	292034	357264	392990	432290
少数股东权益	528	814	828	970	1048	1132
股东权益合计	48301	54079	58231	65719	69662	73842
负债及股东权益合计	220102	282990	350265	422983	463700	507263

附三：合并现金流量表

百万元	2008	2009	2010	2011	2012F	2013F
经营活动产生的现金流量净额	7300	17474	6253	-12576	-14085	-15776
投资活动产生的现金流量净额	-13068	-13629	-15525	-10603	-11663	-12830
筹资活动产生的现金流量净额	32287	1407	10359	41649	33319	26655
现金及现金等价物净增加额	26518	5253	1086	18470	7570	-1950

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。