

西南铁路建设龙头，泛亚铁路最大受益者

中铁二局 (600528.SH)

推荐 首次评级

目标价: 13.5-15.8 元

核心观点:

- **铁路系统第一家上市公司，西南地区铁路建设龙头。**公司前身为西南铁路工程局，2001年5月在上交所上市，拥有铁路工程施工、公路、市政公用工程总承包特级资质，城市轨道交通工程专业承包资质。目前已形成基建、物资销售、房地产协同发展的良好布局。2014年1-9月公司实现营收/归母净利润 508.42/2.98 亿元，YOY-8.18%/+14.91%；收入下滑主要是由于物资销售业务的下滑。实际控制人为中国中铁，合计持股 51.39%。
- **中国基建增速向上，海外建筑市场空间广阔。**国内经济下行背景下基建投资成为稳增长重要手段，预计 14/15 年狭义口径基建总投资增长 8.99%/5.78%，广义口径基建投资增速 18%/15%。全球建筑市场 2020 年将达到 12.7 万亿美元，亚太地区将成为增长重要引擎。2015 年国际工程承包 ENR250/设计 ENR150 营收将达 7000/800 亿美元。我们判断国家“一带一路”相关规划、配套支持政策出台后中国工程公司走出去步伐将明显加快。
- **公司将是泛亚铁路的最大受益者。**预计到 2020 年，世界铁路总投资额将超过 15 万亿元，平均每年投资金额将达 2.5 万亿元，中国企业每年获得的市场份额或将达 3750 亿元。泛亚铁路从云南省昆明出发，分为东、中、西三线，在曼谷汇合后最终到达新加坡。规划建设的中泰、中老、中缅、新马铁路总投资超过 3200 亿元。母公司中国中铁或将获得超过 2500 亿元的市场份额，公司总部座落于四川成都，将直接受益于泛亚铁路建设，预计理论市场份额或将达 250 亿元，是 2013 年铁路合同额的 1.64 倍。11 月底已有 3 条泛亚铁路获批，分别是大（理）瑞（丽）铁路、玉（溪）磨（憨）铁路、祥（云）临（沧）铁路，预算总投资 927 亿元。
- **充足在手订单保证未来业绩的增长。**2013 年公司新签合同 750.61 亿元，YOY+7.2%。其中公路、市政、房建和城市轨道交通等项目金额占比达 71.86%。2014 年上半年新签订单 408.7 亿元，YOY-4.9%，增速下降主要是由于基数过高。截至 2014 年上半年末未完成合同额为 861 亿元，YOY+15.9%，合同收入比 1.1 倍。
- **风险提示：**宏观政策风险、市场风险、财务风险等。
- **盈利预测与估值：**我们预测公司 14/15/16 年 EPS 分别为 0.33/0.45/0.58 元。给予公司 2015 年 30-35 倍 PE，对应目标价为 13.5-15.8 元。首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	66611	79567	81265	88412	96682
增长率 YoY%	11.9	19.5	2.1	8.8	9.4
净利润(百万)	581	422	484	650	848
增长率 YoY%	11.0	-27.4	14.9	34.2	30.4
EPS (元)	0.40	0.29	0.33	0.45	0.58
PE	27	38	33	24	19
PB	2.8	2.7	2.5	2.3	2.1

资料来源：中国银河证券研究部，股价为 2014 年 12 月 16 日股价

分析师

鲍荣富

☎: 021-20252629

✉: baorongfu@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130514050003

联系人

周松

☎: 021-68596786

✉: zhousong_yj@chinastock.com.cn

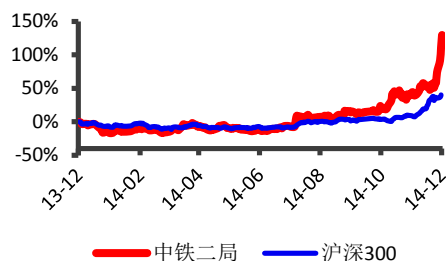
执业证书编号: S0130114120010

特此鸣谢 梁清对报告编制提供信息

市场数据 时间 2014.12.16

A 股收盘价(元)	10.88
A 股一年内最高价(元)	10.88
A 股一年内最低价(元)	4.25
上证指数	3021.5
市净率	2.6
总股本(万股)	145920
实际流通 A 股(万股)	145920
限售的流通 A 股(万股)	0
流通 A 股市值(亿元)	170

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

《建筑工程专题报告之五：一带一路大战略，国际工程大机遇》

2014/11/9

目 录

一、公司概况：铁路系统首家上市公司.....	2
二、行业分析：基建增速向上，“一带一路”国家战略打开海外市场增长空间.....	3
（一）稳增长背景下基建增速向上.....	3
（二）一带一路国家战略打开海外增长空间.....	5
三、公司分析：西南地区铁路建设龙头，泛亚铁路的最大受益者.....	8
（一）整体业绩增长平稳.....	8
（二）基建建设：铁路/非铁工程齐头并进，海外空间广阔.....	9
（三）物资销售：毛利率低，增速下降.....	10
（四）房地产开发：高毛利率持续贡献业绩.....	11
（五）公司未来业绩的驱动因素.....	12
五、风险因素.....	14
六、盈利预测、估值及评级.....	14

一、公司概况：铁路工程首家上市公司

中铁二局股份有限公司成立于 1999 年 9 月 24 日，是由中铁二局集团有限公司作为主发起人设立的股份有限公司。公司股票于 2001 年 5 月 28 日在上交所挂牌交易，是中国铁路建设系统第一家上市公司。

公司拥有铁路工程施工、公路、市政公用工程等总承包特级资质，以及城市轨道交通工程专业承包资质，主营各类工业、能源、交通等工程项目施工承包和机械租赁。近年来，公司不断拓展经营业务范围，从传统单一的基建建设业务逐步拓展为基建、物资销售、房地产开发多业务齐发展的综合型公司。

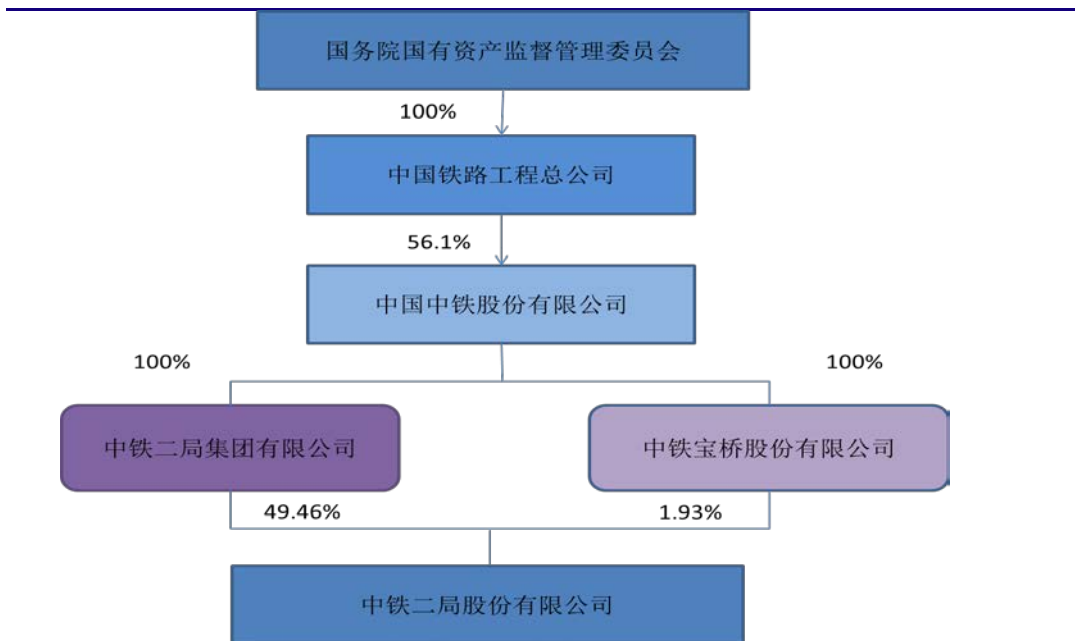
表 1：上市以来公司经营范围的变化

	2001 年 5 月—2007 年 4 月	2007 年 4 月—至今
工程类项目承包	√	√
工程机械租赁	√	√
工程技术开发与咨询		√
建筑、金属材料、铁路专用设备、工程机械的销售		√
铁路简支梁生产		√
仓储服务		√
房地产开发		√

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

公司的最大股东为中铁二局集团，持有本公司 49.46% 的股份，实际控制人为中国中铁股份有限公司，合计持有公司 51.39% 的股份。

图 1：公司股权结构



资料来源：wind，中国银河证券研究部

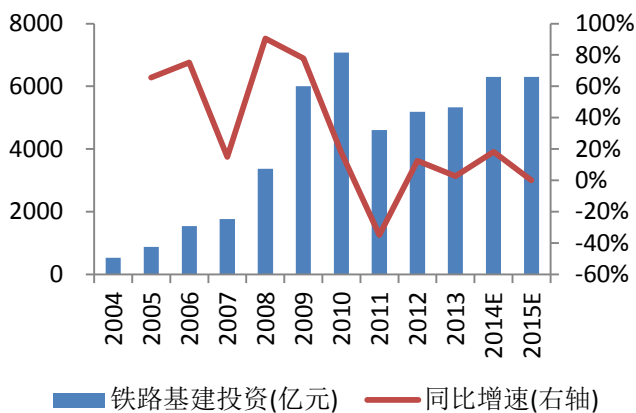
二、行业分析：基建增速向上，“一带一路”打开海外市场

(一) 稳增长背景下基建增速向上

1、基建投资未来增长空间测算

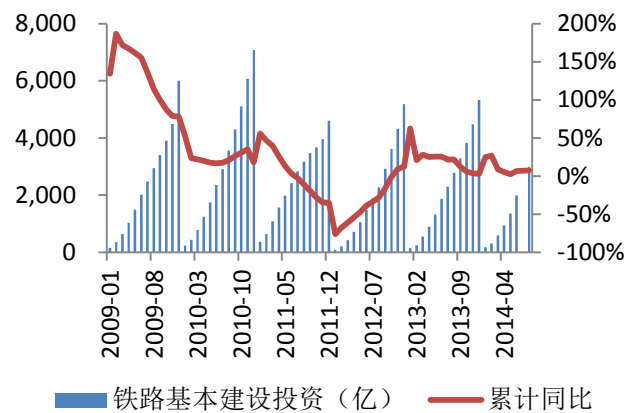
(1) **铁路**：国家计划 2014 年完成铁路固定资产投资 8000 亿元，我们预计其中铁路基建投资 6200 亿元，YOY+21.57%。随着铁路建设基金逐步落实到位，今年铁路投资增速继续呈现明显的前低后高态势。

图 2：中国历年铁路基建投资额及增速



资料来源：中国银河证券研究部

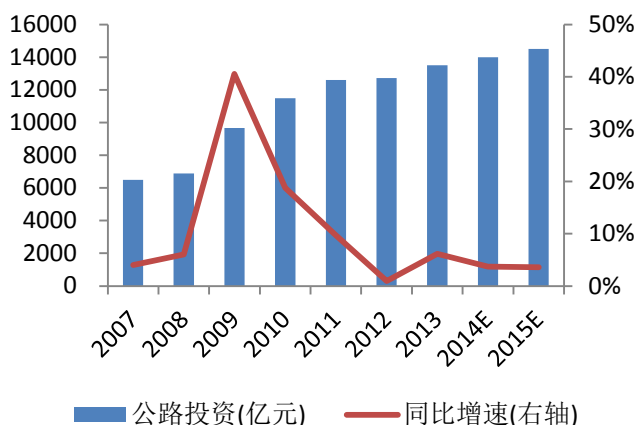
图 3：中国铁路月度基建投资及增速



资料来源：中国银河证券研究部

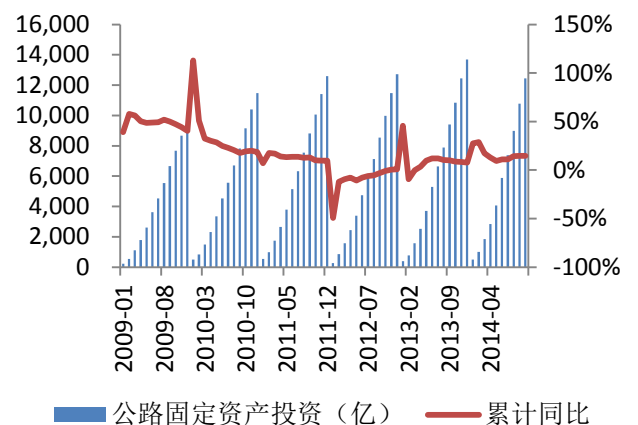
(2) **公路**：2014 年 1-10 月我国交通固定资产投资达到 12440 亿元，同比增长 14.7%，其中 10 月单月完成 1669 亿元，同比上升 15.4%。我们预计今年公路投资全年将达 14000 亿元，同比增长 3.7%。

图 4：中国历年公路投资及增速



资料来源：wind，中国银河证券研究部

图 5：中国公路月度固定资产投资及增速



资料来源：wind，中国银河证券研究部

(3) **城市轨道交通**：截至 2014 年 10 月已有 40 座城市轨交规划获批，新增运营里程超过 3000 公里，总投资 2.0-2.5 万亿。从今年已有规划来看，轨道交通投资全年有望首次突破

3000 亿元，达到 3200 亿元，较去年增长 28.0%。

综合来看，“十二五”期间基建总投资将达到 16.6 万亿元，较“十一五”投资总额增长 4.98%。就目前来看，整体投资规划符合预期，铁路基建和城市轨道交通是增速最快的两个项目，预计 14/15 年狭义口径基建总投资增长 8.99%/5.78%；14/15 年广义口径基建固定资产投资增速 20%/15%。我们预计“十三五”期间基建投资的重点在铁路、城轨和民航方面。

表 2：中国基础设施投资及预测（亿元）

项目	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2011-2015
铁路基建	7075	4611	5185	5100	6200	6300	27396
YOY	17.80%	-34.83%	12.45%	-1.64%	21.57%	1.61%	-2.29%
公路	11482	12596	12714	13500	14000	14500	67310
YOY	18.80%	9.70%	0.94%	6.18%	3.70%	3.57%	4.78%
内河及航道	1171	1405	1494	1600	1800	2000	8299
YOY	10.50%	19.98%	6.33%	7.10%	12.50%	11.11%	11.30%
城市轨道交通	2361	2264	2380	2500	3200	4000	14344
YOY	16.00%	-4.11%	5.12%	5.04%	28.00%	25.00%	11.12%
机场	647	750	800	850	900	1000	4300
YOY	8.70%	15.92%	6.67%	6.25%	5.88%	11.11%	9.10%
水利	2328	3452	4303	4397	4500	4600	21252
YOY	36.70%	48.28%	24.65%	2.18%	2.34%	2.22%	14.59%
电源基建	3641	3712	3732	3800	4000	4200	19444
YOY	-1.90%	1.95%	0.54%	1.82%	5.26%	5.00%	2.90%
合计	28705	28790	30608	31747	34600	36600	162345
YOY	15.80%	0.30%	6.31%	3.72%	8.99%	5.78%	4.98%

资料来源：国家发改委、交通运输部，中国银河证券研究部

表 3：“十三五”、“十四五”交通基础设施总投资规模（万亿元）

序号	运输方式	“十二五” 预计完成	“十三五”		“十四五”	
			投资规模	增减比例%	投资规模	增减比例
1	公路	6.5	6.0-6.5	-7.7/0.0	5.0-6.0	-13.3/-7.7
2	水路	0.68	0.6-0.7	-11.8/2.9	0.5-0.6	-8.8/-10.7
3	铁路	2.5	2.5-3.0	0.0/+20.0	2.0-2.5	-20.0-16.7
4	民航	0.4	0.4-0.48	0.0/+20.0	0.4-0.52	0.0、+8.3
5	管道	0.4	0.4	0.0	0.4	0.0
6	城轨	1.3	1.8-2.0	+38.5/+53.8	2.0-2.3	+11.1/+15.0
	合计	11.78	10.6-12.48	-10.0/+5.9	9.25-11.22	-12.7/-10.1

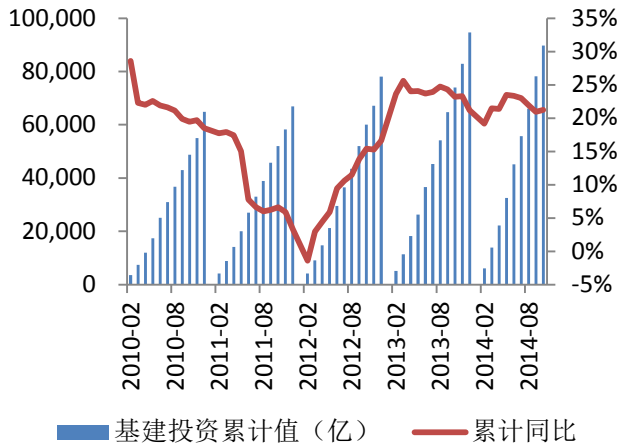
资料来源：国家发改委综合运输所，中国银河证券研究部

2、基建投资驱动力

(1) 经济下行背景下，基建投资成为稳增长的重要手段。随着中国经济增速减缓，GDP

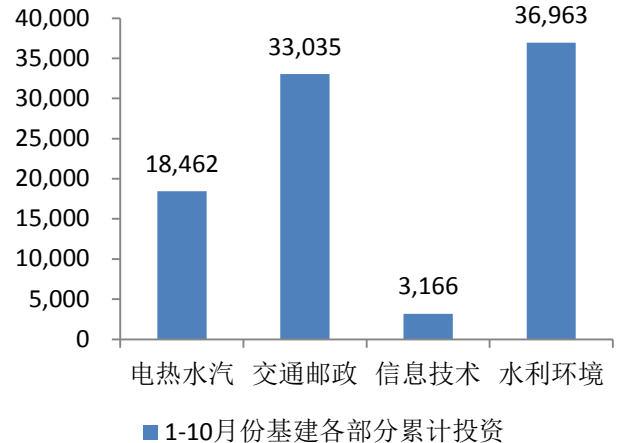
潜在增长空间下调，基础建设在稳定经济增长方面将扮演更加重要的角色。基建投资总量大，约占固定资产投资平均比重的 25%。截止 2014 年 10 月份，基础设施累计投资额已经达到 9.2 万亿，同比增长 21.4%，增速显著快于房建及工业建筑。

图 6：基建累计投资及增速



资料来源:wind, 中国银河证券研究部

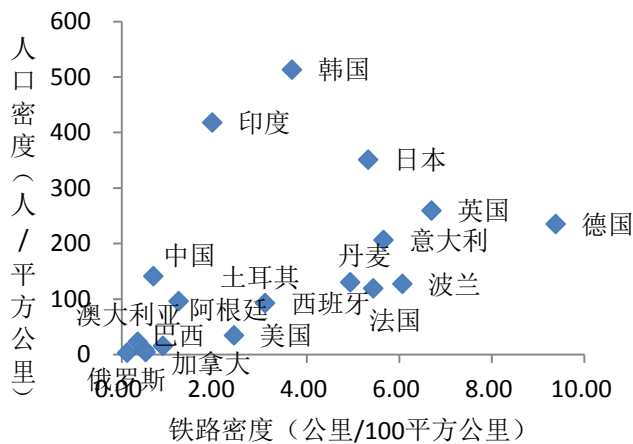
图 7：2014 基建各部分快速增长



资料来源:wind, 中国银河证券研究部

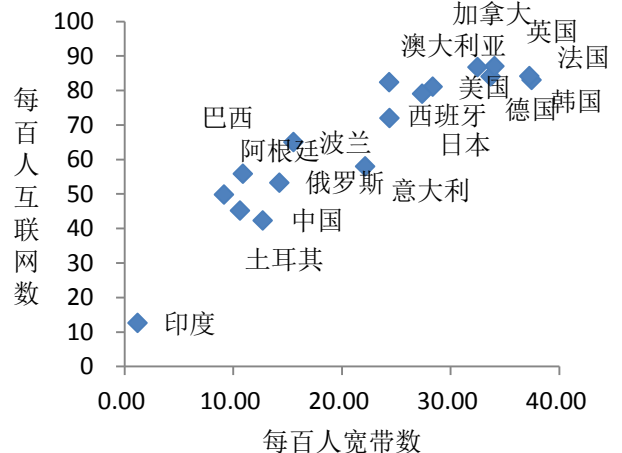
(2) 与可比国家相比，我国基建投资仍然具备增长空间。与发达国家的基建水平相比，我国的铁路和公路建设处于中等水平，但铁路建设相对滞后于公路建设。ICT 基础设施投资仍存上升空间。

图 8：世界主要国家铁路密度和人口密度比较



资料来源:WDI, 中国银河证券研究部

图 9：世界主要国家 ICT 基础设施比较



资料来源:WDI, 中国银河证券研究部

(二) 一带一路国家战略打开海外增长空间

(1) 全球建筑业 2020 年将增至 12.7 万亿美元，新兴国家成主流市场。根据《全球建筑

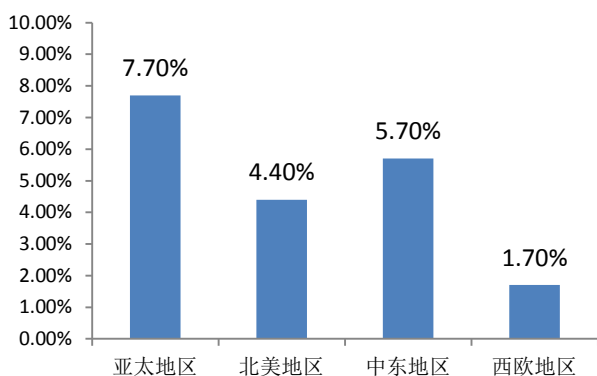
2020》报告，全球建筑市场将以年均 4.9% 的速度增长，2020 达到 12.7 万亿美元，占全球总产出 的 14.6%。亚太地区的建筑市场产值将成为全球建筑业增长的重要引擎，有望以年均 7.7% 的增幅高速发展。

表 4：2020 全球建筑市场格局预测

	2020 年建筑产值（万亿美元）	占全球建筑市场比	占全球生产总值比
新兴国家	7.0	55%	17.20%
发达国家	5.7	45%	14.07%

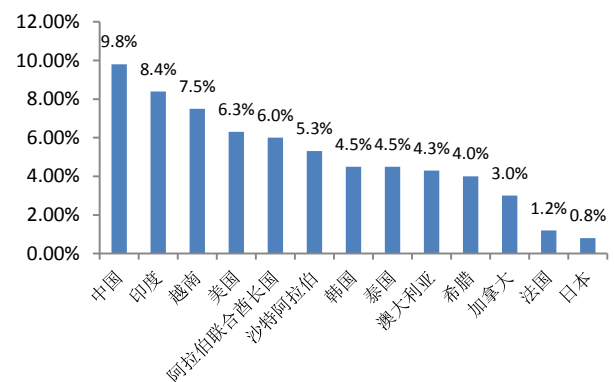
资料来源：《全球建筑 2020》，中国银河证券研究部

图 10：至 2020 年世界各区域建筑业产值年增速预计



资料来源：《全球建筑 2020》，中国银河证券研究部

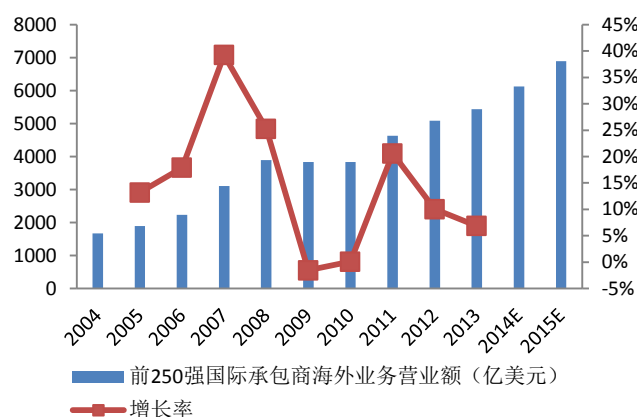
图 11：至 2020 年各国建筑业产值年增速预计



资料来源：《全球建筑 2020》，中国银河证券研究部

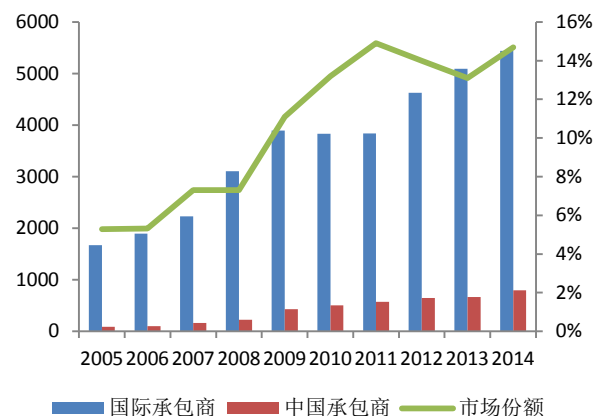
（2）国际工程承包 2015 年将达 7000 亿美元，中国公司规模提升空间大；国际工程设计 2015 年将达 800 亿美元，亚洲企业规模效益偏低。根据 ENR2014 年 250 家国际最大承包商海外业务营业总额达到 5439.7 亿美元，中国内地企业国际收入占比 14.7%，数量占比为 24.8%，平均海外收入 12.7 亿，远低于整个榜单均值 21.76 亿，中国企业海外市场有较大的提升空间。

图 12：全球前 250 承包商的海外业务营业额（亿美元）



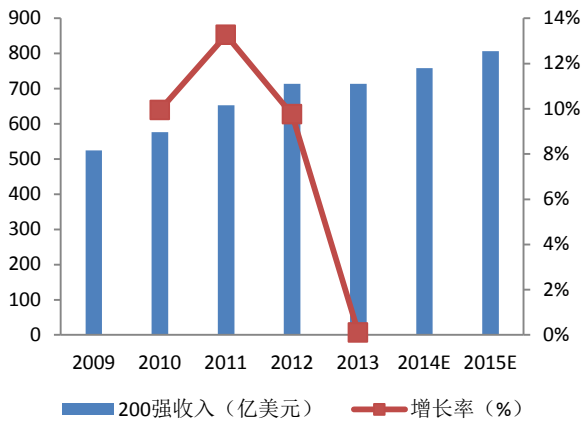
资料来源：ENR，中国银河证券研究部

图 13：全球前 250 承包商的中国企业情况（亿美元）



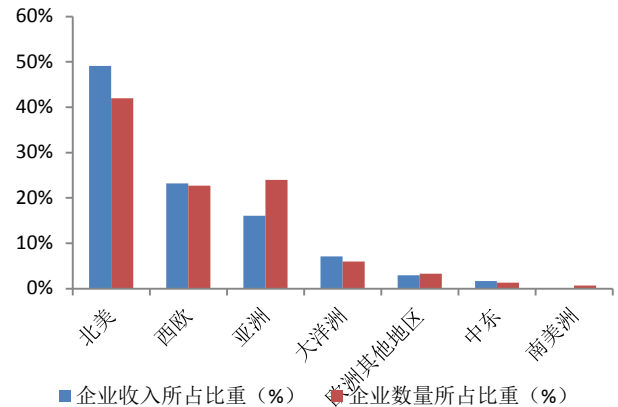
资料来源：ENR，中国银河证券研究部

图 14: ENR 全球 200 强工程设计企业海外收入及增长率



资料来源:ENR, 中国银河证券研究部

图 15: 2014 年 ENR 全球 150 强工程设计企业区域分布情况



资料来源:ENR, 中国银河证券研究部

根据全球各国家和地区的铁路规划，预计到 2020 年，世界铁路的总投资额将超过 15 万亿元，平均每年投资金额将超过 2.5 万亿元。假设中国企业能获得 15% 的份额（ENR2014 年国际 250 强中国内地企业收入占比 14.7%），则每年的新增市场容量将超过 3750 亿元。预计亚洲市场仍将是未来发展的主要阵地。

表 5: 世界主要地区和国家规划的铁路投资额

区域	铁路规划投资金额 (亿元)	规划概况
中东	6138	阿拉伯半岛 6 个国家构想组建的海湾合作委员会(GCC)铁路
西亚	7734	此轮建设高潮将使该地区的铁路总里程达到 6.7 万公里
东非	55300	铁路连接坦桑尼亚、肯尼亚、乌干达，最终到达南苏丹和埃塞俄比亚甚至其他地区的铁路，由东非共同体基础设施部长管理和实施。
西非	1536	规划修建一条连接塞内加尔、马里、科特迪瓦、布基纳法索、贝宁和多哥铁路
中非	1843	修建一条连接喀麦隆、乍得、中非共和国、刚果(金)、加蓬、赤道几内亚、尼日利亚和安哥拉的铁路网，预计工期 8 年
南非	6143.8	计划新建和翻修铁路，希望促进本地区进出口和创建共同市场
欧盟	38300	规划修建泛欧铁路网，优先建设发展的 9 条动脉线路规划，称为 9 条“走廊”方案
拉美	11884	巴西将投资建设 12 条铁路，阿根廷政府将对约 7 0 0 0 多公里的铁路线进行更新改造
澳大利亚	7136.6	规划未来在东部各州修建高铁，缓解交通压力
俄罗斯	17872	新建线路 20500 公里(其中高速线 1528 公里)，总投资 17872 亿人民币
合计	153887.4	

资料来源: 中国银河证券研究部整理

中国丝路基金、亚洲基础设施投资银行(AIIB)将充分发挥我国在金融方面的优势，满足

国家和企业向海外发展的投融资方面的巨大需求。

表 6: 新成立的金融机构支持中国企业“走出去”

成立时间	金融机构	资金来源和规模	成员国	成立目的
2014 年 11 月 4	丝路基金	中国出资 400 亿美元	面向亚洲投资者开放的	利用我国资金实力直接支持“一带一路”建设。
2014 年 10 月 24 日	亚洲基础设施投资银行 (AIIB)	法定资本为 1000 亿美元, 以各国 GDP 为权重缴资和分配权重	包括中国、印度、新加坡、马来西亚等在内 21 个亚洲国家	充分发挥亚太地区在基础设施建设方面的潜力, 满足有关国家在基础设施投融资方面的需求。

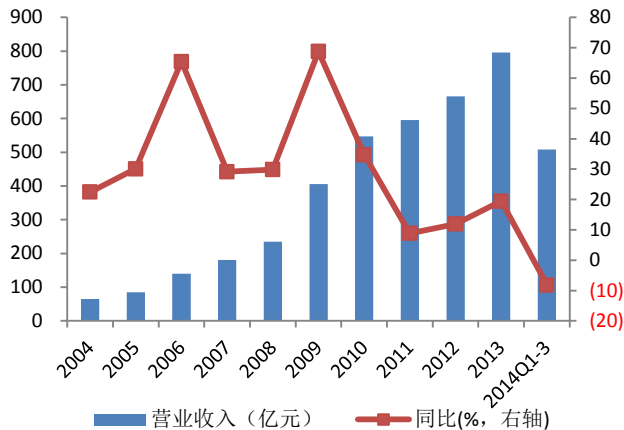
资料来源: 公开资料, 中国银河证券研究部

三、公司分析: 西南铁路建设龙头, 泛亚铁路最大受益者

(一) 整体业绩增长平稳

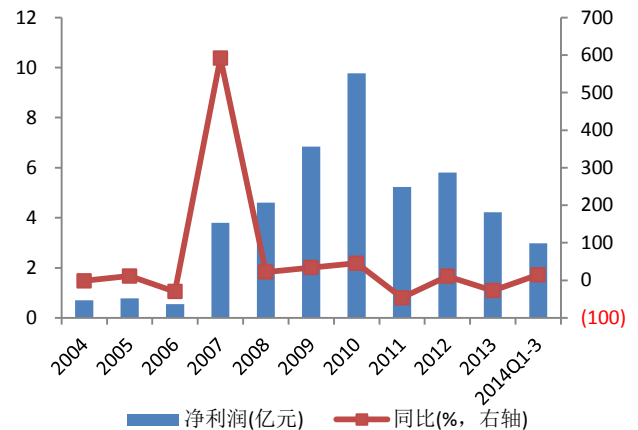
2004-2013 年公司营业收入从 64.98 亿迅速攀升至 795.67 亿, CAGR 达 32.1%; 净利润 2007 年开始跨越式增长, 主要是由于公司经营范围的扩张、新型业务如工程技术与咨询、机械销售利润率相对传统业务较高所致。2014 年 1-9 月公司实现营收 508.42 亿元, 同比下降 8.18%; 主要由于物资销售业务的下滑所致; 实现净利润 2.98 亿元, 同增 14.91%。

图 16: 公司主营收入及增速



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

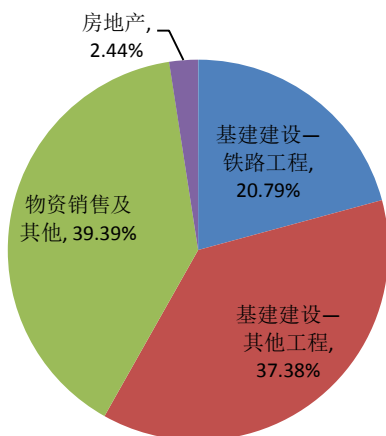
图 17: 公司净利润及增速



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

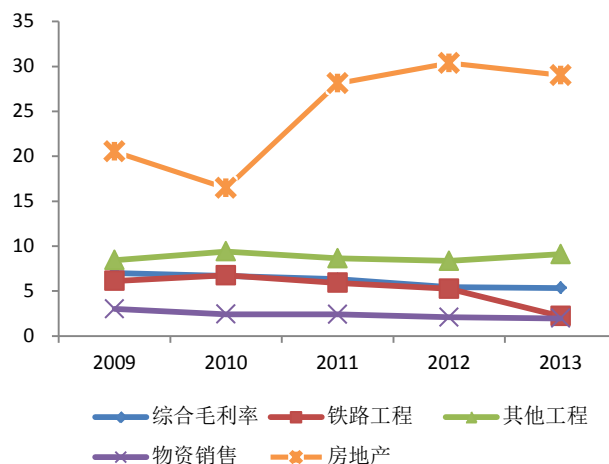
分业务结构来看, 2013 年基建建设占主营的 58.17% (其中铁路工程 20.79%、其他工程 37.38%), 物资销售业务占比达 39.39%, 房地产是公司的新兴业务, 占比为 2.44%。公司综合毛利率为 6% 左右, 近年来有微降趋势。房地产业务近年的毛利率均在 30% 左右; 其他工程、铁路工程、物资销售的综合毛利率在 9%、5%、2% 左右。

图 18: 2013 年报公司主营业务构成



资料来源:wind, 中国银河证券研究部

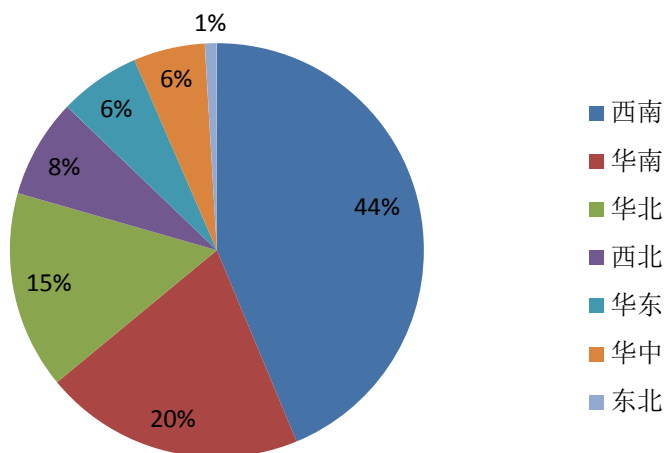
图 19: 各主营业务毛利率变化 (%)



资料来源:wind, 中国银河证券研究部

分区域结构来看, 公司的主要业务区域在西南、华南、华北三个区域, 占比约达 80%。其中西南地区占比达 44%。

图 20: 公司业务区域分布



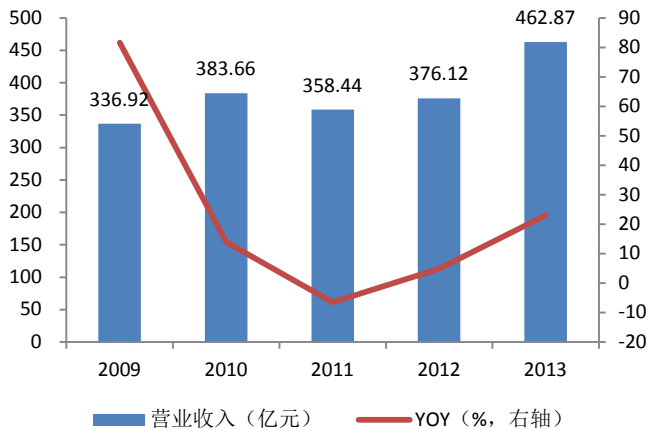
资料来源: wind, 中国银河证券研究部

(二) 基建建设: 铁路/非铁工程齐头并进, 海外空间广阔

铁路及非铁路工程齐头并进发展, 尤其是非铁工程增势良好, 近年来收入持续较快增长。基建板块是公司的主打业务, 业务占比约为 60%; 基建业务包括两个子业务: 铁路工程 (20%) 和其他工程 (40%), 其他工程包括公路、市政、房建和城市轨道交通等项目。2013 年基建板块实现营收 462.87 亿元, 同比增长 23.06%; 铁路工程/其他工程分别实现营收 165.43/297.44 亿元, YOY+6.42%/+34.79%, 其他工程业务增幅较大。

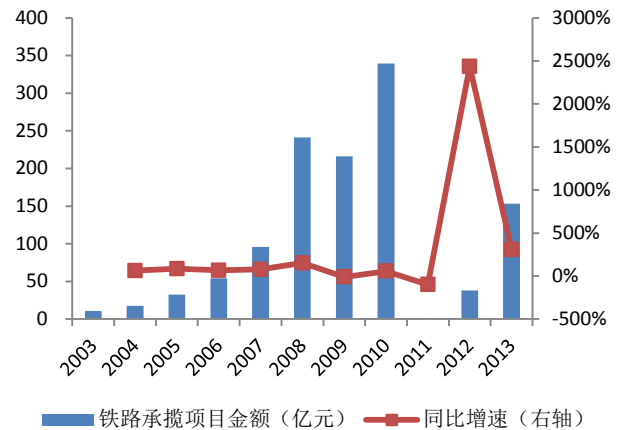
未来随着国内基建投资的逐步加大以及海外铁路项目的承揽机遇，将为公司的基建业务的增长注入新动力。2011 年由于严峻的宏观经济形势以及急剧萎缩的铁路建设市场公司铁路承揽项目金额骤降，仅为 1.49 亿元；之后铁路市场逐渐回暖公司承揽项目金额也逐步回升。

图 21: 基建建设业务历年营收



资料来源:wind, 中国银河证券研究部

图 22: 公司历年铁路项目承揽情况

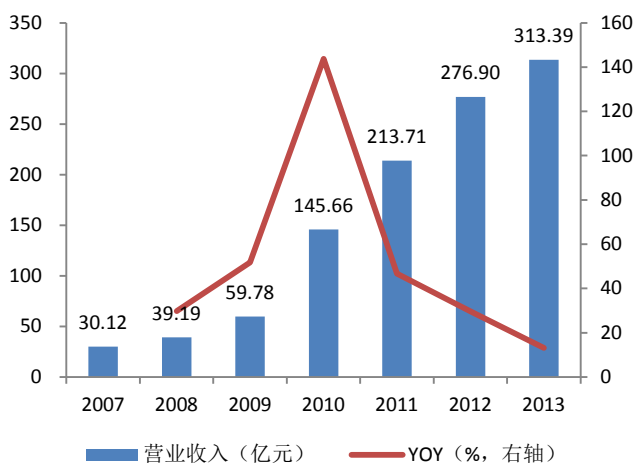


资料来源:wind, 中国银河证券研究部

(三) 物资销售: 合理控制规模, 毛利率相对较低

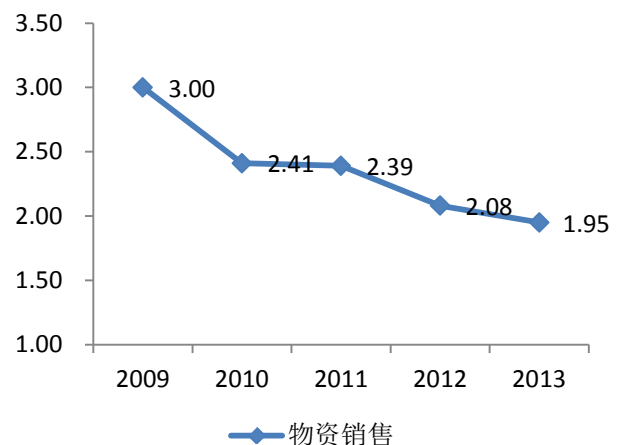
物资销售业务规模大, 毛利低。公司物资销售 2013 年业务占比近 40%, 毛利占比只有 14.3%。物资供销受宏观经济影响大, 同时受供方规模、技术、管理、资金、渠道等多种因素影响, 行业竞争激烈。近年来公司物资销售毛利率不断下降。2013 年毛利率只有 1.95%, 2014 年上半年毛利率下降到 1.93%。

图 23: 物资销售业务历年营收



资料来源:wind, 中国银河证券研究部

图 24: 物资销售历年毛利率 (%)

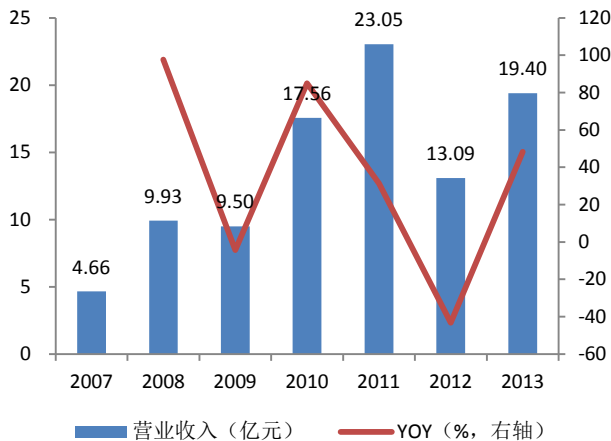


资料来源:wind, 中国银河证券研究部

（四）房地产开发：预售情况良好，持续贡献业绩

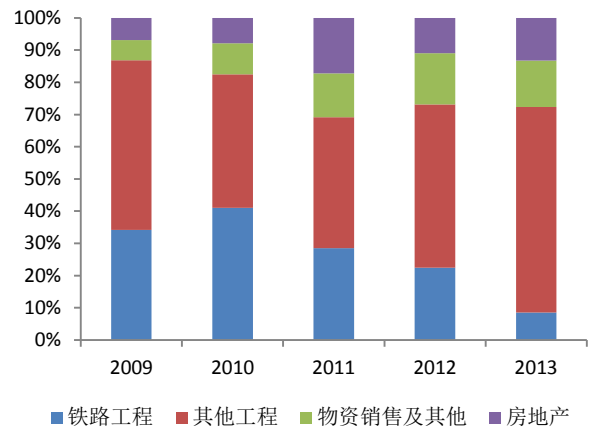
房地产开发业务也是公司 2007 年之后拓展的新兴业务，营收从 2007 年的 4.66 亿元到 2011 年的 23.05 亿元，复合增速达 49%；2012 年受国家宏观经济环境以及政策调控的影响，房地产开发业务营收骤降。2013 年房地产业务在营收占比为 2.44%，毛利占比却达到了 13.26%。

图 25：房地产业务历年营收



资料来源:wind, 中国银河证券研究部

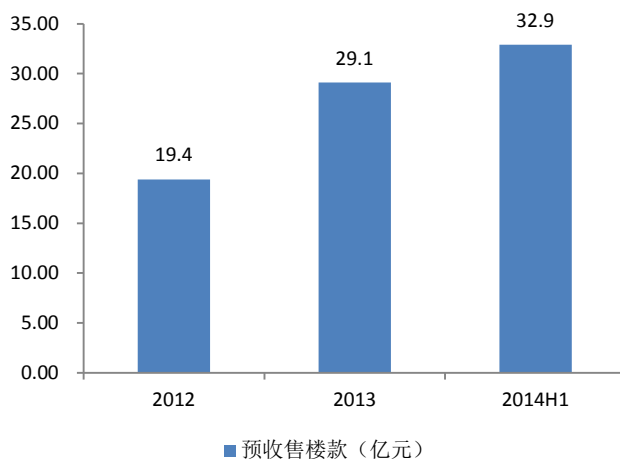
图 26：公司历年房地产毛利占比



资料来源:wind, 中国银河证券研究部

2013 年房地产项目陆续竣工交房，确认的结算收入大幅增加，致使房地产收入达到 19.4 亿元，较上年同期增长 48.25%。从购房预付款来看，房地产业务将持续为公司贡献业绩。2014 年上半年，公司房地产销售实现收入 8.62 亿元，同比增长 143%。

图 27：公司预收售楼款



资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部

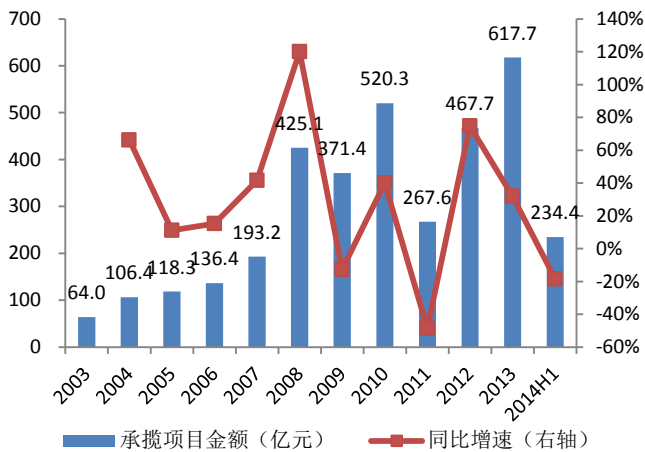
(五) 公司未来业绩的驱动因素

1、新签订单创新高，保证未来业绩增长

从公司承揽的项目金额来看，2007 年之后金额突增，主要是源于公司业务范围的逐步扩大，2011 年由于严峻的宏观经济形势以及急剧萎缩的铁路建设市场公司承揽项目金额骤降，之后铁路市场逐渐回暖公司承揽项目金额也逐步回升。2013 年公司新签合同金额高达 750.61 亿元，YOY+7.2%。

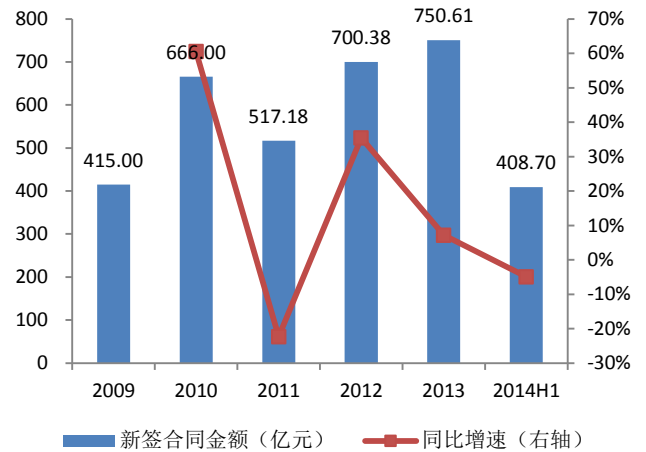
2014 年上半年，公司新签订单 408.7 亿元，同比下降 4.9%，下降的主要原因是去年基数过高。截至 2014 年上半年末，未完成合同额为 861 亿元，YOY+15.9%。

图 28: 公司承揽项目情况



资料来源:wind, 中国银河证券研究部

图 29: 公司新签合同情况



资料来源:wind, 中国银河证券研究部

2013 年共承揽项目 423 项，其中公路、市政、房建和城市轨道交通等项目金额达到 443.85 亿元，占比高达 71.86%；铁路项目单体均额最高，为 3.56 亿元/项，可见项目大单主要来自于铁路项目。

表 7: 2013 年公司承揽项目概况

	数量 (项)	金额 (亿元)	单体均额(亿元)	占总额比
公路、市政、房建和城市轨道交通等项目	212	443.85	2.09	71.86%
铁路项目	43	153.2	3.56	24.80%
物资销售	96	19.32	0.20	3.13%
勘察设计	72	1.28	0.02	0.21%
合计	423	617.65	1.46	100.00%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

2、海外市场空间广阔，泛亚铁路最大受益者

中铁二局集团有限公司前身为西南铁路工程局，总部坐落于四川成都，公司主要业务也集中在西南地区，收入占比超过了 60%。中国西南紧邻东南亚，是领土接壤最多的地区。

泛亚铁路早从上世纪 60 年代就开始酝酿，它从云南省昆明市出发，分为东线、中线和西线，东中西三线最终在曼谷汇合后最终到达新加坡。

图 30：泛亚铁路路线图



资料来源：公开资料，中国银河证券研究部

2014 年 8 月泰国执政当局批准了连接中国的铁路项目，该项目耗资约 233 亿美元，计划建设开府-马塔府(总长 737 公里，计划投资 757 亿元)，清孔-帕栖(总长 655 公里，计划投资 673 亿元)2 条高速铁路，并将与中国铁路相连。

今年下半年，云南有 3 条泛亚铁路（规改和建设计划）获批，分别是大（理）瑞（丽）铁路、玉（溪）磨（憨）铁路、祥（云）临（沧）铁路，其中，大（理）瑞（丽）铁路为在建项目，玉（溪）磨（憨）铁路、祥（云）临（沧）铁路 2 条有望近期开工。3 项目预算总投资 927 亿元左右。

表 8：泛亚铁路规划

铁路线	里程	金额（亿元）	起点	终点	进度
中越铁路	283 公里	120	玉溪	河口	已通车
中泰铁路	超过 3000 公里	1430	昆明	新加坡	2014 年获批，预计 2015 年开工

中老铁路	504 公里	445.1	中国玉溪	老挝磨憨	2014 年获批
中缅铁路	1920 公里	700	昆明	胶漂	暂缓
新马铁路	354 公里	744	吉隆坡	新加坡	2015 年底兴建
合计		3239.1			

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

我们预计中国中铁获得的泛亚铁路的市场份额或将超过 2500 亿元（中泰铁路 757 亿元、中老铁路 445 亿元、中缅铁路 700 亿元、新马铁路 744 亿元），假设中铁二局能获得 10% 的份额，则金额将超过 250 亿元，将是 2013 年公司铁路合同的 1.64 倍。

3、降息有助于降低财务费用、预计对公司业绩贡献 8.9%

11 月 21 日晚间央行网站发布公告，决定下调金融机构人民币贷款和存款基准利率。我们分析，降息给公司带来的利好因素主要有：（1）能够缓解企业项目的资金压力，从而降低企业的经营性负债，改善企业的经营现金流；（2）有助于减少了企业的财务费用，公司 2014Q3 期末资产负债率已达 87.9%，降息对公司业绩的贡献达到 8.9%；（3）可以刺激整个建筑下游行业的需求，进而为公司发展带来新机遇。

五、风险因素

宏观政策风险。公司产品多属政府或国有资金投资项目，项目建设受政策影响较大，若投资的方向、投资的力度及节奏进行调整，均会对企业的发展造成重大影响；另外，国家的货币政策、税收政策、财政政策等将对企业发展造成重大影响，其中房地产行业受国家政策调控更直接，影响更突出。公司面临较大宏观政策风险。

市场风险。市场竞争不断加剧和人工、材料、设备价格上涨，对公司的业务开发及经营成本将产生不利影响。

技术风险。随着公司工程施工规模逐渐增大，设计新颖、科技含量高、施工难度大的项目日益增多，对技术储备、研发、管理等提了更高的要求，进一步加大了企业的技术风险。

财务风险。随着公司业务规模的进一步扩大，资金需要随之增大，融资费用将随之提高，如果未来产品销售回款速度放慢，将对发展战略以及经营目标的实现有一定的影响，公司将面临一定的财务风险。

六、盈利预测、估值及评级

我们预测公司 14/15/16 年 EPS 分别为 0.33/0.45/0.58 元。给予公司 2015 年 30-35 倍 PE，对应目标价 13.5-115.75 元。首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

利润表(百万元)

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	66,611	79,567	81,265	88,412	96,682
营业成本	62,983	75,322	76,491	82,887	90,422
毛利率	5.4%	5.3%	5.9%	6.2%	6.5%
营业税金及附加	1,330	1,760	1,798	1,956	2,139
营业费用	131	134	137	140	144
营业费用率	0.20%	0.17%	0.17%	0.16%	0.15%
管理费用	1,161	1,297	1,406	1,503	1,625
管理费用率	1.74%	1.63%	1.73%	1.70%	1.68%
财务费用	262	352	718	884	950
财务费用率	0.39%	0.44%	0.88%	1.00%	0.98%
投资收益	238	322	110	121	133
营业利润	914	926	822	1,148	1,519
营业利润率	1.37%	1.16%	1.01%	1.30%	1.57%
营业外收入	45	25	90	56	59
营业外支出	23	13	24	13	26
利润总额	936	938	887	1,191	1,552
所得税	208	263	195	262	342
所得税率	22.2%	28.0%	22.0%	22.0%	22.0%
少数股东损益	147	253	208	279	363
归属于母公司股	581	422	484	650	848
净利率	0.87%	0.53%	0.60%	0.74%	0.88%
EPS (元)	0.40	0.29	0.33	0.45	0.58

现金流量表 (百万元)

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	581	422	484	650	848
少数股东权益	147	253	208	279	363
折旧和摊销	10,941	12,641	187	214	240
营运资金变动	7,090	6,389	-653	-175	-279
其他	807	-378	611	778	834
经营现金流	19,567	19,327	838	1,746	2,006
资本支出	1,676	1,971	-345	-345	-345
投资收益	1,929	1,962	110	121	133
资产变卖	-70,733	-79,672	0	0	0
其他	67,129	75,738	37	39	41
投资现金流	0	0	-198	-185	-171
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	430	592	3,834	201	155
股息支出	0	0	-121	-163	-212
其他	-389	-592	-718	-884	-950
融资现金流	41	0	2,996	-846	-1,008
现金及现金等价	19,608	19,327	3,636	715	827

资产负债表(百万元)

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	4,548	4,491	8,127	8,841	9,668
存货	14,225	15,483	15,292	16,571	18,077
应收账款	11,225	14,790	15,105	16,436	17,975
其他流动资产	9,303	11,470	11,710	12,285	12,953
流动资产	39,300	46,233	50,235	54,133	58,673
固定资产	1,868	1,875	1,933	1,965	1,972
长期股权投资	354	382	382	382	382
无形资产	85	85	85	85	84
其他长期资产	2,501	2,572	2,635	2,696	2,755
非流动资产	4,808	4,913	5,034	5,127	5,193
资产总计	44,108	51,147	55,269	59,260	63,866
短期借款	8,751	8,162	12,117	12,438	12,712
应付账款	11,544	14,553	14,151	15,417	16,819
其他流动负债	15,982	19,492	19,611	21,368	23,419
流动负债	36,277	42,207	45,878	49,223	52,950
长期负债	741	1,569	1,469	1,369	1,269
其他长期负债	755	626	606	586	566
非流动性负债	1,496	2,195	2,075	1,955	1,835
负债合计	37,773	44,402	47,953	51,178	54,785
股本	1,459	1,459	1,459	1,459	1,459
资本公积	1,598	1,598	1,598	1,598	1,598
股东权益合计	5,699	5,945	6,309	6,796	7,432
少数股东权益	636	799	1,007	1,286	1,649
负债股东权益	44,108	51,147	55,269	59,260	63,866

主要财务

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
增长率 (%)					
营业收入	11.91	19.45	2.13	8.79	9.35
营业利润	11.07	1.25	(11.26)	39.68	32.36
净利润	11.05	(27.45)	14.88	34.21	30.39
利润率 (%)					
毛利率	5.45	5.34	5.87	6.25	6.47
EBIT Margin	1.51	1.32	1.76	2.18	2.43
EBITDA	17.94	17.21	1.99	2.42	2.68
净利率	0.87	0.53	0.60	0.74	0.88
回报率 (%)					
净资产收益	10.20	7.24	7.91	9.92	11.91
总资产收益	1.34	0.90	0.93	1.16	1.41
其他 (%)					
资产负债率	85.64	86.81	86.76	86.36	85.78
所得税率	22.23	28.05	22.00	22.00	22.00
股利支付率	0.00	0.00	25.00	25.00	25.00

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

插图目录

图 1: 公司股权结构.....	2
图 2: 中国历年铁路基建投资额及增速.....	3
图 3: 中国铁路月度基建投资及增速.....	3
图 4: 中国历年公路投资及增速.....	3
图 5: 中国公路月度固定资产投资及增速.....	3
图 6: 基建累计投资及增速.....	5
图 7: 2014 基建各部分快速增长.....	5
图 8: 世界主要国家铁路密度和人口密度比较.....	5
图 9: 世界主要国家 ICT 基础设施比较.....	5
图 10: 至 2020 年世界各区域建筑业产值年增速预计.....	6
图 11: 至 2020 年各国建筑业产值年增速预计.....	6
图 12: 全球前 250 承包商的海外业务营业额 (亿美元).....	6
图 13: 全球前 250 承包商的中国企业情况 (亿美元).....	6
图 14: ENR 全球 200 强工程设计企业海外收入及增长率.....	7
图 15: 2014 年 ENR 全球 150 强工程设计企业区域分布情况.....	7
图 16: 公司主营收入及增速.....	8
图 17: 公司净利润及增速.....	8
图 18: 2013 年报公司主营业务构成.....	9
图 19: 各主营业务毛利率变化 (%).....	9
图 20: 公司业务区域分布.....	9
图 21: 基建建设业务历年营收.....	10
图 22: 公司历年铁路项目承揽情况.....	10
图 23: 物资销售业务历年营收.....	10
图 24: 物资销售历年毛利率 (%).....	10
图 26: 房地产业务历年营收.....	11
图 27: 公司历年房地产毛利占比.....	11
图 28: 公司预收售楼款.....	11
图 29: 公司承揽项目情况.....	12
图 30: 公司新签合同情况.....	12
图 31: 泛亚铁路路线图.....	13

表格目录

表 1: 上市以来公司经营范围的变化	2
表 2: 中国基础设施投资及预测 (亿元)	4
表 3: “十三五”、“十四五”交通基础设施总投规模 (万亿元)	4
表 4: 2020 全球建筑市场格局预测	6
表 5: 世界主要地区和国家规划的铁路投资额	7
表 6: 新成立的金融机构支持中国企业“走出去”	8
表 7: 2013 年公司承揽项目概况	12
表 8: 泛亚铁路规划	13

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。

鲍荣富，建筑与工程行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

港股：中国铁建（01186.HK）、中国中铁（00390.HK）、中国交建（01800.HK）

A 股：中国建筑（601668.SH）、中国海诚（002116.SZ）、苏交科（300284.SZ）、达实智能（002421.SZ）、延华智能（002178.SZ）、赛为智能（300044.SZ）、中国化学（601117.SH）、三维工程（002469.SZ）、围海股份（002586.SZ）、东华科技（002140.SZ）、金螳螂（002081.SZ）、洪涛股份（002325.SZ）、亚厦股份（6002375.SZ）、普邦园林（002663.SZ）等。

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，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）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证券投资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。

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

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn