

加大 BT/BOT 投资力度提高稳定收益

中国铁建非公开增发点评

评级： **增持-A**
 上次评级： 增持-A
目标价格： **12.00 元**
 期限： 12 个月 上次预测： 12.00 元
 现价： 8.66 元

报告日期： **2010-03-03**

报告关键点：

- 通过增发加大BT/BOT投资力度
- 预案影响相对中性

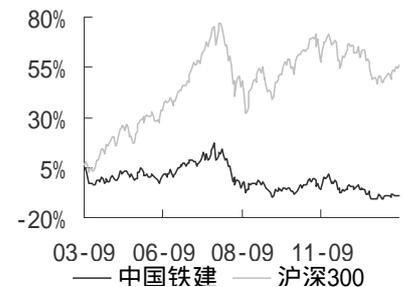
报告摘要：

- 公司公告了非公开发行A股的预案，计划以发行价格不低于7.74元/股向特定对象发行A股不超过10.35亿股，募集资金总额不超过80亿元。其中公司控股股东中国铁道建筑总公司（以下简称“铁建总公司”）拟以其拥有的部分资产和现金作为对价参与认购本次非公开发行的不超过5.18 亿股。募集资金主要用于贵阳太慈桥片区路网改造BT项目、贵阳北二环BT项目、京沪高速公路乐陵(鲁冀界)至济南段BOT等项目。由于项目还未开工，考虑建设进度，今明两年新建项目不会给公司带来明显收益。
- 此次铁建总公司用于认购非公开发行股票的对价资产包括：1)北京通达京承高速公路、重庆铁发遂渝高速公路和咸阳中铁路桥三个BOT 项目公司的股权；2)部分从事勘察设计、监理咨询与工程承包等业务公司的股权；3)西安天创大厦。披露信息表明，主要对价资产的BOT项目整体盈利情况良好（京承高速预计2010年将扭亏），有助于提升公司的盈利能力，其他资产回归后则将有助于提升上市公司工程施工实力。
- 目前，总公司注入的对价资产基本进入回报期，未来盈利情况相对理想。长期来看，由于建筑工程业务依赖于市场工程需求，受市场波动、经济波动的影响相对较大；此次增发，表明了公司未来计划加大对BT/BOT类的业务的投入的决心，并有利于促进公司产业结构升级调整并提高长期稳定性的收益和优化现金流。
- 目前对价部分的资产尚未有资产评估报告的披露，但是综合考虑注入后对盈利的提升、股本摊薄以及募集资金建设的BT/BOT项目短期内无法释放盈利等几方面因素，我们认为此次预案的公布对于公司的影响相对中性。
- 我们暂不考虑 本次增发的摊薄，我们仍维持公司09-11年0.46、0.68、0.82元的盈利预测与“增持-A”的投资评级，12个月目标价12元。公司目前的估值水平相对处于较低的水平，我们依然看好公司长期的投资价值。建议关注对价资产的最终评估结果。

市场数据

总市值(百万元)	106,843.11
流通市值(百万元)	21,217.00
总股本(百万股)	12,337.54
流通股本(百万股)	2,450.00
12个月最高/最低	8.35/11.25元
十大流通股东(%)	51.93%
股东户数	324,009

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(3.57)	(1.35)	(64.54)
绝对收益	(0.34)	(8.47)	(8.85)

研究员

石磊 首席行业分析师
 021-68765916 shilei@essence.com.cn
王天睿 助理行业分析师
 021-68765363 wangtr@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	177,487.3	226,140.7	304,928.6	361,554.5	401,123.2
Growth(%)	12.0%	27.4%	34.8%	18.6%	10.9%
净利润	3,143.4	3,643.8	5,729.9	8,452.3	10,142.6
Growth(%)	153.5%	15.9%	57.2%	47.5%	20.0%
毛利率(%)	9.5%	10.0%	9.6%	10.0%	10.2%
净利润率(%)	1.8%	1.6%	1.9%	2.3%	2.5%
每股收益(元)	0.25	0.30	0.46	0.68	0.82
每股净资产(元)	0.43	3.91	4.19	4.62	5.14
市盈率	37.1	32.0	20.5	13.8	11.5
市净率	22.1	2.4	2.3	2.0	1.8
净资产收益率(%)	59.7%	7.7%	11.3%	15.1%	16.3%
ROIC(%)	-116.0%	6887.1%	55.4%	29.2%	24.6%
EV/EBITDA	7.7	8.1	10.5	8.3	7.3
股息收益率	0.0%	0.0%	2.0%	2.9%	3.5%

前期研究成果

中国铁建：订单高增长，未来仍可期
 2009-09-02
中国铁建：年报符合预期 Q1 新签合同高增长
 2009-04-30
中国铁建：蓄势待发 铁路建设拉动成长
 2008-12-22

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2009-4-28

	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
利润表											
营业收入	177,487.3	226,140.7	304,928.6	361,554.5	401,123.2	成长性					
减: 营业成本	160,598.3	203,607.1	275,503.0	325,399.1	360,208.6	营业收入增长率	12.0%	27.4%	34.8%	18.6%	10.9%
营业税费	5,489.9	6,730.5	9,300.3	10,846.6	12,033.7	营业利润增长率	128.9%	-3.9%	57.2%	43.0%	18.7%
销售费用	696.1	848.9	1,036.8	1,265.4	1,323.7	净利润增长率	153.5%	15.9%	57.2%	47.5%	20.0%
管理费用	5,326.3	8,724.9	12,197.1	13,377.5	14,440.4	EBITDA 增长率	81.8%	7.4%	-6.2%	37.9%	20.3%
财务费用	860.2	1,061.5	239.9	412.9	875.7	EBIT 增长率	115.3%	0.2%	32.4%	43.9%	22.2%
资产减值损失	118.6	610.1	-463.5	-24.2	20.5	NOPLAT 增长率	97.2%	18.9%	26.7%	48.4%	23.5%
加: 公允价值变动收益	52.4	-90.5	16.4	4.9	5.4	投资资本增长率	-102.0%	15644.6%	181.3%	46.6%	27.2%
投资和汇兑收益	440.6	234.5	258.0	283.8	312.2	净资产增长率	85.4%	815.9%	7.4%	10.1%	11.1%
营业利润	4,890.8	4,701.8	7,389.4	10,565.8	12,538.2	利润率					
加: 营业外净收支	86.0	-132.9	-80.8	82.0	160.6	毛利率	9.5%	10.0%	9.6%	10.0%	10.2%
利润总额	4,976.8	4,568.8	7,308.6	10,647.9	12,698.8	营业利润率	2.8%	2.1%	2.4%	2.9%	3.1%
减: 所得税	1,828.2	862.6	1,461.7	2,023.1	2,349.3	净利润率	1.8%	1.6%	1.9%	2.3%	2.5%
净利润	3,143.4	3,643.8	5,729.9	8,452.3	10,142.6	EBITDA/营业收入	5.2%	4.3%	3.0%	3.5%	3.8%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	3.2%	2.5%	2.5%	3.0%	3.3%
货币资金	27,488.3	57,470.1	40,402.6	35,000.0	42,292.8	运营效率					
交易性金融资产	125.1	32.9	49.3	54.2	59.6	固定资产周转天数	29	27	23	20	18
应收帐款	40,235.4	47,547.1	65,162.8	83,207.1	92,313.3	流动营业资本周转天数	-31	-26	-7	9	18
应收票据	162.1	131.8	250.6	297.2	329.7	流动资产周转天数	235	250	226	209	210
预付帐款	13,392.9	21,258.7	26,768.7	33,276.7	40,480.9	应收帐款周转天数	53	50	46	52	56
存货	11,889.3	22,149.7	28,510.4	31,015.4	34,333.3	存货周转天数	20	28	30	30	30
其他流动资产	35,971.3	36,483.7	37,271.5	37,837.8	38,233.5	总资产周转天数	285	300	269	246	245
可供出售金融资产	344.0	200.3	300.4	330.4	363.5	投资资本周转天数	-3	9	25	38	46
持有至到期投资	18.4	7.3	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	1,067.2	1,898.4	1,997.6	2,097.4	2,202.3	ROE	59.7%	7.7%	11.3%	15.1%	16.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	2.0%	1.7%	2.5%	3.3%	3.6%
固定资产	14,661.6	19,689.4	19,987.0	20,090.5	20,017.1	ROIC	-116.0%	6887.1%	55.4%	29.2%	24.6%
在建工程	1,336.3	2,197.4	1,911.9	1,741.4	1,639.6	费用率					
无形资产	5,930.0	6,979.0	7,899.7	8,903.8	9,993.8	销售费用率	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%	0.3%
其他非流动资产	4,255.8	4,055.9	4,384.7	4,590.1	4,683.7	管理费用率	3.0%	3.9%	4.0%	3.7%	3.6%
资产总额	156,877.8	220,101.5	234,897.2	258,442.0	286,943.1	财务费用率	0.5%	0.5%	0.1%	0.1%	0.2%
短期债务	17,571.7	13,279.5	13,000.0	16,764.8	30,000.0	三费/营业收入	3.9%	4.7%	4.4%	4.2%	4.1%
应付帐款	54,635.0	77,060.9	98,124.3	110,546.5	116,451.0	偿债能力					
应付票据	3,023.5	4,467.5	5,283.6	6,240.5	6,908.1	资产负债率	96.6%	78.1%	77.9%	77.9%	77.9%
其他流动负债	41,184.8	43,193.4	45,655.1	49,324.9	53,391.6	负债权益比	2874.6%	355.7%	352.7%	352.3%	352.1%
长期借款	5,108.7	5,514.8	5,928.9	6,301.7	6,637.2	流动比率	0.94	1.17	1.16	1.16	1.17
其他非流动负债	8,353.7	8,216.6	6,339.7	5,207.2	4,415.8	速动比率	0.85	1.03	0.99	1.00	1.01
负债总额	151,603.9	171,800.3	183,004.1	201,305.0	223,480.5	利息保障倍数	6.69	5.43	31.81	26.59	15.32
少数股东权益	215.9	527.7	644.7	817.2	1,024.2	分红指标					
股本	8,000.0	12,337.5	12,387.7	12,357.7	12,357.7	DPS(元)	-	-	0.19	0.27	0.33
留存收益	-2,969.5	35,322.6	38,860.7	43,962.1	50,080.7	分红比率	0.0%	0.0%	40.0%	40.0%	40.0%
股东权益	5,273.8	48,301.3	51,893.1	57,137.0	63,462.6	股息收益率	0.0%	0.0%	2.0%	2.9%	3.5%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	3,148.6	3,706.3	5,729.9	8,452.3	10,142.6	EPS(元)	0.25	0.30	0.46	0.68	0.82
加: 折旧和摊销	3,473.8	4,190.8	1,593.2	1,738.9	1,886.4	BVPS(元)	0.43	3.91	4.19	4.62	5.14
资产减值准备	118.6	610.1	-463.5	-24.2	20.5	PE(X)	37.1	32.0	20.5	13.8	11.5
公允价值变动损失	-52.4	90.5	16.4	4.9	5.4	PB(X)	22.1	2.4	2.3	2.0	1.8
财务费用	421.2	712.0	794.4	239.9	412.9	P/FCF	18.5	-12.3	-8.2	-68.5	10.2
投资收益	-440.6	-234.5	-258.0	-283.8	-312.2	P/S	0.7	0.5	0.4	0.3	0.3
少数股东损益	5.2	62.4	116.9	172.5	207.0	EV/EBITDA	7.7	8.1	10.5	8.3	7.3
营运资金的变动	2,893.5	-5,062.6	-10,202.9	-13,672.6	-11,509.6	CAGR(%)	39.9%	40.8%	26.9%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	9,420.8	7,299.9	-3,228.0	-3,199.1	1,315.6	PEG	0.9	0.8	0.8	-0.1	-0.1
投资活动产生现金流量	-12,182.6	-13,068.2	-2,447.9	-2,502.6	-2,647.7	ROIC/WACC	-14.0	829.9	6.7	3.5	3.0
融资活动产生现金流量	7,631.0	32,286.5	-2,562.6	343.8	8,671.0	REP	-73.0	0.0	0.5	0.7	0.7

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

石磊，同济大学无机非金属材料学士，复旦大学财务金融系硕士。2004年7月至2007年6月就职于中信建投证券研究所，从事建筑工程与建筑材料行业研究，2007年7月加盟安信证券研究所。2006年、2007年连续两年入围“新财富建筑材料行业最佳分析师”。

王天睿，复旦大学工商管理硕士。2008年6月加盟安信证券研究所，从事建筑工程与建筑材料行业研究。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上；
- 增持 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%；
- 中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%；
- 卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；
- B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	李国瑞	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763872	ligr@essence.com.cn
张勤	上海联系人	南方	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	潘琳	深圳联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	0755-82558268	panlin@essence.com.cn
王远洋	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层
邮编: 100034