

中国中铁(601390.sh)

建筑航母扬帆资本市场

王飞 建筑行业 研究员

电话: 020-87555888-638

eMail: wf2@gf.com.cn

中铁是中国和亚洲最大的多功能综合性建设集团

按照年度工程承包总收入排名, 本公司 2006 年为全球第三大建筑工程承包商。公司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以及房地产开发等“一站式”的全套建筑相关服务, 拥有多元化的业务平台和收入来源。

建筑业整体维持较高增长, 处于高度景气运行通道

分行业来看, 铁路“十一五”规划拉开新一轮铁路大规模建设序幕, 铁路建设市场迎来爆发性增长; 公路建设在未来几年也将保持平稳增长, 高速公路建设成为基建投资两点; 中国城市轨道交通建设尚处于初步阶段, 未来市场容量巨大。

公司的竞争优势在于:

强大的专业化技术能力、强大的研发实力以及丰富的运营经验和良好的政府关系。同时, 我们认为未来可以引发公司增长的几个驱动因素包括工程总承包施工模式的推广、海务业务市场的开拓以及公司在资源整合和组织架构精简方面所作的努力。

盈利预测与估值

我们预计公司 2007-2009 年的 EPS 分别为 0.15 元、0.24 元和 0.30 元, 参考可比对象给予公司 2008 年 27-36 倍的市盈率, 计算的公司合理价格区间为 6.48-8.64 元。

预测及评估

	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
主营收入(百万)	115798	158423	18703	227250	280882
EBITDA(百万)	3531.72	6195.92	8356.78	10638.46	11873.92
净利润(百万)	319.67	1646.28	3269.97	5003.68	6329.46
净利润增长率	-8.17%	414.99%	98.63%	53.02%	26.50%
每股收益(元)	0.02	0.12	0.15	0.24	0.30
市盈率					
市净率					
EV/EBITDA					
每股红利(元)					
股息率					

来源: 中国中铁股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

价格区间

发行价格	4.80 元
上市价格	6.48-8.64 元

股票数据

总股本(万股)	2080100.00
流通股本(万股)	467500.00
主要股东:	
	中国铁路工程总公司
主要股东持股比例	61.54%
流通 A 股比例	22.47%

财务比率

ROE	24.95%
ROA	1.15%
资产负债率	93.13%
每股净资产(元)	0.85

2006 年报数据

发行信息:

发行价格(元)	4.80
主承销商: 瑞银证券有限责任公司	
中银国际证券有限责任公司	
发行市盈率	37.32

目录索引

一、公司简介.....	5
(一) 基本情况介绍.....	5
(二) 公司业务简介: 多样化的业务平台及收入来源.....	6
二、公司所处行业景气分析.....	9
(一) 建筑行业整体维持较高增长, 处在高度景气运行通道.....	9
(二) 铁路建设市场分析: 铁路建设爆发性增长时期已至.....	10
(三) 公路工程市场增长可期.....	13
(四) 城市轨道交通建设市场容量巨大.....	14
(五) 对外工程承包市场分析.....	14
三、公司主营业务分析.....	16
(一) 基建建设业务.....	16
(二) 勘察设计与咨询服务业务: 受益于基建建设规模的扩大.....	18
(三) 工程设备与零部件制造业务: 增长前景依然看好.....	19
(四) 房地产开发: 公司积极拓展的业务领域.....	20
四、公司的竞争优势和未来增长驱动因素.....	21
(一) 强大的专业化技术能力成就基建领域领袖地位.....	21
(二) 研发实力造就领先技术和设备, 助力公司赢得大型复杂项目.....	21
(三) 丰富的运营经验和良好的政府关系.....	21
(四) 公司未来增长的驱动因素分析.....	22
五、公司募集资金投向分析.....	25
(一) 募集资金投向简介.....	25
(二) 募集资金投向项目分析.....	25
六、公司财务状况分析.....	27
(一) 盈利能力分析.....	27
(二) 资产周转能力分析.....	27
(三) 偿债能力分析.....	28
七、盈利预测与估值.....	29
(一) 盈利预测.....	29
(二) 估值及投资建议.....	30
八、风险因素提示.....	32

图表索引

图 1: 中国中铁发行前后的股本结构对比	5
图 2: 中国中铁主要业务结构及所辖企业	7
图 3: 全社会固定资产投资和 GDP 比较	9
图 4: 建筑安装工程和固定资产投资比较	9
图 5: 建筑业总产值、增加值及增速	9
图 6: 建筑业总产值、增加值及 FAI 增速比较	9
图 7: 建筑业利润总额及增速	10
图 8: 建筑业企业和企业家信心指数	10
图 9: 中国及其他主要国家货运密度、客运密度比较	10
图 10: 中国铁路基本建设投资及增速	11
图 11: 交通基建固定资产投资及增速	13
图 12: 交通基建分行业固定资产投资状况	13
图 13: 交通建设分行业投资增速	13
图 14: 全国高速公路的现有及规划里程数	13
图 15: 我国对外承包工程完成营业额、新签合同额	15
图 16: 历年对外承包工程新签和最大合同额	15
图 17: 2006 年对外承包工程新签合同额行业分布	15
图 18: 2006 年对外承包工程新签合同额地区分布	15
图 19: 中铁 2007 年上半年主营业务构成	16
图 20: 中铁 2007 年上半年主营业务构成	16
图 21: 中铁各分项业务及总体毛利率变动情况	16
图 22: 中铁各分项业务及总体营业利润率变动情况	16
图 23: 中铁基建建设业务收入构成	17
图 24: 基建建设业务各分项业务及总体毛利率	17
图 25: 基建建设业务各分项收入占比	17
图 26: 公司主营业务成本构成	17
图 27: 勘察设计与咨询服务业营业收入及营业利润率、毛利率变动情况 ...	18
图 28: 工程设备与零部件制造营业收入及营业利润率、毛利率变动情况 ...	19
图 29: 房地产业务营业收入及营业利润率、毛利率变动情况	20
图 30: 中铁 2006 年营业收入的地区构成	23
图 31: 中铁盈利能力重要指标及变动趋势	27
图 32: 中铁资产周转能力指标及变动趋势	27
 表 1: 中铁的业务分部及提供的主要服务和产品	6
表 2: 中国铁路建设“十一五”规划目标	12
表 3: 客运专线规划方案	12
表 4: 中铁所辖部分专业化技术企业及其行业地位	21
表 5: 中铁研发实力和领先技术设备以及所获荣誉概览	22
表 6: 2005、2006 年全球十大建筑商排名	23
表 7: 入选 ENR 全球最大 225 强国际承包商前十名及部分中国企业名单 ...	24

表 8: 中铁募集资金投向项目及使用量	25
表 9: 公司偿债能力指标	28
表 10: 公司未来业绩增长相关预测假设	29
表 11: 中铁未来盈利预测	30
表 12: 国内及境外可比上市公司的估值情况	31

一、公司简介

（一）基本情况介绍

中国中铁成立于2007年9月12日，由中国铁路工程总公司以整体重组、独家发起的方式成立，中铁工以其拥有的货币资金、实物资产、无形资产、下属公司的股权等出资投入本公司。

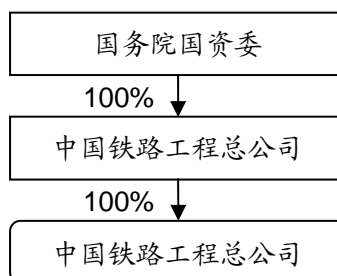
中铁是中国和亚洲最大的多功能综合性建设集团，在2007年《财富杂志》公布的“世界500强”中排名342，在“世界品牌500强”中排名417。按照年度工程承包总收入排名，本公司2005年及2006年分别为全球第四及第三大建筑工程承包商。公司能够提供包括基建建设、勘察设计与咨询服务、工程设备和零部件制造等“一站式”的全套建筑相关服务。

中铁在中国铁路建设领域处于绝对主导地位，自20世纪50年代以来，公司参与建设的铁路里程已占全国铁路里程总营运里程的2/3以上，承担了中国电气化铁路建设总营运里程的95%。此外，公司在桥梁、隧道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中国领先地位。

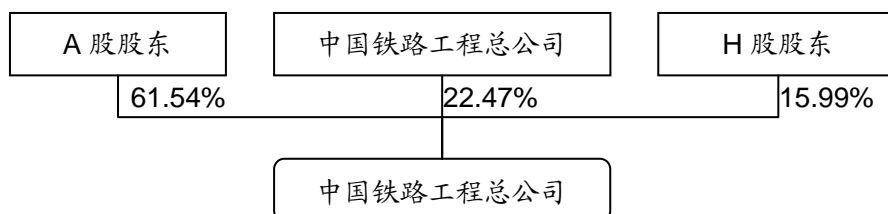
公司不仅在全国各省均有业务，而且积极开拓海外市场，迄今为止，公司已在境外超过55个国家和地区承建了230多个建筑项目。

图 1：中国中铁发行前后的股本结构对比

公司发行前股本结构：



A 股、H 股发行后股本结构：



数据来源：公司招股说明书、广发证券研发中心

（二）公司业务简介：多样化的业务平台及收入来源

中铁能够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，而且公司正在利用强大的交通基建平台进军房地产开发和矿产资源开发等高成长领域，广泛的业务范围和规模效应使公司可以提供综合的“一站式”解决方案。

表 1：中铁的业务分部及提供的主要服务和产品

业务分部	主要服务和产品
基建建设	铁路、公路、桥梁、隧道、城市轨道交通（包括地铁和轻轨）、房屋建筑、水利水电、港口、码头及其它
勘察设计与咨询服务	就基建项目提供勘察、设计、咨询、研发、可行性研究和监理服务
工程设备和零部件制造	道岔、桥梁钢结构和其他铁路相关设备和器材以及工程机械的设计、研发、制造和销售
房地产开发	住房和商业地产的开发、销售和管理
其他业务	矿产资源开发、物资贸易和其他配套业务

数据来源：公司招股说明书

1、基建建设：无可比拟的行业领袖

中铁是中国和亚洲最大的多功能综合建设集团，基建建设业务是公司最重要的主营业务。按照年度工程承包总收入，公司2005年及2006年分别为全球的第四及第三大建筑工程承包商。中铁在中国重载铁路、高速铁路以及铁路提速建设市场居主导地位，曾成功完成了大量大型建设项目，拥有骄人业绩。

中铁的基建建设业务几乎涉及到建设领域的各个方面。

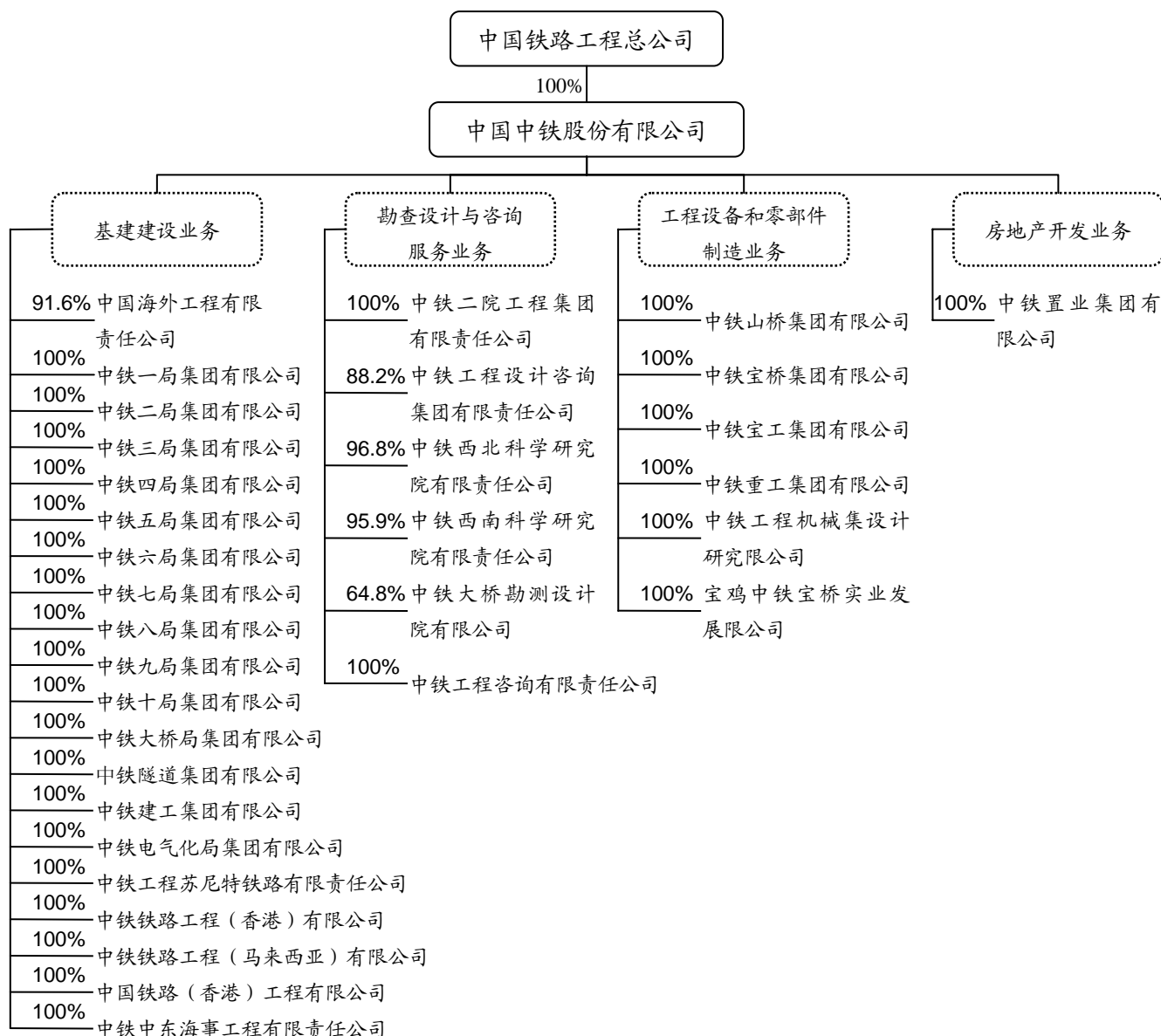
20世纪50年代以来，公司建设的铁路里程占到中国目前铁路总营运里程的2/3以上，承担了全国电气化铁路95%的建设任务，几乎参与了国内所有的主要铁路建设。公司同时专注特大桥及长大隧道的建设，截至2006年底，公司已建设超过4230座桥梁，并独立建设跨长江和黄河的所有公路铁路两用桥及参与建设所有的铁路桥。公司也是中国领先的高速公路和公路建设集团以及中国城市轨道交通市场的领军企业之一。

2、勘察设计与咨询服务：整套勘察设计与咨询服务提供商

中铁是中国基建建设勘察设计与咨询服务业的领军企业之一，能够为客户提供一整套勘察、设计、咨询、研发与监理服务。公司是中国铁路勘察、设计和咨询服务市场的龙头企业，在协助铁道部指定标准、建设施工规范和质量验收等方面的铁路行业标准中发挥了重要作用。公司及参股公司占据了我国城市轨道交通勘察设计与咨询服务市场的31%的市场份额。

- 2005年及2006年中国对外承包工程及勘察设计施工双60强第一
- 截至2006年底，提供了占总营运里程的50%以上的电气化铁路的勘察设计服务

图 2：中国中铁主要业务结构及所辖企业



数据来源：公司招股说明书

- 2005年，公司所属子公司中铁二院位居建设部评选的全国勘察设计企业50强之首
- 提供了占全国城市轨道交通总营运里程51%以上和超过58%的跨长江特大桥的勘察设计服务

3、工程设备和零部件制造：铁路工程机械设备和零部件最大制造商
公司的主要机械设备和零部件产品包括道岔、钢结构、执行机械和工程设备。

公司是包括道岔及其其他铁路设备及桥梁钢结构在内的多项铁路建设相关设备和零部件的最大制造商。公司在中国道岔市场处于垄断地位，是中国唯一的高锰钢辙叉研发制造商，也是国内目前唯一两家获准生产提

速道岔的制造商第一（是唯一在产的提速道岔生产商），公司在2006年国内大型桥梁钢结构市场占有率达到80%。

此外，公司在包括架桥机和铁路铺轨机械的铁道建设市场同样拥有处于地位。

4、房地产开发：基于强大基建平台的高成长领域

公司主要通过2007年2月成立的中铁置业集团有限公司及多家子公司和联营公司来经营公司的房地产开发业务。

迄今为止，公司的主要开发项目位于北京、成都、深圳、广州、贵阳、武汉、石家庄和安庆等大中城市，公司正计划开拓珠三角、长三角和环渤海湾地区的城市市场，并致力于旧城区改造、新城及新城区建设以及土地成片开发业务。截至2007年9月30日，公司已拥有47个处于不同开发阶段的项目，总占地面积约为3743643平方米，总建筑面积约为6308816平方米。

作为发展房地产战略的一部分，中铁置业会在股份公司层面规划并开发房地产业务，公司旨在将“中铁置业”发展成为国内领先的房地产开发品牌之一。

5、其他业务：矿产资源开发和铁路、公路的投资运营

公司凭借现有业务所建立的平台，还从事铁路与公路的投资运营项目、矿产资源开发、物资贸易和其他多种业务。

公司在内蒙古自治区拥有一座金矿，在刚果民主共和国境内拥有两座铜矿。目前，全部矿场仍处于勘查和开发阶段，预期金矿将于2008年投产，绿纱矿将于2008年上半年投产，MKM矿将于2009年初投产。

公司已获得铁道部批准，建设、经营和拥有临策铁路、太中银铁路和苏尼特铁路，此三条铁路均为中国进出西部的重要货运通道，公司已将此类别的铁路投资和运营项目定位未来潜在的发展方向。

此外，公司还与地方政府签订特许权协议，负责若干收费公路的建设，并在特定期限内负责该等收费公路的运营和维护。公司将根据项目经济效益情况择机参与此类项目。

二、公司所处行业景气分析

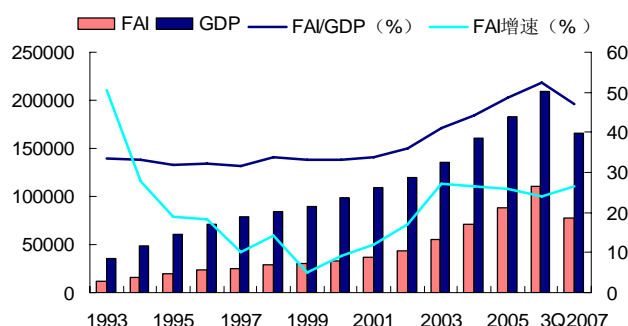
（一）建筑行业整体维持较高增长，处在高度景气运行通道

建筑业的发展规模和需求基本是由固定资产投资规模决定的，因此对于建筑业的分析有必要首先考察固定资产投资和GDP的增长情况。

固定资产投资增速自1999年触底反弹后开始急速上升，自2003年以来一直维持在24%或以上的高位，与此对应的是，固定资产投资占GDP比重也一路攀升并在2006年突破50%。在国内居民消费需求没有得到有效刺激的情况下，固定资产投资增长已经成为中国经济增长的首要驱动因素。考虑到中国经济增长的现实情况，即使在当前通货膨胀阴影下的宏观调控政策接连不断出台，我们依旧认为未来相当长的一段时期内，固定资产投资增速将维持在20%以上的高位运行。

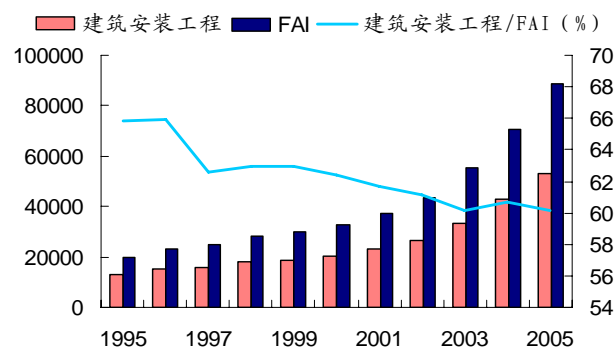
建筑业作为实现固定资产投资最重要的行业，由其所承担的建筑安装工程在固定资产投资中的比重长期稳定在60%以上，正是这种长期稳定性决定了在固定资产投资增长不会出现重大下挫的情形下，建筑业的增长趋势和强度将保持不变。

图 3：全社会固定资产投资和 GDP 比较（亿元）



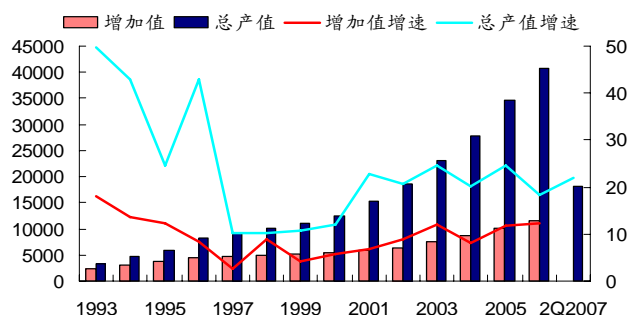
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 4：建筑安装工程和固定资产投资比较（亿元）



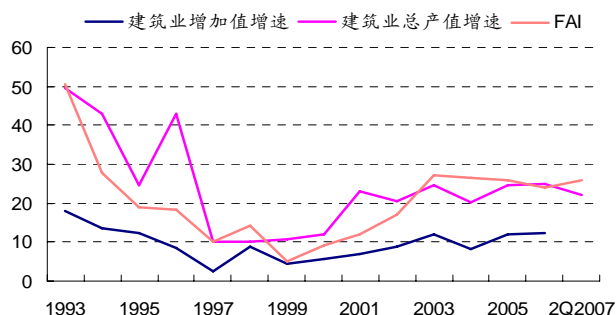
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 5：建筑业总产值、增加值及增速（亿元）



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 6：建筑业总产值、增加值及 FAI 增速比较 (%)



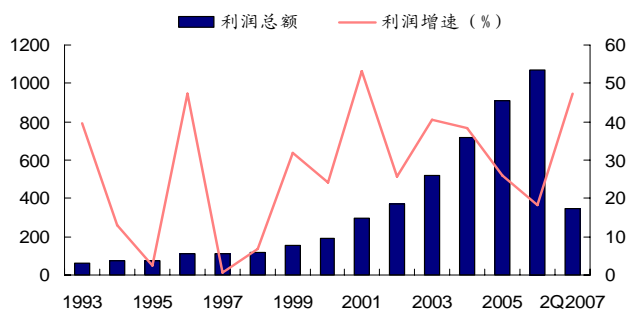
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

随着中国经济的发展，建筑业的行业整体规模不断扩大，虽然在增速上面有所波动，但是整体增长的趋势没有改变，长期以来，建筑业增加值占GDP的比重一直稳定在5%以上的位置。总体来看，建筑业的利润增长

呈现较大的波幅震荡,虽然2007年上半年实现利润345亿元,同比增长高达47.4%,但是建筑业利润这种振荡巨大的增长常态使我们无法乐观的估计其后续的发展,因此我们对其未来的利润增长保持谨慎预期。

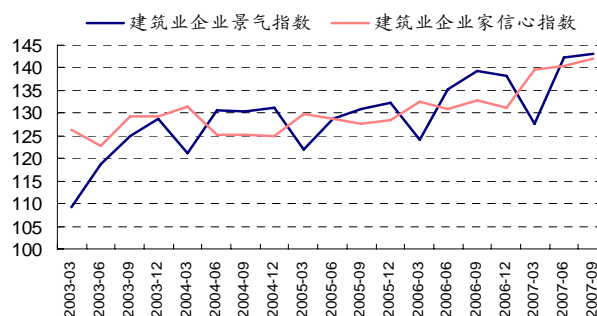
无论是从建筑业整体的企业景气指数和企业信心指数还是从建筑业分行业企业景气指数来看,指数均处在140上的高度景气运行状态,并且初步呈现出上扬加速的势头。指数高位运行表明建筑业企业家对本行业和企业未来发展变化充满乐观预期,宏观调控对建筑行业的影响有限。

图 7: 建筑业利润总额及增速 (亿元)



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 8: 建筑业企业和企业信心指数



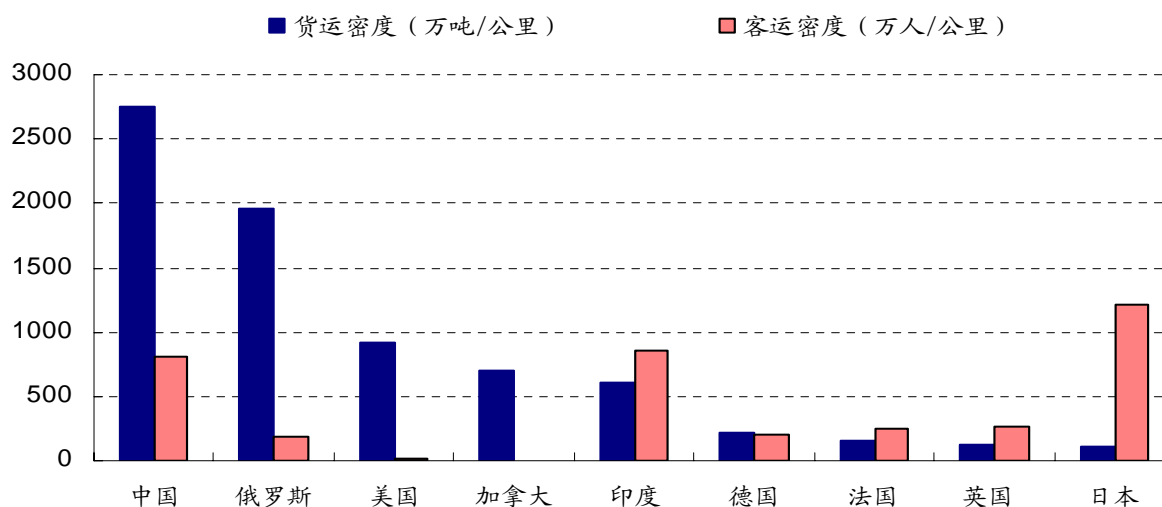
数据来源: 国研网

(二) 铁路建设市场分析: 铁路建设爆发性增长时期已至

1、铁路运力瓶颈亟待解决

铁路运输在中国国民经济中处于重要地位,虽然中国铁路的营业里程在2006年底已达到7.7万公里,但目前的铁路客运和货运均处于严重供不应求的状态。根据国家统计局的数据,2005年铁路客运量比2001年提高了9.9%,而货运量增加了39.4%,国内铁路的运输密度尤其是货运密度非常高。根据铁道部的数据,目前我国铁路网大约仅能满足国内需求的40%,中国以占全球6%的铁路线承担了相当于全球1/4的运输任务。

图 9: 中国及其他主要国家货运密度、客运密度比较



数据来源: 铁道部、广发证券发展研究中心

而在我们看来，交通运输业不仅仅影响到区域经济本身，甚至影响到人类文明和财富中心的转移，对于中国这样一个拥有如此广袤国土的国家来说，无论如何强调交通建设的重要性都不为过，况且我国交通运输业的发展已经严重滞后于经济发展的实际需求。

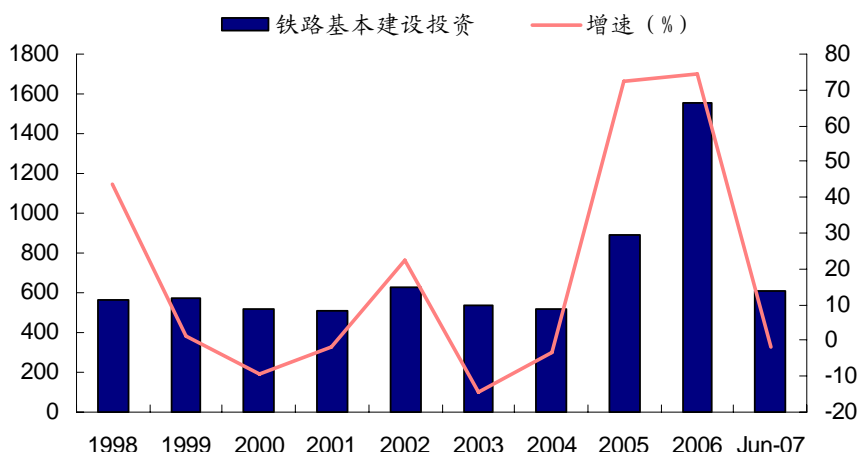
与美国国土面积相当的中国，其铁路营运里程仅占美国的1/3不到。据统计，新中国成立以来的年均修建铁路约为1300公里，尽管“十一五”规划提出五年拟建1.7万公里、年均3400公里的目标相比过去大大提速铁路建设规模，但这样的年均建设里程还不及美国19世纪80年代平均建设量的1/3。据有关资料统计显示，美国在1880年至1890年的十年时间里，铁路营运里程由15万公里增加到26.8万公里，年均建设1.18万公里，是我国“十一五”规划年拟建规模的3.6倍。因此，我们认为，即使国家目前加大了对铁路建设的投资力度，但相对于交通运输业对一个国家工业化的重要影响，“十一五”规划的投资力度仍旧太小。

2、铁路“十一五”规划拉开新一轮铁路大规模建设序幕

正是为了解决铁路运输目前供不应求的现状，2004年1月国务院审核通过《中长期铁路网规划》，为中国铁路发展描绘出的宏伟蓝图，规划设想到2020年，铁路营业里程达到10万公里，主要繁忙干线实现客货分线，复线率和电气化率达50%，也正是从2004年，中国开始新一轮的铁路建设高峰期。同时，根据《中长期铁路网规划》和《国民经济和社会发展第十一个五年规划纲要》编制的《铁路“十一五”规划》对铁路建设的近期目标作了详细的计划。根据铁道部的“十一五”规划，十一五期间将建成铁路新线17000公里，其中客运专线7000公里；建设既有线复线8000公里，既有线电气化改造15000公里，2010年实现铁路营业里程9万公里以上，复线、电气化率均达到45%以上，快速客运网总规模达到20000公里。

作为铁路“十一五”规划的第一年，2006年全年实现铁路基本建设投资完成额1552.75亿，首次超过1500亿元，比“七五”和“八五”十年完成投资的总额还多21.26亿元，虽然2007年上半年的铁路建设基本投资同比有所下降，但由于铁路建设的季节性因素，可以预想下半年的投资额将有大幅提高。

图 10：中国铁路基本建设投资及增速（亿元）



数据来源：铁道部、广发证券发展研究中心

表 2: 中国铁路建设“十一五”规划目标

	2005 年	2006 年	2010 年	平均新建能力
铁路营业里程(万公里)	7.54	7.7	>9.0	0.34
复线铁路(万公里)	2.56	2.64	>4.05	0.30
电气化铁路(万公里)	2.02	2.44	>4.05	0.44
客运专线(万公里)			0.70	0.14
煤炭通道总能力(亿吨)			18	1.02

数据来源: 铁道部《铁路“十一五”规划》、广发证券发展研究中心

3、客运专线建设成为铁路投资亮点

2000年以来, 经济发达的珠三角、长三角等地区相继提出修建城际高速铁路网的计划, 构建一小时经济圈。在铁道部等国家部委调控下, 各高速铁路相继开工, 并统一纳入《中国中长期铁路网规划》。根据铁道部的规划, 中长期内中国的高速铁路、客运专线将形成“四纵”、“四横”、三个城际网的局面。

根据铁路“十一五”的规划, 从2006年到2010年, 中国将投资12500亿元人民币, 建设17000公里铁路新线。其中客运专线7000公里, 这些客运专线主要有京沪、京广、京哈、沈大、陇海等, 列车时速将达到200至300公里。

如此急剧膨胀的投资规模, 主要是用于建设客运专线和城际轨道交通系统。以已经开工的项目的造价估算, 在12500亿元人民币的总投资中, 用于客运专线和城际轨道交通的投资, 将至少有1万亿的份额, 这样估计客运专线的建设将占到“十一五”铁路建设投资的80%。

表 3: 客运专线规划方案

“四纵”客运专线:

北京~上海客运专线, 贯通京津至长江三角洲东部沿海经济发达地区
北京~武汉~广州~深圳客运专线, 连接华北和华南地区
北京沈阳~哈尔滨(大连)客运专线, 连接东北和关内地区; (京哈、沈大)
杭州~宁波~福州~深圳客运专线, 连接长江、珠江三角洲和东南沿海地区

“四横”客运专线:

徐州~郑州~西安~兰州客运专线, 连接西北和华东地区
杭州~南昌~长沙客运专线, 连接华中和华东地区
青岛~石家庄~太原客运专线, 连接华北和华东地区
南京~武汉~重庆~成都客运专线, 连接西南和华东地区

三个城际客运系统:

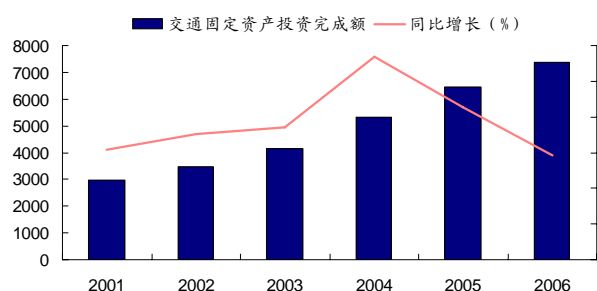
环渤海地区、长江三角洲地区、珠江三角洲地区城际客运系统, 覆盖区域内主要城镇。

数据来源: 铁道部、广发证券发展研究中心

（三）公路工程市场增长可期

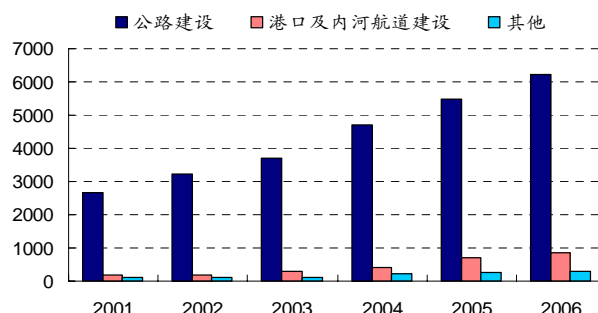
作为交通基础设施建设的两个指导性文件《公路、水路交通“十一五”规划》和《国家高速公路网规划》已经为未来十年的交通基建作了一个比较详细的规划，通过仔细阅读这些文件，我们可以对中国交通基础设施在未来一段时间的发展有一个比较清晰的认识。

图 11：交通基建固定资产投资及增速（亿元）



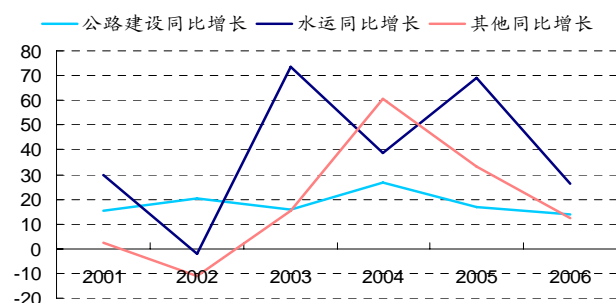
数据来源：交通部、广发证券发展研究中心

图 12：交通基建分行业固定资产投资状况（亿元）



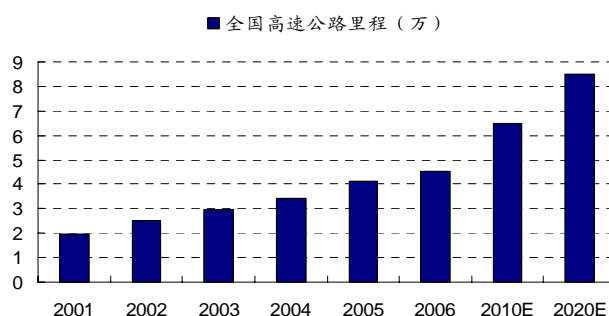
数据来源：交通部、广发证券发展研究中心

图 13：交通建设分行业投资增速（%）



数据来源：交通部、广发证券发展研究中心

图 14：全国高速公路的现有及规划里程数（万）



数据来源：交通部、广发证券发展研究中心

交通基建领域的投资基本是由政府主导的。纵观2001年至2006年的发展情况，交通基建领域的固定资产投资稳步上涨，但增速以2004年为界呈现先增后减的“V”型。分行业来看，公路建设一直在基建投资中占绝对比重。各行业的投资增速也成较大波幅震荡，这种宽幅震荡也正是反映了政府主导投资的特点。根据“十一五规划”将有3.8万亿人民币投向交通基建领域，这相比“十五”期间增长了73%。

高速公路建设是交通基建领域的亮点。根据交通部2005年出台的《国家高速公路网规划》，国家将在2020年建成采用放射线与纵横网格相结合布局、总规模为8.5万公里的国家高速公路网，并且提出了到2007年底建成4.2万公里、2010年建成5—5.5万公里的近期建设目标。而根据交通部给出的统计公报，我们可以看到在2006年底中国已经建成高速公路4.53万公里，已经提前完成近期目标。而交通部《公路、水路交通“十一五”规划》也将2010年前的建设目标由5—5.5万公里提高至6.5万公里，建设速度明显加快，因此整个高速公路的建设目标必将提前较多时间完成，分配到每年的基建投资也相当可观，未来几年的公路建设市场的较快增长仍值得期待。

（四）城市轨道交通建设市场容量巨大

城市轨道交通在提高城市交通资源利用效率、缓解城市交通拥堵方面作用明显，目前中国城市的轨道交通建设尚处在发展初期。

据建设部统计，内地目前已有北京、上海、广州等10个城市陆续修建地铁及轻轨线路并已投入运营，建成投入运营试运营的线路共有22条，运营及试运营里程共602.3公里。其中，北京、天津、上海、广州、深圳和南京已经实现地铁运营，截至2006年底的营运里程达440公里。目前，包括北京、上海、广州等12个城市有36条轨道交通线路正在建设。

全国有25个城市已经制定了具体的城市轨道交通发展计划方案，其中北京、上海、天津、重庆、广州、深圳、南京、杭州、武汉、成都、哈尔滨、长春、沈阳、西安、苏州等15个城市的城市轨道交通建设规划已得到批复。在未来10余年里，15个城市建设轨道交通线路总长约1700公里，总投资达到6200亿元。

从上面的分析我们可以看到，在中国整个城市轨道交通建设市场的容量相当巨大。

（五）对外工程承包市场分析

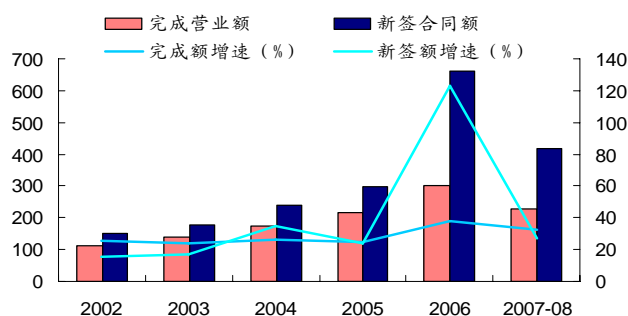
我们特将建筑企业的对外承包工程领域作为一个特殊的子行业处理，其目的在于尽管目前国内的建筑产品需求形势仍旧旺盛，但由于建筑行业特有的产业结构和竞争态势，建筑企业能够提高的产能是相对过剩的，相比较而言，建筑企业开拓海外市场不仅有利于目前企业盈利能力的提高，从长远看来更能提高企业的国际竞争实力，毕竟随着全球经济一体化的发展，中国建筑企业走向世界、参与国际竞争是必然的趋势

1、对外承包工程实现突破性增长、单项合同金额屡创新高、市场继续呈现多元化

自我们统计的2002年以来，对外承包工程完成营业额一直维持在20%—40%的增长速度上，新签合同额也以15%的速度增长，而这种相对稳定的增长速度在2006年得到爆发。2006年新签合同额达到660亿美元，同比增长123%，并且交通运输业新签合同金额首次超过房屋建筑业跃居第一。同时，我国对外承包工程大型化趋势也日益显著，2006年新签合同金额超过10亿美元以上的项目有7个。由中国铁道建筑总公司下属的中土公司中标的尼日利亚现代化铁路项目总投资83亿美元，成为至今为止中国公司在境外中标的最大工程项目，标志着我国对外承包工程业务已经迈入可以承揽大型工程项目的新发展阶段。

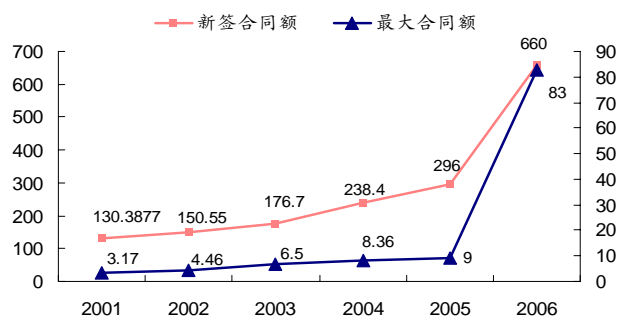
在地区分布方面，亚洲和非洲仍旧是最大的市场，并且在中东、美洲和欧洲等地区逐步占据了一定的市场份额。相比而言，非洲在我国对外承包工程业务的重要性不断增强，已经成为多元化市场格局中的新亮点，我国企业2006年在国外中标的几个超大型项目都集中在非洲市场。我们相信随着中非合作机制的不断深化和非洲基础设施建设的不断高涨，我国企业在非洲建筑市场的发展将大有可为。

图 15: 我国对外承包工程完成营业额、新签合同额



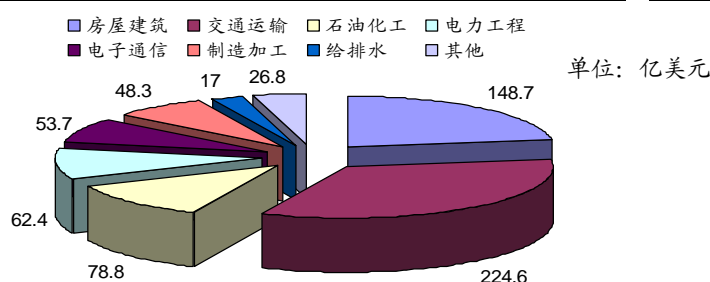
数据来源: 商务部、广发证券发展研究中心

图 16: 历年对外承包工程新签和最大合同额 (亿元)



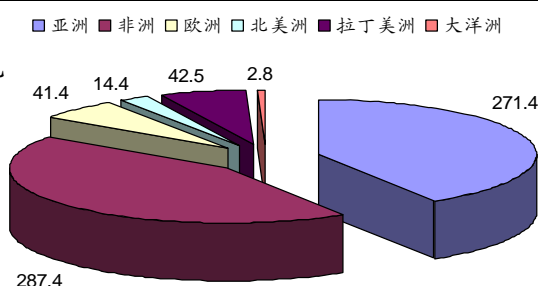
数据来源: 商务部、广发证券发展研究中心

图 17: 2006 年对外承包工程新签合同额行业分布



数据来源: 商务部、广发证券发展研究中心

图 18: 2006 年对外承包工程新签合同额地区分布



数据来源: 商务部、广发证券发展研究中心

2、国际承包工程模式不断发展下中国建筑企业综合服务能力不足

随着工程项目日益大型化和复杂化的特点, 业主越来越希望由一家大型承包商来承担设计、采购和施工的全部责任。EPC、PMC等一揽子式的交钥匙工程模式以及BOT、PPP等带资承包方式成为国际大型工程项目中广为应用的模式。在基础设施特别是公共工程领域, 国际大型承包商已经开始越来越早的介入到项目前期规划的过程中, 从承包项目转向策划项目、发展项目并进行投资。在这种发展模式和背景下, 中国建筑企业长期集中在施工领域的经营特点已经严重不适应。这种不适应比较明显的表现在以下几个方面:

(1) 企业综合服务能力不足: 目前国际工程项目更加强调承包商的综合服务能力, 许多大型承包商把单纯的工程建设服务扩展到项目开发和项目融资, 集项目规划、开发、融资、运营于一体。而我国对外承包工程行业的综合服务能力还很弱。

(2) 融资能力薄弱: 时至今日, 国际承包的方式处在激烈的变革之中, 带资承包已经成为普遍做法。随着各国政府财政公共建筑资金的削减和承包商之间竞争程度的加剧, 带资承包成为影响国际工程市场规模和承包商市场份额的重要因素, 也是困扰我国企业扩大对外承包工程业务的“瓶颈”, 而由于我国对外承包工程企业自身实力不足和金融支持体系的不完善, 与国际大型承包商强大的融资以及资本运营能力相比还相当薄弱。

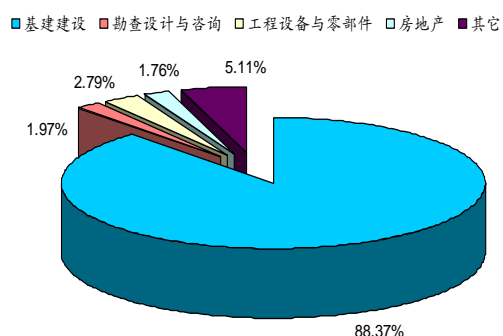
(3) 市场规模快速扩大与盈利能力不高矛盾凸现: 正是由于我国对外承包企业在综合服务能力和融资能力的相对弱势, 我国对外承包工程长期处在行业的低端, 从事的承包工程主要是技术含量较低的工作, 这些较

低段的项目和领域自然对应着较低的利润率。

我们认为,随着国内建筑市场的相对过剩和国际建筑市场长期的稳定增长,作为中国“走出去”战略的重要组成部分,将有更多的建筑企业选择走出国门,参与国际建筑市场竞争和开辟新的业务领域,这种趋势将不可逆转,但我们更关注的是在这种趋势背景下,对外承包企业能否适应这种竞争、提升自身的综合服务能力。

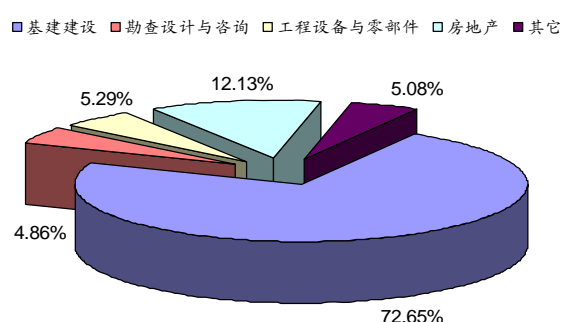
三、公司主营业务分析

图 19: 中铁 2007 年上半年主营业务构成 (按收入)



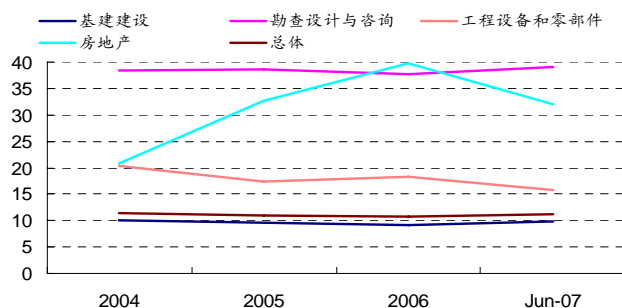
数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

图 20: 中铁 2007 年上半年主营业务构成 (按利润)



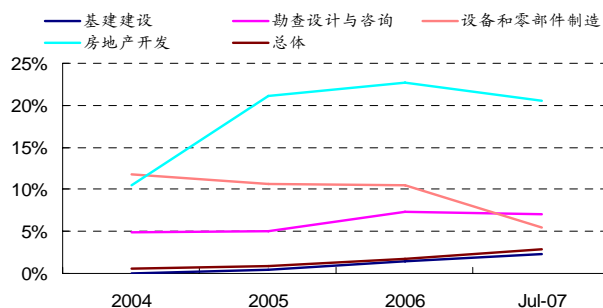
数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

图 21: 中铁各分项业务及总体毛利率变动情况 (%)



数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

图 22: 中铁各分项业务及总体营业利润率变动情况



数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

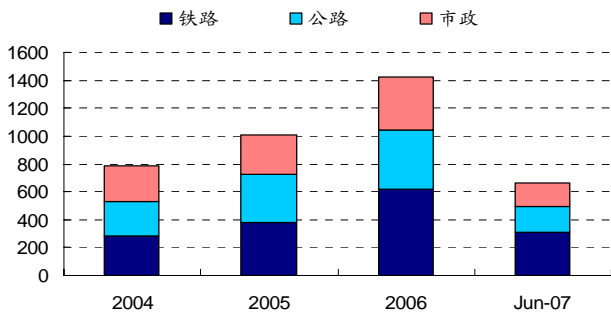
(一) 基建建设业务

1、基建建设业务收入快速增长, 盈利能力显著增强

基建建设业务是公司主营业务收入最大的单项来源, 2004年至2007年中中期, 基建业务的营业收入分别占到了本公司主营业务收入总额的 87.95%、88.03%、89.63%和87.95%, 保持了一个相当稳定的比例。2005年和2006年分别同比增长28.71%和40.48%, 可以说是各项业务增长最快的。

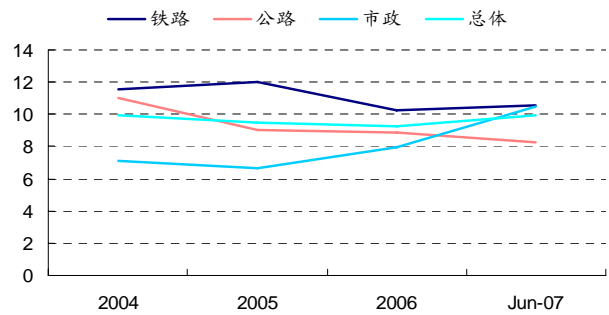
相比较而言, 基建业务的营业利润占比从2004年的0.92%迅猛增加到今年中期的72.26%。公司这种看似非正常的盈利增长速度让我们颇为关注, 因为统计显示自2004年至2007年中中期公司基建建设业务的毛利率

图 23: 中铁基建建设业务收入构成 (单位: 亿元)



数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

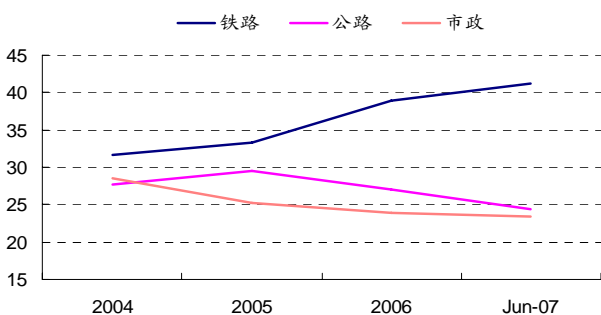
图 24: 基建建设业务各分项业务及总体毛利率 (%)



数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

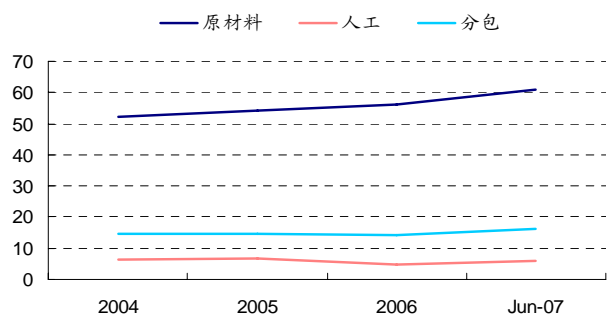
水平并没有发生大的变化,基本维持在9%稍上的水平。通过对公司各项费用的分析,我们发现,占比相对较小的财务费用和营业费用在营业收入中的比例基本保持稳定,而占比最大的管理费用近三年来占主营业务收入的比列呈现出显著的逐年下降趋势,2004年2007年中期分别为6.49%、5.92%、4.91%和3.79%。公司给出的解释是因为加强费用控制,是公司经营的规模效应得体现,而最近一期管理费用的大幅下降在于公司对于原按工资总额14%计提的职工福利费在2006年末的余额予以转回并相应冲减2007年前半年的管理费用11.74亿元。通过上述分析我们认为,管理费用占比的下降对公司基建建设业务营业利润率的提升影响重大。考虑到中铁目前所辖有600多家公司,在整体上市公司之后,子公司之间的业务整合必然是公司今后工作的重点,因此我们看好公司未来在费用控制方面的潜力,这也必将提高公司整体的盈利能力。

图 25: 基建建设业务各分项收入占比 (%)



数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

图 26: 公司主营业务成本构成 (%)



数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

2、基建建设业务毛利将趋于平稳,并有望明年开始回升

由于在整个建筑行业建筑工程概算定额的存在,使施工业务的毛利率水平长期处于一个较低的水平。具体到中铁来讲,最近几年公司在市政建设业务的毛利率呈微微上涨趋势,公路建设业务的毛利率呈现下滑趋势,而铁路建设业务在经历过去三年逐步下滑之后至2007年中期呈现企稳,总体毛利率水平在呈现微小下滑后在2007年中期也开始回稳。从公司基建建设业务各分项收入占比来看,最近几年铁路建设占公司的营业收入比重显著增强,公路和市政建设收入占比不断降低。考虑到目前国家在铁路建设方面投资巨大,公司在铁路建设市场的主导地位必然使得铁路建设业

务的比重继续呈增大趋势，因此该项业务的毛利率水平基本决定了公司整体的毛利率水平。

公司从2004年开始承接建设高速客运专线，由于高速客运专线的成本和造价要高于技术相对较低的普通铁路，而铁道部仍沿用原来的铁路建设概算定额，由此导致铁路建设的毛利率由2005年的12.05%下降到2006年的10.22%。目前，铁道部正着手进行调整，使得以后新开建和设计的客运线路的造价趋于合理。虽然我们不能期望铁道部在概算定额方面的调整会有大的变动，况且铁道部逐步放开铁路建设市场的进入壁垒也显示其目的在于进一步提高议价能力，但我们仍旧看重概算定额的微小变化对公司盈利能力的贡献。

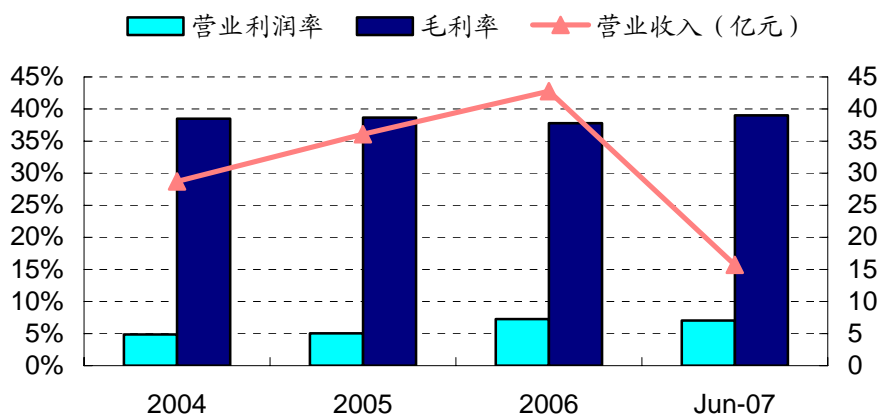
从公司主营业务成本的构成来看，原材料、人工和分包的占比整体呈不断增大趋势，其中原材料的占比从2004年的52.01%增加到2007年中期的60.89%，表明原材料对公司成本的影响日益重要。在原材料成本的构成中，钢材和水泥占到70%左右，沙石和木材占30%左右。考虑到从今年10月份开始，铁路建设中包括钢铁在内的主材将有铁道部开始供应，由此一来主要建筑材料未来的价格对公司成本的影响减弱；此外，公司已经开始逐步采取措施控制成本，公司签订的85%以上的建筑合同是开口合同，公司在建设项目开工前提前采购砂和石料等地方料或者通过与当地沙石场合作甚至购买以控制价格上涨，而且在公司表示整体上市完成后将原来重大建设工程的分散采购集中到总部采购。

综合上述分析，我们认为公司基建建设业务的毛利率水平将在2007年趋于平稳，从2008年开始呈现缓慢回升趋势。

（二）勘察设计与咨询服务业务：受益于基建建设规模的扩大

作为建筑施工业务链条的前期准备工作，勘察设计与咨询业务是公司基建建设一个重要补充。根据《中国建筑业改革与发展报告（2007）》的统计显示，从2001年到2006年中国的勘察设计与咨询业务实现了营业收入年均69.47%、利润年均79.39%的增长速度。

图 27：勘察设计与咨询服务业营业收入及营业利润率、毛利率变动情况



数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

公司凭借在中国勘察设计与咨询业的领导地位以及在铁路、高速公路专业化设计领域的主导地位必然受益中国日渐扩大的基建建设规模。况且在中国加快推广工程总承包的趋势中，勘察设计与咨询服务已是公司总体竞争能力的重要方面。

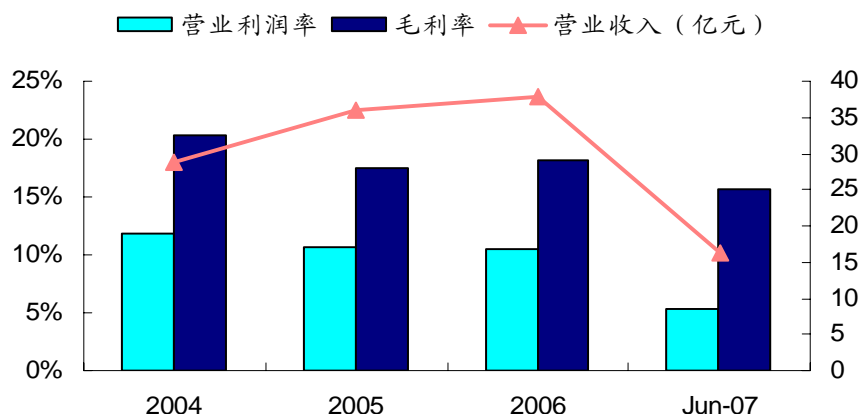
公司勘察设计与咨询服务的营业收入占主营业务收入的比重自2004至今年中期分别为3.22%、3.14%、2.70%和2.10%，呈逐步下降趋势，这主要是因为基建建设业务增长较快的原因所致；此外，公司于2006年12月29日将从事勘察设计与咨询服务业务的铁道部第三勘察设计院集团有限公司70%的股权转让出去，导致今年上半年该项收入的占比呈较大幅度下降。具体到年度营业收入来看，2006比2005年增长18.57%，2005年比2004年增长了25.63%，低于行业整体的增长水平。但随着铁路、城市轨道交通和市政工程项目的大规模建设，公司在此项业务的收入增长水平将保持较稳定的增长，我们预计此项业务自2008年将开始恢复新的增长。在毛利率方面，最近三年及一期的毛利率分别是38.5%、38.66%、37.78%和39.01%，基本保持稳定。

（三）工程设备与零部件制造业务：增长前景依然看好

中铁工程设备和零部件制造业务的主要产品包括钢结构、道岔、执行机械和工程机械。该项业务的营业收入占主营业务收入的比重自2004年至今年中期分别为3.24%、3.14%、2.39%和2.19%，具体到年度来看，2006年该项业务的收入比2005年增长4.88%，2005年比2004年增长24.94%。公司此项业务近几年的增长速度与勘察设计与咨询业务基本保持一致，经历了前期较高增长之后，在2006年的增长放缓。对于工程设备和零部件制造业务，从公司提供的资料获知2005年比2004年大幅增长的原因在于推出新产品提速道岔。

考虑到公司在道岔制造领域垄断地位和大型钢结构国内市场高达80%的占有率，以及中国铁路建设未来投资规模的不断加大，我们对该项业务的增长前景依旧看好，我们预计其增长从明年开始逐步回升。但由于钢材价格上涨因素，毛利仍旧呈现微微下降趋势。

图 28：工程设备与零部件制造营业收入及营业利润率、毛利率变动情况



数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

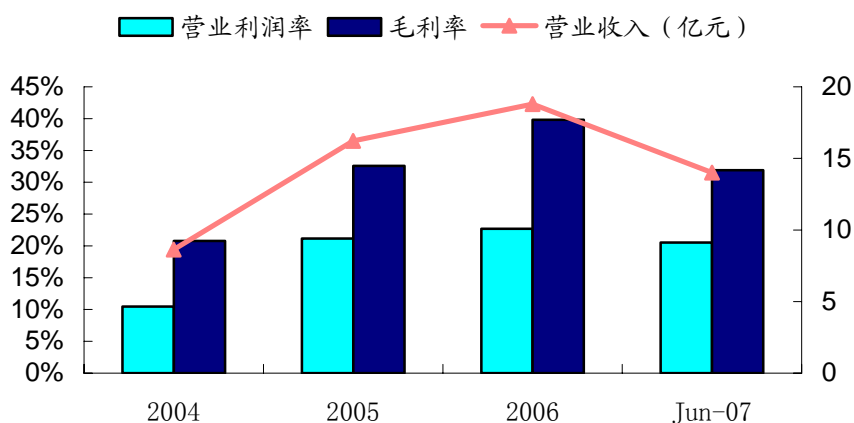
（四）房地产开发：公司积极拓展的业务领域

在传统工程施工领域毛利率长期维持在较低水平的现实情况下，很多企业开始试图通过多元化经营模式开辟新的利润增长点，并以此规避行业风险。我们认为这种发展模式有利于企业盈利能力的增强，并且从长远来看，在目前推行建筑工程总承包的形式下，这种多元一体化的发展战略更有利于构建企业的竞争优势。

由于房地产开发和建筑施工的上下游关系，再加上其高利润率，房地产开发自然成为诸多建筑企业开展多元化经营的首选业务领域。中铁在经过多年的房地产开发业务之后，于2007年2月成立全资子公司中铁置业主导公司的房地产开发业务，并且旨在将“中铁置业”发展成为国内领先的房地产开发品牌之一。

自2004年至本年度中期，房地产开发业务占公司主营业务收入的比例依次为0.97%、1.41%、1.19%和1.87%；具体到年度来看，此项业务的营业收入2006相比2005年增长了15.86%，2005年相比2004年增长了87.91%。

图 29：房地产业务营业收入及营业利润率、毛利率变动情况



数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

从毛利率来看，最近三年一直呈现较大幅度上涨趋势，但2007年中期显示毛利率水平略有下降，从公司提供的资料来看主要是因为获得土地的成本上升和部分项目的施工建设由本公司自行建设转为外包建设。

由于公司凭借其建设项目多年运作积累的经验以及与建设部和地方政府建立的合作关系，使得公司能够优先争取到房地产开发项目，参与到一些项目的土地一级开发，因此获取土地的成本相对可能较低，再加上由于历史原因公司积累的土地储备，我们看好公司未来房地产业务收入的增长。我们不清楚公司自行开发房地产项目的施工建设为什么转为外包建设，从而成为公司解释毛利率下降的一个理由，在我们假定公司以后年度将继续原来那种所谓“经营协同”的施工开发一体化的基础上，我们认为未来几年公司的毛利率仍旧保持一个高于同业平均水平的标准。

四、公司的竞争优势和未来增长驱动因素

（一）强大的专业化技术能力成就基建领域领袖地位

公司是中国和亚洲最大的建设集团，全球排名第三，同时也是世界最具竞争力的综合型建设集团之一，我们认为公司目前所取得的行业领袖地位在于其强大的专业化技术能力，这也是公司最重要的竞争优势。

除拥有的工程局覆盖了铁路建设、公路建设和城市轨道交通建设等常规领域外，公司在某些专业化极强的施工领域则独占市场。公司拥有中铁大桥局在特大桥设计和建设方面拥有丰富经验，独立或参与建设了横跨长江和黄河的全部铁路桥及铁路公路两用桥；公司拥有中铁电气化局使得公司垄断了电气化铁路建设的95%施工份额；公司拥有中铁隧道集团尤其擅长特大长型隧道的建设，其它国内大型基建集团尚不能与其匹敌；公司拥有中铁建工集团，参与国内大量大型火车站包括北京站、深圳火车站（一期）、南京火车站和拉萨火车站的建设。此外，公司在与铁路相关的工程机械设备如道岔、桥梁钢结构等制造方面同样处于垄断地位。

凭借强大的专业化技术能力，中铁分享了中国基建建设的巨大市场份额，也因此树立了其在建筑行业的卓越地位，中铁品牌已经深入人心，响彻世界。

表 4：中铁所辖部分专业化技术企业及其行业地位

所辖企业	业务领域及行业地位	标志性工程
中铁大桥局	铁路和公路桥梁建设的龙头企业，独立或参与建设了横跨长江和黄河的全部铁路桥及铁路公路两用桥	武汉长江大桥、南京长江大桥、九江长江大桥
中铁隧道集团	特大、长型隧道建设的龙头企业，在市场居于主导地位	乌鞘岭隧道、大瑶山隧道、厦门翔安海底隧道
中铁电气化局	电气化铁路建设市场处于垄断地位，建设了中国电气化铁路总营运里程的95%	
中铁山桥	铁路相关工程设备机械领域，全球最大的道岔制造商、中国唯一高锰钢辙叉研发	
中铁宝桥	制造商、唯一提速道岔生产商、大型桥梁钢结构市场占有率80%	

数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

（二）研发实力造就领先技术和先进设备，助力公司赢得大型复杂项目

公司强大的专业化技术能力来自公司强大的科研实力。公司目前拥有三名中国工程院院士、7名国家勘察设计大师、6名拥有国家级有突出贡献的中青年专家、295名享受国家特殊津贴专家和389名教授级高级工程师，如何强大的研发队伍造就了公司的领先技术和先进设备，使公司具备了赢得并执行最大规模及最具挑战性合同的雄厚资本。

（三）丰富的运营经验和良好的政府关系

中铁的独立发起人中国铁路工程总公司及其前身成立于1950年，在中国各省份拥有超过50年的建筑行业经验，通过旗下分布于中国各地的子公司，充分了解和熟悉不同地方的经营环境，拥有在中国各个地区经营项目的丰富经验。

表 5: 中铁研发实力和领先技术设备以及所获荣誉概览

研发实力及领先技术、设备	所获荣誉
5个研究所、3个博士后工作站、15个技术中心; 213项专利权、61项国家级公法	72项国家科技进步和发明奖
48台盾构机, 占全国盾构机数量的1/3	64项国家优质工程奖
亚洲起重能力最高的吊装船“天一号”	67项国家优秀勘察设计奖
计划组建高速铁路建造技术国家工程实验室, 正在筹建我国首个道岔专业研发中心	70项建筑工程鲁班奖
	25项詹天佑土木工程大奖

数据来源: 公司招股说明书、广发证券发展研究中心

公司曾长期在铁道部管辖下从事铁路工程建设, 出色的表现及优良的信誉纪录也为公司赢得铁道部及其他政府相关部门的信任和支持。这对公司的业务开展非常重要, 随着中国未来铁路建设投资规模的不断扩大, 铁道部仍将在中国铁路管理中扮演着至关重要的角色, 公司这种良好的政府合作关系非常有利于在铁路建设中获取更多的份额。

此外, 现时越来越多的建筑企业开始着手开拓其海外市场业务, 而对外承包市场中的一个显著特点就是政府间的合作对业务的发展能够起到强有力推动作用。2006年非洲成为我国对外承包工程增长最迅速的市场, 也是超过亚洲成为当年新签合同最多的地区, 最大的原因就是中国加强了与非洲的经贸合作和扩大了对非洲的援助规模。而中铁在与外国政府和政府机构的合作方面有着悠久的历史 and 丰富经验, 早在20世纪70年代便参与了非洲坦赞铁路援建项目, 因此我们相信中铁能够在这种政府合作模式下争取更多的合作项目, 虽然现阶段海外业务收入所占公司总营业的比例较小。

(四) 公司未来增长的驱动因素分析

1、工程总承包模式的推行成为建筑企业结构优化契机, 为公司开辟新的利润增长点

2006年10月30日, 由建设部和商务部联合主办的“推动工程总承包和对外承包高峰论坛”在北京举行, 这是我国推行工程总承包和对外承包20多年来第一次以政府的名义举办该主题下的大型论坛, 由此表明, 建筑业总承包模式的推行已经进入实质性启动阶段。

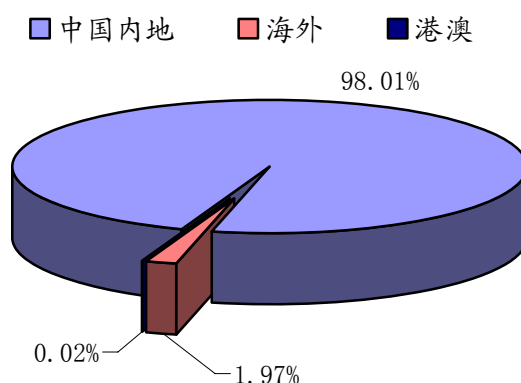
工程总承包对于解决目前设计与施工严重脱节的问题具有积极意义, 工程总承包同时增大了施工企业的主观能动性, 对建筑企业利润的增长无疑具有重大作用。而从建设部下发给施工企业的关于工程总承包的资质要求来看, 我国政府对工程总承包商的要求是不仅要有一定的施工资质, 还要有设计资质, 这将大大提高工程总承包的准入门槛。同时由于总承包企业很难兼顾做到拥有好的项目管理能力和专业施工能力, 优秀的总承包商将在拥有资质、优秀的管理人才和雄厚的资金之后寻找技术和施工能力强的专业分包公司进行施工建设, 如此一来也将起到优化建筑企业结构的作用。

而中铁作为开展业务领域最为广泛的国内最大的综合型建设集团能够提供综合的“一站式”解决方案，将是工程总承包模式推广的最大受益者，而设计施工一体化的运作模式将有效减少公司的营业成本和费用，对公司盈利能力的提升将是显著的。因此我们认为，工程总承包这将是提升公司未来业绩一个重要驱动因素。

2、公司海外工程市场的开拓尚有巨大空间

作为中国和亚洲最大的多功能建筑集团，公司总营业额在2006年全球十大建筑商中排名全球，然而公司海外市场业务的营业额仅占到总营业额的1.97%，可见其国际化程度有多低。当然不仅中铁，包括其他排名进入前10的中国建筑企业都是如此。据商务部统计，我国对外承包工程前三十名的企业国际市场营业额占到了全部营业额的50%左右，前十名企业国际市场营业额占全部营业额的比例不足35%，并且总营业份额越大的企业呈现出国际化程度越低的趋势。

图 30： 中铁 2006 年营业收入的地区构成



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

表 6： 2005、2006 年全球十大建筑商排名

RANK		FIRM
2006	2005	
1	1	VINCI, Rueil-Malmaison, France
2	2	BOUYGUES, Paris, France
3	4	China Railway Engineering Corp, Beijing, China
4	3	HOCHTIEF AG, Essen, Germany
5	8	Grupo ACS, Madrid, Spain
6	7	China Railway Construction Corp, Beijing, China
7	12	China State Construction Eng'g Corp, Beijing, China
8	15	Skanska AB, Solna, Sweden
9	6	Bechtel, San Francisco, Calif, U.S.A.
10	20	China Communications Construction Group, Beijing, China

数据来源：ENR、广发证券发展研究中心

对比国外企业，我们可以发现，全球十大建筑商排名第四的豪赫蒂夫公司（HOCHTIEF AG）位居ENR全球最大225强国际承包商第一名，其国际市场营业额占到了总营业额的89.3%，全球十大建筑商排名第一的万喜公司（VINCI）位居ENR全球最大225强国际承包商第三名，其国际市场营业额占到了总营业额的37.7%。

我们在前面的“对外工程承包市场分析”中已经就中国企业开辟海外市场业务存在的问题进行了分析。但国际工程承包市场的发展特点与趋势清楚的显示，只有大型企业才能在激烈国际承包工程市场竞争中胜出，获得一席之地。

中铁海外业务规模相对较小的原因主要在于公司2001年才拿到对外经营权，开辟海外市场业务的时间尚短，但公司近年已积极培养海外业务人才，公司表示5年内海外业务收入占比提升到15%。我们也认为随着中铁上市募集资金到位，公司具备了进一步做大海外市场业务的基础，能够较好解决开拓海外市场业务可能遇到的融资、设备和技术问题，再加上政府合作框架下公司这种良好的政府关系，海外市场业务规模的扩大将成为中铁未来的一个重要增长点。

表 7：入选 ENR 全球最大 225 强国际承包商前十名及部分中国企业名单

RANK		FIRM	总营业额	国际市场营业额	国际/总体
2007	2006				
1	1	HOCHTIEF AG, Essen	197	176	89.3%
2	2	Skanska AB, Solna	157	123	78.3%
3	3	VINCI, Rueil-Malmaison	292	110	37.7%
4	4	STRABAG SE, Vienna	135	108	80.0%
5	5	BOUYGUES, Paris	249	95.8	38.5%
6	7	Bechtel, San Francisco, Calif	153	89	58.2%
7	9	TECHNIP, Paris La Defense	82.4	80	97.1%
8	6	KBR, Houston, Texas	81.5	74.2	91.0%
9	10	Bilfinger Berger AG, Mannheim	99.7	65.5	65.7%
10	8	Fluor Corp, Irving, Texas			
14	45	中国交通建设集团有限公司			
18	20	中国建筑工程总公司			
67	67	中国铁路工程总公司	212.2	4.2	1.97%
73	64	上海建工（集团）总公司			
82	76	中国土木工程集团公司			
83	73	中国铁道建筑总公司			

数据来源：ENR、广发证券发展研究中心 注：中铁是按照1：7.5的人民币对美元汇率计算

3、公司在资源整合、组织结构精简和管理成本降低方面具备相当潜力

公司除了可以通过继续扩大业务规模获得支撑增长的动力，我们也认为公司在成本控制方面尚有相当的活动空间，这将在很大程度上有助于公司在扩展业务规模的同时增强盈利能力。

公司现有600多家遍布世界各地的直接或间接持有的公司，组织架构相当庞杂，相应必然带来管理成本的居高不下；而且旗下许多子公司在业

务经营领域和区域重合，在工程招投标方面存在直接竞争，损害公司的规模效应，这也必然导致管理协调成本的提高。

我们认为公司在实现整体上市之后必然着手开始上述问题，在我们与公司交流的情况看，公司高层也表示将在今后几年内加快公司经营资源的整合和组织结构的精简以降低管理成本，但考虑到相关利益因素，公司可能会在相当长的一段时期内维持子公司的独立运营，也就是说我们不能对公司在该问题的解决速度上抱有太多乐观预期。

但正如我们在前面的主营业务的分析中所看到的，在毛利率和营业收入占比基本维持不变的前提下，占公司营业收入88%以上基建建设业务的营业利润占比却呈现出逐年巨幅提高的趋势，同时费用占比最高的管理费用也逐年大幅递减。因此，我们还是看好公司在资源整合、组织结构精简和管理成本较低方面具备相当潜力。

五、公司募集资金投向分析

（一）募集资金投向简介

公司本次拟公开发行46.75亿A股，发行募集的资金将用于购置设备、新建生产线、房地产开发、铁路建设和补充流动资金及归还银行贷款，所占比分别为34.5%、3.5%、17%、16.7%和28.3%。

表 8：中铁募集资金投向项目及使用量

类别	序号	募集资金项目	募集资金使用量（万元）
设备	1	购置设备	413,682
新建生产线	2	新建钢箱梁桥及大型钢结构生产基地项目	35,300
	3	高速大号码道岔国产化技术改造项目	6,725
		小计	42,025
房地产开发	4	西客站南广场地下车库及商业项目	37,728
	5	石家庄市景四季花城居住小区项目	62,565
	6	安庆市新城东苑项目	104,000
		小计	204,293
铁路投资	7	太原至中卫（银川）铁路项目	200,000
资金	8	补充流动资金和归还银行借款	340,000
		合计	1,200,000

数据来源：公司招股说明书

（二）募集资金投向项目分析

1、购置施工设备，扩大施工能力

公司计划将此次募集金额的大约34.5%，也就是将近41.37亿用于购置施工设备。我们认为随着建筑施工投资规模的扩大，公司在中国交通基建领域的主导地位必然会为公司带来更多的施工任务，但同时也对公司的施工装备水平更高的要求，购置施工设备能够扩大公司的施工能力，适应迅速发展的业务需要。

其中占购置设备计划投资额47.52%的部分也就是将近19.66亿元将用于购置TBM、盾构及隧道设备，这主要是因为是为了满足在城市地铁、越江输水隧道和铁路长大隧道方面的建设施工要求。考虑到我们前面分析的铁路建设和城市轨道交通建设的良好增长前景，这将进一步增强公司在此类业务的施工竞争能力和专业化技术能力。

2、新建钢箱梁桥生产线降低生产成本和运输费用

公司计划将此次募集金额的大约3.5%，也就是将近3.53亿用于新建钢箱梁桥及大型钢结构生产基地项目。目的在于将公路钢桥的“异地造桥”模式转变为“就地造桥”模式以降低重复运输增加的费用和生产成本。

由于公路钢桥的大跨度和宽度只能使施工采用“异地造桥”模式，也就是将已生产好的单元板块通过铁路运输到工程现场组装，这不可避免的增加了所用原料钢板运到公司在宝鸡的生产基地再加工成单元搬运到施工现场的重复运输费用，而且在生产计划和质量方面不好控制。而公司拟在桥位相对集中的地区建设一个钢箱梁及大型钢结构的永久性生产基地可以有效地降低建设费用和生产制造成本。

3、重资做大房地产开发业务，助公司盈利能力更上层楼

公司计划将此次募集金额的大约17%，也就是将近20.43亿用于房地产开发项目，表明公司进一步做大房地产业务的决心。

我们在前面曾经分析提到，在传统工程施工领域毛利率长期维持在较低水平的现实情况下，许多建筑施工企业试图通过开拓下游的房地产业务来改变这种尴尬境地，很多情况下这是一种无奈的选择，但是我们还是会对此种公司试图多元化基于的“经营协同”效应表示怀疑，因为经营协同实现的同时可能会导致公司金融财务方面不能协同，从而会对公司的发展造成不利影响，市场已经给出了一些反面的例证。

但对于一个全球排名第三的建筑企业来说，在业务方面不可能做到单一化，这首先是一种基于经营风险的考虑，在这种情况下，公司通过业务在建筑产业链上下游的延伸而实现多元化经营就成了一种合理的选择。而且，相比普通建筑企业，公司的强大背景和资金优势能够保证公司有足够的竞争力进军房地产市场。在可行性获得确认的基础上，房地产开发业务将有效地提升公司的盈利能力。

4、补充流动资金和归还银行借款，显著改善财务状况

公司计划将此次募集金额的大约28.3%，也就是将近34亿用于补充流动资金和偿还银行贷款。由于公司近年来因为业务的快速发展使得用于项目建设等方面的资本性支出较大，而过去融资渠道单一、过度依赖银行信贷导致公司的资产负债率居高不下，流动资产也低于流动负债；此外，随着公司未来基建业务规模的继续扩张，资本性支出将持续增加，公司也迫切需要大量流动资金满足业务发展的需要。

因此，我们认为通过股权融资在归还银行贷款之后补充流动资金，可以降低公司的财务风险。此外，公司的每股净资产只有0.65元，通过此次募集资金也将在一定程度上提高每股净资产水平。

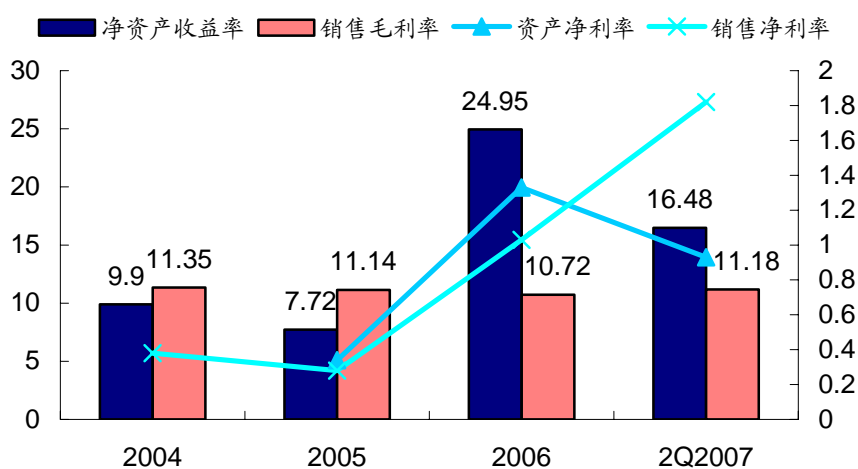
六、公司财务状况分析

（一）盈利能力分析

总体看来，考虑到发行新股导致净资产迅速扩大，公司的净资产收益率在2006年得到较大幅度提升后在2007年将会出现下滑，这个下滑趋势将持续到2008年。由于我们对公司在费用方面控制的力度抱有乐观预期，我们相信销售净利率的增长态势将得以维持。

在前面的分析中，我们一个基本的判断是占据公司营业收入份额88%以上的基建建设业务的收入快速增长，毛利率在今年趋于平稳后明年开始有小幅回升，从而带动公司整体业务盈利水平的增强。

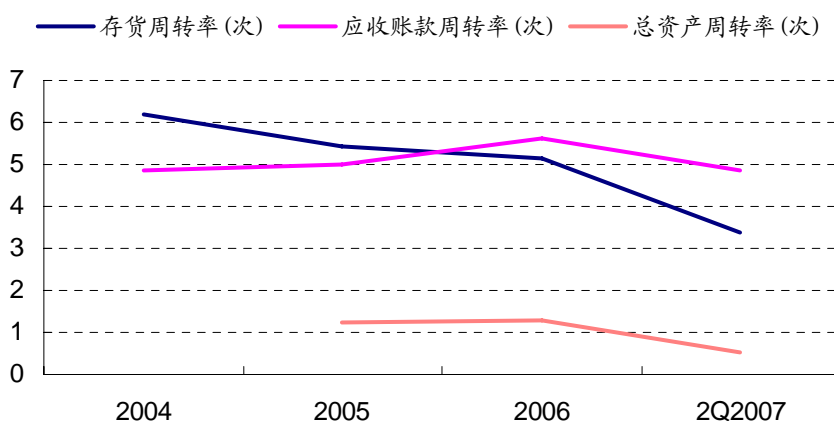
图 31：中铁盈利能力重要指标及变动趋势（%）



数据来源：WIND资讯、广发证券发展研究中心

（二）资产周转能力分析

图 32：中铁资产周转能力指标及变动趋势



数据来源：WIND资讯、广发证券发展研究中心

2004年至2007年中期，公司的存货周转率分别为6.19、5.42、5.13和3.40，总体呈下降趋势，2007年1-6月份的存货周转率更是下降幅度明

显，主要原因是公司基建建设业务受季节性因素影响较大，公司下半年的营业收入通常高于上半年，由此导致存货中占比最大的已完工但尚未结算款大幅增加。即使如此，公司年度间存货周转率的下降趋势也反映了公司在减少存货的资金占用和提高资金利用效率方面仍有待提高。

公司2004年至2006年的应收账款周转率逐年提高，得益于公司实行稳健的财务制度和加强对应收账款的催收管理，本年中期的应收账款周转率水平相对于前三年有所下降也是因为建筑施工收入的季节性因素影响，我们更倾向于放在一个年度区间里来看该指标的变动情况。

（三）偿债能力分析

表 9：公司偿债能力指标

	2004	2005	2006	2007-06
资产负债率（%）	91.53	91.89	93.13	92.90
流动比率	1.02	1.00	0.99	0.98
速动比率	0.77	0.72	0.71	0.62
已获利息倍数（倍）	2.61	2.59	5.66	7.17

数据来源：WIND资讯、广发证券发展研究中心

从流动比率和速动比率来看，近年来一直处于相对稳定的水平，但还是呈轻微下降的趋势。在流动资产构成中，货币资金占比由2004年的20.68%提高到2006年的26.53%，我们相信经过本次新股发行募集资金到位后，货币资金的占比会有一个较大程度的提升，进一步提高公司的短期偿债能力。在流动负债中，预收账款的占比一直稳定在20%以上，至本年中中期更是提高到25.16%，由于此部分负债并不需要以现金进行即时支付，仅需按照项目进度用劳务和实物资产偿付，因此也降低了本公司需要即时偿付的负债总量，使得公司的实际偿债能力增强。

由于近年来公司业务规模的不断扩大，而相关的融资手段单一，因此使得公司整体的资产负债率一直居高不下，我们相信随着此次新股发行募集资金的到位，将有效地改善公司的资本负债结构，增强公司的偿债能力。

七、盈利预测与估值

（一）盈利预测

我们对中国中铁的盈利预测基于以下假设：

1. 固定资产投资增速仍旧维持在20%以上，政府在基建建设投资和铁路建设投资的力度不会减弱，公司在基建建设领域的主导地位得以维持。在此假设下，考虑到2006年和2007年的铁路建设和交通基建投资的增长速度低于市场预期，我们认为公司2007年基建建设业务的增长率将低于往年；但我们同时认为此后几年国家为了完成“十一五”铁路建设和高速公路建设的规划，必将加大投资力度，由此公司2008年和2009年基建收入的增长速度将逐步得到明显提高。

2. 勘察设计与咨询业务与基建建设业务具有高度的相关性，将受益于公司基建建设业务的增长。但公司2007年1-9月份的新签合同额不足去年的一半，而该期的未完成合同额去过去一年还要多，并且考虑到公司于2006年12月29日将从事勘察设计与咨询服务业务的铁道部第三勘察设计院集团有限公司70%的股权转让出去，因此我们预计公司2007年该项业务收入同比将出现轻微负增长，从2008年开始将快速回升。工程设备与零部件制造业务的收入水平在2006年的基础上逐步增长。

3. 从公司募集资金的投向看，房地产业务将是公司未来发展的重点，我们对此块业务的未来增长非常乐观。考虑到公司较多的在建项目和半年营业收入同比已增长40%多，我们给与2007年50%的同比增长速度，此后增速虽然同比有所下降，但仍旧保持在30%以上的增长速度。

4. 公司能够采取措施抵御或者转嫁原材料价格上涨对公司成本的影响，并且随着铁道部对客运专线概算定额的提高，公司的毛利率水平将在今年企稳后逐步回升。

5. 公司在上市之后能够在精简组织架构和整合公司资源方面有所成效，管理费用率将会有所下降；考虑到新股发行因素，公司财务费用2007年同比有所增长，之后逐步下降；销售费用率基本保持稳定。

6. 募集资金投向能够按照计划进行

表 10：公司未来业绩增长相关预测假设

	2005	2006	2007E	2008E	2009E
收入增长预测（%）					
基建建设	28.72	40.48	18.07	21.48	24.10
其中：铁路	34.99	60.87	20.50	26.00	30.00
公路	36.76	26.00	15.00	16.00	15.00
市政工程	13.88	30.50	17.60	20.00	23.50
勘察设计与咨询	25.63	18.57	-1.02	12.50	12.50
工程设备与零部件制造	24.94	4.88	5.00	8.00	10.00
房地产开发	87.91	15.86	50.00	45.00	30.00
其他	18.47	32.38	28.00	25.00	22.00
营业收入增长率	27.91	37.76	18.06	21.50	23.60

毛利率水平预测 (%)					
基建建设	9.50	9.23	9.30	10.00	10.00
勘察设计与咨询	38.66	37.78	39.00	38.50	38.50
工程设备与零部件制造	17.46	18.19	16.00	17.00	17.00
房地产开发	32.58	39.82	32.50	33.50	32.00
其他	11.73	11.80	11.00	11.00	11.00
综合毛利率	11.08	10.68	10.54	11.20	11.12

数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

表 11：中铁未来盈利预测（单位：百万）

项目/年度	2006	2007E	2008E	2009E
一、营业收入	158423.20	187035.64	227250.08	280882.80
减：营业成本	141498.91	167322.76	201803.20	249641.69
营业税金及附加	4854.72	5798.10	7090.20	8763.54
销售费用	731.83	748.14	1136.25	1404.41
管理费用	7835.61	7481.43	9090.00	11235.31
财务费用	766.17	935.18	1022.63	1123.53
资产减值损失	341.90	435.18	795.38	842.65
加：公允价值变动收益	18.72	35.00	30.50	28.60
投资收益	188.64	561.11	681.75	842.65
二、营业利润	2770.84	4910.96	7024.67	8742.91
加：营业外收入	364.09	470.6	480.25	530.06
减：营业外支出	177.06	150.35	210.64	225.45
三、利润总额	2957.88	5231.21	7294.28	9047.52
减：所得税	636.29	1464.74	1604.74	1809.50
四、净利润	2321.59	3766.47	5689.54	7238.02
归属于母公司所有者的净利润	1646.28	3269.97	5003.68	6329.46
少数股东损益	675.31	496.5	685.86	908.56
五、每股收益	0.13	0.15	0.24	0.30

数据来源：广发证券发展研究中心

（二）估值及投资建议

我们选取国内6家建筑行业与中铁业务比较相似的上市公司作为估值的可比对象，这六家公司对应的2007年、2008年和2009年的动态市盈率的平均值分别为37.71、26.92和21.10，以此计算中铁的合理价值分别为5.65元、7.18元和6.33元。考虑到目前在中铁的主营业务中，基建建设业务占有绝对比重，而且此项业务的盈利能力与可比公司的相关施工业务并无显著优势，因此即使考虑到中铁在基建领域的龙头地位，我们暂不给予估值溢价。

我们还选取了在香港上市的在中交建作为可比公司，中交建的业务大多集中在国内，作为可比对象我们觉得是合适的，中交建2007年和2008年的市盈率分别为54.32和26.92，以此计算的中铁的合理价值为8.15和8.81。

综合上述的比较，我们给予公司2008年27-36倍的市盈率，对应的合理价格区间为6.48-8.64元。

表 12: 国内及境外可比上市公司的估值情况

公司名称	公司代码	收盘价	EPS			PE		
			2007E	2008E	2009E	2007E	2008E	2009E
宏润建设	002062	17.89	0.56	0.73	0.91	31.80	24.56	19.72
中工国际	002051	22.03	0.64	0.783	0.71	34.39	28.14	30.81
中铁二局	600528	20.32	0.45	0.59	0.99	45.11	34.21	20.43
路桥建设	600263	14.56	0.32	0.71	1.01	45.60	20.51	14.37
隧道股份	600820	13.16	0.36	0.50	0.69	37.03	26.37	18.94
上海建工	600170	13.41	0.41	0.48	0.60	32.35	27.76	22.35
平均值						37.71	26.92	21.10
境外可比建筑上市公司								
中交建	1800 HK	20.7	0.38	0.56		54.32	36.73	

数据来源: WIND资讯、BLOOMBERG 注: 股价为2007年11月28日的收盘价

从表13我们可以看到，目前市场对新股发行表现出较高的热情，2007年以来的新发大盘股首日上市后定位均较高，存在显著的首日效应，开盘平均涨幅达到94.99%，收盘平均涨幅为96.10%。中铁作为目前建筑业的唯一大盘股，也是将来A股市场最大的建筑上市企业，上市首日将会获得追捧。但同时，我们也看到目前二级市场正处于调整低迷时期，而且从近期追逐上市新股的收益来看并不容乐观。综合考虑，我们调低中铁首日上市交易的价格涨幅预期，给予超过发行价50%-80%涨幅的首日上市定价，即市场可能给予的首日上市定价区间为7.2-8.64元。

表 13: 2007 以来发行的大盘股首日市场表现

代码	名称	发行价格	开盘涨跌幅 (%)	收盘涨跌幅 (%)	发行市盈率(摊薄)
601857	中国石油	16.70	163.23	191.02	22.44
601088	中国神华	36.99	87.35	83.83	44.76
601939	建设银行	6.45	32.25	32.56	32.91
601169	北京银行	12.50	81.44	84.00	36.38
601919	中国远洋	8.48	93.16	83.02	98.67
601328	交通银行	7.90	71.39	79.75	31.28
601600	中国铝业	6.60	180.45	204.09	-
601998	中信银行	5.80	96.03	58.79	59.62
601318	中国平安	33.80	38.43	47.93	76.18
601628	中国人寿	18.88	106.20	95.97	97.8
均值			94.99	96.10	

数据来源: WIND资讯

八、风险因素提示

● 基建建设投资放缓的风险

我们在前面的分析中已经说明由建筑业承担的建筑安装工程在固定资产投资中的比重长期稳定在60%以上，建筑行业的增长速度与固定资产投资的增速高度相关。而具体到公司而言，公司的铁路、公路和市政工程的施工业务与国家在基建建设投资方面的投资高度相关。因此如果国家放缓或者严控固定资产投资规模，尤其减少基建建设方面的投资额度，将会对公司的经营业绩造成重大影响。

● 开拓海外市场业务的风险

公司目前海外市场业务的营业额额仅占到总营业额的1.97%，作为公司下一步基建建设业务发展的重点之一就是积极开拓海外市场业务，我们也将其看作公司未来业绩增长的一个重要驱动因素。但不可否认，公司在开拓海外市场业务的过程中将会面临政治风险、金融风险（主要表现在汇率变化导致收益损失方面）等一系列风险因素。

● 原材料价格上涨导致的成本提高风险

公司的营业收入反映在量上非常庞大，但公司的总体毛利率水平较低，也就是说营业成本也非常高，原材料又是成本中最重要的部分，因此原材料价格的一个微小的变动可能带来公司毛利的大幅度变动。虽然公司通过订立开口合同等一系列措施抵御原材料价格对公司的影响，但我们不得不重视公司经营中对由原材料价格上涨导致成本增加的抵御和转嫁能力。

● 组织结构庞杂所导致的经营风险

正如我们前面的分析所述，公司的组织架构相当庞杂，相应必然带来管理成本的居高不下；而且旗下许多子公司在业务经营领域和区域重合，在工程招投标方面存在直接竞争，损害公司的规模效应，这也必然导致管理协调成本的提高。虽然我们对公司在资源整合和组织架构精简方面充满希望，但是公司上市后对该项工作实施的进度仍旧充满不确定性，相应对经营方面影响也存在不确定性。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10 % 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10 % 以上。

相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。