

中国铁建 (601186. sh)

借上市东风再壮铁建雄风

王飞 建筑行业 研究员

电话: 020-87555888-638

eMail: wf2@gf.com.cn

全球极具竞争力的综合性建筑服务提供商

公司是我国乃至全球特大型综合性建设集团之一, 能够提供全套建筑服务, 已经打造了包括科研、规划、勘察、设计、施工、监理、运营、设备制造等在内的全面完整的建筑业产业链。

基建投资规模的急剧扩张为公司未来发展提供良好条件

我们认为, 建筑业整体处于景气运行周期和基建投资规模的迅速扩大将为公司未来几年快速增长注入充沛活力, 中国铁建将是铁路建设投资爆发性增长的最大受益者之一。

良好的海外业务运营经验和经营业绩为公司长远持续发展奠定基础

作为对冲未来国内基建投资放缓带来的经营风险的最强有力因素, 公司海外业务运营的较为成功, 巨额合同量也意味着公司海外业务正在走向规模化, 我们十分看好公司在海外市场的业务开拓能力。

盈利预测与估值

我们预计公司 2007-2009 年 EPS 分别为 0.15 元、0.24 元和 0.30 元, 给予公司 2008 年 34-38 倍的市盈率, 计算的公司合理价格区间为 11.22-12.54 元。

风险因素提示

基建建设投资增长速度放缓、原材料价格上涨是公司未来经营面临的主要风险, 公司的海外市场业务也将面临来自政治和金融方面的风险。

预测及评估

	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
主营收入(百万元)	114125	158488	166164	213210	265383
EBITDA(百万元)	3328	5167	8324	9547	12482
净利润(百万元)	309	1240	3224	4099	5523
净利润增长率	870.0%	301.6%	160.0%	27.1%	34.7%
每股收益(元)	0.02	0.10	0.26	0.33	0.44
市盈率	N/A	N/A	34.92	27.51	20.64
市净率	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
EV/EBITDA	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
每股红利(元)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
股息率	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

来源: 中国铁建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	9.08 元
上市价格	11.22-12.54 元

股票数据

总股本(万股)	1,241,190.00
流通股本(万股)	245,000.00
主要股东:	
	中国铁道建筑总公司
主要股东持股比例	64.50%
流通 A 股比例	19.74%

财务比率

ROE	63.24%
ROA	1.00%
资产负债率	97.72%
每股净资产(元)	0.82

2006 年报数据

发行信息:

发行价格(元)	9.08
主承销商:	
	中信证券
发行市盈率	34.92

目录索引

一、全球极具竞争力的综合性建筑服务提供商	4
(一) 实力雄厚成就卓越市场地位	4
(二) 相关多元化业务平台及收入来源	5
(三) 借上市东风再壮铁建威风	7
二、行业分析：细分领域显示迎来最好发展时机	9
(一) 铁路：铁路建设持续爆发性增长时期已至	9
(二) 公路：高速增长可期	11
(三) 城市轨道交通建设市场容量巨大	12
(四) 对外工程承包市场分析	12
三、公司主营业务分析	14
(一) 总体评价：收入利润同步保持快速增长，盈利能力提升显著	14
(二) 工程承包业务：收入维持快速增长，毛利率有望稳中趋升	15
(三) 勘察设计与咨询：强大实力受益基建建设规模的扩大	16
(四) 工业制造：增长前景依然看好	17
(五) 其他业务：房地产和贸易物流锦上添花	18
四、公司未来业绩增长驱动因素分析	19
(一) 铁路建设大投资为公司未来几年快速增长注入充沛活力	19
(二) 海外市场业务的拓展为公司更长远的持续发展奠定基础	20
(三) 我们同样关注公司在资源整合和管理费用控制方面能力的提升	20
五、盈利预测与估值	21
(一) 盈利预测	21
(二) 估值及投资建议	23
六、风险因素提示	23

图表索引

图 1: 中国铁建的业务模式	6
图 2: 中国及其他主要国家货运密度、客运密度比较	9
图 3: 中国铁路基本建设投资及增速	10
图 4: 2006 年中国铁路建设资金来源	10
图 5: 历年铁路建设债券发行额度	10
图 6: 交通基建固定资产投资及增速	11
图 7: 交通基建分行业固定资产投资状况	11
图 8: 我国对外承包工程完成营业额及增速	12
图 9: 历年对外承包工程新签合同额及增速	12
图 10: 中国对外承包工程历年新签合同额和最大合同额	13
图 11: 中国对外承包工程非洲市场统计	13
图 12: 中国铁建前 2007 年前 11 个月收入构成	14
图 13: 中国铁建营业收入与净利润变动情况	14
图 14: 公司毛利率、营业利润率和净利润变动情况	14
图 15: 中国铁建工程承包业务构成	15
图 16: 公司工程承包业务各分项毛利率变动情况	15
图 17: 中国铁建新签合同额及完成情况	15
图 18: 中国铁建勘察设计与咨询业务收入增长及毛利率预测	17
图 19: 中国铁建勘察设计与咨询业务收入增长及毛利率预测	18
图 20: 中国铁路建设市场未来几年份额分布预测	19
图 21: 中国铁建海外业务收入增长情况	20
图 22: 公司海外新签合同额及地区分布	20
表 1: 2005、2006 年全球十大建筑商排名	4
表 2: 2007 年中国承包商排名	4
表 3: 中国铁建相关业务领域的市场地位和竞争优势	5
表 4: 公司业务代表性项目展示	5
表 5: 建筑行业部分上市公司设计咨询业务毛利率情况	7
表 6: 中国铁建募集资金投向项目及使用量	7
表 7: 中国铁路建设“十一五”规划目标	9
表 8: 公司工程承包业务分项收入增长速度预测	16
表 9: 公司工程承包业务毛利率预测	16
表 10: 公司其他业务未来业绩增长及毛利率预测假设	18
表 11: 中国中铁和中国铁建近几年铁路施工收入比较	19
表 12: 管理费用率变动对净利润影响的敏感性分析	21
表 13: 公司未来业绩增长相关预测假设	22
表 14: 中铁未来盈利预测	22
表 15: 国内及境外可比上市公司的估值情况	23

一、全球极具竞争力的综合性建筑服务提供商

（一）雄厚实力成就卓越市场地位

中国铁建由中国铁道建筑总公司于2007年11月5日独家发起设立，是我国乃至全球特大型综合性建设集团之一，2006和2007连续两年入选“世界500强企业”（分别排名第485位和384位）和“中国企业500强”（分别排名第20位和15位）；连续九年入选“全球225家最大承包商”（2006年排名全球第六）；按照工程承包业务收入计算，本公司自2004年起连续三年位居全国首位，是我国最大的工程承包商。

表 1: 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

表 2: 2007 年中国承包商排名

排名	公司名称	总承包营业额（百万美元）
2007	2006	
1	1	中国中铁股份有限公司 21268.65
2	2	中国铁建股份有限公司 19125.22
3	3	中国建筑工程总公司 16239.70
4	4	中国交通建设集团有限公司 14026.07
5	5	中国冶金科工集团 11202.56
6	6	上海建工（集团）总公司 6428.91
7	9	中国东方电气集团公司 3036.91
8	7	北京建工集团有限责任公司 2743.34
9	8	浙江省建设投资集团有限公司 2711.80
10	10	北京城建集团有限责任公司 2643.86

数据来源：ENR、广发证券发展研究中心

作为特大型综合型建设集团，公司专注于基础设施建设，其业务覆盖面广泛，基本涵盖了基础设施建设的所有领域，拥有业内全面完整的产业链和资质体系，并且在多大业务领域位居行业领先地位。

表 3：中国铁建相关业务领域的市场地位和竞争优势

业务领域	市场地位和竞争优势
工程承包	我国最大的铁路建设集团之一，独立修建建国以来铁路里程的50%以上，承建了已开工客运专线建设的44.25%份额，承担了已招标在建的9条铁路四电集成项目的26.49%；最大的公路工程承包商之一、桥梁隧道建设市场的领军人物和城市轨道交通建设市场领导者之一；我国海外新签合同额最大工程承包商
勘查设计咨询	我国基础设施建设勘查设计咨询行业的领导者之一，拥有五家最高资质等级的大型工程设计院，承担设计了17条已开工客运专线的12条，所占比例达63.25%，承担了现有时速300千米以上客运专线近70%的勘查设计任务
工程制造业务	公司所属的昆明中铁大型养路机械集团有限公司是位居亚洲第一、世界第二的铁路养路机械制造和修理基地，大型养路机械主要产品占据市场约80%份额，是我国仅有的2家高速铁路道岔定点生产企业之一
物流及贸易	我国最大的铁路工程物流服务商和全球第二大铁路物资供应商，多年拥有成品油对内批发权，与鞍钢、攀钢和包钢等国内几大钢铁集团以及中石油和中石化等建立了良好战略合作关系，公司所属全资子公司中铁物资集团被评为06年中国最具竞争力物流企业50强，位居第12位

数据来源：公司招股说明书

表 4：公司业务代表性项目展示

业务领域	代表性工程及获奖展示			
	国家科技进步奖	詹天佑土木工程奖	中国建筑鲁班奖	国家优质工程金奖
工程承包	西康铁路秦岭隧道（一等）、青藏铁路风火山冻土隧道（二等）	内昆铁路花土坡特大桥、西康铁路秦岭隧道（2003）	大秦铁路、南昆铁路清水河大桥（2002）、内昆铁路花土坡特大桥、内昆铁路李子沟特大桥（2003）、上海奉浦大桥、西康铁路秦岭隧道（2002）	大秦铁路、京九铁路吉安至定南段、引滦入津水利工程

数据来源：公司招股说明书

（二）相关多元化业务平台及收入来源

中国铁建能够提供全套建筑服务，公司以工程承包、勘查设计咨询为核心业务，同时经营工业制造业务，并积极开拓房地产开发、资本运营和物流等业务，已经打造了包括科研、规划、勘查、设计、施工、监理、运营、设备制造等在内的全面完整的建筑业产业链，在建筑及其他多个相关领域确立了行业领导地位。

作为较早市场化并引入竞争者的建筑业，过度市场竞争导致企业主体利润率下降，使整个行业长期在微利、薄利的边缘徘徊；另一方面，建筑业也具有吸收农村劳动力就业和承担国家基础建设的公益性特征，因此即使在强势垄断的铁路建设市场，建筑企业也不能获得较高的利润率。如果建筑企业固执地拘泥传统施工领域而自身不求发展和创新，势必在日益激烈的竞争惨遭淘汰。通过分析我们认为基于价值链延伸的一体化综合服务

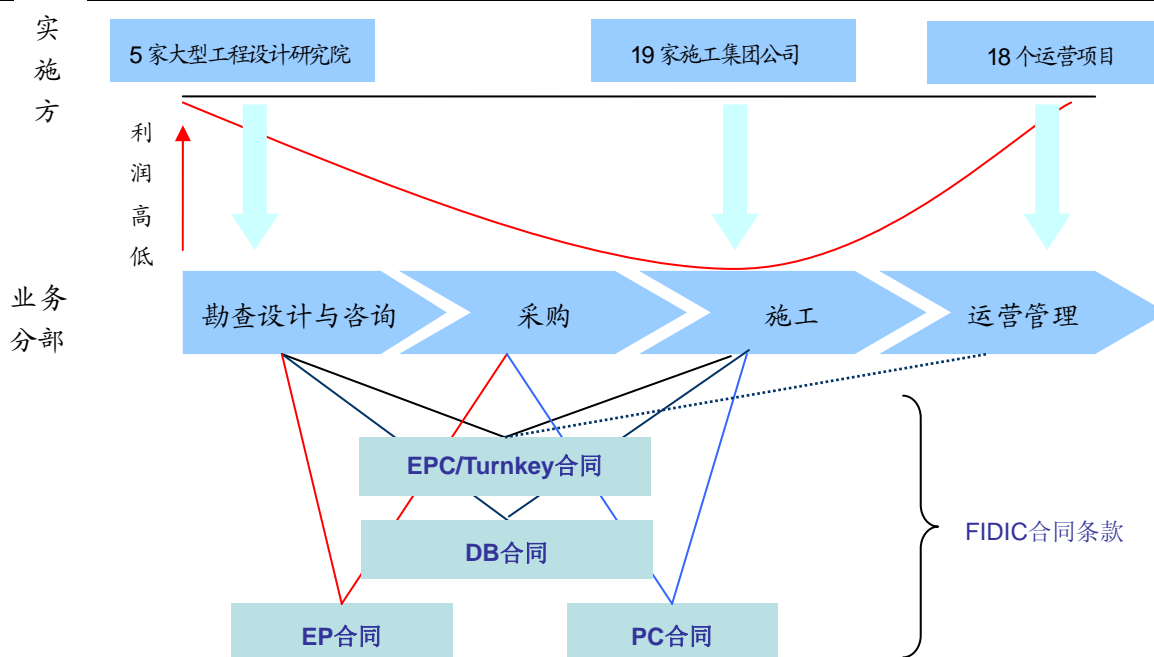
模式才是适宜中国建筑企业做大做强的必然路径选择。也正是在这样的现实背景下，一些建筑企业通过借助运营管理手段拓宽盈利渠道、变革盈利模式，并且初见成效。显然，中国铁建的经营模式具有此种特征。

公司拥有5家最高资质等级的大型工程设计研究院，为客户提供包括铁路、公路、市政、房建四大领域和桥梁、隧道等全过程的勘察设计与咨询服务。

公司拥有包括中国土木工程集团在内的19家工程集团公司，拥有经建设部核准的施工总承包特级资质19项，其中铁路工程施工总承包特级资质17项，居行业首位；施工总承包一级资质251项，专业承包一级资质324项；施工资质类别44个；此外公司还拥有水利水电工程施工总承包一级资质20项。其施工业务遍及国内和海外。

公司从2002年借助国家投融资体制改革的历史机遇开始涉足资金运营项目，积极推进BT、BOT、BOO、PPP为主要方式的资本运作，向产业链的上游延伸，以投资带动工程总承包，获取更高、更稳定的收益。截至2007年9月30日，本公司的资本运营项目工业18个，其中BT项目12个、BOT项目3个、BOO项目3个；项目投资总规模达到141.71亿。

图 1：中国铁建的业务模式



数据来源：广发证券发展研究中心

从公司的业务构成我们可以看到中国铁建基本形成了“勘察设计咨询——工程施工——工程项目运营”的建筑产业链布局。相比处于产业中间的施工业务，其前后的设计咨询业务和项目运营业务的都是建筑行业内高附加值的领域，我们从建筑行业上市公司仅有的几家专业从事工程设计和咨询企业的毛利率水平就可以看到，相对于普通建筑施工领域不到10%的毛利率，设计咨询业务高达20%以上的毛利率确实显示出其高附加值的特性。

表 5: 建筑行业部分上市公司设计咨询业务毛利率情况

上市公司	设计咨询业务毛利率
中国中铁	38.5% (2004年)、38.66% (2005年)、37.78% (2006年)
中国海城	设计: 23.57%, 咨询: 42.18%, 监理: 16.82% (2007年中期)
东华科技	27.57% (2004年)、26.03% (2005年)、20.51% (2006年)
中材国际	设计: 44.33%, 监理: 48.97% (2007年中期)

数据来源: 广发证券发展研究中心

此外借公司还借助在资金、工程勘察设计咨询以及施工技术和能力等方面的优势, 利用基建业务的平台从事房地产业务和与铁路相关的大型养路机械设备、道岔的设计制造。通过较为完成的产业链和规模优势, 公司的相关多元业务经营模式可以避免业务过于单一的经营风险, 并能够有效实现业务间的协调相应, 在向客户提供全方位的综合服务、技术复杂项目运作时更具有明显优势。

(三) 募集资金项目分析

公司本次拟公开发行24.5亿A股, 发行募集的资金将用于购置设备、加大工业制造投入、房地产开发、铁路客运专线建设和补充流动资金及归还银行贷款, 所占比例分别为66.2%、9.3%、2.5%、9.5%和12.6%。

表 6: 中国铁建募集资金投向项目及使用情况

类别	序号	募集资金项目	募集资金使用量 (万元)
设备购置	1	购置国内工程施工所需设备	1,050,000
工业制造	2	昆明中铁大型养路机械集团有限公司技术引进 国产化项目改扩建项目	115,000
	3	中铁轨道系统集团有限公司轨道系统项目	32,000
		小计	147,000
房地产开发	4	长沙秀峰山庄项目	40,000
铁路客运专线	5	石家庄——武汉铁路客运专线项目	150,000
资金	6	补充营运资金和还贷	200,000
合计			1,587,000

1、重资购置施工设备, 扩大施工能力

公司计划将此次募集金额的大约66.2%, 也就是将近105亿用于购置施工设备。按照公司的投资概算, 计划购置设备的投资总额约为124.8亿元, 除掉募集资金之外的不足部分由公司通过自有资金和银行贷款补足。如果按照投资概算来看, 中国铁建是中国中铁IPO募集资金用于购置设备投入——41.4亿的3倍多。

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。其中计划投资额的13.92亿元将用于购置电气化设备, 29亿用于购置TBM和盾构设备, 这主要是因为是为了满足在铁路“四电”、城

市轨道、水利隧道工程和铁路长大隧道方面的建设施工要求。从已经公布的数据可知，公司承建了已开工客运专线建设的44.25%份额，承担了已招标在建的9条铁路四电集成项目的26.49%，这显示了公司在铁路基础建设和“四电”建设市场中的竞争优势不断得到巩固。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，这将大大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、资金注入巩固公司大型养路机械市场的垄断优势地位

公司计划将此次募集金额的大约9.3%，也就是将近14.7亿用于昆明中铁大型养路机械集团有限公司技术引进国产化项目改扩建项目和中铁轨道系统集团有限公司轨道系统项目，其中前者的投入为11.5亿。

公司全资拥有的昆明中铁大型养路机械集团有限公司占据了市场80%的市场份额，而自2005年开始中国铁路基础建设迎来新一轮投资高潮，政府更是将投资1.25万亿用于“十一五”期间的铁路建设，因此在未来可以预期的时间内，中国铁路里程将大幅增加，公司的大型养路机械制造业务必然迎来更好的发展机遇。而公司现有产能和技术难以满足“十一五”期间铁道部对大型养路机械的需求，因此此次技术引进扩大改造项目具有良好的市场前景。

3、积极拓展房地产业务，助力公司盈利能力更上层楼

公司计划将此次募集金额的大约2.5%，即大约4亿用于房地产开发项目，表明公司进一步积极拓展房地产业务的态度。

关于建筑企业积极做大房地产业务，我们在对中国中铁的上市定价报告中已有阐述。对于一个全球排名第六的建筑企业来说，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。

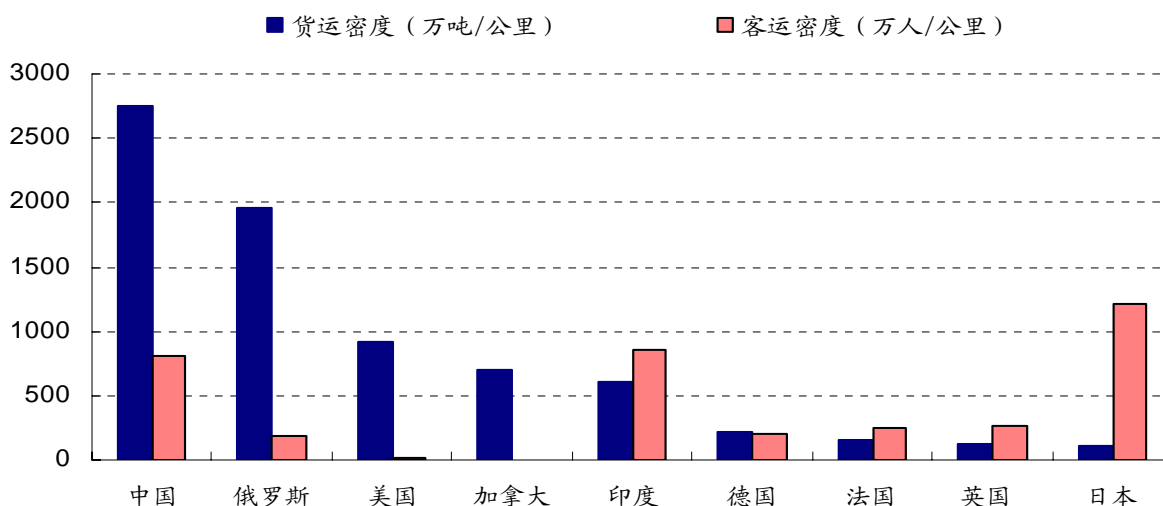
此外，公司还将募集资金的9.5%即大约15亿投资石家庄——武汉客运专线河南有限责任公司，我们认为公司此项投资能够分享到中国客运专线建设投资高涨所带来的收益。公司计划将募集资金的12.6%即20亿用于补充营运资金和归还银行借款，这对于公司增加流动性和资本支出以及降低高负债带来的财务风险起到重要作用。

二、行业分析：细分领域显示迎来最好发展时机

（一）铁路：铁路建设持续爆发性增长时期已至

1、铁路运力瓶颈亟待解决

图 2：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

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。由此可见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。

2、铁路建设进入持续爆发性增长时期

表 7：中国铁路建设“十一五”规划目标

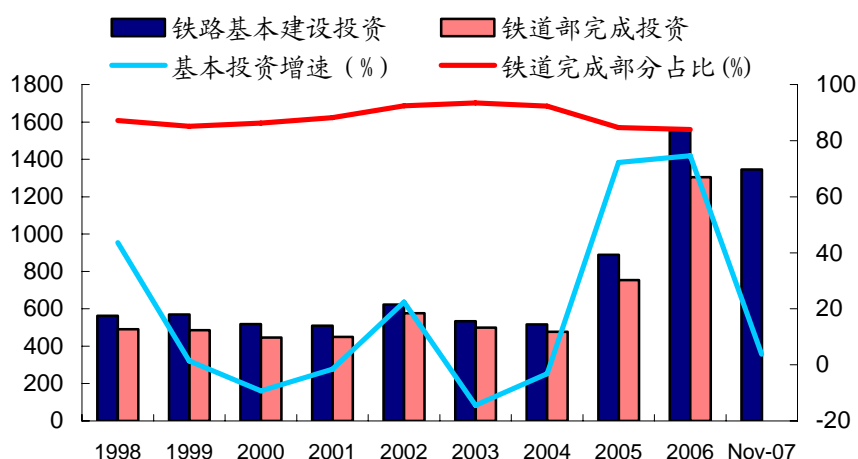
	2005 年	2006 年	2010 年	平均新建能力
铁路营业里程(万公里)	7.54	7.7	> 9.0	0.34
复线铁路(万公里)	2.56	2.64	> 4.05	0.30
电气化铁路(万公里)	2.02	2.44	> 4.05	0.44
客运专线(万公里)			0.70	0.14
煤炭通道总能力(亿吨)			18	1.02

数据来源：铁道部、广发证券发展研究中心

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。根据铁路“十一五”的规划，从2006年到2010年，中国将投资12500亿元人民币，年均投资2500亿，建设17000公里铁路新线。

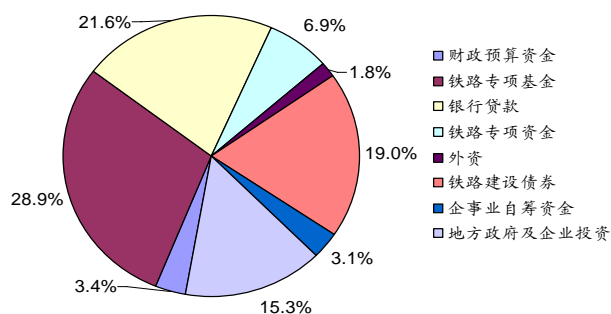
图 3：中国铁路基本建设投资及增速（亿元）



数据来源：铁道部、广发证券发展研究中心

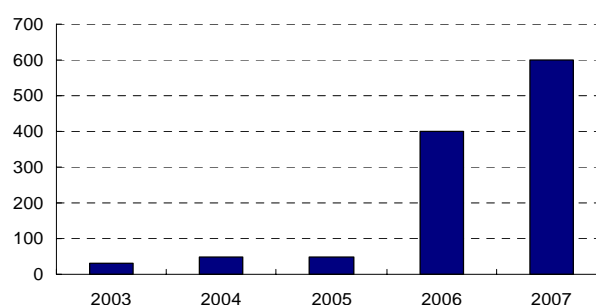
我们可以看到，中国铁路基本建设投资长期处于低潮，但我们相信这种低潮建设期已经开始被打破。从2005年开始，铁路建设基本投资迎来巨幅增长，作为铁路“十一五”规划的第一年，2006年全年实现铁路基本建设投资完成额1552.75亿，首次超过1500亿元，2007年截至11月份完成的铁路基本建设投资也达到创纪录的1345亿元。

图 4：2006 年中国铁路建设资金来源



数据来源：铁道部《2006年铁道统计公报》

图 5：历年铁路建设债券发行额度（亿元）



数据来源：铁道部、广发证券发展研究中心

但是对比铁路“十一五”规划的年均实现2500亿的建设目标，从2006年和2007年的完成情况来看不容乐观，我们认为其原因仍旧是长期困扰中国铁路建设的资金短缺问题。造成中国铁路建设资金短缺的原因是多方面的，既有政策上的和管理体制上的，也有运行机制方面的。而铁路建设资金的来源渠道和投资渠道单一、投资模式僵化是其中最重要的原因。时

至今日，关于铁路建设的投融资问题仍尚未得到较好的解决。

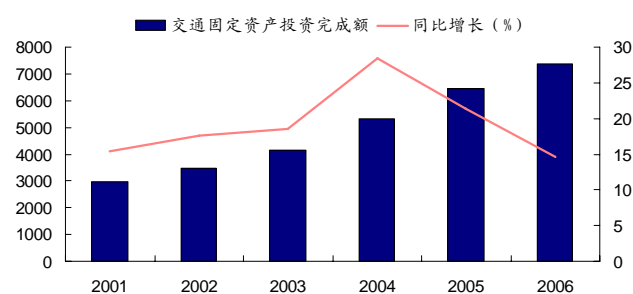
但是目前这种铁路基本建设投资的窘境有望得到逐步改变，铁道部在《2006年铁路统计公报》中首次提到2006年铁路建设吸引外资27.72亿元，而这在以往的统计公报中从未提及，这是铁路建设引进社会资本的重要突破，可视为铁道部释放出来的一个积极信号。而且地方政府和企业参与的规模在渐次扩张，2006年，地方政府及企业投资235.12亿元，接近“十五”的总和。作为铁路建设的重要融资渠道——铁路建设债券自2006年的发行额度也实现创历史记录的400亿，2007年更是达到了600亿。从目前京沪高速铁路的融资方案来看，社会资本表现出极大的投资热情，种种迹象表明铁路基本建设投资的困境正逐步得以缓解。

我们相信，随着铁路投融资体制改革的不断推进，铁路建设资金短缺问题一旦得到有效解决，铁路建设投资的爆发性增长将会延续，总体来看，我们对于铁路“十一五”规划目标的实现充满信心。

（二）公路：高速增长可期

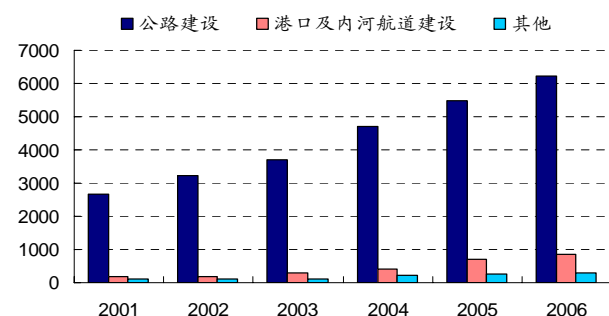
作为交通基础设施建设的两个指导性文件《公路、水路交通“十一五”规划》和《国家高速公路网规划》已经为未来十年的交通基建作了一个比较详细的规划，通过仔细阅读这些文件，我们可以对中国交通基础设施在未来一段时间的发展有一个比较清晰的认识。

图 6：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 7：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

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。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%。从交通基建分行业历年固定资产投资情况来看，公路建设投资占到了全部投资额的85%以上，按此比例计算整个“十一五”期间用于公路建设方面的投资将达到3.2万亿，年均6400亿以上。

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高速增长仍可期待。

（三）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。

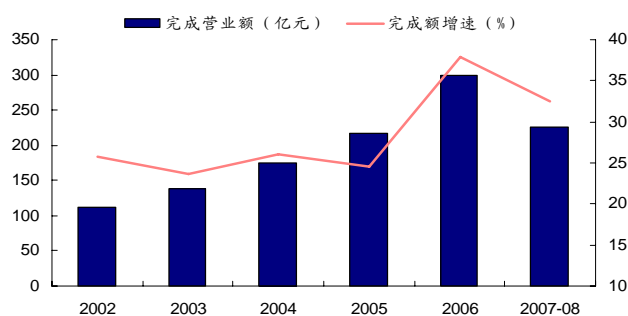
全国有25个城市已经制定了具体的城市轨道交通发展计划方案，其中北京、上海、天津、重庆、广州、深圳、南京、杭州、武汉、成都、哈尔滨、长春、沈阳、西安、苏州等15个城市的城市轨道交通建设规划已得到批复。在未来10余年里，15个城市建设轨道交通线路总长约1700公里，总投资达到6200亿元。

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。

（四）对外工程承包市场分析

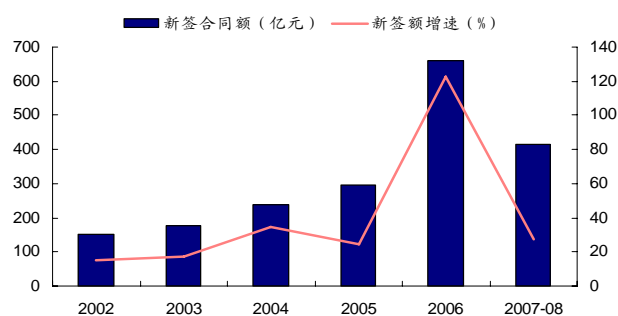
我们特将建筑企业的对外承包工程领域作为一个特殊的细分领域处理，其目的在于尽管目前国内的建筑产品需求形势仍旧旺盛，但由于建筑行业特有的产业结构和竞争态势，建筑企业提供的产能是相对过剩的，相比较而言，建筑企业开拓海外市场不仅有利于目前企业盈利能力的提高，从长远看来更能提高企业的国际竞争实力，毕竟随着全球经济一体化的发展，中国建筑企业走向世界、参与国际竞争是必然的趋势。

图 8：我国对外承包工程完成营业额及增速



数据来源：商务部、广发证券发展研究中心

图 9：历年对外承包工程新签合同额及增速

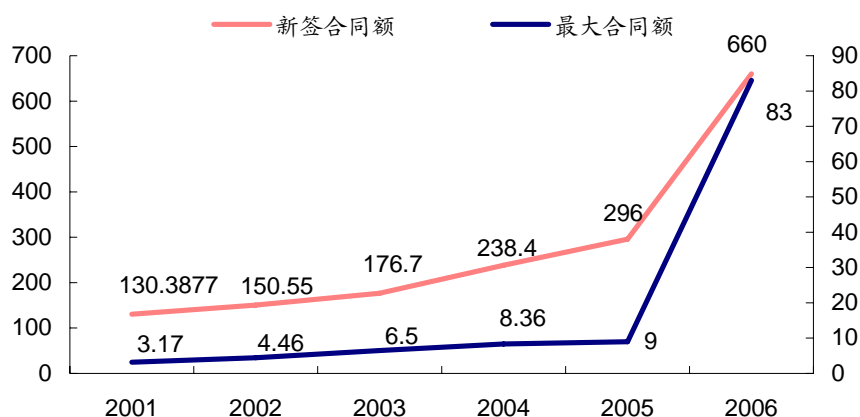


数据来源：商务部、广发证券发展研究中心

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。由中国铁建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。

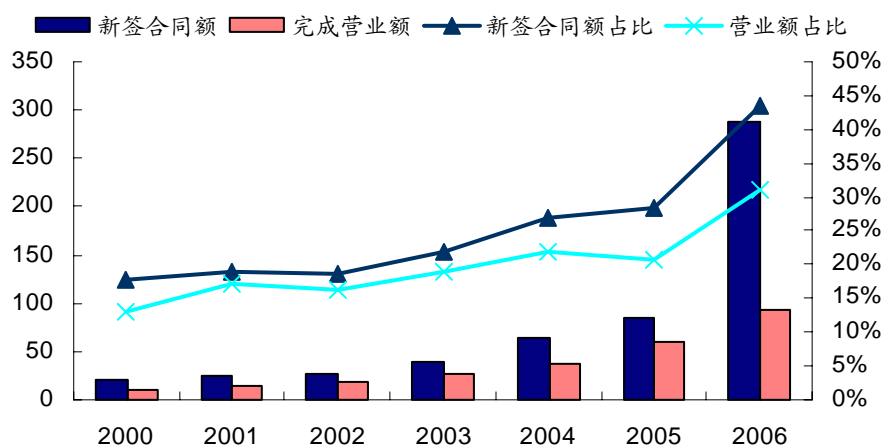
图 10：中国对外承包工程历年新签合同额和最大合同额（亿元）



数据来源：商务部、广发证券发展研究中心

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。从统计数据我们可以看到，我国在非洲市场的新签合同额和完成营业额两项数据都呈稳定上涨趋势，并在2006年开始加速上涨。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，非洲承包工程市场的前景非常广阔，我国企业在非洲建筑市场的发展将大有可为。

图 11：中国对外承包工程非洲市场统计（亿美元）

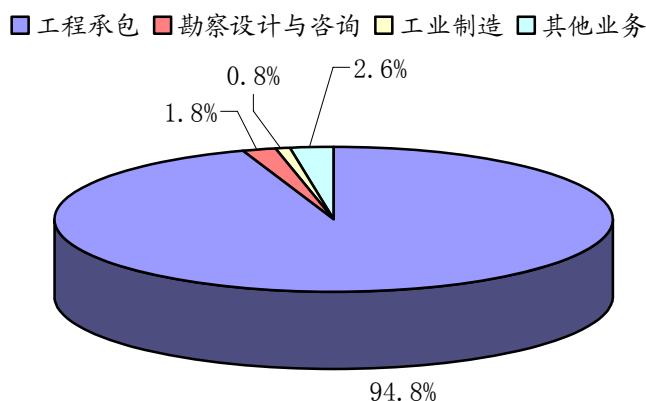


数据来源：商务部、广发证券发展研究中心

三、公司主营业务分析

(一) 总体评价: 收入利润同步保持快速增长, 盈利能力提升显著

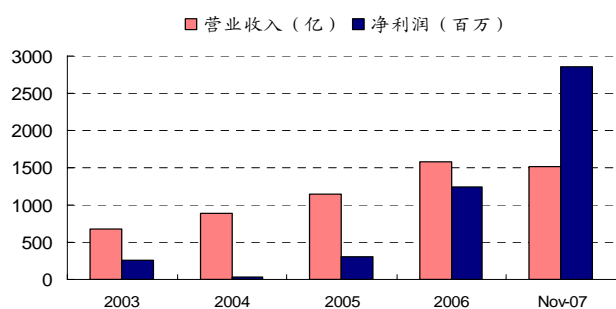
图 12: 中国铁建前 2007 年前 11 个月收入构成



数据来源: 公司招股说明书

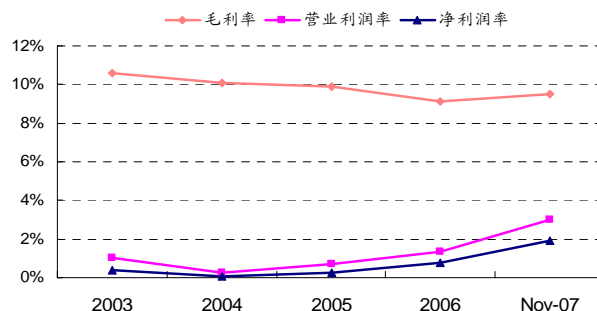
公司主营业务范围涵盖工程承包、勘察设计与咨询、工业制造、房地产以及贸易物流, 形成了以工程承包和勘察设计为核心、其他业务为辅的相关多元化业务模式。从公司 2003 年至今的收入和利润增长情况来看, 收入与利润实现同步快速增长, 2003 年至 2006 年的主营业务收入和净利润的复合增长率分别为 32.8% 和 68.5%, 净利润的增长速度远高于收入的增长速度。

图 13: 中国铁建营业收入与净利润变动情况



数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

图 14: 公司毛利率、营业利润率和净利润率变动情况



数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

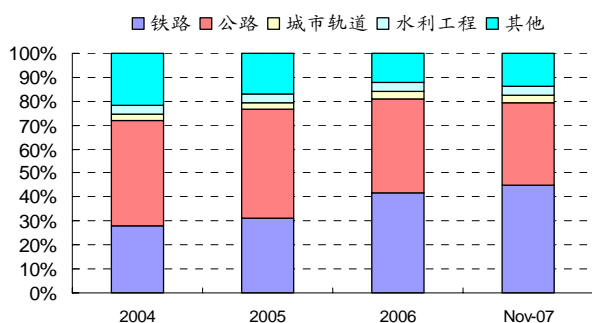
从公司的成本费用指标来看, 近四年来, 公司的毛利率呈现小幅下降的趋势, 而从营业利润率和净利润率来看则维持小幅上涨的态势。根据公司的解释, 原材料价格的上涨以及部分建造合同项目毛利率相对较低是毛利率下降的主要原因; 相比较之下, 公司及下属子公司大力压缩管理层级、缩短管理跨度从而减少了由于机构庞杂人员众多带来的控制成本和管理成本, 提高了运营效率从而维持了营业利润率和净利润率小幅提高的趋势。

下面分别对公司各项业务过去几年和未来的增长进行分析

(二) 工程承包业务：收入维持快速增长，毛利率有望稳中趋升

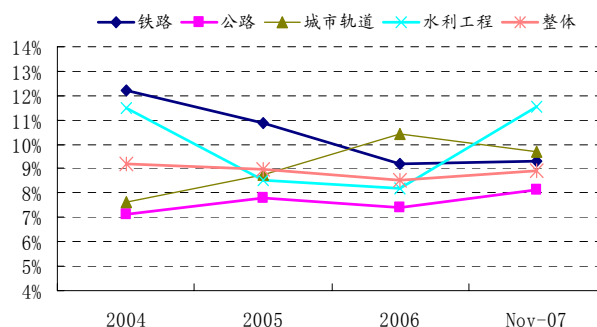
工程承包业务是公司主营业务收入最大的单项来源，2004年至2007年11月，工程承包业务的营业收入分别占到了本公司主营业务收入总额的93.5%、94%、95.2%和94.8%，保持了一个相当稳定的比例，2004年至2006年的复合增长率为34.89%。

图 15：中国铁建工程承包业务构成



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

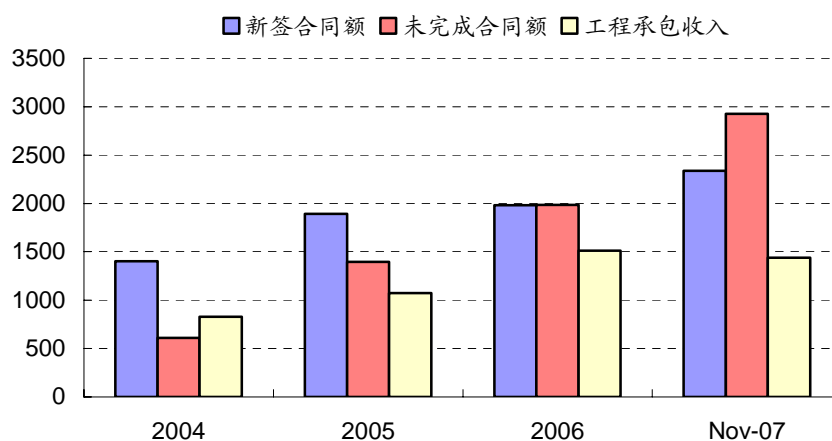
图 16：公司工程承包业务各分项毛利率变动情况



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

在工程承包业务中，来自铁路工程的收入保持了较快的增长速度，其占工程承包总收入之比从2004年的27.88%攀升至2007年11月的44.9%，2004年至2006年的复合增长率高达65.6%，远高于工程承包收入总体增长速度。如果联系到中国铁路建设投资的增长情况，我们就会发现公司铁路工程收入的增长与中国铁路建设投资增长保持了较好的同步性。相比较之下，来自公路施工的收入占比呈现下降趋势，这一定程度上是因为铁路工程收入增长过快所致，也同样说明了公司在中国铁路建设市场的地位不断得到巩固，也正是基于这一角度我们认为公司铁路建设投资爆发性增长的最大受益者之一。

图 17：中国铁建新签合同额及完成情况（亿元）



数据来源：公司招股说明书

对于公司未来几年各项基建业务的增长预测,我们认为必须紧密联系相关行业的投资增长情况。对于铁路市场而言,随着公司在铁路建设市场地位的不断巩固,在这一细分业务有望获得略高于整体投资增长的速度。综合考虑公司新签合同额和未完成合同额、未来几年铁路和交通基建投资的增长情况以及公司的市场地位,我们给出预测的公司未来几年在工程承包分项业务的收入增长速度。

表 8: 公司工程承包业务分项收入增长速度预测

	2005	2006	2007E	2008E	2009E
铁路	44.3%	90.0%	10.0%	40.0%	28.0%
公路	33.8%	19.9%	-6.0%	20.0%	25.0%
城市轨道交通	30.9%	79.6%	20.0%	20.0%	20.0%
水利工程	19.3%	29.1%	16.0%	18.0%	18.0%
其他	1.8%	3.4%	15.0%	20.0%	15.0%
工程承包业务	29.2%	40.8%	4.9%	28.7%	24.8%

数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

从公司工程承包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,公路和其他施工收入占比不断降低。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。而公司近年来工程承包业务毛利率由 9.18% 下降到 8.93% 正是由于铁路工程的毛利率下降所致,而这又归因于公司从 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要求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。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,但我们认为随着铁路建设投融资体制的改革,一旦铁路建设融资难题获得相对有效的解决,必然有效促使铁路建设市场化进程,由此我们推测铁道部将逐步放宽铁路基建的概算价格,提高概算标准的可能性将大大增加。在此假定下,我们认为公司工程承包业务的毛利率水平将在 2007 年趋稳后小幅提升,但是考虑到净利润对于毛利率变动的敏感性,我们在盈利预测中只是将工程承包业务的毛利率小幅提高。

表 9: 公司工程承包业务毛利率预测

	2005	2006	2007E	2008E	2009E
毛利率	9.18%	8.95%	9.00%	9.10%	9.20%

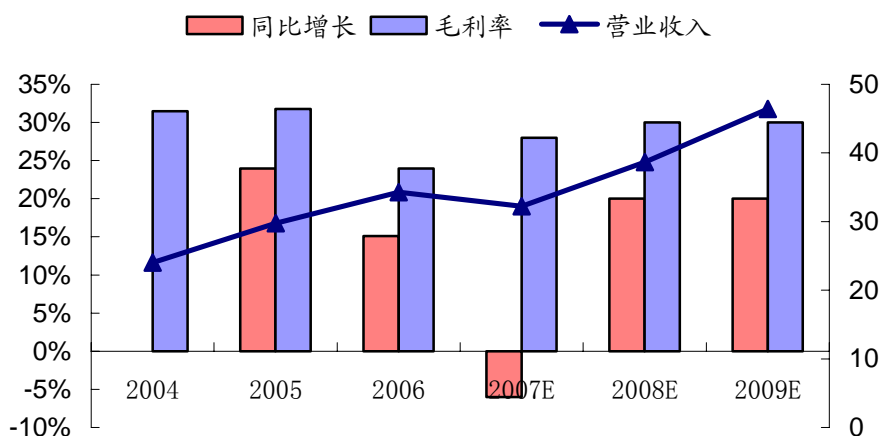
数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

(三) 勘察设计与咨询: 强大实力受益基建建设规模的扩大

勘察设计与咨询业务是公司的核心业务之一,在我国四大铁路勘察设计院中,除铁道部拥有的铁路第三勘察设计院外,公司拥有其余三家的两

家，即中铁第一勘察设计院和中铁第四勘察设计院，“勘察设计——工程施工”的一体化业务模式大大增强公司在工程总承包的竞争能力。

图 18: 中国铁建勘察设计与咨询业务收入增长及毛利率预测（亿元）



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

最近三年及一期，公司勘察设计咨询业务呈现快速增长，2004年至2006年的营业收入复合增长率为19.45%。虽然勘察设计与咨询与工程承包业务保持较高的相关性，但通过比较我们发现，勘察设计业务的增长较大落后于工程承包业务的增长速度，因此对于其未来增长的预测我们给予小于工程承包业务的增长速度。

勘察设计与咨询业务近年来毛利率波动幅度较大，较之往年，2006年的毛利率呈现大幅下降，这主要由于2006年公司承接了大量客运专线的勘察设计工作，投入了大量设备、资金用于开展前期工作，使得相关合同成本较高，同时由于合同价格调整有限从而导致毛利率的下降。但我们认为这种下滑趋势不具有持续性，2007年前11月该项业务的毛利率水平相比2006年大幅度提升，因此未来几年我们仍旧维持该项业务较高毛利率的预测。

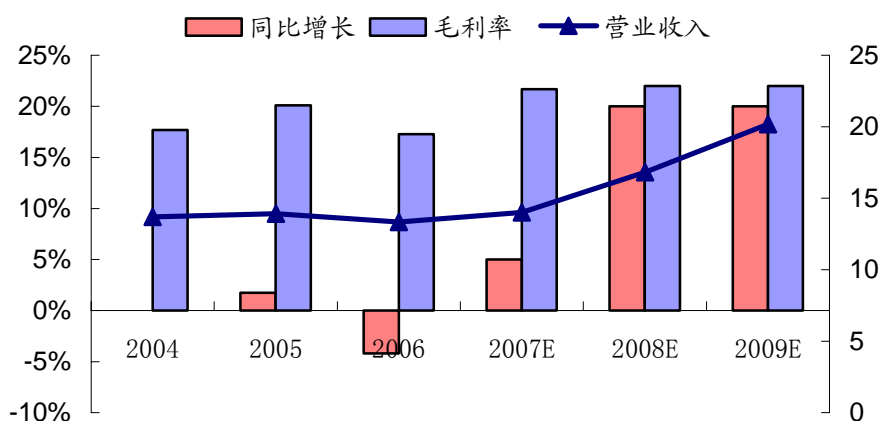
（四）工业制造：增长前景依然看好

公司所属的昆明中铁大型养路机械集团在大型养路机械生产制造市场占据了80%的份额，而此次募集资金将有14.7亿投向工业制造业务，这无疑将进一步做强该项业务。从历史数据来看，该项业务整体保持稳定。

该项业务收入2004年至2006年的复合增长率为-1.26%，而毛利率在2006年也有较大幅度下降，公司解释为工业制造业务收入、毛利率水平下降与公司大型养路机械业务有关，主要由于2006年客户推迟了养路设备定购计划的下达时间导致。

考虑到大型铁路养路机械主要用于铁路建设后期铁路线路的修正和维护，因此相对勘察设计和工程承包市场的需求存在时滞，但基于对中国未来铁路建设维持较高增长速度的判断，我们还是看好该项业务的发展前景。同时毛利率的下降也属于暂时现象，一旦影响养路设备订购计划下达时间的因素消失，毛利率将很快回升。

图 19: 中国铁建勘察设计与咨询业务收入增长及毛利率预测 (亿元)



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

(五) 其他业务：房地产和贸易物流锦上添花

公司在做大工程承包主业的基础上，还积极拓展与工程承包业务相关并具有发展潜力的其他业务如房地产开发和贸易物流业务。

公司通过对原先分散在各子公司的房地产业务进行整合，通过组建的中铁房地产集团有限公司来运作公司的房地产业务。公司欲将此次募集资金的4亿元用于长沙房地产项目，显示了公司充分利用集团资金优势和内部资源做大做强房地产业务的决心。公司目前的房地产业务主要分布在北京、天津、重庆成都、长沙和贵阳等地，在建的房地产项目共21个，规划建筑面积合计540万平方米。从历史数据看，2004年至2006年房地产业务的复合增长率为28.15%，我们预计未来几年公司现有的房地产项目将陆续进入结算期，我们对公司此项业务的总体增长持乐观预期。

对于公司的物流贸易业务，由于其占收入的比重较低则其未来的增长前景较难判断，因此我们对其简化处理，给予2007-2009年10%的稳定增长率。

表 10: 公司其他业务未来业绩增长及毛利率预测假设

	2005	2006	2007E	2008E	2009E
收入增长预测					
房地产	37.04%	19.83%	28.00%	50.00%	30.00%
贸易物流	42.71%	2.55%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率预测					
房地产	15.3%	32.21%	33.00%	33.00%	33.00%
贸易物流	10.11%	13.20%	10.00%	11.00%	13.00%

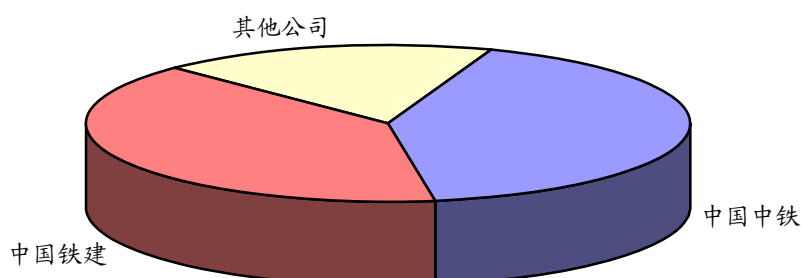
数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

四、公司未来业绩增长驱动因素分析

（一）铁路建设大投资为公司未来几年快速增长注入充沛活力

我们在前面的“行业分析”和“公司主营业务分析”已经就中国未来几年基建建设投资的增长前景和公司工程承包业务的发展前景进行了分析并作出了基本的预测判断，但我们不得不再次强调这种基于行业景气周期下公司所处的市场地位为公司所带来的外在驱动因素的重要性。

图 20：中国铁路建设市场未来几年份额分布预测



数据来源：广发证券发展研究中心

表 11：中国中铁和中国铁建近几年铁路施工收入比较（亿元）

	2004年	2005年	2006年	2007年	2004-2006年GRAG
中国中铁	283.2	382.3	615.1	308.3（前6个月）	47.4%
中国铁建	231.3	333.9	634.2	644.1（前11个月）	65.6%

数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

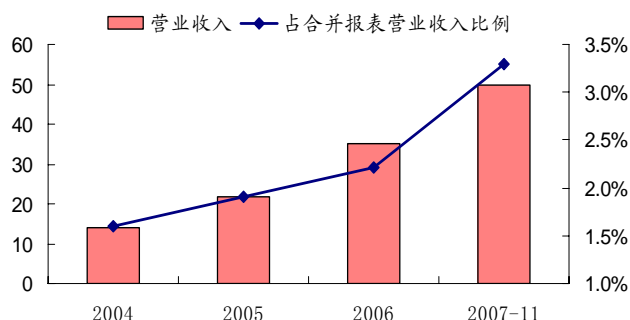
长期以来中国铁路的施工建设由中国中铁和中国铁建垄断，虽然铁道部在逐步放开市场竞争，并在公开招标的哈大客运专线与京沪高速铁路中引入中国交通建设、中国建筑和中国水利水电建设集团等大型建筑集团作为竞争者，但我们仍旧认为，从技术能力、施工装备和施工经验以及潜在的利益关系来看，作为后来者在短期内将不可能打破这种垄断格局。在这样的判断前提下，中国中铁和中国铁建将是铁路基建大投资的最大受益者。

通过比较近几年中国中铁和中国铁建来自铁路施工的收入情况，我们发现，在2004年至2006年中，中国铁建实现了65.5%的高速复合增长，相比之下中国中铁的47.4%的增长速度略显逊色。统计数据显示，在已经开工的铁路客运专线建设中中国铁建承担了44.25%的份额，在运行速度300KM/H以上的客运专线勘察设计中承担了将近70%的份额，如果联系到近期京沪高速铁路招标中中国铁建获得了价值337.43亿、占比40.31%的巨额

大单，我们就会发现公司在中国铁路建设市场的市场地位是上升的，虽然不排除这种大单的获得有为中国铁建整体上市造势的可能。

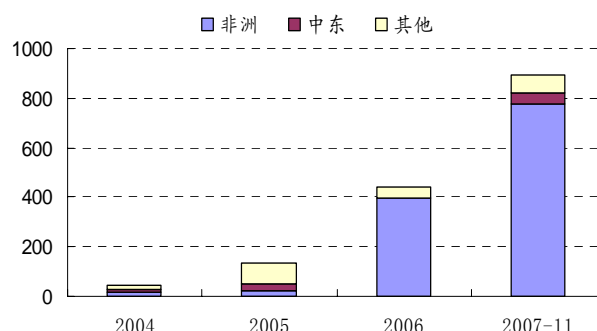
(二) 海外市场业务的拓展为公司更长远的持续发展奠定基础

图 21: 中国铁建海外业务收入增长情况 (亿元)



数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

图 22: 公司海外新签合同额及地区分布 (亿元)



数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

纵然“十一五”规划对铁路建设投资和其他交通基建投资的规模空前加大使得我们对于公司未来业绩的增长充满信心,但不可否认的是,在“十一五”之后铁路建设和其他交通基建投资增速有可能放缓,从而使得公司业绩的增长也趋于放缓;而且随着铁路建设市场的逐步放开,即使短期内公司所占有的市场份额不会出现较为明显的下降,但长期来看将面临市场份额下滑的风险。因此,从一个更长的时期来看,我们更应该关注公司业绩持续增长的驱动因素,通过分析我们认为来自海外市场业务的拓展将是对冲这种基于未来国内基建投资放缓所带来的经营风险的最强有力因素。

公司通过本部以及所属的中国土木工程集团承揽国际工程承包业务,中土集团公司于2003年并入中国铁建股份有限公司,重组后中土集团公司作为总公司的全资子公司,履行总公司海外事业管理职能,统一管理、组织协调总公司海外市场业务,承办总公司外事管理工作。近年来中土集团在海外市场的表现宛如平地惊雷,2006年中国土木工程集团与尼日利亚交通运输部签订的83亿美元的尼日利亚铁路现代化项目是迄今为止我国企业承揽的最大的国际工程承包项目,整个项目从设计、采购到施工全部由中土集团公司负责。经过多年的努力拓展,公司现在已在国际工程承包市场上确立了“中国土木”和“中国铁建”的品牌形象与知名度。

公司2006年和2007年1-11月的新签海外合同金额分别达到439.29亿元和895.37亿元,居全国对外工程承包企业的首位,巨额合同量也意味着公司海外业务正在走向规模化,中国铁建海外业务的表现值得我们期待。

(三) 我们同样关注公司在资源整合和管理费用控制方面能力的提升

我们在“中国中铁新股发行和上市定价报告”曾经写到公司在资源整合、组织结构精简和管理成本降低方面具备相当潜力,在这点上我们同样关注中铁建所作的努力。建筑业作为典型的低毛利率行业,毛利率的微小变动对公司的盈利能力影响重大。而作为特大型建筑企业集团,又因为大量分公司和管理分级的存在使得管理费用较高,这一点不同于区域性建筑

企业，所以公司通过内部资源整合、减少管理分级从而使得管理费用率降低的潜力较大。而通过敏感性分析显示，公司净利润对于管理费用率变动非常敏感，从这个意义上来看，我们关注公司在资源整合和管理费用控制能力方面所作的努力。

表 12：管理费用率变动对净利润影响的敏感性分析

变动幅度	-0.6%	-0.4%	-0.2%	0%	0.2%	0.4%	0.6%
08年净利润变动	23.5%	15.7%	7.8%	0%	-7.8%	-15.7%	-23.5%

数据来源：广发证券发展研究中心

五、盈利预测与估值

（一）盈利预测

在“公司主营业务分析”一节中，我们对公司的各项业务的未来增长情况已给出了大致的预测结果，具体来看我们所做的盈利预测基于以下假设：

1. 固定资产投资增长仍维持较高速度，政府基建建设的投资力度不会减弱。虽然2006年和2007年的铁路建设和交通基建投资的增长速度虽然低于市场预期，但我们仍然对此后三年国家完成“十一五”铁路建设和高速公路建设的规划充满信心，同时巨量合同也预示着公司来自海外市场的收入将会增长迅速。在此前提下，考虑到公司的市场主导地位，我们给予公司工程承包业务2008年和2009年略高于固定资产投资整体增长的速度，分别为28.7%和24.8%。

2. 勘察设计与咨询与工程承包业务保持较高的相关性，但通过比较我们发现，勘察设计业务的增长较大落后于工程承包业务的增长速度，因此对于其未来增长的预测我们给予小于工程承包业务增长速度。

3. 大量承建高速铁路对公司的毛利率影响重大，近年来公司毛利率呈现小幅下滑趋势。但我们认为随着铁路建设投融资体制的改革，一旦铁路建设融资难题获得相对有效的解决，必然有效促使铁路建设市场化进程，由此我们推测铁道部将逐步放宽铁路基建的概算价格，提高概算标准的可能性将大大增加。在此假定下，我们认为公司工程承包业务的毛利率水平将在2007年趋稳后小幅提升，并带动整体毛利率的小幅提升。

4. 对于管理费用的预测，正如我们前面的分析，对于中国铁建这种特大型建筑企业由于复杂管理分级的存在使得管理费用居高不下，而敏感性分析显示公司净利润相当于管理费用率的变动非常敏感，因此我们非常关注公司上市之后在精简组织架构和整合公司资源方面所取得的成效。但是考虑到敏感性因素，我们将管理费用率小幅下调。

5. 募集资金投向能够按照计划进行。

表 13: 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 (%)					
工程承包	29.2%	40.8%	4.9%	28.7%	24.8%
其中: 铁路	44.3%	90.0%	10.0%	40.0%	28.0%
公路	33.8%	19.9%	-6.0%	20.0%	25.0%
市政工程	30.9%	79.6%	20.0%	20.0%	20.0%
城市轨道	19.3%	29.1%	16.0%	18.0%	18.0%
水利工程	1.8%	3.4%	15.0%	20.0%	15.0%
其他	44.3%	90.0%	10.0%	40.0%	28.0%
勘察设计与咨询	24.0%	15.1%	-6.0%	20.0%	20.0%
工程制造	1.8%	-4.2%	5.0%	20.0%	20.0%
房地产	30.0%	50.0%	30.0%	30.0%	50.0%
物流贸易	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
其他	-11.8%	18.6%	6.0%	6.0%	6.0%
营业收入增长率	28.6%	38.9%	4.8%	28.3%	24.5%
毛利率水平预测 (%)					
工程承包	9.2%	9.0%	9.0%	9.1%	9.2%
勘察设计与咨询	31.8%	24.0%	28.0%	30.0%	30.0%
工程制造	20.1%	17.3%	22.0%	22.0%	22.0%
其他	17.3%	20.4%	17.2%	19.4%	21.4%
综合毛利率	9.86%	9.13%	9.75%	9.93%	10.05%

数据来源: 公司招股说明书、广发证券发展研究中心

表 14: 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	158488	166164	213210	265383
减: 营业成本	149965	149965	192038	238712
营业税金及附加	4879	4930	6103	7685
销售费用	893	831	775	1062
管理费用	5732	4789	7462	8758
财务费用	535	579	943	1057
资产减值损失	390	136	175	327
加: 公允价值变动收益	41	43	41	41
投资收益	49	412	113	34
二、营业利润	2136	5389	5867	7858
加: 营业外收入	161	199	153	157
减: 营业外支出	204	113	130	136
三、利润总额	2093	5475	5890	7879
减: 所得税	596	1971	1473	1970
四、净利润	1498	3504	4418	5909
归属于母公司所有者的净利润	1240	3224	4099	5523

少属股东损益	257	280	319	387
五、每股收益（元）	0.10	0.26	0.33	0.44

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家建筑行业内与中铁业务比较相似的上市公司作为估值的可比对象，这6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42.88、28.80和22.86。

我们同时选取了与公司业务更为接近的中国中铁和在香港上市的中交建作为可比对象，两家公司2008年的动态市盈率分别为37.96和34.35，显然高于六家可比公司的平均水平，说明了市场给予这种行业龙头一定的优势溢价是合理的。

综合上述的比较，我们给予公司2008年34-38倍的市盈率，对应的合理价格区间为11.22-12.54元。

表 15：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
可比公司 1								
宏润建设	002062	21.60	0.59	1.18	1.45	36.61	18.31	14.90
中工国际	002051	24.08	0.64	0.78	0.71	38.75	30.87	33.91
中铁二局	600528	20.27	0.45	0.59	0.99	45.04	34.35	20.47
路桥建设	600263	16.61	0.32	0.71	1.01	51.91	23.39	16.44
隧道股份	600820	16.32	0.36	0.51	0.67	45.33	32.00	24.36
上海建工	600170	16.25	0.41	0.48	0.60	39.63	33.85	27.08
平均值						42.88	28.80	22.86
可比公司 2								
中国中铁	601390	9.11	0.15	0.24	0.30	60.73	37.96	30.37
中交建	1800 HK	19.58	0.41	0.56		47.76	34.96	
平均值						54.24	36.46	

数据来源：WIND资讯、BLOOMBERG、广发证券发展研究中心 注：股价为2008年3月7日的收盘价

六、风险因素提示

● 基建建设投资放缓的风险

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**

海外业务是公司未来业绩增长的重要驱动因素，海外市场业务积极开拓也是公司未来经营的重点，而公司过去在海外场所取得的成绩值得肯定。但不可否认，公司在开拓海外市场业务的过程中将会面临一系列的风险，如政治风险、金融风险等。

- **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，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，相应对于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。