

建筑工程行业研究小组
 联系人: 王小勇
 0755-82960440
 wxy@cmschina.com.cn

2009年3月19日

中铁二局(600528.SH)/10.18元

铁路施工业务将成为公司未来增长的主引擎

工业·建筑工程

目标估值: 13-15元

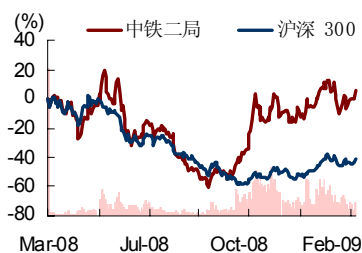
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2218
总股本(万股)	145920
已上市流通股(万股)	129280
总市值(亿元)	148
流通市值(亿元)	131
每股净资产(MRQ)	2.7
ROE(TTM)	11.3
资产负债率	79.9%
主要股东	中铁二局集团
主要股东持股比例	49.7%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	127	-7
相对表现	5	115	39



相关报告

1、《建筑工程行业 2009 年投资策略系列报告(之一) - 己丑, 土生金, 利动土, 宜建筑》2008/02/04

公司 3 月 18 日发布年报, 2008 年实现营业收入 234.64 亿元, 同比增长 30%; 基本每股收益 0.32 元, 并公布 10 派 2 的利润分配预案, 基本符合我们的预期。

- **受益铁路建设提速, 公司营业收入稳步增长:** 2008 年实现营业收入 234.64 亿元, 同比增长 30%, 其中铁路施工收入因受国家投资影响, 增长幅度达到 74.76%, 铁路业务的稳步增长, 保证了公司经营增长的持续性。
- **08 年公司铁路拿单能力增强:** 我们多次强调随着我国铁路建设投资的加速, 在这种良好的形式下, 公司铁路工程合同获取能力得到明显提升。08 年承揽项目 286 项, 合同金额 425.13 亿元, 其中铁路项目 14 个, 合同金额 241.30 亿元, 与 07 年相比, 公司铁路业务合同获取量增长了 152.22%; 铁路合同金额占合同总额的 56.76%, 与 07 年相比提升了 7.24 个百分点。
- **受益铁路施工业务毛利率大幅提升的影响, 公司综合毛利率也有显著的提升:** 在铁路施工业务合同量大幅增长的同事, 毛利率的大幅提升。08 年公司铁路业务毛利率达到 8.44%, 比 07 年增长了 3.21 个百分点。我们测算, 公司综合毛利率所增长 1.64 个百分点中, 有近 1 个百分点是由铁路施工业务贡献的。
- **铁路施工业务将成为公司未来增长的主引擎:** 我们预计, 09 年公司新签合同将达到 500 亿元以上, 铁路合同将达到 350 亿元以上; 10 年公司铁路施工业务将超越路外工程业务, 成为公司最主要的业务来源。同时, 我们预计公司的铁路施工业务毛利率在 08 年的基础上还将增加 1~2 个百分点, 完全达到同类铁路建筑公司的水平。
- **预估公司 09-11 年营业收入分别为 295.61 亿元、354.43 亿元、397.30 亿元,** 同比增长 26%、20%、12%; **基本每股收益分别为 0.50 元、0.63 元、0.76 元,** 同比增长 60%、25%、21%。
- **维持“强烈推荐-A”投资评级:** 我们以 25-30 倍的 09 年预估业绩计算, 6 个月目标价为 13~15 元。维持“强烈推荐-A”投资评级。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	18068	23464	29561	35443	39730
同比增长	29%	30%	26%	20%	12%
营业利润(百万元)	391	602	948	1183	1430
同比增长	549%	54%	57%	25%	21%
净利润(百万元)	380	461	736	920	1112
同比增长	592%	21%	60%	25%	21%
每股收益(元)	0.42	0.32	0.50	0.63	0.76
PE	24.4	32.2	20.2	16.1	13.3
PB	2.6	3.9	3.6	3.3	3.0

资料来源: 招商证券

表 1: 各季度业绩回顾

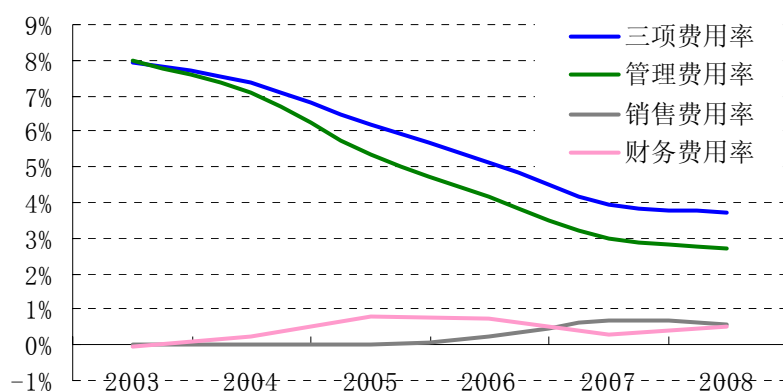
单位: 百万元	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4
营业收入	3775	4533	5653	4107	5490	6827	3443	7703
营业毛利	330	252	387	286	516	445	401	653
营业费用	12	48	24	36	32	19	30	48
管理费用	132	125	135	146	155	143	153	179
财务费用	27	20	40	22	27	19	20	-9
投资收益	-1	68	31	175	2	0	95	10
营业利润	94	70	122	104	168	67	145	221
归属母公司净利润	73	69	104	133	119	68	122	153
EPS (元)	0.05	0.05	0.07	0.09	0.08	0.05	0.08	0.10
主要比率								
毛利率	8.8%	5.6%	6.8%	7.0%	9.4%	6.5%	11.7%	8.5%
营业费用率	0.3%	1.1%	0.4%	0.9%	0.6%	0.3%	0.9%	0.6%
管理费用率	3.5%	2.8%	2.4%	3.6%	2.8%	2.1%	4.4%	2.3%
财务费用率	0.7%	0.4%	0.7%	0.5%	0.5%	0.3%	0.6%	-0.1%
三项费用率	4.5%	4.3%	3.5%	5.0%	3.9%	2.6%	5.9%	2.8%
营业利润率	2.5%	1.5%	2.2%	2.5%	3.1%	1.0%	4.2%	2.9%
有效税率	0.5%	0.2%	0.3%	0.4%	0.7%	0.2%	0.7%	0.4%
净利率	2.1%	1.5%	1.8%	3.1%	2.5%	0.9%	3.6%	2.5%
YoY								
收入	98%	54%	49%	-23%	45%	51%	-39%	88%
归属母公司净利润	234%	247%	445%	-2916%	62%	-2%	17%	15%

资料来源: 公司报表, 招商证券整理

我们认为, 三项费用率持续降低的主要原因有两点:

一是公司采取的“项目管理大反思”活动、通过各种措施积极增收节支的做法已经初见成效;

二是公司新签大金额的铁路施工合同项目占比越来越大, 因此营销费用相应有所降低。

图 1: 公司三项费用率不断走低


资料来源: 招商证券研发中心整理

表 2: 公司各项业务收入预测

收入(百万元)	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
其他工程	9263	10477	11366	13071	14378	15097
铁路工程	3911	4112	7187	11140	15039	18047
物资销售及其他	0	3012	3919	4506	5182	5701
房地产	0	466	993	844	844	886
合计	13175	18068	23464	29561	35443	39730
YOY						
其他工程	61.3%	13.1%	8.5%	15.0%	10.0%	5.0%
铁路工程	47.1%	5.1%	74.8%	55.0%	35.0%	20.0%
物资销售及其他			30.1%	15.0%	15.0%	10.0%
房地产			113.0%	-15.0%	0.0%	5.0%
合计	65.4%	29.1%	29.9%	26.0%	19.9%	12.1%
毛利(百万元)	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
其他工程	816	734	897	1189	1366	1495
铁路工程	357	215	607	1103	1549	1895
物资销售及其他	0	165	217	280	326	365
房地产	0	141	294	253	211	221
合计	1173	1255	2014	2826	3452	3976
YOY						
其他工程	37.4%	-10.1%	22.2%	32.7%	14.8%	9.4%
铁路工程	47.4%	-39.7%	181.9%	81.8%	40.5%	22.3%
物资销售及其他			31.4%	29.2%	16.5%	11.7%
房地产			108.7%	-13.9%	-16.7%	5.0%
合计	40.3%	7.0%	60.5%	40.3%	22.2%	15.2%
毛利率	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
其他工程	8.8%	7.0%	7.9%	9.1%	9.5%	9.9%
铁路工程	9.1%	5.2%	8.4%	9.9%	10.3%	10.5%
物资销售及其他		5.5%	5.5%	6.2%	6.3%	6.4%
房地产		30.2%	29.6%	30.0%	25.0%	25.0%
综合毛利率	8.9%	6.9%	8.6%	9.6%	9.7%	10.0%

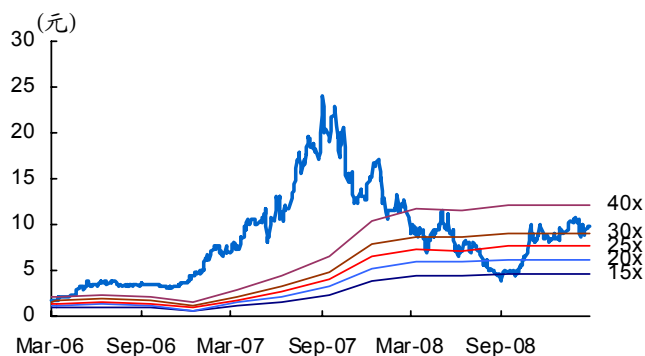
资料来源: 公司报表, 招商证券整理

我们认为, 从公司近两年公布的业绩计划来看, 公司对未来业绩增长具有很强的信心。09 年公布的经营目标, 2009 年实现营业收入 285 亿元, 预计营业成本 260 亿元, 毛利 25 亿元, 相比 08 年的业绩目标相比, 营业收入大幅增长 102 亿元, 增幅达到 55.7%, 毛利增长 10 亿元, 增幅达到 40%。

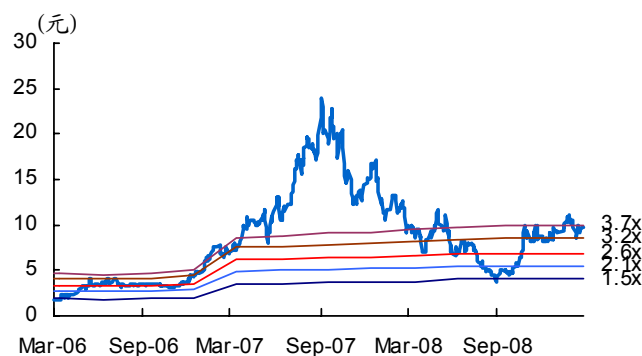
表 3: 公司盈利预测简表

单位: 百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	18068	23464	29561	35443	39730
营业成本	16812	21450	26735	31990	35754
营业税金及附加	492	645	798	957	1073
营业费用	120	128	148	177	199
管理费用	538	630	798	957	1073
财务费用	58	117	283	343	382
资产减值损失	(70)	(1)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	273	107	150	165	180
营业利润	391	602	948	1183	1430
营业外收入	62	24	45	55	65
营业外支出	14	15	16	17	18
利润总额	438	612	977	1221	1477
所得税	64	102	163	204	247
净利润	375	510	814	1017	1230
少数股东损益	(5)	49	78	98	118
归属于母公司净利润	380	461	736	920	1112
EPS (元)	0.42	0.32	0.50	0.63	0.76

资料来源: 公司公告, 招商证券

图 2: 中铁二局历史 PE Band


资料来源: 招商证券研发中心

图 3: 中铁二局历史 PB Band


资料来源: 招商证券研发中心

参考报告:

1、《建筑工程行业 2009 年投资策略系列报告（之一）- 己丑，土生金，利动土，宜建筑》2008/02/04

我们提出，自 2008 年 9 月以来，公司铁路合同大幅增长，毛利率将得到显著提升，同时受益于西南铁路建设大规模投资的推进，未来市场前景巨大。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	15065	19308	22493	26244	28949
现金	2726	3803	3500	3500	3500
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	84	179	236	284	318
应收款项	1830	4167	5140	6163	6908
其它应收款	3306	1485	1862	2233	2503
存货	5054	7038	8814	10546	11787
其他	2066	2636	2941	3519	3933
非流动资产	1907	2754	3466	4055	4632
长期股权投资	227	321	321	321	321
固定资产	1429	1554	2300	2895	3478
无形资产	27	94	84	76	68
其他	224	785	761	763	764
资产总计	16972	22062	25960	30299	33581
流动负债	12250	16877	20402	24276	26995
短期借款	2941	3539	5088	6267	7049
应付账款	2739	4571	5695	6814	7616
预收账款	2701	5289	6684	7998	8938
其他	3868	3478	2936	3198	3392
长期负债	891	951	951	951	951
长期借款	777	699	699	699	699
其他	113	252	252	252	252
负债合计	13141	17827	21353	25227	27945
股本	912	1459	1459	1459	1459
资本公积金	2008	1681	1681	1681	1681
留存收益	683	691	986	1354	1798
少数股东权益	227	403	481	579	697
母公司所有者权益	3604	3831	4126	4494	4939
负债及权益合计	16972	22062	25960	30299	33581

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	226	1065	610	652	1290
净利润			736	920	1112
折旧摊销			379	507	619
财务费用			283	343	382
投资收益			(150)	(165)	(180)
营运资金变动			(767)	(1094)	(795)
其它			129	141	151
投资活动现金流	(504)	(357)	(1101)	(1102)	(1202)
资本支出			(1000)	(1100)	(1200)
其他投资			(101)	(2)	(2)
筹资活动现金流	1643	280	187	450	(88)
借款变动			762	1180	781
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(442)	(552)	(667)
其他			(133)	(178)	(202)
现金净增加额	1365	988	(303)	0	0

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	18068	23464	29561	35443	39730
营业成本	16812	21450	26735	31990	35754
营业税金及附加	492	645	798	957	1073
营业费用	120	128	148	177	199
管理费用	538	630	798	957	1073
财务费用	58	117	283	343	382
资产减值损失	(70)	(1)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	273	107	150	165	180
营业利润	391	602	948	1183	1430
营业外收入	62	24	45	55	65
营业外支出	14	15	16	17	18
利润总额	438	612	977	1221	1477
所得税	64	102	163	204	247
净利润	375	510	814	1017	1230
少数股东损益	(5)	49	78	98	118
母公司所有者净利润	380	461	736	920	1112
EPS (元)	0.42	0.32	0.50	0.63	0.76

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	29%	30%	26%	20%	12%
营业利润	549%	54%	57%	25%	21%
净利润	592%	21%	60%	25%	21%
获利能力					
毛利率	6.9%	8.6%	9.6%	9.7%	10.0%
净利率	2.1%	2.0%	2.5%	2.6%	2.8%
ROE	10.5%	12.0%	17.8%	20.5%	22.5%
ROIC	5.1%	6.5%	9.9%	10.6%	11.3%
偿债能力					
资产负债率	77.4%	80.8%	82.3%	83.3%	83.2%
净负债比率	21.9%	22.8%	22.3%	23.0%	23.1%
流动比率	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
速动比率	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
营运能力					
资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2
存货周转率	4.4	3.5	3.4	3.3	3.2
应收帐款周转率	11.7	7.8	6.4	6.3	6.1
应付帐款周转率	6.6	5.9	5.2	5.1	5.0
每股资料(元)					
每股收益	0.42	0.32	0.50	0.63	0.76
每股经营现金	0.25	0.73	0.42	0.45	0.88
每股净资产	3.95	2.63	2.83	3.08	3.38
每股股利	0.00	0.20	0.30	0.38	0.46
估值比率					
PE	24.4	32.2	20.2	16.1	13.3
PB	2.6	3.9	3.6	3.3	3.0
EV/EBITDA	28.6	18.1	11.3	9.0	7.5

分析师简介

王小勇，重庆建筑大学建筑技术经济及管理学硕士，水电建筑工程学士，4 年相关行业工作经验。2007 年 10 月加盟招商证券，从事建筑工程、建材行业研究。

主要研究特点：行业经验丰富，对基建行业研究深刻，强烈看好铁路基建、城市轨道交通子行业。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。