

调研报告

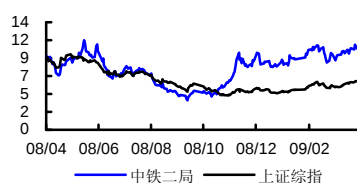
建筑建材

建筑工程

中铁二局(600528)
谨慎推荐

2009 年 4 月 8 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

昨收盘(元)	10.53
总股本/流通 A 股(百万股)	1,459/1,293
流通 B 股/H 股(百万股)	0/0
总市值/流通市值(百万元)	15,365/13,613
上证综指/深圳成指	2,419.78/9,244.66
12 个月最高/最低(元)	18.56/3.82

财务数据

净资产值(百万元)	403
每股净资产(元)	0.28
市净率	38.12
资产负债率	80.81%
息率	1.90%

相关研究报告:

分析师: 邱波

电话: 0755-82133390

E-mail: qiubo@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

调研报告

整合渐入佳境 扩张倍道兼行

● 受益于灾后重建及成渝特区建设, 主业快速增长

四川省政府出台众多政策, 确立以成都为中心, 启动了较多重大基础设施建设项目。灾后重建、成渝特区建设以及铁路大规模投资明显刺激公司外需。

● 订单饱满, 保障未来几年收入高增长

截至 08 年底, 公司未完工合同额约 680 亿元。1 季度, 公司新签合同 110 亿元, 占 09 年全年计划的 37.6%。当前公司合同充足率约为 3.36 倍, 达到历史最高水平。为公司今后收入的稳步增长提供了坚实保证。

● 房地产业务整合日渐清晰, 有望产生良好协同

自 08 年开始, 公司通过业务重新定位、股权梳理、精简机构等方式对房地产业务开展了一系列内部整合。未来, 房地产业务布局将逐步收缩在“西南”地区。总体而言, 09 年是公司大量投入和开工期, 但预计项目结算较少。充沛的现金流大幅降低了房地产业务经营风险, “大施工、小房产”的业务布局, 有望推动公司形成房地产开发与施工业务的良好协同。

● 精细化管理驱动内部管理效率明显提升

以“项目大反思”为契机, 采取各种措施增收节支, 追求以精细化管理来获取利润。缩减管理层级, 精简机构与人员; 项目管理机制更为灵活及合理。

● 铁路毛利率显著提升驱动综合毛利率上扬

铁路项目的大标段、总承包出现, 项目利润的收缩空间加大; 铁道部对具体项目逐一进行概算清理, 合同的定价逐步趋于合理, 从而带动铁路业务毛利率的提高。预计公司 09 年施工业务毛利率仍有小幅上调空间。

● 鉴于其估值略高于行业平均水平, 给予“谨慎推荐”评级

公司外需形势良好, 且内部改善还有提升空间。估值上, 当前股价对应 09-11 年动态 PE 分别为 25 倍、19 倍和 16 倍。鉴于其估值水平已不低, 给予“谨慎推荐”评级。

盈利预测和财务指标

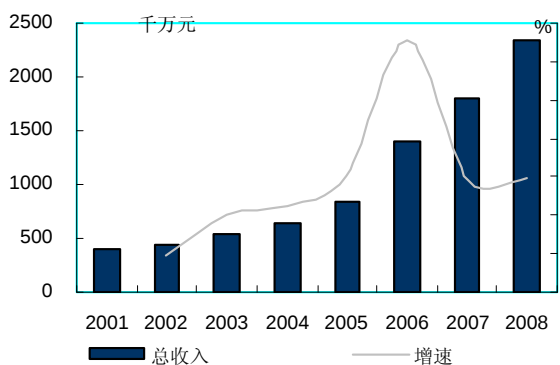
	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	18,068.88	23,463.94	30,979	36,360	40,294
(+/-%)	29.16%	29.86%	32.0%	17.4%	10.8%
净利润(百万元)	376.98	460.89	624	836	981
(+/-%)	586.72%	22.26%	35.3%	34.0%	17.3%
每股收益(元)	0.41	0.32	0.43	0.57	0.67
EBIT Margin	3.01%	3.56%	2.8%	3.2%	3.4%
净资产收益率(ROE)	158.93%	114.34%	15.8%	20.4%	22.9%
市盈率(PE)	25.47	33.34	24.6	18.4	15.7
EV/EBITDA	18.22	17.41	36.3	30.2	27.0
市净率(PB)	40.49	38.12	3.90	3.75	3.60

受益于灾后重建及成渝特区建设，主业快速增长

08 年汶川地震后，在国家及各地方政府的支持下，四川明显加大了基建投资力度，使公司业务直接受益。同时，围绕成渝特区建设，四川省政府出台很多政策，确立以成都为中心，启动了重大基建项目数十个。包括成渝客运专线、南渝高速、成灌客运专线、成都铁路西环线、成昆铁路复线、川藏铁路、成绵乐客运专线、铁路站台改造等等。

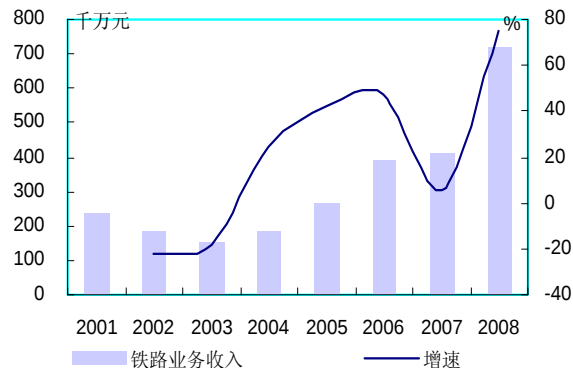
08 年公司总收入增长 29.9%，其中，铁路施工收入增速高达 74.8%，铁路施工收入占比也明显提高（从上年 23% 升至 08 年的 31%）。从收入地区结构看，西南地区收入增长强劲，达 46.6%，占公司总收入近 50%。

图 1：公司总收入及增速



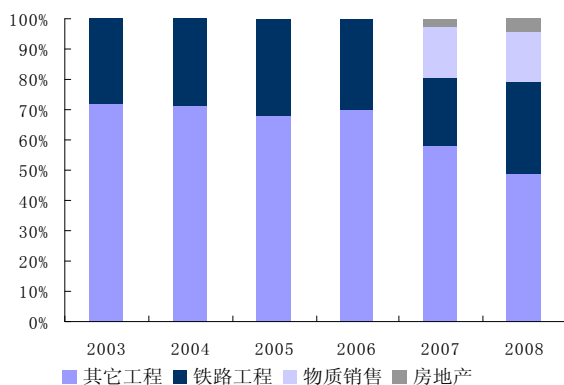
资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 2：公司铁路施工收入及增速



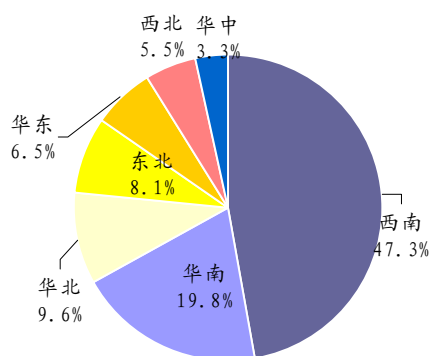
资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 3：分项业务收入百分比构成



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 4：收入来源地区结构（2008）



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

灾后重建、成渝特区建设以及铁路大规模投资明显刺激公司外需。

订单饱满，保障未来几年收入高速增长

08 年公司承揽各类项目 286 个，新签订单 425.13 亿元，完成年初董事会目标的 237.5%。其中，铁路项目 14 个，合同金额 241.3 亿元，占总订单的 56.8%。公司 08 年中标灾后重建项目订单 65 亿元，占比 15.3%。新签非铁路项目订单占比 43.2%，由此判断，未来几年，铁路施工将是驱动公司收入增长的核心因素。

据公司初步统计，截止 08 年底，公司未完工合同额约 680 亿元，其中，未执行合同 400 多亿元。09 年，公司计划承揽合同 292.5 亿元，从 1 季度公司合同承揽情况判断，09 年公司实际新签订单超出合同承揽计划的可能性极大。1 季度，公司新签合同 110 亿元，占 09 年全年计划的 37.6%。其中，铁路项目合同占比约 80%，灾后重建项目占比 10% 左右，非铁路项目新签合同相对较少。在灾后重建项目中，公司承接了数个 0.45 亿元至 2 亿元的学校建设项目，利润较高，涵盖从设计到施工环节，且不经招投标，直接交予公司建设。

目前公司合同充足率（未完工合同额/年收入）约为 3.36 倍，达到历史最高水平。丰厚的合同储备为公司今后收入的稳步增长提供了坚实保证。

表 1: 公司新签订单及收入情况比较

单位: 亿元, %

	2006	2007	2008	2009E
总收入	139.9	180.7	234.6	285
增速(%)	65.4	29.1	29.9	21.5
新签总订单	136.41	193.18	425.13	292.5
增速(%)	24.1	41.6	120.1	-31.2
铁路业务收入	39.11	41.12	71.87	113.55
增速(%)	47.1	5.1	74.8	58.0
新签铁路订单	54.02	95.67	241.3	310
增速(%)	37.5	77.1	152.2	28.5

资料来源: 国信证券经济研究所搜集

注: 2009E 部份为公司董事会制订的年度目标

房地产业务整合日渐清晰，有望产生良好协同

公司房地产业务涉及房产开发链条多个环节: 城市规划、土地一级整理、二级开发、房屋建筑施工、房产销售、后期运营等。07 年公司为打造大型区域性房地产开发集团，同时也为避免同业竞争，通过定向增发的方式将中铁二局集团的多家公司房地产公司股权及相应土地储备注入到上市公司，大为增强了公司房地产运作的综合实力，但同时也造成了公司房地产相关业务繁杂、股权混乱、管理松散的不利局面。

自 08 年开始，在房地产市场的低迷期，公司通过业务重新定位、股权梳理、精简机构等方式对房地产业务开展了一系列内部整合。公司定位于并非纯粹的房地产开发商，而是“城市运营商”，包括城市规划、建设及运营等多方面，房地产只是其中相对较少的环节，还涉足园区规划方案设计、土地整理及挂牌拍卖等环节，争取获取整个产业链条上的最大化利润。在组织架构上，明确了以“中铁瑞城”为主导的房地产开发主线，以后公司旗下的所有房地产业务将逐步归入“中铁瑞城”管理和运作。增发完成后，公司对较小规模的房地产公司进行了剥离，压缩管理链条，通过内部整合，将其它房地产公司的核心人员、项目、资金等资源逐步纳入到中铁瑞城，而将整合难度大且无储备的公司股权置出。

未来，公司房地产业务布局将逐步收缩在“西南”地区。目前，公司正在运作

的几个大项目为成都“温江金马”、“东山国际新城”、“花水湾”、成都金牛区 CBD “旧城改造”及皮县“1519”亩土地项目。其中很多项目是与政府合作，由公司牵头做“总规划”。公司凭借与政府间的良好关系，不仅可享受税收优惠，还可以灵活掌握拿地规模，可以较好的控制成本。此外，公司在园区整理、土地整理上还有很多潜力可挖，施工完毕进入房地产开发，之后进行维护和运营。

目前，公司正式获得批文的土地储备为 250 万平米，“金牛区”800 多亩及“皮县”1519 亩土地未包括在其中。总体而言，09 年是公司大量投入和开工期，新开工较多，但预计项目结算没 08 年多。08 年公司房地产收入 9.9 亿元，同比增长 113%，占总收入比重 4.23%，贡献 14.6% 的毛利。预计 09 年房地产业务收入将略有减少。

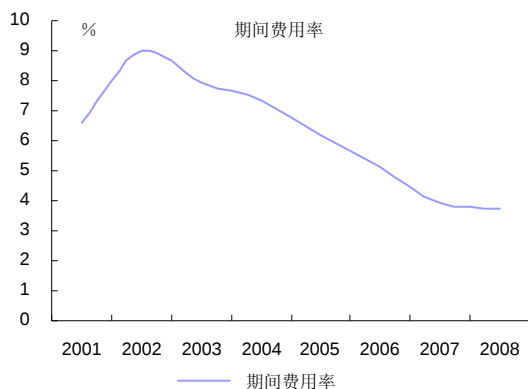
房地产运作及获取增量土地储备均需要足够的现金流做支撑。公司较大规模的施工业务量刚好与房地产业务形成互补，08 年公司货币资金、预收账款、应收票据分别与上年同比增长 26.6%、77.8%、112.4%，经营现金流 10.6 亿，同比增长更高达 691%，充沛的现金流大幅降低了公司房地产业务的经营风险，“大施工、小房产”的业务布局，有望推动公司形成房地产开发及施工业务的良好协同。

精细化管理驱动内部管理效率明显提升

建筑工程市场竞争激烈，“高收入、低毛利率”的行业特性又使得建筑工程公司的盈利状况与公司的成本、费用控制情况息息相关。

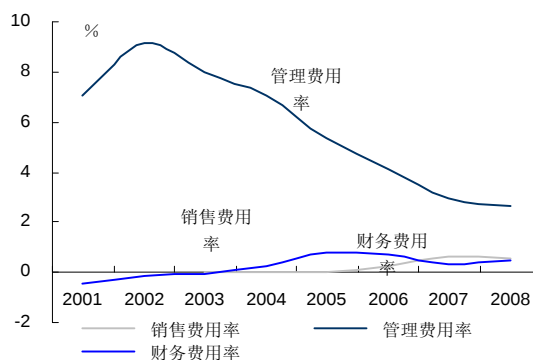
针对前几年公司“利润漏出”较多的情况，公司及时开展了“项目大反思”行动，采取各种措施增收节支，以精细化管理的方式来获取利润。公司的管理层级逐步压缩，由“三级管理”变为“一级管理”，推行扁平化管理。在管理层面上，公司精简机构，节约了较多的管理经费；精简人员，人均效率明显提高。在项目经营层面上，严格和健全项目管理体制，对项目经理进行了全面考核及测算，体制更为灵活和合理，既激发了项目经理的积极性，也大幅压缩了公司利润漏出的空间。财务数据显示，公司期间费用率及管理费用率不断下降。从目前公司内部改进进展判断，期间费用率还有进一步下调空间。

图 5：公司期间费用率变动



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 6：公司三项费用率变动

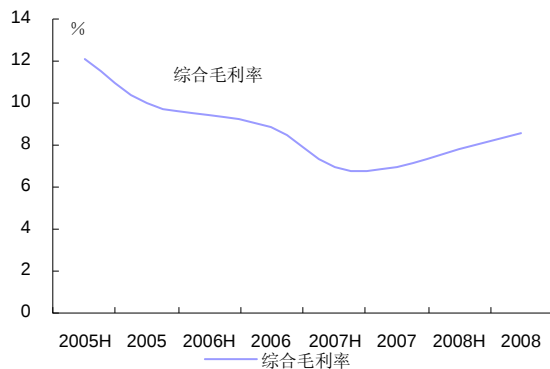


资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

铁路毛利率显著提升驱动综合毛利率上扬

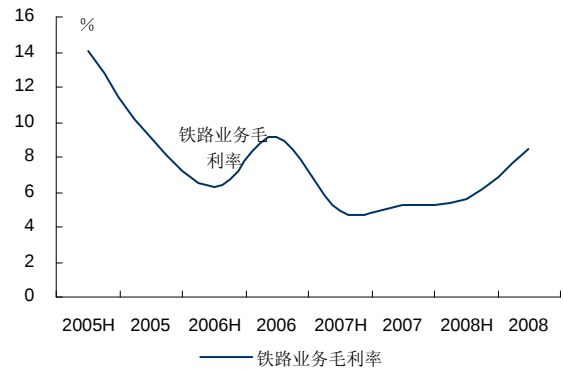
08 年公司综合毛利率 8.58%，较上年提高 1.61 个百分点。主要缘因铁路施工毛利率在 08 年的显著提升。铁路施工毛利率从 07 年的 5.23% 提高到 08 年的 8.44%，骤升 3.21 个百分点。

图 7：公司综合毛利率变动



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 8：公司铁路业务毛利率变动



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

以前公司承接铁路项目体量较小，自 07 年开始，特别是随国家“刺激内需、加大基建投资”方针指引下，许多铁路项目紧急开工，铁路项目的大标段、总承包出现，项目利润的收缩空间加大。另外，因众多铁路项目堆积在一段时间内紧急上马，较多项目开工提前、工期缩短（如成绵乐铁路、成灌铁路等），铁道部要求建设单位“先施工、后清算”。尽管许多项目在初期铁道部压价很低，但随着早期一些项目步入结算期，铁道部对具体项目逐一进行概算清理，使得铁路施工合同的定价逐步趋于合理，从而带动公司铁路业务毛利率的提高。

08 年 3 季度以来，铁路项目原材料供应方式由“甲供”或“甲方指定”变更为“乙方自主采购”，这样铁路项目的毛利率对原材料价格波动的敏感性明显加大。08 年下半年以来，钢材等建材价格回落明显，有助于降低公司的成本压力。我们预计，公司 09 年施工业务毛利率仍有小幅上调空间。

盈利预测、估值与投资评级

参照公司各项业务实际经营情况，结合未来变动，我们对公司分项业务收入及成本预测如下：

表 2: 分项业务收入及成本预测

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
其他工程施工					
营业收入	10477.28	11365.74	14548.15	16002.97	17283.20
增速%		8.48	28.00	10.00	8.00
营业成本	9743.29	10469.09	13406.12	14754.73	15942.03
毛利	733.99	896.65	1142.03	1248.23	1341.18
毛利率%	7.01	7.89	7.85	7.80	7.76
铁路工程施工					
营业收入	4112.40	7186.98	11355.43	14989.16	17237.54
增速%		74.76	58.00	32.00	15.00
营业成本	3897.22	6580.43	10390.22	13713.58	15774.07
毛利	215.18	606.55	965.21	1275.58	1463.47
毛利率%	5.23	8.44	8.50	8.51	8.49
物资销售及其他					
营业收入	3011.99	3918.66	4232.16	4570.73	4936.39
增速%		30.10	8.00	8.00	8.00
营业成本	2846.85	3701.67	3998.97	4318.43	4663.65
毛利	165.15	216.99	233.19	252.30	272.74
毛利率%	5.48	5.54	5.51	5.52	5.53
房地产工程					
营业收入	465.97	992.55	843.67	797.27	837.13
增速%		113.01	(15.00)	(5.50)	5.00
营业成本	325.13	698.58	618.41	582.00	606.92
毛利	140.84	293.97	225.26	215.26	230.21
毛利率%	30.22	29.62	26.70	27.00	27.50

资料来源：国信证券经济研究所

综合考虑公司合同储备、收入结算进度、毛利率、期间费用率及税率等变动情况，经测算，预计公司 09~11 年 EPS 分别为 0.43 元、0.57 元和 0.67 元。

表 3: 利润预测表 (百万元)

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入	18068	23464	30979	36360	40294
营业成本	(16812)	(21450)	(28414)	(33369)	(36987)
营业毛利	1255	2014	2566	2991	3308
营业费用	(120)	(128)	(141)	(150)	(158)
管理费用	(537)	(626)	(724)	(757)	(785)
财务费用	(58)	(117)	(145)	(169)	(164)
投资收益	273	107	106	107	106
营业外收支	48	9	9	9	9
税前利润	438	612	829	1111	1304
所得税	(64)	(102)	(139)	(187)	(219)
少数股东损益	5	(49)	(66)	(89)	(104)
净利润	380	461	624	836	981
EPS (元/股)	0.42	0.32	0.43	0.57	0.67
EBIT	106	612	859	1164	1352
EBITDA	294	903	1029	1352	1551

资料来源：国信证券经济研究所预测

铁路投资规模的迅速膨胀及铁路建设行业高景气的延长, 对公司外需的拉动直接而有效, 公司外需形势良好, 且内部改善还有提升空间。估值上, 当前股价对应 09~11 年动态 PE 分别为 25 倍、19 倍和 16 倍, 鉴于其估值水平略高于建筑工程行业内可比公司的估值水平, 给予“谨慎推荐”评级。

或有风险提示

房地产行业景气持续低迷从而对公司房地产业务形成长期抑制；原材料价格的上涨超预期导致公司成本大幅上升；公司内部改进的步伐低于预期（毛利率、管理费率的改善等）；铁路项目定价标准调整的进程低于预期；灾后重建的步伐低于预期从而影响公司新签订单；高估值风险等。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	3803	3786	3500	3550
应收款项	5831	7596	9464	10127
存货净额	7038	8718	10277	10460
其他流动资产	2476	3253	3818	4238
流动资产合计	19308	23512	27059	28375
固定资产	1679	1773	1808	1712
无形资产及其他	94	90	86	82
投资性房地产	659	659	659	659
长期股权投资	321	326	332	337
资产总计	22062	26361	29944	31166
短期借款及交易性金融负债	4326	4500	5217	4120
应付款项	5568	7570	8596	9424
其他流动负债	6983	8835	10399	11643
流动负债合计	16877	20905	24211	25187
长期借款及应付债券	699	699	699	699
其他长期负债	252	397	507	557
长期负债合计	951	1096	1206	1256
负债合计	17827	22001	25417	26442
少数股东权益	403	415	431	450
股东权益	3831	3945	4096	4274
负债和股东权益总计	22062	26361	29944	31166

关键财务与估值指标	2008	2009E	2010E	2011E
每股收益	0.32	0.43	0.57	0.67
每股红利	0.26	0.35	0.47	0.55
每股净资产	2.63	2.70	2.81	2.93
ROIC	6%	8%	10%	12%
ROE	12%	16%	20%	23%
毛利率	9%	8%	8%	8%
EBIT Margin	3%	3%	3%	3%
EBITDA Margin	4%	3%	4%	4%
收入增长	30%	32%	17%	11%
净利润增长率	21%	35%	34%	17%
资产负债率	83%	85%	86%	86%
息率	2.5%	3.3%	4.5%	5.2%
P/E	33.3	24.6	18.4	15.7
P/B	4.0	3.9	3.8	3.6
EV/EBITDA	36.8	36.3	30.2	27.0

资料来源：国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	23464	30979	36360	40294
营业成本	21450	28414	33369	36987
营业税金及附加	645	838	918	1009
销售费用	128	141	150	158
管理费用	630	728	760	789
财务费用	117	145	169	164
投资收益	107	106	107	106
资产减值及公允价值变动	1	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	602	820	1102	1294
营业外净收支	9	9	9	9
利润总额	612	829	1111	1304
所得税费用	102	139	187	219
少数股东损益	49	66	89	104
归属于母公司净利润	461	624	836	981

现金流量表（百万元）	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	461	624	836	981
资产减值准备	69	(0)	(0)	0
折旧摊销	291	170	188	200
公允价值变动损失	(1)	0	0	0
财务费用	117	145	169	164
营运资本变动	8	(222)	(1293)	857
其它	(61)	12	16	19
经营活动现金流	768	584	(253)	2056
资本开支	(606)	(260)	(220)	(100)
其它投资现金流	(160)	0	160	0
投资活动现金流	(861)	(265)	(65)	(105)
权益性融资	175	0	0	0
负债净变化	(78)	0	0	0
支付股利、利息	(379)	(511)	(684)	(803)
其它融资现金流	1910	174	717	(1098)
融资活动现金流	1170	(336)	33	(1900)
现金净变动	1077	(17)	(286)	50
货币资金的期初余额	2726	3803	3786	3500
货币资金的期末余额	3803	3786	3500	3550
企业自由现金流	203	403	(357)	2081
权益自由现金流	2034	456	219	847

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。