

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

2009年7月2日

中铁二局 (600528.SH)/12.89元

挟地产复苏之势，上青云

工业·建筑工程

目标估值: 20元

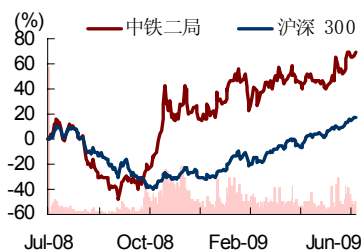
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3008
总股本(万股)	145920
已上市流通股(万股)	129280
总市值(亿元)	188
流通市值(亿元)	167
每股净资产(MRQ)	2.7
ROE(TTM)	11.8
资产负债率	82.6%
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	33	54	90
相对表现	18	-19	76



相关报告

- 1、《建筑工程行业 2009 年中期投资策略—比较估值优势下，“铁公基”伺机待飞》06/15/2009
- 2、《中铁二局（600528）调研记录—主业发展如预期，未来或将着力培养物资销售业务》06/01/2009
- 3、《中铁二局（600528）—铁路施工业务将成为公司未来增长的主引擎》03/19/2009
- 4、《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

国内房地产行业的复苏的速度之快，远超市场的预期。这给那些具有大量土地储备的公司带来了巨大的财富效应，中铁二局也不例外。

- **地产是公司“双主业”之一。**公司自 07 年确立了房地产作为双主业之一的发展目标后，目前房地产业务发展形势比较好。2008 年公司房地产销售收入达到 9.93 亿元，同比增长 113%，贡献了近 1 个亿左右的净利润。在 08 年公司房地产业务仍然取得了如此辉煌的业绩，其开发能力值得称道。
- **房地产业务整合进入中铁瑞城，更有利于打造开发名企。**公司目前正着手对下属房地产业务进行整合，将所有下属单位的房地产业务并入中铁瑞城置业有限公司。从目前的进程来看，现在有些单位股权已经划转进入了瑞城，其他基本没有进行股权划转的也基本上已经委托给瑞城管理了。
- **一级开发与二级开发并重。**从公司的开发模式来看，以区域房地产开发为主，未来公司将加大房地产项目拓展力度，增加土地储备，积极拓展土地一级开发业务，实现一级开发和二级开发的联动发展。比如温江金马镇项目、花水湾项目、郫县项目等项目均为这种模式。
- **土地储备丰富。**截止目前为止，最保守估计，公司土地储备面积达到 4000 亩以上。
- **房地产市场复苏势头强劲，我们对 10 年及以后房地产业务保持乐观。**因地震及房地产市场调整，08 年公司房地产项目开工减少。随着房地产市场复苏势头强劲，09 年将加大开发力度，计划新开工 6 个项目、在建续建项目 4 个，为 10 年、11 年大规模推盘打下坚实的基础，我们测算，10 年、11 年房地产业务将在 09 年的基础上增厚 EPS 分别为 0.31 元、0.51 元。
- **预估公司 09-11 年营业收入分别为 298.1 亿元、362.4 亿元、413.8 亿元，同比增长 27%、22%、14%；基本每股收益分别为 0.54 元、0.80 元、1.10 元，同比增长 72%、47%、38%。**
- **维持公司“强烈推荐-A”的投资评级。**我们按 10 年 EPS 给予 25 倍 PE，目标价 20 元。
- **风险提示：**房地产市场走势、开发进度等。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	18068	23464	29809	36237	41382
同比增长	29%	30%	27%	22%	14%
营业利润(百万元)	391	602	1024	1506	2078
同比增长	549%	54%	70%	47%	38%
净利润(百万元)	380	461	793	1163	1600
同比增长	592%	21%	72%	47%	38%
每股收益(元)	0.42	0.32	0.54	0.80	1.10
PE	30.9	40.8	23.7	16.2	11.8
PB	3.3	4.9	4.5	4.1	3.6

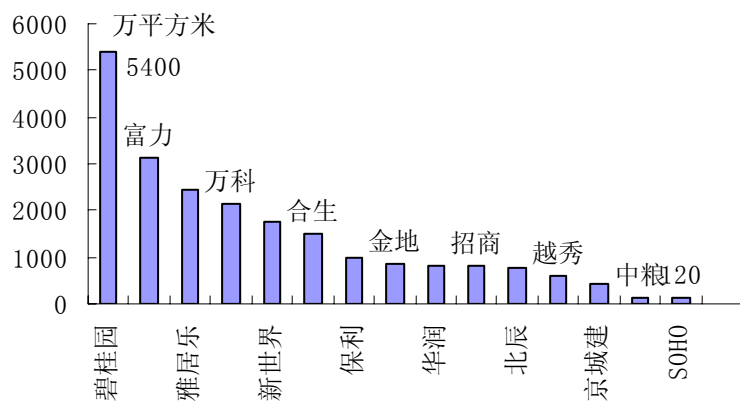
资料来源: 招商证券

表 1：中铁二局土地储备及房地产项目明细

项目名称	项目地址	开发模式	土地面积	建筑面积	物业类型	备注
花水湾项目	成都大邑		已拿 800 亩左右		纯度假性质小镇	总规划范围约 10 平方公里，建设规模超过 3000 亩
金马镇项目	成都温江	一级开发带二级开发	已拿 350 亩左右			规划面积 20 平方公里，其中一期 4 平方公里，可供开发的用地达 4000 亩
郫县 1519 项目	成都郫县		已拿 265 亩左右（1519 亩）			总面积为 1519 亩
达州龙郡	达州		已拿 1400 亩左右（12000 亩）			12000 亩房地产城市运营项目
青城山 365 项目	青城山	二级开发	194 亩		别墅	占地面积约 194 亩，综合容积率仅为 0.5
东山国际	成都成龙路 东山国际大道 1 号	二级开发	1500 余亩	103 万平米	综合	
蜀郡	双流华阳迎宾大道	二级开发	410 亩	43 万平米		
新界	武侯区武侯大道南侧	二级开发	370 亩	30 万平米		
自贡项目	自贡沿滩	一级开发带二级开发	已拿 420 亩左右	30 万平米	商业及住宅地产	沿滩仙市古镇（08 年底已完成征地 2590 亩）
四川邛崃项目		二级开发	400 亩		别墅	

备注：相关数据均为估计数。

资料来源：招商证券研发中心整理

图 1：国内房地产上市公司土地储备情况


资料来源：招商证券研发中心整理

表 2: 中铁二局分项业务预测

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		3012	3919	4506	5182	5701
房地产		466	993	1092	1638	2538
合计	13175	18068	23464	29809	36237	41382
收入 (YOY)	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
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%	10.0%	50.0%	55.0%
合计	65.4%	29.1%	29.9%	27.0%	21.6%	14.2%
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		165	217	280	326	365
房地产		141	294	344	581	965
合计	1173	1255	2014	2916	3823	4719
毛利 (YOY)	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
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%	17.0%	69.0%	65.9%
合计	40.3%	7.0%	60.5%	44.8%	31.1%	23.4%
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%	31.5%	35.5%	38.0%
综合毛利率	8.9%	6.9%	8.6%	9.8%	10.5%	11.4%

资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心

表 3: 公司各项业务分项预测

单位: 百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	18068	23464	29809	36237	41382
营业成本	16812	21450	26892	32414	36663
营业税金及附加	492	645	805	978	1117
营业费用	120	128	149	181	207
管理费用	538	630	805	978	1117
财务费用	58	117	284	343	379
资产减值损失	(70)	(1)	0	0	0
投资收益	273	107	150	165	180
营业利润	391	602	1024	1506	2078
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	1053	1544	2125
所得税	64	102	176	258	355
净利润	375	510	877	1286	1770
少数股东损益	(5)	49	84	124	170
归属于母公司净利润	380	461	793	1163	1600
EPS (元)	0.42	0.32	0.54	0.80	1.10

资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心

表 4：房地产行业估值（20090701）

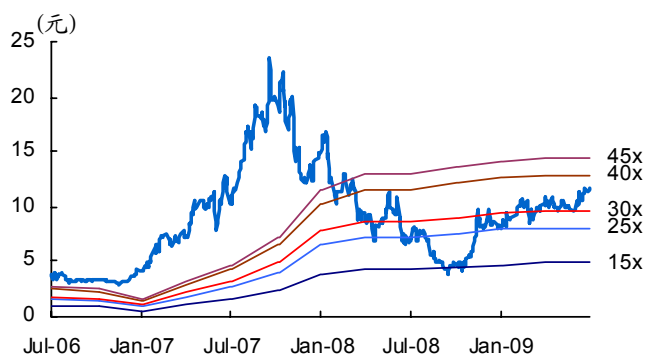
证券代码	证券简称	EPS（元）			PE	
		2008	2009E	2010E	2009E	2010E
000926.SZ	福星股份	0.55	0.52	0.63	21	17
000965.SZ	天保基建	0.37	0.39	0.69	32	18
600048.SH	保利地产	0.91	0.92	1.18	31	25
600052.SH	浙江广厦	0.42	0.49	0.67	23	17
600053.SH	中江地产	0.64	0.28	0.33	23	19
600064.SH	南京高科	0.56	0.70	0.64	29	32
600082.SH	海泰发展	0.43	0.24	0.28	35	30
600239.SH	云南城投	0.20	1.85	2.59	15	11
600240.SH	华业地产	0.15	0.20	0.32	29	20
600246.SH	万通地产	1.04	0.56	0.59	21	17
600256.SH	广汇股份	0.55	0.56	0.69	28	22
600322.SH	天房发展	0.10	0.12	0.19	52	35
600325.SH	华发股份	0.88	0.90	0.96	26	23
600376.SH	首开股份	0.70	0.78	0.89	29	25
600383.SH	金地集团	0.50	0.50	0.58	33	29
600533.SH	栖霞建设	0.19	0.26	0.56	27	13
600606.SH	金丰投资	0.39	0.42	0.48	26	23
600639.SH	浦东金桥	0.33	0.38	0.49	41	33
600641.SH	万业企业	0.83	0.51	0.49	21	21
600648.SH	外高桥	0.24	0.19	0.28	85	57
600663.SH	陆家嘴	0.47	0.55	0.62	50	44
600665.SH	天地源	0.18	0.24	0.35	29	20
600675.SH	中华企业	0.43	0.50	0.71	33	24
600684.SH	珠江实业	0.13	0.54	0.46	27	20
600736.SH	苏州高新	0.23	0.25	0.23	27	24
600745.SH	中茵股份	0.48	0.36	0.55	27	17
600748.SH	上实发展	0.34	0.40	0.44	48	43
600791.SH	京能置业	0.24	0.06	0.35	126	22
600823.SH	世茂股份	0.13	0.30	0.46	54	35
601588.SH	北辰实业	0.13	0.27	0.21	23	30
000002.SZ	万科 A	0.37	0.45	0.54	29	24
000006.SZ	深振业 A	0.30	0.71	0.78	21	17
000014.SZ	沙河股份	0.22	1.11	2.10	14	7
000024.SZ	招商地产	0.94	0.99	1.24	35	28
000029.SZ	深深房 A	0.02	0.03	0.04	172	135
000031.SZ	中粮地产	0.08	0.14	0.17	82	69
000042.SZ	深长城	0.03	0.52	0.64	35	31
000046.SZ	泛海建设	0.09	0.24	0.29	84	62
000402.SZ	金融街	0.43	0.50	0.58	28	24
000514.SZ	渝开发	0.20	0.18	0.25	97	70
000558.SZ	莱茵置业	0.28	0.37	0.49	23	17
000608.SZ	阳光股份	0.05	0.28	0.35	36	29
000616.SZ	亿城股份	0.45	0.34	0.37	24	22
000667.SZ	名流置业	0.24	0.22	0.31	32	23
002133.SZ	广宇集团	0.24	0.34	0.41	29	23
002146.SZ	荣盛发展	0.46	0.67	0.84	25	20
002208.SZ	合肥城建	0.53	0.75	0.84	21	19
002244.SZ	滨江集团	0.61	0.56	0.74	29	22
平均		0.38	0.47	0.60	39	29

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

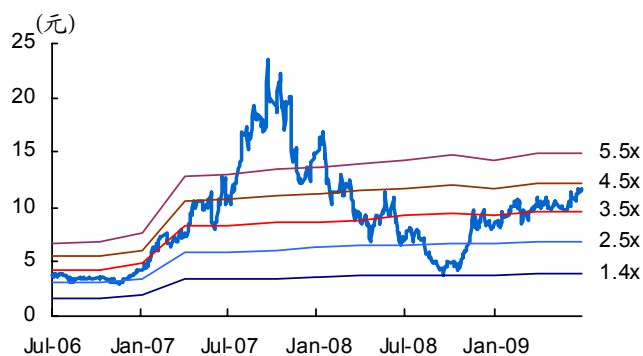
表 5: 建筑工程行业估值 (20090701)

证券代码	证券简称	EPS			PE	
		2008	2009E	2010E	2009E	2010E
600068.SH	葛洲坝	0.49	0.65	0.89	19	14
600170.SH	上海建工	0.42	0.48	0.53	35	32
600263.SH	路桥建设	0.24	0.31	0.39	29	23
600491.SH	龙元建设	0.31	0.47	0.61	20	16
600496.SH	精工钢构	0.36	0.47	0.60	17	13
600512.SH	腾达建设	0.08	0.22	0.27	27	22
600528.SH	中铁二局	0.32	0.44	0.57	29	23
600820.SH	隧道股份	0.43	0.55	0.62	23	20
600853.SH	龙建股份	0.02	0.09	0.14	56	36
600970.SH	中材国际	1.86	1.59	2.00	18	14
600986.SH	科达股份	0.06	0.09	0.33	72	21
601186.SH	中国铁建	0.32	0.47	0.63	22	16
601390.SH	中国中铁	0.05	0.28	0.37	24	18
002060.SZ	粤水电	0.32	0.36	0.46	21	16
002062.SZ	宏润建设	1.28	1.03	1.20	16	14
600039.SH	四川路桥	0.05	0.10	0.16	79	50
600284.SH	浦东建设	0.39	0.49	0.72	30	20
002081.SZ	金螳螂	0.98	0.81	1.00	22	18
平均		0.44	0.49	0.64	31	21

资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心

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 年中期投资策略—比较估值优势下,“铁公基”伺机待飞》
06/15/2009

我们提出通过区间涨跌幅、经营情况、多元化经营进展、中报超预期的可能性等四个方面进行考察,寻找最先启动行情的个股。我们认为中铁二局将可能最先启动“铁公基”板块的上涨行情。

2、《中铁二局(600528)调研记录—主业发展如预期,未来或将着力培养物资销售业务》06/01/2009

我们提出,公司地产业务整合正逐步推进。

3、《中铁二局(600528)—铁路施工业务将成为公司未来增长的主引擎》03/19/2009

4、《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	22623	26625	29753
现金	2726	3803	3500	3500	3500
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	84	179	238	290	331
应收款项	1830	4167	5183	6301	7196
其它应收款	3306	1485	1878	2283	2607
存货	5054	7038	8866	10686	12087
其他	2066	2636	2958	3566	4033
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	26090	30680	34385
流动负债	12250	16877	20503	24505	27400
短期借款	2941	3539	5109	6281	6992
应付账款	2739	4571	5728	6904	7809
预收账款	2701	5289	6723	8103	9166
其他	3868	3478	2943	3217	3433
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	21454	25456	28351
股本	912	1459	1459	1459	1459
资本公积金	2008	1681	1681	1681	1681
留存收益	683	691	1008	1473	2114
少数股东权益	227	403	487	611	781
母公司所有者权益	3604	3831	4148	4614	5254
负债及权益合计	16972	22062	26090	30680	34385

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	226	1065	624	806	1650
净利润			793	1163	1600
折旧摊销			379	507	619
财务费用			284	343	379
投资收益			(150)	(165)	(180)
营运资金变动			(819)	(1213)	(978)
其它			137	171	209
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	174	296	(448)
借款变动			783	1172	711
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(476)	(698)	(960)
其他			(134)	(178)	(199)
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	29809	36237	41382
营业成本	16812	21450	26892	32414	36663
营业税金及附加	492	645	805	978	1117
营业费用	120	128	149	181	207
管理费用	538	630	805	978	1117
财务费用	58	117	284	343	379
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	1024	1506	2078
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	1053	1544	2125
所得税	64	102	176	258	355
净利润	375	510	877	1286	1770
少数股东损益	(5)	49	84	124	170
母公司所有者净利润	380	461	793	1163	1600
EPS (元)	0.42	0.32	0.54	0.80	1.10

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	29%	30%	27%	22%	14%
营业利润	549%	54%	70%	47%	38%
净利润	592%	21%	72%	47%	38%
获利能力					
毛利率	6.9%	8.6%	9.8%	10.5%	11.4%
净利率	2.1%	2.0%	2.7%	3.2%	3.9%
ROE	10.5%	12.0%	19.1%	25.2%	30.5%
ROIC	5.1%	6.5%	10.4%	12.6%	14.9%
偿债能力					
资产负债率	77.4%	80.8%	82.2%	83.0%	82.5%
净负债比率	21.9%	22.8%	22.3%	22.8%	22.4%
流动比率	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
速动比率	0.8	0.7	0.7	0.7	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	0.54	0.80	1.10
每股经营现金	0.25	0.73	0.43	0.55	1.13
每股净资产	3.95	2.63	2.84	3.16	3.60
每股股利	0.00	0.20	0.33	0.48	0.66
估值比率					
PE	30.9	40.8	23.7	16.2	11.8
PB	3.3	4.9	4.5	4.1	3.6
EV/EBITDA	30.1	19.0	11.4	8.1	6.2

分析师简介

王小勇，重庆建筑大学技术经济及管理硕士，水电建筑工程学士，4 年相关行业工作经验。主要研究建筑工程、建材行业。

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

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

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。