



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

2009 年 8 月 12 日

建筑

研究部

白宏炜

分析员

baihw@cicc.com.cn

吴慧敏

分析员

wuhm@cicc.com.cn

推荐

中铁二局(600528.CH)

张松

联系人

zhangs2@cicc.com.cn

业绩略低于预期，依然看好其长期前景

主要财务信息

(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	13,990	18,069	23,464	32,894	40,317
(+/-%)	64%	29%	30%	40%	23%
营业利润	60	386	602	904	1,288
(+/-%)	-37%	541%	56%	50%	42%
净利润	55	377	461	718	1,031
(+/-%)	-30%	587%	22%	56%	44%
摊薄每股收益(元)	0.04	0.26	0.32	0.49	0.71
市盈率	374.5	54.5	44.6	28.7	19.9
市净率	10.4	5.7	5.4	4.9	4.3
EV/EBITDA	58.7	31.5	21.9	16.9	12.6
净资产收益率(%)	2.8%	10.4%	12.0%	17.1%	21.4%
现金分红收益率(%)	0.0%	0.3%	1.4%	1.7%	2.0%
净利润率	0.4%	2.1%	2.0%	2.2%	2.6%
总资产回报率	0.6%	2.1%	2.1%	2.7%	3.3%
资产负债率	78.0%	78.2%	80.8%	82.7%	82.7%

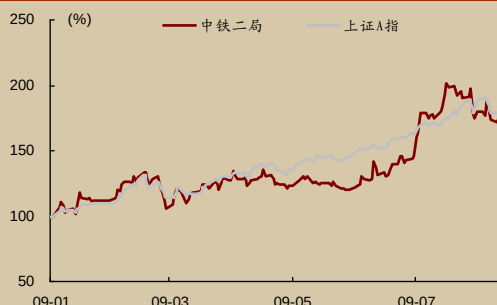
股票信息

	A股
股票代码	600528.CH
当前股价	人民币14.09
日成交量(百万股)	20.58
52周最高价/最低价	人民币16.79/3.6
发行股数(百万股)	1,459
市值(百万元)	14,840
流通A股(百万股)	1,293
主要股东(持股比例)	中铁二局集团公司(49.74%)

最近估值走势

	近一周	1个月	3个月	年初至今
600528.CH	+1.15	+0.07	+34.49	+75.38
上证A指	+0.12	+4.83	+24.33	+79.25
A股建筑指数	-3.40	+4.60	+22.10	+51.50

最近估值走势



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

无

中期业绩略低于预期：

中铁二局 09 年上半年实现收入 168.5 亿元，同比增长 34.1%；归属母公司股东净利润 2.78 亿元，对应每股收益 0.19 元，同比增长 41.8%，略低于预期；

正面：

- **收入稳定增长：**受益于国家基础设施建设投资拉动，公司上半年实现收入 168.5 亿元，同比增长 34.1%；其中，铁路施工更是实现 177% 的大幅增长；
- **管理效率的提升：**公司上半年管理费用率仅为 2.2%，同比下降 0.3 个百分点，管理效率显著改善；

负面：

- **毛利率略有下降：**上半年公司毛利率水平为 4.7%，同比下降 1.1 个百分点，主要原因包括：毛利率较低的铁路施工业务增长较快拉低整体毛利水平；受原材料价格及房地产市场波动影响，非铁路施工业务及房地产业务毛利率显著下降 2.1 和 10.8 个百分点；

发展趋势：

短期上，受益于国家基建投资的高增长，公司上半年新签合同额达 172 亿元，加之 08 年在手订单充裕，公司未来两年业绩有保障；长期上，公司房地产业务将逐步参与结算，业绩有望实现大幅增长。

盈利预测调整：

我们维持公司 09、10 年盈利预测不变，分别为 7.2 亿元和 10.3 亿元，对应每股收益 0.49 和 0.71 元，分别同比增长 55.7% 和 43.7%；

估值与建议：

当前股价下，中铁二局 09、10 年的市盈率分别为 28.7 倍和 19.9 倍，估值并不便宜，但考虑到公司短期受益国家基础设施建设的拉动和未来房地产业务可能带来的长期发展前景，仍维持“推荐”的投资评级。

中期业绩略低于预期

中铁二局 09 年上半年实现收入 168.5 亿元，同比增长 34.1%；归属母公司股东净利润 2.78 亿元，对应每股收益 0.19 元，同比增长 41.8%，略低于预期；

- 收入实现稳定增长：**公司上半年实现收入 168.5 亿元，同比增长 34.1%；其中，铁路施工受益于国家铁路投资的高增长，同比大幅增长 177.2%，是公司收入增长的主要来源；非铁路施工多集中于灾后重建及四川省境内的公路等项目，上半年同比增长 41.8%；受去年新开工项目较少影响，09 年上半年房地产业务结算相对较少，房地产业务收入同比下降 11.2%；
- 毛利率略有下降：**公司上半年综合毛利率达到 4.7%，同比小幅下降 1.1 个百分点。主要原因包括：毛利率较低的铁路施工业务上半年增长较快，从结构上拉低整体毛利率水平；非铁路施工项目，受原材料价格波动影响，毛利率下滑 2.1 个百分点；同时，公司房地产业务毛利率也大幅下降 10.8 个百分点；

图表 1：分板块业务收入、毛利及分部利润情况

分部收入	1H2008	占比 (%)	1H2009	占比 (%)	YoY (%)
铁路施工	2,236	17.8%	6,199	34.3%	177.2%
非铁路施工	5,901	47.0%	8,369	46.3%	41.8%
房地产销售	332	2.6%	295	1.6%	-11.2%
物资销售和其他	4,096	32.6%	1,984	11.0%	-51.6%
合计	12,565		16,847		34.1%

分部毛利	1H2008	占比 (%)	1H2009	占比 (%)	YoY (%)
铁路施工	124	12.5%	425	55.3%	241.2%
非铁路施工	620	62.4%	707	92.1%	14.0%
房地产销售	119	11.9%	74	9.6%	-37.9%
物资销售	131	13.2%	77	10.1%	-41.2%
合计	995		1,282		28.9%

分部毛利率	1H2008	1H2009	+ / - (%)
铁路施工	5.6%	6.8%	1.3%
非铁路施工	10.5%	8.4%	-2.1%
房地产销售	35.8%	25.0%	-10.8%
物资销售	3.2%	3.9%	0.7%
综合毛利率	5.8%	4.7%	-1.1%

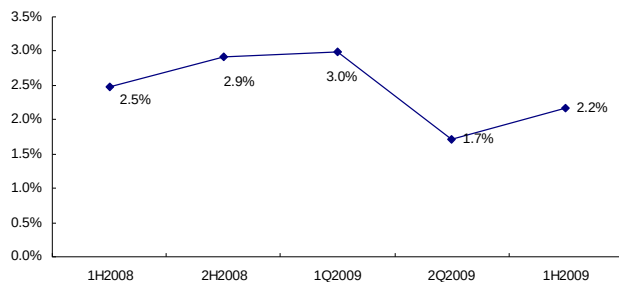
资料来源：公司数据，中金公司研究部；注：综合毛利率的计算扣除了营业税金及附加

管理费用和财务费用率同比显著改善：

公司 09 年上半年管理费用率为 2.2%，同比下降 0.3 个百分点，公司管理效率显著提升；

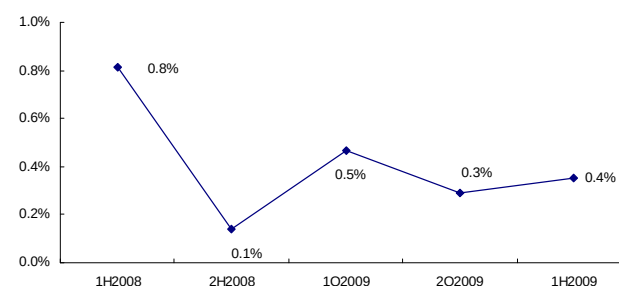
财务费用率为 0.4%，同比下降 0.4 个百分点，主要受益于国家宽松的货币政策和公司利率仅为 2.73% 的短期融资券的发行。

图表 2：管理费用率变动图



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3：财务费用率变动图

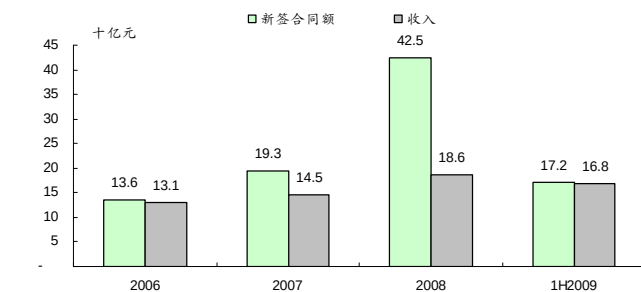


资料来源：公司数据，中金公司研究部

订单符合预期，铁路合同占比较高

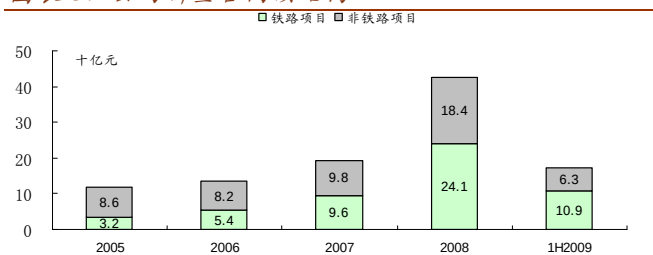
- 公司上半年新签合同额为 172 亿元，与其收入基本持平，符合预期；
- 其中，铁路合同 109 亿元，占比 63.4%；非铁路合同 63 亿元，占比 36.6%；
- 长期上看，由于公司 08 年新签合同额 425 亿元，是其 08 年收入的 2.29 倍。总体而言，公司在手订单充裕，未来两年业绩相对有保障；

图表 4：公司近年来新签合同额与收入相同步



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 5: 公司新签合同额结构



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

房地产业务短期业绩贡献有限, 看好其长期发展

- 截至目前, 公司土地储备近 500 万平方米, 在手预收售楼款达 6.7 亿元。预计这些项目将在 2010 年以后进入结算, 有望大幅增厚公司业绩;
- 同时, 公司控股股东中铁二局集团仍有大量优质土地资源, 未来存在持续注入上市公司的可能。

图表 7: 房地产项目表

城市	开发类-所有项目	权益	总规划建筑面积 (平方米)	可结算面积 (平方米)	可结算面积比重 (%)	计划竣工时间
成都	东山国际新城	100%	1,030,000	875,500	21.5%	2009-12
成都	中铁瑞城蜀郡项目	100%	200,669	170,569	4.2%	2009-12
达州	中铁瑞城龙郡项目	100%	1,297,800	1,103,130	27.1%	2010-12
成都	中铁瑞城新界项目	100%	264,000	224,400	5.5%	2009-10
自贡	自贡项目	100%	300,000	255,000	6.3%	2009-06
成都	锦隆时代项目	100%	36,000	30,600	0.8%	2009-08
成都	碾城	100%	220,000	187,000	4.6%	2009-08
成都	假日青城365宅院	100%	68,484	58,211	1.4%	2010-12
成都	花水湾项目	100%	513,359	436,355	10.7%	2011-12
成都	郫县红光镇项目	100%	400,020	340,017	8.3%	2012-12
成都	金马无限城	100%	466,690	396,687	9.7%	2011-12
合计			4,797,022	4,077,468		

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 7: 公司预收售楼款

项目名称	预收售楼款 (百万元)	预计竣工时间	预售比例
中铁瑞城蜀郡	336.97	2010	80%
中铁瑞城新界	253.03	2011	93%
中铁瑞城龙郡	42.95	2010	80%
和睦人家3期	4.93	已竣工	100%
兴旺和睦人家	0.36	已竣工	100%
上河新城	0.00	已竣工	100%
檀木林国宾府	30.03	2011	13%
合计	668.26		

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

对子公司进行增资, 提升子公司综合竞争实力

上半年, 公司重点对其下属六家子公司进行增资, 以增强子公司综合竞争实力。主要原因在于, 建筑类公司竞标受其自有资本金额度限制, 只能参与投资金额在其自有资本金 5 倍以下的项目。因此, 子公司获得增资后将有望进一步打开市场空间, 实现加速发展。

图表 8: 中铁二局对子公司增资情况

	增资前注册资本 (万元)	增资前公司持股比例 (%)	增资后注册资本 (万元)	增资后公司持股比例 (%)
中铁二局第一工程有限公司	8,200	92.7%	15,000	96.0%
中铁二局第二工程有限公司	8,000	95.0%	15,000	97.3%
中铁二局第四工程有限公司	8,000	100.0%	15,000	100.0%
中铁二局第五工程有限公司	8,000	94.8%	15,000	97.2%
中铁二局机械建筑工程有限公司	6,000	100.0%	12,000	100.0%
中铁二局集团建筑有限公司	5,800	56.9%	10,000	75.0%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

维持盈利预测不变

综合考虑到下半年国家基础设施建设投资拉动以及公司业务加速发展, 我们维持公司 09、10 年盈利预测不变, 分别为 7.2 亿元和 10.3 亿元, 对应每股收益 0.49 和 0.71 元, 分别同比增长 55.7% 和 43.7%;

估值和投资建议

当前股价下, 中铁二局 09、10 年的市盈率分别为 28.7 倍和 19.9 倍, 估值并不便宜, 但考虑到公司短期受益于国家基建投资的拉动及未来房地产业务的加速发展, 仍维持“推荐”的投资评级。

图表 9：2009 年上半年业绩分析

百万元	1H2008	2H2008	2008	1Q2009	2Q2009	1H2009	YoY %	QoQ %	CICC Comments
营业收入	12,565	10,899	23,464	5,941	10,906	16,847	34.1%	83.6%	受益于国家基础设施建设投资的加速，公司收入实现增长
减：营业成本	11,570	9,880	21,450	5,400	10,165	15,565			
营业税金及附加	268	376	645	158	334	492			
毛利	726	643	1,370	383	408	790	8.8%	6.5%	原材料价格上涨以及低毛利率的铁路施工收入占比增加所致
营业费用	50	78	128	22	22	44			
管理费用	312	318	630	178	187	365			
财务费用	102	15	117	28	31	59			
资产减值损失	20	(21)	(1)	8	3	11			
投资收益	2	105	107	(16)	1	(16)			
营业利润	244	358	602	131	165	296	21.4%	25.8%	
加：营业外收入	12	12	24	3	11	14			
减：营业外支出	4	11	15	0	9	10			
利润总额	252	360	612	134	166	300			
减：所得税费用	48	54	102	30	23	53			
少数股东收益	8	41	49	(21)	(11)	(31)	-476.2%	-48.8%	上半年房地产项目结算较少，导致房地产子公司出现亏损
母公司股东净利润	196	265	461	125	153	278	41.8%	22.5%	
总股本	1,459	1,459	1,459	1,459	1,459	1,459			
稀释每股收益（人民币元）	0.13	0.18	0.32	0.09	0.10	0.19	41.8%	22.5%	
毛利率	5.8%	5.9%	5.8%	6.4%	3.7%	4.7%	-1.1%	-2.7%	原材料价格上涨以及低毛利率的铁路施工收入占比增加所致
销售费用率	0.4%	0.7%	0.5%	0.4%	0.2%	0.3%	-0.1%	-0.2%	
管理费用率	2.5%	2.9%	2.7%	3.0%	1.7%	2.2%	-0.3%	-1.3%	公司管理效率提升
财务费用率	0.8%	0.1%	0.5%	0.5%	0.3%	0.4%	-0.4%	-0.2%	
净利润率	1.6%	2.4%	2.0%	2.1%	1.4%	1.7%	0.1%	-0.7%	

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 10: 历史和预测的财务指标

截至12月31日	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
损益表 (人民币百万元)						
主营业务收入	8,514	13,990	18,069	23,464	32,894	40,317
主营业务利润	604	823	768	1,370	2,002	2,617
减: 营业费用	1	37	120	128	164	169
管理费用	454	581	544	630	855	1,028
财务费用	67	103	61	117	148	172
营业利润	96	60	386	602	904	1,288
税前利润	93	62	433	612	913	1,296
减: 所得税	14	3	64	102	137	194
减: 少数股东损益	1	4	(7)	49	59	70
净利润	78	55	377	461	718	1031
资产负债表 (人民币百万元)						
应收款项	2,451	4,469	7,237	8,307	10,707	12,201
存货	2,024	2,544	5,235	7,038	8,825	10,170
货币资金	1,033	1,360	3,004	3,803	3,665	3,878
流动资产合计	5,604	8,374	15,476	19,308	23,388	26,480
固定资产	939	1,092	1,354	1,554	2,177	2,929
应付款项	3,086	3,562	7,779	11,203	14,770	17,239
短期借款	894	1,580	2,941	3,539	3,839	4,039
流动负债合计	4,760	7,469	12,944	16,877	20,848	23,830
长期借款	193	265	827	699	1,099	1,399
负债合计	4,953	7,738	13,841	17,827	22,249	25,561
股东权益	1,806	1,985	3,616	3,831	4,190	4,809
总资产	6,883	9,924	17,694	22,062	26,901	30,902
现金流量表 (人民币百万元)						
经营活动现金流	412	-274	135	1,065	956	1,470
投资活动现金流	-387	-210	-1,148	-357	-953	-1,195
筹资活动现金流	97	607	2,113	280	-142	-62
现金及现金等价物净增加额	122	124	1,099	988	-138	213
期初现金及现金等价物余额	911	1,237	1,231	2,330	3,318	3,180
期末现金及现金等价物余额	1,033	1,360	2,330	3,318	3,180	3,393
财务指标						
毛利率	7.1%	5.9%	4.2%	5.8%	6.1%	6.5%
经营利润率	1.1%	0.4%	2.1%	2.6%	2.7%	3.2%
净利率	0.9%	0.4%	2.1%	2.0%	2.2%	2.6%
股息收益率	0.4%	0.0%	0.4%	2.0%	2.5%	2.9%
资产收益率	1.1%	0.6%	2.1%	2.1%	2.7%	3.3%
净资产收益率	4.3%	2.8%	10.4%	12.0%	17.1%	21.4%
资产负债率	72.0%	78.0%	78.2%	80.8%	82.7%	82.7%
净现金/股东权益	16.7%	28.6%	22.4%	31.9%	42.0%	43.6%
每股盈利	0.05	0.04	0.26	0.32	0.49	0.71
每股分红	0.04	-	0.04	0.20	0.25	0.28
每股净资产	1.2	1.4	2.5	2.6	2.9	3.3

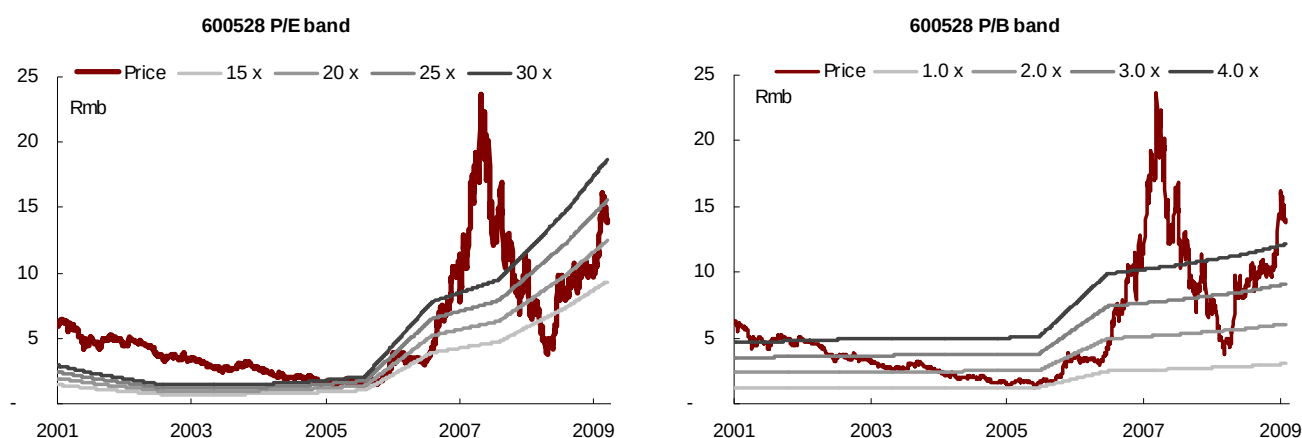
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 11：可比公司估值

公司名称	当前股价 09-8-11	市值 (百万美元)	摊薄每股盈利			市盈率			CAGR	市净率			净资产收益率			资产负债率	毛利率	净利率
			08A	09E	10E	08A	09E	10E	08-10	08A	09E	10E	08A	09E	10E	最近会计年度		
美国	(USD)		(USD)	(USD)	(USD)													
Fluor Corp.	57.49	10,340	4.06	3.81	3.39	14.2	15.1	17.0	-8.7%	3.9	3.0	2.6	29%	20%	13%	58%	5%	3%
Jacobs Engineering Group	43.62	5,405	3.47	3.33	3.16	12.6	13.1	13.8	-4.6%	2.4	2.0	1.8	21%	n.a.	12%	47%	15%	4%
Shaw Group Inc	31.20	2,607	1.71	2.22	2.67	18.2	14.1	11.7	25.0%	1.7	1.8	1.5	10%	10%	13%	67%	8%	2%
KBR Huston	23.00	3,689	1.92	1.68	1.54	12.0	13.7	15.0	-10.6%	1.9	1.6	1.4	15%	n.a.	12%	65%	7%	3%
平均值		5,511				14.2	14.0	14.4	0.3%	2.5	2.1	1.8	19%	15%	13%	60%	9%	3%
中间值		4,547				13.4	13.9	14.4	-6.7%	2.1	1.9	1.6	18%	15%	13%	62%	7%	3%
欧洲																		
VINCI SA (EUR)	36.22	26,461	3.39	2.95	2.80	10.7	12.3	13.0	-9.2%	2.0	1.9	1.8	20%	17%	15%	83%	n.a.	5%
Bouygues Corp. (EUR)	31.71	15,453	4.38	3.55	3.39	7.2	8.9	9.4	-12.0%	1.4	1.3	1.2	21%	16%	13%	75%	n.a.	5%
Skanska Ab-B Shs (SEK)	102.00	5,906	7.44	5.73	5.31	13.7	17.8	19.2	-15.5%	2.2	2.2	2.1	16%	13%	12%	77%	8%	2%
Hochtief AG (EUR)	43.15	4,278	2.52	2.49	2.58	17.1	17.3	16.7	1.2%	1.5	1.4	1.4	8%	9%	9%	76%	n.a.	1%
平均值		13,025				12.2	14.1	14.6	-8.9%	1.8	1.7	1.6	16%	14%	12%	78%	8%	3%
中间值		10,680				12.2	14.8	14.8	-10.6%	1.8	1.7	1.6	18%	14%	12%	77%	8%	3%
日本	(JPY)		(JPY)	(JPY)	(JPY)													
Shimizu Corp.	402	3,272	34.42	7.10	15.93	11.7	56.6	25.2	-32.0%	0.9	0.9	1.0	7%	2%	5%	81%	7%	2%
Kajima Corp.	289	3,154	39.13	-6.40	15.71	7.4	-45.2	18.4	-36.6%	1.0	1.1	1.3	13%	-2%	7%	84%	6%	2%
Taisei	225	2,473	22.97	-17.55	9.87	9.8	-12.8	22.8	-34.4%	0.7	0.7	0.9	7%	-5%	4%	78%	8%	1%
Obayashi	445	3,314	25.83	19.44	17.06	17.2	22.9	26.1	-18.7%	0.7	0.7	0.9	4%	3%	3%	74%	6%	1%
平均值		3,054				11.5	5.4	23.1	-30.4%	0.8	0.9	1.0	8%	-1%	5%	80%	7%	2%
中间值		3,213				10.7	5.0	24.0	-33.2%	0.8	0.8	0.9	7%	0%	4%	80%	7%	2%
香港	(HK\$)		(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)													
中交建	10.20	19,511	0.48	0.56	0.64	21.4	18.1	16.1	15.5%	3.2	2.8	2.6	15%	16%	16%	76%	10%	3%
中国中铁	7.54	21,648	0.07	0.32	0.40	102.3	23.5	19.1	131.5%	2.5	2.3	2.2	2%	10%	12%	76%	7%	1%
中国铁建	12.98	19,106	0.34	0.55	0.68	37.8	23.5	19.0	41.0%	2.9	2.7	2.5	8%	11%	13%	78%	7%	2%
平均值		15,379				44.5	19.8	16.5	51.3%	2.8	2.6	2.4	8%	12%	14%	77%	8%	2%
中间值		19,308				29.6	20.8	17.5	29.0%	2.9	2.7	2.5	8%	11%	13%	76%	7%	2%
国内A股	(RMB)		(RMB)	(RMB)	(RMB)													
中国中铁	7.02	21,648	0.05	0.28	0.36	134.1	24.8	19.6	161.4%	2.7	2.5	2.3	2%	10%	12%	76%	7%	0%
中国铁建	10.41	19,106	0.30	0.49	0.62	35.2	21.4	16.8	44.7%	2.7	2.5	2.2	8%	11%	13%	78%	7%	2%
中国建筑	6.59	28,925	0.09	0.16	0.22	72.0	41.0	30.5	53.6%	12.9	2.9	2.7	18%	7%	9%	85%	8%	1%
葛洲坝	13.40	3,265	0.49	0.70	0.86	27.5	19.2	15.5	33.3%	4.9	3.0	2.6	18%	16%	17%	83%	4%	4%
中铁二局	14.09	3,008	0.32	0.49	0.71	44.6	28.7	19.9	49.6%	5.4	4.9	4.3	12%	17%	21%	81%	6%	2%
隧道股份	16.02	1,719	0.32	0.50	0.60	50.4	31.7	26.7	37.4%	3.2	3.0	2.8	6%	9%	10%	75%	5%	2%
平均值		9,749				60.6	27.8	21.5	63.3%	5.3	3.1	2.8	11%	12%	14%	80%	6%	2%
中间值		3,265				47.5	26.7	19.8	47.1%	4.1	2.9	2.7	10%	11%	12%	79%	6%	2%

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 12：历史 P/E 和 P/B



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，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、发表或引用。