

动态报告/公司快评

建筑建材

中铁二局（600528）

推荐

建筑工程

调研快评

（上调评级）

2009年9月14日

贯通整个产业链条的“城市运营商”

分析师：邱波 qiubo@guosen.com.cn 0755-82133390

分析师：李遵庆 lizqing@guosen.com.cn 0755-82130833-1827

事项：

近日我们实地调研了中铁二局，就公司近况与公司管理层进行了交流，并参观了其代表性地产项目。

评论：

■ 贯通整条产业链的“城市运营商”

经几次调研，我们认为公司正转型为国内唯一的贯通整个产业链条的“城市运营商”，既不同于传统建筑商，也不用于传统房地产开发商，公司将“城市规划（涵盖土地规划、整理）—勘察设计—建筑—房地产—项目运营”整个产业链条上的各环节很好地融合在一起，实现了利润的最大化挖掘。仅在房地产开发链条上，公司业务亦涵盖一级土地整理、二级房产开发、三级项目投资运营等多项环节，并能相互协同与促进，从而驱动公司价值的长期增长。

与国内大多数房地产开发商（仅着眼于个别地段或楼盘）不同，公司定位于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小的环节，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。公司充分利用自身资金、技术、经验优势以及与政府长期合作而积累的良好关系，进行从城市规划，土地一级开发，公路、轨道交通等配套设施建设，到房屋建设及房产开发，再到各类休闲娱乐项目投资的“城市运营综合开发”。与从事一二级联动开发的地方城投公司相比，公司将房屋建筑和区域内基础设施配套一并囊括，对需要进行新城开发及旧城改造的地方政府有极大的吸引力。各类休闲娱乐项目投资及基础设施建设完成后，又能极大刺激当地人气，推动当地土地、房产等资产的升值，从而促使公司运作的房地产项目获取更高的收益。

■ 由城市运营项目带动非铁路工程承包业务发展，运作模式独特

城市运营项目亦能大幅带动公司工程承包业务的发展。该类承包工程一般经与政府协商、以BT方式进行建设，先由公司自己融资进行建设，完工后再由当地政府以分期付款方式进行偿还。在项目定价上，与传统铁路项目不同，BT项目的利润空间大，这与其由“城市运营”带动“BT项目承包”的独特业务模式有关。

■ 地产项目产品线丰富、体量大、推进快

公司运作的房地产项目产品线丰富，目前在建及待建的大型项目有15个，既有纯粹的住宅项目又有城市综合开发运营项目。比较有代表性的城市运营大型项目有：“温江*金马湖”无限城、“东山国际新城”、“花水湾”度假小镇、达县“龙郡*南岸”、郫县“1519”亩土地项目等等。城市运营项目均是与合作政府合作，由公司牵头做“总规划”。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。

公司的城市运营项目运作流程因跨越“一级土地整理”、“二级房产开发”和“三级产业联动”的项目整个生命周期，在各环节上均能给予政府部门较大支持，因此亦能获得普通开发商无法企及的诸多优惠，如：整片项目园区的规模化开发、一级土地整理环节的利润分成、二级开发环节的土地价格优惠等。

经测算，公司目前拥有的商品住宅二级开发项目储备的总建筑面积为 481 万平米，总可售面积为 347.9 万平米。土地总储备 250 万平米，“金牛区”600 多亩及郫县“1519”亩大部分土地未包括在其中。公司房产项目的推进速度也快于预期，“温江*金马湖”无限城一期住宅、“花水湾”一期别墅、郫县“西郡英华”一期住宅项目尽管目前尚未开工，但公司规划在今年年底前开盘，建设效率高。项目品质上，因公司历史所推楼盘的房屋建筑质量高，抗震性突出，在市场上已形成良好口碑，新推楼盘销售火爆。

总体而言，09 年是公司大量投入和开工期，新开工较多，但预计项目结算与 08 年大致相当。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 年房地产业务收入与 08 年相差不多，而自 10 年开始房地产项目步入规模回报期，将给公司贡献丰厚利润。

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，“施工+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。

■ “中铁瑞城”发展与定位明确

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。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，集团旗下及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。08 年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。

公司将房地产业务统一归口“中铁瑞城”管理，打造统一运作平台及“瑞城”品牌，能有效提升公司经营效率及其市场影响力。

■ 二局集团对公司支持力度大

目前归属于二局集团尚未注入到上市公司的房地产项目体量还比较大，集团在天津拥有 2000 亩土地项目，此外在福州、云南、海南等地均有地产项目储备，集团的规划是未来将所有房地产项目逐步注入到上市公司，项目成熟一个注入一个。明年，集团规划将其与知名机构共同运作的成都金牛区 CBD “旧城改造”项目置入上市公司。二局集团在房地产业务上对公司的支持力度大，公司房地产业务前景广阔。

■ 承包业务订单饱满、工期紧张

09 年至今，公司新签合同 230 亿元（已完成全年承揽目标的 80%），其中铁路合同 150 亿元，非铁路合同 80 亿元。目前，公司未完工合同额 741 亿元，合同充足率（未完工合同额/年收入）为 3.12 倍，达到历史最高水平。丰厚的合同储备为公司今后收入的快速增长提供了坚实保证。

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。目前，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、成绵乐客运专线、铁路站台改造等等众多基础设施建设项目纷纷启动，川藏铁路也将于明年动工，这些基建项目给公司带来较多订单，公司施工任务繁重、工期紧张。

■ 双向驱动下，利润增速或高于收入增速，盈利增长预期提升

公司盈利增长预期的提升来自于毛利率存在稳步提升空间以及对“中间环节”成本的压缩成效。

毛利率改善的具体推动因素主要在 4 方面：1、非铁路项目占比提高，毛利率大致平稳、保持在较高水平；2、铁路项目中客运专线占比大幅提升，造价高、技术含量高，随下半年调概逐步进行，毛利率逐步向合理水平回归；3、“项目大反思”行动对成本费用支出控制明显加强，较好地防范了利润漏出；4、成立了物流公司，集中采购，材料购置成本下降。

数据显示公司的管理费用率不断下降，实际费用控制能力与日增强，管理效率逐步提升。主要来源于：1、公司管理层级逐步缩减，由“三级管理”变为“一级管理”，推行扁平化管理，今年计划将 3、4 级公司全部撤销；2、房地产业务逐步整合到“中铁瑞城”，板块运作效率提升。随公司“中间环节”成本的不断压缩，由此伴生的内生性增长的能力亦渐强。

■ 盈利预测、估值与投资评级

截止 09 年上半年，公司收入的增长率、管理费率的下降等核心指标均超我们前次报告对公司的预期，我们上调对公司的盈利预测，在不包含房地产业务收入及利润的情景下，预计公司 09~11 年 EPS 分别为 0.43 元、0.56 元和 0.67 元。当前股价对应公司建筑业务 EPS 动态 PE 分别为 29 倍、22 倍和 19 倍。

房地产业务在 10 年步入大规模回报，对公司利润的增厚显著。出于审慎原则，我们将在随后报告中对公司房产项目收入及利润进行详细测算。我们看好公司独特的城市运营发展模式及其发展前景、且其对公司其它业务亦能产生良好协同效应，上调对公司的评级，“推荐”。

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

分析师承诺:

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。

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。