

中铁二局 (600528)

## 低成本拿地优势显著，四季度推盘加大

—房地产项目开发进展及销售情况公告点评

孙建平 李署  
021-38676316 021-38676911  
sunjianping@gtjas.com Lishu007581@gtjas.com

本报告导读：土地资源优势显著，一二级联动开发，四季度推盘加大

### 投资要点：

- 首次全面披露公司房地产项目情况，地产开发提速。2007年1月通过定增进入房地产市场，建筑施工和房地产双主业并举。房地产开发业务由注册资本5亿元的中铁瑞城全面负责。
- 项目储备丰富，集中于成都区域，待销售量大。公司现有项目储备471万平方米，权益建面344万平方米，可售面积408万平方米，截至09年9月份累计销售面积仅81万平方米。开发项目包括别墅、酒店、中高端住宅综合型度假小镇等，层次丰富。
- 近8成的项目储备通过土地一二级联动开发获取，保障土地低成本。公司现有项目储备中有6个项目通过一二级联动获取，一二级联动项目建筑面积368万平方米，占公司所有项目储备的78%。
- 成都地王名副其实，未来有望继续从一级开发中获取低成本土地储备。公告披露公司现有6个一级开发项目，约41平方公里，公司已从一级开发项目中获取土地资源3302亩（2.2平方公里）。
- 下半年供应明显增加，四季度有约20平米项目推出。蜀郡D区、新界三期、檀木林国宾府目前在售，四季度将新增温江月映长滩（6万平米）、花水湾、郫县西郡英华（115亩）三个项目，预计新上市建面约20万平米。
- 预计09-11年地产主业EPS分别为0.06元、0.32元和0.49元。09年结算14.68万平方米，结算收入8.38亿元，净利润9338万元，0.06元EPS，原因在于08年地震影响了当年开工量；10年结算36万平方米，贡献20亿元收入和3.46亿净利润，一级开发贡献1.12亿净利润，合计0.32元EPS；11年结算41万平方米，贡献24亿收入和5.22亿净利润，一级开发贡献1.86亿净利润，合计0.49元EPS。
- 不考虑38平方公里一级开发土地，公司现有二级开发项目储备RNAV为7.6元。根据7月15日我们的公司报告，建筑研究员预测09-11年铁路施工、其他施工和物资销售等非房地产业务EPS为0.44、0.57元和0.6元。给予建筑业务2010年20倍PE，建筑业务目标价格为11.4元。
- 基于公司强大的土地资源优势，RNAV平价估值对应房地产目标价7.6元，根据建筑行业最新估值，公司10年18倍PE对应建筑业务目标价10.26元；综合评估6个月目标价18元，12个月21元，维持增持评级。

| 财务摘要（百万元）  | 2007A | 2008A | 2009E | 2010E | 2011E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入       | 18068 | 23464 | 31861 | 40682 | 46012 |
| (+/-)%     | 29%   | 30%   | 36%   | 28%   | 13%   |
| 经营利润（EBIT） | 106   | 612   | 1163  | 2064  | 2523  |
| (+/-)%     | -49%  | 480%  | 90%   | 78%   | 22%   |
| 净利润        | 380   | 461   | 725   | 1294  | 1593  |
| (+/-)%     | 592%  | 21%   | 57%   | 78%   | 23%   |
| 每股净收益（元）   | 0.42  | 0.32  | 0.50  | 0.89  | 1.09  |
| 每股股利（元）    | 0.00  | 0.20  | 0.15  | 0.27  | 0.33  |

| 利润率和估值指标 | 2007A | 2008A | 2009E | 2010E | 2011E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营利润率（%） | 2%    | 3%    | 3%    | 5%    | 5%    |
| 市盈率      | 27.6  | 36.4  | 23.1  | 13.0  | 10.5  |
| 股息率（%）   | 0%    | 2%    | 1%    | 2%    | 3%    |

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持  
上次评级：增持  
目标价格：¥18.00  
上次预测：¥21.00  
当前价格：¥11.93  
2009.10.09

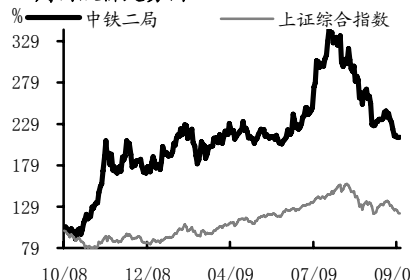
### 交易数据

|               |              |
|---------------|--------------|
| 52周内股价区间（元）   | 4.30 ~ 16.79 |
| 总市值（百万元）      | 16,445       |
| 总股本/流通A股（百万股） | 1,459/1,293  |
| 流通B股/H股       | 0/0          |
| 流通股比例         | 0.89         |
| 日均成交量（百万股）    | 41.6         |
| 日均成交值（百万元）    | 424.8        |

### 资产负债表摘要（06/09）

|           |       |
|-----------|-------|
| 股东权益（百万元） | 3788  |
| 每股净资产     | 2.60  |
| 市净率       | 4.42  |
| 资产负债率     | 83.2% |

### 52周内股价走势图



### 相关报告

调研报告《中铁二局：成都地王，建筑西南》，2009.7.15  
《地产周报第50期（9.21-9.27）——上海、北京成交量环比上升》，2009.9.28  
《2009年房地产行业专题策略研讨会纪要-拨云见日》，2009.8.27-28  
《1-8月全国房地产行业数据点评》，2009.9.15  
《1-7月全国房地产开发投资数据点评》，2009.8.11  
《房地产行业趋势不变，调整是买入机会》，2009.7.31  
《更上一层楼——2009年下半年投资策略》，2009.6.18  
《行业趋势：期待多云转晴——2009年二季度房地产行业投资策略》PPT，2009.4.1  
《房地产：春江水暖鸭先知——关注广深地产板块》，2009.3.3  
《国泰君安地产双周报》第1-49，2008.1-2009.9  
《房价定乾坤——2009年房地产行业投资策略》，2008.12.05

**表 1: 公司二级开发项目储备情况 (单位: 万平方米, 截至 2009.9)**

| 项目名称           | 产品类型  | 地理位置  | 占地面积          | 建筑面积          | 权益   | 权益建面          | 可售面积          | 累计销售面积       | 状态                                  |
|----------------|-------|-------|---------------|---------------|------|---------------|---------------|--------------|-------------------------------------|
| 双流蜀郡           | 联排/多层 | 成都城南  | 26.93         | 32.07         | 100% | 32.07         | 27.75         | 18.51        | ABC 区已交付, D 区开盘销售                   |
| 武侯新界           | 普通住宅  | 成都武侯区 | 23.43         | 35.26         | 100% | 35.26         | 26.32         | 7.82         | 一、二期交付, 三期开盘销售                      |
| 檀木林国宾府         | 酒店/住宅 | 自贡    | 5.21          | 28.29         | 100% | 28.29         | 24.40         | 2.45         | 一期预售, 尚余土地储备 51.6 亩                 |
| 假日青城·365 宅院    | 别墅    | 成都都江堰 | 14.20         | 6.80          | 100% | 6.80          | 6.30          | 0.00         | 分二期开发, 一期已开工                        |
| 东山国际新城         | 住宅    | 成都成龙路 | 47.91         | 103.6         | 35%  | 36.26         | 97.40         | 42.60        | ABC 区已交付, EF 区正处于建设中, 尚余土地储备 361 亩。 |
| 温江月映长滩         | 高档住宅  | 成都温江  | 23.27         | 41.00         | 70%  | 28.70         | 34.50         | 0.00         | 首期 6 万平方米拟于 09 年底销售                 |
| 达州龙郡           | 住宅    | 达州    | 92.92         | 92.92         | 50%  | 46.46         | 83.63         | 9.51         | 一期竣工, 二期在建, 尚余土地储备 803 亩            |
| 花水湾度假小镇        | 综合居住  | 成都大邑  | 44.15         | 30.15         | 100% | 30.15         | 23.75         | 0.00         | 拟于 2009 年底销售                        |
| 自贡沿滩新城         | 住宅    | 自贡    | 28.10         | 46.93         | 100% | 46.93         | 42.24         | 0.00         | 计划 2009 年底开工                        |
| 郫县西郡英华         | 住宅    | 成都郫县  |               | 53.61         | 100% | 53.61         | 41.43         | 0.00         | 首期 115 亩, 计划 09 年底销售                |
| <b>总计</b>      |       |       | <b>306.12</b> | <b>470.63</b> |      | <b>344.53</b> | <b>407.72</b> | <b>80.89</b> |                                     |
| <b>其中:</b>     |       |       |               |               |      |               |               |              |                                     |
| <b>一二级联动项目</b> |       |       | <b>236.35</b> | <b>368.21</b> |      | <b>242.11</b> | <b>322.95</b> | <b>52.11</b> |                                     |

注: 一二级联动项目包括东山国际新城、温江月映长滩、达州龙郡、花水湾、自贡沿滩新城、郫县西郡英华等 6 个项目。达州龙郡项目占地面积 1393.83 亩, 建筑面积按照 1 的容积率估算。数据来源: 公司地产销售项目公告、定向增发公告、债券发行公告; 国泰君安证券销售交易总部

**表 2: 公司一级土地开发项目规模庞大, 潜在土地储备充足**

| 一级开发项目        | 开发面积              | 占地面积           | 权益比例   | 已获土地            |
|---------------|-------------------|----------------|--------|-----------------|
| 自贡沿滩新城项目      | 2.01 平方公里         | 4155 亩         | 100.0% | 421.52 亩        |
| 达州龙郡项目        | 2.96 平方公里         |                | 100.0% | 1393.83 亩       |
| 成都郫县红光镇土地整理项目 | 1.01 平方公里         | 1519 亩         | 100.0% | 115.02 亩        |
| 成都温江金马河国际体育城  | 28 平方公里           | 4500 亩         | 70.0%  | 349 亩           |
| 成都大邑中国花水湾     | 4 平方公里            |                | 100.0% | 662 亩           |
| 成都龙泉东山国际      | 3 平方公里            |                | 100.0% | 361 亩           |
| <b>总计</b>     | <b>40.98 平方公里</b> | <b>10174 亩</b> |        | <b>3302.4 亩</b> |

注: 温江金马河项目总规划范围 4 平方公里, 外围保护区 10 平方公里。已获土地面积中龙泉东山国际指已获取的剩余未开发面积。

### 房地产业务业绩预测: 09、10、11 年房地产主业将分别贡献 0.06 元、0.32 元和 0.49 元 EPS

(1) 08 年地震导致公司房地产开工不足, 09 年业绩将有较大影响。预计 09 年可结算的项目是成都的中铁瑞城新界、集英岭和东山国际新城 3 个项目, 预计分别完成 4、2.58 和 8 万平方米建筑面积的结算, 分别贡献 3.16 亿元、2.06 亿元和 3.16 亿元收入。由此贡献 9338 万元净利润, 即 0.06 元 EPS。

(2) 预计 10 年住宅开发项目结算 36 万平米, 贡献约 20 亿收入, 由此预计产生 3.46 亿元净利润, 即 0.24 元 EPS。同时, 根据项目进度, 假设金马瑞城土地一级开发销售 300 亩土地, 每亩地价 350 万/亩, 假设 35%的分成比例, 则土地一级开发有望贡献 1.12 亿元净利润, 即 0.08 元 EPS。两项业务加总, 10 年房地产主业贡献 0.32 元 EPS。

(3) 预计 11 年住宅开发项目结算 41 万平米, 贡献 25 亿收入, 由此预计产生 5.22 亿元净利润, 即 0.36 元 EPS。同时, 根据项目进度, 假设金马瑞城土地一级开发销售 500 亩土地, 每亩地价 350 万/亩, 假设 35%的分成比例, 则土地一级开发有望贡献 1.86 亿元净利润, 即 0.13 元 EPS。两项业务加总, 11 年房地产主业贡献 0.49 元 EPS。

**表 3: 公司 10 年和 11 年住宅开发项目结算预测** (单位: 万平米, 元/平米, 百万元)

| 项目名称        | 权益比例 | 2010 年       |      |               |              | 2011 年       |      |               |              |
|-------------|------|--------------|------|---------------|--------------|--------------|------|---------------|--------------|
|             |      | 结算面积         | 均价   | 收入            | 毛利率          | 结算面积         | 均价   | 收入            | 毛利率          |
| 双流蜀郡        | 51%  | 7.00         | 8000 | 560           | 47.2%        | 7.00         | 8000 | 560           | 47.2%        |
| 武侯新界        | 100% | 2.00         | 8100 | 162           | 58.0%        | 7.00         | 8100 | 567           | 58.0%        |
| 花水湾度假小镇     | 100% | 3.50         | 7800 | 273           | 74.5%        | 5.00         | 7800 | 390           | 74.5%        |
| 东山国际新城      | 35%  | 8.00         | 3700 | 296           | 63.5%        | 12.00        | 3700 | 444           | 63.5%        |
| 达州龙郡        | 50%  | 5.00         | 3600 | 180           | 40.2%        | 3.00         | 3600 | 108           | 40.2%        |
| 檀木林国宾府      | 100% | 3.00         | 3800 | 114           | 21.9%        | 3.00         | 3800 | 114           | 21.9%        |
| 郫县西郡英华      | 100% | 5.80         | 4200 | 243.6         | 37.8%        |              |      |               |              |
| 假日青城·365 宅院 | 100% | 2.50         | 7800 | 195           | 56.4%        | 3.80         | 7800 | 296.4         | 56.4%        |
| <b>总计</b>   |      | <b>36.80</b> |      | <b>2023.6</b> | <b>51.8%</b> | <b>40.80</b> |      | <b>2479.4</b> | <b>56.5%</b> |

数据来源: 国泰君安调研报告《中铁二局: 成都地王, 建筑西南》, 2009.7.15; 国泰君安证券公司销售交易部房地产行业预测。

**附表: 损益表及其预测 (单位: 百万)**

|                     | 2005A  | 2006A   | 2007A   | 2008A   | 2009E   | 2010E   | 2011E   |
|---------------------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 一、营业总收入             | 8456.2 | 13989.7 | 18067.6 | 23463.9 | 31861.0 | 40681.6 | 46012.4 |
| 营业收入                | 8456.2 | 13989.7 | 18067.6 | 23463.9 | 31861.0 | 40681.6 | 46012.4 |
| 二、营业总成本             | 8378.6 | 13933.0 | 17950.0 | 22969.0 | 30841.5 | 38759.8 | 43654.7 |
| 营业成本                | 7608.4 | 12747.0 | 16812.5 | 21449.8 | 28913.9 | 36359.6 | 40935.3 |
| 营业税金及附加             | 248.5  | 419.8   | 492.0   | 644.6   | 860.2   | 1098.4  | 1242.3  |
| 销售费用                | 1.1    | 36.6    | 120.1   | 128.2   | 127.4   | 162.7   | 207.1   |
| 管理费用                | 454.0  | 580.6   | 537.5   | 629.5   | 796.5   | 996.7   | 1104.3  |
| 财务费用                | 66.6   | 103.0   | 57.6    | 117.4   | 143.4   | 142.4   | 165.6   |
| 资产减值损失              | 0.0    | 46.0    | -69.8   | -0.5    | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 三、其他经营收益            |        |         |         |         |         |         |         |
| 公允价值变动净收益           | 0.0    | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 投资净收益               | 13.5   | 3.5     | 273.0   | 107.2   | 53.0    | 58.0    | 64.0    |
| 其中: 对联营企业和合营企业的投资收益 | 0.0    | 0.4     | -0.1    | 9.4     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 四、营业利润              | 96.0   | 60.2    | 390.6   | 602.2   | 1072.5  | 1979.8  | 2421.7  |
| 加: 营业外收入            | 9.9    | 7.8     | 61.7    | 24.4    | 34.0    | 42.0    | 47.0    |
| 减: 营业外支出            | 13.1   | 5.9     | 13.9    | 15.0    | 21.0    | 26.0    | 29.0    |
| 五、利润总额              | 92.9   | 62.1    | 438.5   | 611.7   | 1085.5  | 1995.8  | 2439.7  |
| 减: 所得税              | 14.1   | 3.2     | 63.8    | 101.9   | 271.4   | 498.9   | 609.9   |
| 加: 未确认的投资损失         | 0.0    | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 六、净利润               | 78.8   | 58.9    | 374.7   | 509.8   | 814.1   | 1496.8  | 1829.8  |
| 减: 少数股东损益           | 0.6    | 4.0     | -5.2    | 48.9    | 88.8    | 203.3   | 237.0   |
| 归属于母公司所有者的净利润       | 78.2   | 54.9    | 379.9   | 460.9   | 725.3   | 1293.6  | 1592.8  |
| 股本                  | 410    | 615     | 912     | 1459.2  | 1459.2  | 1459.2  | 1459.2  |
| EPS                 | 0.19   | 0.09    | 0.42    | 0.32    | 0.50    | 0.89    | 1.09    |
| 主营收入增长率             | 30%    | 65%     | 29%     | 30%     | 36%     | 28%     | 13%     |
| 净利润增长率              | 12%    | -30%    | 592%    | 21%     | 57%     | 78%     | 23%     |
| 毛利率                 | 10%    | 9%      | 7%      | 9%      | 9%      | 11%     | 11%     |

注: 此损益表预测为房地产业务和建筑业务的合并报表预测。数据来源: 国泰君安证券公司销售交易总部

**作者简介:**

**孙建平:**经济学硕士，毕业于南开大学金融学系，2004年1月进入国泰君安证券研究所，从事宏观经济、房地产行业研究。荣获2006年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第二名，2007年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名，2008年“新财富”中国房地产行业最佳分析师第一名。

**李署:**工科硕士，毕业于南京大学，2008年7月进入国泰君安证券研究所，从事房地产行业研究。

**免责声明**

本报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券销售交易总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

**国泰君安证券股票投资评级标准:**

**增持:** 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

**谨慎增持:** 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

**中性:** 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

**减持:** 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

**国泰君安证券行业投资评级标准:**

**增持:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

**中性:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

**减持:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

**国泰君安证券销售交易总部**

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

E-MAIL: [gtjaresearch@ms.gtjas.com](mailto:gtjaresearch@ms.gtjas.com)