

买入 维持

中铁二局（600528）

2009 年 12 月 1 日

地产和物资销售将助推明年业绩增长

建筑工程行业首席分析师：江孔亮

kljiang@htsec.com

021-23219422

建筑建材行业助理分析师：蒲世林

pusl@htsec.com

021-23219054

11 月 26 日我们继今年 7 月 9 日对公司实地调研以来再次对公司进行了调研，与公司管理层进行了交流。随后我们实地参观了公司位于成都温江金马的月映长滩项目。通过调研我们了解到，公司主要业务铁路和非铁路施工业务基本符合我们之前的预期，房地产业务和物资销售业务好于之前的预期，房地产和物资销售明年将成为公司业绩高增长的主要动力。

主要观点：

（1）今年新接订单有望与去年持平，但未来三年施工业务收入仍能保持稳定增长。从公司公告的新接订单来看，截至今年 9 月 4 日，公司新接合同金额为 231 亿，而去年全年新签合同总额为 425 亿。前一段时间国家发改委新批了 5 个铁路项目，预计公司将有能力获取部分项目，今年全年公司新签订单仍有望保持较高水平，预计可能会与去年持平。不过由于公司在手订单充裕（我们估计在 600-700 亿左右），公司未来 3 年施工业务仍能保持稳定增长。

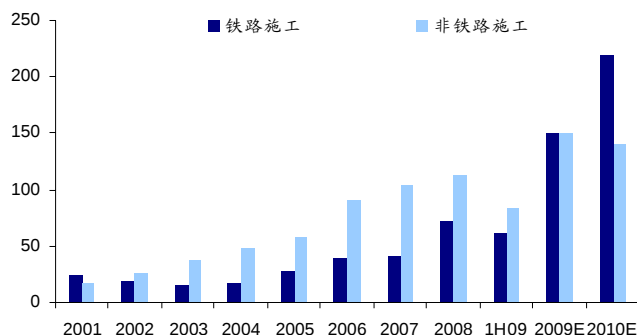
（2）一级带二级的开发模式使得公司地产业务可持续较强，明年地产业务将爆发式增长。公司地产很多项目都是一级带二级的开发模式，即从前期的土地一级整理开始介入，到后期的二级联动开发，使得公司在获取土地整理收益的同时可以不断地增加土地储备，使公司地产业务具有可持续性。从目前公司地产项目的开发进度来看，明年地产业绩将大幅增长。

（3）物资销售业务将成为公司收入增长的第三极。物资销售是公司重点打造的第三块主要业务，公司为此专门成立了物资销售公司，根据公司的规划，我们预计未来三年物资销售收入有望达到 200 亿元以上。

根据最新了解的情况我们对公司的盈利预测进行了调整，调高了 2010、2011 年的每股收益，由原来的 0.69 元、0.81 元调高至 0.76 元、0.94 元，维持 2009 年 0.49 元的每股收益预测不变。2010 年每股收益中，房地产业务贡献约 0.22 元，物资销售贡献约 0.05 元，施工及其他贡献约 0.49 元。参考建筑施工和房地产的估值水平，我们给予公司 2010 年 23-25 倍的估值水平，6 个月目标价为 18 元，维持“买入”评级。国家发改委近期新批 5 个高铁项目，公司有望从中获益，今年全年的新签订单量有望维持 2008 年的水平，这样将打消市场对于其施工订单下滑的担忧，成为股价短期的催化剂。

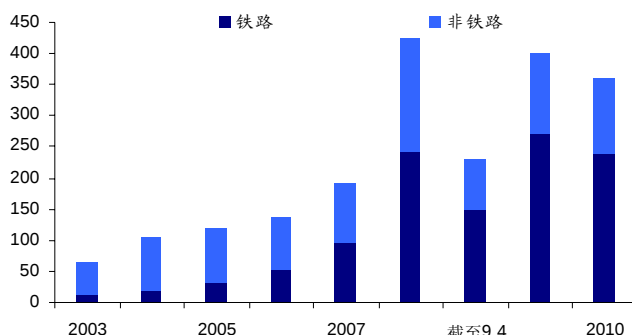
施工业务收入今年将大幅增长，充裕订单保证施工收入未来 3 年稳定增长；而且，铁路施工业务收入比例将逐步上升。公司作为西南地区实力最强的铁路施工企业，其施工业务分为两块：铁路施工和非铁路施工。2009 年以前非铁路施工收入占到施工收入的大部分，由于 2008 年公司来自铁路的订单迅速增长，公司铁路施工收入自 2008 年迅速增长，我们预计 2009 年铁路施工和非铁路施工收入将持平，2009 年以后铁路施工收入将占据施工收入的主要部分。截至 2009 年 9 月 4 日，公司新签合同金额为 231 亿，其中铁路合同 150 亿，非铁路合同 81 亿。相比于去年 425 亿的新签订单规模，公司目前今年的新签订单量有所不足。但考虑到发改委近期新批的 5 个高铁项目，其总投资估计在 2000 左右，公司有望从中获取部分订单，今年全年的新签订单规模仍有望维持较高水平，预计有可能与去年基本持平，但考虑到目前在手订单充裕（估计 600-700 亿左右），公司未来 3 年施工业务仍将保持稳定的增长。

图 1 2001-2010 年铁路和非铁路施工收入增长情况（亿元）



资料来源：定期报告，海通证券研究所

图 2 2003-2010 年铁路和非铁路新签订单情况（亿元）



资料来源：定期报告、公司公告、海通证券研究所

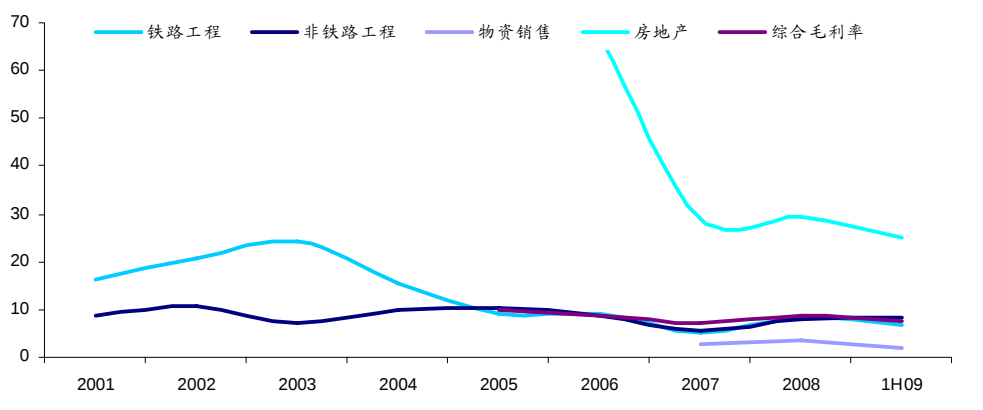
表 1 发改委近期新批的大型铁路项目情况

项目名称	内容
新建北京至沈阳铁路客运专线	2009 年 10 月，国家发展改革委批准新建北京至沈阳铁路客运专线项目建议书。建设该项目，有利于完善我国铁路客运专线网络，提升进出关铁路通道运输能力和服务水平，促进区域经济社会协调发展。线路起自北京铁路枢纽北京站引出，经河北省承德市、辽宁省朝阳市、阜新市等，利用既有秦沈线引入沈阳北站，正线全长约 684.3 公里。
西安至江油铁路	2009 年 10 月，国家发展改革委批准西安至江油铁路项目建议书。建设该项目，有利于形成华北至西南铁路新通道，缓解铁路通道运输紧张状况，提高运输质量，完善铁路网布局，促进区域经济社会协调发展。线路起自陕西省西安，经汉中、四川省广元，终至江油，线路全长 519 公里。
新建成都至重庆铁路客运专线	2009 年 10 月，国家发展改革委批准新建成都至重庆铁路客运专线项目建议书。建设该项目，有利于完善铁路网结构，扩大运输能力，提高服务质量，促进区域经济社会发展。线路起自成都，经龙泉、简阳、资阳、资中、内江、荣昌、永川、璧山等站至重庆，正线全长 306 公里。
新建石家庄至济南铁路客运专线	2009 年 10 月，国家发展改革委批准新建石家庄至济南铁路客运专线项目建议书。建设该项目，有利于尽快形成我国铁路客运专线主骨架，充分发挥网络效益，提高铁路通道运输能力和运输质量，促进区域经济社会协调发展。线路自河北省石家庄市，经藁城、辛集、衡水、德州，至山东省济南市，正线全长约 319 公里。
新建西安至宝鸡铁路客运专线	2009 年 9 月，国家发展改革委批准新建西安至宝鸡铁路客运专线可行性研究报告。建设该项目，有利于完善铁路网结构，扩大运输能力，提高服务质量，促进区域经济社会发展。线路自西安铁路枢纽在建咸阳西站引出，经兴平、武功、杨陵、常兴、蔡家坡(五丈原)至宝鸡铁路枢纽新宝鸡站，正线全长约 138 公里。

资料来源：海通证券研究所

施工毛利率有小幅上升的可能，房地产毛利率预计将明显回升。从今年中报披露的分项毛利率情况来看，铁路施工毛利率同比提高 1.28 个百分点，非铁路施工毛利率同比下滑 2 个百分点。我们认为未来施工毛利率将可能有小幅上升的趋势，主要理由是对于铁路施工毛利率有小幅上升的趋势的判断。铁道部将原材料采购由甲供改为甲控，以及高速铁路概预算的进一步调整，对公司铁路施工毛利率的提升有一定益处。实际上目前新的铁路定额已经在原来的基础上有所提高。京沪线和石武线的标准已经比津京线要高。但是由于铁道部基本上是铁路建设的唯一甲方，具有绝对的话语权，铁路施工毛利率很难有大幅提高，我们预计可能会有小幅的提高。由于去年地震和金融危机，成都房地产市场受到较大的不利影响，导致公司今年房地产业务毛利率的明显下滑，但随着房地产市场的快速复苏，我们预计公司明年房地产业务的毛利率将大幅回升，至 30% 以上的水平。

图 3 2001-1H2009 分项毛利率变化情况（%）



资料来源：定期报告、海通证券研究所

一级带二级的开发模式使得公司地产业务具有持续发展的能力，明年地产业务将强劲反弹。公司很多房地产项目均是一级带二级开发的模式，即公司跟政府合作对土地进行整理，将整理好的土地进行挂牌拍卖，然后公司将拍卖的土地买下进行二级开发。虽然挂牌的土地是公开拍卖，但由于公司进行了前期的一级开发，对土地价值的认识和其他方面的信息掌握方面具有一定优势。对于一级土地整理的利润，公司与政府按照一定比例分成，分成比例根据不同地区而不同（北京地区一般是 8% 左右的固定收益率）。

公司目前运作的地产项目主要有 10 个，根据公司最新公告和调研了解的情况整理如下表所示。公司在房地产业务方面的目标是成为优秀的城市运营商，即从前期的规划开始介入，到后期的土地整理、二级开发、运营维护等环节全程参与。公司位于成都温江的金马无限城项目很好地诠释了城市运营商的理念。整个项目规划统筹面积达到 28 平方公里，其中水域面积 4 平方公里，与温江政府合作的面积是 10 平方公里，其中可开发面积是 8 平方公里。项目定位于依托该地区丰富的湿地资源打造文化和体育休闲的城市区域。项目周期长达 8-10 年。公司负责整个项目一级土地整理和参与其中二级开发。由于整个区域面积较大，公司不可能全部自己开发，所以划出 2000 亩作为示范区由中铁二局进行开发，主要是房地产开发项目。公司温江金马整个项目的盈利途径主要有三种：1）土地整理后的增值部分与政府分成；2）房地产项目开发；3）商业物业开发以及带来的房地产项目和土地增值效应。公司目前位于该区域的正在进行的项目是月映长滩项目，一期别墅面积为 6.9 万平米，已经开盘，二期 7 万平米的花园洋房也将于年底开盘销售。

由于去年地震，公司地产开发的进度受到了一定影响，今年房地产业务的收入预计同比会有所下滑，随着公司加快开发进度，明年地产业务有望大幅增长。

表 2 公司房地产项目情况

项目名称	项目地点	权益比例	用地面积	建筑面积 (万平方米)	可售面积 (万平方米)	已售面积 (万平方米)	开发类型	备注
花水湾	成都大邑	100%	810亩	30	23.75		一带二级开发, 联排独栋别墅	预计 2013 年完工, 拟于 2009 年底销售
温江月映长滩	成都温江	100%	349亩	41	34.5		一带二级开发	规划面积 25 平方公里, 一期完成 1 平方公里土地整理。盈庭置业负责二级开发, 一期 6.9 万平米和二期 7 万平米于 2009 年底销售
郫县西郡英华	成都郫县	100%	203亩	53.61	41.43		一带二级开发	土地整理面积为 1519 亩, 首期推出 105 亩, 拟于 2009 年底销售
东山国际新城	成都成龙路	35%		104	97	42.6	一带二级开发	规划面积近 3 平方公里, 规划面积 300 万平米。该项目 ABC 区已顺利交房, EF 区正处于建设中, 尚余土地储备 361 亩
自贡沿滩新城开发	自贡	100%	420亩	46.93			一带二级开发	预计 2009 年底开工, 规划占地 4000 余亩
中铁瑞城新界	成都武侯大道南侧	100%	350亩	35.2	26.32	7.82	二级开发	项目分三期, 一期二期已交房, 三期已动工, 建筑面积 14 万平米, 今年 9 月开盘。
中铁瑞城蜀郡	成都华阳镇	51%	400亩	32	27.75	18.51	二级开发	项目分四期, 一、二期已交房, 三期已销售 75%, 剩余部分预计明年 3 月交房, 四期建筑面积 13 万平米, 明年 10 月交房。
达州龙郡	达州翠屏山	100%	700亩	140	130	9.5	一带二级开发, 住宅	规划 2.96 平方公里, 已取得土地 1394 亩。一期已完工, 二期处于建设期, 尚余土地储备 800 亩
假日青城 365	都江堰青城山	100%	190亩	6.8	6.3		二级开发, 别墅	分二期开发, 一期已开工建设
檀木林国宾府	自贡	100%	78亩	28.3	24.4	2.45	一带二级开发	一期已开始预售, 尚余土地储备 51.6 亩

资料来源：海通证券研究所

物资销售将成为公司收入增长的第三极。由于建筑施工需要消耗大量的原材料, 物资供应就显得特别重要, 而且公司有一些自己的铁路专用线以及闲置车皮, 发展物流业务有一定优势, 物资销售是公司下一步重点培育的领域。公司 2008 年物资销售的收入达到 36.8 亿, 同比增长 50%。物资销售业务除了满足公司自身的原材料物资需求以外还对外销售, 目前公司已经构建了初步的销售网络, 包括地方地铁公司、政府投资公司以及其他终端客户。目前公司与一些中小钢厂签订钢材特许经营权协议, 公司收购钢厂的钢材, 但需要支付一定的预付款。目前公司已经与 2 个钢厂签订了特许协议, 下一步还将争取与更多的钢厂合作。公司在这一块的利润率大约在 1% 左右。公司的目标是在流通环节储备足够的终端客户, 另外在全国范围内布点, 同时控制上游钢材的供给, 经营模式和国美电器相似。由于公司在预付款等环节使用商业信用, 对资金的占用并不大。去年和今年由于会计确认的缘故使得部分物资销售收入未能确认, 今年公司成立了物资销售公司, 着重培育物资销售业务, 明年这块业务的收入规模有望达到 100 亿, 未来 3 年收入规模规划有望达到 200 亿以上

盈利预测与投资评级。根据最新了解的情况我们对公司的盈利预测进行了调整, 调高了 2010、2011 年的每股收益, 由原来的 0.69 元、0.81 元调高至 0.76 元、0.94 元, 维持 2009 年 0.49 元的每股收益预测不变。2010 年每股收益中, 房地产业务贡献约 0.22 元, 物资销售贡献约 0.05 元, 施工及其他贡献约 0.49 元。参考建筑施工和房地产的估值水平, 我们给予公司 2010 年 23-25 倍的估值水平, 6 个月目标价为 18 元, 维持“买入”评级。发改委近期新批 5 个高铁项目, 公司有望从中获益, 今年全年的新签订单量有望维持 2008 年的订单水平, 这样将打消市场对于其施工订单下滑的担忧, 成为股价短期的催化剂。

表 3 中铁二局收入和毛利率预测

	2007	2008	1H09	2009E	2010E	2011E
铁路工程收入（万元）	411240.13	718697.87	619942.95	1500000.00	2200000.00	2700000.00
yoy(%)	5.14	74.76	177.23	108.71	46.67	22.73
非铁路工程收入（万元）	1043429.29	1136574.26	836907.93	1500000.00	1400000.00	1300000.00
yoy (%)	13.99	8.93	46.70	31.98	-6.67	-7.14
物资销售收入（万元）	244944.06	367726.29	182935.56	551589.44	992860.98	1390005.38
yoy (%)	938.61	50.13	-53.99	50.00	80.00	40.00
房地产收入（万元）	50197.63	99254.94	29469.68	85550.00	264800.00	332500.00
yoy (%)	-11.67	97.73	-11.22	-13.81	209.53	25.57
营业总收入（万元）	1806888.07	2346393.56	1684886.31	3661279.64	4881801.18	5746645.58
yoy (%)	29.16	29.86	36.79	56.04	33.34	17.72
铁路工程毛利率 (%)	5.23	8.44	6.85	8.20	8.30	8.30
非铁路工程毛利率 (%)	5.73	7.89	8.45	7.20	7.20	7.20
物资销售毛利率 (%)	2.74	3.55	1.80	3.00	3.00	3.00
房地产毛利率 (%)	29.18	29.62	24.99	24.62	32.29	33.83
综合毛利率 (%)	6.98	8.58	7.62	8.14	9.06	9.09

资料来源：海通证券研究所

财务报表分析和预测

价值评估（倍）	2008	2009E	2010E	2011E
P/E	39.61	25.35	16.49	13.32
P/B	4.01	3.45	3.05	1.38
P/S	0.78	0.50	0.37	0.32
EV/EBITDA	19.28	17.46	12.60	11.62

偿债能力指标	2008	2009E	2010E	2011E
负债权益比率	4.21	4.46	5.05	5.17
借款/股东权益	1.19	1.15	1.30	1.30
已获利息倍数	6.13	6.96	6.09	5.78
流动比率	1.14	1.16	1.17	1.18
速动比率	0.73	0.68	0.69	0.70
现金比率	0.23	0.03	0.04	0.04

盈利能力指标	2008	2009E	2010E	2011E
毛利率	8.58	8.14	9.06	9.09
息税摊销折旧利润率	4.31	3.64	4.04	3.85
净利润率	1.96	1.97	2.27	2.39
净资产收益率	12.03	15.82	20.90	22.94
资产回报率	2.09	2.64	3.15	3.38
投资回报率	4.98	6.72	8.28	9.05

经营效率指标（%）	2008	2009E	2010E	2011E
应收帐款周转率	4.33	4.76	5.13	10.49
存货周转率	2.50	2.87	3.07	2.61
总资产周转率	0.95	1.17	1.29	1.19
固定资产周转率	14.13	22.68	31.36	41.23

盈利增长（%）	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入增长率	29.87	56.04	33.34	17.72
营业利润增长率	54.16	50.09	55.97	23.27
EBIT 增长率	60.52	42.26	61.57	13.75
EBITDA 增长率	58.27	31.83	48.02	12.07
净利润增长率	21.31	56.24	53.75	23.81

利润表（万元）	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2346394	3661280	4881801	5746646
营业成本	2144978	3363410	4439518	5224385
销售费用	12823	19405	25385	28733
管理费用	62953	91532	117163	132173
财务费用	11736	14703	27142	32572
投资收益	10723	2723	2723	2723
营业利润	60220	90383	140967	173773
EBIT	71956	102363	165385	188129
折旧摊销	29080	30837	31782	32837
EBITDA	101037	133199	197167	220966
利润总额	61165	91327	141911	174718
所得税	10185	15526	24125	29702
少数股东损益	4891	3790	7067	7930
归属母公司的净利润	46089	72012	110719	137086
每股收益（元）	0.32	0.49	0.76	0.94

资产负债表（万元）	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	380304	73226	97636	114033
应收款项	830697	1355183	1802834	2110457
存货	703806	1009023	1331855	1559042
流动资产	1930807	2453890	3248537	3796093
固定资产	167929	164205	158588	152734
总资产	2206170	2725345	3514283	4055893
应付帐款	457071	672682	887904	1039361
长期借款	69900	88900	127900	166900
总负债	1782719	2225411	2932550	3399682
少数股东权益	40309	44047	51158	60162
股东权益	423451	499252	581005	657837
付息负债	502474	573109	756147	857062
每股净资产（元）	2.63	3.12	3.63	4.1

现金流量表（万元）	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	50980	75802	117786	145016
折旧摊销	29080	30837	31782	32837
营运资金变动	-12851	484321	271239	185990
经营活动现金流	106542	-341031	-72495	42357
固定资产投资	0	25762	26173	26591
无形资产投资	0	0	0	0
资本支出	19261	20259	20559	20865
投资活动现金流	-35661	-23039	-23449	-23867
公司自由现金流	82645	-388783	-122747	-17871
股权自由现金流	203410	-330352	37764	56009
债务变化	130636	70634	183038	100915
股票发行	0	0	0	0
融资活动现金流	27966	56283	120332	7220
现金净流量	98838	-307787	24388	25710
每股经营性现金流（元）	0.73	-2.34	-0.5	0.29

资料来源：公司公告，海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

江孔亮：建筑工程行业首席分析师

蒲世林：建筑建材行业助理分析师

重点研究上市公司：中材国际、中色股份、龙元建设、上海建工、海油工程、冀东水泥、中海油服、隧道股份、中国中铁、中国铁建、中国建筑、金螳螂、中铁二局

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。