



建筑工程业/工业

中铁二局 (600528)

成渝经济圈地产龙头，建筑与地产并重

——2009 年报点评

	孙建平	李署
	021-38676316	021-38676911
	sunjianping@gtjas.com	lishu007581@gtjas.com

本报告导读：

成都地王，建筑业务和地产开发并重，受益成渝经济圈规划

投资要点：

- 2009 年营业收入 406.2 亿，净利润 6.8 亿，同比分别增长 68.8% 和 34.2%；EPS 0.47 元，略低于我们 0.5 元的预期。拟 10 派 1。
- 建筑立足西南。受益 09 年 4 万亿投资拉动，建筑业务全年新签合同 415 亿，收入增长 76%，贡献收入的 83%，综合毛利率 7%；高铁项目概算调整存在滞后性导致铁路施工毛利率下降 1.7%。
- 08 年地震影响当年开工，导致 09 年地产结算收入少，仅 9 亿元，毛利率 20%，同比下降 10 个百分点。
- 财务较为安全。资产负债率 81%，真实负债率 59.5%，净负债率仅 32.1%。
- 09 年下半年成都商品房成交放量，共成交 873 万平米，是上半年的 1.6 倍；公司在下半年加大推盘量，年末预售款 13 亿。蜀郡、新界、檀木林、假日青城等贡献预售房款的 95.5%，大部分将于 2010 年结算。
- 中铁瑞城全面负责地产开发，投资加速，成都区域可售量大，层次丰富。现有项目储备 471 万平米，权益建面 344 万平米，可售面积 408 万平米，主要位于成都，截止 09 年底累计销售面积 155 万方。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。
- 公司地处优势集中体现在：成都地王，一二级联动保障土地低成本。据公开资料显示，公司现有 6 个一级开发项目，约 41 平方公里；二级开发中 368 万方建成为通过一二级联动获取，占所有项目储备的 78%。
- 预计 10-11 年 EPS 0.84 元，1.06 元。根据我们建筑研究员的预测，10-11 年建筑业务 EPS 为 0.57 元，0.6 元；地产 EPS 为 0.27 元和 0.46 元，考虑一级开发之后地产 RNAV 6.5 元。
- 基于公司强大的土地资源储备及低成本获取优势、成渝经济区中的地王地位；给予 10 年地产 20 倍 PE，建筑业务 18 倍 PE，对应目标价 15.7 元，相当于地产 12% 的 RNAV 折价，维持增持。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	24068	40619	51423	61827	73230
(+/-)%	33%	69%	27%	20%	18%
经营利润 (EBIT)	660	842	1771	2336	2705
(+/-)%	525%	28%	110%	32%	16%
净利润	510	684	1220	1547	1864
(+/-)%	34%	34%	78%	27%	20%
每股净收益 (元)	0.35	0.47	0.84	1.06	1.28
每股股利 (元)	0.20	0.10	0.25	0.32	0.38
利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	3%	2%	3%	4%	4%
市盈率	33.0	24.6	13.8	10.9	9.0
股息率 (%)	2%	1%	2%	3%	3%

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：15.70

上次预测：18.00

当前价格：11.54

2010.03.17

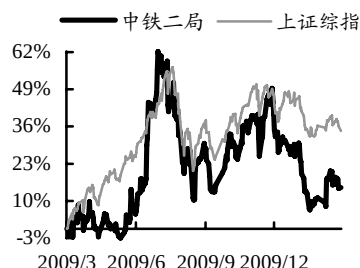
交易数据

52 周内股价区间 (元)	9.51-16.79
总市值 (百万元)	16,839
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,459/1,459
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	15
日均成交值 (百万元)	191

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	3,945
每股净资产	2.70
市净率	4.3
资产负债率	83%

52 周内股价走势图



相关报告

《低成本拿地优势显著，四季度推盘加大》

2009.10.09

《成都地王，建筑西南》

2009.07.15

《抑地价、增供应、调结构-国土部 34 号文件点评》

2010.03.11

《地产周报第 67 期：节后成交持续回升，本周环比上升 30%》

2010.3.8

《地产周边第 66 期：12 大主流城市 1、2 月累计成交同比增长 15%》

2010.3.1

《地产周报第 65 期：春节“有点冷”》

2010.2.21

《花月正春风-2010 年房地产行业投资策略》

2009.12.08

《房价定乾坤---2009 年房地产行业投资策略》

2008.12.05

表 1: 09 年收入来源中房地产仅占 2%，毛利率下滑明显（单位：百万，调整后）

分行业或分产品	营业收入	收入占比	毛利率	营业收入同比	毛利率同比
铁路工程	15885.00	39.1%	6.1%	120.3%	-2.3%
其他工程	17806.80	43.8%	8.4%	49.3%	0.2%
房地产工程	949.56	2.3%	20.5%	-4.3%	-9.1%
物资销售及其他	5977.74	14.7%	3.0%	51.8%	-2.8%
合计	40619.09	100.0%	7.0%	68.8%	-1.8%

数据来源：公司年报，国泰君安证券销售交易总部，以下各表同

表 2：毛利率比 08 年明显下降，但费用控制能力加强

项目	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A
营业收入增长率	30.1%	65.4%	29.1%	33.2%	68.8%
净利润增长率	11.5%	-29.8%	592.0%	34.1%	34.2%
毛利率	10.0%	8.9%	6.9%	8.8%	7.0%
ROE	4.3%	2.8%	10.5%	12.9%	16.3%
三项费用率	6.2%	5.1%	4.0%	3.7%	2.2%
净利率	0.9%	0.4%	2.1%	2.1%	1.7%
存货周转率	4.42	5.58	4.43	3.55	4.77

表 3: 净负债水平低，财务较为安全（单位：百万元）

项目	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A
现金	1033.0	1360.5	2725.9	3810.2	2515.9
每股经营性净现金流	1.00	-0.45	0.25	0.73	0.09
预收款项	1130.7	670.8	2701.2	5324.1	5753.2
预收款/营业收入	13.4%	4.8%	15.0%	22.1%	14.2%
银行借款	1334.3	1927.2	3719.3	5030.1	3858.6
银行借款/负债	26.9%	24.9%	28.3%	27.7%	18.3%
资产负债率	72.0%	78.0%	77.4%	80.7%	81.8%
真实资产负债率	55.5%	71.2%	61.5%	57.0%	59.5%
净负债率	16.7%	28.6%	27.6%	31.0%	32.1%
速动比率	0.75	0.78	0.82	0.73	0.68

表 4: 2009 年预售款 13 亿，主要来自新界和蜀郡（单位：百万）

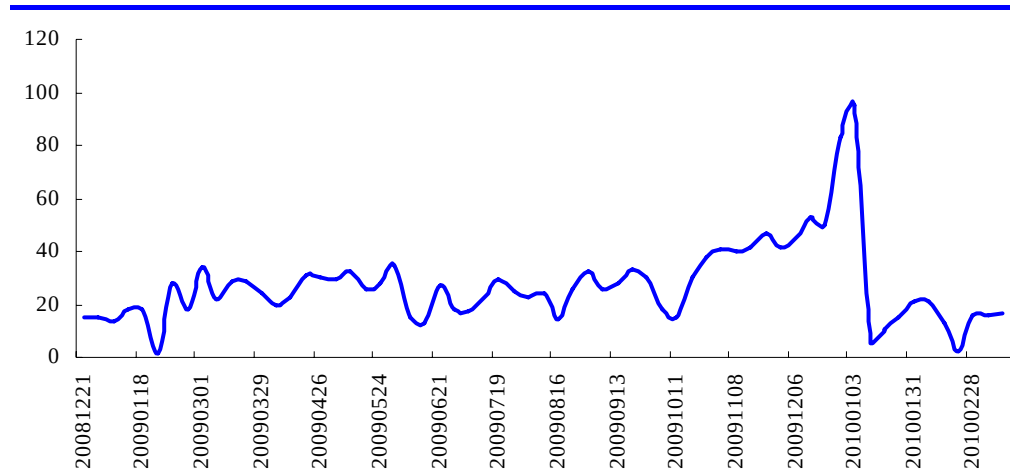
项目名称	2008A	2009A	预售款占比	预计竣工时间	预售比例(%)
中铁瑞城蜀郡	221.05	461.61	35.6%	2008-2010	80.48
中铁瑞城新界	140.17	449.67	34.7%	2008-2010	80.71
檀木林国宾府		177.43	13.7%	2011	67.92
都江堰假日青城		148.03	11.4%	2010	40
锦隆时代	140.57	4.14	0.3%	已竣工	81.29
中铁瑞城龙郡	18.65	47.88	3.7%	2008-2010	59.89
和睦人家 3 期	17.43	5.41	0.4%	已竣工	100
花水湾项目		0.85	0.1%	2012	0.01

合计	539.42	1295.01	100%
----	--------	---------	------

表 5: 公司二级开发项目储备情况 (单位: 万平方米)

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
瑞城蜀郡	联排/多层	成都城南	26.93	32.07	100%	32.07	27.75	22.19	ABC 区已交付, D 区开盘销售
瑞城新界	普通住宅	成都武侯区	23.43	35.26	100%	35.26	26.32	21.24	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	16.57	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	2.52	分二期开发, 一期开工在售
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		首期 6 万平方米于 09 年底销售
达州龙郡	住宅	达州	92.92	92.92	50%	46.46	83.63	50.09	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	0.24	2009 年底销售
自贡沿滩新城	住宅	自贡	28.10	46.93	100%	46.93	42.24		2009 年底开工
郫县西郡英华	住宅	成都郫县		53.61	100%	53.61	41.43		首期 115 亩, 09 年底销售
总计			306.12	470.63		344.53	407.72	155.5	
其中:									
一二级联动项目			236.35	368.21		242.11	322.95	92.93	

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

图 1: 2009 年下半年成都商品房销售开始明显放量 (单位: 万平方米)


数据来源: 中指周报, 国泰君安证券销售交易总部

附表：公司损益表及其预测（单位：百万）

	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	8456.2	13989.7	18067.6	24067.8	40619.1	51422.8	61826.8	73229.7
营业收入	8456.2	13989.7	18067.6	24067.8	40619.1	51422.8	61826.8	73229.7
二、营业总成本	8378.6	13933.0	17950.0	23524.6	39900.8	49754.8	59644.9	70707.5
营业成本	7608.4	12747.0	16812.5	21958.1	37769.1	46823.7	56028.1	66460.2
营业税金及附加	248.5	419.8	492.0	673.4	1184.1	1645.5	2009.4	2416.6
销售费用	1.1	36.6	120.1	128.2	111.6	205.7	216.4	256.3
管理费用	454.0	580.6	537.5	648.5	712.2	977.0	1236.5	1391.4
财务费用	66.6	103.0	57.6	117.5	86.7	102.8	154.6	183.1
资产减值损失	0.0	46.0	-69.8	-1.1	37.2	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	0.0
投资净收益	13.5	3.5	273.0	107.2	53.3	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	1.2	0.0	0.0	0.0
四、营业利润	96.0	60.2	390.6	650.5	771.6	1720.9	2239.9	2586.2
加：营业外收入	9.9	7.8	61.7	31.2	53.9	34.0	42.0	47.0
减：营业外支出	13.1	5.9	13.9	15.1	15.7	21.0	26.0	29.0
五、利润总额	92.9	62.1	438.5	666.6	809.8	1733.9	2255.9	2604.2
减：所得税	14.1	3.2	63.8	108.2	103.1	433.5	564.0	651.0
加：未确认的投资损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
六、净利润	78.8	58.9	374.7	558.4	706.7	1300.5	1691.9	1953.1
减：少数股东损益	0.6	4.0	-5.2	48.9	22.7	80.4	144.5	89.5
归属于母公司所有者 的净利润	78.2	54.9	379.9	509.5	684.0	1220.0	1547.5	1863.6
股本	410	615	912	1459.2	1459.2	1459.2	1459.2	1459.2
EPS	0.19	0.09	0.42	0.35	0.47	0.84	1.06	1.28
主营收入增长率	30%	65%	29%	33%	69%	27%	20%	18%
净利润增长率	12%	-30%	592%	34%	34%	78%	27%	20%
毛利率	10%	9%	7%	9%	7%	9%	9%	9%
三项费用率	6%	5%	4%	4%	2%	3%	3%	3%
净利润率	1%	0%	2%	2%	2%	2%	3%	3%

数据来源：wind，国泰君安证券销售交易总部

作者简介:**孙建平:**

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,2009 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。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		