

2011年铁路订单暂时冻结的不利影响释放充分，今年起将实现温和复苏

中铁二局 (600528.SH)

谨慎推荐 维持评级

一、事件

公司发布年报，2011年公司实现收入595.21亿元，同比增长9%。实现归属母公司的净利润5.23亿元，同比下滑46%。公司2011年的每股收益为0.36元。2011年公司的分配方案为每10股派发现金股利为1.0元。

二、我们的分析与判断

- **2011年铁道部的订单发标冻结直接影响了公司当期收入结转，预计到今年下半年公司铁路工程新签合同将恢复至100亿元左右。**2011年公司共签署工程合同268亿元，同比下降49%。新签工程合同的大幅下降主要是由于铁路领域订单的快速下滑，2011年公司铁路工程订单由上年的340亿元锐减到1.8亿元；公司当年转而加大了在非铁路工程领域的市场开拓力度，当年新签合同266亿元，同比增长47%。随着铁路市场的逐步解冻，预计2012年公司铁路新签合同有望小幅恢复至100亿元左右的新签水平，公司全年的整体新签工程合同有望达到370亿元，略高于2011年公司工程收入358亿元的结算规模。
- **2012年开始随着公司铁路外收入占比的提升，公司毛利率有望触底回升。**2011年由于铁道部资金的紧缺，公司执行的铁路项目一方面受工期延长、停建缓建而加大了成本开支，同时业主受理公司合理的合同变更请求的时滞也明显上升，当年公司铁路工程毛利率仅为5.9%，为08年以来的最低水平。随着今年部分重点工程的复工，我们判断公司整体毛利率水平将在去年的低基数水平上环比回升0.5个百分点。
- **负债率上升导致财务费用增加较快。**去年受铁道部回款变慢的不利影响，公司有息负债上升较快，2011年底公司净负债率为84%，较年初上升22个百分点，2011年公司财务费用2.56亿元，同比增长192%。

三、投资建议

维持谨慎推荐的投资评级。整体判断公司2012年新签工程合同回升至370亿元，基本恢复至07-08年的年均签单水平。随着订单规模的趋稳，预计今年起公司业绩将实现温和复苏，预计12-14年公司EPS分别为0.51、0.61和0.71元，维持谨慎推荐。

主要财务指标 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	59521	66626	74672	84297
收入同比	9%	12%	12%	13%
归 母公司净利	523	751	890	1041
净利润同比	-46%	44%	19%	17%
毛利率	6.3%	6.8%	6.9%	7.1%
ROE	9.9%	12.5%	12.9%	13.1%
每股收益(元)	0.36	0.51	0.61	0.71
P/E	14.97	10.43	8.80	7.53
P/B	1.49	1.30	1.13	0.99

资料来源：中国银河证券研究部

分析师

罗泽兵

☎：(8621) 2025 2670

✉：luozebing@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511090003

市场数据日期 2012.03.15

上证综合指数	2,374
公司收盘价	5.37
总股本(百万)	1,459
流通股本(百万)	1,459
流通市值(亿)	78.4
EPS (TTM)	0.36
每股净资产 (元)	3.61
资产负债率	84.9%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中铁二局	0.6	5.7	-12.0
上证指数	1.2	6.7	-4.4

相关研究

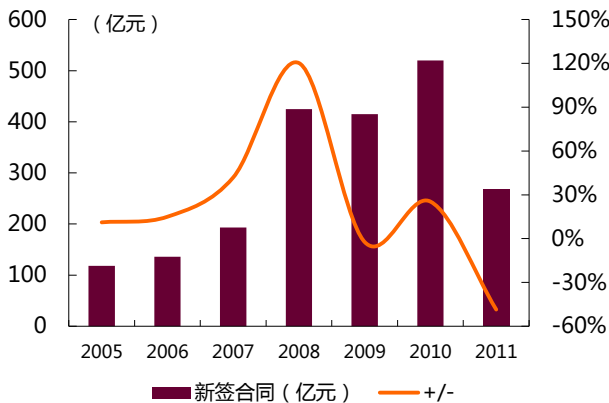
公司研究-中铁二局 600528-铁路以外市场获得明显进展，中长期业绩锁定性保持良好 20110712

一、公司收入及新签合同分析

受累于 2011 年铁路建设市场的急剧萎缩，2011 年公司实现营业收入 595.2 亿元，增长 8.84%，增速较上年回落 24 个百分点。其中，2011 年公司铁路建设工程实现收入 181.1 亿元，同比下滑 19%；非铁路建设工程实现 177.3 亿元，同比增长 10%。物资销售和房地产收入结算在 2011 年的表现明显好于工程领域，2011 年公司实现物资销售收入 208.5 亿元，增长 46.7%；实现房地产销售收入 23.1 亿元，同比增长 31.3%。

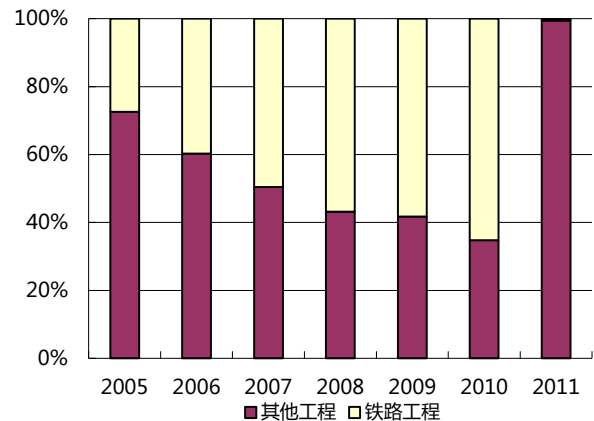
订单方面，2011 年公司共签署工程合同 268 亿元，同比下降 49%。新签工程合同的大幅下降主要是由于铁路领域订单的快速下滑，2011 年公司铁路工程订单由上年的 340 亿元锐减到 1.8 亿元；公司转而加大了在非铁路工程领域的市场开拓力度，当年新签合同 266 亿元，同比增长 47%。

图 1 2005-2011 年公司新增订单及增速



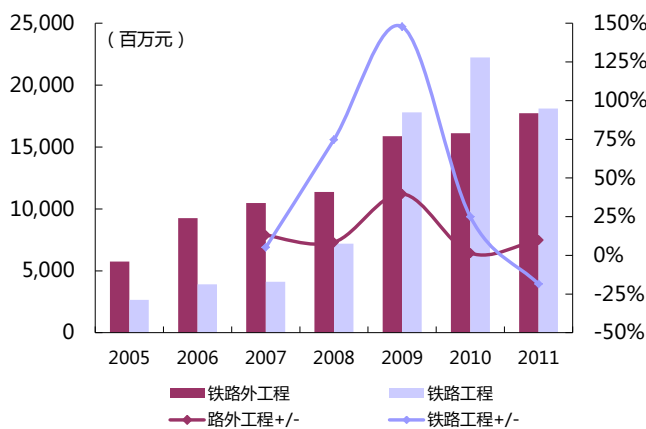
资料来源：公司公告

图 2 2005-2011 年新签铁路与路外工程的订单构成



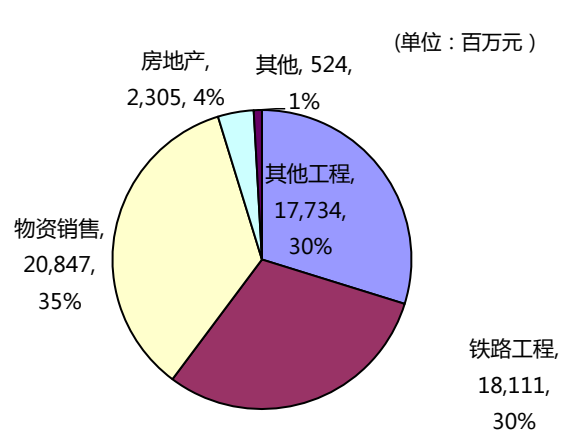
资料来源：公司公告

图 3 2005-2011 年公司铁路与路外工程的收入增速



资料来源：公司公告

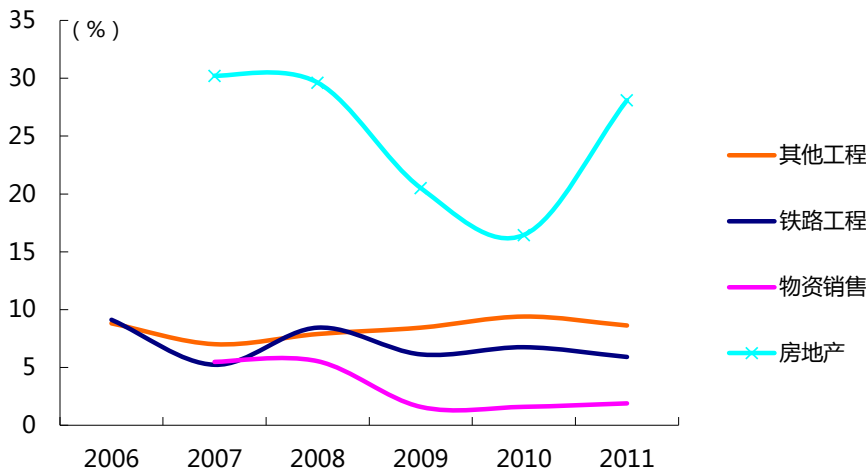
图 4 2011 年公司各项业务收入的构成



资料来源：公司公告

二、公司各项业务毛利率及盈利分析

图5 公司各项业务的年度毛利率变化



资料来源：公司公告

表1 公司分部收入预测 (单位: 百万元)

分部收入	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
基建收入	38,366	35,844	37,580	42,076	47,508
+/-	14%	-7%	5%	12%	13%
其中: 铁路外工程	16,126	17,734	21,281	24,473	28,144
+/-	2%	10%	20%	15%	15%
铁路工程	22,240	18,111	16,300	17,604	19,364
+/-	25%	-19%	-10%	8%	10%
物资销售	14,061	20,847	23,974	26,372	29,009
+/-	160%	48%	15%	10%	10%
房地产	1,756	2,305	2,766	3,458	4,322
+/-	85%	31%	20%	25%	25%
其他	506	524	2,305	2,766	3,458
+/-		4%	8%	8%	8%
合计	54,688	59,521	66,626	74,672	84,297
+/-	35%	9%	12%	12%	13%

资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

表2 中铁二局盈利预测

利润表	单位: 百万元			
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	59521	66626	74672	84297
营业成本	55764	62074	69552	78322
营业税金及附加	1396	1706	1912	2158
营业费用	174	193	261	337
管理费用	1099	1146	1298	1517

财务费用	265	357	359	406
资产减值损失	12	20	20	20
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	11	20	30	30
营业利润	823	1150	1301	1566
营业外收入	60	20	50	50
营业外支出	16	20	20	20
利润总额	867	1150	1331	1596
所得税	198	230	246	295
净利润	669	920	1085	1301
少数股东损益	146	169	195	260
归属母公司净利润	523	751	890	1041
EBITDA	1625	1939	2189	2600
EPS (元)	0.36	0.51	0.61	0.71

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

罗泽兵，建筑行业证券分析师。工学学士，管理学硕士，4 年证券从业经历，3 年企业工作经验。2007 年进入中投证券从事建材及建筑行业研究，2011 年 8 月加入银河证券。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn