

建筑施工

罗泽兵

0755-82026743

luozebing@cjis.cn

李凡

0755-82026745

lifan@cjis.cn

6-12个月目标价: 18.59元

当前股价: 11.54元

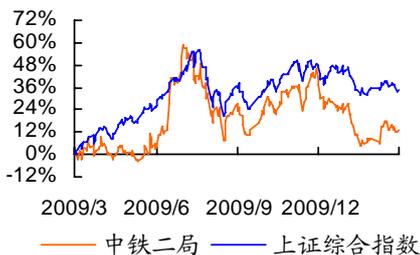
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2992.84
总股本(百万)	1459
流通股本(百万)	1459
流通市值(亿)	168
EPS (TTM)	0.47
每股净资产(元)	2.87
资产负债率	81.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中铁二局	0.00	-17.45	-8.19
上证综合指数	0.00	-8.06	-0.23



相关报告

中铁二局

600528

强烈推荐

铁路基建与房产开发双双进入快车道

本报告重点讨论了公司在铁路基建和房地产领域面临的重大战略机遇,并详尽反映了我们最近对公司的调研成果。

投资要点:

- 成渝地区铁路网迎来“西部终端”发展为“西部中枢”的建设高峰,未来3年公司铁路收入复合增速超过25%。公司作为根植于西南地区的骨干建筑企业,直接与西部特别是成渝地区基建投资力度相关。虽然09年由于当地多个铁路项目处于立项前期而影响了公司当年新签订单合同水平,但从2010年开始随着《西部综合交通枢纽建设规划》全面实施,仅四川一省即需将铁路通车里程由3000公里扩展至8000公里,公司铁路订单将迎来快速增长。铁路施工在公司营收中的占比将上升至一半左右,并将成为推动未来3年公司营收增长的主要动力。
- 城际交通圈及城内地网成形,旺盛的内生需求使成都有望成为受房产宏观调控影响最小的地区之一。成都与省内城市连接的主要城际铁路将在2010-2012年间陆续建成,届时成都东、南、西、北四个方向的快速交通通道都将打开,1.5小时的交通圈使成都辐射的人口将占到全省人口的70%,达到6000万人左右。同时随着城市内部多条地铁线路的通车,成都市在西部地区地理经济及文化禀赋优势将进一步凸显,其对置业者强劲的吸引力使其房地产市场前景仍可持续看好。
- 公司房地产布局前瞻,一二级联动开发模式成为成都城市化进程的最大受益者。公司土地储备丰富,主要项目均位于成都市房地产成交活跃、需求较为刚性的外环近郊地区。这些项目交通条件优势明显(主要依托城市快速路、地铁等)。同时,在“一二级联动”的房产开发模式下,公司项目在开发规模、土地成本方面也拥有明显优势,公司房产销售在过去3年的稳健潜行中将迎来快速增长,预计2012年其销售金额将上升至50亿元左右。
- 首次给予公司“强烈推荐”的投资评级。公司是推行基建与房地产业务并举战略的成功典范,过去3年中公司利用其在基建业务过程中的相关优势,快速完成了房地产开发经营的前期积累。目前公司铁路基建及房地产开发业务均面临良好发展机遇,即将进入业绩的高速成长阶段。预计2010-2012年公司EPS分别为0.82、1.11和1.46元,给予公司强烈推荐的首次评级。

主要财务指标

单位:百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	40619	51709	62333	75272
同比(%)	69%	27%	21%	21%
归属母公司净利润(百万元)	684	1197	1622	2131
同比(%)	34%	75%	36%	31%
毛利率(%)	7.0%	7.8%	8.1%	8.2%
ROE(%)	16.3%	22.8%	24.5%	25.3%
每股收益(元)	0.47	0.82	1.11	1.46
P/E	24.62	14.07	10.38	7.90
P/B	4.02	3.21	2.54	2.00
EV/EBITDA	12	9	7	5

资料来源:中投证券研究所

## 目 录

1、公司是推行基建与房地产业务并举战略的成功典范.....	4
1.1 资质完备、施工实力强大的综合性施工企业 .....	4
1.2 铁路基建与房地产是公司未来发展的两条战略主线 .....	5
2、国内西部特别是成渝地区铁路投资迎来建设高峰.....	7
2.1 成渝地区铁路网正迎来“西部终端”向“西部中枢”的建设高峰 .....	7
2.2 铁路概算调整带来毛利率的回升是大概率事件 .....	8
3、独特房产开发模式契合成都圈层发展的城市拓展进程.....	9
3.1 1.5 小时交通圈进一步加强成都作为四川唯一特大城市的吸引力.....	9
3.2 成都主城区开发的饱和及轻轨建设的推进使近郊土地升值明显 .....	11
3.3 公司“一二级联动”的房产开发模式是成都圈层式发展的显著受益者 .....	12
4、盈利预测及估值.....	13
4.1 盈利预测 .....	13
4.2 公司估值 .....	15

## 图表目录

图 1 公司营业收入构成（2009 年数据） .....	4
图 2 公司基建收入的地区分布（2009 年数据） .....	4
图 3 公司股权构成 .....	4
图 4 公司铁路订单及增速 .....	5
图 5 公司历年基建收入构成 .....	5
图 6 公司历年基建订单构成 .....	5
图 7 公司基建及房地产开发并行的发展战略 .....	6
图 8 2020 年前四川规划建设的出川铁路 .....	7
图 9 四川省铁路运营里程及在全国路网中的占比 .....	8
图 10 公司历年铁路施工的毛利率水平 .....	9
图 11 四川省内主要城际铁路建设规划 .....	10
图 12 四川省内高速公路建设规划 .....	10
图 13 08 年成都市各片区新房成交比例(按套数) .....	11
图 14 09 年成都市各片区新房成交比例(按套数) .....	11
图 15 成都市近郊区新房成交价走势 .....	11
图 16 成都市主要轨道交通规划线路首末站均设于城市近郊 .....	12
表 1 公司主要项目占地及权益建面一览（单位：万平方米，截止 09 年 10 月） .....	6
表 2 现行铁路基建概算定额与工程实际的偏差 .....	8
表 3 公司成都地区项目列表 .....	13
表 4 公司分部收入预测（单位：百万元） .....	14
表 5 公司主要房地产项目签约销售面积及金额预测 .....	14
表 6 公司分部毛利率预测（%） .....	15
表 7 公司同类建筑企业 PE 估值水平 .....	15
表 8 公司房地产业务 NAV 计算表 .....	16

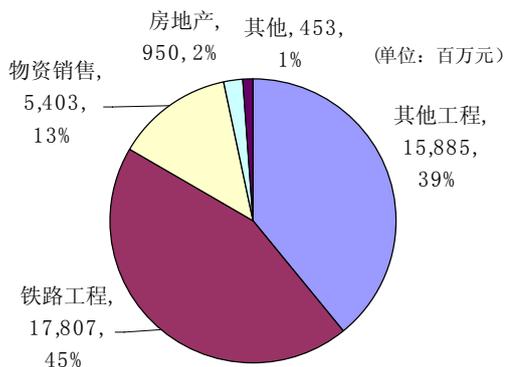
## 1、公司是推行基建与房地产业务并举战略的成功典范

### 1.1 资质完备、施工实力强大的综合性施工企业

公司前身铁道部第二工程局始建于1950年6月，是新中国成立后最早建立的铁路工程局。在50多年的经营里程过程中，公司完成了成渝、成昆、秦沈等一大批重点工程的建设，其新建铁路总里程达到约7000多公里，占全国铁路通车总里程的9%。

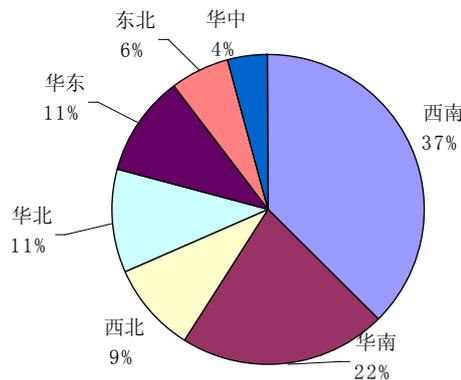
完备的施工资质和丰富的施工经历是公司拓展基建业务的有利条件。公司是国内少数几家拥有铁路工程施工总承包特级资质的企业之一，同时拥有公路工程、房屋建筑工程、市政公用工程施工总承包一级资质三个，桥梁工程、隧道工程等专业承包一级资质十二个，城市轨道交通工程专业承包资质一个。作为国内最早参与广深高速、京津城际等多条高铁建造的少数企业之一，公司在高速铁路施工技术方面居于铁道部内企业前列，是铁道部确定的四家客运专线无砟轨道道岔铺设专业化施工队伍之一，公司同时也是国内城市轨道交通建设的领军企业之一。

图1 公司营业收入构成（2009年数据）



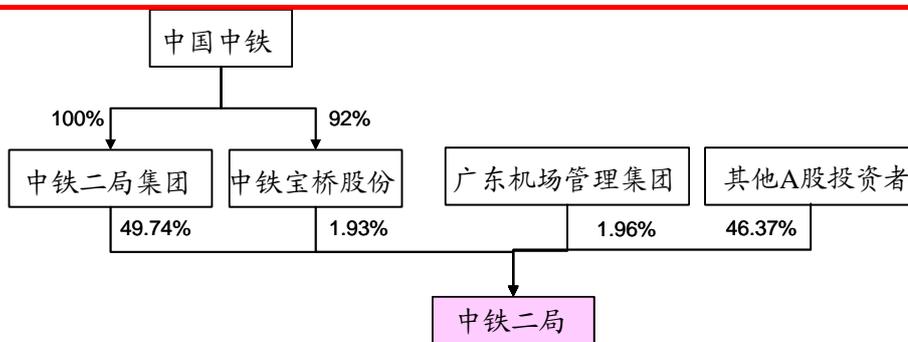
资料来源：公司公告

图2 公司基建收入的地区分布（2009年数据）



资料来源：公司公告

图3 公司股权构成



资料来源：公司公告、中投证券研究所

作为中国中铁（601390.sh）实际控制的下属企业，公司是中国中铁在西南

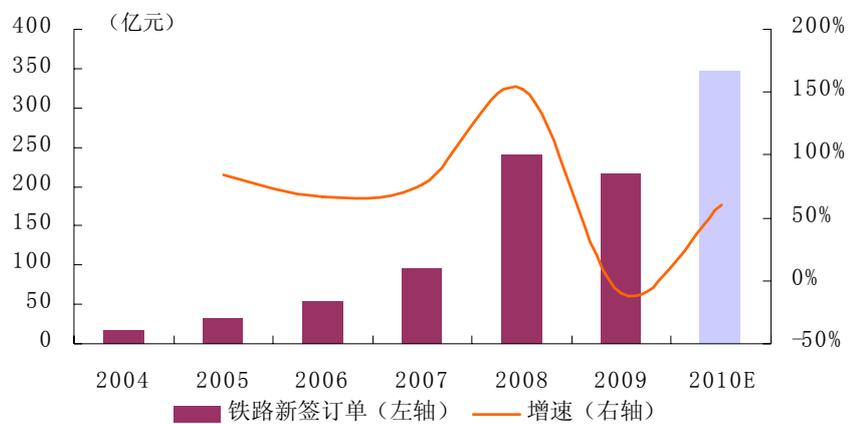
地理布局中的主要企业之一，近年来公司基建收入中西南地区的占比一直稳居在40%左右。在壮大基建业务的同时，公司也正快速加大在铁路物质销售、房地产开发等相关多元化领域的开拓步伐。

## 1.2 铁路基建与房地产是公司未来发展的两条战略主线

受益于国内铁路建设投资的快速增长，公司铁路施工新签合同过去几年中整体呈快速增长态势。09年公司新签铁路合同216亿元，较05年增长5.7倍，新签合同中铁路的比例也有05年的27%上升至目前的52%。

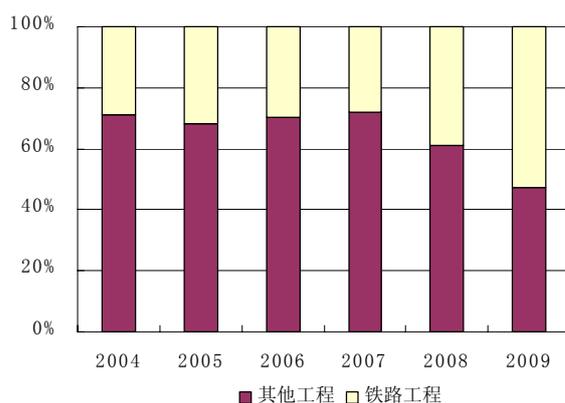
考虑到铁路收入结转具有一定的滞后性，我们预计2010年开始铁路基建的收入占比将由07年的不到1/4上升至公司总收入的1/2左右，成为推动公司营收快速增长的主要动力。

图4 公司铁路订单及增速



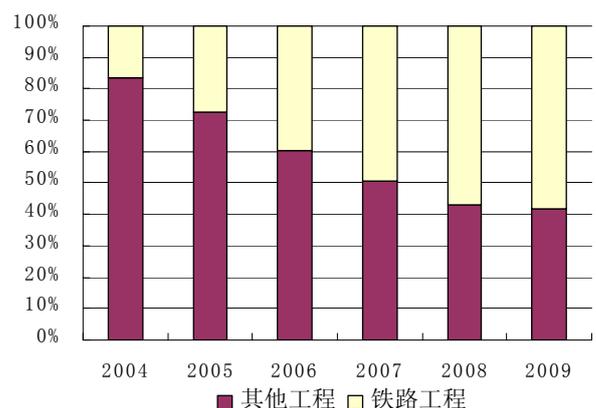
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图5 公司历年基建收入构成



资料来源：公司公告

图6 公司历年基建订单构成

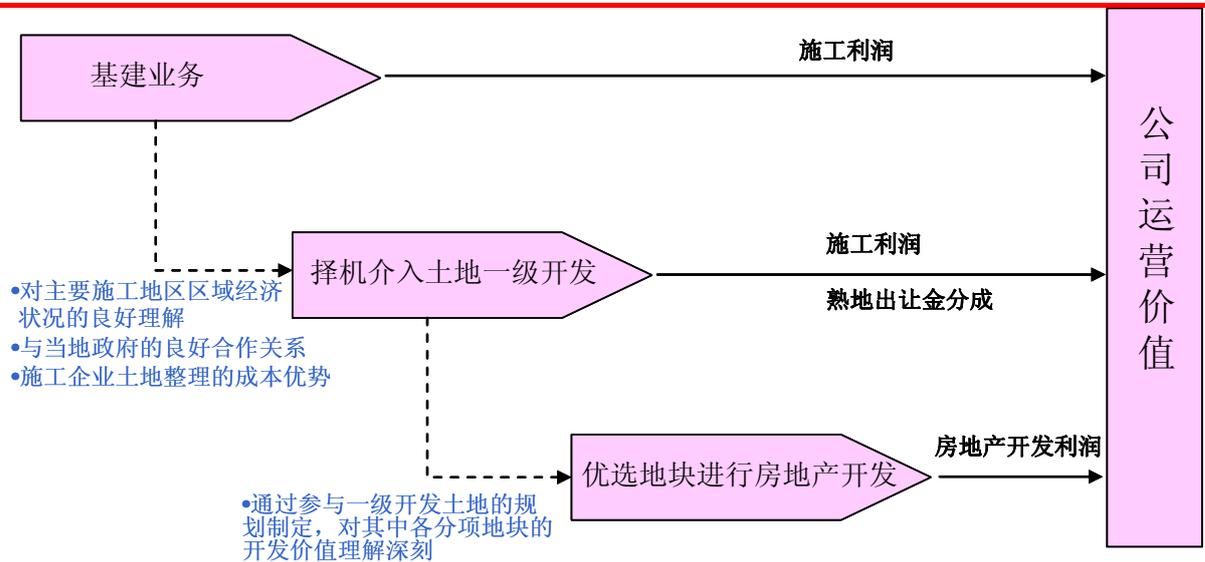


资料来源：公司公告

利用开展基建业务过程中的相关优势，公司过去3年中快速完成了房地产开发经营的前期积累，房地产将成为公司未来经营的又一核心板块。与一般房地产开发企业不同，公司主要通过一二级开发联动的模式参与房地产开发，此种模式下，公司一方面可以发挥大型基建企业的优势，利用对交通设施规划和

区域经济前景的优秀判断力，介入优质成片土地的开发，获取土地整理收入以及土地出让的分成收益；同时，由于这类土地的控制性规划也由公司参与编制，公司也可择优选取其中开发潜力大的局部地块进行二级开发（即普通的房地产开发），这样就在实现回避房地产市场风险的同时又大幅度的提高了开发资金的使用效率。

图 7 公司基建及房地产开发并行的发展战略



资料来源：中投证券研究所

公司目前可售权益建筑面积 315.0 万平米，其中 83.6%来自一二级联动开发项目，单位建面的楼面成本仅在 1000 元/平米左右，成本优势显著。从公司土地储备的区域分布看，其中 40%均位于西南地区的中心城市成都，具有良好的开发获利能力。从公司潜在的土地资源获取能力看，在现有的一二级联动开发项目中，目前公司分阶段实质性获得的土地面积仅占这些地块总面积的 20%，剩余土地面积超过 1000 万平米，这些潜在的土地资源足以支撑其房地产业务的长期可持续发展。

表 1 公司主要项目占地及权益建面一览（单位：万平米，截止 09 年 10 月）

开发模式	项目名	地块总面积	已获土地面积	权益比例	规划可售面积	已售面积	可售权益建面
一二级联动开发	成都大邑中国花水湾	6000 亩	660 亩	100%	23.8		23.8
	成都温江金马河国际体育城	6767 亩	349 亩	63%	34.5		21.7
	成都郫县红光镇项目	1519 亩	115 亩	100%	41.4		41.4
	成都龙泉东山国际	4500 亩	约 2200 亩	35%	97.0	42.6	19.1
	达州龙郡项目	4500 亩	1393.83 亩	100%	139.4	9.5	129.9
	自贡沿滩新城项目	4000 亩	421.52 亩	59%	46.9		27.7
二级开发	双流蜀郡		403.89 亩	51%	27.8	18.5	4.7
	成都武侯新界		351.49 亩	100%	26.3	7.8	18.5
	都江堰假日青城		213 亩	100%	100%	6.3	
	自贡檀木林国宾府		78 亩	100%	100%	24.4	2.5
合计			6186 亩		467.8		315.0

资料来源：公司公告、中投证券研究所。达州龙郡项目按 1.5 的容积率估算。

## 2、国内西部特别是成渝地区铁路投资迎来建设高峰

### 2.1 成渝地区铁路网正迎来“西部终端”向“西部中枢”的建设高峰

西部综合交通枢纽特别是铁路骨干网的建设是国家发展成渝经济区的基础性战略。根据国家铁路网的中长期建设规划，成渝地区的铁路建设将以打通出川通道为重点，同时融合周边省区和西部其他省区的交通建设需要，从而形成在全国路网大格局中的重要枢纽，发挥互连互通作用。

为实现成渝地区由全国路网的“西部终端”向“西部中枢”的战略转变，西南地区未来的铁路基建投入将迅猛增加。2009年四川省的铁路运营里程为3000公里，根据《西部综合交通枢纽建设规划》，到2012年四川铁路运营里程将达到3800公里，2020年将进一步增至8000公里以上。按西部地区铁路建设每公里7000万元的投入标准计算，西南地区仅四川一省其未来的铁路基建投入就将达到年均320亿元。

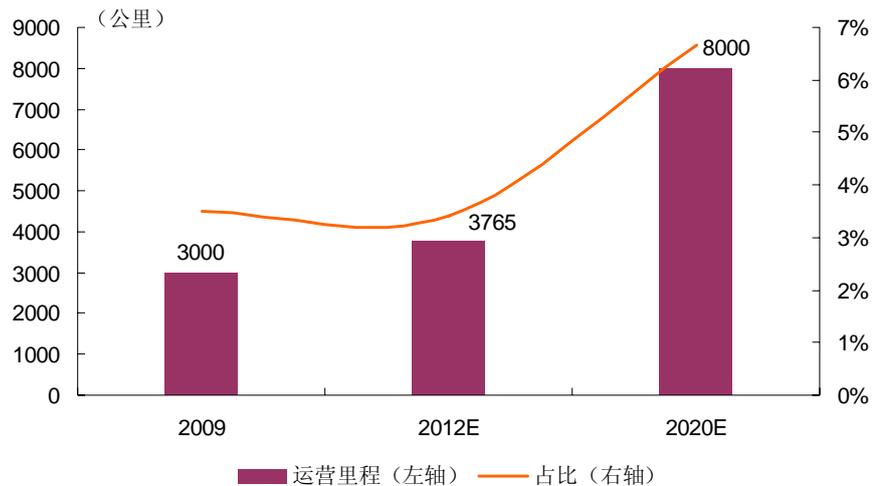
而作为西南地区铁路建设的主要承担和受益者，公司2008年在该地区的铁路建设收入还不到50亿元。随着09年开始西南地区特别是成渝区域铁路建设的加快，铁路施工收入将成为公司未来3年基建业务中增速最高、持续性最强的经营板块。

图 8 2020 年前四川规划建设的出川铁路



资料来源：西部综合交通枢纽建设规划

图 9 四川省铁路运营里程及在全国路网中的占比



资料来源：西部综合交通枢纽建设规划，中投证券研究所

## 1.2 铁路概算调整带来毛利率的回升是大概率事件

国内现行的《铁路基本建设工程设计概(预)算编制办法》(113号文)是2006年发布的,其主要依据的路基、桥涵、隧道、轨道和通信工程等专项内容的概(预)算定额标准都是在05年前后制定。在最近几年铁路建设新工艺、新材料、新技术、新设备的使用和发展,这套定额已不能适应市场发展需要,其反映出的施工预计成本已落后于施工实际成本的发生额,给施工企业为获取正常利润水平的成本收益核算带来较大难度,存在调整的必要性。

目前铁路基建定额与工程实际的脱节主要体现在材料(包括用量与价格)、机械台班和施工措施费3个方面。过去两年中这种脱节对铁路施工企业毛利率构成一定制约。

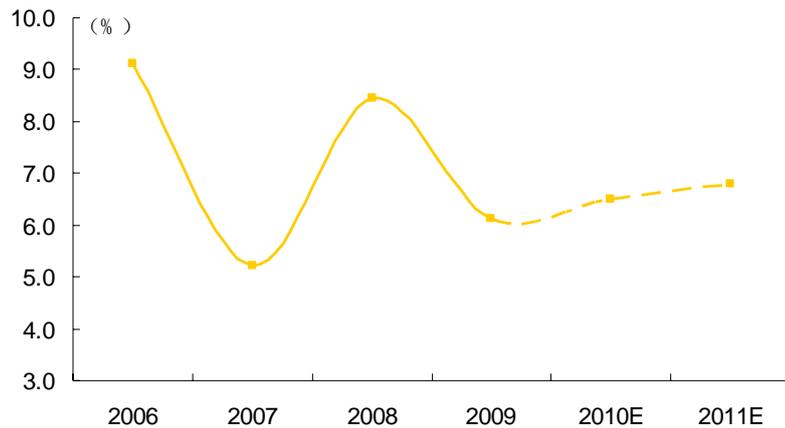
表 2 现行铁路基建概算定额与工程实际的偏差

项目	概算定额内容	工程实际的耗用水平
材料	材料的耗用量主要按普通铁路的设计标准	高铁新工艺、新材料的使用较多,高价值材料的耗用量大于普通铁路
	概算中材料的价格取费一般参照设计前一年的市场调查价格	近几年材料价格的波动大,特别地方材料(如砂石)、水、电、油的涨幅较大
机械	折旧按普通铁路修建标准	高铁对专用设备的使用较多,实际造价中设备折旧的比例更大
施工措施费	按05年前后的铁路基建经验收取较低比例	随文明施工和规范化施工要求的提高,临建标准费、检验试验费、安全施工及抢工期的措施费其实际投入均超概算

资料来源：中投证券研究所

为确保工程质量及激励施工企业的合理积极性,铁道部已着手研究新定额的制定,并开始对过去两年已完工项目进行概算调整的清理工作,我们相信这些工作的完成将使公司铁路施工的毛利率在未来3年实现稳步的提升。

图 10 公司历年铁路施工的毛利率水平



资料来源：公司公告，中投证券研究所

### 3、独特房产开发模式契合成都圈层发展的城市拓展进程

#### 3.1 1.5 小时交通圈进一步加强成都作为四川唯一特大城市的吸引力

《成渝经济区城际铁路网规划》2009 年已获铁道部立项，这是中西部地区唯一一个针对城市群的客运专线规划。此前三个获得批准的发达城市带城际客运专线路网整体规划分别是：京津冀城际客运专线路网规划、长三角城际客运专线路网规划、珠三角城际客运专线路网规划。

成都作为《成渝经济区城际铁路网规划》的双交通枢纽之一，将成为以下 4 条城际铁路的主要交通节点：

**广元至宜宾城际客运专线：** 广元-江油-绵阳-德阳-广汉-成都-眉山-乐山-宜宾（绵阳-成都-乐山段定于 2010 年 5 月开工）

**成都至重庆城际客运专线：** 成都-简阳-资阳-资中-内江-隆昌-荣昌-永川-重庆（定于 2010 年 3 月开工）

**成都—都江堰城际铁路**（2010 年 5 月通车）

**成都—南充城际铁路**（目前已开始工程勘探）

上述城际铁路的主要部分将在 2010-2012 间建成，届时成都东西北四个方向的快速交通通道都将打开。加之目前已相对完善的高速公路网络，成都市至省内周边地级市 1.5 小时的交通圈在 2012 年前后将基本完善，其辐射的人口将占到全省人口的 70%，达到 6000 万人左右。

成都作为四川省内唯一的特大型城市，成都平原良好的地理经济条件及文化禀赋一直对省内置业者具有强劲的吸引力，我们认为交通条件的大幅提升将进一步扩大成都的建成区规模，其房地产市场需求前景仍可持续看好，深耕于成都房地产市场的大型本地开发企业无疑是主要受益者之一。

图 11 四川省内主要城际铁路建设规划



资料来源：西部综合交通枢纽建设规划

图 12 四川省内高速公路建设规划



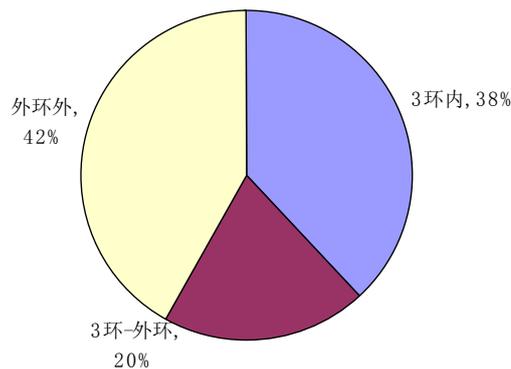
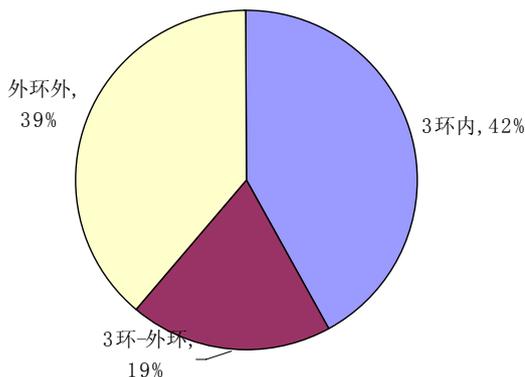
资料来源：西部综合交通枢纽建设规划

### 3.2 成都主城区开发的饱和及轻轨建设的推进使近郊土地升值明显

成都市房地产开发投资自 2005 年加速，09 年全年房地产投资超过 800 亿元，较 05 年水平增长一倍。随着主城区（3 环以内）开发强度的提高和日益饱和，成都市新房成交及房地产开发的重点已转移至 3 环以外的近郊区域，09 年该区域的新房成交按套数已占到全市的 62%，较 08 年进一步提升了 4 个百分点。

图 13 08 年成都市各片区新房成交比例(按套数)

图 14 09 年成都市各片区新房成交比例(按套数)

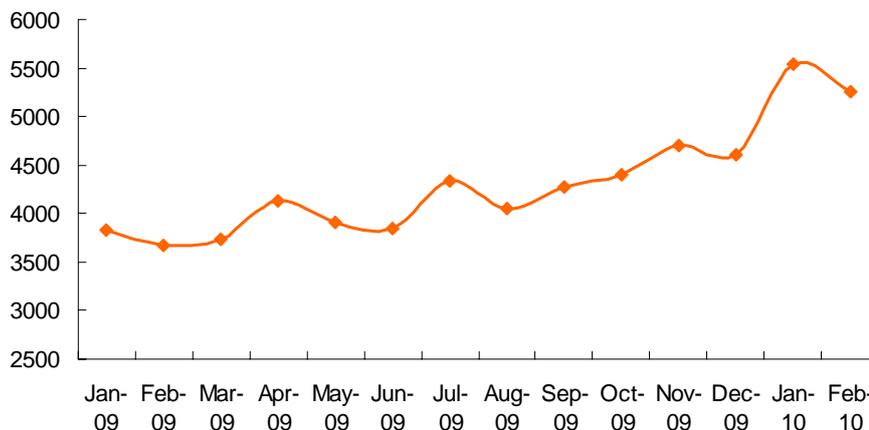


资料来源：CRIC，中投证券研究所

资料来源：CRIC，中投证券研究所

与房地产开发活动相配合的城市基础设施方面，成都市大规模的地铁建设规划也在客观上成为近郊土地升值的主要动力。成都市目前在建的地铁 1 号线、2 号线将分别在 2010 年 10 月和 2012 年底通车，4 号线也将在今年开工建设，这些首批建设的地铁里程即超过 120 公里。从中长期规划来看，2015 年前后成都还有其他 4 条规划线路陆续投入建设，完全建成后全部地铁的运营里程将达到 300 公里左右。

图 15 成都市近郊区新房成交价走势



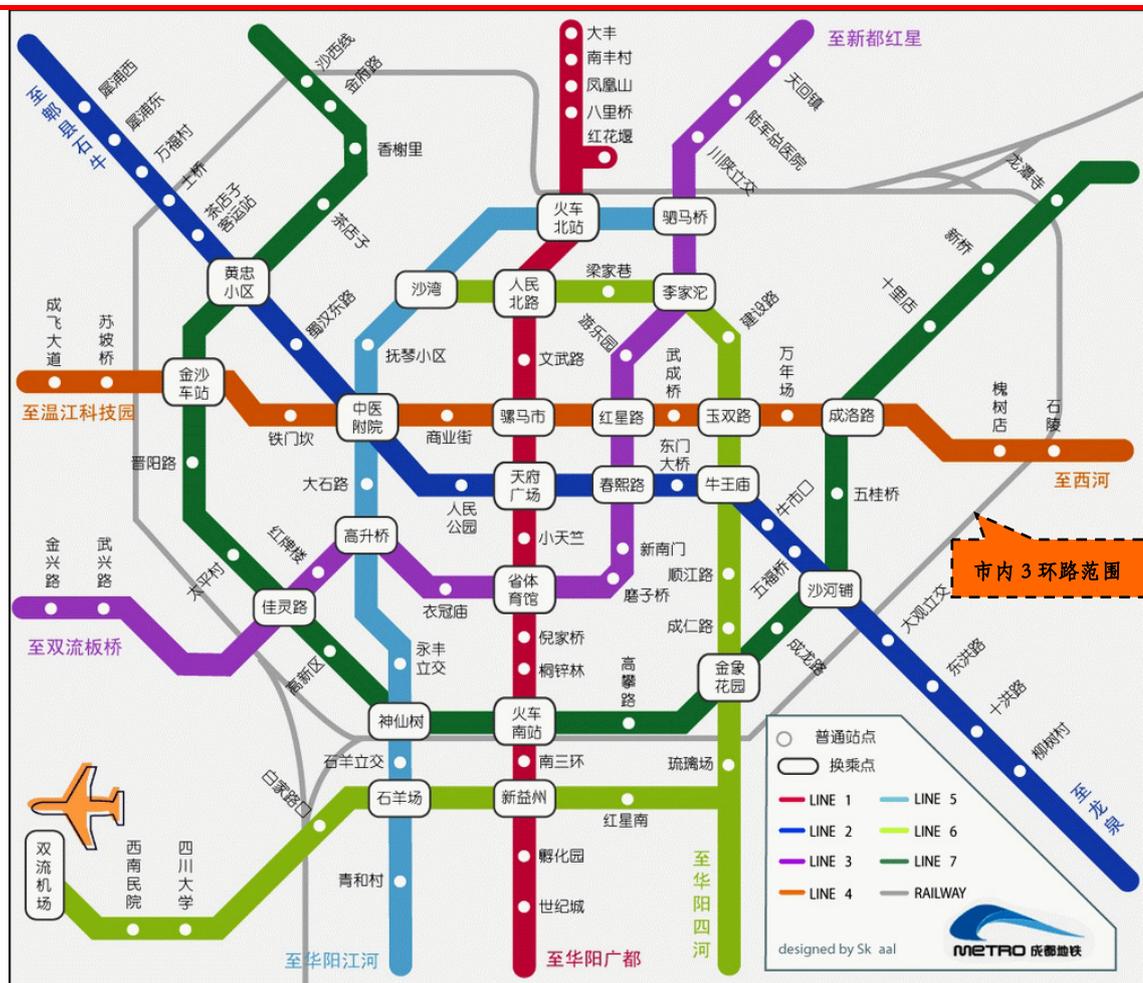
资料来源：CRIC，中投证券研究所

注：近郊区指成都周边的双流、龙泉、新都、郫县、温江县

从成都当前重点建设的地铁线路走向看，这些线路均呈由市中心向近郊发散的放射状，位于线路末端的近郊龙泉、郫县和华阳等区域受益明显，仅 09

年一年其新房销售价格即上升了 20% 左右。而公司在成都的土地储备也主要分布于上述交通条件大幅改善的区域，良好的区位条件及公司前瞻性的战略布局使其直接受益于成都市“3 环→外环→外环以外”快速扩张的圈层式发展格局。

图 16 成都市主要轨道交通规划线路首末站均设于城市近郊



资料来源：成都市规划局，中投证券研究所

### 3.3 公司“一二级联动”的房产开发模式是成都圈层式发展的显著受益者

公司地产业务高度聚焦于成都地区。目前公司在成都的可售权益建面储备为 135 万平米，占公司全部土地储备的 40% 左右；考虑到在成都的四个“一二级联动”开发项目其潜在可供应的土地面积还有 15000 亩左右，公司在成都市的房地产发展后劲更显充足。

从公司成都项目的地理布局看，公司除位于大邑和都江堰的两个高端度假型项目外，其余项目均是目前成都市房地产成交活跃、需求较为刚性的外环近郊地区。这些项目的交通条件优势明显（近郊项目主要临近城市快速路和地铁，远郊项目也有高速公路和城铁为依托），同时在“一二级联动”的房产开发模式下，这些项目通常在开发规模和内部配套完善性方面较市场对手竞争优势明显，其分期开发进程与城市圈层外扩带动土地升值的时间趋势紧密相连，从而成为成都城市化进程中的显著获益者。

表 3 公司成都地区项目列表

开发模式	项目名	地段区位	地块总面积	已获土地面积	权益比例	可售权益建面(万平方米)	产品类型及售价(元/平方米)	项目主要交通条件及特色
一二级联动开发	成都温江金马河国际体育城	外环近郊	6767 亩	349 亩	63%	21.7	公寓 6200 别墅 7300	临近地铁 4 号线，江景及体育运动资源丰富
	成都郫县红光镇土地整理项目	外环近郊	1519 亩	115 亩	100%	41.4	公寓 5700 联排别墅 10000	临近成都-都江堰城铁红光站
	成都龙泉东山国际	外环近郊	4500 亩	约 2200 亩	35%	19.1	公寓 4300	紧靠成都到龙泉的快速路出口
	成都大邑中国花水湾	远郊	6000 亩	660 亩	100%	23.8	别墅 9000	紧邻成温邛高速出口，高端度假产品
二级开发	双流蜀郡	外环		403.89 亩	51%	4.7	公寓 5800 联排别墅 10000	地铁 2 号线南延线
	成都武侯新界	3 环以内		351.49 亩	100%	18.5	公寓 8700	目前市内规模较大的低密度住宅
	都江堰假日青城	远郊		213 亩	100%	6.3	-	依托成都-都江堰城铁，高端度假型产品
	合计	-		4292 亩		135.5	-	-

资料来源：公司资料，中投证券研究所。各项目的销售价格为截止 2010 年 3 月的市场调研数据。

## 4、盈利预测及估值

### 4.1 盈利预测

#### ● 公司分部收入假设

1) 2010 年铁路及其他工程新签合同同比分别增长 60%和 20%，2011-2012 年年均增速均为 15%。结合 2009 年末公司 690 亿元的在手合同额及各类工程的施工周期，我们预计 2010-2012 年公司基建收入的增速分别为 26%、20%和 21%；

2) 房地产开发收入方面，预计 2010-2012 年公司各年的签约销售金额分别为 25.2、32.7 和 44.9 亿元。结合 2009 年底公司 12.95 亿元的预收待结算售楼款项，我们预计 2010-2012 年公司房地产收入的结算金额分别为 18.9、28.0 和 35.4 亿元；

3) 土地一级开发出让金分成收入：按公司与政府的合作经营实体每年出让 1000 亩熟地、单价 150 万元/亩以及公司获得出让收入 30%的分成率计算，公司未来 3 年每年的分成收入为 4.5 亿元。

综合分析，公司 2011-2012 年的营业收入分别为 515.5、621.5 和 750.5 亿元，3 年的年均复合增速为 23.0%

表 4 公司分部收入预测 (单位: 百万元)

分部收入	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
基建收入	14,590	18,553	33,692	42,512	50,853	61,412
+/-	11%	27%	82%	26%	20%	21%
其中: 铁路外工程	10,477	11,366	15,885	19,062	21,540	24,771
+/-	13%	8%	40%	20%	13%	15%
铁路工程	4,112	7,187	17,807	23,450	29,313	36,641
+/-	5%	75%	148%	32%	25%	25%
物资销售	3,012	3,919	5,403	6,700	8,040	9,648
+/-		30%	38%	24%	20%	20%
房地产	466	993	950	1,892	2,804	3,537
+/-		113%	-4%	99%	48%	26%
土地一级开发出让 金分成				450	450	450
+/-						
合计	18,068	23,464	40,498	51,554	62,147	75,047
+/-	29%	30%	73%	27%	21%	21%

资料来源: 公司资料, 中投证券研究所

表 5 公司主要房地产项目签约销售面积及金额预测

项目名	产品类型	签约销售面积 (万平方米)			综合销售均价 (元/平米)			签约销售金额 (亿元)		
		2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
成都大邑中国花水湾	别墅	2.0	2.5	4.0	9000	9000	9000	1.8	2.3	3.6
成都温江金马河国际体育城	公寓、别墅	4.0	6.0	10.0	6700	6700	6700	2.7	4.0	6.7
成都郫县红光镇土地整理项目	公寓、别墅	7.0	10.0	15.0	6500	6500	6500	4.6	6.5	9.8
成都龙泉东山国际	公寓、别墅	8.0	10.0	13.0	4300	4300	4300	3.4	4.3	5.6
达州龙郡项目	公寓	10.0	14.0	18.0	3500	3500	3500	3.5	4.9	6.3
自贡沿滩新城项目	公寓		5.0	7.0		2500	2500	0.0	1.3	1.8
双流蜀郡	公寓、别墅	1.0			8000			0.8	0.0	0.0
成都武侯新界	公寓、别墅	6.0	6.0	6.0	8700	9000	9000	5.2	5.4	5.4
都江堰假日青城	别墅	2.0	2.0	2.3	8000	9000	10000	1.6	1.8	2.3
自贡檀木林国宾府	公寓	5.0	7.0	10.0	3200	3300	3500	1.6	2.3	3.5
合计	-	45.0	62.5	85.3				25.2	32.7	44.9

资料来源: 公司资料, 中投证券研究所

● 公司经营成本及毛利率假设

- 1) 随着铁道部概算调整的逐步到位, 预计未来 3 年公司铁路工程毛利率将呈稳步回升趋势, 2010-2012 年分别为 6.5%、6.8%和 7.2%;
- 2) 其他施工业务毛利率基本平稳, 未来 3 年在 8.2%-8.4%之间;
- 3) 房地产销售业务毛利率: 公司目前单位建面的土地成本仅在 1000 元/平米左右, 随着 09 年以来房地产市场的回暖, 保守预计未来 3 年其销售毛利率将能稳定在 30%以上;

4) 土地一级开发出让金分成收入对应的成本项较少, 主要为征地补偿、土地整理费等, 预计其毛利率有望达到 35%左右。

表 6 公司分部毛利率预测 (%)

业务分项	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
铁路外工程	7.0	7.9	8.4	8.4	8.2	8.2
铁路工程	5.2	8.4	6.1	6.5	6.8	7.2
物资销售	5.5	5.5	1.6	1.7	2.0	2.0
房地产	30.2	29.6	20.5	33.0	33.0	33.0
土地一级开发出让金分成				35.0	35.0	35.0
综合	6.9	8.6	7.0	7.8	8.1	8.2

资料来源: 公司资料, 中投证券研究所

预计公司 2010-2012 年的综合毛利率分别为 7.8%、8.1%和 8.2%。公司 2010-2012 年实现归属母公司的净利润分别为 11.97、16.22 和 21.31 亿元, 各年 EPS 分别为 0.82、1.11 和 1.46 元, 年均复合增长率为 45.5%。

## 4.2 公司估值

我们对公司的基建业务(含铁路、非铁路施工和相关的物质销售)采用 PE 估值法; 考虑到公司目前房地产开发规模相对潜在可开发量较小, 对公司房地产开发价值采用 NAV 法进行估值。两者加总后得到公司股价的合理估值。

### ● 基建分部合理估值 11.60-13.34 元/股

公司 2010 年净利润中归属基建部分约为 8.5 亿元, 对应 EPS 为 0.58 元, 房地产相关业务对应 EPS 为 0.24 元。目前 A 股市场与公司市值接近的工程类企业对应 2010 年的平均市盈率在 19.5-21.0 倍之间, 考虑到公司基建业务未来 3 年利润能够达到 30%以上的稳定复合增速, 按 20-23 倍的估值区间其基建分部的合理估值为 11.60-13.34 元/股。

表 7 公司同类建筑企业 PE 估值水平

股票代码	公司名称	股价 (100316)	市值 (百万元)	08EPS	09EPS	10EPS	08PE	09PE	10PE
600170	上海建工	13.68	9,840	0.42	0.52	0.65	32.6	26.5	21.0
600491	龙元建设	13.85	6,562	0.31	0.54	0.71	44.8	25.6	19.5
600820	隧道股份	12.90	9,462	0.40	0.54	0.62	32.4	23.7	20.8
	平均值						36.6	25.3	20.5

资料来源: WIND, 中投证券研究所

### ● 房地产分部的合理价值为 6.12 元

公司现有房地产项目及土地一级开发的开发价值为 114.3 亿元, 扣除该业务板块约 25 亿元的净负债, 该业务板块的 NAV 为 89.3 亿元, 对应每股价值为 6.12 元。

对公司基建及房地产业务的合理价值进行加总，公司股价的合理区间为 17.72-19.46 元，估值中枢为 18.59 元。

表 8 公司房地产业务 NAV 计算表

项目名	已获土地面积	产品类型	权益比例	可售权益建面(万平方米)	开发价值(百万元)
<b>一、房地产开发项目</b>					
成都大邑中国花水湾	660 亩	别墅	100%	23.8	1,557
成都温江金马河国际体育城	349 亩	公寓、别墅	63%	21.7	681
成都郫县红光镇土地整理项目	115 亩	公寓、别墅	100%	41.4	1,300
成都龙泉东山国际	约 2200 亩	公寓、别墅	35%	19.1	524
达州龙郡项目	1393.83 亩	公寓	100%	129.9	1,333
自贡沿滩新城项目	421.52 亩	公寓	59%	27.7	187
双流蜀郡	403.89 亩	公寓、别墅	51%	4.7	46
成都武侯新界	351.49 亩	公寓、别墅	100%	18.5	1,108
都江堰假日青城	213 亩	别墅	100%	6.3	395
自贡檀木林国宾府	78 亩	公寓	100%	22.0	139
小计					7,270
<b>二、土地一级开发分成价值</b>					<b>4,158</b>
<b>三、房地产开发业务价值合计</b>					<b>11,428</b>
减：房地产分部净负债					2,500
<b>四、房地产业务 NAV 值</b>					<b>8,928</b>
<b>五、对应每股价值（元/股）</b>					<b>6.12</b>

资料来源：公司资料，中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	22636	28230	33910	40830	<b>营业收入</b>	40619	51709	62333	75272
现金	2516	3103	3740	4516	营业成本	37769	47676	57315	69067
应收账款	6475	8148	9822	11861	营业税金及附加	1184	1500	1808	2183
其它应收款	1666	2110	2544	3072	营业费用	112	129	156	188
预付账款	2659	3337	4012	4835	管理费用	712	827	904	1054
存货	8792	10965	13182	15885	财务费用	87	194	228	253
其他	528	567	609	661	资产减值损失	37	30	30	30
<b>非流动资产</b>	3137	3259	3243	3136	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	332	347	347	347	投资净收益	53	45	45	45
固定资产	1810	2103	2189	2127	<b>营业利润</b>	772	1398	1938	2543
无形资产	84	84	84	84	营业外收入	54	50	50	50
其他	912	725	623	578	营业外支出	16	15	15	15
<b>资产总计</b>	25773	31489	37152	43966	<b>利润总额</b>	810	1433	1973	2578
<b>流动负债</b>	20312	24922	29148	34094	所得税	103	186	296	387
短期借款	2552	3430	4120	4722	<b>净利润</b>	707	1247	1677	2191
应付账款	6521	8248	9915	11949	少数股东损益	23	50	54	60
其他	11239	13244	15112	17424	<b>归属母公司净利润</b>	684	1197	1622	2131
<b>非流动负债</b>	777	783	783	783	EBITDA	1438	1983	2672	3405
长期借款	683	683	683	683	EPS (元)	0.47	0.82	1.11	1.46
其他	94	100	100	100					
<b>负债合计</b>	21089	25705	29931	34877	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	495	545	599	659	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	1459	1459	1459	1459	<b>成长能力</b>				
资本公积	1702	1702	1702	1702	营业收入	68.8%	27.3%	20.5%	20.8%
留存收益	1028	2079	3462	5268	营业利润	18.6%	81.2%	38.6%	31.2%
归属母公司股东权益	4189	5240	6623	8429	归属于母公司净利润	34.2%	75.0%	35.5%	31.4%
<b>负债和股东权益</b>	25773	31489	37152	43966	<b>获利能力</b>				
					毛利率	7.0%	7.8%	8.1%	8.2%
					净利率	1.7%	2.3%	2.6%	2.8%
					ROE	16.3%	22.8%	24.5%	25.3%
					ROIC	15.6%	22.4%	24.0%	25.4%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	81.8%	81.6%	80.6%	79.3%
					净负债比率	18.30	18.53%	18.22	17.36%
					流动比率	1.11	1.13	1.16	1.20
					速动比率	0.68	0.69	0.71	0.73
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.70	1.81	1.82	1.86
					应收账款周转率	8	7	7	7
					应付账款周转率	6.81	6.46	6.31	6.32
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.47	0.82	1.11	1.46
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.09	0.34	0.60	0.83
					每股净资产(最新摊薄)	2.87	3.59	4.54	5.78
					<b>估值比率</b>				
					P/E	24.62	14.07	10.38	7.90
					P/B	4.02	3.21	2.54	2.00
					EV/EBITDA	12	9	7	5

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 分析师简介

罗泽兵, 中投证券研究所建筑建材行业分析师, 管理学硕士。

李凡, 中投证券研究所建筑建材行业分析师, 管理学硕士。

主要研究覆盖公司: 海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、\*ST 双马、南玻 A、金晶科技、海螺型材、中国中铁、中国铁建、中材国际、海油工程、鲁阳股份、海鸥卫浴、成霖股份。

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

### 深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518000  
传真: (0755) 82026711

### 北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层  
邮编: 100031  
传真: (010) 66276939

### 上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434