

建筑施工

罗泽兵 S0960209110320

021-62178410  
luozebing@cjis.cn

李凡 S0960209060268

0755-82026745  
lifan@cjis.cn

6-12个月目标价: 16.00元

当前股价: 8.88元  
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2622.63
总股本(百万)	1459
流通股本(百万)	1459
流通市值(亿)	130
EPS (TTM)	0.49
每股净资产(元)	3.21
资产负债率	81.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中铁二局	-17.78	-24.36	-36.44
上证综合指数	-12.10	-14.31	-20.29



相关报告

《中铁二局-铁路基建与房产开发双双进入快车道》 2010-3-17

中铁二局

600528

强烈推荐

合同中标进展如我们之前判断

公司今日发布了多个重大项目的中标公告,截止5月24日,公司累计中标金额301.6亿元,相当于去年全年的80%,符合我们年初的判断。同时,公司董事会通过了配股预案,拟募资12.02亿元,以用于地铁、城际铁路施工设备的采购。

投资要点:

- **09年公司铁路订单量的底部得到确认,今年起进入快速增长轨道。**正如我们在年初3月17日的报告中所指出,公司09年铁路订单低于市场预期主要是由于当年公司的主要目标市场西部地区的铁路新开工项目储备不足,因此新项目发包时间有所延后,西部地区铁路投资的放量增长将从今年开始显现。公司年初以来的订单增长状况证实了我们的上述判断。2010年前5月,公司新签铁路基建合同240.5亿元,较2009全年的铁路新签总订单还要高出10.3%。加上路外工程的新签订单,今年前5月公司的工程新签合同达到301.6亿元,2010年实现总订单同比增长30%以上基本确定。
- **西部地区铁路投资持续性强,公司收入处于快速上升的中段。**按照《铁路中长期计划》的建设目标,到2020年,西部地区铁路网营业里程将增长70%,大大高于全国路网整体40%左右的增幅,西部地区铁路投资的持续性将高于全国整体水平。预计公司2011-2015年其年均基建订单规模有望从2009年的400亿元跃升至600亿元以上,而公司当前的基建结算收入规模仅为330亿元,尚有1倍左右的提升空间。
- **配股募资项目提升公司设备使用效率,对改善公司毛利率和ROE水平整体影响正面。**配股募资主要为购买急需的城轨市场所需的盾构机设备。这将缓解公司现有盾构设备的工作负荷和维修费用,从而发挥设备的最大使用效率;同时,考虑到城轨市场的毛利率水平较铁路等传统基建类型更高,这一领域业务比重的加大客观上也将提升公司的综合毛利率水平,对公司整体影响正面。
- **维持“强烈推荐”的投资评级。**目前公司铁路基建面临良好发展机遇;房地产开发项目主要集中在市场风险相对较小的成都一地,低廉的土地成本具备较高的安全边际。预计2010-2012年公司EPS分别为0.74、0.93和1.18元(考虑配股摊薄前),维持强烈推荐。

主要财务指标

单位:百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	40619	51164	61616	74275
同比(%)	69%	26%	20%	21%
归属母公司净利润(百万元)	684	1081	1353	1721
同比(%)	34%	58%	25%	27%
毛利率(%)	7.0%	7.5%	7.6%	7.8%
ROE(%)	16.3%	21.1%	21.6%	22.3%
每股收益(元)	0.47	0.74	0.93	1.18
P/E	18.94	11.99	9.58	7.53
P/B	3.09	2.53	2.07	1.68
EV/EBITDA	10	8	6	5

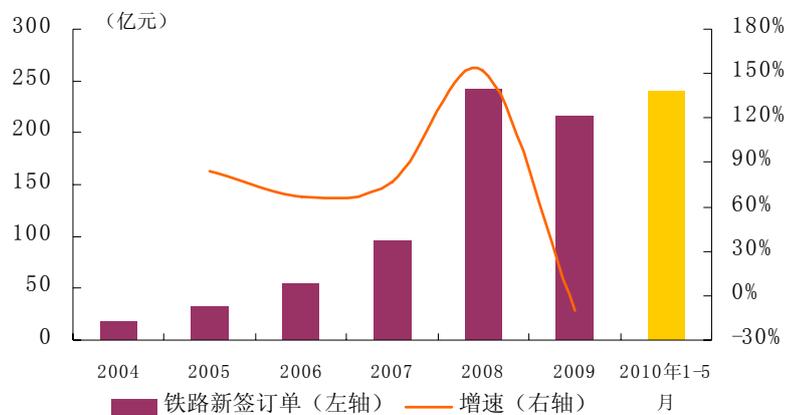
资料来源:中投证券研究所

## 1、09 年公司铁路订单量的底部得到确认，今年起进入快速增长轨道

正如我们在年初 3 月 17 日的报告中所指出，公司 09 年铁路订单低于市场预期主要是由于当年公司的主要目标市场西南地区的铁路新开工项目储备不足，因此新项目发包时间有所延后，中西部地区铁路投资的放量增长将从今年开始显现。公司年初以来的订单增长状况证实了我们的上述判断。

2010 年前 5 月，公司新签铁路基建合同 240.5 亿元，较 2009 全年的铁路新签总订单还要高出 10.3%。加上路外工程的新签订单，今年前 5 月公司的工程新签合同达到 301.6 亿元，也占到公司 2009 年全年工程新签合同的 81.3%，公司 2010 年实现总订单同比增长 30% 以上将是大概率事件。

图 1 中铁二局铁路新签订单分析



资料来源：公司资料，中投证券研究所

从未来 5 年中西部地区铁路投资的持续性上看，一方面国内铁路投资整体保持在 5000-7000 亿元的高位水平，而中西部铁路网由于存在历史欠账重的结构性因素，中西部铁路建设的投资强度、投资持续性将高于行业平均水平。

### ● 西部地区铁路网规模将增长 70% 以上，大大高于全国 40% 的增幅

按照《铁路中长期计划》的建设目标，到 2020 年，西部地区铁路网规模将由现在的 3 万公里扩大到 5 万公里以上，营业里程增长 70%，这将大大高于全国路网整体 40% 左右的增幅。公司作为布局西部地区铁路基建的主要企业将明显收益。

表 1 西部地区铁路里程及其占全国比例的远期规划

(单位: 万公里)	2000 年	2008 年	2020 年
西部铁路里程	2.0	3.0	5.0
全国铁路里程	6.9	8.0	12.0
占比	29%	36%	42%

资料来源：铁道部，中投证券研究所

- 公司所在四川省的铁路投资将从 09 年的 200 亿元跃升至“十二五”期间的年均 400 亿元，市场容量增长 1 倍

按照四川省《西部综合交通枢纽建设规划》中提出的到 2020 年铁路运营里程由目前 3000 公里提升至 8000 公里的目标，预计该省仅“十二五”期间的铁路总投资就将在 2000 亿元左右，年均 400 亿元的投资水平将较 09 年 200 亿元的投资规模实现翻倍。公司作为总部在四川的 3 家主要铁路基建企业之一，将显著受益于四川铁路投资大幅增长带来的市场机会。

表 2 四川省 2009-2010 年铁路开工及投资计划对比

年度	铁路基建投资额 (亿元)	新开工项目个数	新开工项目明细
2009	210	3	巴中至达州 成都至蒲江 成都至都江堰彭州支线
2010E	400-500	6	成昆铁路成都至峨眉段 成渝客专 西成客专 成贵铁路 成兰铁路 成都站扩能改造

资料来源：铁道部，中投证券研究所

预计公司 2011-2015 年其年均订单规模有望从 2009 年的 400 亿元跃升至 600 亿元以上，而公司当前的基建结算收入规模仅为 330 亿元，尚有 1 倍左右的提升空间。

## 2、配股计划提升公司设备使用效率，对改善公司毛利率影响正面

公司此次配股拟以不超过每 10 股配售 2 股的比例向全体股东配售，可配售股份总数不超过 2.92 亿股，配股募集资金不超过 12.02 亿元。

此次配股主要用于地铁、城际铁路施工设备，其中主要为购买 14 台盾构机。考虑到目前公司已进入 11 个城市的 31 个城轨项目，盾构设施的增加有利于缓解现有设备的工作负荷和维修费用，从而发挥设备的最大使用效率；同时，考虑到城轨市场的毛利率水平较铁路等传统基建类型更高，这一领域业务比重的加大客观上也将提升公司的综合毛利率水平，对公司整体影响正面。

表 3 公司配股资金用途 (单位: 万元)

序号	项目名称	项目总投资	募集资金投入	募集资金投入进度	
				2010 年	2011 年
1	购置城市地铁和城际铁路施工设备	98,200	98,200	34,100	64,100
2	购置高速铁路施工设备	13,100	13,100	13,100	-
3	购置隧道和海底工程施工设备	8,895	8,895	8,895	-
合计		120,195	120,195	56,095	64,100

资料来源：公司公告

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	27980	33603	40398	<b>营业收入</b>	40619	51164	61616	74275
现金	2516	3070	3697	4456	营业成本	37769	47320	56920	68497
应收账款	6475	8062	9709	11704	营业税金及附加	1184	1484	1787	2154
其它应收款	1666	2088	2515	3031	营业费用	112	128	154	186
预付账款	2659	3312	3984	4795	管理费用	712	793	893	1040
存货	8792	10883	13091	15754	财务费用	87	195	236	276
其他	528	565	606	657	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	1260	1641	2137
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	31240	36846	43533	<b>利润总额</b>	810	1295	1676	2172
<b>流动负债</b>	20312	24788	29203	34380	所得税	103	164	268	391
短期借款	2552	3450	4362	5271	<b>净利润</b>	707	1130	1408	1781
应付账款	6521	8186	9847	11850	少数股东损益	23	50	54	60
其他	11239	13152	14994	17259	<b>归属母公司净利润</b>	684	1081	1353	1721
<b>非流动负债</b>	777	783	783	783	EBITDA	1438	1846	2383	3022
长期借款	683	683	683	683	EPS (元)	0.47	0.74	0.93	1.18
其他	94	100	100	100					
<b>负债合计</b>	21089	25571	29986	35163	<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%	26.0%	20.4%	20.5%
留存收益	1028	1963	3100	4551	营业利润	18.6%	63.3%	30.2%	30.3%
归属母公司股东权益	4189	5124	6261	7711	归属于母公司净利润	34.2%	58.0%	25.2%	27.2%
<b>负债和股东权益</b>	25773	31240	36846	43533	<b>获利能力</b>				
					毛利率	7.0%	7.5%	7.6%	7.8%
					净利率	1.7%	2.1%	2.2%	2.3%
					ROE	16.3%	21.1%	21.6%	22.3%
					ROIC	15.6%	20.8%	20.7%	21.4%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	81.8%	81.9%	81.4%	80.8%
					净负债比率	18.30	18.70%	18.99	18.78%
					流动比率	1.11	1.13	1.15	1.18
					速动比率	0.68	0.69	0.70	0.72
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.70	1.79	1.81	1.85
					应收账款周转率	8	7	7	7
					应付账款周转率	6.81	6.43	6.31	6.31
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.47	0.74	0.93	1.18
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.09	0.31	0.43	0.58
					每股净资产(最新摊薄)	2.87	3.51	4.29	5.28
					<b>估值比率</b>				
					P/E	18.94	11.99	9.58	7.53
					P/B	3.09	2.53	2.07	1.68
					EV/EBITDA	10	8	6	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行业分析师, 管理学硕士。

李凡, 中投证券研究所建材建筑行业分析师, 管理学硕士。

主要研究覆盖的建筑公司包括: 中国中铁、中国铁建、中铁二局、中国建筑、中国中冶、中材国际、海油工程、金螳螂、洪涛股份、亚厦股份。

## 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

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编: 100032  
传真: (010) 63222939

### 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