

中铁二局（600528） 建筑与工程

2010 年 8 月 19 日

——高成长性依然可期

投资评级	推荐	公司评级	A	收盘价	9.59	元
------	----	------	---	-----	------	---

事件：

上半年公司实现营业收入211.12亿元，同比增长25.31%；实现归属于上市公司股东的净利润4.65亿元，同比增长67.11%；每股收益0.31元。

结论：

新签及未完工合同充足，整体运营状况有所改善，未来仍然有望保持快速增长。预计公司 2010-2012 年实现每股收益分别为 0.68、0.84、1.00 元，目前股价 9.59 元，PB 为 3.1 倍，2011 年 PE 仅为 12 倍，给予公司“推荐”的投资评级。

正文：

1 铁路施工带动营收增长，三项费用率下降及投资收益带动利润大增

受益于铁路基建投资快速增长，铁路工程完成营业收入84.77亿元，占公司营业收入的40.15%，同比大增36.74%。毛利率同比提升0.30%、三项费用率同比下降0.29%以及转让子公司股权及其他投资收益同比增加6487万元，致使净利润同比大增67.11%。

2 业务布局全国七大区域，铁路施工成为亮点

从收入构成来看，公司布局全国七大区域，其中西南和华南合计占比66%；华南收入同比大增348%。铁路施工占营业收入的比重提升至40.15%，毛利率同比上升1.94%；房地产业务因本期结算较少占比下降至1.26%；物资销售毛利率继续下降，对公司的毛利率有所拖累。

3 新签合同高增长，未完工合同充足

新签金额309.43 亿元（54 项合同）同比增长79.39%；其中铁路项目11 个，合同金额240.45亿元，占合同总额的77.71%。在手未完工合同约800 亿元，占公司2009年工程业务收入的2.4倍，有利于未来收入的快速增长。

4 行业未来依然维持高景气度有利于公司各项目的开展

未来几年包括铁路建设在内的基建投资仍有望保持平稳增长；公司的房地产业务目前受调控政策有所影响，不过公司的主要土地储备（估计超过300 平方米规划建筑面积）及多个一级土地开发项目，主要分布于四川的成都周边，受到影响较小；不过公司房地产业务未来仍需大量资金进行投资，对目前公司较高的资产负债率是一大考验。

联系方式

研究员：	包社
执业证书编号：	S0020108081173
电 话：	021-51097188-1923
电 邮：	baoshe@gyzq.com.cn
联系人：	赵喜娟
电 话：	(86-21) 51097188-1952
电 邮：	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址：	中国安徽省合肥市寿春路 179 号（230001）

1 铁路施工带动营收增长，三项费用率下降及投资收益带动利润大增

受益于铁路等基建项目的投资快速增长，上半年公司实现营业收入211.12亿元，同比增长25.31%；其中铁路工程完成营业收入84.77亿元，占公司营业收入的40.15%，同比大增36.74%。毛利率同比提升0.30%至7.91%、三项费用率同比下降0.29%至2.49%，以及转让子公司股权及其他投资收益同比增加6487万元，致使净利润同比大增67.11%。

图 1 营业收入（2007-2010H1）

单位：百万元

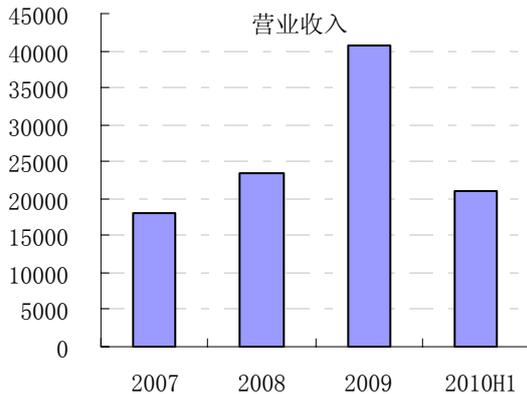
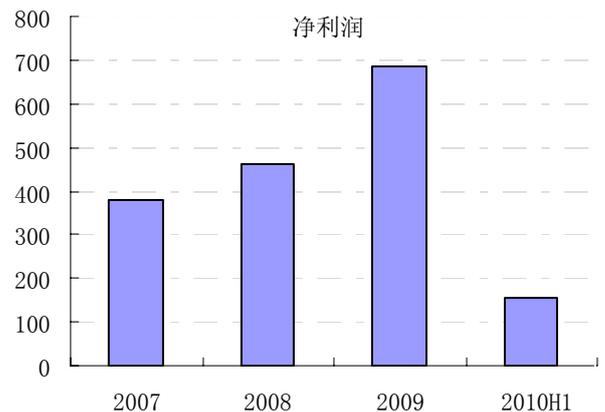


图 2 净利润（2007-2010H1）

单位：百万元



资料来源：公司公告、国元证券研究中心

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

注：图中净利润为归属于上市公司母公司的净利润。

2 业务布局全国七大区域，铁路施工成为亮点

从收入构成来看，公司布局全国七大区域。西南和华南占比相对较大，合计占公司营业收入的66%，其中华南收入同比大增348%；占比较低的东北、华北及西北地区营业收入有所下降。

从各细分领域来看，铁路及非铁路施工的毛利率同比增长都在2%左右。且铁路施工占营业收入的比重提升至40.15%；房地产业务因本期结算较少占比下降至1.26%，且毛利率同比下降4.51%；物资销售毛利率继续下降1.55%，对公司整体的毛利率有所拖累。

图 3 各区域收入构成

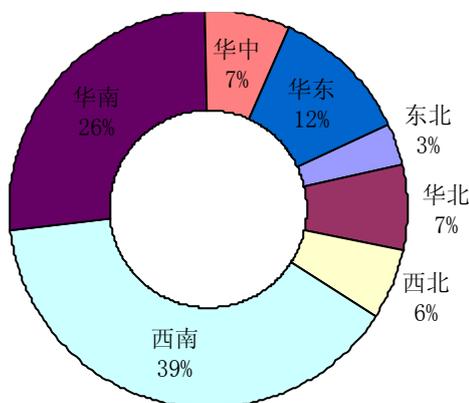
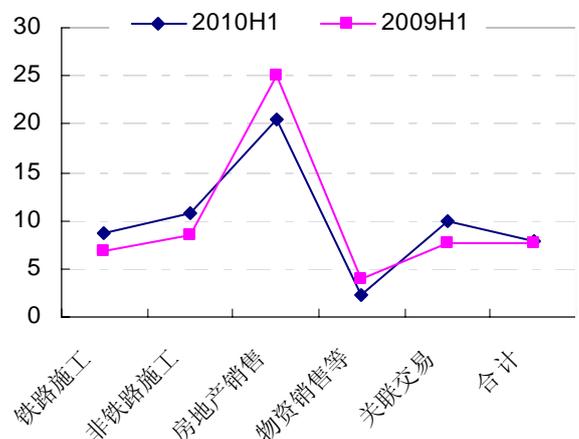


图 4 各细分业务毛利率 (%)



资料来源：公司公告、国元证券研究中心

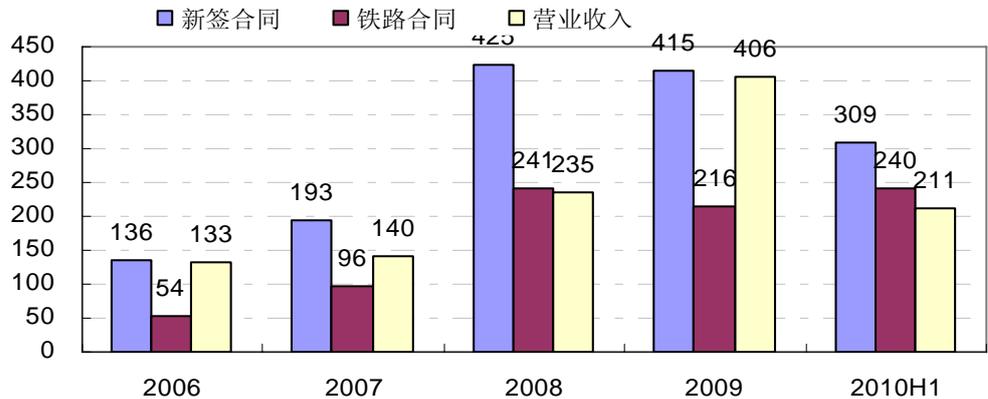
资料来源：公司公告、国元证券研究中心

3新签合同高增长，未完工合同充足

上半年公司新签合同309.43 亿元（54 项合同）同比增长79.39%；其中铁路项目11 个，合同金额240.45亿元，占合同总额的77.71%；近几年铁路新签合同占比明显逐年增加。

根据前几年新签合同匡算出公司目前在手未完工合同约650亿元，占公司2009年工程业务收入1.9倍，未来营业收入快速依然有较好保证。

图 5 近年新签合同及营业收入对比



资料来源：公司公告、国元证券研究中心

4 行业未来依然维持高景气度有利于公司各项工作的开展

根据铁道部规划，到2012年我国铁路基建投资仍能保持在每年7000亿元以上的投资规模，从公司近年来在铁路项目的积极进取并取得较大市场份额来看，公司在未来的年新签合同金额仍能保持平稳增长，加上公司目前在手的多达300万平方米的土地储备规模以及几个大型一级土地开发项目，公司未来的快速增长依然可期。

公司的房地产业务目前受调控政策有所影响，不过公司的主要土地储备及一级土地开发项目，主要分布于四川的成都周边，目前价格相对较低，受到调控的影响较小；不过公司房地产业务未来仍需大量资金进行投资，对公司目前较高的资产负债率是一大考验。

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
流动资产	22636	26935	31708	36464	营业收入	40619	50368	60441	69507
现金	2516	2519	2748	3199	营业成本	37769	46691	55969	64294
应收账款	6475	7651	8885	10218	营业税金及附加	1184	1350	1632	1877
其它应收款	1666	2153	2584	2971	营业费用	112	151	181	209
预付账款	2659	3274	3929	4518	管理费用	712	881	1028	1147
存货	8792	10739	12873	14788	财务费用	87	114	136	148
其他	528	600	690	770	资产减值损失	37	35	35	35
非流动资产	3137	4057	4617	5142	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	332	376	426	485	投资净收益	53	60	60	60
固定资产	1810	2727	3132	3430	营业利润	772	1206	1520	1858
无形资产	84	84	85	87	营业外收入	54	40	50	60
其他	912	870	974	1140	营业外支出	16	15	20	25
资产总计	25773	30992	36325	41605	利润总额	810	1231	1550	1893

流动负债	20312	24575	28720	32613
短期借款	2552	3000	3000	3000
应付账款	6521	8059	9671	11121
其他	11239	13516	16049	18491
非流动负债	777	833	933	1033
长期借款	683	783	883	983
其他	94	50	50	50
负债合计	21089	25408	29653	33646
少数股东权益	495	544	606	682
股本	1459	1459	1459	1459
资本公积	1702	1702	1702	1702
留存收益	1028	1879	2904	4117
归属母公司股东权益	4189	5040	6065	7278
负债和股东权益	25773	30992	36325	41605

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	134	715	1207	1499
净利润	707	1046	1287	1533
折旧摊销	579	284	384	462
财务费用	87	114	136	148
投资损失	-53	-60	-60	-60
营运资金变动	-1252	-598	-501	-515
其它	66	-70	-39	-70
投资活动现金流	-721	-1032	-847	-859
资本支出	1035	1000	800	800
长期投资	312	46	50	60
其他	626	14	3	1
筹资活动现金流	-382	320	-131	-188
短期借款	-987	448	0	0
长期借款	-16	100	100	100
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	21	0	0	0
其他	600	-228	-231	-288
现金净增加额	-970	3	229	452

所得税	103	185	264	360
净利润	707	1046	1287	1533
少数股东损益	23	49	62	76
归属母公司净利润	684	997	1225	1458
EBITDA	1438	1603	2041	2468
EPS (元)	0.47	0.68	0.84	1.00

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	68.8%	24.0%	20.0%	15.0%
营业利润	18.6%	56.3%	26.1%	22.2%
归属母公司净利润	34.2%	45.7%	22.9%	19.0%
获利能力				
毛利率	7.0%	7.3%	7.4%	7.5%
净利率	1.7%	2.0%	2.0%	2.1%
ROE	16.3%	19.8%	20.2%	20.0%
ROIC	17.8%	21.8%	24.0%	26.0%
偿债能力				
资产负债率	81.8%	82.0%	81.6%	80.9%
净负债比率	18.30%	17.45%	15.62%	14.36%
流动比率	1.11	1.10	1.10	1.12
速动比率	0.68	0.66	0.66	0.66
营运能力				
总资产周转率	1.70	1.77	1.80	1.78
应收账款周转率	8	7	7	7
应付账款周转率	6.81	6.40	6.31	6.18
每股指标(元)				
每股收益	0.47	0.68	0.84	1.00
每股经营现金流	0.09	0.49	0.83	1.03
每股净资产	2.87	3.45	4.16	4.99
估值比率				
P/E	20.46	14.04	11.42	9.60
P/B	3.34	2.78	2.31	1.92
EV/EBITDA	10	9	7	6

资料来源: 国元证券研究中心

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责条款：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn