

**建筑施工**

署名人: 罗泽兵

执业证书编号: S0960209110320

021-62178410

luozebing@cjis.cn

**6-12个月目标价:** 18.00元

当前股价: 10.69元

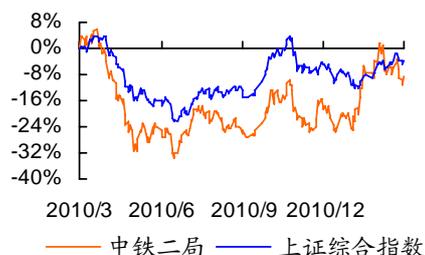
评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2897.30
总股本(百万)	1459
流通股本(百万)	1459
流通市值(亿)	156
EPS (TTM)	0.67
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	-11.80	8.86	21.06
上证综合指数	-1.01	0.12	11.49



《中铁二局-直接受益西部铁路建设提速, 新签合同快速增长》 2011-1-27

《中铁二局-基建收入进入快速释放期》 2010-10-28

《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**

**综合运营能力显著提高, 施工、物资销售和房产开发齐头快进**

公司发布 2010 年年报, 2010 年公司完成营业收入 546.88 亿元, 增长 35%; 实现归属母公司净利润 9.77 亿元, 较上年增长 45%。公司的基本每股收益为 0.67 元, 符合我们的预期。

**投资要点:**

- **西部铁路建设加速, 充沛的工程合同保障未来收入快速增长。** 受益于 2010 年开始西部地区铁路基建的建设提速, 2010 年公司铁路项目中标 16 项, 合同金额 339 亿元, 同比增长 57%; 非铁路领域新签合同 181 亿元, 同比增长 17%。2010 年公司合计新签工程订单 520 亿元, 同比上年增长 25%。在快速增长的订单驱动下, 2010 年公司实现营业收入 546.9 亿元, 增长 35%。目前公司未完工合同为 660 亿元, 考虑到川渝地区未来 3 年大量铁路新建项目的陆续启动, 公司未来工程收入快速增长有保障。
- **铁路施工组织及工期进度趋于正常化, 毛利率处于稳定提升之中。** 2010 年公司各类工程的毛利率均有明显上升。其中铁路工程毛利率为 6.8%, 同比提升 0.7 个百分点, 我们判断随着未来铁路工程的施工组织和工期进度安排更趋合理, 未来该领域毛利率还有 1-2 个百分点的提升空间。路外工程方面, 由于公司近期承接的工程以大型项目为主, 议价能力的提升也使其毛利率提升了 1 个百分点, 达到 9.4%。
- **物资销售规模发力, 房地产经营也开始进入快速释放期。** 2010 年公司实现物资收入 140.6 亿元, 增长 160%, 这主要是由于公司利用自身大规模集中采购物资的优势, 加大了冶金物资等产品的对外销售力度; 预计未来 3 年公司还将在成都以外设立更多物资代理销售网点, 此领域的销售收入仍将快速上升。房地产方面, 2010 年公司实现经营收入 17.6 亿元, 同比增长 85%; 目前公司房地产项目正处于加速实施进程, 未来三年该领域收入规模将实现 35% 以上的复合增速, 到 2013 年达到 50 亿元左右。
- **维持强烈推荐的投资评级。** 公司工程业务受益中西部铁路基建的良好机遇, 新签及在手合同快速增长, 预计 2012 年底在手合同将达到 900 亿元以上, 相当于目前公司工程收入规模的 2.3 倍; 同时, 公司物资销售、房地产业务分部也正进入快速发展期。预计 2011-2013 年公司 EPS 分别为 0.93、1.21 和 1.58 元, 维持强烈推荐。
- **风险提示:** 工程企业收入结算进度波动等。

**主要财务指标**

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	54688	67809	82980	99639
同比(%)	35%	24%	22%	20%
归属母公司净利润(百万元)	977	1353	1761	2305
同比(%)	45%	38%	30%	31%
毛利率(%)	6.7%	7.0%	7.0%	7.2%
ROE(%)	19.9%	21.6%	22.0%	22.3%
每股收益(元)	0.67	0.93	1.21	1.58
P/E	15.96	11.53	8.86	6.77
P/B	3.18	2.49	1.95	1.51
EV/EBITDA	10	8	6	5

资料来源: 中投证券研究所

## 1、公司收入分析

受益于 2010 年开始西部地区铁路基建的建设提速，2010 年公司铁路项目中标 16 项，合同金额 339 亿元，同比增长 57%；非铁路领域新签合同 181 亿元，同比增长 17%。2010 年公司合计新签工程订单 520 亿元，同比上年增长 25%。从公司工程订单的构成看，2010 年铁路合同占比进一步上升，占到全部工程订单的 65%。

在快速增长的订单驱动下，2010 年公司实现营业收入 546.9 亿元，增长 35%。工程收入仍是公司营收的主要构成，占 2010 年公司全部收入的 70%。具体来看，2010 年公司铁路工程收入达到 222.4 亿元，在公司工程收入中的占比进一步上升至 58%。

图 1 2004-2010 年公司新增订单及增速

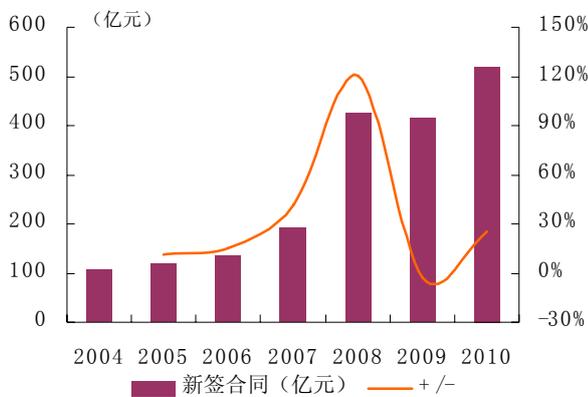
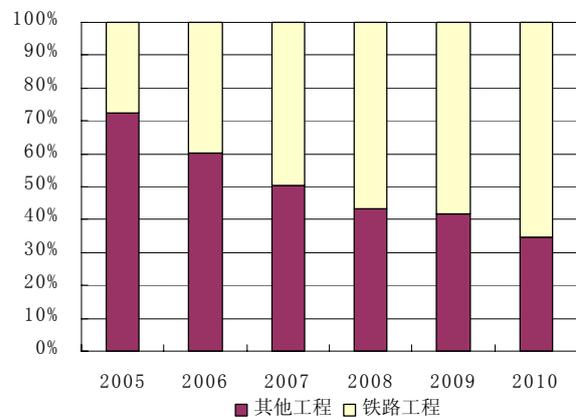


图 2 06-10 年公司新签铁路与路外工程的订单构成



资料来源：公司公告

资料来源：公司公告

图 3 2004-2010 年公司铁路与路外工程的收入增速

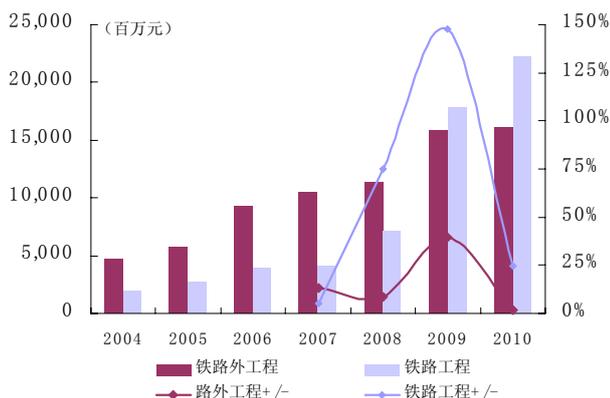
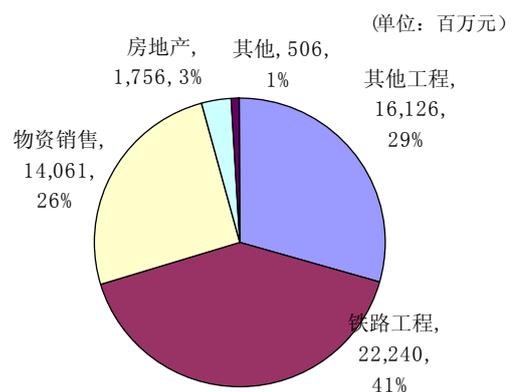


图 4 2010 年公司各项业务收入的分布



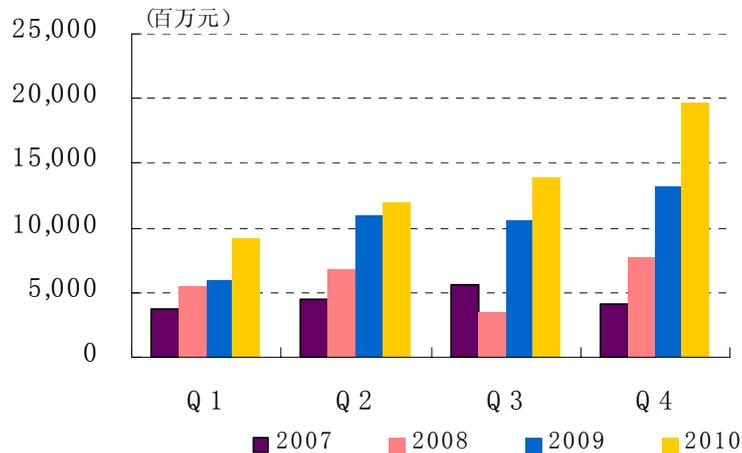
资料来源：公司公告

资料来源：公司公告

物资销售方面，2010 年公司实现收入 140.6 亿元，增长 160%。2010 年公司利用自身大规模集中采购物资的优势，加大了冶金物资等产品的对外销售力度。预计未来 3 年公司还将在成都以外设立更多物资代理销售网点，此领域的销售收入仍将快速上升。

房地产业务方面，受益成都市场的良好表现，2010 年公司实现经营收入 17.6 亿元，同比增长 85%。按公司目前房地产项目的储备情况和开发进程判断，未来三年该领域收入规模将实现 35% 以上的复合增速，到 2013 年达到 50 亿元左右。

图 5 公司历年各季度收入对比



数据来源：公司资料

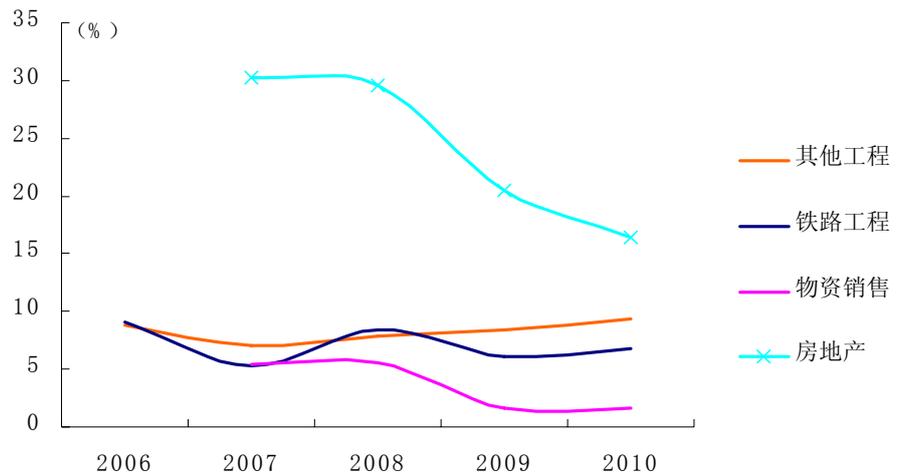
## 2、成本及毛利率分析

2010 年公司各类工程的毛利率均有明显上升。其中铁路工程毛利率为 6.8%，同比提升 0.7 个百分点，我们判断随着未来铁路工程的施工组织和工期进度安排更趋合理，未来该领域毛利率还有 1-2 个百分点的提升空间。路外工程方面，由于公司承接的工程以大型工程为主，议价能力的提升也使其毛利率提升了 1 个百分点，达到 9.4%。

物资销售领域，虽然从账面上看毛利率只有 1.6%，但由于公司投入的人员很少，管理费用低，其净利率基本与毛利率接近，全年实现的净利润在 1.5 亿元左右。

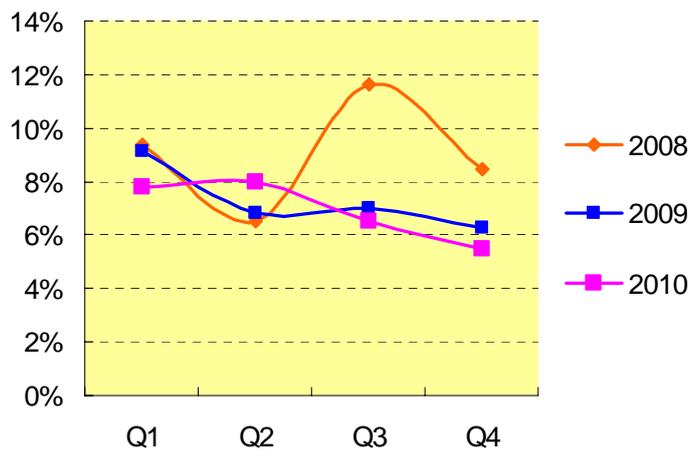
2010 年公司房地产的结算毛利率为 16.5%，环比有所下滑，主要是由于目前公司大多数房地产开发项目均处于全面扩展的初期，首批结算单位的摊销费用较大。考虑到公司土地成本低廉，单位土地的平均成本在 1000 元/平方米以下，未来 3 年公司房地产开发的毛利率将稳步回升至 30% 左右的合理区间。

图 6 公司各项业务的年度毛利率变化



数据来源：公司公告

图 7 公司历年各季度综合毛利率对比



数据来源：公司资料

### 3、盈利预测

● 公司分部收入假设

1) 2010 年公司新签工程合同 520 亿元，同比增长 25%，到 2010 年底公司在手未完工合同 660 亿元。根据各类型工程的施工周期，我们预计 2011-2013 年公司基建收入的增速分别为 23%、20%和 17%；

2) 物资销售方面，预计未来 3 年公司还将在成都以外设立更多物资代理销售网点，此领域的销售收入有望实现 25%的年均复合增长。

3) 房地产业务方面，受益成都市场的良好表现，2010 年公司实现经营收入 17.6 亿元，同比增长 85%。按公司目前房地产项目的储备情况和开发进程判断，未来三年该领域收入规模将实现 35%以上的复合增速，到 2013 年达到 50 亿元左右。

综合分析，公司 2011-2013 年的营业收入分别为 678.1、829.8 和 996.4 亿元，3 年的年均复合增速为 22.0%

表 1 公司分部收入预测 (单位: 百万元)

分部收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E
基建收入	33,692	38,366	47,134	56,731	66,636
+/-	82%	14%	23%	20%	17%
其中: 铁路外工程	15,885	16,126	18,222	20,591	23,268
+/-	40%	2%	13%	13%	13%
铁路工程	17,807	22,240	28,912	36,140	43,368
+/-	148%	25%	30%	25%	20%
物资销售	5,403	14,061	17,576	21,970	27,463
+/-	38%	160%	25%	25%	25%
房地产	950	1,756	2,549	3,680	4,891
+/-	-4%	85%	45%	44%	33%
合计	40,498	54,688	67,810	82,981	99,640
+/-	73%	35%	24%	22%	20%

资料来源: 公司资料, 中投证券研究所

表 2 公司分部毛利率预测 (%)

业务分项	2009	2010	2011E	2012E	2013E
铁路外工程	8.4	9.4	9.2	9.2	9.2
铁路工程	6.1	6.8	7.0	7.2	7.4
物资销售	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7
房地产	20.5	16.5	23.0	23.0	25.0
其他		25.3	25.3	25.3	25.3
综合	7.0	6.7	7.0	7.0	7.2

资料来源: 公司资料, 中投证券研究所

预计公司 2011-2013 年的综合毛利率分别为 7.0%、7.0%和 7.2%。公司 2011-2013 年实现归属母公司的净利润分别为 13.5、17.6 和 23.1 亿元, 各年 EPS 分别为 0.93、1.21 和 1.58 元, 年均复合增长率为 33.0%。

**附：财务预测表**

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	28334	34981	42605	51102	<b>营业收入</b>	54688	67809	82980	99639
现金	2333	2848	3319	3986	营业成本	51030	63093	77131	92471
应收账款	8489	10523	12877	15463	营业税金及附加	1384	1716	2099	2521
其它应收款	1854	2279	2788	3348	营业费用	158	197	241	289
预付账款	3334	4101	5013	6011	管理费用	899	1050	1250	1400
存货	11941	14764	18048	21638	财务费用	91	164	143	154
其他	383	467	558	658	资产减值损失	-13	15	20	25
<b>非流动资产</b>	3589	3615	3525	3356	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	331	331	331	331	投资净收益	134	150	180	200
固定资产	2351	2374	2306	2147	<b>营业利润</b>	1273	1725	2277	2980
无形资产	78	67	56	45	营业外收入	77	80	80	80
其他	829	842	832	833	营业外支出	17	20	20	20
<b>资产总计</b>	31923	38596	46130	54459	<b>利润总额</b>	1332	1785	2337	3040
<b>流动负债</b>	25907	31107	36737	42588	所得税	238	312	432	562
短期借款	4871	5542	5985	6136	<b>净利润</b>	1094	1473	1905	2477
应付账款	8832	10915	13344	15997	少数股东损益	117	119	143	172
其他	12204	14650	17408	20454	<b>归属母公司净利润</b>	977	1353	1761	2305
<b>非流动负债</b>	518	518	518	518	EBITDA	1796	2372	2994	3800
长期借款	486	486	486	486	EPS (元)	0.67	0.93	1.21	1.58
其他	32	32	32	32					
<b>负债合计</b>	26425	31625	37255	43106	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	597	717	860	1032	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	1459	1459	1459	1459	<b>成长能力</b>				
资本公积	1598	1598	1598	1598	营业收入	34.8%	24.0%	22.4%	20.1%
留存收益	1844	3197	4958	7263	营业利润	67.6%	35.6%	32.0%	30.9%
归属母公司股东权益	4901	6254	8015	10320	归属于母公司净利润	45.4%	38.5%	30.2%	30.9%
<b>负债和股东权益</b>	31923	38596	46130	54459	<b>获利能力</b>				
					毛利率	6.7%	7.0%	7.0%	7.2%
					净利率	1.8%	2.0%	2.1%	2.3%
					ROE	19.9%	21.6%	22.0%	22.3%
					ROIC	14.3%	16.5%	17.4%	19.3%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	82.8%	81.9%	80.8%	79.2%
					净负债比率	21.81%	20.34%	18.46%	16.30%
					流动比率	1.09	1.12	1.16	1.20
					速动比率	0.63	0.65	0.67	0.69
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.90	1.92	1.96	1.98
					应收账款周转率	7	7	7	7
					应付账款周转率	6.65	6.39	6.36	6.30
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.67	0.93	1.21	1.58
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.50	0.24	0.33	0.66
					每股净资产(最新摊薄)	3.36	4.29	5.49	7.07
					<b>估值比率</b>				
					P/E	15.96	11.53	8.86	6.77
					P/B	3.18	2.49	1.95	1.51
					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

## 研究团队简介

罗泽兵, 中投证券研究所建筑行业分析师, 管理学硕士。

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

## 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。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告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