

建筑装饰

2014 年 04 月 02 日

中国中铁 (601390)

——管理改善促公司业绩超预期，管理层换届或带来改革新动力

报告原因：有业绩公布需要点评

增持

维持

市场数据：	2014 年 04 月 01 日
收盘价（元）	2.55
一年内最高/最低（元）	3.05/2.3
上证指数/深证成指	2042/7166
市净率	0.63
息率（分红/股价）	-
流通 A 股市值（百万元）	43586
注：“息率”以最近一年已公布分红计算	

基础数据：	2013 年 12 月 31 日
每股净资产（元）	4.07
资产负债率%	84.59
总股本/流通 A 股（百万）	21300/1709
	3
流通 B 股/H 股（百万）	-/4207

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《中国中铁(601390)——业绩增长略超预期，未来有望受益于铁路改革推进》 2013/10/31

《中国中铁(601390)——市政业务超预期，下半年铁建业务弹性足，维持“增持”评级》 2013/09/01

证券分析师

陆玲玲 A0230513040001
lull@swsresearch.com

研究支持

张璘 A0230112080007
zhangjin@swsresearch.com

联系人

吴一凡
(8621)23297818×7469
wuyf@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2012	482,688	5	7,390	10	0.35	10.6	9.4	7	7
2013	558,799	16	9,375	26.9	0.44	10.2	10.8	6	6
2014E	607,160	8.3	10,311	10.0	0.48	10.6	10.8	5.1	12.5
2015E	660,723	8.8	11,251	9.1	0.53	10.7	10.8	4.7	12.5
2016E	713,940	8.1	12,267	9.0	0.57	10.7	10.9	4.3	12.3

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；

投资要点：

- **全年业绩增长 26.9%，4Q 持平，高于预期：**公司 2013 年实现收入 5588 亿元，同比增长 15.8%，实现归属于母公司净利润 93.75 亿元，同比增长 26.9%，高于预期。4Q 单季公司收入 1768 亿元，同比增长 7.8%，实现归属于母公司净利润 31.2 亿元，同比持平。公司拟每 10 股分红 0.66 元，分红占归属母公司净利润 15%（12 年分红率同为 15%）。
- **管理费用率和财务费用率下滑显著，净利率达 2010 年以来新高，趋势有望延续：**公司全年实现毛利率 10.2%，同比下滑 0.4 个百分点（其中受铁路项目赶工和变更索赔批复放缓等影响，铁路毛利率下滑 1.6 个百分点，基建下滑 0.3 个百分点），实现净利率 1.7%，达近四年来最高（10~12 年分别为 1.6%、1.5%和 1.5%）。公司净利率提升的主要原因是：（1）内部管理效率提升，管理费用率降低 0.3 个百分点至 4.0%；（2）受益于新型融资渠道开拓、加强应收款管理和汇兑收益增长，公司财务费用率降低 0.3 个百分点至 0.7%，其中 4Q 财务费用率仅 0.3%，未来公司拟通过发行产业基金、ABS 等方式，进一步增强资金实力。
- **13 年铁路订单大幅增长，4Q 公路和市政订单增速加快，在手订单较为充足：**公司 2013 年新签订单 9297 亿元，同比增长 27%，其中新签基建订单 7313 亿，同比增长 36%（铁路、公路和市政增速分别为 73%、41%和 21%）。4Q13 新签基建订单 3133 亿，同比增长 42%（铁路、公路和市政增速分别为 1%、95%和 60%），4Q 单季市政占基建总新签比例从 1H13 的 49%升至 62%。公司在手订单 13858 亿元，订单收入比 2.48（12 年为 2.7），订单储备仍较为充足。
- **4Q 现金流改善显著，未来有望持续改善：**受益于应收款等内部管理加强，4Q 单季经营性现金净流入 102.2 亿元，同比增长 23%，收现比 106%，同比提高 12.9 个百分点，资产负债率 84.6%，连续第二个季度改善（13 年中报和三季度报分别为 85.1%和 84.8%）。
- **内外部改革有望推动公司发展创新，维持盈利预测，维持“增持”评级：**一方面，铁路投资空间尚大（十二五铁路营业里程新增 2.9 万公里，目前仅完成 1 万公里左右），同时 2014 年两会报告明确将铁路投融资改革作为 14 年重点领域，民资入铁有望加速；另一方面，14 年公司高管换届（新总裁仅 48 岁），未来 3~5 年有望通过体制创新等，实现关键环节改革突破。维持公司 14 和 15 年 EPS 0.48 元和 0.53 元，增速为 10%和 9%，对应 PE 为 5.1X 和 4.7X，维持“增持”评级。

表：预计公司 14 和 15 年 EPS 分别为 0.48 元/0.53 元

百万元、元	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	460,720	483,992	560,444	607,160	660,723	713,940
二、营业总成本	451,646	475,066	549,107	594,357	646,803	698,727
其中：营业成本	412,033	431,754	501,843	542,807	590,174	637,325
营业税金及附加	14,948	15,198	18,290	20,036	21,804	23,560
销售费用	1,813	2,031	2,327	2,307	2,643	2,856
管理费用	19,126	20,876	22,248	23,072	24,579	26,416
财务费用	3,037	4,611	3,710	5,427	6,804	7,740
资产减值损失	683	589	688	706	800	830
加：公允价值变动收益	(130)	(160)	(59)	(116)	(112)	(95)
投资收益	80	1,024	1,082	1,086	1,200	1,300
三、营业利润	9,024	9,790	12,361	13,773	15,008	16,418
加：营业外收入	787	1,083	1,380	1,083	1,182	1,215
减：营业外支出	211	238	229	226	231	229
四、利润总额	9,600	10,636	13,511	14,630	15,959	17,404
减：所得税	2,361	2,566	3,435	3,386	3,690	4,026
五、净利润	7,240	8,069	10,075	11,244	12,269	13,378
少数股东损益	550	679	701	933	1,018	1,110
归属于母公司所有者的净利润	6,690	7,390	9,375	10,311	11,251	12,267
六、基本每股收益	0.31	0.35	0.44	0.48	0.53	0.58
全面摊薄每股收益	0.31	0.35	0.44	0.48	0.53	0.57

资料来源：申万研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- | | |
|-------------------|-------------------------|
| 买入 (Buy) | ： 相对强于市场表现 20% 以上； |
| 增持 (Outperform) | ： 相对强于市场表现 5%~20%； |
| 中性 (Neutral) | ： 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ： 相对弱于市场表现 5% 以下。 |

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- | | |
|------------------|------------------|
| 看好 (Overweight) | ： 行业超越整体市场表现； |
| 中性 (Neutral) | ： 行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ： 行业弱于整体市场表现。 |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。