

建筑建材

2013 年 10 月 31 日

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

报告原因：有业绩公布需要点评

增持

维持

市场数据：2013 年 10 月 30 日

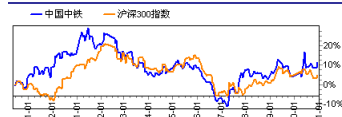
收盘价（元）	2.87
一年内最高/最低（元）	3.41/2.3
上证指数/深证成指	2161/8553
市净率	0.8
息率（分红/股价）	1.81
流通 A 股市值（百万元）	47714

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2013 年 09 月 30 日

每股净资产（元）	3.96
资产负债率%	84.84
总股本/流通 A 股（百万）	21300/16625
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)——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

《中国中铁(601390)——市政业务推升毛利率》 2013/05/02

证券分析师

陆玲玲 A0230513040001
lull@swsresearch.com

研究支持

张璿 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

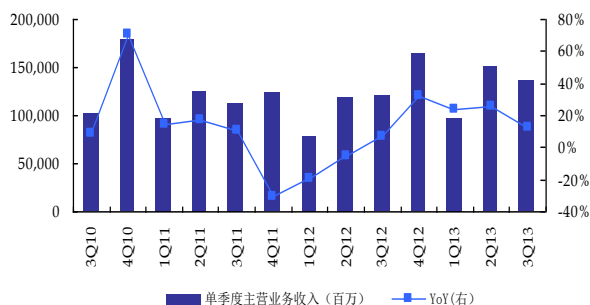
	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2012	483,992	5.1	7,355	10.0	0.34	10.8	9.4	8.1	12.2
1-3Q13	384,039	20.2	6,257	46.4	0.29	9.5			
2013E	581,239	20.1	8,095	10.0	0.38	10.9	9.4	7.3	12.5
2014E	671,543	15.5	8,723	7.8	0.41	10.9	9.3	6.8	11.9
2015E	752,978	12.1	9,265	6.2	0.43	10.9	9.0	6.4	11.7

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：

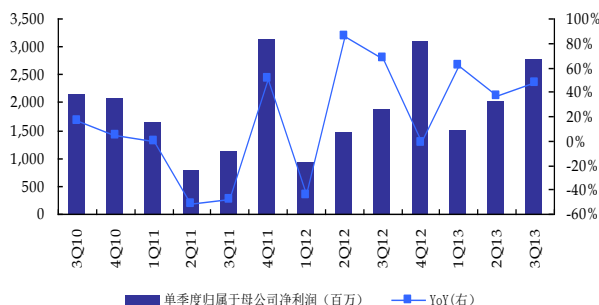
- **三季报业绩增长 46.4%，略高于预期：**前三季公司实现营收 3820 亿元，同比增长 19.9%，实现归属于母公司净利润 62.6 亿元，同比增长 46.4%，略超我们在三季报前瞻中增长 40% 的预期。3Q 单季公司实现营收 1352 亿元，同比增长 11.7%，实现归属于母公司净利润 27.7 亿元，同比增长 47.1%。我们认为业绩超预期的重要原因是管理费用率下滑。
- **铁路和公路订单增速较快，在手订单较为充足：**公司前三季度新签订单 5328 亿元，同比增长 18%，其中铁路和公路订单增速较快，分别同比增长 201% 和 24%。市政 3Q 单季新签 683 亿，同比增长 9%，市政订单占基建总新签比例从 1H13 的 49% 升至 51%。截止三季度公司在手订单 14221 亿元，订单收入比 2.94（12 年末为 3.06），订单储备较为充足。
- **管理提升效果显著，3Q 净利率达两年来最高水平：**公司 3Q 单季实现毛利率 10.2%，同比增长 0.1 个百分点，实现净利率 2%，同比提高 0.5 个百分点，达 2012 年以来单季最高水平。公司净利率提升的主要原因是管理费用率降低 0.6 个百分点至 3.2%，4Q12 以来公司内部管控提升效果显著，管理费用率下降趋势明显（4Q12~2Q13 分别为 4.9%、4.4% 和 3.5%）。
- **3Q 现金流转正，未来有望持续改善：**3Q 单季公司经营性现金流净流入 48.7 亿元，较去年同期净流入 32.8 亿改善，资产负债率由中期 85.1% 降至 84.8%，未来随公司收款力度加强，投资业务选择更加审慎及 BT/BOT 业务进入回收期，现金流有望持续改善。
- **看好铁路建设的国家战略地位和铁路投融资改革推进，维持盈利预测和“增持”评级：**维持公司 13 和 14 年 EPS 0.38 元和 0.41 元，增速为 10% 和 8%，对应 PE 为 7.3X 和 6.8X，我们认为具备“稳增长和保就业”属性的铁路建设是国家战略支持产业，是对冲经济增速下滑的利器，未来行业投融资改革加速吸引民资入铁和海外市场的开拓亦有望为公司打开新的市场空间，维持“增持”评级。

图 1：单季度收入 1364 亿，同比增长 12.5%



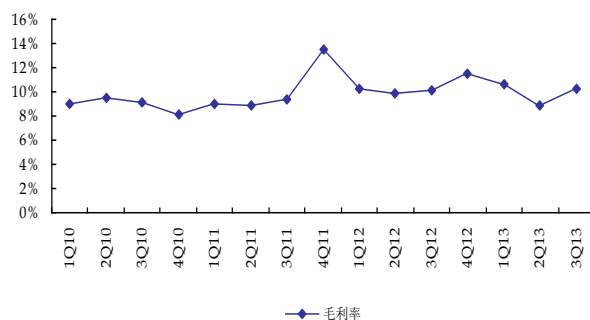
资料来源：wind，申万研究

图 2：单季度净利润 27.7 亿，同比增长 47.1%



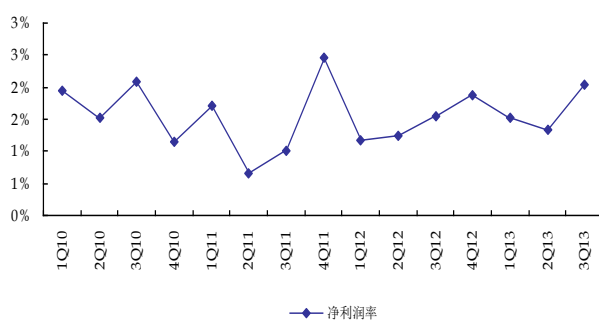
资料来源：wind，申万研究

图 3：单季度毛利率 10.2%，同比上升 0.1%



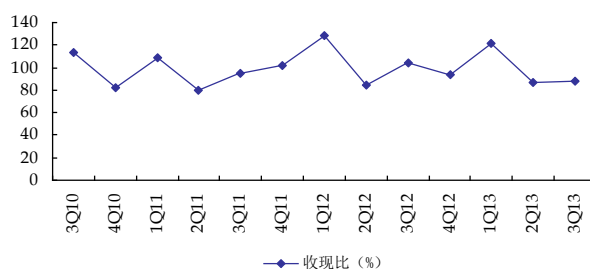
资料来源：wind，申万研究

图 4：单季度净利率 2.0%，同比增长 0.5%



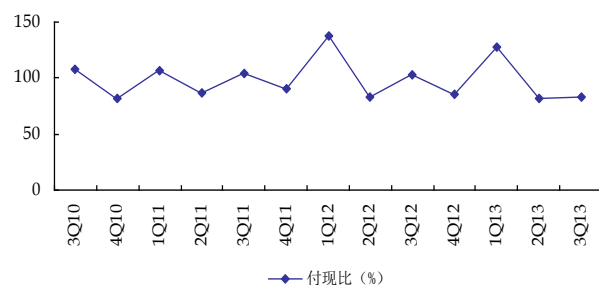
资料来源：wind，申万研究

图 5：单季度收现比 88.0%，同比增下滑 16.3%



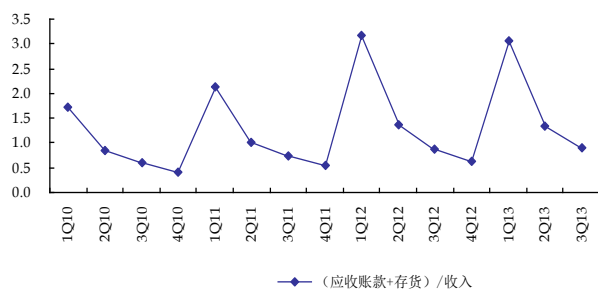
资料来源：wind，申万研究

图 6：单季度付现比 83.2%，同比下降 20.3%



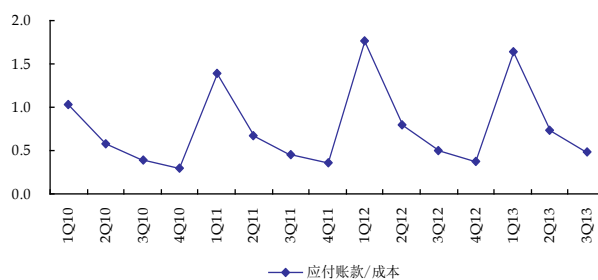
资料来源：wind，申万研究

图 7: (应收账款+存货)/收入 0.90, 同比增长 0.03



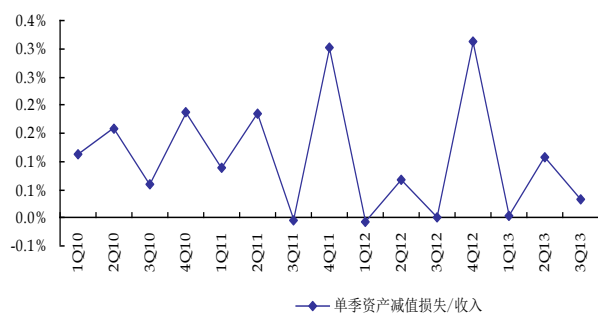
资料来源: wind, 申万研究

图 8: 应付账款/成本 0.49, 同比下降 0.01



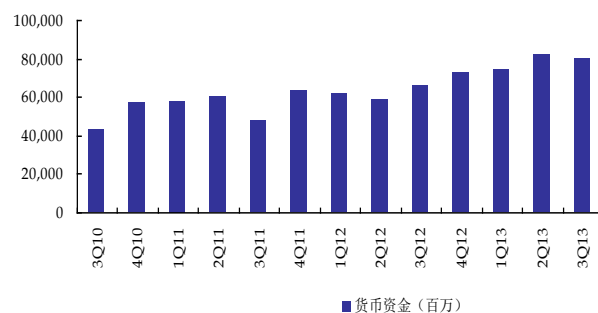
资料来源: wind, 申万研究

图 9: 单季度资产减值损失/收入 0.03%, 同比上升 0.03%



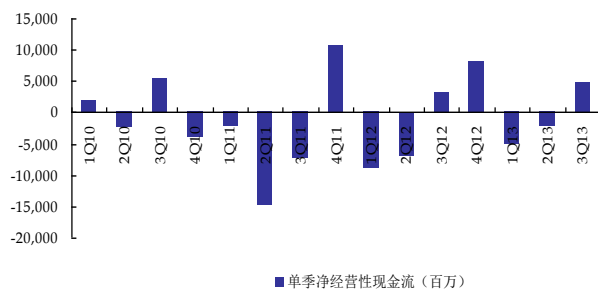
资料来源: wind, 申万研究

图 10: 货币资金 793.7 亿



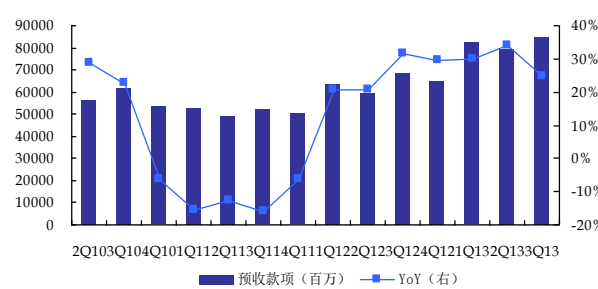
资料来源: wind, 申万研究

图 11: 单季经营性现金净流入 48.7 亿



资料来源: wind, 申万研究

图 12: 预收款 847.8 亿, 同比增加 25%



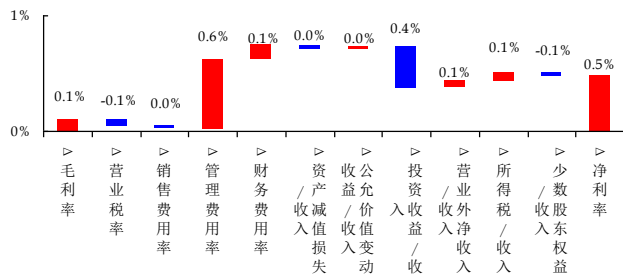
资料来源: wind, 申万研究

表 1. 单季指标分析

单季度, 百万	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13
营业收入	97,113	125,416	112,893	123,914	78,294	119,310	121,243	163,841	97,018	149,773	136,387
同比	14.3%	16.6%	10.6%	-30.5%	-19.4%	-4.9%	7.4%	32.2%	23.9%	25.5%	12.5%
环比	-46%	29%	-10%	10%	-37%	52%	2%	35%	-41%	54%	-9%
营业成本	88,327	114,216	102,352	107,138	70,252	107,511	108,988	145,003	86,662	136,533	122,467
同比	14.2%	17.4%	10.3%	-34.6%	-20.5%	-5.9%	6.5%	35.3%	23.4%	27.0%	12.4%
环比	-46.1%	29.3%	-10.4%	4.7%	-34.4%	53.0%	1.4%	33.0%	-40.2%	57.5%	-10.3%
毛利率	9.0%	8.9%	9.3%	13.5%	10.3%	9.9%	10.1%	11.5%	10.7%	8.8%	10.2%
营业税金及附加	2,973	4,080	3,323	4,571	2,372	3,593	3,743	5,491	2,993	4,470	4,291
营业税金率	3.1%	3.3%	2.9%	3.7%	3.0%	3.0%	3.1%	3.4%	3.1%	3.0%	3.1%
销售费用	305	489	399	620	317	363	549	802	472	538	643
销售费用率	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%	0.5%
管理费用	3,157	4,381	4,396	7,192	3,343	4,932	4,657	7,989	4,226	5,182	4,414
管理费用率	3.3%	3.5%	3.9%	5.8%	4.3%	4.1%	3.8%	4.9%	4.4%	3.5%	3.2%
财务费用	418	923	895	801	1,000	1,170	1,296	1,145	1,103	1,008	1,296
财务费用率	0.4%	0.7%	0.8%	0.6%	1.3%	1.0%	1.1%	0.7%	1.1%	0.7%	1.0%
资产减值损失	86	230	-6	373	-5	79	1	515	2	162	45
资产减值损失/收入	0.1%	0.2%	0.0%	0.3%	0.0%	0.1%	0.0%	0.3%	0.0%	0.1%	0.0%
公允价值变动收益	-4	-18	-11	-98	0	-40	-26	-95	3	-35	-4
投资收益	158	-37	0	-213	-20	96	551	397	22	558	138
营业利润	2,004	1,059	1,534	3,005	997	1,758	2,561	3,294	1,582	2,437	3,370
营业利润率	2.1%	0.8%	1.4%	2.4%	1.3%	1.5%	2.1%	2.0%	1.6%	1.6%	2.5%
营业外收入	164	66	94	462	68	135	146	734	102	242	241
营业外支出	27	62	37	85	26	43	37	132	24	32	45
利润总额	2,142	1,063	1,591	3,382	1,039	1,850	2,669	3,896	1,660	2,648	3,567
所得税	413	400	592	957	376	644	594	944	586	870	556
所得税率	19%	38%	37%	28%	36%	35%	22%	24%	35%	33%	16%
少数股东损益	57	193	22	278	22	128	167	362	85	109	238
归属母公司净利润	1,668	819	1,140	3,063	915	1,475	1,882	3,082	1,479	2,009	2,769
同比	1%	-50%	-47%	48%	-45%	80%	65%	1%	61.6%	36.2%	47.1%
环比	-19%	-51%	39%	169%	-70%	61%	28%	64%	-52%	36%	38%
净利润率	1.7%	0.7%	1.0%	2.47%	1.2%	1.2%	1.6%	1.9%	1.5%	1.3%	2.0%

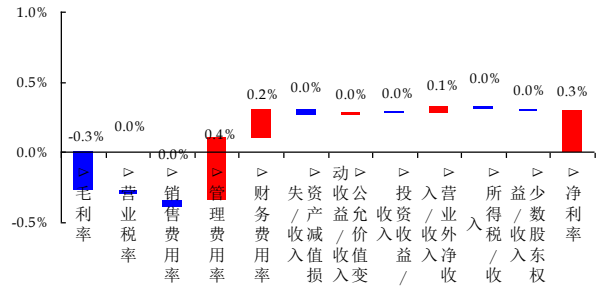
资料来源: 申万研究

图 13：3Q 单季净利率上升 0.5 个百分点



资料来源：wind，申万研究

图 14：1-9 月综合净利率上升 0.3 个百分点



资料来源：wind，申万研究

表 2：预计公司 13 和 14 年 EPS 分别为 0.38 元/0.41 元

百万元、元	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
一、营业收入	473,725	460,720	483,992	581,239	671,543	752,978
二、营业总成本	464,549	451,646	475,111	570,583	659,892	740,783
其中：营业成本	431,204	412,033	431,754	518,093	598,275	670,905
营业税金及附加	14,817	14,948	15,198	18,193	20,851	23,380
销售费用	1,443	1,813	2,031	2,383	2,753	3,087
管理费用	15,033	19,126	20,920	24,121	27,198	30,496
财务费用	1,386	3,037	4,611	7,187	10,194	12,265
资产减值损失	663	683	589	606	621	650
加：公允价值变动收益	(66)	(130)	(160)	(119)	(136)	(138)
投资收益	928	80	1,024	678	594	765
三、营业利润	10,038	9,024	9,745	11,215	12,109	12,821
加：营业外收入	634	787	1,083	834	901	940
减：营业外支出	249	211	238	232	227	233
四、利润总额	10,423	9,600	10,591	11,817	12,783	13,529
减：所得税	2,213	2,361	2,557	2,975	3,256	3,409
五、净利润	8,210	7,240	8,033	8,841	9,527	10,119
少数股东损益	813	550	679	746	804	854
归属于母公司所有者的净利润	7,397	6,690	7,355	8,095	8,723	9,265
六、基本每股收益	0.35	0.31	0.35	0.38	0.41	0.43
全面摊薄每股收益	0.35	0.31	0.34	0.38	0.41	0.43

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。