

收入、订单增速持续提升，看好基建业务未来发展

核心观点：

1. 事件

公司发布 2013 年中报，实现营业收入 2467.9 亿元，同比增长 24.89%，归属于母公司的净利润 34.88 亿元，同比增长 45.91%。

2. 我们的分析与判断

(一) 新签订单增加 26.6%，恢复至 10 上半年水平

上半年，公司新签订单 3676.5 亿，增长 26.6%，已逐渐恢复至 2010 年上半年水平；其中，基建业务新签订单 2890.1 亿（铁路 1053.3 亿，增长 501%；公路 408.6 亿，增长 24.1%；市政及其他 1428.2 亿，减少 5%）。截止 2013 年上半年，公司在手订单高达 1.4 万亿，成为未来收入增长保证。

(二) 营业收入增长 24.89%，连续 5 个季度提高

上半年，公司营业收入 2467.9 亿，同比增长 24.89%；自 2012 年一季度起，公司营业收入增速已连续 5 个月提升。

一方面，公司铁路建设收入 775.08 亿元，增长 24.65%，显示出铁路建设投资恢复性增长对公司收入增长的支持；另一方面，市政业务收入 779.68 亿元，同比增长 38.55%，其占收入比例为 35.3%，超过铁路业务成为公司收入最高的项目。另外，公司房地产业务收入大增 79.4%，达到 74.8 亿。这显示出公司“非铁路”施工业务板块发展势头良好，多元化业务发展战略不断深化。

(三) 期间费用率下降 0.55%，弥补毛利率下降

本期，公司的毛利率为 9.56%，较同期下降 0.48%，主要是由于基建板块承接项目在建设初期，毛利较低；以及中国铁路总公司正刚刚建立，项目变更索赔滞后。但反观公司的期间费用率，其仅为 5.08%，较同期大幅下降 0.55%，管理费用和财务费用分别下降 0.37% 和 0.24%。

(四) 经营现金流有所好转

上半年，公司经营活动产生的现金流净额 -70.90 亿元，同比少流出 86.59 亿元。本期，公司施工项目回款情况有所好转，但 BT、房地产、矿产资源业务净投入达 98 亿元，导致经营性净现金流仍为负值。

3. 投资建议

我们预计，13-15 年公司 EPS 分别为 0.42 元、0.55 元、0.67 元，

中国中铁 (601390.SH)

谨慎推荐 维持评级

分析师

郝飞飞

☎: 010-66568843

✉: haofeifei@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511060002

特此鸣谢

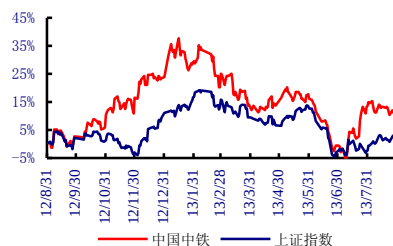
实习生 岳恒宇

对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2013.08.30

A 股收盘价(元)	2.66
A 股一年内最高价(元)	3.41
A 股一年内最低价(元)	2.30
上证指数	2098.38
市净率	0.72
总股本(万股)	2129990.00
实际流通 A 股(万股)	1662501.00
限售的流通 A 股(万股)	46750.00
流通 A 股市值(亿元)	442.23

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

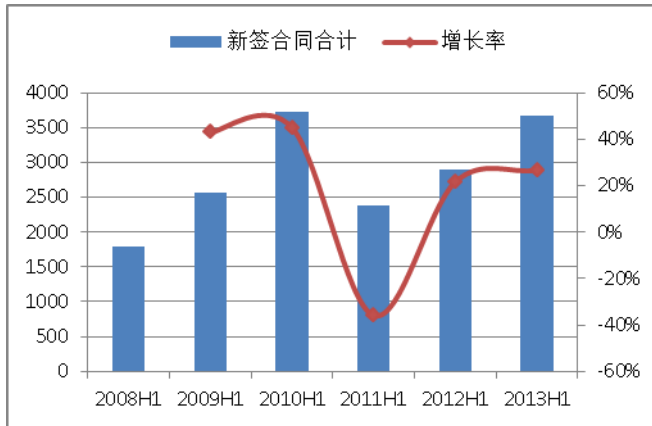
相关研究

对应市盈率分别为 6.3 倍、4.8 倍、4.0 倍，我们维持对公司谨慎推荐的投资评级。

4. 风险提示

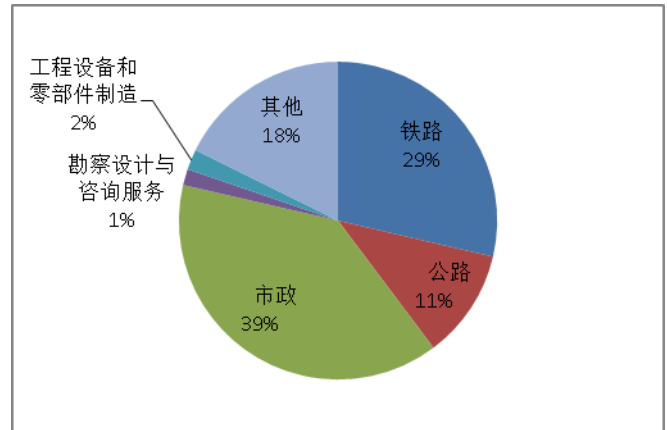
毛利率下降的风险、BT 项目回收周期增加的风险。

图 1：新签合同已恢复到 10 年同期水平



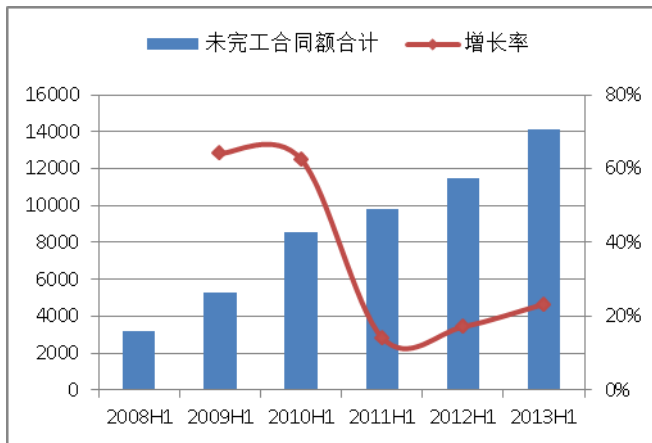
资料来源：WIND 资讯 中国银河证券研究部

图 2：各部分业务新签合同占比



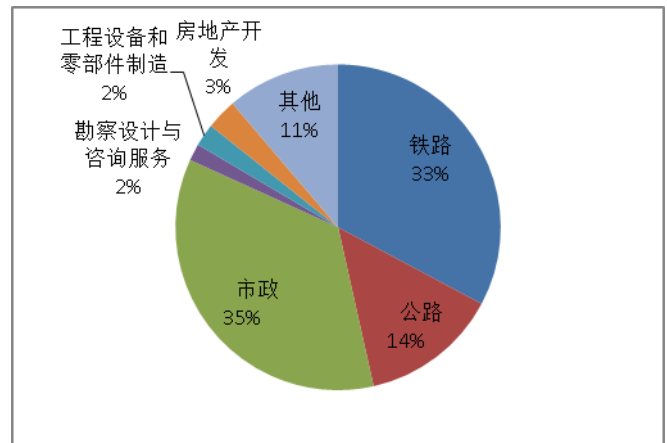
资料来源：WIND 资讯 中国银河证券研究部

图 3：未完工合同持续增长，保障未来业绩



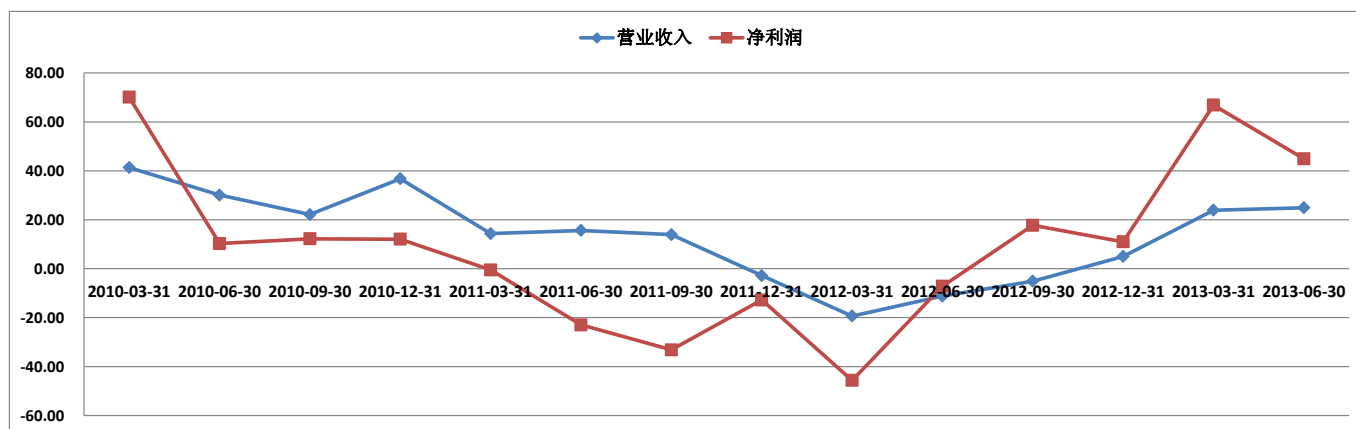
资料来源：WIND 资讯 中国银河证券研究部

图 4：各业务收入占比：市政业务首次超过铁路



资料来源：WIND 资讯 中国银河证券研究部

图 5: 公司营业收入增速 (累积数据) 连续 5 个月提高



资料来源: WIND 资讯 中国银河证券研究部

表 1: 公司半年报主要指标同比变化分析

	2009H1	2010H1	2011H1	2012H1	三年平均	2013H1	变化率
利润表指标:							
营业收入(百万元)	147,920.3	192,461.9	222,528.5	197,604.4	204,198.3	246,790.4	
同比增长(%)		30.11%	15.62%	-11.20%	11.51%	24.89%	13.38%
归属于母公司的净利润(百万元)	3,087.3	3,285.5	2,486.9	2,390.4	2,721.0	3,488.0	
同比增长(%)		6.42%	-24.31%	-3.88%	-7.26%	45.91%	53.17%
摊薄 EPS(元/股)	0.14	0.15	0.12	0.11	0.13	0.16	
毛利率(%)	9.35%	9.29%	8.98%	10.04%	9.44%	9.56%	0.12%
期间费用率(%)	3.59%	3.94%	4.35%	5.63%	4.64%	5.08%	0.44%
营业费用率(%)	0.33%	0.32%	0.36%	0.34%	0.34%	0.41%	0.07%
管理费用率(%)	3.18%	3.23%	3.38%	4.17%	3.60%	3.80%	0.20%
财务费用率(%)	0.07%	0.37%	0.60%	1.09%	0.69%	0.85%	0.16%
营业利润率(%)	2.68%	2.24%	1.53%	1.73%	1.83%	1.96%	0.13%
资产负债表指标:							
净资产收益率 ROE(%)	5.34%	5.32%	3.69%	3.28%	4.10%	4.40%	0.31%
总资产收益率 ROA(%)	1.92%	1.51%	1.35%	1.46%	1.44%	1.25%	-0.19%
资产负债率(%)	77.12%	79.50%	82.68%	83.48%	81.89%	85.06%	3.17%
现金流量表指标:							
经营活动产生的现金流量净额(百万元)	5,330.4	-545.2	-16,997.4	-15,748.3	-11,097.0	-7,089.7	
每股经营活动现金流量净额(元/股)	0.25	-0.03	-0.80	-0.74	-0.52	-0.33	

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部

表 2: 公司财务预测

资产负债表 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E	利润表 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	72,490.8	116,313.5	105,287.9	119,338.9	营业收入	483,991.8	595,536.5	689,448.7	797,262.3
应收票据	1,227.7	1,507.0	1,744.9	2,018.1	营业成本	431,753.6	531,446.7	613,004.8	707,920.1
应收账款	100,972.1	120,957.4	140,052.2	161,974.7	营业税金及附加	15,198.1	18,838.4	21,910.9	25,183.4
预付款项	28,575.6	35,173.8	40,571.7	46,853.7	销售费用	2,031.1	2,500.0	2,894.6	3,347.7
其他应收款	29,551.3	36,275.6	42,002.2	48,576.8	管理费用	20,920.5	25,750.2	29,815.2	34,482.2
存货	198,028.3	243,753.7	281,161.1	324,695.0	财务费用	4,610.7	4,065.5	4,918.2	5,283.4
其他流动资产	2,534.0	3,118.1	3,609.7	4,174.2	资产减值损失	589.0	666.9	604.6	695.0
长期股权投资	7,857.0	7,857.0	7,857.0	7,857.0	公允价值变动收益	-159.8	-118.6	-136.2	-138.2
固定资产	34,723.5	41,214.0	46,752.3	51,706.2	投资收益	1,024.1	1,200.0	1,200.0	1,200.0
在建工程	6,587.6	7,728.9	8,490.2	8,998.0	汇兑收益	126.4	-112.3	-26.4	-4.1
工程物资	181.4	546.0	477.2	463.1	营业利润	9,745.5	11,936.3	15,828.6	19,742.9
无形资产	45,277.5	44,501.8	43,687.3	42,834.1	营业外收支净额	845.4	900.0	900.0	900.0
长期待摊费用	224.8	224.8	224.8	224.8	税前利润	10,590.9	12,836.3	16,728.6	20,642.9
资产总计	550,728.1	678,983.5	743,780.6	843,770.3	所得税	2,557.4	3,099.6	4,039.4	4,984.6
短期借款	60,259.2	35,259.2	35,259.2	35,259.2	净利润	8,033.5	9,736.7	12,689.1	15,658.2
应付票据	19,617.3	24,147.0	27,852.6	32,165.2	归属母公司净利润	7,354.7	8,914.0	11,617.0	14,335.3
应付账款	160,441.1	188,344.5	212,434.1	249,033.3	少数股东损益	678.8	822.7	1,072.1	1,323.0
预收款项	64,712.7	79,437.8	91,978.2	106,375.6	基本每股收益	0.35	0.42	0.55	0.67
应付职工薪酬	2,628.8	3,234.6	3,744.7	4,330.3	稀释每股收益	0.35	0.42	0.55	0.67
应交税费	10,432.9	12,890.4	15,116.5	17,675.3	财务指标	2012A	2013E	2014E	2015E
其他应付款	30,495.7	32,513.1	39,459.4	46,293.5	成长性				
其他流动负债	1,772.5	3,140.0	1,952.6	2,288.3	营收增长率(%)	5.00	23.09	15.79	15.65
长期借款	60,849.3	70,849.3	70,849.3	70,849.3	EBIT 增长率(%)	10.06	10.70	30.16	21.55
预计负债	206.5	0.0	0.0	0.0	净利润增长率(%)	9.94	21.20	30.32	23.40
负债合计	462,165.1	581,663.0	635,177.2	721,827.3	盈利性				
股东权益合计	88,563.0	97,320.5	108,603.4	121,943.0	销售毛利率(%)	10.82	10.55	10.89	11.02
现金流量表 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E	销售净利率(%)	1.66	1.63	1.84	1.96
净利润	8,033.5	9,736.7	12,689.1	15,658.2	ROE(%)	9.78	10.83	12.71	13.98
折旧与摊销	6,187.2	5,355.5	6,272.0	7,194.1	ROIC(%)	4.61	4.07	4.63	5.24
经营活动现金流	-4,185.8	-6,757.8	1,709.0	11,700.2	估值倍数				
投资活动现金流	-11,975.6	-10,754.4	-11,008.3	-11,071.3	PE	7.7	6.4	4.9	4.0
融资活动现金流	23,672.1	61,334.8	-1,726.2	-5,856.3	P/S	0.1	0.1	0.1	0.1
现金净变动	7,509.3	43,822.7	-11,025.5	-5,227.4	P/B	0.7	0.7	0.6	0.5
期初现金余额	63,582.9	72,490.8	116,313.5	105,287.9	股息收益率(%)	2.1%	1.9%	2.4%	4.1%
期末现金余额	72,490.8	116,313.5	105,287.9	119,338.9	EV/EBITDA	7.8	8.7	7.4	6.4

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部 注: 单位: 百万元

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

郝飞飞，行业证券分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
北京地区：高兴 83574017 gaoxing_jg@chinastock.com.cn
北京地区：李笑裕 83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn